

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2017年08月21日
市场数据

目前股价	11.20
总市值（亿元）	269.44
流通市值（亿元）	234.64
总股本（万股）	240,575
流通股本（万股）	209,503
12个月最高/最低	13.30/9.84

分析师

分析师：王习 S1070515080003

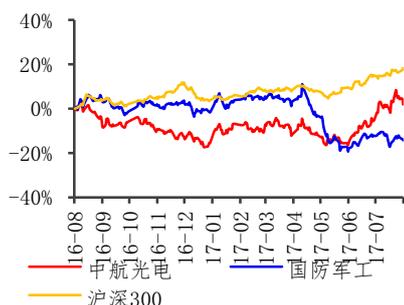
电话：010-88366060-8757

邮箱：wangxi@cgws.com

分析师：蔡维 S1070517050001

电话：021-31829695

邮箱：caiwei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩符合预期，向系统集成商转型加快>>

2015-08-27

<<中航机电-002013-公司动态点评：三季度业绩明显好转，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

扣非后业绩大增，航空产业贡献较多增量

——中航机电（002013）半年报点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,437	11,042	12,942
(+/-%)	10.9%	17.0%	17.2%
净利润	685	824	1,036
(+/-%)	17.5%	20.2%	25.8%
摊薄 EPS	0.28	0.34	0.43
PE	39	33	26

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 投资建议：**公司发布2017年半年报，实现营收40.34亿元，同比增长7.47%，实现归属于上市公司股东净利润1.80亿元，同比增长17.93%，基本每股收益为0.07元。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0.28元、0.34元及0.43元，对应当前股价PE为39X、33X和26X，维持“强烈推荐”评级。
- 扣非后业绩大增，航空产业贡献较多增量：**公司2017年上半年实现营业收入40.34亿元（+7.47%），实现归属于上市公司股东净利润1.80亿元（+17.93%），扣非后归属于上市公司股东净利润1.38亿元（+73.46%），EPS为0.07元。其中，航空产业实现营收23.09亿元，同比增长12.68%，占营收比重较去年同期上升了2.65个百分点；非航空产品（主要包括航天类产品、兵器类产品、船舶类产品等）实现营收16.71亿元，同比增长1.01%；按照董事会进一步集中主业的要求，现代服务业累计实现销售收入5397.12万元，占公司收入的比重也由2016年的1.54%下降至1.34%。毛利率方面，航空产品毛利率下降3.57个百分点，非航空产品毛利率同比上升5.59个百分点。公司对于1-9月经营业绩预计为实现净利润2.62亿元（-10.00%）至3.49亿元（+20.00%）。我们预计，随着十三五中后期先进武器大量供给的状态逐步出现，公司未来三年业绩有望保持快速增长。
- 海内外航空机电类资产整合更进一步，军机民机双管齐下：**此次公司同时披露，为进一步推动优势资源整合、促进公司的可持续发展，公司拟以现金方式增资（或收购）英国SPV公司。增资（或收购）完成后，公司或公司的子公司将持有英国SPV公司40%股权。英国SPV公司系特殊目的的公司，主要经营资产为其持有的全资子公司Thompson Aero Seating Limited（汤普森公司）。汤普森公司的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，拥有完整的设计研发、试验取证、生产制造、售后服务的体系及能力。此前公司8月初发布公告，

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-公司三季报点评：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

<<经营性收益显著改善，资产注入或加快兑现>> 2017-03-14

<<航空机电类资产整合更进一步，业绩增长和资产注入双轮驱动>>2017-08-02

公开发行可转换公司债券部分募集资金拟用于收购新航集团 100% 股权和宜宾三江机械 100% 股权。公司又在 8 月 9 日发布的预案中披露，募集的 21 亿元资金除用于收购这两家公司股权外，还将用于贵州枫阳液压电磁阀扩大生产能力建设、贵阳航空电机航空电源生产能力提升项目、四川凌峰航空液压机械有限公司航空液压作动器制造与维修能力提升项目、贵州风雷航空军械有限责任公司航空悬挂发射系统产业化项目、四川泛华航空仪表电器有限公司航空产品生产能力提升项目以及补充流动资金。我们认为，公司近期一系列潜在收购的举动都旨在提升其核心竞争能力，一方面作为航空机电类产品的整合平台，通过资产整合航空机电产品谱系更加完善，整体竞争力进一步提升。另一方面希望抓住中国商飞 C919、MA700 等民机项目机遇，大力发展民用航空产业。

