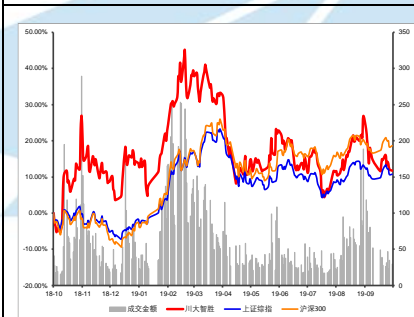


| | |
|--------------|-------|
| 推荐评级 | 买入 |
| 当前股价 (10.21) | 14.13 |

基础数据 (19.10.21)

| | |
|--------------|---------|
| 沪深 300 | 3880.84 |
| 总股本 (亿) | 2.26 |
| 流通 A 股 (亿) | 2.07 |
| 流通 A 股市值 (亿) | 29.30 |
| 每股净资产 (元) | 5.94 |
| PE | 69.78 |
| PB | 2.35 |

近一年行业表现


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

点评
一、深耕空管自动化系统，收购华安天诚 23%股权。

公司作为国内领先的空中交通管制行业软件与装备提供商，其主要产品包括了空管实时指挥系统和空管仿真模拟训练系统。公司业务目前覆盖了军航空管、民航空管以及通航空管三大领域。

1、军航空管

在军航空管部分，虽然军航相对于民航市场规模整体较小，但其国产设备占有率则高于民航市场。根据前瞻产业研究院数据，公司目前在军航领域的空管自动化系统产品领域市占率稳居第一。公司于 2013 年中标国家空管委办公室的“新一代 XX 管制中心系统”项目中的空管自动化系统 2 个标段约 2.38 亿元，但项目由于军改机构调整等因素影响，导致合同尚未签订，公司近几年经营业绩受此拖累。公司于 2017 年 11 月收购了北京华安天诚科技有限公司（以下简称“华安天诚”）23.08% 的股权。华安天诚凭借其空域管理的技术优势在军民航、地方政府、机场、通航等企业客户委托的项目中承担了技术依托与项目示范作用。并且华安天诚与公司在国家空管委办公室招标“新一代 XX 管制中心系统”项目中分别中标两个标段，共约 4.74 亿元，虽然目前合同尚未签订，但伴随着军品和空管市场的逐步回暖，若未来订单落地，将对公司未来业绩起到较大提振作用。

2、民航空管

在民航空管部分，公司主要为空管自动化系统与空管培训服务，主要面向各大空管局的管制单位、中小机场以及各民航院校等客户。其中民航空管自动化系统方面，公司 2018 年新签合同金额达 1.90 亿元，伴随着 2019 年相关合同的陆续交付，将进一步为公司业绩增长做出贡献。

3、通航空管

通航空管方面，公司旗下主要包括了低空空域管制系统、通航飞行管理系统、低空飞行服务系统等多项产品。目前伴随着我国对低空领域的逐步开放与对通航行业整体的支持政策的不断出台，我国通航企业数量也在不断上升，截至 2018 年，我国民航局批准的通航企业数量达 422 家，较 2012 年的 103 家有了很大程度的提升。在我国通航产业不断高速发展的

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

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

背景下，公司该部分业务仍有较大增长空间。

二、飞行模拟机满负荷投入，雷达产品聚焦低空领域

目前公司购买的4台A320D级飞行模拟机均满负荷投入培训服务。公司于2019年3月收购了天津华翼蓝天科技股份有限公司（以下简称“华翼蓝天”）18.32%的股权，华翼蓝天作为新三板飞行模拟机第一股，自成立以来专注于飞行模拟机设备的研发、生产及销售，目前已获得法国空客、美国波音等国内外飞机制造商数据包授权，并且已成功研制出十几种机型的飞行模拟机。目前华翼蓝天正在研发的空客A320全任务模拟机未来也将与公司的飞行模拟机视景系统配套销售，进一步加大公司在飞行模拟机这一细分领域的市场地位，实现合作共赢。并且《民用航空空中交通管理规则》中要求管制员每年要进行航线学习或飞行模拟培训，在上述政策背景与公司的市场地位双重优势下，未来公司飞行模拟机业务有望迎来重大机遇。

