

中航证券金融研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 研究助理：刘庆东
 证券执业证书号：S0640117120027
 电话：18516956467
 邮箱：liuqd@avicsec.com

日发精机（002520）2019 年半年报点评： 机床业务稳健，航空航天类业务空间大

行业分类：国防军工

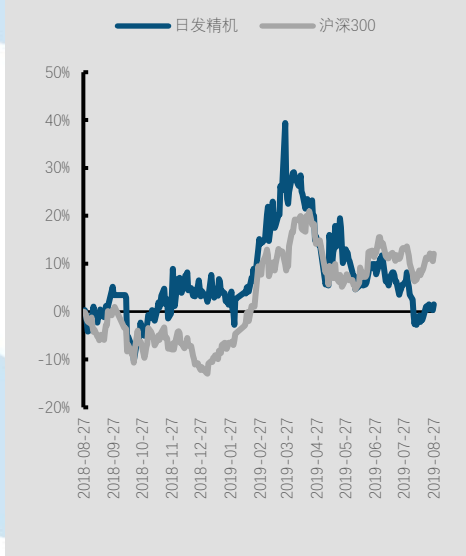
2019 年 8 月 27 日

公司投资评级	持有
当前股价（8.27）	6.94

基础数据

沪深 300	3816.95
总股本（亿）	7.56
流通 A 股（亿）	4.97
流通 A 股市值（亿）	34.52
每股净资产（元）	3.64
PE	27.28
PB	1.91

近一年公司与沪深 300 走势对比图



事件：8 月 26 日，公司公布 2019 年半年报，2019H1 营收 10.80 亿（+17.71%），归母净利润 9258.20 万元（+9.60%），毛利率 35.40%（+2.78pcts），净利率 8.71%（-0.74pcts）。（注：公司于 2018 年年报中将收购的 Airwork 并表，并于 2019 年中报中对 18H1 的业绩进行追溯调整，此处营收和归母净利增速数据基础为公司追溯调整后的数据）

投资要点：

● **机床业务受全球宏观经济下行影响略微收缩，航空航天设备、航空航天零部件加工及通航业务稳步增长**

分业务来看：公司卧式加工中心、数控车床、磨超自动生产线等各类机床和自动生产线业务实现营业收入 3.72 亿元，较去年同期的 3.87 亿元微降，与整个行业趋势相符。根据统计局规上企业统计数据，机床工具行业 1-6 月累计实现营业收入同比降低 2.3%；公司航空航天设备实现营收 2.62 亿元（+64.13%），增速较快，但由于公司此项业务成本增加达到 78.84%，因此毛利率有所下降，为 33.90%（-5.43pcts）；公司航空航天零部件加工业务实现营收 1717.08 万元（+211.90%），继去年之后，继续实现高速增长，主要得益于报告期公司在零部件加工业务上不断拓展民机市场和发动机钛合金业务；属于公司 18 年收购的 Airwork 公司的固定翼和直升机工程、运营及租售业务实现营业收入 4.13 亿元（+16.48%），表现良好。报告期内，公司加大对固定翼货运机、定制化的直升机和装备的投资力度。随着新装备和技术的不断投入运营，公司在航空运营、升级维修、紧急搜救、医疗救援等领域的运营优势不断得到提升。

分国内国外来看：公司国内主营业务实现营收 1.99 亿元（-9.22%），国外主营业务实现营收 8.66 亿元（+25.81%），由于公司自 18 年年报开始将 Airwork 公司业绩纳入合并报表，因此公司 19H1 海外收入比例由 18H1 的 60%左右上升至 80%上下。其中，公司的两家主要面向国外市场的 100%控股子公司，主业为在意大利及海外生产、组装、销售机床及相关零部件的意大利 MCM 实现营收 4.54 亿元（+34.58%），净利 2683.72 万元（+313.23%）（因 2019 中报中高嘉国际归于 MCM 之下，因此 2018 上半年 MCM 公司业绩的基数为“2018 上半年 MCM 业绩+2018 上半年高嘉国际业绩”），主业为固定翼和直升机工程、运营及租售业务的新西兰 Airwork 公司实现营收 4.13 亿元，净利 4549.24 万元。19 年前四个月，新西兰元兑人民币与欧元兑人民币均出现一定程度贬值，19 年 5 月到 6 月，二者兑人民币开始升值，逐渐回到 19 年初的水平。由于公司利润表数据采用交易发生日的即期汇率折算为人民币，因此我们合理推断，由于 19 年上半年 6 个月中有 4 个月公司海外收入换算为人民币后有所减少，报告期末公司的海外收入受汇率影响，折算为人民币的收入有所降低。

