

日发精机 (002520)

国际级中高端机床自主龙头，收购全面迈入航空领域

中高端数控机床领军企业，对接众多航空及民用设备优质客户

公司定位于提供中高端数控机床产品，是国内唯一一家能够同时生产立式数控车床、卧式数控车床、立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心和落地式镗铣床的企业，处于全国普及型数控机床前五强的领先地位。公司是国内航空主机厂少数民营加工设备供应商之一，同时也通过对意大利MCM的收购成为赛峰、GE、空客、奥古斯塔韦斯特兰公司、法拉利等国际航空及民用设备巨头的供应商。2018Q1 营业总收入达到 2.65 亿，同比增长 11.4%；归母净利润和扣非归母净利润分别达到 0.20 亿和 0.19 亿，同比增长分别为 34.90%和 47.74%，延续 2017 年反弹后增长趋势。

再次中标成飞重大项目，国际级航空生产设备供应商

公司为少数具备可以自主可控技术替代欧美加工中心的国内企业，在中国民营航空生产设备制造商中处于龙头地位。公司多次中标成飞生产设备和其他主机厂项目，需求随航空产业进入高景气周期而不断带动，后续或将持续在成飞以及其他各大主机厂实现更多供应。子公司意大利 MCM 公司为意大利高端机床制造龙头企业，近年来逐步扩大公司国外市场，为赛峰、GE、空客、奥古斯塔韦斯特兰公司、法拉利等企业供应商，2017 年销售订单突破 1 亿欧元，实现了日发对高端航空及民用客户的深度覆盖和供应。其高端机床业务的稳定增长是公司业绩攀升的有力支撑，在国内外业务不断扩大的趋势下有望持续带来增长动力，通过技术转化反哺国内市场。

拟收购老牌航空运营与 MRO 企业 Airwork，实现航空全产业链贯通

公司拟通过发行股份的方式，以总计 1.25 亿元购买日发集团、杭州锦琦以及杭州锦磐合计持有的捷航投资 100.00%股权，捷航投资的主要资产为其间接持有的 Airwork 100.00%股权。重组后，公司将延伸至现有产业链下游，利用 Airwork 的航空运营与 MRO 业务，从传统制造型企业向“航空产品及服务综合供应商”转型升级并拓展市场。公司承诺 Airwork 在 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 2,050.00 万新西兰元、2,450.00 万新西兰元、3,000.00 万新西兰元和 3,250.00 万新西兰元(按照 5 月 15 日汇率计算约合人民币 0.8961 亿、1.0709 亿、1.3113 亿、1.4206 亿元)，高于公司现有业务净利润。Airwork 将成为新盈利增长动力，提升公司业绩。

盈利预测与评级：未来宏观经济持续回暖、军工航天领域持续向好、MCM 不断拓展海外市场均有望促进公司业绩增厚。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.14、0.20、0.28，对应 PE 分别为 59.34、42.92、30.19。若收购成功，备考合并报表归母净利润为 1.68、2.16、2.85 亿元，对应 PE 分别为 34.84、27.16、20.52，给予买入评级。

风险提示：宏观经济对传统业务带动作用低于预期，收购进度低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	783.79	1,005.37	1,309.45	1,733.14	2,338.31
增长率(%)	2.08	28.27	30.25	32.36	34.92
EBITDA(百万元)	103.94	129.74	140.12	191.45	272.78
净利润(百万元)	41.12	57.17	80.45	113.16	169.01
增长率(%)	3.91	39.01	37.20	38.24	42.19
EPS(元/股)	0.07	0.10	0.14	0.20	0.28
市盈率(P/E)	113.18	81.41	59.34	42.92	30.19
市净率(P/B)	2.76	2.66	2.62	2.54	2.46
市销率(P/S)	5.94	4.63	3.55	2.69	1.99
EV/EBITDA	61.39	42.03	34.26	24.93	20.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	8.40 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	554.09
流通 A 股股本(百万股)	530.17
A 股总市值(百万元)	4,654.35
流通 A 股市值(百万元)	4,453.46
每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	32.00
一年内最高/最低(元)	10.90/8.28

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 中高端数控机床行业领头羊，业绩稳定增长	4
1.1. 技术水平业内领先，承接众多优质客户	4
1.2. 整体业绩稳健增长，受益国内外市场平稳发展	6
1.3. 切入军工形成四大业务，主营业务均保持高速增长	6
2. 自主中高端加工设备小巨人，国际级航空高端生产设备供应商	8
2.1. 子公司 MCM 为航空巨头供应商，持续提供国际竞争力	8
2.2. 再次中标成飞重大项目，航空加工设备领域领先者	9
3. 重大资产重组延伸下游，转型升级航空领域综合供应商	10
3.1. 同一控制下重大资产重组，有助提升盈利能力	10
3.2. 发挥协同效应贯通全产业链，多元化业务结构促进腾飞	11
4. 盈利预测与风险提示	13

图表目录

图 1：国内前十大机床制造商 2017 年总收入规模（单位：亿元）	4
图 2：日发精机重大事件	5
图 3：日发精机国内外营业收入占比（%）	5
图 4：和而泰 2017 年前十大股东结构及主要子公司	5
图 5：日发精机营业总收入及同比变化（单位：万元）	6
图 6：销售毛利率与净利率	6
图 7：归母净利润与归母扣非净利润及增速（单位：万元）	6
图 8：日发精机主要加工中心及产品	7
图 9：日发精机各业务占比	8
图 10：国内机床业务细分业务构成（单位：万元）	8
图 11：意大利 MCM 公司主要客户	9
图 12：意大利 MCM 公司营业收入占比与同比变动	9
图 13：Airwork 主要产品	11
图 14：收购 Airwork 后公司发展前景	12
图 15：2018-2021 Airwork 扣非归母净利润承诺（单位：万新西兰元）	12
图 16：2018-2020 日发精机与 Airwork 归母净利润预测（单位：万元）	12
图 17：收购 Airwork 后 2018-2020 公司盈利预测（单位：元）	13
图 18：可比公司 2018-2019 盈利预测及公司估值（单位：亿元）	13
图 19：公司 2018-2019 估值（单位：亿元）	14
表 1：部分重大中标项目	9
表 2：交易支付具体安排（单位：万元）	10

