

**强烈推荐-A (维持)**

**中航机电 002013.SZ**

当前股价：16.59 元

2017 年 04 月 27 日

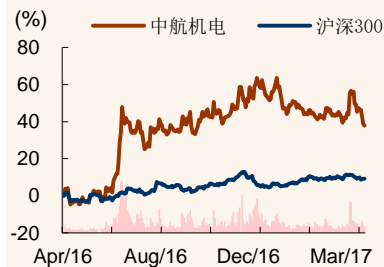
**设立合资公司积极推进混改，内生外延均可期待！**

**基础数据**

上证综指	3152
总股本 (万股)	160384
已上市流通股 (万股)	139670
总市值 (亿元)	266
流通市值 (亿元)	232
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	8.2
资产负债率	55.9%
主要股东	中航机电系统有限公
主要股东持股比例	37.59%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-3	32
相对表现	-3	-6	23



资料来源：贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《中航机电 (002013) —员工持股树行业标杆，内生外延均可期待!》2017-03-14
- 2、《中航机电 (002013) —业绩快报符合预期，看好公司长期发展!》2017-01-17
- 3、《中航机电 (002013) —资产注入启动，未来仍有预期》2016-12-06

**王超**

010-57601716  
wangchao18@cmschina.com.cn  
S1090514080007

**卫喆**

weizhe@cmschina.com.cn  
S1090517040003

**研究助理**

**何亮**

heliang@cmschina.com.cn

**岑晓翔**

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn

**事件：**

公司全资子公司“精机科技”拟与“麦格纳苏州”、“麦格纳上海”共同投资设立湖北精机麦格纳座椅系统有限公司(暂定名)，在亚洲区域内开展汽车座椅骨架及座椅调节机构的研发、制造和销售。

**评论：**

**1、设立合资公司积极推进混改，努力拓展国际业务：**

此次设立合资公司是公司积极响应国家号召，推进国企混改的重要举措。此次先从公司子公司开始，通过引入国际战略投资者，有助于规范子公司经营管理体制，提升企业业绩。同时，合资公司的设立也将有利于精机科技提升产品市场占有率，扩大产品出口，实现公司座椅骨架和座椅调节机构业务持续稳步发展，塑造公司汽车座椅骨架及调节机构国际化、集成化市场形象。

**2、一季报业绩亮眼，受益于航空工业高速发展：**

公司一季报实现营业收入 16.39 亿，同比增长 7.09%，归母净利润 542 万，同比增长 123.73%。在“十三五”期间，随着我国主要航空装备型号的量产，我国军用航空工业将进入量价齐升的重要阶段，同时我们预计公司民机市场也有望在“十三五”内实现大幅增长，公司作为我国核心的航空机电供应商，将从中充分受益，业绩有望保持高速增长，预计 17 年归母净利润有望超过 7 亿。

**3、机电平台地位明确，未来资产注入仍有预期**

公司是机电板块下唯一平台，机电下属的两个研究所也是集团的改制试点，预计今年末机电系统公司的资产证券化率将进一步提升到 50%。公司 14 年公告拟现金收购大股东旗下五家公司，目前已完成风雷和枫阳两家的收购，表明公司的承诺正在兑现，资产注入预计仍将稳步推进。剩余三家公司体量预计将大于此次收购的两家，考虑到后续现金收购预期，预计公司 17 年备考净利润达到 8.5 亿，对应估值仅在 30 倍左右，优势明显。

**4、员工持股树行业标杆，“双赢”局面助公司再次腾飞：**

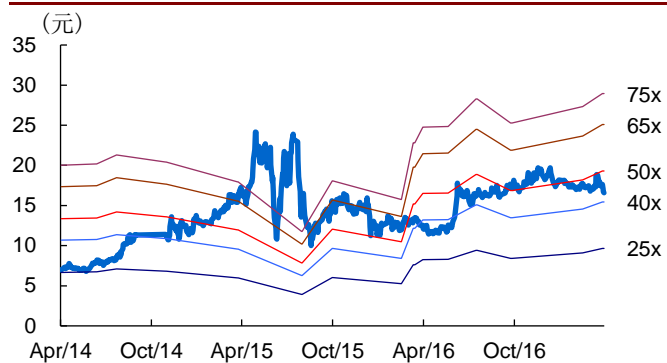
2015 年公司非公开发行股票募集 19.61 亿元用于补充流动资金，2016 年初实施完毕，其中“机电振兴 1 号”为公司总部及下属子公司核心骨干人员认购，从而实现了核心团队贴身经营、风险共担，为转变公司机制迈出了坚实的一步，作为首个国有军工企业以资管计划通过的员工持股计划，我们认为具有标杆示范意义，有力的实现了企业发展同员工价值的“双赢”局面，将有利于激发员工积极性，进而激发公司活力，利于公司长远发展。

**5、业绩预测：**

预计 2017-2019 年 EPS 为 0.48、0.60、0.72 元，对应 PE 为 35、28、23 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

