

中航机电 (002013)

证券研究报告

2019年11月01日

Q3 业绩增速稳健上行，军用航空主业望持续增长

事件：公司三季报已披露，单季度营收+23.85%，归母净利润+12.86%

10月28日公司发布三季报，前三季度营收82.77亿元，同比+4.15%，归母净利润5.67亿元，同比+12.59%；经营性现金流-4.98亿元，缺口同比大幅缩窄8.64亿元；毛利率24.1%，同比+0.2个pct；净利率7.3%，同比+0.3个pct，盈利能力持续提升，预计军航主业望持续增长。单季度：营收29.37亿元，同比+23.85%，归母净利润2.42亿元，同比+12.86%，归母扣非净利润2.27亿元，同比+19.24%，预计汽车零部件板块业绩有望企稳回升。

从资产负债表来看，Q3存货50.7亿元，同比+19.6%，环比+9.6%，增速高于18Q3（存货42.4亿，同比+15.1%，环比+4.6%），我们认为全年主业业绩增速有望在前三季度基础上进一步增长；应收账款及票据104.8亿元，同比+11.2%，我们认为全年经营性现金流有望在Q3基础上持续改善。

集团旗下航电专业化平台，持续发展军用航空机电业务

公司是中航工业旗下航空机电系统业务专业化整合、产业化发展平台，其军用航空机电业务为我国在研在产的军用飞机提供配套产品和服务，产品研制能力基本达到国外同等水平；民机机电系统方面，公司部分产品已取得CTSOA适航证；同时，公司为航天、兵器、船舶、电子信息等领域提供相应配套产品及服务，并兼营汽车座椅调角器等相关精冲制品、精密冲压模具、制冷系统等。16年3月15日公司定增约1.38亿股股票，共募集20亿元，每股价格为14.48元，其中4名特定投资者为存续期4年的资管计划。公司充分利用定增资金支持主营业务发展，航空主业营收逐年增长。

主营业务将受益航空产业上行，汽车零部件板块望受益汽车行业拐点

2019年国防白皮书《新时代的中国国防》再次强调国防与军队建设的战略目标：到2020年基本实现机械化、信息化建设取得重大进展；力争到2035年基本实现国防和军队现代化。《新时代的中国国防》同时指出，空军在国家和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用，要构建现代化武器装备体系，加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系。公司作为我国航空机电配套产品供货商，将有望充分受益。

此外，汽车行业触底并有初步改善：9月汽车制造业增加值+0.5%，连续第二月改善，产量222亿元，同比-6.9%相比年中显著好转，销量193亿元，同比-6.3%相比年初改善显著，预计全年或将迎来汽车行业触底反弹，公司作为汽车零部件配套商将受益行业回暖机遇。

盈利预测与评级：我国汽车行业整体回暖略低于市场预期，公司汽车零部件板块营收下滑缺口会收敛，但短期较难实现反弹。将营收增速从10%/11.5%/12%下调至7.38%/15.5%/15.33%，营收从128/142.7/159.9亿元下调至124.96/144.33/166.46亿元，归母净利润从9.58/11.7/13.95亿元下调至9.36/11.05/13.23亿元，EPS为0.26/0.31/0.37元，PE25.65/21.72/18.15x

风险提示：军品交付不及预期，汽车行业回暖不及预期，16年定增资管计划到期风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,232.19	11,637.18	12,496.34	14,433.09	16,646.27
增长率(%)	8.45	26.05	7.38	15.50	15.33
EBITDA(百万元)	1,602.91	2,313.32	1,977.48	2,211.54	2,519.65
净利润(百万元)	579.01	836.71	935.69	1,104.68	1,322.51
增长率(%)	(0.71)	44.51	11.83	18.06	19.72
EPS(元/股)	0.16	0.23	0.26	0.31	0.37
市盈率(P/E)	41.45	28.68	25.65	21.72	18.15
市净率(P/B)	2.81	2.61	2.63	2.38	2.13
市销率(P/S)	2.60	2.06	1.92	1.66	1.44
EV/EBITDA	16.88	11.75	13.44	11.54	9.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,608.66
流通A股股本(百万股)	3,608.43
A股总市值(百万元)	23,997.62
流通A股市值(百万元)	23,996.03
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	58.43
一年内最高/最低(元)	8.66/6.17

作者

李鲁靖	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
许利天	联系人
xulitian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中航机电-半年报点评:航空主业持续稳健增长，乘用车销量反弹驱动非航空板块回暖》 2019-08-30
- 《中航机电-年报点评报告:军航与防务板块增速高达8.2%，充分受益外延增长与机载专项》 2019-03-19
- 《中航机电-季报点评:Q3净利润增长显著，减轻有息负债，轻装上阵聚焦机电主业》 2018-10-26

图 1：2014-2019H1 公司分板块营收及毛利情况(亿元)

002013.SZ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2018H1
	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30	2018/6/30
营业总收入	75.62	73.28	85.12	92.32	116.37	53.39	54.50
航空产品(军航+民航)	40.65	43.12	51.97	54.46	75.93	35.30	32.18
非航空产品	32.36	27.71	31.84	36.96	39.87	17.64	21.23
其中：汽车座椅及其零部件	16.34	16.89	19.83	22.69	37.75	9.26	13.04
非航空防务/空调制冷等	16.02	10.82	12.02	14.27	2.12	8.38	8.20
贸易及其他	2.60	2.45	1.31	0.91	0.57	0.46	1.08
营业成本	57.79	55.55	64.03	68.16	85.77	41.12	42.10
航空产品(军航+民航)	27.66	30.61	36.54	37.27	53.31	23.22	23.22
非航空产品	28.07	23.23	26.60	30.41	32.06	18.14	18.14
其中：汽车座椅及其零部件	13.88	13.28	15.90	17.34	31.02	10.61	10.61
非航空防务/空调制冷等	14.20	9.95	10.69	13.07	1.05	7.53	7.53
贸易及其他	2.05	1.71	0.89	0.48	0.39	0.74	0.74
毛利	17.83	17.73	21.09	24.16	30.60	12.28	12.40
航空产品(军航+民航)	12.99	12.51	15.43	17.19	22.62	8.96	8.96
非航空产品	4.29	4.48	5.25	6.55	7.81	3.10	3.10
其中：汽车座椅及其零部件	2.46	3.61	3.92	5.35	6.74	2.42	2.42
非航空防务/空调制冷等	1.82	0.86	1.33	1.20	1.07	0.67	0.67
贸易及其他	0.55	0.74	0.42	0.43	0.18	0.34	0.34

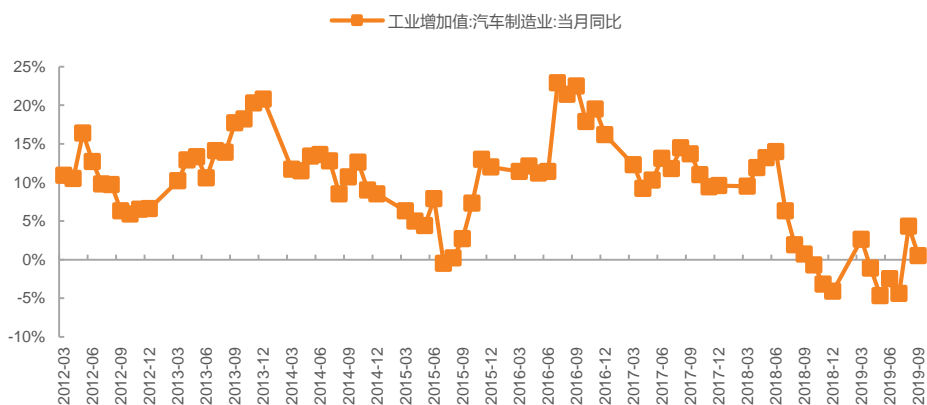
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2014-2019H1 公司分板块营收增速及毛利率情况

002013.SZ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2018H1
	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30	2018/6/30
营收增速	12.37%	-3.09%	7.19%	8.45%	4.08%	-2.02%	11.68%
航空产品(军航+民航)	9.24%	6.07%	8.54%	4.79%	1.69%	9.68%	5.95%
非航空产品	16.20%	-14.38%	9.75%	16.05%	-0.29%	-16.91%	20.66%
其中：汽车座椅及其零部件	37.93%	3.38%	11.20%	14.45%	-1.62%	-28.94%	15.83%
非航空防务/空调制冷等	0.12%	-32.48%	7.44%	18.70%	0.12%	2.22%	29.24%
贸易及其他	42.96%	-6.02%	-47.69%	-30.91%	-0.19%	-57.92%	30.73%
毛利率(%)	23.6%	24.2%	24.8%	26.2%	26.3%	23.0%	22.7%
航空产品(军航+民航)	32.0%	29.0%	29.7%	31.6%	29.8%	27.8%	27.8%
非航空产品	13.3%	16.2%	16.5%	17.7%	19.6%	14.6%	14.6%
其中：汽车座椅及其零部件	15.1%	21.4%	19.8%	23.6%	17.8%	18.6%	18.6%
非航空防务/空调制冷等	11.4%	8.0%	11.0%	8.4%	50.6%	8.2%	8.2%
贸易及其他	21.2%	30.3%	32.0%	47.5%	31.2%	31.3%	31.3%

