

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

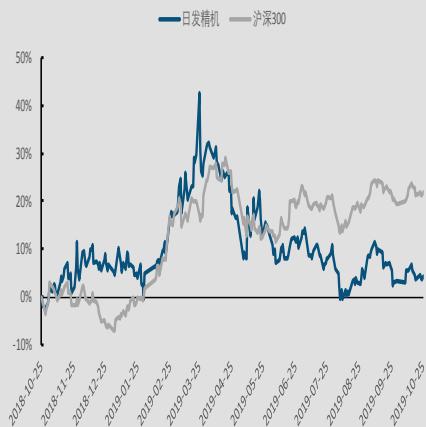
日发精机 (002520) 2019 年三季报点评: 业绩表现稳健，多点开花未来空间大

行业分类: 国防军工

2019 年 10 月 26 日

公司投资评级	持有
当前股价	6.96
基础数据	
沪深 300	3896.79
总股本 (亿)	7.56
流通 A 股 (亿)	4.97
流通 A 股市值 (亿)	34.62
每股净资产 (元)	3.66
PE	25.92
PB	1.91

近一年公司与沪深 300 走势对比图



事件: 10 月 26 日, 公司公布 2019 年三季报。2019Q3 单季度: 营收 5.23 亿元 (+1.38%), 归母净利润 2227.46 万元 (+10.32%), 扣非归母净利 2533.46 万元 (+150.34%), 毛利率 32.67% (+3.85pcts), 净利率 4.22% (+0.48pcts)。2019Q1-Q3: 营收 16.03 亿元 (+11.83%), 归母净利润 1.15 亿元 (+9.74%), 扣非归母净利 1.14 亿元 (+149.97%), 毛利率 34.51% (+3.31pcts), 净利率 7.25% (-0.06pcts)。(注: 公司于 2018 年年报中将收购的 Airwork 并表, 并于 2019 年三季报中对 18Q1-Q3 的业绩进行追溯调整, 此处营收和归母净利润增速数据基础为公司追溯调整后的数据)

投资要点:

增速稳定, 业绩表现稳健

2019 年 Q1—Q3, 公司归母净利 1.15 亿元, 与追溯调整后的 18 年同期相比, 增长 9.74%, 但是扣非后公司归母净利达到 1.14 亿元, 同比增长 149.97%, 增速较快。主要原因在于扣非后, 18 年同期的归母净利从 1.05 亿元变为 4548.54 万(此处 18 年同期的 1.05 亿归母净利为合并 Airwork 后对 18 年同期的追溯调整。18 年同期追溯调整后的扣非归母净利与追溯调整前的扣非归母净利相同, 均为 4548.54 万元, 这是因为根据准则, 于 18 年底并表的 Airwork, 其归母净利需要作为非经常性损益从 18 年同期归母净利中扣除)。总体来看, 公司 19 年 Q1-Q3 业绩比较稳健。

根据国家统计局对规模以上工业企业的统计数据, 机床工具行业 2019 年 1-8 月累计完成营业收入同比降低 1.6%, 累计实现利润总额同比降低 22.2%, 亏损企业比例为 17.5%。1-8 月重点联系企业主营业务收入同比下降 16.2%, 利润总额出现小幅亏损, 金属加工机床新增订单同比下降 35.9%, 在手订单同比下降 22.9%。行业整体运行仍持续下行。根据 2019 年中报, 公司目前有 30% 左右营收来自于各类机床(含卧式、龙门、立式加工中心, 数控车床及磨超自动生产线)相关业务。公司能够在部分业务所在行业整体下行的情况下依然保持归母净利稳定增长, 凸显了公司多元化布局的优势以及相关业务的韧性。

● 研发投入继续加码, 销售费用和管理费用合理增长

19Q1-Q3, 公司销售费用 1.06 亿元 (+5.51%), 低于公司营收增速, 体现了公司销售效率的提升; 管理费用 1.65 亿元 (+4.22%), 增速低于营收增速, 处在可接受范围之内; 财务费用 5530.46 万元 (+65.22%), 主要是银行贷款利息费用增加所致; 研发费用 4484.73 万元 (+41.82%), 主要是新产品研发投入增加所致。

● 回购股票, 彰显公司信心

2018 年 11 月 27 日, 公司首次实施了股份回购。截至 2019 年 9 月 30 日, 公司累计回购股份数量 14,999,563 股, 占公司总股本的 1.98%, 购买股份最高成交价为 7.57 元/股, 购买股份最低成交价为 6.80 元/股, 支付的总金额为 109,951,188.24 元(不含交易费用)。公司对股票持续的回购, 体现了公司对自身股票价值的信心。

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: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传 真: 010-59562637

- 机床相关业务、飞机数字化装配线、航空零部件加工、固定翼飞机及直升机运营及租赁业务多点开花，公司成长空间广阔。（1）机床业务方面：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公司主打卧式加工中心，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亿的订单。随着公司对数控机床新品种的拓展，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。（2）飞机数字化装配线方面：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。（3）航空零部件加工方面：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。（4）固定翼飞机及直升机运营及租赁业务方面：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。
- 业绩承诺完成情况。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。

