

公司研究/季报点评

2019年10月31日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.63
合理价格区间(元): 11.79~12.57

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

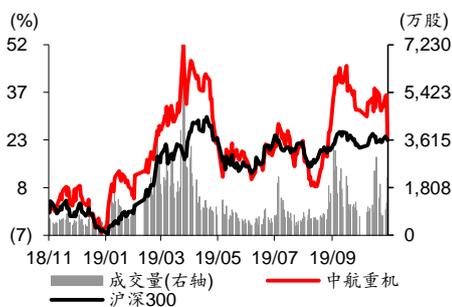
金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jintang@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1《中航重机(600765,买入): 锻铸龙头聚焦主业, 长期发展可期》2019.02
- 2《中航重机(600765,买入): 定增募资投主业, 军民融合助发展》2018.06
- 3《中航重机(600765,买入): 军民融合加速, 助力锻铸龙头腾飞》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

专注主业发展, 整体经营稳健

中航重机(600765)

聚焦航空锻铸主业, 业绩符合预期, 维持“买入”评级

2019年前三季度, 公司实现营业收入44.39亿元, 同比增长16.06%; 实现归母净利润2.03亿元, 同比下降2.66%; 实现扣非后归母净利润1.95亿元, 同比增长61.69%。公司整体经营稳健, 业绩符合预期。公司自剥离新能源等非主营业务后, 持续聚焦锻铸造与液压环控两大主业, 我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.39元、0.44元、0.49元, 维持“买入”评级。

剔除不可比因素, 实际利润同比增长

2019年前三季度, 公司归母净利润同比下降2.66%, 扣非后归母净利润同比增加61.69%。主要原因是由于去年同期特材破产事项导致利润增加, 同时, 去年同期数据还包括世新公司经营亏损所致。剔除上年同期的不可比因素, 则本期归属于上市公司股东的净利润同比增长10.26%。

经营性现金流净额下降, 但较上半年明显改观

2019年前三季度, 公司经营性现金流量净额5842万元, 同比下降72.10%, 主要原因是2019年公司主力单位订单增加较大, 为保证订单交付加大了生产投入; 且部分单位加大了进口材料储备等因素, 导致了现金支付同比增加较大。但三季度单季经营性现金流净额1.20亿元, 较2019年上半年总计净流出6130万元的情况, 已获得明显改观, 主要是回款增加所致。

航空锻造龙头, 专注主业长期发展可期, 维持“买入”评级

我们认为随着国防建设十三五规划进入最后冲刺阶段, 以及国防装备技术日趋成熟, 有望迎来军用航空装备采购高峰期。同时, 民用航空产业也发展迅速, ARJ21支线客机已开始商业运营。中航重机作为航空锻造龙头, 有望充分受益我国航空装备的发展红利。我们预计公司2019~2021年分别实现营业收入61.79亿元、69.01亿元、75.65亿元, 分别实现归母净利润3.06亿元、3.42亿元、3.81亿元, 对应EPS分别为0.39元、0.44元、0.49元。继续给予公司2019年30-32倍PE目标估值, 对应目标价11.79元~12.57元, 维持“买入”评级。

风险提示: 军费增长低于预期、国际转包业务不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	778.00
流通A股 (百万股)	778.00
52周内股价区间 (元)	7.38-11.97
总市值 (百万元)	7,492
总资产 (百万元)	13,106
每股净资产 (元)	6.15

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,663	5,444	6,179	6,901	7,565
+/-%	5.48	(3.86)	13.50	11.68	9.63
归属母公司净利润 (百万元)	164.52	333.15	305.65	342.10	380.64
+/-%	(32.15)	102.49	(8.25)	11.93	11.27
EPS (元, 最新摊薄)	0.21	0.43	0.39	0.44	0.49
PE (倍)	45.54	22.49	24.51	21.90	19.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 中航重机历年营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 中航重机历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

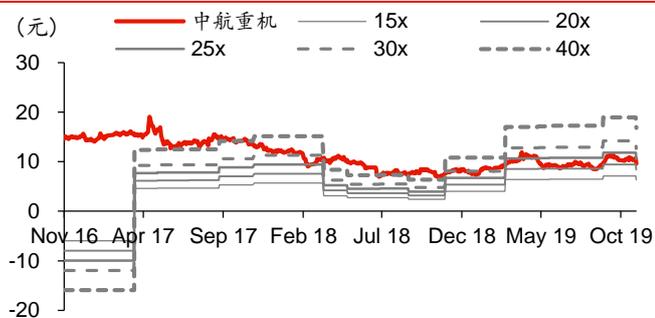
图表3: 可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

股票代码	股票名称	2019年10月30日			EPS			PE		
		收盘价 (元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
600038.SH	中直股份	45.00	1.09	1.35	1.66	41.22	33.22	27.14		
600967.SH	内蒙一机	10.37	0.38	0.45	0.53	27.63	22.91	19.39		
600862.SH	中航高科	9.29	0.27	0.31	0.37	34.22	30.30	25.37		
	平均					34.36	28.81	23.97		
600765.SH	中航重机	9.63	0.39	0.44	0.49	24.51	21.90	19.68		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表4: 中航重机历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 中航重机历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

军费增长低于预期。我国武器装备采购经费主要来自于军费, 根据 2010~2018 年军费增长情况, 我们预计军费将保持稳定增长的状态。但如果未来军费增长低于预期, 将会对军品的采购产生影响。