公司旗下雷达产品主要为“低空监视雷达”，产品聚焦于我国低空领域开放的发展趋势，通过自动探测和有效跟踪低空空域内军航、民航与通航飞机等目标，实现对航空港空域的监视预警和追责。目前该产品已在四川省内多个机场内进行过实验，未来将对接海南并进一步落实“低空安全监视雷达组网及服务”在该地区的示范应用，并为党政军警民提供主动的低空监视手段。

三、三维人脸识别新产品发布，VR/AR业务战略转型迎来发展机遇

公司于2019年9月23日召开了三维人脸识别新产品发布会，本次发布会的新产品包括了高精度三维全脸建模硬件和软件、三维人脸识别认证和门禁产品、空管指挥语音识别和安全警告产品等。此次新品的推出将丰富公司现有产品结构，并进一步巩固公司在行业中的竞争优势与地位。

目前公司旗下人脸识别相关产品包括了三维人脸全脸照相机、高防伪门禁以及楼宇智能人员管理系统等。2018年该部分新签合同金额为1.82亿元左右，较2017年有大幅增长，主要包括高精度三维人脸照相、铁路“人、证、票”自助查验通道及高快速路交通违法及检测产品等。2019年8月，公司与西南大学签署合作框架协议，共同设立“重庆三维人脸大数据产业技术研究院”。双方将围绕高精度三维人像采集、建库与动态识别等领域展开合作，未来有望实现“动态人脸识别”，并进一步应用于智慧校园与社区安防等各大领域。此次人脸识别新品发布也将进一步扩大公司现有产品的应用场景与核心竞争力。

公司的虚拟现实和增强现实业务（VR/AR）目前主要包括飞行训练模拟机、飞行训练模拟系统、空军战术级作战仿真系统以及科普体验型产品。公司自2017年起将VR/AR业务进行整体战略转型，将目标市场拓展为“to B”与“to C”两部分，“to B”主要是通过提供飞行模拟机产品对空管员进行培训，整体技术含量高但所处市场相对较小。伴随着公司2018年的战略转型，将该类训练产品拓宽到面向科普体验的“to C”市场，转变为针对青少年科普的高端训练产品，目前除在四川省科技馆进行示范应用外，在全国其他城市也有推广。

四、抓住时机进行产业整合，完善自身产业链条

2016年5月与2019年3月公司分别出资300.00万元和3,920万元，收购华翼蓝天66.67万和700万股份，合计持有华翼蓝天20.52%的股权。2017年11月公司以自有资金3,744万元认购华安天诚1,200万元新增注册资本，占华安天诚增资完成后的23.08%股权。

近年来由于军改影响和军航空管建设进度不及预期，军工行业一二级市场总体低迷，资产估值整体下行，公司军航主业虽然同样受到不利影响，但公司利用资本市场力量，不失时机进行产业整合，以相对合理估值对上述两个公司进行收购增资，为今后业务上一个新的台阶打下扎实基础。

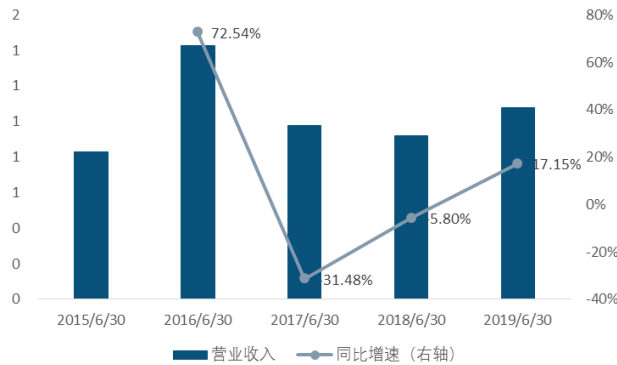
五、盈利预测及投资建议：

在国产空管自动化系统领域，公司具有较为明显的技术实力和优势，并且通过并购不断完善自身产业链条；军航大单未落地的负面影响，经过近六年已逐步消除；未来随着自主可控要求和军航、民航、通航空管建设的开展，公司将显著受益。同时，在人脸识别和虚拟现实领域，公司深耕细作表现可圈可点。公司依托高校起家，以先进技术为基础，军民业务深度融合，是细分领域中“小而美”的企业，未来空管、飞行模拟、人脸识别、VR/AR等业务，一旦有所突破，或将具有极强的爆发力。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为0.68亿元、0.80亿元和0.92亿元，EPS分别为0.30元、0.36元和0.41元，给予19.56元的目标价，分别对应2019-2021年PE为65X、54X、48X。