表 3：标的公司主要数据（单位：万元）	10
表 4：标的公司上市前后主要财务指标对比（单位：万元）	10

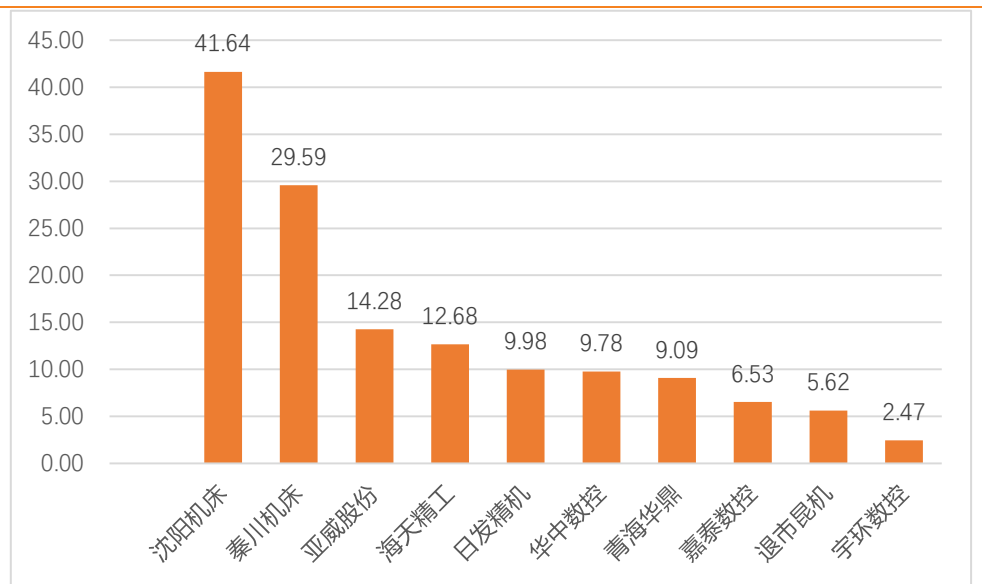
1. 中高端数控机床行业领头羊，业绩稳定增长

1.1. 技术水平业内领先，承接众多优质客户

浙江日发精密机械股份有限公司于 1999 年成立，于 2010 年 12 月在深圳证券交易所挂牌上市。公司是浙江省机械行业的骨干企业和原国家机械部数控机床重要制造基地、国家级 CIMS 工程示范企业、国家级高新技术企业，也是国内唯一一家能够同时生产立式数控车床、卧式数控车床、立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心和落地式镗铣床的企业，处于全国普及型数控机床前五强的领先地位。

公司所处工业机械机床行业板块是生产销售机床产品的行业，对国防军工和制造业竞争力具有关键作用。机床是先进制造技术的载体和装备工业的基本生产手段，是装备制造业的基础设备，主要为汽车、军工、农机、工程机械、电力设备、铁路机车、船舶等行业服务。数控机床是数字控制机床，即装有程序控制系统的自动化机床，能较好地解决复杂、精密、小批量、多品种的零件加工问题。我国是世界领先的机床产销国，但我国数控机床产业化仍处在中低档的发展阶段，国产高档数控机床仍不能满足内需。为保证可比性，采用 GSD 会计准则进行调整后，2017 年机床行业总营业收入为 152.59 亿元，其中日发精机收入达到 9.98 亿，位列第五。若使用中国会计准则进行计算，根据公司年报，日发精机 2017 年总营业收入达到 10.05 亿。

图 1：国内前十大机床制造商 2017 年总收入规模（单位：亿元）

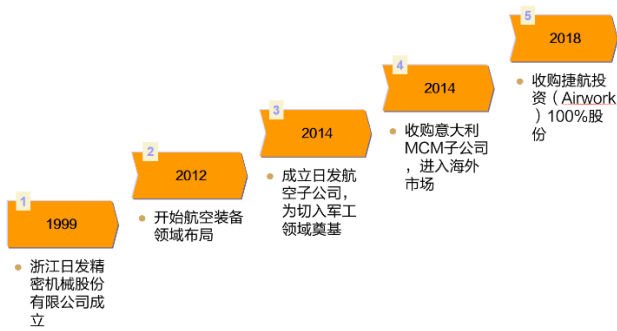


资料来源：Wind、天风证券研究所

注：数据均采用万德全球通用指标算法（GSD 会计准则）进行调整。

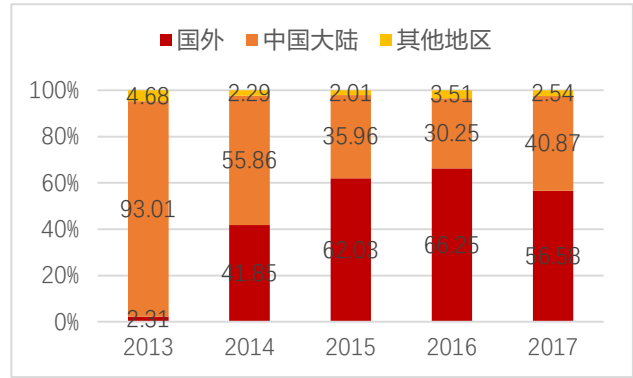
公司定位于提供中高端数控机床产品、飞机数字化装配线及高附加值的航空零部件，在各个目标市场积累了良好的信誉度和美誉度。公司于 2014 年成立控股公司日发航空，切入航空航天领域，已积累众多国内优质客户，例如各个主机厂。除了积极与各个主机厂就项目合作开展全方位的技术交流外，公司也着力开拓导弹加工等其他军工市场。截至 2017 年底，公司已先后为成飞、西飞、陕飞、洪都、沈飞和哈飞等客户提供各类装配线方案三十多个，完成了天津空客和中航主机厂项目的交付，将车载调姿系统从科研走向推广，斩获导弹加工设备和翼面生产线项目，并取得洪都、成飞、上飞波音转包、南方航空动力等供应商资质，为下一步的合作奠定了坚实的基础。且自收购意大利 MCM 以来，公司海外份营业收入占比渐扩大并不断增长，超过国内市场。在宏观经济回暖及下游汽车工业、工程机械需求激增的未来背景趋势下，公司将成为海内外市场的重要承接者。

