

晨曦航空 (300581)

证券研究报告

2017年11月10日

惯导交付提速 航发电子和无人机或成利润增长点

交付结转高峰临近 财务指标明显改善 有望实现平稳增长

公司主营产品客户主要是国内军方，订单的交付结转具有明显的周期性，而年底往往是交付结转的高峰。由于2017年公司获得了较多的航空发动机电子合同订单，公司的订单按照交付进度向客户如期交付并通过验收，因此第三季度业绩有所改善，实现净利润599万元，同比增加77.12%，三季度毛利率同比提升4.05%，营业利润率同比提升8.24%，三项费用率同比下降2.82%，财务指标明显改善，逐步呈现企稳现象。随着年底订单交付结转高峰的临近，公司全年业绩有望实现平稳增长。

惯性导航系统市场潜力巨大 继续成为利润重要推动力

公司的航空惯性导航产品主要是以惯性导航技术为核心，将卫星导航系统、多普勒导航系统等多系统信息融合成的综合导航产品。由于惯性导航是目前唯一的既是自主式导航又能提供动态完整信息的导航方式，因此惯性导航是航空导航领域中一种重要且不可替代的导航方式。航天、航空、航海、陆军领域所有导航系统都有惯性导航系统的持续性需求。公司主营业务收入主要来源于航空惯性导航产品、航空发动机电子产品以及相关专业技术服务收入，其中，2016年惯性导航系统占公司主营业务收入的69.19%，毛利率为47.98%，是公司利润的主要组成部分。

航发电子产品和无人机有望成为未来利润增长点

国内发动机电子控制系统技术应用尚处于起步阶段，是国内急需突破的航空关键技术之一。公司在已有的发动机参数采集器和飞控计算机技术的基础上自主研发出的发动机电子控制系统已完成预研阶段的项目验收，并实现了专业技术服务收入。公司第一代无人机作为无人靶机，已经成功地进入军方靶机市场。公司将进一步融合公司在导航、飞行控制和发动机电子领域的技术优势，开发具有高智能、可扩展多功能的无人机系统，这将较大的拓展公司的市场领域，航发电子产品和无人机未来或成为公司的重要利润增长点。

盈利预测与投资评级：预计2017-2019年净利润为0.53亿、0.60亿和0.68亿，EPS为0.59元、0.67元和0.76元，对应PE为67倍、59倍和52倍。首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：交付结转周期；价格与最终审定价格差异导致收入、成本及业绩波动的风险；客户较为集中的风险

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	39.24元
目标价格	40元

基本数据

A股总股本(百万股)	90.40
流通A股股本(百万股)	22.60
A股总市值(百万元)	3,547.30
流通A股市值(百万元)	886.82
每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	18.96
一年内最高/最低(元)	133.90/31.99

作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
范想想	联系人
fanxiangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	200.28	203.67	228.11	269.18	323.01
增长率(%)	7.70	1.69	12.00	18.00	20.00
EBITDA(百万元)	64.32	67.19	61.76	71.97	84.01
净利润(百万元)	50.37	52.44	53.25	60.36	68.37
增长率(%)	8.68	4.10	1.56	13.34	13.29
EPS(元/股)	0.56	0.58	0.59	0.67	0.76
市盈率(P/E)	70.42	67.65	66.61	58.77	51.88
市净率(P/B)	16.27	6.85	5.86	5.37	4.91
市销率(P/S)	17.71	17.42	15.55	13.18	10.98
EV/EBITDA	0.00	45.78	50.69	45.80	38.21