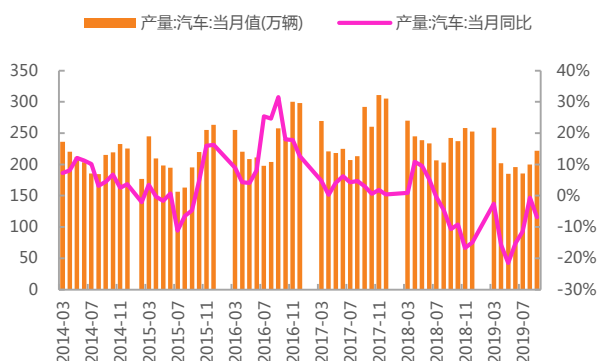
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：迈入 2019 年以来，我国汽车制造业工业增加值(当月同比)进入磨底期，年末有望迎来反弹



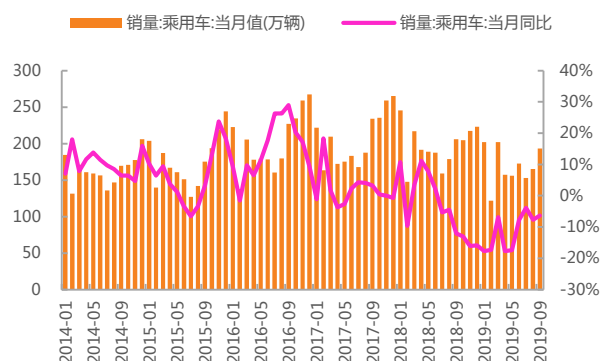
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019 年 9 月，我国汽车产量 222 万辆，同比-6.9%，相对于 4-9 月的双位数下行期，有较明显改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2019 年 9 月我国乘用车销量 193.06 万辆，同比-6.3%，相对于 18 年 9 月-19 年 5 月有较大好转，全年望迎乘用车销量见底回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：2016 年 3 月 15 日，非公开发行 A 股股票发行对象及其发行数量（发行当日）

序号	投资者名称	认购数量 (股)	占发行后总股本比	存续期	限售期	有关联关系的持有人/实控人
1	航空产业公司	34,530,386	3.23%	N.A.	3 年	中国航空工业集团
2	中航证券“机电振兴 1 号”集合资管计划	10,490,331	0.98%	4 年	3 年	公司及其全资/控股子公司/托管企业员工(含董监高)
3	中航证券“启航 3 号”集合资管计划	10,359,116	0.97%	4 年	3 年	
4	华菱津杉特定客户资管计划	20,718,232	1.94%	N.A.	3 年	
5	国联安基金“国联安-中航机电定向增发贰号”特定客户资管计划	34,330,110	3.21%	4 年	3 年	
6	国投瑞银“祥瑞 3 号”定向资管计划	20,718,232	1.94%	4 年	3 年	
7	景盛投资	27,624,309	2.58%	N.A.	3 年	
合计		138,052,484			3 年	

资料来源：公司 2016 年 3 月 10 日公告《非公开发行 A 股股票预案》，天风证券研究所

表 2：2016 年 3 月 5 日非公开发行 A 股股票发行对象及其发行数量（已进行连续 3 次转增后调整，时间截至 2019 年 10 月 31 日）

序号	投资者名称	认购数量 (股)	占发行后总股本比	存续期	限售期	有关联关系的持有人/实控人
1	航空产业公司	34,530,386	3.23%	N.A.	3 年	中国航空工业集团
2	中航证券“机电振兴 1 号”集合资管计划	10,490,331	0.98%	4 年	3 年	公司及其全资/控股子公司/托管企业员工(含董监高)
3	中航证券“启航 3 号”集合资管计划	10,359,116	0.97%	4 年	3 年	
4	华菱津杉特定客户资管计划	20,718,232	1.94%	4 年	3 年	
5	国联安基金“国联安-中航机电定向增发贰号”特定客户资管计划	34,330,110	3.21%	4 年	3 年	
6	国投瑞银“祥瑞 3 号”定向资管计划	20,718,232	1.94%	4 年	3 年	
7	景盛投资	27,624,309	2.58%	N.A.	3 年	
合计		138,052,484			3 年	

资料来源：公司 2016 年 3 月 10 日公告《非公开发行 A 股股票预案》，天风证券研究所

注：自 2016 年 3 月 15 日上述限售股票在深交所上市至今（已于 19 年 3 月 15 日解禁）共发生三次转增，每次均为 10 送 5

表 3：2016 年 3 月 15 日定增以来，原发行价按三次分红派息、转增股本比例进行计算后的后复权定增价

发行价 (元)	首次分红派息并转增	二次分红派息并转增	三次分红派息并转增
14.48	2016-6-16	2017-5-15	2018-4-26
现金股利 (元)	0.50	0.35	0.25
转增股本 (股/每 1 股)	1.50	1.50	1.50
对应股价 (元)	9.32	5.98	3.82

