

2017年02月27日

晨曦航空 (300581.SZ)

公司快报

航空发动机电子系统及无人机后起之秀

投资要点

- ◆ **2016 年营收及净利润低速增长**：据业绩快报，公司 2016 年实现营收 2.04 亿元，同比增长 1.69%；实现归母净利润 5209 万元，同比增长 3.41%。公司以惯性导航系统、航空发动机电子产品及无人机为主营业务；主要客户为军方，因此公司收入受到国内军方采购订单的影响；我们认为公司去年营收和净利润的个位数增速与“十三五”开局之年军方订单较少有一定关系。
- ◆ **惯导产品已趋成熟，发动机电子系统及无人机后起之秀**：公司惯性导航系统已进入军方中高端市场。从近几年各种类型惯导产品销售数据看：低端的压电惯导近两年已不再进行销售，高端的激光惯导于 2013 年首次形成 246 万元的销售，至 2015 年已达 3908 万元，近几年收入呈高速增长态势。使用精度更高的激光惯导是现代飞行器导航技术的发展趋势，而公司是国内较早成功研发和应用高精度激光捷联惯性导航系统的企业之一，有明显的先发优势；公司的航空发动机电子产品中，航空发动机参数采集器已形成批量销售，航空发动机电子控制系统已进入预研阶段并已有专业技术服务收入，未来在设备定型后将实现批量生产；公司已具备融合导航、飞控和发动机电子领域技术的能力，未来或将在军用无人机产品方向持续发力，形成新的业绩增长点。
- ◆ **军品对民营企业愈加开放为公司全方位参与国防建设提供舞台**：自 2015 年 3 月军民融合发展上升为国家战略，各层面政策正加速落地；今年 2 月 24 日，军委装备发展部制定 12 条举措 45 项任务，以持续推进装备领域军民融合深度发展。其中包括：开展军民融合创新政策先行先试方案论证，设立联合基金，在军事航天领域探索开展采购商业服务试点；降低准入门槛，“武器装备质量管理体系认证”与“装备承制单位资格审查”两证融合管理；扩大民企参与范围，调整武器装备科研生产许可目录，继续缩减许可范围，减少许可项目数量等。我国军品对民营企业愈加开放，为公司能全方位参与国防建设提供了舞台，可预期公司未来将有更多类型产品进入军品供应体系。
- ◆ **投资建议**：公司为国内稀缺的专注为军方提供产品和服务的纯民营企业，公司惯导产品在某些细分航空器上已有很高市占率并具有广泛影响力，航空发动机电子产品成长迅速，未来有望从核心部件到无人机总体实现军品品质和规模的跨越。我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 2.04 亿元、2.53 亿元、3.40 亿元，每股收益分别为 1.15 元、1.34 元和 1.83 元。给予“增持-A”投资评级，6 个月目标价为 131.32 元，相当于 2018 年 71 倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**：军品需求波动风险、客户较为集中风险、军民融合政策变化风险等。

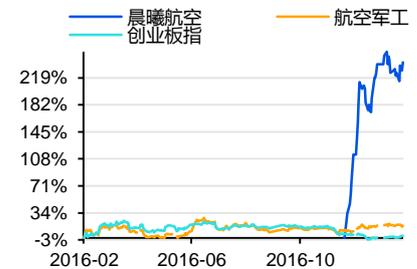
国防军工 | 航空军工 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	131.32 元
股价(2017-02-24)	118.94 元

交易数据

总市值(百万元)	5,376.09
流通市值(百万元)	1,344.02
总股本(百万股)	45.20
流通股本(百万股)	11.30
12 个月价格区间	31.99/127.77 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.71	10.57	3.8
绝对收益	4.48		

