



东兴证券
DONGXING SECURITIES

整体企稳，看好新业务业绩兑现

——晨曦航空（300581）2017 三季度财报点评

2017 年 10 月 26 日

强烈推荐/维持

晨曦航空

财报点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn	010-66554142

事件：

公司发布 2017 年三季报，前三季度实现营收 1.14 亿元，同比下滑 0.45%，实现归母净利润 2255 万元，同比增长 4.15%，基本每股收益为 0.25 元，同比下滑 21.89%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	89.18	57.91	27.60	88.87	34.78	49.89	29.62
增长率（%）	-	-	10.49	-0.35	18.67	-13.84	7.32
毛利率（%）	49.11	52.08	41.30	52.62	49.97	48.54	45.35
期间费用率（%）	11.23	14.39	24.64	12.15	19.05	14.27	21.82
营业利润率（%）	37.02	28.89	11.81	41.05	8.31	32.65	20.05
净利润（百万元）	28.58	14.42	3.38	30.78	3.75	12.81	5.99
增长率（%）	-	-	-47.47	7.72	-2.56	-11.16	77.12
每股盈利（元，单季）	0.84	0.43	0.10	0.68	0.08	0.14	0.07
资产负债率（%）	35.22	32.73	33.44	22.12	20.41	18.94	18.96
净资产收益率（%）	13.11	6.09	1.42	8.12	0.72	2.45	1.13
总资产收益率（%）	8.49	4.10	0.95	6.00	0.57	1.97	0.92

观点：

- 受军品订单交付结转周期影响，整体业绩表现略低于预期，三季度有企稳迹象。公司主营航空惯导产品、航空发动机参数采集器和电子控制系统及无人机业务，客户主要面向国内军方，因此订单的交付结转具有明显的周期性，年底往往是交付结转高峰。前三季度公司实现收入1.14亿元（-0.45%），净利润2255万元（+4.5%），单季度实现净利润599万元（+77.12%），逐步呈现企稳迹象，我们判断随着结转高峰的到来，公司全年业绩有望实现平稳增长。
- 资产负债率持续改善，三季度毛利率、营业利润率、费用率指标均较去年同期有明显改善。相较于去年同期，今年三季度毛利率提升4.05pct、营业利润率提升8.24pct、三项费用率下降2.82pct，均有明显改善。同时资产负债率也在上市以后持续降至18.96%。

- **航空惯导产品是公司第一大主业, 受交付周期影响最为明显, 关注四季度业绩释放。**公司的惯导产品主要应用于直升机等航空领域, 2016年公司航空惯性导航产品营收占比近70%, 市场地位较为稳固, 而今年上半年受订单交付周期的影响惯导产品收入同比下滑29.1%, 建议重点关注四季度的业绩释放。
- **看好新业务的高成长兑现, 航空发动机电子业务及无人机产品有望打开新市场。**公司航空发动机电子产品包括参数采集器和电子控制系统, 对航空发动机的全权限数字式电子控制技术是晨曦航空的核心技术, 也是未来装备信息化升级的重要趋势之一。受益于新产品飞控计算机批量生产, 该板块上半年实现收入1906万元, 同比大幅增长120.66%。

➤ **航空信息化稀缺标的, 受益军改和军民融合落地**

公司目前销售对象基本为军方用户, 所处西北地区2016年占比50%。公司是同时拥有导航、控制、通讯、航空计算机等航空信息化核心技术的稀缺标的, 产品线丰富, 客户资源稳定, 未来有望持续受益于军改推进和军民融合战略的进一步落地。

结论:

公司在惯性综合导航和发动机电子领域具备专业技术优势和十多年军方配套与服务经验, 营收增长及毛利率稳定, 在巩固航空惯性导航产品、航空发动机参数采集器市场优势的同时, 致力于提高航空发动机电子控制系统和无人机领域的业务规模, 是航空装备信息化和军民融合政策的稀缺受益标的。

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 2.29/2.73/3.51 亿元, EPS 分别为 0.68/0.84/1.07 元, 对应 PE 分别为 60.35/49.29/38.45 倍, 维持公司“推荐”评级。

风险提示:

发动机电控系统业务拓展不达预期; 惯导业务订单交付结转不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	271	596	711	808	941	营业收入	200	204	229	273	351
货币资金	40	308	415	456	490	营业成本	105	102	117	138	177
应收账款	87	120	117	140	180	营业税金及附加	3	3	4	4	5
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	1	1	1	2	2
预付款项	4	5	7	10	12	管理费用	31	32	36	43	56
存货	115	112	128	151	193	财务费用	1	0	-3	-4	-5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.25	2.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	65	69	63	58	52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	45.59	44.42	46.09	41.53	36.98	营业利润	60	62	74	90	116
无形资产	13	12	11	10	9	营业外收入	0.63	1.17	1.00	1.00	1.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
资产总计	337	665	774	866	993	利润总额	60	63	75	91	117
流动负债合计	119	142	145	162	193	所得税	10	11	13	15	20
短期借款	0	10	0	0	0	净利润	50	52	62	76	97
应付账款	92	76	94	110	141	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	8	22	21	20	19	归属母公司净利润	50	52	62	76	97
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	76	79	76	91	116
非流动负债合计	0	5	5	5	5	BPS (元)	1.49	1.55	0.68	0.84	1.07
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	119	147	150	166	198	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	7.70%	1.69%	12.36%	19.25%	28.50%
实收资本(或股本)	34	45	90	90	90	营业利润增长	8.22%	4.15%	18.44%	22.11%	28.69%
资本公积	36	271	271	271	271	归属于母公司净利润	17.84%	4.10%	17.84%	22.44%	28.18%
未分配利润	127	173	213	262	325	获利能力					
归属母公司股东权	218	518	616	691	787	毛利率(%)	47.53%	49.73%	48.67%	49.29%	49.59%
负债和所有者权益	337	665	774	866	993	净利率(%)	25.15%	25.74%	27.00%	27.72%	27.65%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)					
经营活动现金流	17	15	70	38	30	偿债能力					
净利润	50	52	62	76	97	资产负债率(%)	35%	22%	19%	19%	20%
折旧摊销	16.12	15.95	0.00	4.56	4.56	流动比率			4.90	5.00	4.88
财务费用	1	0	-3	-4	-5	速动比率			4.02	4.07	3.88
应收账款减少	0	0	3	-23	-40	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-1	-1	-2	总资产周转率	0.64	0.41	0.32	0.33	0.38
投资活动现金流	-4	-9	0	0	0	应收账款周转率	3	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.13	2.42	2.70	2.67	2.79
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.49	1.55	0.68	0.84	1.07
筹资活动现金流	-1	261	38	4	4	每股净现金流(最新)	0.38	5.91	1.19	0.45	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.43	11.46	6.82	7.65	8.71
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	11	45	0	0	P/E	77.94	26.61	60.35	49.29	38.45
资本公积增加	0	235	0	0	0	P/B	14.14	3.60	6.05	5.39	4.74
现金净增加额	13	267	108	41	33	EV/EBITDA	17.77	19.95	43.60	35.92	27.83

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。