

证券研究报告—动态报告

国防军工

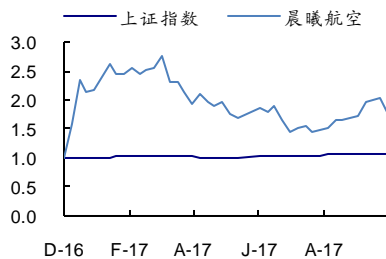
航空军工

晨曦航空(300581)
增持

2017年3季报点评

(首次评级)

2017年10月27日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	90/23
总市值/流通(百万元)	3,758/939
上证综指/深圳成指	3,408/11,461
12个月最高/最低(元)	66.79/15.96

证券分析师: 李君海

电话: 010-88005315

E-MAIL: lijunh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517040001

证券分析师: 骆志伟

电话: 010-88005308

E-MAIL: luozhiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩平稳增长, 将受益于军用直升机加速列装

● 营收 1.14 亿, 归母净利 2254.97 万元, 同比分别 -0.45%、4.15%

公司发布 2017 年三季报, 业绩实现稳定增长。公司实现营业收入 1.14 亿, 较上年同期略降 0.45%。归属上市公司股东净利润 2254.97 万元, 同比增长 4.15%。报告期内, 公司期间费用为 2020.93 万, 期间费用率为 17.68%, 同比下降 2.34PCT, 主要来源于公司经营效率提升、管理费用率下降, 公司销售毛利率为 48.15%、销售净利率为 19.73%, 同比分别增长 0.66PCT、0.87PCT。

● 军用航空惯性导航产品占比高, 将受益于军用直升机加速列装

公司主要产品为航空惯性导航产品和航空发动机电子产品。公司在惯导领域经验成熟, 积累核心关键技术。惯导系统具备信息自主性和信息完备性优势, 广泛应用于对运动安全性和运动机动性要求高的场合和领域, 主要用于军用直升机, 将受益于军用直升机加速列装。据《The Military Balance 2017》数据, 我国现有军用直升机 1132 架, 美军 5132 架, 差距明显, 预计军改后陆航旅、海军陆战队等建设直升机采购加快, 带来惯导产品增量空间。

● 航发电子产品发展良好, 全权限数字式电子控制系统代表前沿方向

公司的全权限数字式电子控制系统代表了发动机系统的前沿水平, 国内正处于起步阶段, 换装前景广阔; 新研产品飞控计算机形成批量生产, 在价格和产量方面都极具竞争力。全权限数字式电子控制系统利用数字式电子控制系统的极限能力来完成系统所规定的全部任务, 是高性能飞机发动机以及一体化控制必然采取的控制形式, 是该领域的发展方向和研制重点, 代表未来航空发动机控制装置发展趋势。目前公司自主研发的直升机发动机电子控制系统已完成项目验收, 未来若批产前景广阔。

● 预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 1.24/1.43/1.65 元, 对应 PE 分别为 33.5/29.0/25.1X, 给予“增持”评级。
● 风险提示:

FADEC 系统批产进展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	200	204	216	248	286
(+/-%)	7.7%	1.7%	6.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	50	52	56	65	75
(+/-%)	8.7%	4.1%	6.9%	15.7%	15.3%
摊薄每股收益(元)	1.49	1.16	1.24	1.43	1.65
EBITMargin	30.0%	31.8%	31.9%	31.9%	31.9%
净资产收益率(ROE)	23.1%	10.1%	9.8%	10.2%	10.5%
市盈率(PE)	28.0	35.8	33.5	29.0	25.1
EV/EBITDA	23.8	29.2	27.2	24.0	21.2
市净率(PB)	6.46	3.63	3.28	2.95	2.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩平稳增长，将受益于军用直升机加速列装

● 营收 1.14 亿，归母净利 2254.97 万元，同比分别增长 -0.45%、4.15%

公司发布 2017 年三季报，业绩实现稳定增长。公司实现营业收入 1.14 亿，较上年同期略降 0.45%。归属上市公司股东净利润 2254.97 万元，同比增长 4.15%。

图 1：公司历年单季度营业收入及增长率（亿）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年单季度销售毛利率和净利率

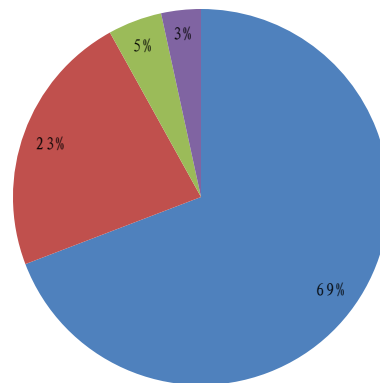


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

报告期内，公司销售费用为 103.14 万，销售费用率为 0.90%，同比上升 0.31PCT，主要是市场人员的差费、福利费等较上年同期增加。公司管理费用为 2017 万，管理费用率为 17.65%，同比下降 1.54PCT，公司在管理上控制成本能力提高。公司财务费用为 -99 万，财务费用率为 -0.87%，同比下降 PCT，主要由于今年元月归还银行贷款后，贷款应支付的银行利息支出减少。公司期间费用为 2020.93 万，期间费用率为 17.68%，同比下降 2.34PCT，主要来源于公司经营效率提升、管理费用率下降，公司销售毛利率为 48.15%、销售净利率为 19.73%，同比分别增长 0.66PCT、0.87PCT。公司的主营业务分成航空惯性导航产品和航空发动机电子产品两大板块。