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20655610

报告联系人

范益民
 fanyimin@huajinsec.cn
 021-20655736

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	186.0	200.3	203.5	253.0	339.9
同比增长(%)	26.8%	7.7%	1.6%	24.3%	34.4%
营业利润(百万元)	55.1	59.6	62.2	72.2	99.0
同比增长(%)	59.8%	8.2%	4.4%	16.1%	37.1%
净利润(百万元)	46.4	50.4	52.1	60.7	82.9
同比增长(%)	48.9%	8.7%	3.4%	16.4%	36.6%
每股收益(元)	1.03	1.11	1.15	1.34	1.83
PE	113.2	104.2	100.7	86.5	63.3
PB	31.7	24.1	10.5	9.6	8.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	186.0	200.3	203.5	253.0	339.9	年增长率					
减:营业成本	92.9	105.1	103.4	130.0	172.3	营业收入增长率	26.8%	7.7%	1.6%	24.3%	34.4%
营业税费	2.8	3.1	3.3	3.9	5.3	营业利润增长率	59.8%	8.2%	4.4%	16.1%	37.1%
销售费用	1.2	1.3	1.3	1.6	2.2	净利润增长率	48.9%	8.7%	3.4%	16.4%	36.6%
管理费用	30.2	30.8	31.9	39.9	53.1	EBITDA 增长率	57.1%	3.6%	5.3%	20.3%	36.5%
财务费用	2.8	0.7	1.4	5.2	8.1	EBIT 增长率	60.9%	4.1%	5.5%	21.6%	38.5%
资产减值损失	1.0	-0.3	-0.1	0.2	-0.0	NOPLAT 增长率	61.2%	3.8%	3.7%	23.1%	38.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.5%	30.0%	-13.9%	16.3%	26.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.4%	31.6%	129.0%	9.7%	12.1%
营业利润	55.1	59.6	62.2	72.2	99.0	盈利能力					
加:营业外净收支	0.2	0.6	1.2	0.6	0.8	毛利率	50.1%	47.5%	49.2%	48.6%	49.3%
利润总额	55.3	60.2	63.4	72.9	99.8	营业利润率	29.6%	29.8%	30.6%	28.6%	29.1%
减:所得税	8.9	9.9	11.3	12.2	16.9	净利润率	24.9%	25.2%	25.6%	24.0%	24.4%
净利润	46.4	50.4	52.1	60.7	82.9	EBITDA/营业收入	33.4%	32.1%	33.3%	32.2%	32.7%
						EBIT/营业收入	31.2%	30.1%	31.3%	30.6%	31.5%
						偿债能力					
						资产负债率	43.6%	35.2%	27.0%	42.5%	41.8%
						负债权益比	77.2%	54.4%	37.1%	74.0%	71.8%
						流动比率	1.78	2.29	4.61	2.60	2.70
						速动比率	0.77	1.32	3.62	2.12	2.13
						利息保障倍数	20.38	89.28	45.45	15.02	13.19
						营运能力					
						固定资产周转天数	68	84	77	57	39
						流动营业资本周转天数	124	166	181	152	154
						流动资产周转天数	398	448	791	1,081	1,005
						应收帐款周转天数	103	128	135	128	123
						存货周转天数	215	219	220	211	198
						总资产周转天数	520	566	903	1,165	1,063
						投资资本周转天数	234	273	282	227	206
						费用率					
						销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						管理费用率	16.2%	15.4%	15.7%	15.8%	15.6%
						财务费用率	1.5%	0.3%	0.7%	2.0%	2.4%
						三费/营业收入	18.4%	16.4%	17.0%	18.4%	18.6%
						投资回报率					
						ROE	28.0%	23.1%	10.4%	11.1%	13.5%
						ROA	15.8%	15.0%	7.6%	6.4%	7.9%
						ROIC	44.4%	38.2%	30.5%	43.6%	51.8%
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.23	0.27	0.37
						分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.03	1.11	1.15	1.34	1.83
						BVPS(元)	3.66	4.82	11.05	12.12	13.59
						PE(X)	113.2	104.2	100.7	86.5	63.3
						PB(X)	31.7	24.1	10.5	9.6	8.5
						P/FCF	888.5	487.3	38.6	28.1	71.7
						P/S	28.2	26.2	25.8	20.7	15.4
						EV/EBITDA	62.8	60.5	72.3	59.8	43.6
						CAGR(%)	9.4%	18.0%	18.7%	9.4%	18.0%
						PEG	12.1	5.8	5.4	9.2	3.5
						ROIC/WACC	4.3	3.7	2.9	4.2	5.0
						现金流量表					
						净利润	46.4	50.4	52.1	60.7	82.9
						加:折旧和摊销	4.1	4.0	4.1	4.1	4.1
						资产减值准备	1.0	-0.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	2.9	0.7	1.4	5.2	8.1
						投资损失	-	-	-	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	11.2	-28.0	19.7	-28.2	-48.8
						经营活动产生现金流量	66.8	17.1	77.3	41.8	46.3
						投资活动产生现金流量	-7.8	-3.6	-	-	-
						融资活动产生现金流量	-51.9	-0.6	287.8	132.7	10.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn