



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: 董俊业

证券执业证书号: S0640118010019

联系人: 邱净博

电话: 15810535661

邮箱: qiujb@avicsec.com

## 航新科技 (300424) 2019 年报点评: 定位综合保障服务商, 业绩增势强劲, 收购协同效应初显

行业分类: 国防军工

2020 年 4 月 29 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2020.4.28)	13.27
目标股价	17.69

➤ **事件:** 公司 4 月 28 日公告, 2019 年营业收入 14.95 亿元 (+98.07%), 归母净利润 6767.86 万元 (+34.54%), 毛利率 24.27% (-8.33pcts), 净利率 4.43% (-2.14pcts)。4 月 29 日公告, 2020 年 Q1 营业收入 2.94 亿元 (+25.81%); 归母净利润 16.82 万元 (-44.12%)。

➤ **投资要点:**

● **公司业绩增势强劲, 收购协同效应初显, 海内外市场布局双管齐下:** 公司 2019 年营业收入同比增长 98.07%, 归属于上市公司股东的净利润同比增长 34.54%。盈利增长主要归因于设备研制及保障业务新客户订单逐步落地, 新型号产品交付顺利; 收购的爱沙尼亚 Magnetic 公司 (MMRO) 与公司现有航空维修业务产生协同效应; 销售回款情况良好。

报告期内, 公司毛利率下降 8.33pcts, 其中设备研制及保障业务毛利率下滑 5.5pcts, 航空维修及服务下滑 8.89pcts, 主要因国内市场竞争日趋激烈导致。公司开发支出同比增长 39.62%, 主要是新型机配套产品的开发支出所致; 财务费用同比增长 497.11%, 主要是借款利息增加及汇兑收益减少所致; 经营活动产生的现金流量净额较同期增长 590.83%, 主要是销售回款增长影响。因收购的 MMRO 公司和 DMH 公司商誉账面价值金额较大, 公司计提商誉减值损失 852.31 万元。

公司深耕海外市场, 境外营收占比 58.31%, 同比增长 115.7%。2020 年 4 月, 公司拟以货币方式对香港航新增资不超过 5000 万美元, 将增强香港航新的资金实力与参与航空资产管理业务的竞争力, 境外业务规模有望进一步扩大。国内方面, 东北地区营收同比增长 421.17%, 西南地区 425.26%, 西北地区 392.03%, 华中地区 252.41%, 业务范围和规模覆盖持续扩大。

2019 年 11 月 4 日, 公司完成 2019 年股票期权激励计划, 授予 43 名激励对象 287 万份股票期权 (占激励计划公告时公司股本总额的 1.20%), 行权价格 18.02 元/股, 授予对象包括董事及高级管理人员、核心技术 (业务) 人员。

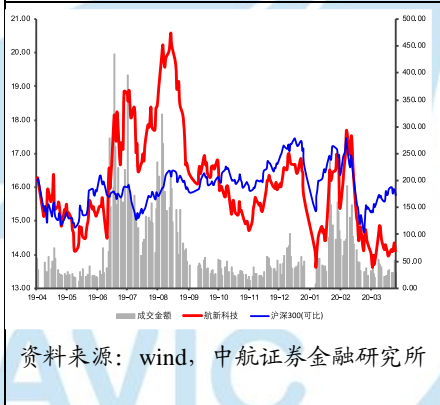
报告期内, 公司主要从事设备研制及保障、航空维修及服务两大模块, 设备研制及保障营收占比 21.94%, 航空维修及服务占比 77.51%。

- ① **设备研制及保障:** 公司设备研制及保障板块涵盖机载设备研制、检测设备研制、飞机改装业务, 以国内主要飞机总装单位的需求为主。报告期内, 设备研制及保障板块营收 3.28 亿元, 同比增长 113.08%, 毛利率 40.36%。随着新客户订单逐步落地和新型号产品交付顺利, 对公司报告期内净利润产生积极影响。
- ② **航空维修及服务:** 公司在飞机维修领域有二十多年经验, 拥有 CAAC (中国)、FAA (美国)、EASA (欧洲) 适航体系认证, 在民营独立第三方维修企业中市场占有率高。报告期内, 航空维修及服务板块营收 11.58 亿元, 同比增长 96.57%, 毛利率 19.18%。公司于 2018 年收购的 MMRO 公司已产生国内外的协同效应, 在经营方面提升公司业绩。

### 基础数据 (2020.4.28)

上证指数	2810.02
总股本 (亿股)	2.4
流通 A 股 (亿股)	1.92
资产负债率	58.85%
ROE	6.84%
PE (TTM)	47.03
PB (LF)	3.15

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



股市有风险 入市须谨慎

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

报告期内，MMRO 公司归母净利润 2198.66 万元；新收购的孙公司 DMH 公司归母净利润为负 195.70 万元，部分子公司从事的新业务尚未形成规模，报告期内未实现盈利。受波音 737MAX 飞机在 2019 年的全球停飞事件影响，全年全行业客机实际增速低于 3%。报告期内由于 737MAX 飞机大部分都在商保期内，对公司维修业务未产生负面影响。

2020 年 Q1 营收同比上升 25.81%，主要因设备研制与保障业务新客户订单完成交付、境外航空资产管理业务进展顺利。疫情期间，虽然航司的维修和服务需求减少，但“客改货”的增加一定程度上弥补了维修业务量。设备研制及保障业务主要面向总装单位，且项目实施周期较长，从目前判断受疫情影响相对较小。

- **聚焦航空产业，通过拓宽细分业务领域定位综合保障服务商：**公司立足于设备研制及维修保障，聚焦航空产业各细分领域的专业化服务。机载设备主要装配于国内多种型号的飞机及直升机，包含飞行参数及语音记录系统、综合数据采集与信息处理系统、直升机振动监控与健康诊断系统、发动机健康监测系统等；测试产品涵盖自动测试系统/设备、便携维修检测设备、航空无线电综合检测仪等，范围覆盖 20 余种主要机型、2000 多项机载设备、船舶；加改装业务主要依托于公司机载设备的配套，同时也承接客户的其他加改装任务。

展望未来，设备研制及保障方面仍以国内主要飞机总装单位的需求为主，围绕直升机建设安全性和综合保障体系，同时向固定翼方向拓展；航空维修和服务方面加快了从部件维修保障到基地维修、航线维护、内饰改装、整机喷涂等领域的拓展。随着亚太地区机队数量不断攀升和低成本航空的兴起，维修服务、二手航材和飞机拆解的需求与日俱增。公司通过前期投资布局的航空资产管理业务丰富航材库存，为飞机拆解和航空资产租赁等业务的拓展做铺垫。报告期内，公司参股公司天弘航空科技有限公司继 2018 年成功完成国外 757-200 飞机引进拆解项目后，成功中标由南航国际融资租赁有限公司招标的 4 架 A320 飞机资产包项目。未来公司将继续深耕航空维修与保障领域，力求成为业务覆盖全球的航空服务及装备综合保障服务商。

- **以收购 MMRO 为起点，未来将全面布局全球民航维修业务：**公司是国内较早开辟海外市场的第三方维修企业，在广州、上海、天津、哈尔滨、南宁、成都、香港、欧洲、非洲均有布局，具备一千六百多项航空电子项目、二千三百多项航空机械项目、超过二万四千个件号的维修能力。

自 2018 年末开始，公司积极利用 MMRO 公司与自身业务的互补性优势，引进欧洲航空公司客户，充分发挥境内外协同效应。通过收购，公司从传统的部附件维修拓展到航线维修、基地维修的整机维修领域，以及航空资产管理业务，实现了航空维修及服务领域的全产业链布局，市场也扩展到欧洲、非洲多个国家。此次收购可以作为民航维修及保障全产业链布局的起点，未来公司将全面整合全球民航维修业务。2019 年，公司又通过 MMRO 公司收购 DMH B.V. 公司，和 MMRO 公司实现业务优势互补，收购完成后，公司将具备大部分窄体机/宽体机航线维护能力。

2019 年度国内机队数量整体呈上升趋势，航空维修市场空间仍处于增长阶段。虽然新冠疫情造成 2020 年全球航空运输业的断崖式下跌，但我们认为相关消极影响会随着实现疫情受控而逐渐缓和，但仍构成公司未来一两年内业务增长的不确定性因素。与此同时，随着航司深陷流动性危机，对飞机拆解和二手航材的需求可能会有所增加。

- **投资建议：**公司聚焦航空产业，定位综合保障服务商。深耕行业积累的经验和技術，以及飞机总装单位的稳定客户基础是公司营收稳定增长可持续的保障。公司业绩增势强劲，海内外市场布局双管齐下，收购协同效应初显。未来，公司将延续与总装单位的需求紧密合作，并将以收购 MMRO 为起点全面布局全球民航维修业务。