图 3：2017 年上半年公司营业收入构成

■ 航空惯性导航产品 ■ 航空发动机电子产品 ■ 专业技术服务 ■ 其他业务

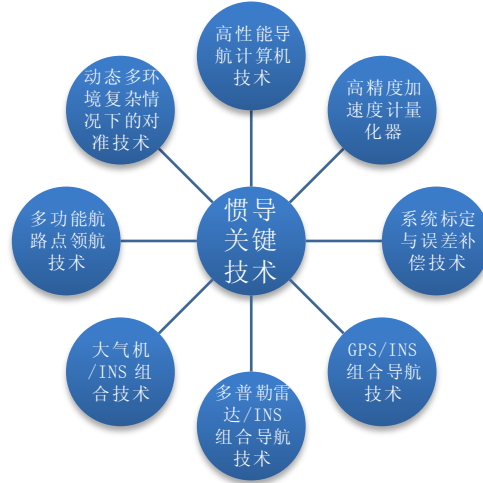


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

● 军用航空惯性导航产品占比高，受益于国内直升机加速列装

公司惯性导航领域经验成熟，积累核心关键技术。公司技术开发团队中坚力量的惯性领域从业经验平均超过 20 年，积累了具有独立知识产权的关键技术系列。

图 4：公司惯性导航领域关键技术



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

惯导系统具备信息自主性和信息完备性优势，广泛应用于对运动安全性和运动机动性要求高的场合和领域。军品方面，航天领域所有导航系统都有惯性导航系统的持续性需求，且随着技术发展已经出现使用激光捷联惯导系统和光纤捷联惯导系统的趋势；航空领域国产飞机系列化研制的推进，带动国内各大航空部门惯性导航系统研制企业大力开发惯性导航系统，并且批量装机；舰船领域除舰船自身需要至少一套惯导系统或组合惯性导航系统外，舰船上的其他稳定平台也离不开惯性导航系统；地面兵装领域国际上先进国家的现代化陆军战车和陆用航空兵等都配备惯性平台，这也是我国陆军未来发展方向。民品方面，惯性导航产品主要应用于各类新型客机、石油和矿井开采、高档汽车。

图 5：惯性导航系统应用领域



资料来源：百度图片，国信证券经济研究所整理

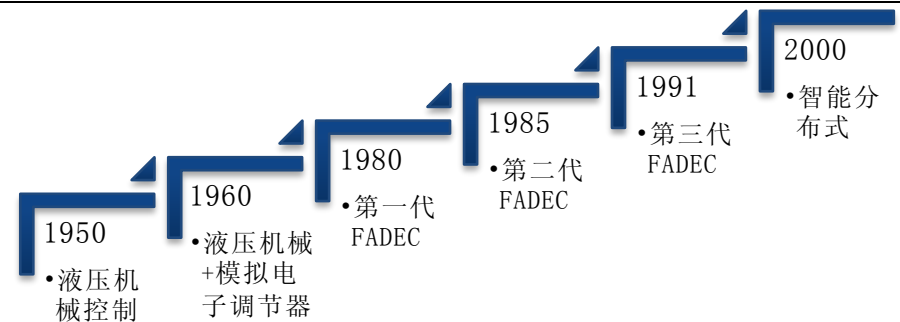
受益于军用直升机加速列装，航空惯导市场空间大。根据《The Military Balance 2017》数据，我国现有军用直升机 1132 架，美军 5132 架，差距明显，预计军改后陆航旅、海军陆战队等建设将带来对军用直升机的巨大需求。公司主要产品均为军品，最终用户为国内军方，直升机设备为主。“十三五”期间，我国军用直升机将加速量产装备部队，军用直升机惯导市场空间大。

● 航发电子产品发展良好，全权限数字式电子控制系统代表前沿方向

公司的全权限数字式电子控制系统代表了发动机系统的前沿水平，国内正处于起步阶段，换装前景广阔；新研产品飞控计算机形成批量生产，在价格和产量方面都极具竞争力。

发动机控制装置发展至 FADEC 系统，国内起步较晚。随着航空技术现代化的不断发展，对飞机动力的发展提出了更高的要求，发动机控制系统也已由原来的机械、液压控制发展为数字式电子控制系统直至全权限数字式电子控制（FADEC）系统，到 90 年代国外新研制的航空发动机几乎全部使用数字式电子控制系统。国内航空发动机控制方面，由于我国航空发动机发展长久以来以仿制为主，自主研制起步较晚，基本上采用的是机械液压式电子控制系统，近年来配合飞机研制开展了相关工作，发动机电子控制系统处于起步阶段，是国内急需突破的航空关键技术之一，市场前景广阔。