● **三费控制良好，研发投入增加。**19H1，公司销售费用 6741.25 万元（+2.56%），与公司营收增长相比增长幅度不大；管理费用 1.09 亿元（-4.39%），体现了公司管理效率的提升；财务费用 3589.21 万元（+142.58%），主要系

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传 真：0755-83688539

公司银行贷款利息增加所致。公司 19H1 研发投入 2747.52 万元（+37.30%），主要系公司加大了新品研发力度。

- **数控机床业务国内领先，开拓新品、转型升级获取更大成长空间。**通过多年的发展和技术积累，公司产品在高速、高效、高精度、高可靠性、复合精密加工的中高端数控机床市场形成了较高的行业地位。公司在数控机床模块化设计和研发方面拥有自己的核心技术和核心竞争力。公司建立省级高新技术研究开发中心，具有较高的系统集成能力。公司产品的平均无故障时间均在 1000 小时以上，远高于行业平均水平，在客户的口口相传中赢得了良好的声誉。目前公司产品在轮毂、曲轴、压缩机等生产行业中具有较高的市场占有率，公司的数控轮毂车床的市场占有率名列国内第一。在轴承规模企业的前 30 家企业中，有 25 家采用公司产品；公司的 100%控股子公司意大利 MCM 公司在航空加工设备领域占有一定优势，18 年曾成功斩获成飞一个多亿的订单。随着公司对数控机床新品类的拓展，公司有望凭借深厚的技术积累、良好的产品质量进一步扩大数控机床业务的业绩，另外，随着公司子公司 MCM 对国内市场的开拓，其航空加工设备有望受益于国内空间巨大的航空航天市场，实现业绩高速增长。
- **飞机数字化装配业务受益于各主机厂飞机装配工序数字化改造，成长空间广阔。**飞机数字化装配是依托柔性装配工装和数字化装配工装，基于三维数模进行协调方案设计及容差设计，应用自动钻铆系统、数字化测量系统、数字化移动系统、离线编程和仿真软件等进行自动化装配，实现飞机的高质量高效率装配。国外新型号飞机如波音 747、737NG、777、787 等数字化装配体系基本成熟，我国各个主机厂逐步从手工装配向数字化装配转变。目前，国内国际的政治军事形势要求我国要尽快打造一支先进的现代化空军，在此过程中，运 20、歼 20 等新锐军机的列装以及各类先进直升机、无人机等机种的装备是先决条件，因此，为实现军机产能与需求匹配，生产工序的数字化改造是大势所趋。另外，随着我国 C919 等民用飞机逐渐进入市场，为适应现代化竞争，其生产过程的数字化也是必须的。公司具有航空数字化装配线和工业智能化管理软件的生产能力，产品得到国内主机厂普遍认可。公司曾成功完成了成飞、上飞、西北工业以及陕飞等项目的交付，并成功开发了沈飞、哈飞主机厂的数字化装配线项目，基本上国家新的主力机型均采用公司的数字化装配线产品，因此，公司的数字化装配业务成长空间广阔。
- **航空航天零部件加工业务与各主机厂合作紧密，稳步成长。**公司以机械加工为基础，主要开展蜂窝芯机械加工、飞机结构件零件加工和发动机机匣等零件加工，未来将向全工序、集成化发展，并具备部件制造能力。18 年，完成中航复材、上飞波音蜂窝芯批量交付工作；完成成飞、上飞等主机厂试验件交付。19H1，公司零部件加工业务不断拓展民机市场和发动机钛合金业务，不断提升市场占有率。公司致力打造航空工业的蜂窝加工外协基地，随着与航空工业集团关系更加紧密，公司有望持续获得各主机厂的新订单，将航空航天零部件加工业务做大做强。
- **外延并购拓展固定翼和直升机工程、运营及租售业务，打造航空产业链平台型企业。**18 年，公司收购了新西兰 Airwork 公司，Airwork 主要从事固定翼和直升机工程、运营及租售业务，业务覆盖大洋洲、欧洲、亚洲和非洲。通过此次并购，公司完成了在高端航空服务上的布局，切入大洋洲、东南亚、北美、非洲、拉美等地区的航空维修和航空服务市场。未来，随着 Airwork 公司的业务与公司原有的业务形成良好共振，公司其他业务有望借助 Airwork 的平台，拓展到其他地区，为公司业绩开拓新的增长点。公司于 2018 年 12 月 21 日控股捷航投资，从而成为其旗下 Airwork 公司的母公司，Airwork 公司 18 年全年纳入合并报表范围。根据公司与日发集团签署的《盈利补偿协议》，日发集团承诺 Airwork 公司 2018 年度、2019 年度、2020 年度、2021 年度扣除非经常性损益后的净利润分别不低于为 2,050 万新西兰元、2,450 万新西兰元、3,000 万新西兰元及 3,250 万新西兰元。如 Airwork 公司在盈利预测期间内任一年度末累积所实现的扣除非经常性损益后的净利润未达截至该年度末承诺的扣除非经常性损益后的净利润的，则日发集团承诺以其在本次交易中获得的股份对价按协议约定进行补偿。Airwork 公司 2018 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 2,023.81 万新西兰元，未完成承诺数 2,050.00 万新西兰元，完成本年预测盈利的 98.72%，差额为 26.19 万新西兰元。根据《盈利补偿协议》的规定，日发集团以此次重大资产重组中取得的股份按照协议约定进行补偿。经测算，上述应补偿股份数量为 492,857 股。公司目前已经以总价人民币 1.00 元的价格向日发集团回购股份 492,857 股，并予以注销。

