

国防军工

设备研制及保障业务拓展超预期

2020年03月19日

——航新科技（300424.SZ）跟踪研究报告

公司评级：增持（维持）

分析师：赵晓闯

执业证书号：S1030511010004

电话：0755-83199599

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

研究助理：廖泽略

电话：0755-83199535

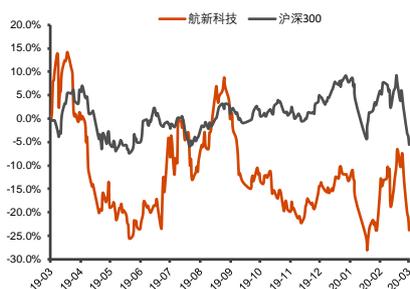
邮箱：liaozl@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 航新科技深度报告：军用直升机补缺放量，公司迎来业绩拐点（2019-09-23）
2. 航新科技 2019 年三季度报点评：拐点趋势进一步确认（2019-10-29）

航新科技(300424.SZ)与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值(亿)	34.59
流通市值(亿)	27.72
总股本(百万股)	239.87
流通股本(百万股)	192.23
日均成交额(百万)	110.12
近一个月换手(%)	79.25
第一大股东	卜范胜

请务必阅读文末重要声明及免责条款

核心观点：

1. **2019 年业绩超预期。**据业绩快报,2019 年公司实现营收 14.99 亿元,同比+98.7%;实现归母净利润 7579 万元,同比+50.68%。公司业绩超出我们预期(其中预测营收 11.36 亿元,同比+50.5%;预测归母净利润 7180 万元,同比+42.6%),系设备研制及保障业务拓展超预期。
2. **直升机健康与使用监测系统(HUMS)配套装机于直 20,进度或加快。**HUMS 是公司研发的第二代产品,配套于直 20。2019 年国庆阅兵,直 20 首次列装亮相,保守测算其缺口 900 架。受益直 20 列装加速,公司 HUMS 装机进度或加快。
3. **募资投向发动机健康管理系统(EHM)研发,打造第三代支柱产品,培育新增长点。**公司在 2019 年 11 月发布预案,计划发行 2.5 亿元可转债,研发 EHM 系统,打造继飞参、HUMS 之后的第三代产品。
4. **自动检测设备(ATE)进一步拓展军民业务。**2019 年公司实现首批军用新客户试用订单交付,有望获得更多批量订单。10 月,公司中标 1400 万 C919 自动测试平台项目,实现 ATE 民用突破,打开增长空间。
5. **维持“增持”评级。**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.32 元/0.37 元/0.39 元,对应市盈率分别为 46 倍/39 倍/37 倍。公司 HUMS 配套或加速,ATE 军民业务进一步拓展,募资打造第三代新产品 EHM,发展前景良好,维持“增持”评级。
6. **风险提示：**直 20 列装不及预期;设备研发受阻;民航维修市场受疫情影响超预期。

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	754.6	1499.4	1574.3	1687.7
收入同比	59.4%	98.7%	5.0%	7.2%
归母净利润(百万元)	50.3	75.8	88.6	92.5
归母净利润同比	-24.6%	50.7%	16.9%	4.4%
毛利率	32.6%	26.10%	26.80%	26.80%
净利率	6.6%	4.4%	5.0%	4.8%
EPS(元)	0.21	0.32	0.37	0.39
PE(倍)	68.8	45.6	39.0	37.4

一、盈利预测与投资评级

1、关键假设

(1) 收入增长假设：

预计 19-21 年，公司整体营收增速分别为：98.7%、5.0%、7.2%。分项业务情况具体如下：

设备研制及保障业务：公司设备研制及保障业务分机载设备及检测设备两块。

- **机载设备支柱产品为飞参及 HUMS，配套装机或加速。**受益于直 20 列装加速，HUMS 产品装机应用或快于公司第一代产品飞参。同时，公司凭借在飞机监测设备领域深厚的积淀，中标某型发动机健康监测系统招标项目，并计划发行可转债募资研发 EHM 系统，有望打造第三代支柱产品，培育新增长点。
- **检测设备支柱产品为 ATE，军民业务实现进一步拓展。**在军用领域，公司于 2019 年实现某军用新客户首批订单交付。随着军用新客户首批试用订单交付，公司有望进一步获得批量订单，拓展 ATE 应用。在民用领域，公司中标 C919 自动测试平台项目，实现民用领域从 0 到 1 突破，并融入国产民用大飞机 C919 保障链，有望获取新增业务，打开增长空间。