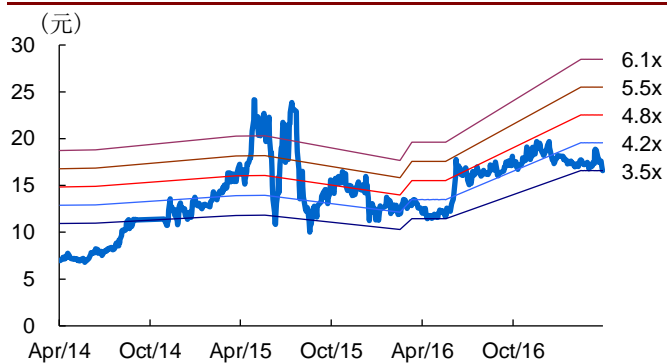
**风险提示：资产注入进程低于预期。**

图 1：中航机电历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中航机电历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11443	12744	14958	16372	18214
现金	1867	2796	3525	3193	2926
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1158	1885	2172	2514	2920
应收款项	4761	4634	5314	6151	7144
其它应收款	112	132	152	176	205
存货	2957	2975	3423	3913	4527
其他	587	322	371	425	492
<b>非流动资产</b>	6449	7323	7663	7965	8233
长期股权投资	277	302	302	302	302
固定资产	2881	3328	3749	4124	4457
无形资产	797	790	711	640	576
其他	2495	2903	2901	2900	2899
<b>资产总计</b>	<b>17892</b>	<b>20067</b>	<b>22621</b>	<b>24337</b>	<b>26447</b>
<b>流动负债</b>	9320	9451	10972	11975	13231
短期借款	2748	1913	2500	2500	2500
应付账款	3623	3754	4332	4952	5729
预收账款	76	124	143	164	189
其他	2873	3660	3997	4359	4812
<b>长期负债</b>	2544	1896	2496	2496	2496
长期借款	1460	720	1320	1320	1320
其他	1084	1176	1176	1176	1176
<b>负债合计</b>	<b>11864</b>	<b>11347</b>	<b>13467</b>	<b>14470</b>	<b>15726</b>
股本	931	1604	1604	1604	1604
资本公积金	1787	2897	2897	2897	2897
留存收益	2465	2996	3438	4164	5032
少数股东权益	846	1224	1214	1202	1188
归属于母公司所有者权益	5183	7497	7939	8665	9533
<b>负债及权益合计</b>	<b>17892</b>	<b>20067</b>	<b>22621</b>	<b>24337</b>	<b>26447</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	474	814	781	850	1006
净利润	489	583	763	955	1155
折旧摊销	360	391	451	490	524
财务费用	288	254	176	210	212
投资收益	(134)	3	(50)	(50)	(20)
营运资金变动	(524)	(394)	(554)	(749)	(858)
其它	(5)	(23)	(5)	(5)	(7)
<b>投资活动现金流</b>	(551)	(718)	(794)	(794)	(794)
资本支出	(578)	(681)	(794)	(794)	(794)
其他投资	27	(37)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	168	539	741	(389)	(479)
借款变动	464	(1030)	1188	0	0
普通股增加	215	673	0	0	0
资本公积增加	(160)	1111	0	0	0
股利分配	0	(93)	(321)	(229)	(286)
其他	(351)	(121)	(126)	(160)	(192)
<b>现金净增加额</b>	<b>91</b>	<b>635</b>	<b>729</b>	<b>(332)</b>	<b>(267)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	7328	8512	9808	11353	13186
营业成本	5555	6403	7388	8446	9772
营业税金及附加	19	33	39	45	53
营业费用	106	133	157	182	211
管理费用	989	1124	1295	1499	1741
财务费用	280	231	176	210	212
资产减值损失	29	38	35	35	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	134	(3)	50	50	20
<b>营业利润</b>	485	547	768	986	1218
营业外收入	95	125	100	100	100
营业外支出	7	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	573	663	860	1077	1309
所得税	95	87	106	135	169
<b>净利润</b>	478	576	753	943	1140
少数股东损益	(12)	(7)	(10)	(12)	(14)
<b>归属于母公司净利润</b>	489	583	763	955	1155
<b>EPS (元)</b>	0.53	0.36	0.48	0.60	0.72

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-3%	16%	15%	16%	16%
营业利润	27%	13%	41%	28%	23%
净利润	28%	19%	31%	25%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.2%	24.8%	24.7%	25.6%	25.9%
净利率	6.7%	6.9%	7.8%	8.4%	8.8%
ROE	9.4%	7.8%	9.6%	11.0%	12.1%
ROIC	5.8%	6.0%	6.3%	7.6%	8.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.3%	56.5%	59.5%	59.5%	59.5%
净负债比率	23.5%	13.1%	16.9%	15.7%	14.4%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3
应收帐款周转率	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0
应付帐款周转率	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.53	0.36	0.48	0.60	0.72
每股经营现金	0.51	0.51	0.49	0.53	0.63
每股净资产	5.57	4.67	4.95	5.40	5.94
每股股利	0.10	0.20	0.14	0.18	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	31.6	45.6	34.9	27.9	23.0
PB	3.0	3.5	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	18.2	17.5	14.1	11.7	10.1

## 分析师承诺

负责本研究报告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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。

卫喆，北京航空航天大学航空发动机系工学学士，中国科学院流体力学硕士，曾在中航工业下属中航商发总体部从事航空发动机研发，2016年加盟招商证券。

何亮，天津大学精密仪器与光电子工程学院光电信息工程学士，清华大学精密仪器与机械学系硕士，曾在航天科工集团下属航天测控公司从事武器装备测试保障设备研发，2016年加盟招商证券。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。