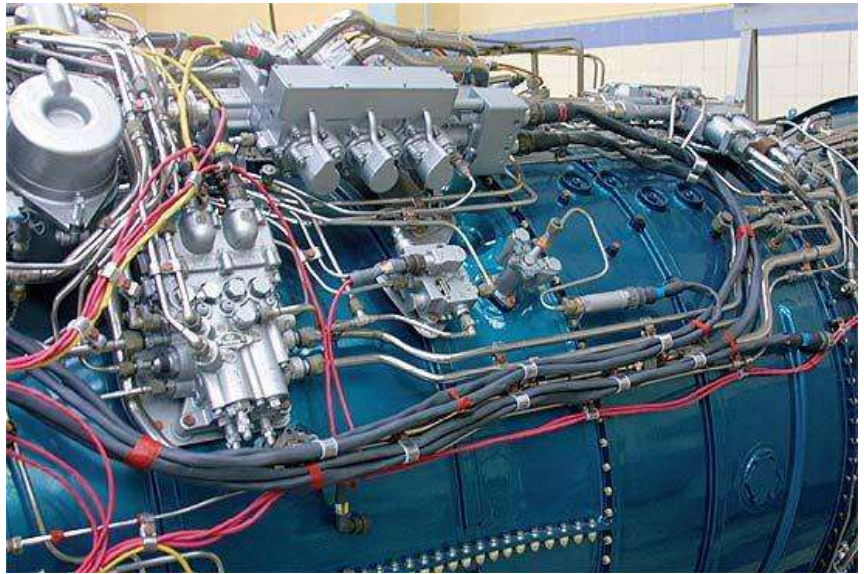
图 6: 国外航空发动机控制系统发展现状



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

全权限数字式电子控制（FADEC）系统利用数字式电子控制系统的极限能力来完成系统所规定的全部任务，是高性能飞机发动机以及一体化控制必然采取的控制形式，是该领域的发展方向和研制重点，代表未来航空发动机控制装置发展趋势。FADEC 系统由发动机电子控制器、机械液压执行机构、相关传感器、控制软件等构成，具备提高发动机性能、降低燃油消耗量、提高可靠性、降低成本、易于操作等优点。目前公司自主研发的发动机电子控制系统已完成项目验收，后续若实际投产后前景广阔。

图 1: 全权限数字电子控制系统 (FADEC)



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

- 预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 1.24/1.43/1.65 元, 对应 PE 分别为 33.5/29.0/25.1X, 给予“增持”评级。
- 风险提示:
FADEC 系统批产进展不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	308	348	392	442	营业收入	204	216	248	286
应收款项	171	182	209	240	营业成本	102	109	125	144
存货净额	112	117	135	156	营业税金及附加	3	3	4	4
其他流动资产	5	6	7	8	销售费用	1	1	1	1
流动资产合计	596	653	742	846	管理费用	32	34	39	45
固定资产	51	52	53	53	财务费用	0	0	0	0
无形资产及其他	12	11	11	11	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	665	723	813	916	营业利润	62	66	77	89
短期借款及交易性金融负债	10	0	0	0	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	86	90	104	120	利润总额	63	68	78	90
其他流动负债	46	49	56	65	所得税费用	11	12	13	15
流动负债合计	142	139	160	184	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	52	56	65	75
其他长期负债	5	10	15	20					
长期负债合计	5	10	15	20	现金流量表 (百万元)				
负债合计	147	149	175	204	净利润	52	56	65	75
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	0	0	0
股东权益	518	574	638	712	折旧摊销	5	6	6	7
负债和股东权益总计	665	723	813	916	公允价值变动损失	2	2	2	2
					财务费用	0	0	0	0
					营运资本变动	(37)	(4)	(20)	(24)
					其它	(2)	(0)	(0)	(0)
					经营活动现金流	22	60	53	60
					资本开支	(8)	(9)	(9)	(9)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(8)	(9)	(9)	(9)
					权益性融资	252	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(0)	(1)	(1)	(1)
					其它融资现金流	2	(10)	0	0
					融资活动现金流	253	(11)	(1)	(1)
					现金净变动	267	40	44	51
					货币资金的期初余额	40	308	348	392
					货币资金的期末余额	308	348	392	442
					企业自由现金流	13	50	43	50
					权益自由现金流	16	39	43	50

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.16	1.24	1.43	1.65
每股红利	0.01	0.01	0.01	0.01
每股净资产	11.46	12.69	14.11	15.75
ROIC	15%	11%	12%	13%
ROE	10%	10%	10%	10%
毛利率	50%	50%	50%	50%
EBIT Margin	32%	32%	32%	32%
EBITDA Margin	34%	34%	34%	34%
收入增长	2%	6%	15%	15%
净利润增长率	4%	7%	16%	15%
资产负债率	22%	21%	22%	22%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	35.8	33.5	29.0	25.1
P/B	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	29.2	27.2	24.0	21.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		