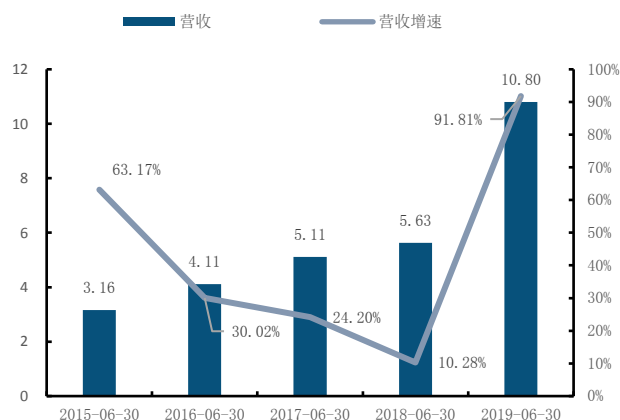
投资建议

我们认为，公司增长动力主要来自以下几个方面，即：先进军机和民机产能扩张下生产线的数字化改造需求与零部件加工需求的增加；除航空航天外的其他行业对数字化机床及生产线的需求的扩大；原有业务与新增加的通航服务业务的共振。我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 24.05 亿元，29.03 亿元和 34.59 亿元，归母净利润分别为 2.03 亿元，2.42 亿元和 2.92 亿元，EPS 分别为 0.27 元，0.32 元和 0.39 元。

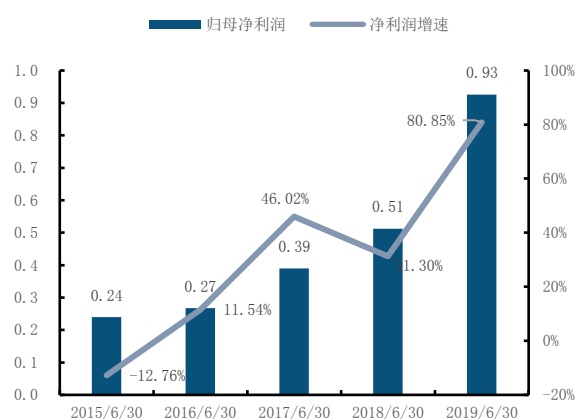
- **风险提示：**航空航天市场周期波动；行业竞争力加剧；原材料价格波动；功能性部件交货期延长；汇率波动
- **盈利预测**

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1968.88	2405.18	2902.57	3458.99
增长率 (%)	95.84%	22.16%	20.68%	19.17%
归属母公司股东净利润	150.91	202.86	241.69	291.66
增长率 (%)	163.97%	34.42%	19.14%	20.67%
每股收益 (EPS)	0.20	0.27	0.32	0.39