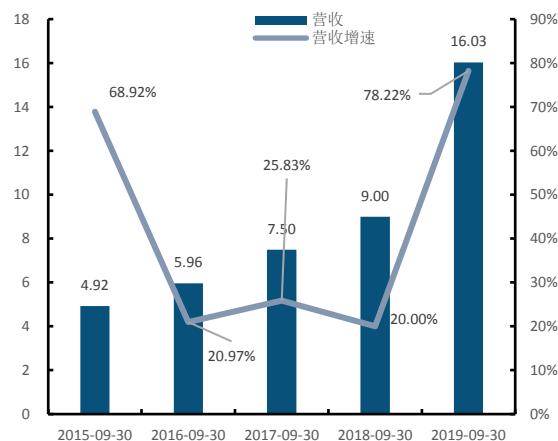
投资建议：

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。

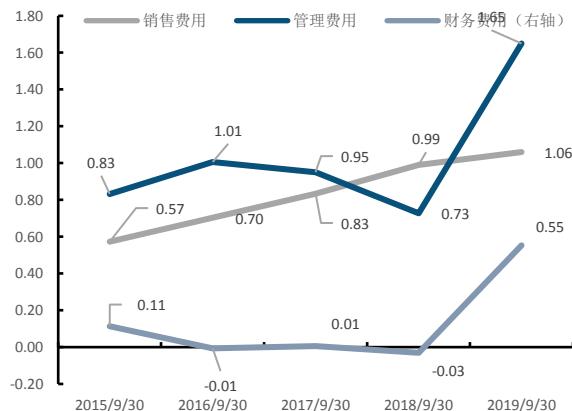
- 风险提示：航空航天市场周期波动；行业竞争力加剧；原材料价格波动；功能性部件交货期延长；汇率波动
- 盈利预测

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

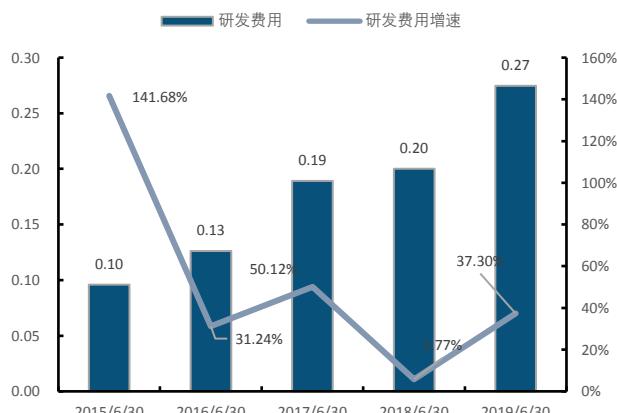
数据来源：wind，中航证券金融研究所

公司主要财务数据(未追溯调整)
图 1: 公司营业收入及增速(单位:亿元; %)


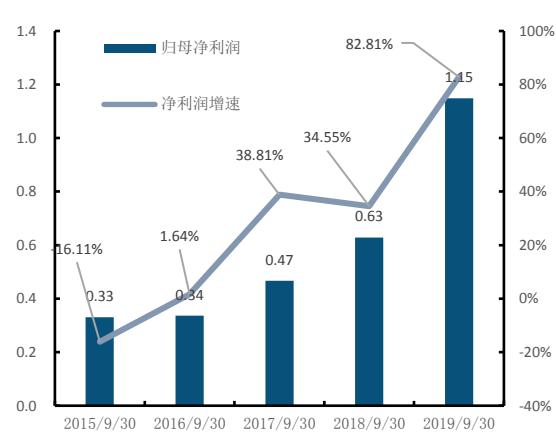
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 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 5: 公司研发投入情况(单位:亿元; %)


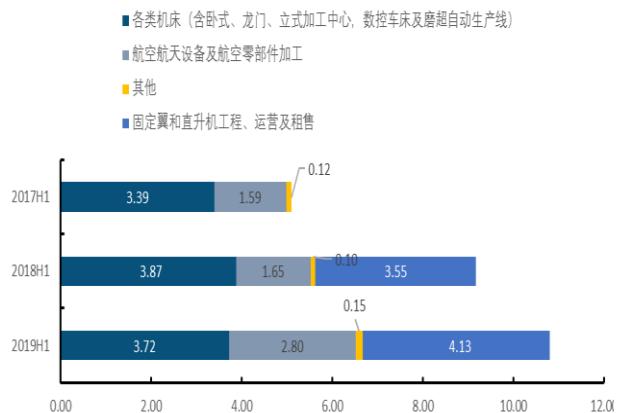
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 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 4: 公司毛利率、净利润率及成本率(单位: %)


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	股权投资	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增长率为	298.49%	-5.90%	11.57%	12.25%
投资性房地产	91.48	91.48	91.48	91.48	盈利能力				
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	净利润率	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
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	0.95	1.04	1.09	1.11
EBITDA	527.99	496.82	554.29	622.17	股利支付率	36.72%	35.61%	40.51%	53.32%
PE	34.78	25.86	21.70	17.99	每股指标				
PB	1.78	1.68	1.60	1.52	每股收益	0.20	0.27	0.32	0.39
PS	2.67	2.18	1.81	1.52	每股净资产	3.90	4.13	4.35	4.56
EV/EBITDA	11.772	11.912	10.365	9.187	每股经营现金	0.528	0.410	0.310	0.185
股息率	0.011	0.014	0.019	0.030	每股股利	0.073	0.096	0.130	0.206

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达或为任何就送达、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。