图 2：日发精机重大事件



资料来源：公司公告、天风证券研究所

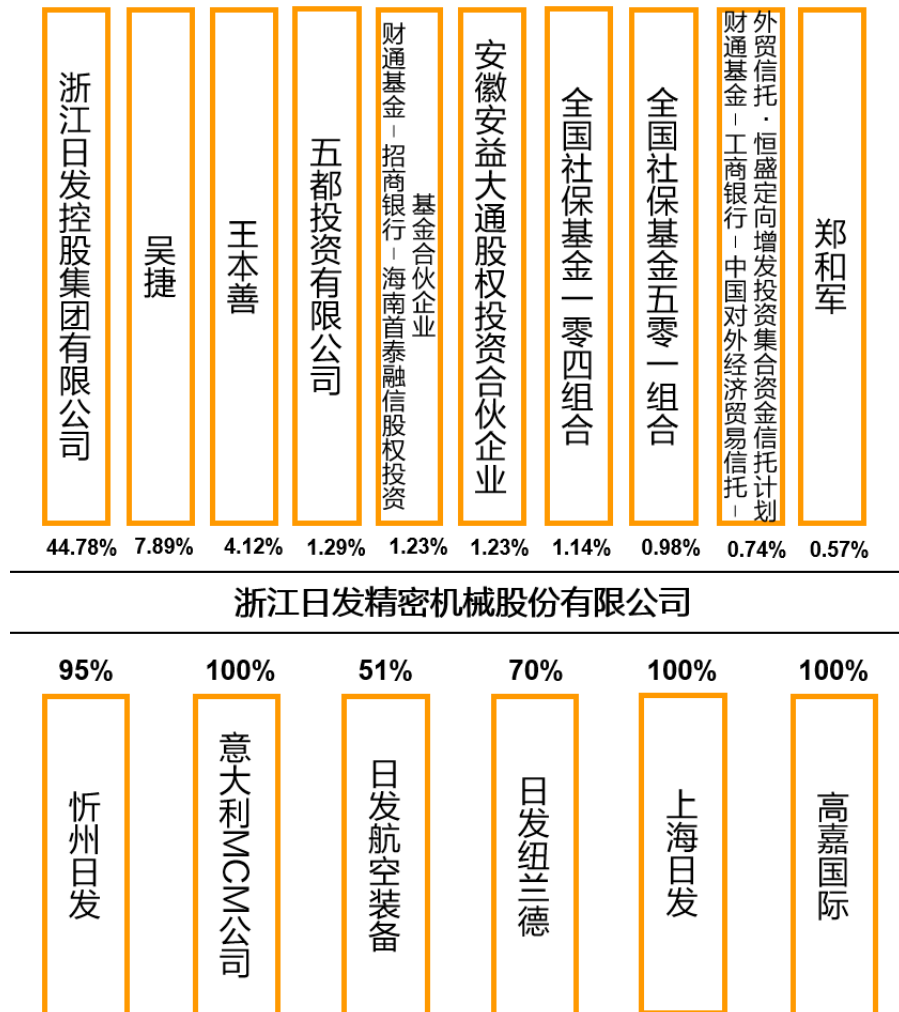
图 3：日发精机国内外营业收入占比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

从股权结构上来看，2018 年一季度期末普通股股东总数 29404，前十名股东合计持股比例 63.97%，其中 3 位为境内自然人股东，3 位境内非国有法人和 4 位其他类别股东。与 2017 年度期末相比未发生变动。截至 2017 年，公司共有 15 家子公司，其中，2014 年外延并购的海外子公司意大利 MCM 公司在 2017 年营业收入占日发精机总营收的 56%，成为公司的主要业绩支持。

图 4：和而泰 2017 年前十大股东结构及主要子公司

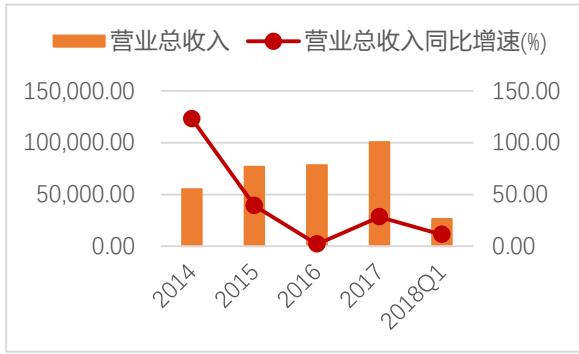


资料来源：公司年报、天风证券研究所

1.2. 整体业绩稳健增长，受益国内外市场平稳发展

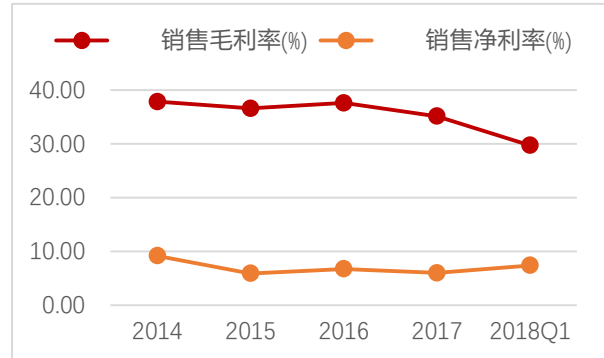
公司近年来业绩处于较快增长态势，2018 年一季度营业总收入达到 2.65 亿，同比增长 11.4%，保持了较平稳增势，增长主要来自于航空航天业务板块新增项目较大幅度提升与意大利 MCM 市场开拓带来的业务量同比增加。销售毛利率为 29.73%，呈下降趋势；净利率为 7.38%，而 2013 年仅为 2.95%，增长较显著。

图 5：日发精机营业总收入及同比变化（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

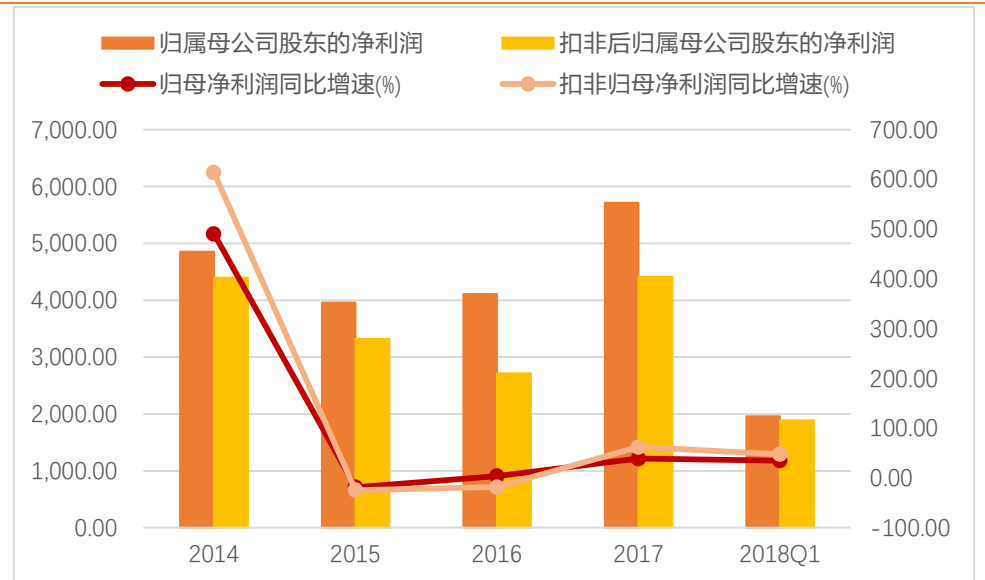
图 6：销售毛利率与净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

2018Q1 归母净利润和扣非归母净利润分别达到 0.20 亿和 0.19 亿，同比增长分别为 34.90% 和 47.74%，保持高速增长状态。虽 2015 年经历了负增长，但 2013-2017 年间年均复合增长率 CAGR 分别为 18.96% 和 25.05%，整体保持稳健增长态势，受益于国内宏观经济平稳回暖带来的传统板块机床业务好转、“中国制造 2025”政策红利以及海外市场的扩大。

图 7：归母净利润与归母扣非净利润及增速（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 切入军工形成四大业务，主营业务均保持高速增长