考虑以上因素，预计公司设备研制及保障业务，2019、2020、2021 年营收增速分别为 94.7%、25.2%、12.0%。（其中 2019 年具有较大增幅是因为该业务 2018 年因军方采购推迟导致基数较低，同时从 2019 年开始新产品 HUMS 实现放量。）

航空维修及服务业务：

长期来看，未来十年国内航空维修市场总量将以约 10% 的 CAGR 增长，但考虑占有主导地位的民航公司开始介入部件维修，行业竞争将加剧。短期来看，新冠病毒在全球扩散，对航空运输造成较大冲击，航空维修市场一定程度上将出现下滑。预计未来 3 年公司该块业务规模整体稳定，维持小幅增长，2019-2021 年增长率分别为：2.7%、0.0%、5.0%。

MMRO：

子公司 MMRO 主要从事基地维修、航线维护和航空资产管理，业务经营稳定。2019 年，MMRO 通过收购荷兰 DIRECT MAINTENANCE HOLDING B.V 公司全部股权，完成产业链进一步整合。公司过往客户基础关系不断加深，市场中窄体飞机增加，同时公司各条业务线稳步发展，预计 MMRO 将继续维持稳定增长。

同时考虑新型冠状病毒对全球市场冲击，短期或有一定波动。预计 2019-2021 年营收整体增速分别为：60.2%、0%、6.0%（注：2019 年增速为 49.8%是因为期间收购 DMH B.V. 公司），其中纳入航新科技合并报表部分增速分别为：165.2%、0.0%、6.0%（注：子公司 MMRO 于 2018 年 5 月开始并表，直至 2019 年才实现全年并表，造成 2019 年并表增速超过本身增速）。

Figure 1 航新科技收入预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
航空维修及服务	253	245	233	240	240	251
同比	11.5%	-2.9%	-4.9%	2.7%	0.0%	5.0%
设备研制及保障	164	221	154	300	375	420
同比	-7.5%	34.5%	-30.4%	94.7%	25.2%	12.0%
MMRO 并表	-	-	356	945	945	1001
同比	-	-	-	165.2%	0.0%	6.0%
其他业务	7	7	11	15	15	15
同比	-10.6%	-7.3%	58.4%	36.4%	0.0%	0.0%
合计收入	425	473	754	1499	1574	1688
同比	2.9%	11.5%	59.3%	98.7%	5.0%	7.2%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

（2）毛利率假设

公司产品毛利率主要取决于产品收入结构、产品价格、成本控制等，预测公司综合毛利率 2019/2020/2021 年分别为 26.1%/26.8%/26.8%。

设备研制及保障业务：

随着公司第二代产品 HUMS 加速配套装机，ATE 实现军民业务进一步拓展，毛利率将有所提升，预计 2019-2021 三年分别为：47.5%、48%、48.5%。

航空维修及服务业务：

随着民航公司开始介入部件维修市场，造成行业竞争情况加剧，毛利率将维持下降趋势，预计 2019-2021 三年分别为：39.0%、38.5%、38.0%。

MMRO：

MMRO 业务分布于欧洲波罗的海，市场成熟稳定，考虑并购荷兰 DMH B.V. 公司，合并导致毛利率下滑，预计 2019-2021 三年分别为：15.0%、14.5%、14.0%。

Figure 2 航新科技毛利率预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
航空维修及服务	42.8%	41.2%	40.8%	39.0%	38.5%	38.0%
设备研制及保障	41.1%	43.3%	45.9%	47.5%	48.0%	48.5%
MMRO 并表	-	-	19.8%	15.0%	14.5%	14.0%
其他业务	75.2%	77.7%	87.8%	88.0%	88.0%	88.0%
综合毛利率	42.7%	42.7%	32.6%	26.1%	26.8%	26.8%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(3) 期间费率假设：

预计公司期间费率维持稳定，预计 2019-2021 保持在 18.0% 左右。

Figure 3 航新科技三项费率预测

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费率	6.1%	3.8%	2.7%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费率	24.8%	24.4%	20.1%	14.7%	14.6%	14.5%
财务费率	-0.7%	0.2%	-1.0%	2.0%	1.9%	2.2%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2、盈利预测