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	40.36	307.70	410.81	244.88	331.25
应收账款	88.13	120.49	55.01	154.83	96.98
预付账款	4.20	5.38	4.35	8.25	7.86
存货	114.60	111.62	225.75	167.47	309.08
其他	23.85	50.93	4.17	67.85	26.50
流动资产合计	271.14	596.12	700.09	643.28	771.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	45.59	44.42	67.31	109.20	149.51
在建工程	1.05	6.23	39.74	71.84	73.11
无形资产	12.59	11.97	11.35	10.73	10.11
其他	6.21	6.54	6.33	6.36	6.41
非流动资产合计	65.45	69.16	124.73	198.14	239.13
资产总计	336.59	665.29	824.82	841.42	1,010.79
短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	92.82	81.00	185.33	128.84	236.47
其他	25.71	51.27	32.51	49.54	49.53
流动负债合计	118.54	142.28	217.84	178.39	285.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	4.88	1.63	2.17	2.89
非流动负债合计	0.00	4.88	1.63	2.17	2.89
负债合计	118.54	147.16	219.46	180.56	288.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	33.90	45.20	90.40	90.40	90.40
资本公积	36.05	271.16	271.16	271.16	271.16
留存收益	177.37	464.92	514.96	570.46	631.50
其他	(29.27)	(263.15)	(271.16)	(271.16)	(271.16)
股东权益合计	218.05	518.13	605.36	660.86	721.90
负债和股东权益总	336.59	665.29	824.82	841.42	1,010.79

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	50.37	52.44	53.25	60.36	68.37
折旧摊销	4.01	4.62	4.23	6.62	9.06
财务费用	0.71	0.48	0.29	(0.18)	(0.16)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(28.05)	(39.23)	81.65	(148.05)	66.27
其它	(9.97)	(3.10)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	17.08	15.20	139.42	(81.26)	143.55
资本支出	3.60	3.12	63.26	79.46	49.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(7.20)	(11.96)	(123.26)	(159.46)	(99.28)
投资活动现金流	(3.60)	(8.84)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.37	247.16	36.91	0.18	0.16
其他	(2.00)	3.82	(13.21)	(4.86)	(7.33)
筹资活动现金流	(0.63)	260.98	23.69	(4.68)	(7.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12.85	267.34	103.11	(165.93)	86.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	200.28	203.67	228.11	269.18	323.01
营业成本	105.10	102.39	146.38	172.73	207.28
营业税金及附加	3.06	3.20	3.48	4.15	4.99
营业费用	1.29	1.03	1.48	1.75	2.10
管理费用	30.78	32.29	18.25	24.23	32.30
财务费用	0.68	0.47	0.29	(0.18)	(0.16)
资产减值损失	(0.25)	2.20	0.99	0.98	1.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.63	62.10	57.24	65.53	75.11
营业外收入	0.63	1.17	0.66	0.82	0.88
营业外支出	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02
利润总额	60.23	63.25	57.88	66.32	75.97
所得税	9.86	10.81	4.63	5.97	7.60
净利润	50.37	52.44	53.25	60.36	68.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	50.37	52.44	53.25	60.36	68.37
每股收益(元)	0.56	0.58	0.59	0.67	0.76

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	7.70%	1.69%	12.00%	18.00%	20.00%
营业利润	8.22%	4.15%	-7.82%	14.47%	14.62%
归属于母公司净利润	8.68%	4.10%	1.56%	13.34%	13.29%
获利能力					
毛利率	47.53%	49.73%	35.83%	35.83%	35.83%
净利率	25.15%	25.74%	23.35%	22.42%	21.17%
ROE	23.10%	10.12%	8.80%	9.13%	9.47%
ROIC	38.24%	30.25%	24.75%	31.59%	16.47%
偿债能力					
资产负债率	35.22%	22.12%	26.61%	21.46%	28.58%
净负债率	46.05%	15.09%	-28.17%	-28.95%	-8.91%
流动比率	2.29	4.19	3.21	3.61	2.70
速动比率	1.32	3.41	2.18	2.67	1.62
营运能力					
应收账款周转率	2.81	1.95	2.60	2.57	2.57
存货周转率	1.65	1.80	1.35	1.37	1.36
总资产周转率	0.64	0.41	0.31	0.32	0.35
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.58	0.59	0.67	0.76
每股经营现金流	0.19	0.17	1.54	-0.90	1.59
每股净资产	2.41	5.73	6.70	7.31	7.99
估值比率					
市盈率	70.42	67.65	66.61	58.77	51.88
市净率	16.27	6.85	5.86	5.37	4.91
EV/EBITDA	0.00	45.78	50.69	45.80	38.21
EV/EBIT	0.00	49.16	54.41	50.44	42.82

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 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com