公司成立以来一直致力于数控机床行业先进技术的应用和研发，已形成数控车床、数控磨床、立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心、数控落地铣镗加工中心、航空航天零部件加工中心七大系列产品，在轮毂、曲轴、压缩机等生产行业中具有较高的市场占有率，公司的数控轮毂车床的市场占有率名列国内第一。近几年基于对世界经济发展趋势和数控机床行业的分析和判断，公司于 2014 年切入航空航天领域，随着各个业务的开展，公司已形成以传统的数控机床为载体的金属切削的整体解决方案，航空器装备为主的大部件

数字化装配系统和针对航空航天细分市场的金切加工系统，以复合材料、钛合金及高温合金加工为主的航空航天零部件加工业务和基于 MCM 的 JFMX 系统针对细分市场的管理软件集成四大业务板块。**金属切削的整体解决方案**即依托公司较高的系统集成能力和工程成套能力，在客户需求导向的基础上，通过售前产品选型和工艺设计、售中的产品研发、售后的操作员工培训、安装调试等提供全方位的服务，最大化保障客户的经济效益，例如开发连线设备，为客户提供无人化工厂的整体解决方案。**飞机数字化装配业务**即依托柔性装配工装和数字化装配工装，基于三维数模进行协调方案设计及容差设计，应用自动钻铆系统、数字化测量系统、数字化移动系统、离线编程和仿真软件等进行自动化装配，实现飞机的高质量高效率装配。**航空航天零部件加工业务**主要为纸基蜂窝件、铝蜂窝件加工。**工业领域的管理软件业务**即利用意大利 MCM 公司的 JFMX 系统实现覆盖从传感器和执行器直至生产计划的整体信息化管理，保证柔性制造系统的有效运行。

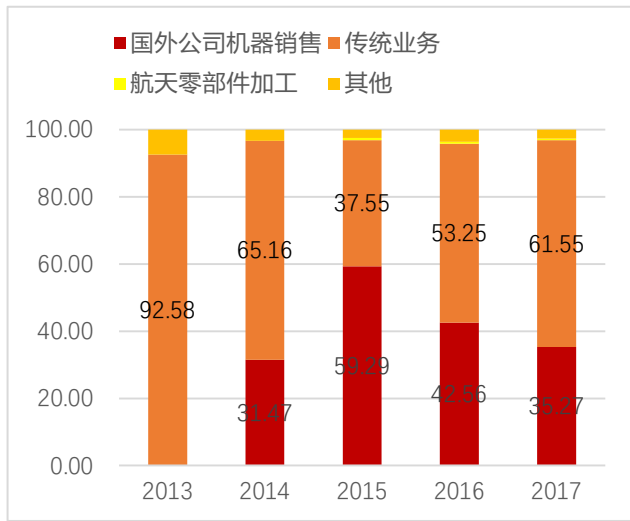
图 8：日发精机主要加工中心及产品



资料来源：公司官网、天风证券研究所

从公司各业务板块占比中可以看出，国外公司机器销售（主要为卧式加工中心与航天零部件加工）和国内传统业务（包括数控机床，数控磨床，卧式、立式、龙门加工中心等）仍为近年来主营业务，2017 年营业收入分别为 3.55 亿和 6.19 亿，在营业总收入中占比分别为 35.27%和 61.55%，合计占比超过 95%。两项同比增长分别为 6.3%和 48.28%，均处于较高速增长。传统业务中，卧式加工中心收入自 2016 年大幅攀升之后占据近 50%，数控车床 2017 年增长达 68.68%，其余各项业务同比增长也均为正值。自公司将国外公司机器销售作为营业业务开始，其始终占据最高比重，传统业务占比相对大幅下降，但 2017 年宏观经济回暖，与其有高相关性的**传统业务订单恢复增长**。国外机器销售收入主要来自于子公司意大利 MCM 公司的海外销售，近年来 MCM 也逐步打开国内市场，2015-2017 年营收占总营收比重均超过 50%，**其高端机床业务的稳定增长是公司业绩攀升的有力支撑，在国内外业务不断扩大的趋势下有望未来持续带来增长动力**。公司航天零部件业务虽占比较小，但 2017 年增速也达到 20%以上，公司相关生产设备与客户在不断扩展，例如 2018 年 2 月中标“上海飞机制造有限公司 ARJ21-700 飞机翼身和全机自动化对接系统国际招标项目”等。且未来短期内军工行业仍将蓬勃发展，需求旺盛，**公司航天零部件业务前景广阔，有望大规模增长**。

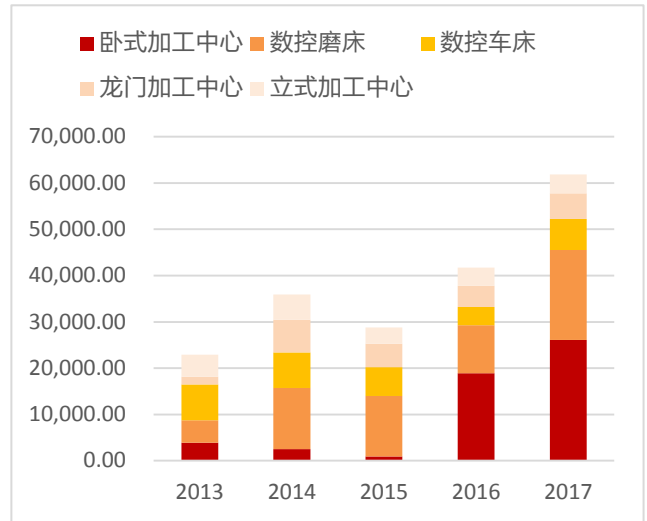
图 9：日发精机各业务占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：传统业务指未收购 MCM 及未切入军工领域前公司业务项目，包括数控车床、数控磨床、立式加工中心、卧式加工中心及龙门加工中心。

图 10：国内机床业务细分业务构成（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

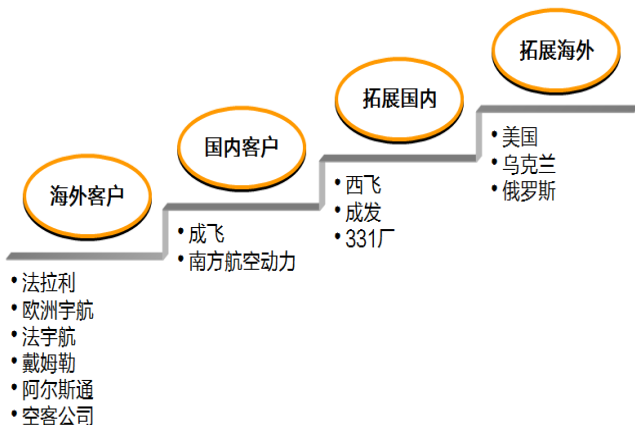
2. 自主中高端加工设备小巨人，国际级航空高端生产设备供应商

2.1. 子公司 MCM 为航空巨头供应商，持续提供国际竞争力

意大利 MCM 公司创建于 1978 年，专注于设计、生产和销售加工中心，与日发精机公司企业定位一致，是**意大利高端机床制造龙头企业**，属于欧洲自动化产业最先进的企业。其产品包括大型加工中心、重型机床和相关自动化配件，具有高精度、高柔性、高可靠度及高效率的卓越性能，赢得了法拉利、欧洲宇航、法宇航、戴姆勒、阿尔斯通、以及空客公司等众多优质客户的订单，在**高端航空领域和汽车装配领域**保持较高的品牌忠诚度和市场占有率，领先于其他国际知名数控机床制造商，是**国际各航空巨头合作伙伴及零部件加工供应商**。