依据假设条件，预测 2019-2021 年公司实现的营业收入分别为 14.99、15.74、16.88 亿元；实现的归母净利润分别为：0.76、0.89、0.93 亿元；实现的 EPS 分别为：0.32 元、0.37 元、0.39 元。

3、投资评级

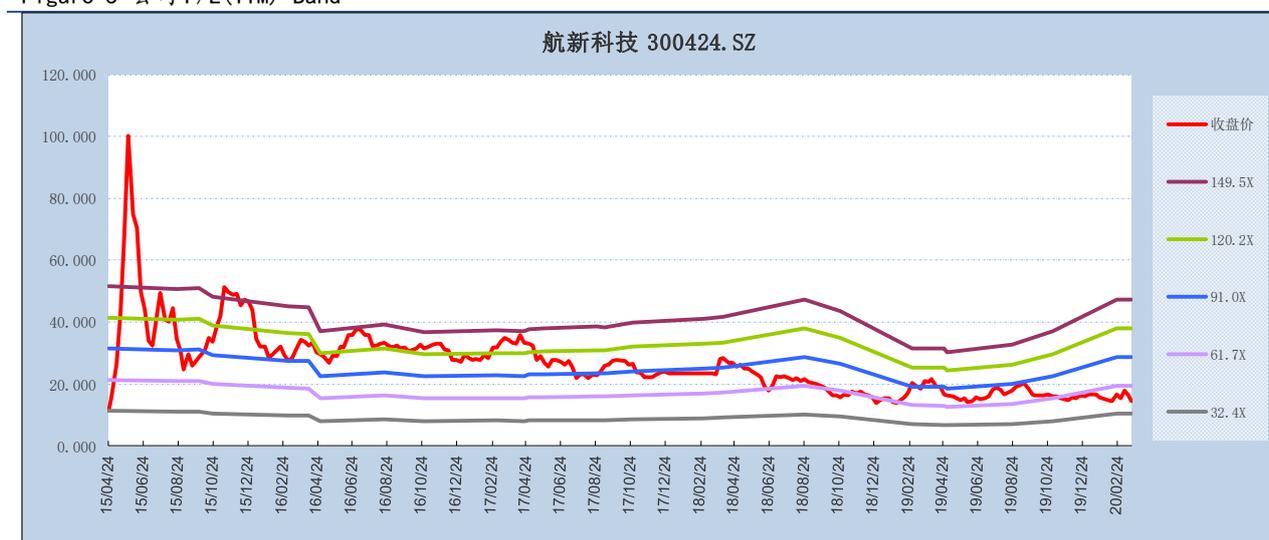
根据经营业务相关性，选取安达维尔、海特高新、新兴装备、中航光电、中航电子作为可比公司。当前可比公司 2019-2021 年 PE 均值为 76/63/31 倍。预计航新科技 2019-2021 年 PE 为 46/39/37 倍，与可比公司相比估值较低。从历史来看，公司当前估值水平为 46 倍，处于历史低位。同时考虑公司 HUMS 配套或加速，ATE 军民业务进一步拓展，募资打造第三代新产品 EHM，发展前景良好，维持“增持”评级。

Figure 4 航新科技及相关公司估值比较

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300719.SZ	安达维尔	25.38	0.22	0.38	0.43	0.48	46.8	27.2	24.1	21.4
002023.SZ	海特高新	134.56	0.08	0.10	0.18	0.28	232.5	190.2	102.2	67.0
002933.SZ	新兴装备	39.88	1.45	1.41	1.66	1.82	23.6	24.3	20.6	18.8
002179.SZ	中航光电	387.85	1.22	1.11	1.35	1.65	30.2	33.0	27.2	22.2
600372.SH	中航电子	221.7	0.27	0.32	0.38	0.44	47.5	41.0	34.1	29.8
	平均值	161.9					76.1	63.1	41.6	31.8
300424.SZ	航新科技	34.59	0.21	0.32	0.37	0.39	68.8	45.6	39.0	37.4

资料来源: Wind、世纪证券研究所 (相关公司盈利预测为 wind 一致预期)

