

业绩符合预期，扣非后净利润增长明显——中航机电（002013）年报点评

2019年03月15日

强烈推荐/维持

中航机电

财报点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号: S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
分析师 王习	分析师 王习	执业证书编号: S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
研究助理 张卓琦	研究助理 张卓琦	
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

公司发布 2018 年年报，全年实现营收 116.37 亿元，同比增长 4.08%；实现归属于上市公司股东净利润 8.37 亿元，同比增长 16.49%，EPS 为 0.23 元；我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 0.27 元，0.37 元和 0.46 元，对应当前股价 PE 分别为 26X、19X、16X，维持“强烈推荐”评级。

观点：

➤ 1. 业绩符合预期，扣非净利润增长明显

2018 年全年公司实现营收 116.37 亿元，同比增长 4.08%，实现归属于上市公司股东净利润 8.37 亿元，同比增长 16.49%，符合我们此前的预期。同时实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 7.12 亿元，同比增长 23.33%，基本每股收益为 0.23 元。公司营业收入完成年度计划的 105.79%，利润总额完成年度计划的 108.74%，与年度经营计划整体一致。分业务来看，飞机制造业实现营收 75.93 亿元（军用航空与防务业务全年实现营收 72.83 亿元，同比增长 8.17%，民用航空业务营收同比下滑 9.66%），占营业收入比重同比增加了 1.69 个百分点至 65.24%，而汽车制造业实现营收 37.75 亿元，占营业收入比重同比下降了 1.62 个百分点至 32.44%，这显示公司主业进一步聚焦，同时继续压缩低毛利水平的非主营业务的思路，公司综合毛利率也同比增加 0.13 个百分点至 26.30%。

此外，公司 2018 年公开发行可转换公司债券 21 亿元，以募集的部分资金收购中航机电系统有限公司持有的新航集团 100% 股权以及宜宾三江机械 72.55% 股权。两家子公司新航集团和宜宾三江机械 2017 年分别实现净利润 1.47 亿元和 0.23 亿元（2016 年两家公司合计实现净利润不足 9000 万元），2018 年全年新航集团和宜宾三江机械分别实现净利润 1.76 亿元和 2791.78 万元，分别同比增加 19.73% 和 21.38%。

公司同时在年报中披露 2019 年经营计划，2019 年全年实现营业收入 123 亿（+5.70%），利润总额 11.56 亿元，我们假设公司 2019 年实际营业收入和利润总额完成率分别为 105.79% 和 108.74%（与 2018 年一致），则营收和利润总额同比增速分别为 11.82% 和 15.64%。公司同时披露，预计 2019 年第一季度归属于上市公司股东的净利润为 4727 万元（0%）至 6145.1 万元（+30%）。

➤ 2. 集团旗下航空机电系统业务的唯一专业化整合和产业化发展平台，军民品市场一家独享

公司是航空工业旗下航空机电系统的专业化研发、实验、制造平台，多年来为国内外众多航空和汽车厂商提供核心零部件，形成了一批国内领先的生产制造能力。目前在我国军用航空机电产品方面的市

场占有率接近 100%。根据《World Air Force 2017》，我国目前共有军机 2955 架，数量位列全球第三。从战斗机角度看，我国空军战斗机目前仍以二、三代机为主，二代机占比超过 50%。预计未来 10 年在军机机电系统方面，每年增量和存量市场空间合计将超过 200 亿元人民币，公司未来将直接受益于新机型的交付和现有机型的更新换代。

➤ 3. 回购股份彰显信心，利空出尽就是利好

公司 2019 年 1 月发布公告拟回购公司股票，用于回购股份的资金总额不低于人民币 1.5 亿元（含）且不超过人民币 3 亿元（含），全部来源于公司自有资金，回购股份价格不超过人民币 9.95 元/股（含），该回购股份价格上限不高于董事会通过回购决议前三十个交易日公司股票平均收盘价的 150%。按拟回购总金额不超过人民币 3 亿元（含）、回购价格不超过人民币 9.95 元/股（含 9.95 元/股）测算，若全额回购，预计回购股份数量为 3015.08 万股，占公司目前总股本比例为 0.8355%。此次回购股份无论是价格还是数量方面都彰显公司信心。此前公司调整幅度较大，或与市场传言公司武器装备科研生产目录调整事项有关，我们认为，即使未来有部分产品被剔除出军品免税许可目录，对公司盈利影响也是微乎其微的：**首先，没有在许可目录范围内的产品也不一定征收增值税。**除了固有的许可目录以外，满足军品免税条件的产品也可以审核上报并执行。比如自产的销售给军队、武警等机关及其他纳税人的军品，以及取得军品免征增值税合同清单等条件。**第二，即使需要缴纳增值税，缴纳税收多少取决于与下游客户的关系。**如公司和下游企业关系较好时，谈判时下游客户会帮公司共同分担增值税的缴纳，比如含税产品价格上浮一定比例。同时过去公司进项税额不抵扣，如未来产生销项税额后可抵扣进项税额，对公司盈利的影响是一个净值的概念。我们认为，此前的股价过度地反映了增值税事件的悲观预期，当前股价具备较强配置价值。