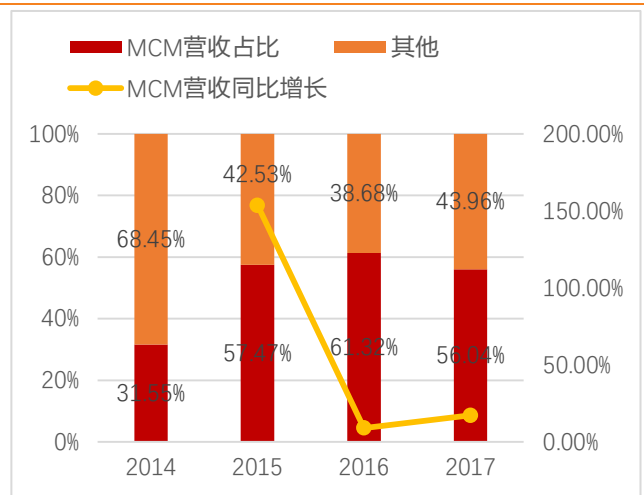
在市场方面，MCM 公司在完成被日发收购后，在维护欧洲市场的基础上，除原有美、德、法全资子公司所在市场外，**积极拓展美国、乌克兰、俄罗斯及中国市场**。目前该公司运营状况良好，15 年上半年即实现盈利，17 年上半年公司国外机器销售业务占比已接近 32%。16 年 9 月与空客公司签订 1.5 亿元订单，且 2016 年公司产能已近饱和，部分订单结转 17 年交货。除此之外，意大利 MCM 公司加大重点客户如赛峰、GE、空客、奥古斯塔韦斯特兰公司的市场开拓力度，2017 年销售订单突破 1 亿欧元，海外业务继续良好的经营态势。在**市场不断扩大的背景下，未来 MCM 有望维持强劲增长势头，持续增厚公司业绩**。

图 11：意大利 MCM 公司主要客户



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：意大利 MCM 公司营业收入占比与同比变动



资料来源：Wind、天风证券研究所

在技术方面，MCM 公司能够提供高转速及高精度加工中心和模块化刀库，能够满足各种商品类型的高复杂性要求，产品技术与生产能力均处于世界先进水平，可独立研发制造电主轴、换刀系统与回转工作台等，远超同行业竞争对手。公司吸收其现有的专业技术研发团队、海外技术人才与多年积累的技术资料，增进内部交流、提高研发能力、促进技术革新，提升至世界制造业前沿。MCM 公司的航空航天装配领域相关经验、客户资源与技术储备也帮助公司快速获得发展航空数字化装备业务的战略资源，抢占市场先机，完善产业布局。此外，通过收购公司引入 MCM 自主研发的生产系统管理、控制和集成监控软件 JFMX 系统，用于柔性系统管理领域，公司可对所获得的信息进行全球管理，保证操作的安全性、目标的可实现性与生产能力的增加。目前该系统已在陕飞飞机自动化装备线项目中得到首次应用，未来有望扩展到更多项目生产中，继续带来强劲效益。

2.2. 再次中标成飞重大项目，航空加工设备领域领先者

除海外市场外，公司国内航空零部件加工市场开拓成效也进一步加大，已多次中标国内航空公司项目。子公司 MCM 继 2016 年 8 月成飞项目后中标了南方航空动力的两个项目，其他主机厂如成飞、西飞、成发和 331 厂的项目也在积极推进中。

6 月 4 日，MCM 公司再次成为成都飞机工业（集团）有限责任公司“五坐标立卧转换加工中心”及“五坐标卧式加工中心”的中标供应商。此次中标反映出意大利 MCM 子公司在国内航空零部件加工领域地位领先，获得国内各航空巨头认可，市场占有率较高。公司为民营航空部件加工设备供应商领头羊，是少数具备与国营供应商竞争能力的生产厂商，未来或可承接大部分市场产能转移，进一步提升行业地位。

表 1：部分重大中标项目

日期	采购人	中标设备	中标金额（人民币）
2015 年 5 月 28 日	中航贵州飞机有限责任公司	飞机数字化精加工台	31,860,000.00
2015 年 9 月 14 日	中航飞机股份有限公司汉中飞机分公司	总装脉动生产线系统	43,000,000.00
2016 年 8 月 15 日	成都飞机工业（集团）有限责任公司	五坐标立卧转换加工中心	10,000,000.00
2017 年 2 月 26 日	上海飞机制造有限公司	ARJ21-700 飞机翼身和全机自动化对接系统	41,000,000.00
2018 年 6 月 4 日	成都飞机工业（集团）有限责任公司	五坐标立卧转换加工中心、五坐标卧式加工中心	157,882,800.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

此次中标合同的履行将对 MCM 公司及母公司的营业收入、营业利润产生积极的影响，并

有利于促进 MCM 公司在国内领域的业务继续拓展，进一步提升公司在航空航天领域的知名度和市场占有率。

3. 重大资产重组延伸下游，转型升级航空领域综合供应商

3.1. 同一控制下重大资产重组，有助提升盈利能力

公司拟通过发行股份的方式，购买日发集团、杭州锦琦以及杭州锦磐合计持有的捷航投资 100.00% 股权，捷航投资的主要资产为其间接持有的 Airwork 100.00% 股权。捷航投资 100.00% 股权的预估值为 127,182.88 万元。经交易各方协商，初步确定本次交易捷航投资 100.00% 股权的交易价格为 125,000.00 万元。本次发行股份购买资产的发行价格为 8.75 元/股。公司本次拟以询价方式向不超过 10 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，用于实施大型固定翼飞机采购及升级项目、直升机采购及升级项目，并支付本次交易中中介机构费用。

表 2：交易支付具体安排（单位：万元）

交易对方	持股比例	交易对价总额	股份支付比例	股份对价金额
日发集团	76.50%	95,625.00	100.00%	95,625.00
杭州锦琦	18.80%	23,500.00	100.00%	23,500.00
杭州锦磐	4.70%	5,875.00	100.00%	5,875.00
合计	100.00%	125,000.00	100.00%	125,000.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

根据《重组管理办法》，比较标的公司 2017 年未经审计的主要财务数据、成交金额与上市公司经审计的财务数据后，本次交易构成重大资产重组；由于公司控股股东日发集团持有捷航投资 76.50% 股权，本次交易构成关联交易，且同一控制下收购可合并报表，发挥协同效应并和企业规模经济效应。但本次交易不构成重组上市，公司控制权未发生变更。

表 3：标的公司主要数据（单位：万元）

项目	日发精机	捷航投资	标的资产指标		
			占上市公司相同指标的比例	本次交易 成交金额	相应指标与成交金额孰高占上市公司相同指标的比例
资产总额	263,208.91	243,206.30	92.40%	125,000.00	92.40%
营业收入	100,537.26	74,758.62	74.36%	-	74.36%
资产净额	175,012.42	115,012.56	65.72%	125,000.00	71.42%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：在计算财务指标占比时，日发精机资产总额、营业收入和资产净额取自经审计的 2017 年度财务报表；捷航投资资产总额、营业收入和资产净额取自未经审计的 2017 年度模拟合并财务报表；资产净额为归属于母公司所有者的净资产。

根据未经审阅的上市公司最近一年的备考财务报表，假设不考虑募集配套资金，本次交易后资产规模及经营规模相关指标，如总资产、归属于母公司所有者权益、营业收入、归属于母公司所有者的净利润、每股收益均较交易前明显上升，**盈利能力显著增强**。

表 4：标的公司上市前后主要财务指标对比（单位：万元）

财务指标	2017 年度		2016 年度	
	交易前	交易后	交易前	交易后
总资产	263,208.91	506,415.21	235,134.81	467,978.05
归属于母公司所有者权益	175,012.42	290,024.98	168,534.59	291,816.37
营业收入	100,537.26	175,295.88	78,379.10	155,042.34
归属于母公司所有者的净利润	5,716.94	10,078.90	4,112.47	15,867.24
基本每股收益（元/股）	0.10	0.14	0.07	0.23

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 发挥协同效应贯通全产业链，多元化业务结构促进腾飞

Airwork 是新西兰最大的通用航空服务供应商，具有超过 80 年的运营历史，在直升机的维修、维护方面有着先进的技术和经验，并且拥有成熟的航空产业运营体系，是整个大洋洲和东南亚地区最大的直升机运营企业。其主要从事直升机、固定翼飞机的运营租赁以及飞机和发动机的 MRO 业务，业务范围覆盖新西兰、澳大利亚、东南亚、欧洲及南美洲等市场。截至日发控股集团第一次收购 Airwork 75% 股权时，Airwork 拥有直升机 44 架，固定翼飞机 24 架（主要型号为波音 737），拥有全球主要通航飞机和发动机厂商的 MRO 资质认证，包括霍尼韦尔服务中心资格认证和发动机测试房认证、欧直服务中心认证、欧洲通航安全机构维修认证等。我们认为，公司 100% 收购 Airwork 后将带来多方面好处，合力推动公司未来业绩增厚。

图 13: Airwork 主要产品

HELICOPTER FLEET							
	EUROCOPTER AS 355FI	EUROCOPTER / KAWASAKI BK-117	AGUSTA WESTLAND A109	EUROCOPTER AS 350 SERIES	MCDONNELL DOUGLAS 500	ROBINSON R44	BELL 427
Number Owned	10	24	-	3	1	-	-
Number Operated	-	1	1	1	-	2	1
Capacity	6 passengers	10 passengers	5 passengers	6 passengers	4 passengers	3 passengers	7 passengers
Cruise Speed	224kph	231kph	260kph	224kph	224kph	200kph	240kph
Max Range	627km	415km	532km	600km	425km	540km	600km
FIXED WING FLEET							
	BOEING 737-300	BOEING 737-400	JET STREAM 32	FOKKER F27-500	FAIRCHILD SA227 METROLINER		
Number Owned	4 freight 1 passenger	12 freight 2 passenger	-	-	-		
Number Operated	-	-	1	2	2		
Capacity	17,000kg 136 passengers	19,500kg 162 passengers	1,908kg 19 passengers	5,500kg	2,200kg 18 passengers		
Cruise Speed	800kph	800kph	426kph	407kph	450kph		
Max Range	6,000km	6,000km	1,875km	2,000km	2,750km		

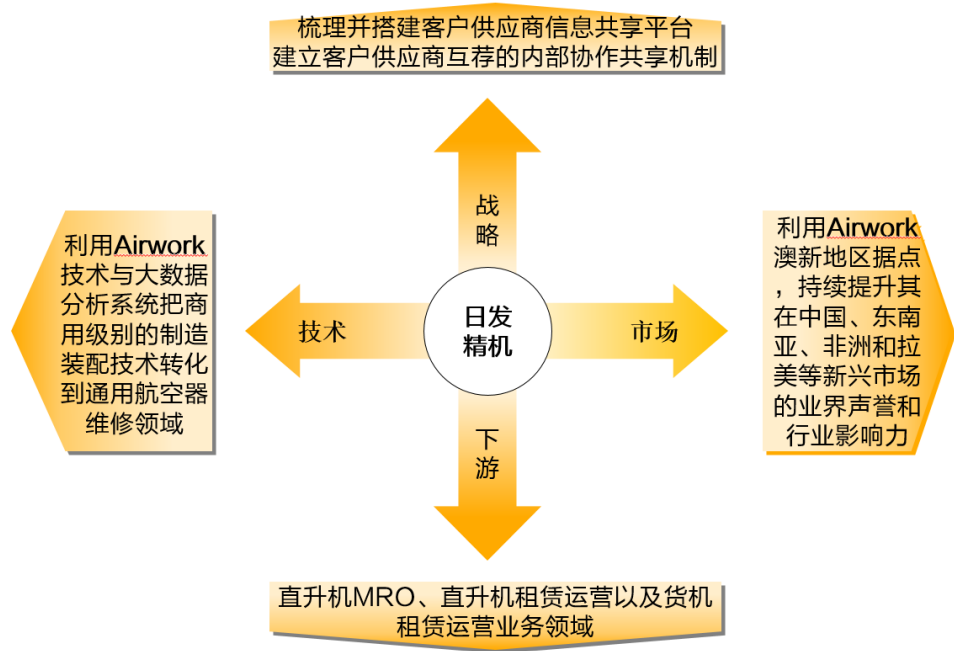
资料来源：公司官网、天风证券研究所

一方面，公司市场范围与业务范围将得到扩大，完善全球产业布局。首先，通过整合 Airwork 的业务，公司将迅速切入直升机 MRO、直升机租赁运营以及货机租赁运营业务领域，利用 Airwork 的各类高端认证，聚焦航空产业价值链的两端，推动自身从传统制造型企业向“航空产品及服务综合供应商”转型升级，不断提升主营业务附加值，推动业务结构的多元化，制造新增长点。其次，Airwork 行业地位与市场占有率都较高，公司可以充分利用其丰富的市场资源，以澳新地区为据点，持续提升其在中国、东南亚、非洲和拉美等新兴市场的业界声誉和行业影响力，从而实现全球版图的进一步完善和拓展。通过上述纵向产业链加横向市场范围的同步扩展，公司将完善全方位产业布局，大幅提高盈利能力。

