

强烈推荐-A (维持)

中航机电 002013.SZ

当前股价: 11.2 元
2017 年 08 月 20 日

内生增长稳定, 外延有望超预期!

基础数据

上证综指	3269
总股本 (万股)	240576
已上市流通股 (万股)	209504
总市值 (亿元)	269
流通市值 (亿元)	235
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	8.0
资产负债率	56.4%
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	8	-3	-1
相对表现	7	-12	-12



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航机电 (002013) — 内生外延双轮驱动, 铸就飞机强健体魄》2017-08-02
- 2、《中航机电 (002013) — 设立合资公司积极推进混改, 内生外延均可期待!》2017-04-28
- 3、《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

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:

- 1、公司发布 2017 年半年报, 期内实现营业收入 40.3 亿, 同比增长 7.47%, 归母净利润 1.8 亿, 同比增长 17.93%, 扣非后归母净利润为 1.38 亿, 同比增长 73.46%。公司 1-9 月归母净利润变动幅度预计为 -10%-20%;
- 2、公司拟以现金方式增资 (或收购) 英国 SPV 公司。本次增资 (或收购) 完成后, 将持有英国 SPV 公司 40% 股权, SPV 主要经营资产为其持有的全资子公司汤普森公司, 其主要产品为飞机全平躺公务舱、头等舱座椅, 是空客和波音重要的产品供应商。

评论:

1、业绩符合预期, 内生增长确定:

公司业绩符合预期, 归母净利润同比 17.93% 的增速处于一季报业绩预测的上限; 三项业务中, 航空产业实现收入 23 亿元, 同比增长 12.68%, 毛利率 24.24%, 同比下降 2.97%; 非航空产品实现收入 16.7 亿元, 同比增长 1.01%, 其中汽车制造业实现收入 11 亿元, 同比减少 6.35%, 毛利率 25.01%, 同比提高 9.51%; 其他制造业 (主要包括航天类产品、兵器类产品、船舶类产品、电子类产品和制冷产品等) 实现收入 5.69 亿, 同比增加 19.15%, 毛利率 10.78%, 同比提高 0.79%; 公司整体保持稳定增长, 综合盈利能力持续提高。随着国家对航空装备的需求不断增强, 公司在技术实验以及生产管理方面能力不断提升, 我们预计公司业务将保持增长趋势。

2、外延并购有望超预期:

公司是中航工业航空机电系统专业化整合平台, 近几年资本运作稳步推进。2016 年现金收购了贵州风雷和枫阳液压, 2017 年计划通过发行可转债收购新航工业和宜宾三江, 我们预计公司对系统内的整合将不断进行, 包括同属机电系统的 609、610 研究所, 在国家大力推进科研院所改制的背景下, 未来改制注入也值得期待。另外此次公告拟收购 SPV 公司, 其主要经营资产为全资子公司汤普森公司, 主要产品为飞机全平躺公务舱、头等舱座椅, 是空客和波音重要的产品供应商。从披露的业绩来看, 今年业绩增长明显, 盈利能力也在提高。我们认为这表明公司的外延并购将不局限于国内, 国际上的优质航空机电公司也有可能成为公司未来并购的目标, 公司的外延发展有望超预期。

3、体制机制改革业内标杆

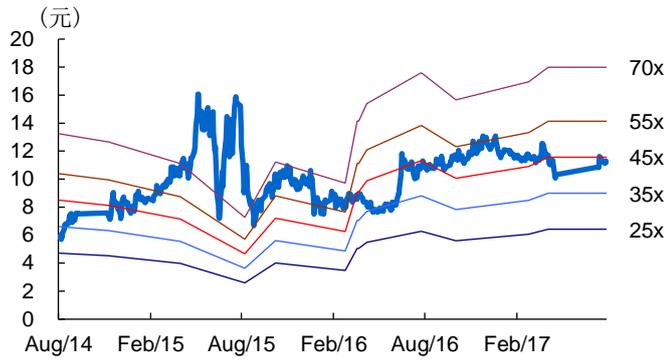
2015 年公司非公开发行股票募集 19.61 亿元用于补充流动资金, 2016 年初实施完毕, 其中“机电振兴 1 号”为公司总部及下属子公司核心骨干人员认购, 从而实现了员工持股, 具有标杆示范意义, 实现了企业发展同员工价值的“双赢”局面, 将有利于激发员工积极性, 进而激发公司活力, 利于公司长远发展

4、业绩预测:

预计 2017-2019 年 EPS 为 0.29、0.36、0.45 元, 对应 PE 为 39、31、25 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

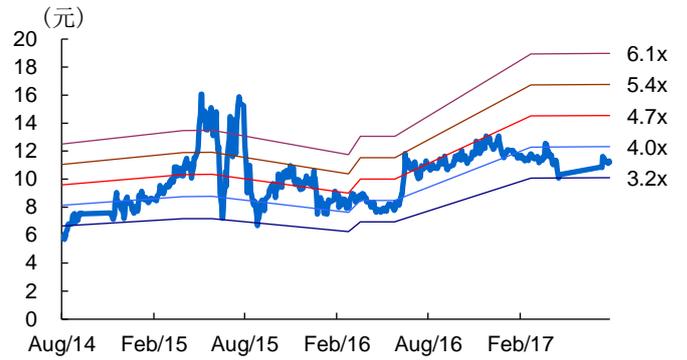
风险提示: 资产注入进程低于预期。

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
流动资产	11443	12744	15692	17035	18800
现金	1867	2796	4296	3927	3645
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1158	1885	2163	2495	2889
应收款项	4761	4634	5293	6104	7068
其它应收款	112	132	152	175	203
存货	2957	2975	3418	3909	4507
其他	587	322	371	424	489
非流动资产	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
资产总计	17892	20067	23355	25000	27033
流动负债	9320	9451	10962	11966	13190
短期借款	2748	1913	2500	2500	2500
应付账款	3623	3754	4326	4947	5704
预收账款	76	124	143	164	189
其他	2873	3660	3993	4356	4797
长期负债	2544	1896	2496	2496	2496
长期借款	1460	720	1320	1320	1320
其他	1084	1176	1176	1176	1176
负债合计	11864	11347	13458	14462	15685
股本	931	1604	2406	2406	2406
资本公积金	1787	2897	2897	2897	2897
留存收益	2465	2996	3380	4031	4854
少数股东权益	846	1224	1215	1204	1190
归属于母公司所有者权益	5183	7497	8683	9334	10158
负债及权益合计	17892	20067	23355	25000	27033

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	474	814	787	830	966
净利润	489	583	705	863	1082
折旧摊销	360	391	451	490	524
财务费用	288	254	173	204	206
投资收益	(134)	3	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(524)	(394)	(527)	(712)	(830)
其它	(5)	(23)	(4)	(4)	(6)
投资活动现金流	(551)	(718)	(794)	(794)	(794)
资本支出	(578)	(681)	(794)	(794)	(794)
其他投资	27	(37)	0	0	0
筹资活动现金流	168	539	1506	(405)	(455)
借款变动	464	(1030)	1188	0	0
普通股增加	215	673	802	0	0
资本公积增加	(160)	1111	0	0	0
股利分配	0	(93)	(321)	(211)	(259)
其他	(351)	(121)	(163)	(194)	(196)
现金净增加额	91	635	1500	(368)	(283)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7328	8512	9768	11266	13044
营业成本	5555	6403	7378	8438	9728
营业税金及附加	19	33	39	45	52
营业费用	106	133	156	180	209
管理费用	989	1124	1289	1487	1722
财务费用	280	231	173	204	206
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)	10	10	10
营业利润	485	547	708	887	1137
营业外收入	95	125	100	100	100
营业外支出	7	9	9	9	9
利润总额	573	663	799	979	1228
所得税	95	87	103	127	160
净利润	478	576	696	852	1069
少数股东损益	(12)	(7)	(9)	(11)	(14)
归属于母公司净利润	489	583	705	863	1082
EPS (元)	0.53	0.36	0.29	0.36	0.45

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-3%	16%	15%	15%	16%
营业利润	27%	13%	30%	25%	28%
净利润	28%	19%	21%	22%	25%
获利能力					
毛利率	24.2%	24.8%	24.5%	25.1%	25.4%
净利率	6.7%	6.9%	7.2%	7.7%	8.3%
ROE	9.4%	7.8%	8.1%	9.2%	10.7%
ROIC	5.8%	6.0%	5.6%	6.6%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	66.3%	56.5%	57.6%	57.8%	58.0%
净负债比率	23.5%	13.1%	16.4%	15.3%	14.1%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
营运能力					
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
每股资料 (元)					
每股收益	0.53	0.36	0.29	0.36	0.45
每股经营现金	0.51	0.51	0.33	0.35	0.40
每股净资产	5.57	4.67	3.61	3.88	4.22
每股股利	0.10	0.20	0.09	0.11	0.13
估值比率					
PE	21.3	30.8	38.2	31.2	24.9
PB	2.0	2.4	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	19.2	18.4	15.6	13.1	11.1

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。