国际转包业务不及预期。公司近年已经为国外企业提供了锻铸件, 我们预计随着公司的产品逐步得到越来越多的外资航空主机厂的认可, 未来国际转包业务会逐步形成新的业绩增长点。但也可能存在一些政策因素, 导致国际转包业务增长不及预期, 进而影响公司利润。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,646	8,213	9,419	10,420	11,232
现金	1,395	1,067	1,337	1,479	1,324
应收账款	2,481	3,162	3,307	3,592	3,894
其他应收账款	314.29	23.22	47.30	398.64	522.29
预付账款	641.53	138.96	450.36	440.17	457.19
存货	2,109	2,223	2,514	2,793	3,048
其他流动资产	1,706	1,599	1,763	1,717	1,986
非流动资产	3,945	3,857	3,709	3,544	3,361
长期投资	369.59	362.61	343.16	354.05	351.84
固定投资	2,231	2,603	2,694	2,592	2,420
无形资产	285.98	267.78	273.83	306.17	355.36
其他非流动资产	1,058	623.53	397.83	291.62	233.39
资产总计	12,591	12,070	13,129	13,964	14,592
流动负债	7,333	5,443	6,148	6,698	6,957
短期借款	3,094	1,501	1,501	1,501	1,516
应付账款	3,143	2,467	3,114	3,305	3,717
其他流动负债	1,096	1,475	1,533	1,893	1,724
非流动负债	1,283	2,015	2,116	2,074	2,073
长期借款	795.23	1,645	1,645	1,645	1,645
其他非流动负债	488.04	369.31	470.52	428.57	427.49
负债合计	8,617	7,458	8,264	8,772	9,030
少数股东权益	230.35	362.20	342.20	327.20	317.20
股本	778.00	778.00	778.00	778.00	778.00
资本公积	1,487	1,681	1,681	1,681	1,681
留存公积	1,452	1,759	2,063	2,405	2,786
归属母公司股东权益	3,744	4,250	4,522	4,864	5,245
负债和股东权益	12,591	12,070	13,129	13,964	14,592

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	909.87	384.84	731.49	589.62	301.23
净利润	101.74	228.84	285.65	327.10	370.64
折旧摊销	350.24	298.43	320.00	344.81	368.79
财务费用	214.46	169.99	250.56	276.86	288.87
投资损失	(20.44)	(260.82)	(20.00)	(15.00)	(10.00)
营运资金变动	35.04	(395.27)	(286.76)	(310.22)	(767.22)
其他经营现金	228.83	343.67	182.05	(33.94)	50.15
投资活动现金	(430.88)	(146.65)	(184.79)	(166.84)	(184.74)
资本支出	533.70	366.23	185.44	111.47	116.16
长期投资	100.00	6.93	(19.45)	10.89	(2.20)
其他投资现金	202.82	226.50	(18.81)	(44.47)	(70.78)
筹资活动现金	(57.64)	(566.46)	(276.69)	(280.52)	(271.79)
短期借款	857.83	(1,593)	0.00	0.00	15.24
长期借款	(714.11)	850.12	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	102.34	194.20	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(303.69)	(17.74)	(276.69)	(280.52)	(287.04)
现金净增加额	419.05	(326.34)	270.00	142.26	(155.30)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,663	5,444	6,179	6,901	7,565
营业成本	4,209	4,029	4,582	5,116	5,608
营业税金及附加	23.62	29.98	34.03	38.00	41.66
营业费用	123.54	123.57	135.94	150.43	162.65
管理费用	545.46	550.55	605.55	672.80	733.84
财务费用	214.46	169.99	250.56	276.86	288.87
资产减值损失	248.27	339.57	212.00	216.00	235.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.44	260.82	20.00	15.00	10.00
营业利润	195.99	281.43	378.78	445.57	505.66
营业外收入	25.98	20.41	37.97	30.12	31.12
营业外支出	55.59	7.57	25.45	24.51	22.00
利润总额	166.38	294.28	391.30	451.17	514.78
所得税	64.64	65.44	105.65	124.07	144.14
净利润	101.74	228.84	285.65	327.10	370.64
少数股东损益	(62.78)	(104.30)	(20.00)	(15.00)	(10.00)
归属母公司净利润	164.52	333.15	305.65	342.10	380.64
EBITDA	760.69	749.85	949.34	1,067	1,163
EPS (元, 基本)	0.21	0.43	0.39	0.44	0.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	5.48	(3.86)	13.50	11.68	9.63
营业利润	1.73	43.60	34.59	17.63	13.49
归属母公司净利润	(32.15)	102.49	(8.25)	11.93	11.27
获利能力 (%)					
毛利率	25.67	25.99	25.84	25.86	25.88
净利率	2.91	6.12	4.95	4.96	5.03
ROE	4.39	7.84	6.76	7.03	7.26
ROIC	4.17	5.61	7.32	8.15	8.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.44	61.79	62.95	62.82	61.88
净负债比率 (%)	45.72	43.44	39.20	36.93	36.04
流动比率	1.18	1.51	1.53	1.56	1.61
速动比率	0.86	1.07	1.10	1.11	1.14
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.44	0.49	0.51	0.53
应收账款周转率	1.70	1.60	1.67	1.75	1.79
应付账款周转率	1.55	1.44	1.64	1.59	1.60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.43	0.39	0.44	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	0.49	0.94	0.76	0.39
每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.46	5.81	6.25	6.74
估值比率					
PE (倍)	45.54	22.49	24.51	21.90	19.68
PB (倍)	2.00	1.76	1.66	1.54	1.43
EV_EBITDA (倍)	12.57	12.75	10.07	8.96	8.22

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com