

投资评级：强烈推荐（维持）
分析师

王习 010-88366060-8757

Email:wangxi@cgws.com

执业证书编号:S1070515080003

联系人（研究助理）：

蔡维 02161680676

Email:caiwei@cgws.com

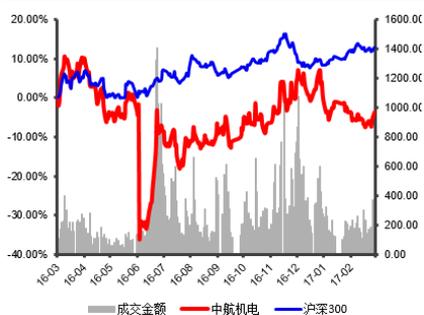
从业证书编号:S0550115050004

市场数据

目前股价	17.72
总市值（亿元）	284.20
流通市值（亿元）	247.50
总股本（万股）	160,383
流通股本（万股）	139,669
12个月最高/最低	20.60/11.70

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,437	10,756	12,599
(+/-%)	10.9%	14.0%	17.1%
净利润	678	776	906
(+/-%)	16.3%	14.4%	16.7%
摊薄 EPS	0.42	0.48	0.56
PE	42	37	31

股价表现


数据来源：wind 资讯

相关报告

<<中航机电-002013-公司动态点评：三季度业绩

经营性收益显著改善，资产注入或加快兑现

——中航机电（002013）年报点评

投资建议

公司发布 2016 年年报，实现营业总收入 85.12 亿元，同比增长 7.19%，实现归属于上市公司股东净利润 5.83 亿元，同比增长 12.28%，每股收益 0.37 元，业绩符合预期。我们重申推股逻辑，中航机电是为数不多的“有业绩、有注入、有政策、有市场”的军工股，同时又将受益于研究所改制，不考虑资产注入，我们预计 17-19 年 EPS 为 0.42 元、0.48 元及 0.56 元，对应当前股价 PE 为 42X、37X 和 31X，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

■ **内生增长稳健，经营性收益显著改善：**公司 16 年实现营收 85.12 亿元（+7.19%），实现归属于上市公司股东净利润 5.83 亿元（+12.28%），基本每股收益为 0.37 元，业绩符合预期。分业务来看，航空产业全年实现收入 51.97 亿元，同比增长 8.54%，营收占比较 2015 年提高 0.76 个百分点至 61.25%，贡献毛利占比由 2015 年时的 68.80% 提高至 73.09%。非航空产品实现销售收入 31.84 亿元，同比增长 9.75%，营收占比较 2015 年提高 0.87 个百分点至 37.41%。而按照董事会进一步集中主业的要求，现代服务业继续压缩，全年累计实现营收 1.31 亿元，同比下降 47.96%，占公司收入的比重也下降 1.64%。公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4.26 亿元，同比大增 60.72%，公司 15 年时处置可供出售金融资产取得的投资收益高达 1.31 亿元，而本报告期可供出售金融资产在持有期间的投资收益仅为 478.29 万元。公司 2016 年本身经营性收益显著好于 2015 年，2016 年扣非净利润 4.26 亿元扣除掉两家收购标的净利润 3744.64 万元以后，实际实现的扣非净利润为 3.88 亿元，较 2015 年的 2.65 亿元同比增幅高达 46.59%。我们认为十三五期间先进武器大量供给状态将逐步出现，同时军改对于企业订单的不利影响将逐步消除，公司今年军品交付数量有望超过去年，机型的更新换代以及产品升级将令业绩增速进一步增加，预测军品业绩增速有望保持 30% 以上的快速增长。公司同时在年报中披露 2017 年的主要经济目标是全年销售收入突破 90.09 亿元，利润总额 7.41 亿元（16 年为 6.63 亿元）。

■ **航空产业进一步聚焦，资产注入逻辑逐步兑现：**2016 年，公司在军用航空产业上完成多项技术鉴定及多台套科研/小批产品的研制、交付，保证了多个型号科研批产任务完成和推进。同时，为了进一步执行公司专业化整合的战略目标，增强公司的综合竞争力、持续盈利能力和发展能力，公司以现金方式收购了贵州风雷和枫阳液压，拓展了公司航空机