我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 7058.19 万元、1.03 亿元、1.76 亿元，EPS 为 0.29 元、0.43 元、0.73 元，当前股价对应 PE 分别为 45.76 倍、30.86 倍、18.18 倍。考虑到公司在航空产业细分领域的行业优势和专注发展，给予公司 61 倍 PE，目标价格为 17.69 元，给予“买入”评级。

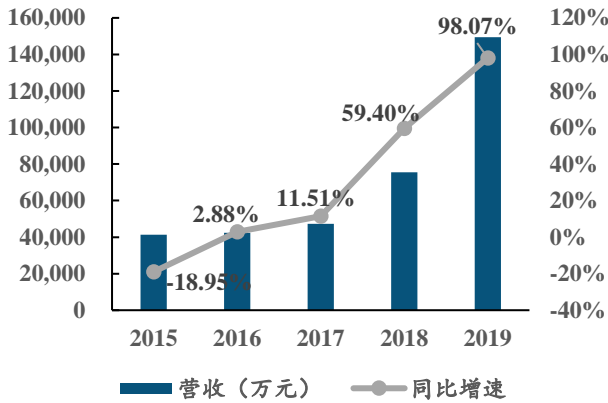
- **风险提示：**军品市场需求低于预期、新增产能投产不畅、原材料价格上涨。
- **盈利预测：**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1494.63	1642.74	1933.02	2319.81
增长率 (%)	98.07%	9.91%	17.67%	20.01%
归属母公司股东净利润	67.68	70.58	102.52	175.82
增长率 (%)	34.54%	4.29%	45.25%	71.50%
每股收益 (EPS)	0.28	0.29	0.43	0.73

数据来源：wind，中航证券金融研究所

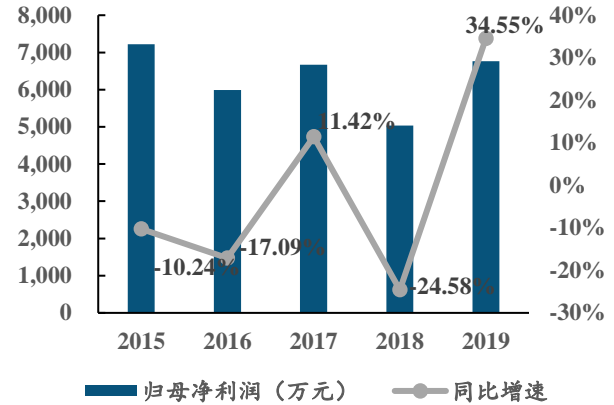
**◆ 公司主要财务数据**

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



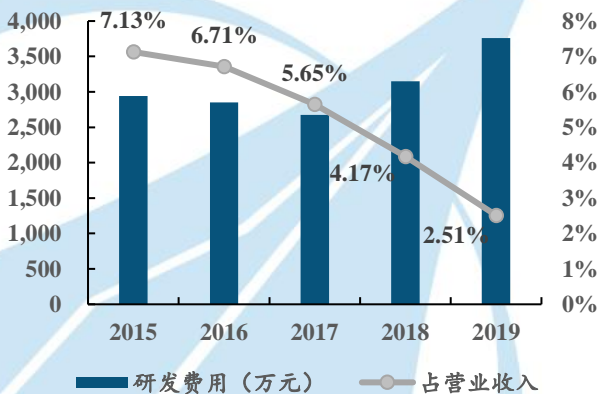
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况



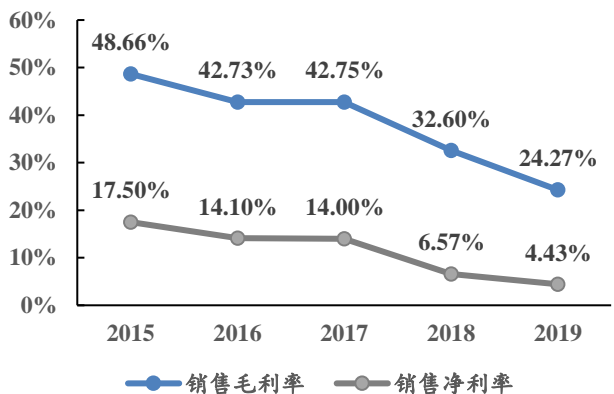
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司研发费用情况