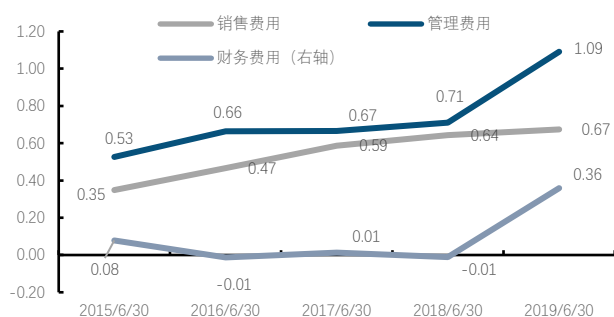
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

公司主要财务数据
图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元；%）


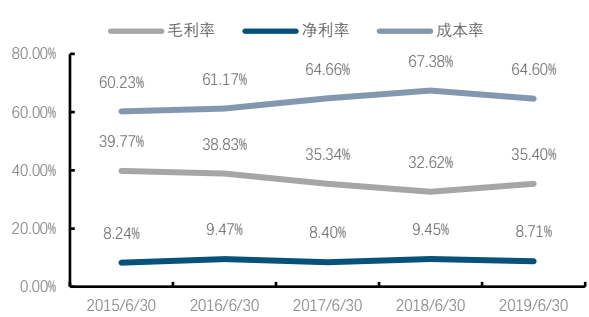
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 2：公司净利润及增速（单位：亿元；%）


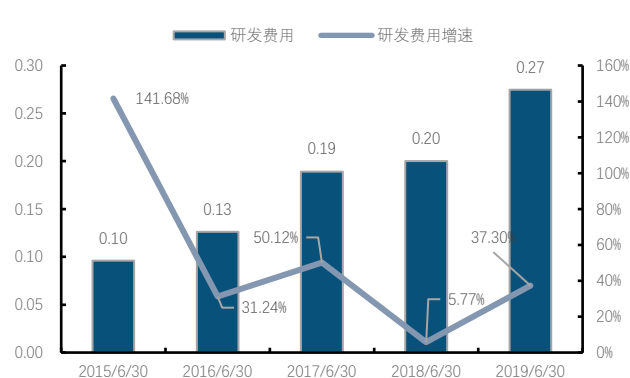
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 3：公司营业成本：三费（单位：亿元）


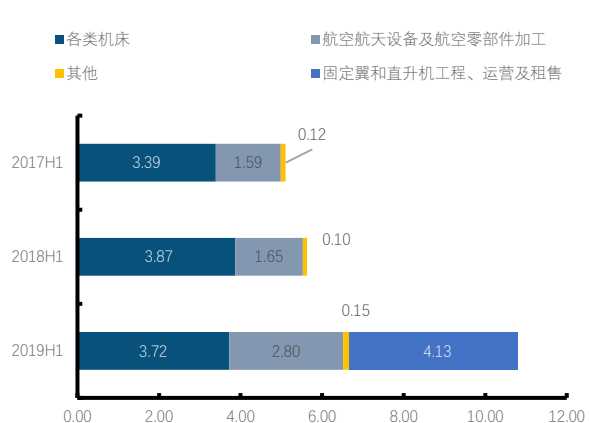
资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 4：公司毛利率、净利率及成本率（单位：%）


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 5：公司研发投入情况（单位：亿元；%）


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 6：历年分产品营收（单位：亿元）


资料来源：wind，中航证券金融研究所

财务报表预测:

