



中航证券金融研究所
分析师: 张超
证券执业证书号: S0640519070001
分析师: 刘庆东
证券执业证书号: S0640520030001
电话: 18516956467
邮箱: liuqd@avicsec.com

日发精机 (002520) 2019 年年报和 2020 一季报点评: 19 年业绩稳定增长, Airwork 公司对业绩增长贡献大

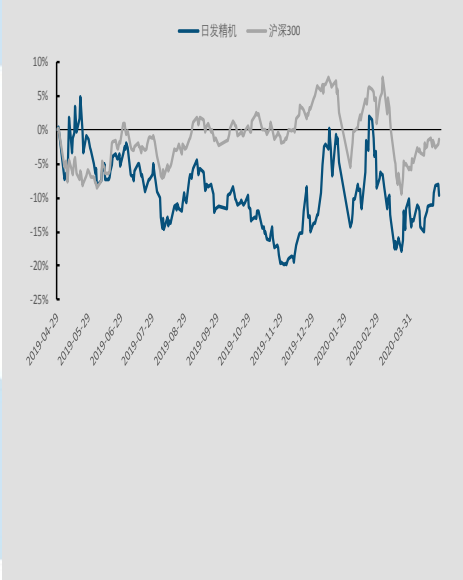
行业分类: 国防军工

2020 年 4 月 29 日

公司投资评级	持有
当前股价	6.94

基础数据	
沪深 300	3867.03
总股本 (亿)	7.56
流通 A 股 (亿)	5.52
流通 A 股市值 (亿)	38.29
每股净资产 (元)	3.72
PE	31.61
PB	1.87

近一年公司与沪深 300 走势对比图



事件: 4 月 25 日, 公司发布 2020 年一季报; 4 月 28 日, 公司发布 2019 年年报。2019 年, 公司实现: 营收 21.60 亿元 (+9.71%), 归母净利润 1.76 亿元 (+16.82%), 扣非归母净利 1.44 亿元 (+140.41%), 毛利率 35.66% (-1.31pcts), 净利率 8.19% (-1.34pcts)。2020Q1, 公司实现: 营收 4.66 亿元 (-1.26%), 归母净利润 0.32 亿元 (-24.47%), 扣非归母净利 0.31 亿元 (-20.80%), 毛利率 36.44% (-1.12pcts), 净利率 6.84% (-2.37pcts)。

投资要点:

● 19 年公司机床业务表现平稳, 略微下滑, 航空航天智能装备及零部件加工业务与固定翼及直升机工程、运营和租赁业务增速较快:

公司业务可分为五大板块, 即: 数字化智能机床及产线业务、航空航天智能装备及产线业务、固定翼工程、运营及租赁业务、直升机工程、运营及租赁业务和航空航天零部件加工业务, 19 年, 对营收增长贡献最大的是航空航天智能装备及产线业务与固定翼工程、运营及租赁业务, 对公司利润增长贡献最大的是固定翼工程、运营及租赁业务与航空航天零部件加工业务, 具体如下:

	营收	营收占比	毛利率	毛利占比	营收增量贡献比例	毛利增量贡献比例
数字化智能机床及产线	6.20	28.72%	29.32%	23.62%	-16.37%	-42.60%
航空航天智能装备及产线	5.90	27.30%	34.10%	26.12%	43.02%	19.33%
固定翼工程、运营及租赁	5.35	24.75%	44.20%	30.69%	17.43%	107.94%
直升机工程、运营及租赁	3.44	15.91%	33.94%	15.14%	43.74%	11.09%
航空航天零部件加工	0.39	1.78%	54.89%	2.75%	10.62%	30.57%

数字化智能机床及产线方面: 19 年公司机床业务表现平稳, 略微下滑。2019 年, 公司数字化机床及产线 (含卧式加工、龙门加工中心、立式加工中心、数控车床及磨超自动生产线) 实现营收 6.2 亿元, 同比下降 4.80%, 毛利率 29.32% (-1.35pcts)。公司数字化机床及产线业务 19 年的收缩与机床工具整个行业在宏观经济不景气的情况下的下行趋势相一致。根据国统局规上企业统计数据, 机床工具行业 2019 年 1-12 月累计完成营业收入同比降低 2.7%。其中金属切削机床行业累计完成营业收入同比降低 11.3%。公司的卧式加工中心等机床产品均属于金属切削机床, 在整个行业营收下滑 11.3% 的情况下, 仅下滑 4.80%, 体现了公司这部分业务的韧性。

航空航天智能装备方面: 19 年航空航天智能装备业务增速较快。2019 年, 公司航空航天智能装备业务实现营收 5.9 亿元, 同比增长 16.20%, 实现毛利率 34.10% (-3.92pcts)。与公司的机床业务下游客户主要面向轴承、汽车及零部件、工程机械等机械及零部件制造业不同, 公司此项业务面向的客户主要是以中航工业、中国商飞、中国航发为代表的航空航天制造业企业, 这意味着公司此项业务的需求与机床业务相比, 受宏观经济影响相对较小。随着我国航空

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

空制造企业对于高端制造装备的需求在近几年的不断增长以及公司持续地开拓市场,公司航空航天智能装备业务近几年快速扩张,17、18及19年分别实现6.30%、43.15%和16.20%的同比增速。考虑到公司此项业务的毛利率一直高于公司几大业务板块中毛利率最低的机床业务,未来随着其在公司营业收入中的占比进一步提升,公司整体毛利率有望受益。

固定翼和直升机飞机工程、运营和租赁业务方面:2019年,公司通过子公司新西兰 Airwork 公司开展的固定翼飞机和直升机工程、运营及租售业务实现营收8.78亿元,同比增长15.36%,其中,固定翼飞机部分5.35亿元,同比增6.65%,毛利率44.20%(+6.14pcts),直升机部分3.44亿元,同比增32.16%,毛利率33.94%(-9.12%)。固定翼飞机方面,目前 Airwork 的固定翼机队总规模已达34架,其中24架已经投入运营,10架正在改造,预计随着未来3年内改造完成并陆续投入运营,将持续提高公司此业务板块的收入。直升机方面,目前 Airwork 公司共拥有直升机46架,可为多个国家和地区提供直升机运营、租赁和维修服务。19年,公司获得了中国民用航空局(CAAC)颁发的《维修许可证》,预计在中国的业务拓展会在一定程度上提高公司此项业务的收入。

航空航天零部件加工业务方面:19年,公司航空航天零部件加工业务实现营收0.39亿元,同比大增111.47%,主要源于公司在继续保持蜂窝芯加工领域领先地位的同时,积极开拓飞机发动机机匣、大型框架类零件加工的新业务。公司此业务目前占比不高,但增速快、毛利高(2019年毛利率高达54.89%,远超公司其他业务),19年对公司的毛利增量贡献率达到了30%以上。随着公司不断拓展加工领域及下游客户,此业务有望成为公司继 Airwork 的飞机和直升机租赁及维修业务外的另一个业绩增长点。

● **公司19年研发投入保持稳定,财务费用增长较多。**19年,公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用分别为1.31亿元(+2.60%),2.53亿元(+8.12%)、0.77亿元(+62.32%)和0.89亿元(+3.35%)。公司的销售费用和管理费用增速均低于公司的营收增速和归母净利增速,表明公司这两项费用的水平比较健康,财务费用0.77亿元,同比增加较多,主要系本期利息支出较去年增加较多,研发费用同比增3.35%,增速较去年的7.50%有所下降,主要系本期研发费用中的物料消耗较上期下降。

● **多种因素下,公司20Q1营收同比下滑1.26%的情况下,归母净利同比下滑24.47%。**20Q1,公司营收较去年减少593万元,同比下滑1.26%的同时,营业成本增加,三费中的管理费用、财务费用增加(主要系偿还贷款的利息支出增加),叠加上公司处理坏账产生了398万元的信用减值损失,最终使公司20Q1归母净利同比下滑速度超过营收同比下滑速度。

● **股票回购完成。**2018年11月27日,公司首次实施了股份回购。截至2019年11月8日,公司本次股份回购期限届满。在回购期内,公司通过股票回购专用账户以集中竞价交易方式,累计回购股份数量14,999,563股,占公司总股本的1.98%,最高成交价为7.57元/股,最低成交价为6.80元/股,成交总金额为109,951,188.24元(不含交易费用)。本次股份回购已实施完毕。

● **Airwork 业绩略微不及预期,业绩承诺未完成。**公司于2018年12月21日自日发集团取收购 Airwork 母公司捷航投资,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。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(按18年新西兰元兑人民币即期汇率年平均均值4.58计算,合人民币9269.05万元),未完成承诺数2,050.00万新西兰元,完成年度预测盈利的98.72%,差额为26.19万新西兰元。根据《盈利补偿协议》的规定,公司已经以总价人民币1.00元的价格向日发集团回购股份492,857股,并予以注销,于2020年4月17日办妥工商变更手续。Airwork 公司2019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为2,424.46万新西兰元(按19年新西兰元兑人民币即期汇率年平均均值4.55计算,合人民币11031.29万元),未完成承诺数2,450.00万新西兰元,完成本年预测盈利的98.96%。公司拟定于2020年5月19日召开2019年度股东大会,审议《关于回购并注销公司重大资产重组标的资产未完成业绩承诺对应补偿股份暨关联交易的议案》。

● **短期受疫情影响,存在一定不确定性,但公司长期业绩向好趋势不变。**公司数字化智能机床及产线业务、航空航天智能装备业务、航空零部件加工、固定翼飞机及直升机运营及租赁业务齐头并进,多点开花,未来成长空间十分广阔。(1)数字化智能机床及产线业务:公司数字化智能机床涵盖了车床、加工中心、龙门铣床、镗床、磨床、超精机、检测机,以及柔性化生产线、自动装配线等产品,已经成为一家集柔性线制造、系统集成、控制系统开发于一体的综合性智能制造装备提供商。目前,整体宏观经济的不景气,重要下游领域汽车行业的发展趋缓等因素,使得机床行业整体处在下行周期。但公司产品竞争力较强,有望在下行的市场中受益高端机床需求的结构性增长,保持业务的稳健。(2)航空航天智能装备业务:近年来,公司大力开拓航空航天智能装备及产线业务,目前产品已经涵盖高精密高刚性航空零部件加工设备、柔性化航空零部

件加工产线、飞机总装脉动生产线、飞机大部件智能装配生产线等。19年，在逐步提升国内市场覆盖面的同时，公司不断加强国外市场参与度，积极拓展了美国、欧洲、韩国等国外客户，顺利完成了成飞、上飞、陕飞、沈飞等重要客户的订单交付和验收工作。随着我国航空业在军品之外对民品的拓展、对军品生产工艺本身的数字化和智能化改造以及公司对国外客户的积极开拓，预计公司产品未来仍有广阔的成长空间。（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，并向全工序、集成化发展，并具备部件制造能力。18年，公司完成中航复材、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。19年，在继续保持蜂窝芯加工领域领先地位的同时，公司积极开拓飞机发动机机匣、大型框梁类零件加工的新业务，使公司航空零部件加工业绩增长迅速。目前公司航空零部件加工服务范围已经涵盖了军机、民机等航空航天领域的多个方面，仍拥有较大的增长空间。

（4）固定翼飞机及直升机运营及租赁业务方面：Airwork公司固定翼飞机业务主要从事民航货运飞机的设计改造、维护及租售等，预计随着全球跨境电商、跨境物流及国际贸易的快速发展，生鲜、农产品等易腐食品及精密仪器、医药产品、电子零部件等产品的运输需求量大幅增加，公司航空货运业务未来仍将维持高速增长。Airwork公司直升飞机业务主要从事直升机MRO及运营服务等，公司直升机运营服务范围涵盖多个国家和地区，需求广泛，业绩稳定性强，直升机MRO方面技术实力强劲，经验丰富，目前已经取得一系列国际性的维修机构认证，能够为全球大部分地区提供直升机的全面检修和大修服务。

总体上我们认为，短期内，公司各业务，尤其是意大利MCM公司的机床业务，Airwork公司直升机租赁业务中相关的旅游业务，可能受到全球新冠蔓延影响，出现短期波动，但长期来看，公司各业务条线在各自的领域均均有较强的实力，长期成长空间依旧广阔。

● 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：中国及国外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；全球航空货运服务业需求的增长与公司自身固定翼货运飞机机队规模的增大；公司直升机运营和MRO业务对全球市场的不断开拓。我们预计2020-2022年营业收入分别为25.46亿元，30.05亿元和35.61亿元，归母净利润分别为2.61亿元，3.09亿元和3.57亿元，EPS分别为0.35元，0.41元和0.47元。

● 风险提示：疫情在全球持续扩散且消退不及预期；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

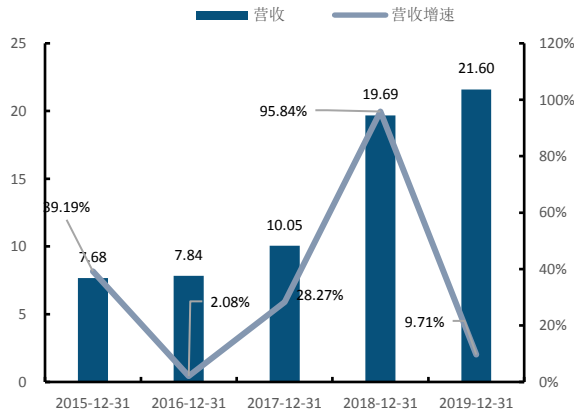
● 盈利预测（未考虑公司因Airwork未完成业绩而向日发集团回购并注销股份的事项）

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2160.05	2546.48	3004.85	3560.74
增长率(%)	9.71%	17.89%	18.00%	18.50%
归属母公司股东净利润	176.30	260.98	309.02	356.68
增长率(%)	16.82%	48.03%	18.41%	15.42%
每股收益(EPS)	0.23	0.35	0.41	0.47

数据来源：wind，中航证券金融研究所

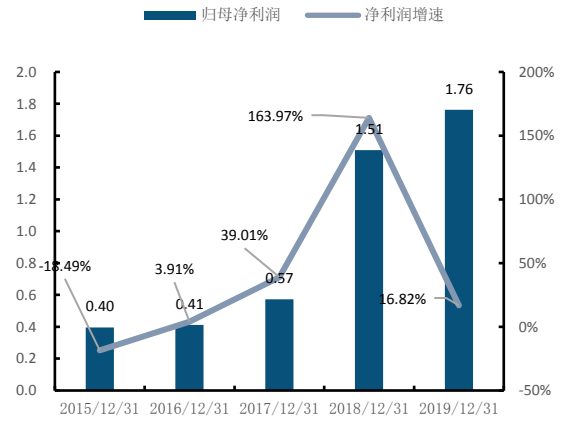
公司主要财务数据 (未追溯调整)

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



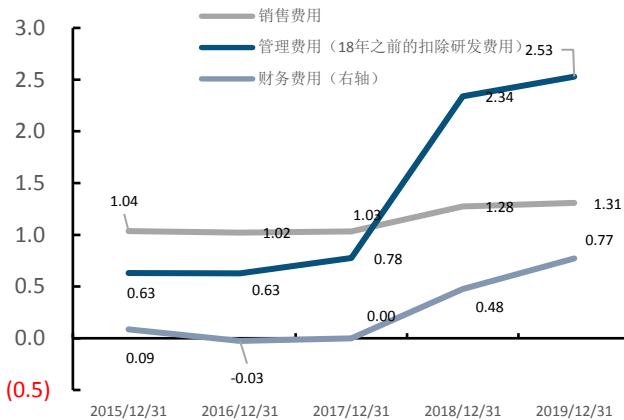
资料来源: wind, 中航证券金融研究所 (注: 18 年 Airwork 并表)

图 2: 公司净利润及增速 (单位: 亿元; %)



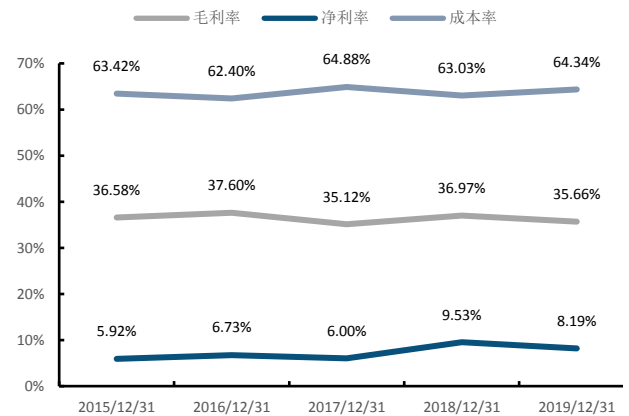
资料来源: wind, 中航证券金融研究所 (注: 18 年 Airwork 并表)

图 3: 公司营业成本: 三费 (单位: 亿元)



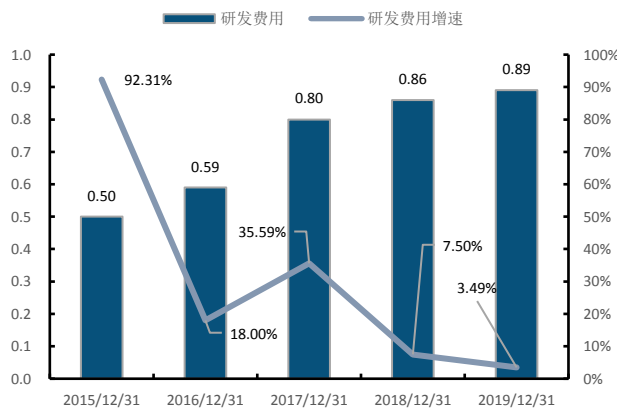
资料来源: wind, 中航证券金融研究所 (注: 18 年 Airwork 并表)

图 4: 公司毛利率、净利率及成本率 (单位: %)



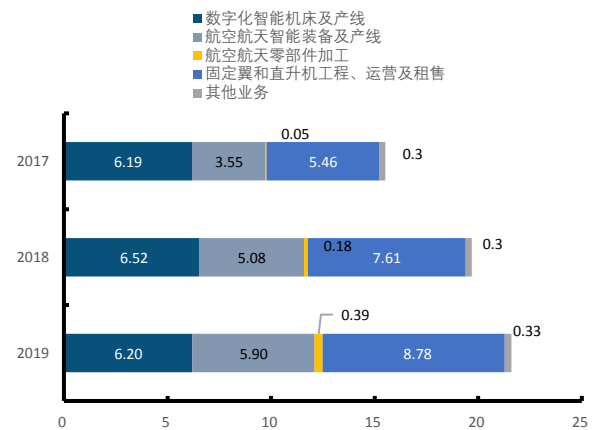
资料来源: wind, 中航证券金融研究所 (注: 18 年 Airwork 并表)

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 (注: 18 年 Airwork 并表)

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	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2160.05	2546.48	3004.85	3560.74	净利润	176.87	261.83	310.03	357.85
营业成本	1389.76	1619.92	1912.68	2275.45	折旧与摊销	255.23	152.89	152.89	152.89
营业税金及附加	10.71	11.61	14.30	16.59	财务费用	77.15	4.87	5.66	6.76
销售费用	130.88	159.64	185.22	221.35	资产减值损失	15.52	18.64	20.80	21.85
管理费用	98.03	408.46	478.82	569.27	经营营运资本变动	397.54	-300.53	-98.46	-232.67
财务费用	77.15	4.87	5.66	6.76	其他	-419.81	-14.61	-31.05	-32.46
资产减值损失	15.52	18.64	20.80	21.85	经营性现金流净额	502.51	123.08	359.87	274.22
投资收益	13.20	10.00	10.00	10.00	资本支出	-732.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.63	0.00	0.00	0.00	其他	246.88	8.14	6.12	30.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-485.87	8.14	6.12	30.53
营业利润	221.51	333.36	397.37	459.47	短期借款	122.08	31.67	-183.45	-32.65
其他非经营损益	9.58	6.28	6.23	5.55	长期借款	304.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	231.09	339.64	403.60	465.02	股权融资	-146.94	0.00	0.00	0.00
所得税	54.22	77.81	93.57	107.17	支付股利	0.00	-88.82	-175.32	-176.96
净利润	176.87	261.83	310.03	357.85	其他	-428.68	29.65	61.54	-11.76
少数股东损益	0.58	0.85	1.01	1.17	筹资性现金流净额	-148.72	-27.51	-297.24	-221.37
归属母公司股东净利润	176.30	260.98	309.02	356.68	现金流量净额	-122.46	103.72	68.75	83.38
资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	278.25	381.97	450.73	534.11	成长能力				
应收和预付款项	497.56	597.95	698.76	832.19	销售收入增长率	9.71%	17.89%	18.00%	18.50%
存货	854.54	1120.63	1244.12	1531.98	营业利润增长率	-7.28%	50.49%	19.20%	15.63%
其他流动资产	96.84	277.69	240.68	319.57	净利润增长率	-5.76%	48.03%	18.41%	15.42%
长期股权投资	33.03	33.03	33.03	33.03	EBITDA 增长率	4.91%	-11.33%	13.20%	11.37%
投资性房地产	87.33	87.33	87.33	87.33	获利能力				
固定资产和在建工程	3086.37	2941.47	2796.57	2651.67	毛利率	35.66%	36.39%	36.35%	36.10%
无形资产和开发支出	830.03	822.04	814.05	806.06	三费率	14.17%	22.50%	22.29%	22.39%
其他非流动资产	59.28	61.14	65.02	44.49	净利率	8.19%	10.28%	10.32%	10.05%
资产总计	5823.24	6323.26	6430.29	6840.44	ROE	6.19%	8.59%	9.74%	10.64%
短期借款	491.40	523.06	339.61	306.95	ROA	3.04%	4.14%	4.82%	5.23%
应付和预收款项	652.43	847.88	951.38	1159.43	ROIC	5.00%	5.34%	6.24%	7.14%
长期借款	1459.79	1459.79	1459.79	1459.79	EBITDA/销售收入	25.64%	19.29%	18.50%	17.39%
其他负债	362.16	443.77	496.05	549.91	营运能力				
负债合计	2965.77	3274.50	3246.83	3476.08	总资产周转率	0.37	0.42	0.47	0.54
股本	755.86	755.86	755.86	755.86	固定资产周转率	0.87	0.99	1.24	1.57
资本公积	1813.49	1813.49	1813.49	1813.49	应收账款周转率	5.10	5.26	5.27	5.27
留存收益	412.94	585.09	718.79	898.52	存货周转率	1.52	1.63	1.60	1.62
归属母公司股东权益	2854.06	3044.49	3178.19	3357.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.35%	—	—	—
少数股东权益	3.41	4.26	5.27	6.44	资本结构				
股东权益合计	2857.47	3048.75	3183.46	3364.36	资产负债率	50.93%	51.79%	50.49%	50.82%
负债和股东权益合计	5823.24	6323.26	6430.29	6840.44	带息债务/总负债	65.79%	60.55%	55.42%	50.83%
					流动比率	1.25	1.43	1.64	1.77
					速动比率	0.63	0.76	0.86	0.93
					股利支付率	0.00%	34.04%	56.73%	49.61%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	553.90	491.12	555.92	619.11	每股收益	0.23	0.35	0.41	0.47
PE	29.75	20.10	16.98	14.71	每股净资产	3.78	4.03	4.21	4.45
PB	1.84	1.72	1.65	1.56	每股经营现金	0.665	0.163	0.476	0.363
PS	2.43	2.06	1.75	1.47	每股股利	0.000	0.118	0.232	0.234
EV/EBITDA	12.130	13.519	11.553	10.180					
股息率	0.000	0.017	0.033	0.034					

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：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

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

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），美国东北大学经济学硕士，中航证券分析师。

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。

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。