明显好转，毛利率和净利率创历史最高水平>>2015-10-28

<<中航机电-002013-公司深度报告：中国制造2025 定调，内外前景俱佳>>2015-11-12

<<中航机电-002013-公司动态点评：非公开发行调减3 亿，或于年底前获批>>2015-11-27

<<中航机电-002013-公司动态点评：增发过会，资产注入序幕拉开>>2015-12-17

<<中航机电-002013-公司动态点评：盈利好于预期，期待资产注入>>2016-04-08

<<中航机电-002013-公司动态点评：大幅调增业绩预告，“有业绩”逻辑逐步得到印证>>2016-07-06

<<中航机电-002013-公司半年报点评：业绩超预期，安全边际高>>2016-08-11

<<中航机电-002013-公司动态点评：解禁不等于大幅度减持，坚定看好公司未来成长空间>2016-09-26

<<中航机电-002013-公司季报点评：业绩符合预期，军品业绩有望保持较快增长>2016-10-21

<<中航机电-002013-公司动态点评：资产注入逻辑逐步兑现，未来业绩增长和资产注入双轮驱动>2016-12-06

电系统产业链条，进一步增强了主营业务协同效应。风雷公司和枫阳公司 2015 年度分别实现净利润 1997.44 万元和 887.50 万元，2016 年两者合计实现净利润 3744.64 万元，合计同比增速接近 30%。此次现金收购这两项资产后中航机电的业绩增厚幅度预计将在 6-7%。公司 2017 年将继续落实“航空机电产业振兴计划”，全面推进航空机电产业核心能力的提升。提升基础技术能力，开展航空机电新技术、新材料、新工艺、新方法的研究，同步推动研究成果转化和型号应用。

■ **体外大量航空机电类资产或加速注入，研究所改制受益：**公司曾经在 2014 年 11 月时公告收购拟使用自有资金收购中航工业新航、中航工业武汉、中航工业风雷、中航工业枫阳等企业全部或控股股权或主要经营性资产，目前风雷和枫阳的收购标志着公司资产注入正式拉开帷幕，剩余潜在的收购标的盈利能力优异，同时公司作为中航工业航空机电系统整合平台，后续的潜在资产收购对象还包括目前正在托管的大股东若干家单位，体外资产庞大且盈利能力较好，除此之外，上市公司母公司旗下有两家盈利状况较好的研究所，净利润达数亿元，未来或将受益于研究所改制试点。考虑到公司未来聚焦主业的战略定位，我们预计 2017 年体外资产或加速注入。

■ **C919 或将于今年首飞，民机业务市场空间较大：**C919 已于去年 11 月正式下线，目前订单总量为 500 余架。公司借助 C919 项目建立了民机项目组织管理体系，组建了电源、高升力等系统工作团队，包括中航机电与汉胜合资成立的西安中航汉胜为 C919 提供电源系统，庆安集团和美国穆格公司合作研制高升力系统。目前合资公司还处在建设中，未来开始批产后，合资公司业务将显著放量。我们预计未来十年国内民用飞机产业总收入 1.2 万亿人民币，机载设备按 40% 测算约 5000 亿元。中航机电 2016 年通过资源重新分配、加强适航体系建设等举措，逐步实现了民机团队的相对独立，为民机产业的进一步发展创造了更加有力的条件。同时，公司凭借下属公司厦门汉胜秦岭宇航有限公司在飞机发电系统产品维修及相关零部件进出口和仓储等业务领域作为美国汉胜公司在中国大陆发电机产品的唯一 OEM 产维修商的优势，成功拓展 B737、A320 等民用飞机发电机系统产品的维修和大修业务，切入国际民机维修领域。

