

航空航天领域不断推进，向平台型企业发展

投资要点

- 事件:**公司发布2016年三季报，实现营业收入7.6亿元，同比增长48.5%；实现扣非后归母净利润8491万元，同比增长8.6%。同时，公司调整了组织架构，成立农机子公司作为农机业务平台。此外，明日宇航及公司投资子公司拟出资6700万元成立卫星工业控股子公司，布局商业航天领域。
- 点评:**1、公司航空航天结构件业务前三季度稳步发展，实现营业收入约3.6亿元，考虑固定资产折旧增加以及军品前三季度成本确认大于收入的一般现象，预计公司前三季度军品净利润在4000万元左右。参考2015年公司军品绝大部分于四季度确认，我们认为，明日宇航完成今年2.4亿元业绩承诺问题不大。农机业务受行业政策及景气度影响有所下滑，前三季度实现净利润约4500万元左右，鉴于公司未来成长重点在航空航天业务，我们认为，农机业务下滑虽然对公司今年总体业绩有一定影响，但不影响对公司未来成长逻辑。同时，公司也对组织架构进行了调整，成立农机子公司作为农机业务平台，董事长周卫华任农机子公司法人，形成“军工+农机+投资”三大板块同等级别的格局。
2、明日宇航及公司厦门投资子公司成立控股卫星工业公司，是公司在军品机加工和民品国际转包业务外布局的第三航空航天相关业务。据《卫星产业状况》统计，2014年全球卫星应用服务收入为1229亿美元，较2009年增长32.4%，其中卫星通信产业占比约2/3，相较于卫星导航产业和卫星对地观测产业而言，发展起步最早，商业化程度较高。明日宇航卫星工业公司主要以卫星组网、卫星研制、组织发射、地面基础设施开发与运营维护、高通量宽带卫星通信运营、终端设备开发与销售为主营业务，与航天五院合作，未来有望在通讯运营等方面有所作为，有利于公司在机加工企业的基础上向附加值更高的领域进行尝试。
- 盈利预测与投资建议:**明日宇航已经布局军品+民品两大领域，商业航空方向的培育也有利于公司向更高附加值领域布局。同时，投资板块的发力也将推动公司向平台型企业发展。考虑到农机行业出现一定程度下滑，以及固定资产折旧带来的毛利率下降，出于保守考虑，我们适当调整了对公司收入增速和毛利率的预测，我们预计，公司2016-2018年实现净利润分别为3.5亿元、6.3亿元和8.8亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**明日宇航业绩不达预期的风险，农机业务持续下滑的风险等。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1401.04	1677.37	2896.82	4117.47
增长率	149.78%	19.72%	72.70%	42.14%
归属母公司净利润(百万元)	300.75	354.88	632.11	880.91
增长率	168.12%	18.00%	78.12%	39.36%
每股收益EPS(元)	0.20	0.24	0.42	0.59
净资产收益率ROE	5.32%	5.97%	9.70%	12.07%
PE	83	70	39	28
PB	4.39	4.18	3.81	3.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 刘瑜
电话: 010-57638602
邮箱: liuyu@swsc.com.cn

联系人: 王志琦
电话: 021-68415130
邮箱: wzz@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	14.90
流通A股(亿股)	5.28
52周内股价区间(元)	10.6-19.54
总市值(亿元)	258.73
总资产(亿元)	74.77
每股净资产(元)	3.74

相关研究

- 新研股份(300159):布局民品转包业务，打开全新发展空间 (2016-07-18)
- 新研股份(300159):业绩超承诺奠定未来基础，民参军最优标的 (2016-04-19)
- 新研股份(300159):收购明日宇航获批文，跨入高速发展新时期 (2015-10-27)

关键假设：

农机业务：受行业下游不景气影响，2016 年公司农机业务收入出现较大下滑，2017-2018 年收入维持稳定，受行业竞争影响毛利率有所收窄。

航空航天业务：2016-2017 年受益于募投项目产能释放（产值有望达到 40 亿元左右）以及民品逐渐跟进实现快速发展，公司业绩有望超过业绩承诺；2018 年民品放量，有望和军品一样成为公司主要的业绩支撑，收入端在较大基数下实现较快增长；同时，由于民品毛利率低于军品，随着民品在公司收入结构中占比逐渐提升，该块业务毛利率有所下降。