另一方面，通过与 Airwork 在战略与技术层面的多维度、深层次合作，公司将实现协同效应，显著提升其技术实力与服务水平。在战略层面，Airwork 主要供应商与公司客户重合度较高，例如霍尼韦尔、欧直等主机厂商与 Commercial Jet 等大型飞机维修服务商。公司可通过 Airwork 重新梳理并搭建客户供应商信息共享平台，进一步加深对客户需求的了解，使自身产品更加契合客户需求，建立客户供应商互荐的内部协作共享机制，实现海外销售渠道的拓展和升级。在技术层面，Airwork 在工程维修业务中采用的技术标准和大数据分析系统可帮助公司把商用级别的制造装配技术（如：自动钻铆系统、数字化测量系统、数

字化移动系统、离线编程和仿真软件等自动化装配技术)积极转化到通用航空器维修领域,促进技术优势互补,提供定制化服务从而提升服务业务市场竞争力。而作为 MRO 服务运营商,Airwork 的工程维修业务亦将与公司领先的航空零部件加工技术实现协同,显著提升其技术实力与服务水平。

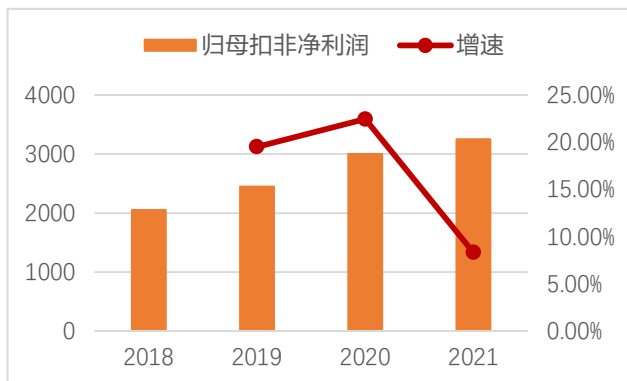
图 14: 收购 Airwork 后公司发展前景



资料来源:公司公告、天风证券研究所

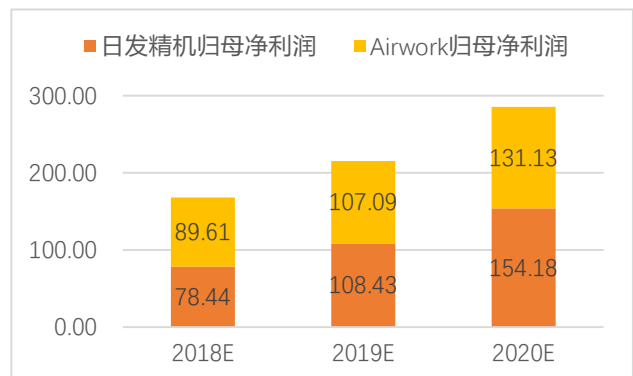
此外, Airwork 自身将成为公司业绩新增长点。在第一次部分收购前, Airwork2016 财年营业收入约 1.66 亿新西兰元,税后净利润 0.25 亿新西兰元,较上一财年分别增长 14.5%和 58.2%,处于较高速发展阶段。根据上市公司《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》,日发集团作为补偿义务人,承诺 Airwork 在 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 2,050.00 万新西兰元、2,450.00 万新西兰元、3,000.00 万新西兰元和 3,250.00 万新西兰元(按照 5 月 15 日汇率计算约合人民币 89.61 万、107.09 万、131.13 万、142.06 万),增速分别为 19.51%、22.45%和 8.33%。若未达到承诺要求,公司则按协议进行股份补偿或现金补偿。由协议可看出,2018 年 Airwork 归母净利润预期高于公司同年归母净利润,表明公司对于 Airwork 的盈利预期较高,较高增速体现出业务扩张的信心,有望保持公司业绩高速增长。

图 15: 2018-2021 Airwork 扣非归母净利润承诺(单位:万新西兰元)



资料来源:公司公告、天风证券研究所

图 16: 2018-2020 日发精机与 Airwork 归母净利润预测(单位:万元)



资料来源:公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测与风险提示

未来宏观经济持续回暖、军工航天领域持续向好、MCM 不断拓展海外市场均有望促进公司业绩增厚。我们预测公司 2018-2020 年归母净利润份额别为 0.78、1.08、1.54 亿，EPS 分别为 0.14、0.20、0.28，对应 PE 分别为 59.34、42.92、30.19。

此外，若本次重大资产重组成功进行，公司将定向发行 142,857,142.9 股股票，总股数将从 554,088,965 股增加至 696,946,107.9 股。根据公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，2018 至 2021 年为盈利补偿期，收购标的在此期间承诺的四年净利润总额约合人民币分别为 0.8961 亿、1.0709 亿、1.3113 亿、1.4206 亿元。

收购成功后预测归母净利润为收购前预测归母净利润与 Airwork 归母净利润之和，相应 EPS 与按照 2018 年 6 月 13 日收盘价计的算 P/E 如下表所示：

图 17：收购 Airwork 后 2018-2020 公司盈利预测（单位：元）

	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,309,449,935.59	1,733,137,169.33	2,338,310,719.17
增长率 (%)	0.30	0.32	0.35
当前股价	8.40	8.40	8.40
当前总股数	554,088,965.00	554,088,965.00	554,088,965.00
未合并归母净利润	78,435,452.09	108,431,805.14	154,181,910.63
Airwork 归母净利润	89,605,500.00	107,089,500.00	131,130,000.00
合并归母净利润	168,040,952.09	215,521,305.14	285,311,910.63
募集配套资金发股数	142,857,142.86	142,857,142.86	142,857,142.86
总股数	696,946,107.86	696,946,107.86	696,946,107.86
EPS	0.24	0.31	0.41
P/E	34.84	27.16	20.52

资料来源：公司公告、天风证券研究所

下面对公司进行乘数法估值：

(1) 若收购未成功，公司主营业务仍为数控机床，目前机床行业两家可比公司（海天精工、亚威股份）以 2018 年 6 月 13 日收盘价计算 2018 年 P/E 股本加权平均值为 37.63x，按可比公司法来进行计算，公司当前的合理市值应为 29.51 亿元；

图 18：可比公司 2018-2019 盈利预测及公司估值（单位：亿元）

	代码	证券简称	总市值	总股本	权重	18净利润	19净利润	18市盈率PE	19市盈率PE
1	601882.SH	海天精工	70.26	5.22	0.58	1.42	1.93	49.48	36.40
2	002559.SZ	亚威股份	31.03	3.73	0.42	1.42	1.85	21.04	16.11
总计			101.29	8.95	1.00	2.84	3.78	37.63	27.94
公司市值								29.51	30.30