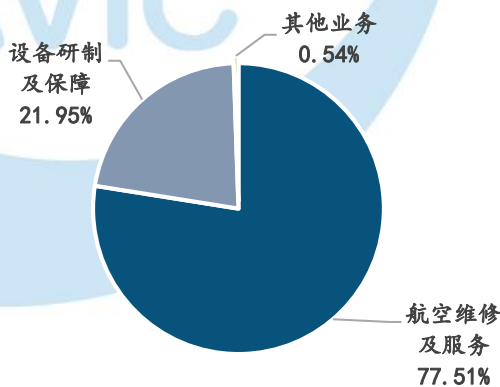
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况



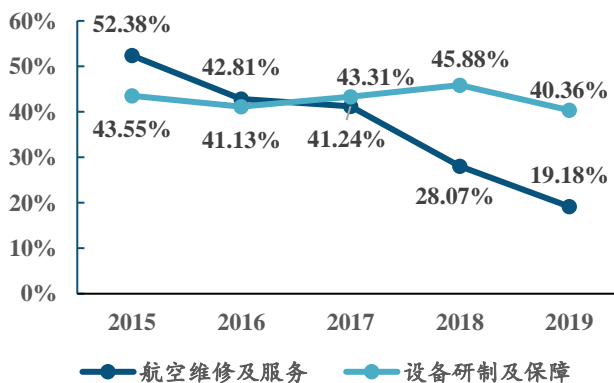
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司产品收入结构情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 公司产品毛利率情况



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	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1494.63	1642.74	1933.02	2319.81	货币资金	453.69	739.23	869.86	1043.92
营业成本	1131.85	1245.36	1480.88	1786.02	应收和预付 款项	552.24	626.52	730.07	879.52
营业税金及附加	5.98	12.73	14.34	15.66	存货	432.74	630.70	693.10	864.28
销售费用	29.95	36.49	41.54	50.41	其他流动资 产	21.93	75.64	56.04	56.21
管理费用	233.20	280.32	290.45	300.31	长期股权投 资	109.49	109.49	109.49	109.49
财务费用	30.70	8.02	8.48	0.32	投资性房地 产	6.94	7.26	7.18	7.17
资产减值损失	-21.19	-2.23	5.06	7.11	固定资产和 在建工程	602.40	530.10	569.07	606.97
投资收益	12.18	3.21	4.21	5.12	无形资产和 开发支出	500.85	495.80	490.76	485.71
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动 资产	-191.10	-182.31	-188.56	-174.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产总计</b>	2489.17	3032.43	3337.00	3878.43
<b>营业利润</b>	65.50	65.26	96.47	165.10	短期借款	372.65	766.15	802.00	928.75
其他非经营损益	-0.08	0.78	0.50	0.59	应付和预收 款项	486.53	591.00	685.61	828.48
<b>利润总额</b>	65.43	66.04	96.97	165.70	长期借款	321.53	329.55	337.51	345.64
所得税	-0.76	-3.17	-3.48	-6.61	其他负债	284.15	341.68	405.17	496.10
<b>净利润</b>	66.19	69.21	100.45	172.31	<b>负债合计</b>	1464.87	2028.38	2230.29	2598.98
少数股东损益	-1.49	-1.37	-2.08	-3.51	股本	239.95	239.87	239.87	239.87
归属母公司股东净 利润	67.68	70.58	102.52	175.82	资本公积	214.24	216.32	218.54	218.96
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	留存收益	579.64	650.23	752.75	928.57
经营活动现金流净 额	195.14	-97.44	79.41	35.15	归属母公司 股东权益	1022.58	1100.51	1205.25	1381.49
投资活动现金流净 额	-90.03	-58.04	-41.64	-60.80	少数股东权 益	1.72	0.36	-1.72	-5.23
筹资活动现金流净 额	28.22	425.37	92.85	199.71	<b>股东权益合 计</b>	1024.31	1100.86	1203.53	1376.26
<b>现金流量净额</b>	134.01	269.89	130.62	174.06	负债和股东 权益合计	2489.17	3129.24	3433.81	3975.24

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) 中航证券首席分析师, 负责军工、机械、电子、通信、计算机、传媒等行业; 毕业于清华大学精仪系, 空军装备部门服役八年, 有一线飞行部队航空保障经验, 后在空装某部从事总体论证工作, 熟悉飞机、雷达、导弹、卫星等空、天、海相关领域, 熟悉武器装备科研生产体系及国内外军工产业和政策变化; 2016-2018年新财富第一团队核心成员, 2016-2018年水晶球第一团队核心成员。

## 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替行使独立判断。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。