■ **投资建议：**重申推股逻辑，中航机电是为数不多的“有业绩、有注入、有政策、有市场”的军工股，同时又将受益于研究所改制，不考虑资产注入，我们预计 17-19 年 EPS 为 0.42 元、0.48 元及 0.56 元，对应当前股价 PE 为 42X、37X 和 31X，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**后续资产注入方案久拖不决；研究所改制尚需时日。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,328.15	8,512.48	9,436.60	10,756.45	12,599.32	成长性					
营业成本	5,555.35	6,403.41	7,085.93	8,069.99	9,427.87	营业收入增长	-3.1%	16.2%	10.9%	14.0%	17.1%
销售费用	106.07	132.99	142.32	162.22	190.02	营业成本增长	-3.9%	15.3%	10.7%	13.9%	16.8%
管理费用	988.58	1,123.84	1,237.32	1,410.38	1,652.01	营业利润增长	26.7%	12.8%	43.8%	16.3%	18.7%
财务费用	280.21	231.31	119.01	128.27	165.94	利润总额增长	23.6%	15.8%	34.7%	14.4%	16.7%
投资净收益	134.21	-3.26	0.00	0.00	0.00	净利润增长	28.1%	19.2%	16.3%	14.4%	16.7%
营业利润	484.55	546.57	785.79	914.23	1,084.94	盈利能力					
营业外收支	88.35	116.72	107.39	107.39	107.39	毛利率	24.2%	24.8%	24.9%	25.0%	25.2%
利润总额	572.90	663.29	893.18	1,021.62	1,192.33	销售净利率	6.5%	6.8%	7.1%	7.1%	7.1%
所得税	95.37	87.46	223.29	255.40	298.08	ROE	9.4%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
少数股东损益	-11.67	-7.31	-8.51	-9.73	-11.36	ROIC	6.6%	6.5%	6.4%	6.2%	7.1%
净利润	489.21	583.14	678.39	775.95	905.60	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
流动资产	11,443.32	12,744.31	14,089.46	15,181.85	19,007.95	管理费用/营业收入	13.5%	13.2%	13.1%	13.1%	13.1%
货币资金	1,866.74	2,796.06	1,887.32	2,151.29	2,519.86	财务费用/营业收入	3.8%	2.7%	1.3%	1.2%	1.3%
应收账款	4,761.49	4,634.30	5,332.59	6,028.32	7,279.02	投资收益/营业利润	27.7%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1,158.19	1,885.17	2,169.23	2,452.24	2,961.01	所得税/利润总额	16.6%	13.2%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	2,957.10	2,974.70	3,590.99	3,886.51	4,849.17	应收账款周转率	1.56	1.81	1.35	1.35	1.35
非流动资产	6,449.11	7,323.04	7,742.57	8,158.32	8,572.37	存货周转率	1.95	2.16	2.16	2.16	2.16
固定资产	2,880.63	3,328.49	5,244.16	5,112.30	4,980.44	流动资产周转率	0.65	0.70	0.70	0.73	0.74
资产总计	17,892.43	20,067.35	21,832.03	23,340.17	27,580.33	总资产周转率	0.42	0.45	0.45	0.48	0.49
流动负债	9,320.03	9,451.17	10,591.28	11,385.04	14,791.44	偿债能力					
短期借款	2,748.50	1,912.50	2,280.32	2,214.32	4,227.93	资产负债率	66.3%	56.5%	57.2%	56.9%	60.5%
应付款项	5,053.18	5,364.90	6,163.61	6,965.91	8,372.82	流动比率	1.23	1.35	1.33	1.33	1.29
非流动负债	2,543.82	1,895.51	1,895.51	1,895.51	1,895.51	速动比率	0.91	1.03	0.99	0.99	0.96
长期借款	2,210.00	1,469.93	1,469.93	1,469.93	1,469.93	每股指标 (元)					
负债合计	11,863.85	11,346.68	12,486.79	13,280.54	16,686.95	EPS	0.31	0.36	0.42	0.48	0.56
股东权益	6,028.57	8,720.67	9,345.24	10,059.62	10,893.38	每股净资产	3.23	4.67	5.07	5.52	6.05
股本	931.17	1,603.84	1,603.84	1,603.84	1,603.84	每股经营现金流	0.28	0.50	(0.39)	0.63	(0.57)
留存收益	2,526.39	3,006.18	3,639.26	4,363.38	5,208.49	每股经营现金/EPS	0.92	1.38	(0.92)	1.29	(1.02)
少数股东权益	845.85	1,223.55	1,215.04	1,205.31	1,193.95	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	17,892.43	20,067.35	21,832.03	23,340.17	27,580.32	PE	58.09	48.74	41.89	36.63	31.38
现金流量表	(百万)					PEG	3.50	3.08	2.36	2.39	2.02
经营活动现金流	447.66	801.96	-620.83	1,004.21	-920.62	PB	5.48	3.79	3.50	3.21	2.93
其中营运资本减少	310.59	358.60	-1,666.42	-232.64	-2,433.31	EV/EBITDA	17.42	24.43	29.20	25.85	23.48
投资活动现金流	-551.11	-718.18	-471.73	-471.73	-471.73	EV/SALES	2.95	3.72	3.51	3.07	2.78
其中资本支出	743.07	589.31	552.27	552.27	552.27	EV/IC	2.10	2.94	2.58	2.45	2.15
融资活动现金流	168.04	539.45	183.82	-268.51	1,760.92	ROIC/WACC	3.12	3.09	3.05	2.95	3.36
净现金总变化	65.74	622.94	-908.74	263.97	368.57	REP	0.69	0.97	0.86	0.84	0.65

研究员介绍及承诺

王习: 军工行业分析师, 中央财经大学注会学学士, 香港理工大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券。

蔡维: 军工行业分析师, 复旦大学飞行器设计硕士, 2016 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>