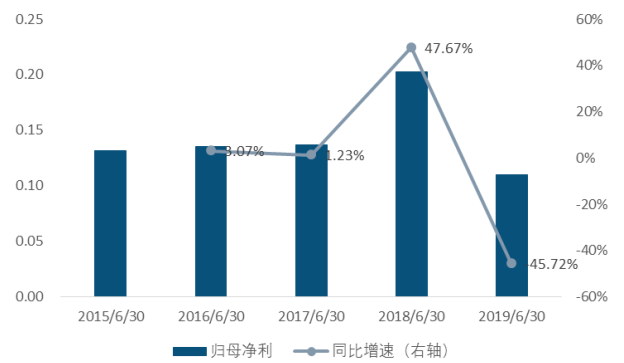
➤ 风险提示：

市场需求下滑；军品需求不及预期；行业竞争加剧导致盈利能力下滑等。

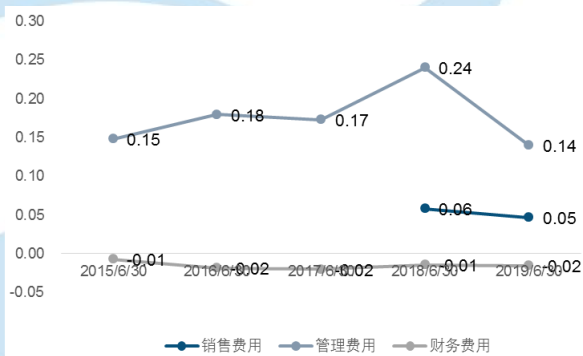
| 单位/百万 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 266.55 | 339.80 | 468.92 | 614.29 | 767.86 |
| 增长率 (%) | -15.63% | 27.48% | 38.00% | 31.00% | 25.00% |
| 归属母公司股东净利润 | 45.44 | 54.94 | 68.22 | 80.12 | 91.72 |
| 增长率 (%) | 16.85% | 20.90% | 24.18% | 17.43% | 14.49% |
| 每股收益(元) | 0.201 | 0.244 | 0.302 | 0.355 | 0.407 |
| PB | 70.45 | 58.27 | 46.93 | 39.96 | 34.91 |

公司主要财务数据:
图 1: 公司 2015-2019 半年营收 (亿元) 及增速


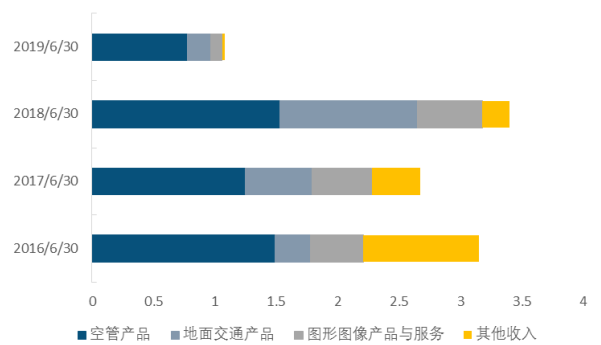
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司 2015-2019 半年归母净利 (亿元) 及增速


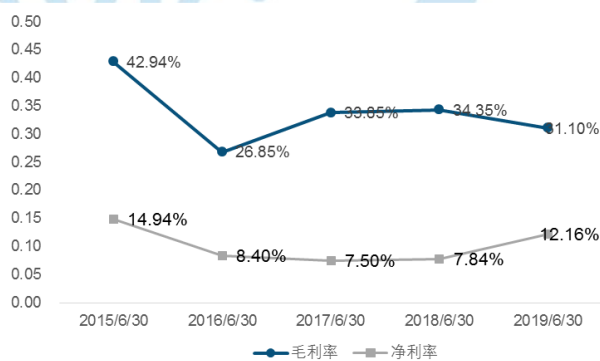
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司 2015-2019 半年三费情况 (亿元)


数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 4: 公司 2016-2019 半年主营业务构成 (亿元)