➤ 4. 资本运作已正式启动，多家托管公司和院所类资产存在注入预期。

近两年，公司资本运作节奏明显加快：2015 年 12 月公司非公开发行股票过会，拉开资产注入大幕；2016 年 12 月公司发布公告，以现金分别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；2017 年 8 月 1 日公司发布公告，拟通过公开发行可转换公司债券的方式，募集资金规模不超过 21 亿元，用于收购新乡航空工业（集团）有限公司 100% 股权、宜宾三江机械有限责任公司 100% 股权以及投资于航空产业化项目及补充流动资金等项目。目前两家子公司已经成为公司全资子公司，并纳入公司合并报表范围。目前，上市公司托管了大股东 18 家单位，大股东系统公司 2016 年航空产品营收约为上市公司 2016 年航空产品营收的 2.12 倍。我们认为，一部分被托管公司以及 2 家研究所未来存在资产注入预期。假设未来公司的资本运作分为三大阶段，经过测算，资本运作后公司 2017 年备考 EPS 增厚超过 50%。

➤ 5. 投资建议

我们认为，公司是航空机电细分领域龙头，每年航空机电业务增长稳健且确定性好，同时军民市场空间广阔，未来也存在体外优质资产注入预期，是军工行业里少有的核心资产。我们预测公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 0.27 元，0.37 元和 0.46 元，对应当前股价 PE 分别为 26X、19X、16X，维持“强烈推荐”评级。

➤ 6. 风险提示

空军装备列装速度不及预期；资产注入进度低于预期；民品市场开拓差于预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	13736	16721	20479	25496	31725	营业收入	9232	11637	12968	15713	18035
货币资金	3574	3529	3242	4346	4749	营业成本	6816	8577	9472	11441	13127
应收账款	4283	6776	8882	10762	14823	营业税金及附加	47	65	72	87	100
其他应收款	110	164	182	221	254	营业费用	171	193	240	290	333
预付款项	242	199	294	408	539	管理费用	1214	1174	1556	2043	2164
存货	3750	4148	5190	6269	7193	财务费用	226	212	101	127	229
其他流动资产	52	68	202	476	708	资产减值损失	37.13	13.10	29.39	26.54	23.01
非流动资产合计	8489	9950	8916	8543	7962	公允价值变动收益	0.00	0.00	2.00	0.00	0.00
长期股权投资	227	86	86	86	86	投资净收益	4.62	47.14	16.16	22.64	28.65
固定资产	3869.64	5356.71	6754.15	6472.91	5766.67	营业利润	806	1101	1515	1721	2086
无形资产	893	1124	1134	1044	962	营业外收入	69.58	24.74	73.20	55.84	51.26
其他非流动资产	230	269	0	0	0	营业外支出	73.35	38.18	168.44	40.03	40.03
资产总计	22225	26671	29394	34039	39687	利润总额	802	1087	1419	1737	2097
流动负债合计	9703	11561	13231	16371	21146	所得税	216	180	406	361	393
短期借款	2117	2050	1572	2477	4965	净利润	586	907	1014	1376	1704
应付账款	4266	5219	6488	7836	8991	少数股东损益	7	71	23	34	43
预收款项	171	189	708	1336	2058	归属母公司净利润	579	837	990	1342	1661
一年内到期的非流	235	1102	1102	1102	1102	EBITDA	2311	3011	2396	2667	3126
非流动负债合计	1965	3316	2972	3772	3772	EPS (元)	0.24	0.23	0.27	0.37	0.46
长期借款	755	858	1658	2458	2458	主要财务比率					
应付债券	750	1775	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	11668	14877	16203	20143	24918	成长能力					
少数股东权益	2025	2595	2619	2653	2695	营业收入增长	8.45%	26.05%	11.43%	21.17%	14.78%
实收资本(或股本)	2406	3609	3609	3609	3609	营业利润增长	47.39%	36.66%	37.59%	13.62%	21.18%
资本公积	2534	1025	1903	1903	1903	归属于母公司净利润	18.38%	35.50%	18.38%	35.50%	23.77%
未分配利润	2878	3613	3415	3147	2814	获利能力					
归属母公司股东权益	8532	9199	10197	10868	11699	毛利率(%)	26.17%	26.30%	26.95%	27.19%	27.21%
负债和所有者权益	22225	26671	29394	34039	39687	净利率(%)	6.35%	7.80%	7.82%	8.76%	9.45%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.91%	2.61%	3.14%	3.37%	3.94%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	6.79%	9.10%	9.71%	12.35%	14.20%
经营活动现金流	1988	-909	37	673	-778	偿债能力					
净利润	586	907	1014	1376	1704	资产负债率(%)	52%	56%	55%	59%	63%
折旧摊销	1279.00	1698.60	667.99	706.24	706.24	流动比率	1.42	1.45	1.55	1.56	1.50
财务费用	226	212	101	127	229	速动比率	1.03	1.09	1.16	1.17	1.16
应付账款的变化	0	0	-2106	-1880	-4061	营运能力					
预收账款的变化	0	0	519	629	721	总资产周转率	0.44	0.48	0.46	0.50	0.49
投资活动现金流	-2267	-2048	244	-475	-248	应收账款周转率	2	2	2	2	1
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	应付账款周转率	2.30	2.45	2.22	2.19	2.14
长期股权投资减少	0	0	508	0	0	每股指标(元)					
投资收益	5	47	16	23	29	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.23	0.27	0.37	0.46
筹资活动现金流	848	2147	-567	907	1428	每股净现金流(最新)	0.24	-0.22	-0.08	0.31	0.11
应付债券增加	0	0	-1775	0	0	每股净资产(最新摊)	3.55	2.55	2.83	3.01	3.24
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	802	1203	0	0	0	P/E	30.21	31.52	26.41	19.49	15.75
资本公积增加	-353	-1510	878	0	0	P/B	2.04	2.84	2.57	2.41	2.24
现金净增加额	570	-811	-287	1105	402	EV/EBITDA	7.67	9.44	11.37	10.44	9.58

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。