Figure 5 公司 P/E(TTM) Band



资料来源: Wind、世纪证券研究所

二、风险提示

1、直 20 列装不及预期

公司设备研制及保障第二代产品 HUMS 主要配套于军用直升机。若下游军机列装不及预期，将直接影响公司 HUMS 产品放量。

2、设备研发受阻

公司通过募集进行 EHM 系统研发，虽然公司在飞行健康监测领域积淀深厚，但仍存在研发受阻风险。若设备研发不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

3、民航维修市场受疫情影响超预期

航空维修是公司重要业务之一，若新型冠状病毒控制不及预期，短期将直接冲击民航运输，进而将会造成全球维修市场规模短期下降，将对公司产生不利影响。

附表

附表1 利润表（百万元）

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	424.52	473.38	754.59	1499.37	1574.34	1687.69
减：营业成本	243.12	271.03	508.57	1108.03	1152.42	1235.39
营业税金及附加	4.57	3.94	4.73	10.00	12.00	15.00
营业费用	25.92	18.17	20.05	20.00	21.00	22.00
管理费用	105.37	115.54	151.61	220.00	230.00	245.00
财务费用	-2.79	0.87	-7.73	29.91	30.41	36.57
资产减值损失	11.55	16.58	28.29	10.00	12.00	15.00
加：投资收益	3.32	3.00	2.73	-0.44	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	22.78	-10.05	-23.53	-25.00	-25.00
营业利润（百万元）	40.10	73.02	41.75	77.46	91.51	93.73
加：其他非经营损益	27.31	1.06	2.50	1.01	1.00	1.00
利润总额（百万元）	67.41	74.08	44.25	78.47	92.51	94.73
减：所得税	7.54	7.79	-5.34	11.84	13.88	14.06
净利润（百万元）	59.86	66.29	49.59	66.63	78.64	80.67
减：少数股东损益	0.00	-0.41	-0.71	-9.16	-10.00	-12.00
归属母公司股东净利润（百万元）	59.86	66.70	50.30	75.79	88.64	92.52

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表2 财务比率分析

财务分析	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	42.7%	42.7%	32.6%	26.10%	26.80%	26.80%
三费/销售收入	30.3%	28.4%	25.9%	18.00%	17.87%	17.99%
EBIT/销售收入	15.6%	15.6%	7.7%	8.50%	9.24%	8.37%
EBITDA/销售收入	20.9%	20.9%	12.6%	11.53%	12.19%	11.13%
销售净利率	14.1%	14.0%	6.6%	4.44%	4.99%	4.78%
资产获利率						
ROE	6.84%	7.39%	5.27%	7.36%	7.92%	7.64%
ROA	6.31%	4.42%	1.75%	5.16%	5.86%	5.69%
ROIC	4.46%	5.38%	3.33%	6.17%	5.73%	5.56%
增长率						
销售收入增长率	2.88%	11.51%	59.40%	98.70%	5.00%	7.20%
EBIT 增长率	-21.02%	11.19%	-21.55%	250.03%	14.17%	-2.83%
EBITDA 增长率	-16.12%	11.58%	-3.89%	134.82%	10.99%	-2.15%
净利润增长率	-17.09%	10.74%	-25.19%	34.37%	18.02%	2.39%
总资产增长率	10.85%	9.56%	81.03%	18.42%	0.54%	0.06%

股东权益增长率	6.97%	3.12%	5.79%	7.94%	8.60%	8.27%
经营营运资本增长率	16.62%	28.99%	33.49%	43.37%	5.30%	4.41%
资本结构						
资产负债率	16.70%	21.50%	54.16%	58.59%	55.64%	52.42%
投资资本/总资产	83.36%	84.44%	83.46%	86.89%	86.51%	86.12%
带息债务/总负债	23.95%	27.61%	71.40%	77.62%	75.76%	73.52%
流动比率	3.39	2.70	1.80	1.86	1.81	1.77
速动比率	2.17	1.72	1.22	1.27	1.24	1.22
股利支付率	5.56%	81.97%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	94.44%	18.03%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.40	0.41	0.36	0.61	0.63	0.68
固定资产周转率	1.47	1.74	2.48	5.14	6.01	7.91
应收账款周转率	1.66	1.23	1.48	2.88	2.86	2.96
存货周转率	1.27	1.16	1.43	2.46	2.51	2.66

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。