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1968.88	2405.18	2902.57	3458.99	净利润	187.68	220.06	260.74	316.00
营业成本	1240.98	1513.10	1832.10	2185.39	折旧与摊销	241.55	199.52	199.52	199.52
营业税金及附加	8.18	14.10	16.93	18.27	财务费用	47.53	4.73	5.71	6.81
销售费用	127.56	192.41	232.21	276.72	资产减值损失	39.95	17.52	19.04	21.28
管理费用	98.03	384.83	464.41	553.44	经营营运资本变动	-93.68	-100.56	-214.94	-364.01
财务费用	47.53	4.73	5.71	6.81	其他	-23.62	-31.59	-35.92	-40.03
资产减值损失	39.95	17.52	19.04	21.28	经营性现金流净额	399.41	309.68	234.15	139.56
投资收益	25.32	14.08	16.88	18.76	资本支出	-2578.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.46	0.00	0.00	0.00	其他	1783.23	-16.63	-17.48	-28.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-794.86	-16.63	-17.48	-28.72
营业利润	238.91	292.57	349.06	415.84	短期借款	308.04	-232.83	-63.81	101.45
其他非经营损益	2.80	1.00	2.00	2.00	长期借款	1121.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	241.71	293.57	351.06	417.84	股权融资	1191.25	-0.49	0.00	0.00
所得税	54.04	73.51	90.32	101.85	支付股利	-55.41	-72.23	-97.90	-155.52
净利润	187.68	220.06	260.74	316.00	其他	-2162.54	-33.82	19.65	26.70
少数股东损益	36.77	17.20	19.05	24.34	筹资性现金流净额	402.53	-339.37	-142.06	-27.38
归属母公司股东净利润	150.91	202.86	241.69	291.66	现金流量净额	30.73	-46.33	74.61	83.46
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	407.10	360.78	435.39	518.85	成长能力				
应收和预付款项	471.14	665.10	784.06	906.28	销售收入增长率	95.84%	22.16%	20.68%	19.17%
存货	948.50	1162.39	1413.13	1690.81	营业利润增长率	187.52%	22.46%	19.31%	19.13%
其他流动资产	556.70	680.07	820.71	978.04	净利润增长率	210.94%	17.25%	18.49%	21.19%
长期股权投资	37.78	37.78	37.78	37.78	EBITDA 增长率	298.49%	-5.90%	11.57%	12.25%
投资性房地产	91.48	91.48	91.48	91.48	获利能力				
固定资产和在建工程	2317.31	2127.78	1938.25	1748.72	毛利率	36.97%	37.09%	36.88%	36.82%
无形资产和开发支出	807.44	797.45	787.47	777.48	三费率	13.87%	24.20%	24.20%	24.20%
其他非流动资产	103.23	133.93	168.30	215.77	净利率	9.53%	9.15%	8.98%	9.14%
资产总计	5740.69	6056.77	6476.56	6965.21	ROE	6.37%	7.04%	7.93%	9.17%
短期借款	369.31	136.48	72.67	174.11	ROA	3.27%	3.63%	4.03%	4.54%
应付和预收款项	716.32	1221.64	1468.31	1590.93	ROIC	7.43%	5.15%	6.08%	7.14%
长期借款	1154.97	1154.97	1154.97	1154.97	EBITDA/销售收入	26.82%	20.66%	19.10%	17.99%
其他负债	553.00	419.70	493.79	597.90	营运能力				
负债合计	2793.60	2932.79	3189.74	3517.92	总资产周转率	0.47	0.41	0.46	0.51
股本	756.35	755.86	755.86	755.86	固定资产周转率	1.45	1.08	1.43	1.88
资本公积	1959.94	1959.94	1959.94	1959.94	应收账款周转率	5.50	5.42	5.39	5.36
留存收益	308.82	439.45	583.24	719.37	存货周转率	1.48	1.40	1.39	1.38
归属母公司股东权益	2904.51	3064.19	3207.98	3344.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.24%	—	—	—
少数股东权益	42.58	59.78	78.84	103.18	资本结构				
股东权益合计	2947.09	3123.98	3286.82	3447.29	资产负债率	48.66%	48.42%	49.25%	50.51%
负债和股东权益合计	5740.69	6056.77	6476.56	6965.21	带息债务/总负债	54.56%	44.03%	38.49%	37.78%
					流动比率	1.57	1.75	1.85	1.89
					速动比率	0.95	1.04	1.09	1.11
					股利支付率	36.72%	35.61%	40.51%	53.32%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	527.99	496.82	554.29	622.17	每股收益	0.20	0.27	0.32	0.39
PE	34.78	25.86	21.70	17.99	每股净资产	3.90	4.13	4.35	4.56
PB	1.78	1.68	1.60	1.52	每股经营现金	0.528	0.410	0.310	0.185
PS	2.67	2.18	1.81	1.52	每股股利	0.073	0.096	0.130	0.206
EV/EBITDA	11.772	11.912	10.365	9.187					
股息率	0.011	0.014	0.019	0.030					

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。