- **体外大量航空机电类资产或加速注入，研究所改制受益：**公司定位于航空机电类资产的整合平台，公司曾经在 2014 年 11 月公告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。2016 年 12 月公司发布公告，以现金收购贵航集团持有的风雷公司和盖克机电持有的枫阳公司 100% 股权，此次新航集团的收购标志着公司资产注入持续推进。而宜宾三江机械为上市公司托管的大股东若干家单位之一，除了宜宾三江机械外还包括合肥江航、宏光空降装备等单位，被托管单位资产庞大且盈利能力相对较好。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 609 所和 610 所，净利润或超过 2 亿元，未来或将受益于研究所改制试点，2017 年或上报方案，2018 年或完成转制。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。
- **业绩保持较高速增长，先进武器大量供给将逐步利好航空机电业务：**我们认为，公司 17 年军品交付数量有望超过去年，同时机型的更新换代以及产品升级将令业绩增速进一步增加，预测十三五期间军品业绩增速有望保持 30% 以上。从增量角度来考虑，我国未来 10 年空军海军新增的军用飞机总数将超过 3000 架，如果按照每架飞机平均 2 亿元的售价和假设机电系统 15% 的价值占比来计算，未来机电系统的新增需求有望达到 900 亿元，而从存量角度来考虑，未来三代机向四代机升级换代将进一步提速，假设当前机电系统由于更新换代价值占比将提升 5%，同时假设四代机平均价格 1500 万美元，单从战斗机角度计算市场空间将接近 30 亿元，预计航空机电系统未来十年市场需求将超过 1000 亿。公司在国内航空机电领域处于主导地位，是国内航空机电生产规模最大的供应商，将直接受益于十三五期间现有型号装备的放量、升级以及新型号装备的大规模列装部队。
- **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 0.28 元、0.34 元及 0.43 元，对应当前股价 PE 为 39X、33X 和 26X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**军改对于军品订单的不利影响；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	11,042.2	12,942.3	成长性					
营业成本	5,555.35	6,403.41	7,085.93	8,270.06	9,585.64	营业收入增长	-3.1%	16.2%	10.9%	17.0%	17.2%
销售费用	106.07	132.99	142.32	166.53	195.19	营业成本增长	-3.9%	15.3%	10.7%	16.7%	15.9%
管理费用	988.58	1,123.84	1,237.32	1,447.85	1,696.98	营业利润增长	26.7%	12.8%	45.4%	22.9%	28.6%
财务费用	280.21	231.31	110.02	108.44	128.42	利润总额增长	23.6%	15.8%	36.0%	20.2%	25.8%
投资净收益	134.21	-3.26	0.00	0.00	0.00	净利润增长	28.1%	19.2%	17.5%	20.2%	25.8%
营业利润	484.55	546.57	794.78	976.91	1,256.19	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%	25.1%	25.9%
利润总额	572.90	663.29	902.17	1,084.29	1,363.58	销售净利率	6.5%	6.8%	7.2%	7.4%	7.9%
所得税	95.37	87.46	225.54	271.07	340.89	ROE	9.4%	7.8%	8.4%	9.3%	10.6%
少数股东损益	-11.67	-7.31	-8.59	-10.33	-12.99	ROIC	6.6%	6.5%	6.4%	6.7%	8.1%
净利润	489.21	583.14	685.23	823.55	1,035.67	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	11,443.3	12,744.3	14,089.4	15,892.1	19,116.3	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	2,208.46	2,588.46	财务费用/营业收入	3.8%	2.7%	1.2%	1.0%	1.0%
应收账款	4,761.49	4,634.30	5,332.59	6,330.21	7,339.40	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	2,575.05	2,985.57	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	4,071.90	4,809.98	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	7,349.05	7,371.29	7,391.84	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	4,907.42	4,438.81	3,970.21	流动资产周转率	0.65	0.70	0.70	0.74	0.74
资产总计	17,892.4	20,067.3	21,438.5	23,263.4	26,508.1	总资产周转率	0.42	0.45	0.45	0.49	0.52
流动负债	9,320.03	9,451.17	10,212.4	11,304.2	13,627.1	偿债能力					
短期借款	2,748.50	1,912.50	1,901.45	1,801.33	3,131.12	资产负债率	66.3%	56.5%	56.5%	56.7%	58.6%
应付款项	5,053.18	5,364.90	6,163.61	7,291.42	8,304.00	流动比率	1.23	1.35	1.38	1.41	1.40
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	1.03	1.05	1.05
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	11,863.8	11,346.6	12,107.9	13,199.7	15,522.6	EPS	0.20	0.24	0.28	0.34	0.43
股东权益	6,028.57	8,720.67	9,330.59	10,063.6	10,985.4	每股净资产	2.15	3.12	3.37	3.68	4.07
股本	931.17	1,603.84	2,405.76	2,405.76	2,405.76	每股经营现金流	0.19	0.33	(0.10)	0.46	(0.09)
留存收益	2,526.39	3,006.18	3,624.70	4,368.08	5,302.92	每股经营现金/EPS	0.92	1.38	(0.34)	1.34	(0.21)
少数股东权益	845.85	1,223.55	1,214.96	1,204.63	1,191.64	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	17,892.4	20,067.3	21,438.5	23,263.4	26,508.1	PE	55.08	46.21	39.32	32.72	26.02
现金流量表					(百万)	PEG	2.91	2.19	2.14	1.74	1.13
经营活动现金流	447.66	801.96	-229.57	1,104.61	-221.83	PB	5.20	3.59	3.32	3.04	2.75
其中营运资本减少	310.59	358.60	-1,666.42	-610.69	-2,231.10	EV/EBITDA	12.53	16.37	20.47	18.17	16.08
投资活动现金流	-551.11	-718.18	-471.73	-471.73	-471.73	EV/SALES	2.12	2.49	3.32	2.82	2.51
其中资本支出	743.07	589.31	552.27	552.27	552.27	EV/IC	1.51	1.97	2.51	2.38	2.12
融资活动现金流	168.04	539.45	-207.44	-311.75	1,073.56	ROIC/WACC	3.12	3.09	3.05	3.16	3.83
净现金总变化	65.74	622.94	-908.74	321.13	380.01	REP	0.49	0.65	0.84	0.76	0.56

研究员介绍及承诺

王习：军工行业分析师，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其它任何用途。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
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
杨锦明：0755-83515567, 17688776222, yangjm@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

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@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：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>