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	1401	1677	2897	4117
增速		20%	73%	42%
毛利率	37%	37%	37%	36%
农机业务				
收入	803	482	506	531
增速		-40%	5%	5%
毛利率	31%	28%	28%	28%
明日宇航				
收入	598	1195	2391	3586
增速		100%	100%	50%
毛利率	46%	41%	39%	37%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1401.04	1677.37	2896.82	4117.47	净利润	300.42	354.88	632.11	880.91
营业成本	875.80	1052.31	1822.73	2641.83	折旧与摊销	50.31	198.00	198.00	198.00
营业税金及附加	1.87	2.33	3.97	5.67	财务费用	10.91	1.67	-2.02	-1.76
销售费用	64.34	83.87	139.05	189.40	资产减值损失	20.46	20.00	15.00	12.00
管理费用	95.55	134.19	217.26	288.22	经营营运资本变动	-426.17	-169.00	-718.17	-688.70
财务费用	10.91	1.67	-2.02	-1.76	其他	584.53	-33.03	-31.92	-33.99
资产减值损失	20.46	20.00	15.00	12.00	经营活动现金流净额	540.45	372.52	93.00	366.45
投资收益	1.92	13.79	16.54	22.06	资本支出	-4409.08	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3437.50	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-971.58	-300.00	-200.00	-100.00
营业利润	334.04	396.78	717.37	1004.16	短期借款	204.00	-204.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.95	11.34	11.83	12.19	长期借款	767.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	348.99	408.13	729.20	1016.35	股权融资	4189.92	0.00	0.00	0.00
所得税	48.57	53.25	97.09	135.44	支付股利	-18.04	-48.37	-57.07	-101.66
净利润	300.42	354.88	632.11	880.91	其他	-4164.44	-74.33	2.02	1.76
少数股东损益	-0.34	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	978.44	-326.70	-55.05	-99.90
归属母公司股东净利润	300.75	354.88	632.11	880.91	现金流量净额	547.31	-254.18	-162.05	166.56
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1094.89	840.71	678.66	845.22	成长能力				
应收和预付款项	968.19	999.94	1798.24	2574.47	销售收入增长率	149.78%	19.72%	72.70%	42.14%
存货	372.59	446.92	775.06	1123.47	营业利润增长率	174.72%	18.78%	80.80%	39.98%
其他流动资产	37.79	45.25	78.15	111.07	净利润增长率	168.12%	18.13%	78.12%	39.36%
长期股权投资	7.24	21.02	37.56	59.62	EBITDA 增长率	202.82%	50.90%	53.13%	31.43%
投资性房地产	0.07	0.07	0.07	0.07	获利能力				
固定资产和在建工程	1734.08	1868.72	1903.36	1838.00	毛利率	37.49%	37.26%	37.08%	35.84%
无形资产和开发支出	3182.92	3150.28	3117.64	3085.00	三费率	12.19%	13.10%	12.23%	11.56%
其他非流动资产	128.84	128.84	128.84	128.84	净利润率	21.44%	21.16%	21.82%	21.39%
资产总计	7526.62	7501.76	8517.57	9765.76	ROE	5.32%	5.97%	9.70%	12.07%
短期借款	204.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.99%	4.73%	7.42%	9.02%
应付和预收款项	563.44	504.03	924.27	1371.37	ROIC	9.51%	6.04%	9.83%	12.26%
长期借款	767.00	767.00	767.00	767.00	EBITDA/销售收入	28.21%	35.56%	31.53%	29.15%
其他负债	341.18	288.08	308.62	330.45	营运能力				
负债合计	1875.62	1559.11	1999.88	2468.82	总资产周转率	0.32	0.22	0.36	0.45
股本	1490.36	1490.36	1490.36	1490.36	固定资产周转率	1.79	1.30	2.59	4.31
资本公积	3454.29	3454.29	3454.29	3454.29	应收账款周转率	2.63	2.06	2.52	2.28
留存收益	631.95	938.45	1513.49	2292.74	存货周转率	3.14	2.57	2.98	2.78
归属母公司股东权益	5591.46	5883.11	6458.15	7237.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.62%	—	—	—
少数股东权益	59.54	59.54	59.54	59.54	资本结构				
股东权益合计	5651.00	5942.65	6517.69	7296.94	资产负债率	24.92%	20.78%	23.48%	25.28%
负债和股东权益合计	7526.62	7501.76	8517.57	9765.76	带息债务/总负债	51.77%	49.19%	38.35%	31.07%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	2.91	4.38	3.42	3.23
EBITDA	395.25	596.46	913.35	1200.40	速动比率	2.48	3.54	2.63	2.45
PE	82.51	69.92	39.26	28.17	股利支付率	6.00%	13.63%	9.03%	11.54%
PB	4.39	4.18	3.81	3.40	每股指标				
PS	17.71	14.79	8.57	6.03	每股收益	0.20	0.24	0.42	0.59
EV/EBITDA	62.29	41.26	27.12	20.50	每股净资产	3.79	3.99	4.37	4.90
股息率	0.07%	0.19%	0.23%	0.41%	每股经营现金	0.36	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.01	0.03	0.04	0.07

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn