

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：董俊业

证券执业证书号：S0640520040001

电话：15810535661

邮箱：qiuji@avicsec.com

新兴装备（002933）2020 年半年报点评： 疫情影响营收利润双下滑，新产品新领域有未来增量

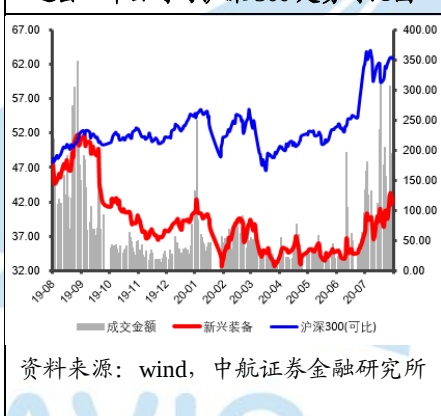
行业分类：国防军工 2020 年 8 月 7 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.8.7)	44.69

基础数据（2020.8.7）

沪深 300	4707.93
总股本（亿股）	1.17
流通 A 股（亿股）	0.48
资产负债率	7.33%
ROE（加权）	3.25%
PE（TTM）	41
PB（LF）	3.4

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件：**公司 8 月 7 日公告，2020 年上半年营业收入 1.39 亿元（-28.89%），归母净利润 5082.49 万元（-13.72%），毛利率 78.26%（+2.93pcts），净利率 35.80%（+5.88pcts）。

投资要点：

● **受疫情影响公司营收利润双下滑，毛利率创历史同期新高：**2020 年上半年营业收入和归母净利润较往年同期均出现下滑，主要原因是受新冠肺炎疫情影响，公司及上下游企业复工复产时间延迟，尤其是场内军检、产品运输和客户验收等受防控措施影响较大。目前公司和上下游已全面复工，随着疫情得到有效控制，市场逐渐恢复，公司生产经营情况正逐步得到改善。

报告期内，公司毛利率 78.26%（+2.93pcts），创历史同期新高；营业成本 3022.49 万元（-37.35%），销售成本 270.45 万元（-35.50%），主要因产品结构及交付时间波动、部分人工成本下降；货币资金占总资产比例 44.69%（+18.90%），主要是部分理财产品到期赎回所致；前五名客户销售收入合计占营业收入比例为 92.89%，公司主要收入来源单一，包括挂架随动系统和炮塔随动系统；应收账款净额 3.18 亿元，占流动资产比重为 20.22%。同时，公司计提各项减值准备共计 1865.37 万元，其中，信用减值损失 730.73 万元，包括应收票据、应收账款和其他应收款坏账损失；存货跌价损失 1134.64 万元，主要是受托研制项目数量较多且部分项目计提的存货跌价准备金额较大。

公司主营业务分为机载设备类和技术服务及其他类。其中，机载设备类营业收入 1.35 亿元（-28.42%），主要受疫情影响产品交付延迟；技术服务及其他营业收入 448.31 万元（-40.65%），主要是维修产品交付延迟且合同签订速度放缓。市场方面，东北地区（-97.29%）、西北地区（-53.56%）和西南地区（-99.66%）收入较上年同期下降较多，主要是该地区产品的厂内军检、运输以及交付进度均受疫情影响较大，而华北地区（+798.99%）和华东地区（+86.09%）较上年同期订货和交付有所增加。

● **军用直升机机载设备具有领先地位，部分产品是唯一供应商：**公司在直升机机载设备领域处于领先地位，为我国军机挂架随动系统和炮塔随动系统唯一供应商。公司专注直升机伺服驱动技术、高精度传动技术和视频处理技术的研发与生产，拥有军用全数字交流伺服技术的自主知识产权，研制的产品具有创新性。
机载设备类：目前主要包括机载悬挂/发射装置类产品、飞机信息管理与记录系统类产品和军用自主可控计算机类产品。机载悬挂/发射装置类产品历年营业收入占所有产品类别的比例均保持在 70%以上，包括挂架随动系统、炮塔随动系统、舵机系统、电动吊钩绞车、浮标投放装置、雷达天线收放装置及电动折叠系统等。其中，挂架随动系统和炮塔随动系统已实现列装并批量生产，其他产品还在研制或交付阶段，预计在未来为公司带来增量。

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：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

技术服务及其他: 根据用户、主机厂商、主机配套厂商或科研院所的委托, 公司提供科研、开发、测试等方面的服务, 可能带来后续产品销售收入以及更进一步的合作机会。与此同时, 公司还提供综合测试与保障系统产品、少量的机载设备检测、维修等其他服务。

- **军品具有先发优势, 军队列装稳定增长:** 公司是最早参与军用直升机配套系统科研生产的民营企业之一, 专注军用机载设备的研发和生产。截至目前, 公司产品主要以军品形式销售, 最终用户主要为国内军方。公司身处航空机载设备产业链, 上游是电子元器件和机械加工, 属于充分竞争行业, 使得公司在供给端能够降低成本; 下游是各大主机厂商, 以及军方等终端用户。公司属二、三级配套厂, 客户大部分为航空工业集团旗下的上级配套厂和整机厂。在相关军品市场中, 公司客户群稳定、先发优势明显、市场地位突出。目前公司配套的主要军用机型已经正式列装, 随着服役期间配套产品的更换和新增, 公司有望获得持续不断的订单。

公司收入来源以军品为主, 订单数量与军方军费计划存在一定的关联。2011 年至 2020 年, 我国国防经费预算年平均增速为 9.37%。2020 年国防支出预算 12,680.05 亿元, 增长 6.6%。2019 年, 中国国防支出占全世界国防支出总额 9.41%, 排名第二, 远低于美国的 24.01%, 具有较大的提升空间。机载设备属于航空器三大组成部分之一, 价值占比 40%左右。随着我国军队改革和现代化空军建设的不断推进, 持续增长的中国的军费支出为军用飞机加速列装提供保障, 配套机载设备有望持续增长。

- **新产品有望成为未来增长点, 应用场景全面布局海陆空:** 公司的优势在于其专注自动控制技术、伺服传动技术等高新技术研发, 毛利率水平较高, 核心产品在军用机载设备领域具有先发优势, 已经占据了对应市场的有利位置。除了现有成熟产品的研发和批产, 新业务方面, 实现交付的浮标投放装置、雷达天线收放装置和电动吊钩绞车等产品预计在未来 5 年带来稳定、持续的收入; 持续研制的新型视频记录仪和摄像机等飞机信息管理与记录系统产品, 新型的综合测试设备、便携式测试设备和移动式综合检测车等综合测试与保障类产品, 预计在未来 10 年内实现批量生产, 带动公司营业收入增长。

目前公司的业务集中在陆军装配的直升机领域, 为拓宽自身产品的应用场景, 预计未来将逐步覆盖武装直升机、舰载直升机、特种飞机、无人机等机载平台, 同时进入飞机保有量大、增量多、空间更大的空军、海军市场。2020 年上半年, 公司承担了某型无人机双余度带锁电动撑杆和全电舱门驱动装置的研制工作; 固定翼飞机领域, 公司研制的某型机外挂产品装置有望在年内定型转入生产; 海军领域, 公司承担了某装备水下推进大功率电机及控制系统的研制, 有望本年度交付样机。与此同时, 公司与北京和光方达科技有限公司共同出资设立天津新兴东方临近空间航天科技有限公司, 拟从事临近空间飞行器及相关产品的研制工作, 包括临近空间飞艇蒙皮材料的研制与生产、临近空间飞行器的控制系统、电机动力系统、电源系统等临近空间飞行器相关产品的设计与生产。

- **投资建议:** 公司专注军用机载设备, 批产业务保持稳定增量的同时开拓新产品新领域, 未来存在新的增长潜力。(1) 公司的核心产品在军用机载设备领域具有先发优势, 部分产品是唯一供应商, 占据市场的有利位置; (2) 我国国防预算稳步上升, 在军队改革和现代化空军建设的需求下, 机载设备的需求将随军用直升机列装增长; (3) 公司积极开拓各类机载设备新产品、固定翼和无人机等新机型、海陆空三大军种等新领域, 产品种类和应用场景持续拓宽。

我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 1.62 亿元、1.74 亿元、1.94 亿元, EPS 为 1.38 元、1.48 元、1.65 元, 当前股价对应 PE 分别为 32.38 倍、30.20 倍、27.08 倍。

- **风险提示:** 军品市场需求低于预期、应收账款发生坏账、国家税收政策改变、新产品开发失败、新冠肺炎疫情。
- **盈利预测:**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	369.35	387.48	428.82	480.33
增长率 (%)	-2.40%	4.91%	10.67%	12.01%
归属母公司股东净利润	137.02	162.24	173.67	193.81
增长率 (%)	-3.05%	18.40%	7.04%	11.60%
每股收益 (EPS)	1.17	1.38	1.48	1.65

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

◆ 2018-2019H1 年公司半年报主要财务数据

图 1：公司半年报营业收入及增速（单位：万元）

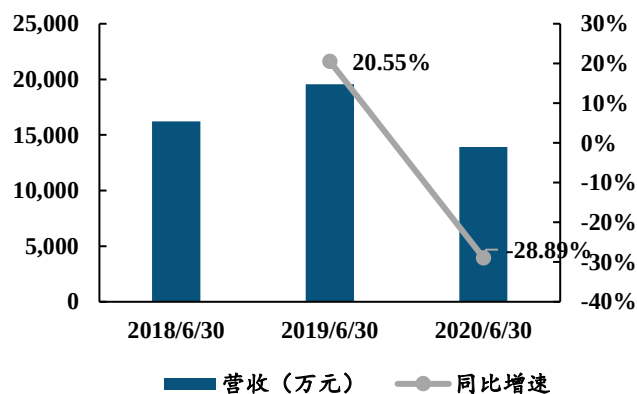
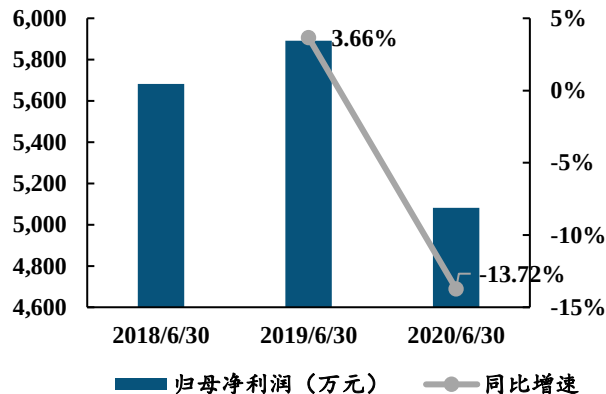


图 2：公司半年报归母净利及增速（单位：万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 3：公司半年报三费情况（单位：万元）

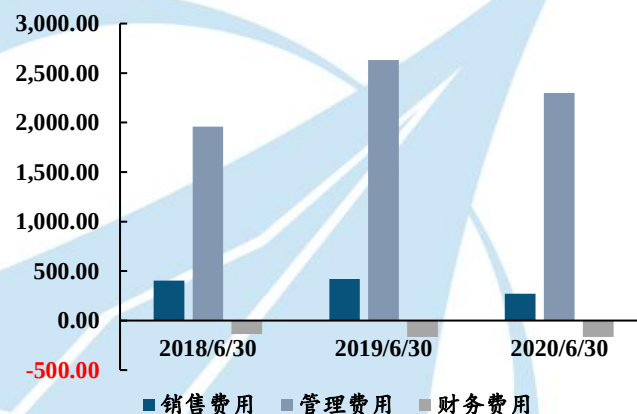
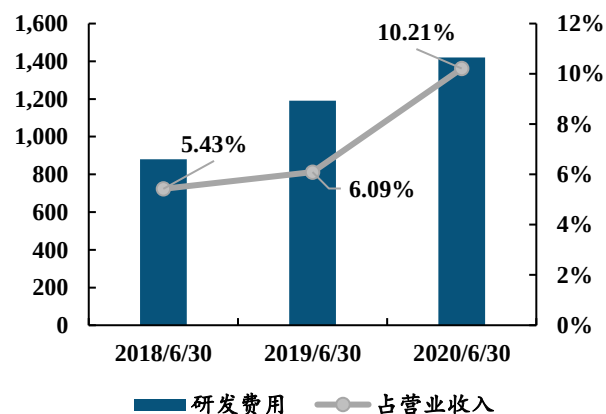


图 4：公司半年报研发费用情况（单位：万元）



资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 5：公司 2020H1 产品收入结构情况

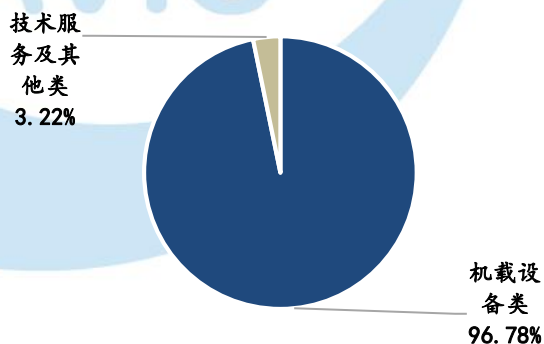
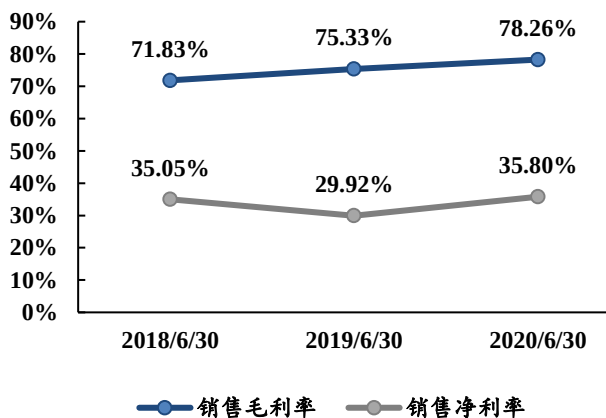


图 6：公司近半年报毛利率及净利率情况



资料来源：wind，中航证券金融研究所

资料来源：wind，中航证券金融研究所

◆ 财务报表预测（百万元）

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	369.35	387.48	428.82	480.33	货币资金	951.26	857.68	756.80	678.63
营业成本	94.00	96.87	109.35	124.88	应收和预付款项	452.12	459.30	514.09	574.18
营业税金及附加	1.45	1.86	2.12	2.27	存货	153.43	165.94	189.52	214.66
销售费用	10.22	10.10	11.32	12.73	其他流动资产	7.76	6.44	6.61	6.35
管理费用	57.21	53.77	60.73	68.63	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-2.97	-2.98	-2.98	-2.98	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-29.14	-10.79	-5.60	-2.34	固定资产和在建工程	602.40	703.08	914.97	1115.76
投资收益	19.27	12.41	10.51	11.58	无形资产和开发支出	48.63	47.05	45.47	43.89
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	-554.94	-544.84	-540.74	-534.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1660.66	1694.65	1886.71	2098.81
营业利润	159.77	191.06	204.40	228.72	短期借款	0.00	35.70	36.78	39.07
其他非经营损益	1.90	1.26	1.47	1.40	应付和预收款项	119.77	115.59	133.17	150.23
利润总额	161.67	192.32	205.87	230.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	26.09	31.23	33.64	37.83	其他负债	5.49	3.88	5.04	5.51
净利润	135.57	161.09	172.23	192.29	负债合计	125.26	155.17	174.99	194.81
少数股东损益	-1.45	-1.15	-1.43	-1.52	股本	117.35	117.35	117.35	117.35
归属母公司股东净利润	137.02	162.24	173.67	193.81	资本公积	649.51	649.51	649.51	649.51
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	743.59	905.83	1079.49	1273.30
经营活动现金流净额	126.31	151.41	138.54	160.99	归属母公司股东权益	1528.83	1690.69	1864.36	2058.17
投资活动现金流净额	18.62	-247.59	-243.49	-244.42	少数股东权益	6.57	5.42	3.99	2.47
筹资活动现金流净额	-56.54	38.30	4.06	5.27	股东权益合计	1535.40	1696.11	1868.35	2060.63
现金流量净额	88.38	-57.88	-100.88	-78.17	负债和股东权益合计	1660.66	1851.28	2043.34	2255.44

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，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其客户。

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此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员个人的不同设想、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。