数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 5: 公司 2015-2019 半年销售毛利率


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

| 报表预测 | | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利润表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 315.95 | 266.55 | 339.80 | 468.92 | 614.29 | 767.86 |
| 减: 营业成本 | 222.96 | 175.94 | 252.96 | 328.25 | 448.43 | 564.38 |
| 营业税金及附加 | 2.66 | 3.41 | 3.02 | 4.71 | 6.17 | 7.71 |
| 营业费用 | 15.10 | 11.95 | 13.57 | 18.05 | 19.66 | 29.18 |
| 管理费用 | 39.53 | 39.33 | 41.00 | 40.33 | 47.91 | 58.36 |
| 财务费用 | -6.22 | -4.61 | -3.40 | -4.63 | -6.02 | -7.42 |
| 资产减值损失 | 9.11 | 5.39 | 0.95 | 5.15 | 5.15 | 5.15 |
| 加: 投资收益 | 1.95 | 2.32 | 2.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | -6.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 34.76 | 37.46 | 28.36 | 77.07 | 93.00 | 110.52 |
| 加: 其他非经营损益 | 13.97 | 0.85 | 0.02 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 利润总额 | 48.73 | 38.31 | 28.38 | 77.57 | 93.50 | 111.02 |
| 减: 所得税 | 5.87 | 2.40 | -0.14 | 5.76 | 7.35 | 9.10 |
| 净利润 | 42.86 | 35.91 | 28.53 | 71.81 | 86.15 | 101.92 |
| 减: 少数股东损益 | 3.97 | 3.48 | -0.71 | 3.59 | 6.03 | 10.19 |
| 归属母公司股东净利润 | 38.89 | 45.44 | 54.94 | 68.22 | 80.12 | 91.72 |
| 资产负债表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 267.02 | 196.71 | 202.88 | 237.88 | 277.88 | 326.88 |
| 应收和预付款项 | 173.14 | 193.49 | 169.39 | 187.23 | 184.16 | 183.76 |
| 存货 | 124.76 | 119.22 | 150.43 | 135.01 | 174.26 | 148.24 |
| 其他流动资产 | 97.45 | 118.02 | 132.80 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 长期股权投资 | 9.71 | 48.72 | 58.40 | 58.40 | 58.40 | 58.40 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 509.71 | 500.91 | 485.99 | 417.35 | 346.32 | 275.28 |
| 无形资产和开发支出 | 277.91 | 301.12 | 355.36 | 309.63 | 263.90 | 218.17 |
| 其他非流动资产 | 56.84 | 49.69 | 49.02 | 17.32 | 17.00 | 16.67 |
| 资产总计 | 1516.53 | 1527.88 | 1604.27 | 1407.81 | 1366.91 | 1272.41 |
| 短期借款 | 1.50 | 5.00 | 10.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 131.11 | 88.05 | 92.95 | 104.23 | 121.91 | 105.04 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 71.01 | 79.36 | 100.70 | 2.09 | 2.09 | 2.09 |
| 负债合计 | 203.62 | 172.41 | 204.35 | 106.32 | 124.00 | 107.13 |
| 股本 | 225.63 | 225.63 | 225.63 | 225.63 | 225.63 | 225.63 |
| 资本公积 | 791.14 | 799.91 | 812.00 | 812.00 | 812.00 | 812.00 |
| 留存收益 | 267.75 | 286.12 | 313.98 | 351.50 | 399.57 | 459.19 |
| 归属母公司股东权益 | 1284.51 | 1311.66 | 1351.61 | 1389.13 | 1437.20 | 1496.82 |
| 少数股东权益 | 28.40 | 43.82 | 48.31 | 51.91 | 57.94 | 68.13 |
| 股东权益合计 | 1284.51 | 1311.66 | 1351.61 | 1441.03 | 1495.13 | 1564.94 |
| 负债和股东权益合计 | 1516.53 | 1527.88 | 1604.27 | 1547.35 | 1619.13 | 1672.07 |
| 现金流量表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营性现金净流量 | 56.48 | 99.62 | 117.07 | 250.00 | 260.00 | 270.00 |
| 投资性现金净流量 | -180.99 | -154.33 | -69.34 | -170.00 | -175.00 | -176.00 |
| 筹资性现金净流量 | -49.80 | -3.88 | -21.68 | -45.00 | -45.00 | -45.00 |
| 现金流量净额 | -174.31 | -58.60 | 26.05 | 35.00 | 40.00 | 49.00 |

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: 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其独立判断。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。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。