资料来源：Wind、天风证券研究所

(2) 若本次收购成功完成，公司主营业务将变为数控机床与通用航空运营，采用分板块估值法。数控机床板块仍采用同上可比公司 2018 年 P/E 股本加权平均值 37.63x，通用航空运营板块由于当前市场上仅有中信海直（000099.SZ）一家运营状态良好的可比标的，故我们采用其 P/E 来进行估值，以 2018 年 6 月 13 日收盘价计算，2018 P/E 为 40.04x。对各版块进行估值并加权求和后，公司当前的合理市值应为 65.39 亿元。

图 19：公司 2018-2019 估值（单位：亿元）

	2018E	2019E	2018权重	2019权重	2018PE	2019PE
机床板块净利润	0.78	1.08	0.47	0.50	37.63	27.94
航空运营板块净利润	0.90	1.07	0.53	0.50	40.04	30.61
总计	1.68	2.16	1.00	1.00	38.91	29.27
公司估值					65.39	63.08

资料来源：Wind、天风证券研究所

风险提示：宏观经济对传统业务带动作用低于预期，收购进度低于预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	331.61	370.53	104.76	138.65	187.06
应收账款	322.32	324.81	623.00	547.94	1,031.86
预付账款	5.28	13.08	12.15	19.87	22.98
存货	571.29	685.27	959.74	1,255.36	1,646.48
其他	583.01	636.47	469.88	617.10	649.32
流动资产合计	1,813.51	2,030.16	2,169.52	2,578.92	3,537.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	342.80	405.80	417.99	447.31	473.90
在建工程	16.56	17.20	46.32	75.79	75.47
无形资产	112.52	118.87	109.50	100.12	90.75
其他	65.95	60.06	56.80	60.63	59.16
非流动资产合计	537.84	601.93	630.61	683.85	699.29
资产总计	2,351.35	2,632.09	2,800.13	3,262.78	4,236.99
短期借款	100.73	61.27	175.00	218.08	862.13
应付账款	254.73	367.30	446.20	642.75	786.55
其他	174.85	323.01	241.94	441.31	421.10
流动负债合计	530.31	751.59	863.14	1,302.13	2,069.78
长期借款	43.53	33.79	49.24	0.00	130.78
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.25	52.48	52.26	52.00	52.25
非流动负债合计	94.77	86.27	101.50	52.00	183.02
负债合计	625.08	837.85	964.64	1,354.13	2,252.80
少数股东权益	40.92	44.11	56.29	73.35	93.92
股本	554.09	554.09	554.09	554.09	554.09
资本公积	970.96	970.96	970.96	970.96	970.96
留存收益	1,127.05	1,184.22	1,225.11	1,281.21	1,336.18
其他	(966.75)	(959.14)	(970.96)	(970.96)	(970.96)
股东权益合计	1,726.27	1,794.24	1,835.48	1,908.65	1,984.19
负债和股东权益总	2,351.35	2,632.09	2,800.13	3,262.78	4,236.99

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	52.77	60.36	78.44	108.43	154.18
折旧摊销	47.64	49.37	28.06	30.59	33.10
财务费用	4.12	4.06	2.97	6.99	21.49
投资损失	(5.65)	(11.26)	(8.46)	(8.46)	(8.46)
营运资金变动	(641.63)	101.32	(403.95)	16.04	(784.98)
其它	535.38	29.68	11.42	17.19	20.73
经营活动现金流	(7.38)	233.53	(291.52)	170.78	(563.93)
资本支出	57.78	118.12	60.22	80.27	49.75
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(653.93)	(257.96)	(111.76)	(151.81)	(91.29)
投资活动现金流	(596.16)	(139.84)	(51.54)	(71.54)	(41.54)
债权融资	145.55	95.06	224.67	218.65	993.24
股权融资	10.12	7.57	(14.79)	(6.99)	(21.49)
其他	(261.01)	(157.90)	(132.60)	(277.01)	(317.87)
筹资活动现金流	(105.33)	(55.27)	77.29	(65.34)	653.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(708.87)	38.42	(265.78)	33.89	48.41

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	783.79	1,005.37	1,309.45	1,733.14	2,338.31
营业成本	489.07	652.32	840.52	1,107.66	1,476.26
营业税金及附加	4.66	7.52	7.48	11.06	15.25
营业费用	102.12	103.40	150.59	204.51	271.01
管理费用	121.74	157.55	191.57	242.99	329.94
财务费用	(2.59)	0.04	2.97	6.99	21.49
资产减值损失	15.54	14.35	14.94	14.64	14.79
公允价值变动收益	0.00	(1.13)	(0.75)	0.13	0.17
投资净收益	5.65	11.26	8.46	8.46	8.46
其他	(11.31)	(23.03)	(15.41)	(17.16)	(17.25)
营业利润	58.90	83.09	109.09	153.88	218.19
营业外收入	11.15	2.99	7.90	7.35	6.08
营业外支出	1.54	0.12	1.56	1.07	0.92
利润总额	68.51	85.97	115.42	160.15	223.35
所得税	15.74	25.61	24.81	34.66	48.60
净利润	52.77	60.36	90.61	125.49	174.75
少数股东损益	11.65	3.19	12.17	17.06	20.57
归属于母公司净利润	41.12	57.17	78.44	108.43	154.18
每股收益(元)	0.07	0.10	0.14	0.20	0.28

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	2.08%	28.27%	30.25%	32.36%	34.92%
营业利润	30.91%	41.07%	31.29%	41.06%	41.79%
归属于母公司净利润	3.91%	39.01%	37.20%	38.24%	42.19%
获利能力					
毛利率	37.60%	35.12%	35.81%	36.09%	36.87%
净利率	5.25%	5.69%	5.99%	6.26%	6.59%
ROE	2.44%	3.27%	4.41%	5.91%	8.16%
ROIC	5.02%	3.89%	5.92%	6.55%	9.60%
偿债能力					
资产负债率	26.58%	31.83%	34.45%	41.50%	53.17%
净负债率	-32.77%	8.24%	20.28%	33.28%	50.24%
流动比率	3.42	2.70	2.51	1.98	1.71
速动比率	2.34	1.79	1.40	1.02	0.91
营运能力					
应收账款周转率	2.42	3.11	2.76	2.96	2.96
存货周转率	1.51	1.60	1.59	1.56	1.61
总资产周转率	0.33	0.40	0.48	0.57	0.62
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.10	0.14	0.20	0.28
每股经营现金流	-0.01	0.42	-0.53	0.31	-1.02
每股净资产	3.04	3.16	3.21	3.31	3.41
估值比率					
市盈率	113.18	81.41	59.34	42.92	30.19
市净率	2.76	2.66	2.62	2.54	2.46
EV/EBITDA	61.39	42.03	34.26	24.93	20.24
EV/EBIT	113.32	67.85	42.83	29.67	23.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com