资料来源：Wind，公司公告（2016 年 6 月 7 日，2017 年 5 月 9 日，2018 年 4 月 20 日），天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,573.79	3,528.84	4,474.53	5,431.37	6,231.02
应收票据及应收账款	6,006.67	8,612.12	8,049.67	10,392.61	9,028.04
预付账款	241.83	198.87	259.49	266.21	342.17
存货	3,750.43	4,147.73	4,102.73	4,191.50	6,927.02
其他	163.41	233.77	246.85	260.73	307.12
流动资产合计	13,736.13	16,721.34	17,133.27	20,542.43	22,835.37
长期股权投资	227.05	85.80	84.06	84.06	84.06
固定资产	3,869.64	5,356.71	5,348.61	5,329.53	5,385.41
在建工程	1,902.68	1,792.43	1,793.19	1,779.21	1,799.29
无形资产	952.55	1,229.06	1,190.42	1,194.84	1,192.33
其他	1,536.83	1,485.88	957.23	960.83	960.83
非流动资产合计	8,488.75	9,949.89	9,373.50	9,348.48	9,421.93
资产总计	22,224.88	26,671.23	26,506.77	29,890.91	32,257.30
短期借款	2,117.34	2,049.59	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	5,844.00	6,764.74	6,884.18	9,178.60	9,910.43
其他	1,741.55	2,746.63	3,221.89	3,249.30	3,414.54
流动负债合计	9,702.89	11,560.95	12,106.07	14,427.91	15,324.97
长期借款	755.26	857.85	850.00	750.00	800.00
应付债券	749.94	1,775.24	1,091.73	1,205.63	1,357.53
其他	459.47	682.69	680.00	685.00	688.00
非流动负债合计	1,964.67	3,315.78	2,621.73	2,640.63	2,845.53
负债合计	11,667.56	14,876.74	14,727.79	17,068.54	18,170.51
少数股东权益	2,024.92	2,595.37	2,644.62	2,721.41	2,828.64
股本	2,405.76	3,608.63	3,608.66	3,608.66	3,608.66
资本公积	2,534.44	1,024.82	516.45	516.45	516.45
留存收益	5,972.19	5,215.35	5,525.70	6,492.29	7,649.49
其他	(2,380.00)	(649.69)	(516.45)	(516.45)	(516.45)
股东权益合计	10,557.32	11,794.49	11,778.98	12,822.37	14,086.79
负债和股东权益总	22,224.88	26,671.23	26,506.77	29,890.91	32,257.30

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	586.00	907.37	935.69	1,104.68	1,322.51
折旧摊销	429.03	657.44	596.00	628.63	666.55
财务费用	227.39	209.04	201.92	186.28	175.83
投资损失	(4.62)	(47.14)	(20.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	1,020.18	(2,276.89)	1,133.38	70.92	(493.22)
其它	(269.65)	(359.08)	49.25	76.80	107.23
经营活动现金流	1,988.33	(909.26)	2,896.23	2,017.30	1,728.90
资本支出	1,071.77	1,939.54	550.96	595.00	737.00
长期投资	(74.71)	(141.25)	(1.74)	0.00	0.00
其他	(3,264.08)	(3,846.71)	(554.10)	(1,145.00)	(1,427.00)
投资活动现金流	(2,267.02)	(2,048.42)	(4.88)	(550.00)	(690.00)
债权融资	3,857.29	5,785.01	5,041.73	4,855.63	4,957.53
股权融资	288.19	(295.60)	(1,083.46)	(184.33)	(173.88)
其他	(3,297.26)	(3,342.83)	(5,903.92)	(5,181.76)	(5,022.90)
筹资活动现金流	848.21	2,146.58	(1,945.66)	(510.46)	(239.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	569.53	(811.10)	945.69	956.84	799.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,232.19	11,637.18	12,496.34	14,433.09	16,646.27
营业成本	6,815.84	8,576.73	9,167.18	10,513.82	12,056.23
营业税金及附加	47.05	64.79	64.98	76.50	88.23
营业费用	170.59	193.28	193.69	245.36	284.65
管理费用	988.09	1,173.77	1,249.63	1,515.47	1,781.15
研发费用	348.56	412.74	447.37	534.02	615.91
财务费用	226.16	211.50	201.92	186.28	175.83
资产减值损失	37.13	13.10	12.00	15.00	17.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.62	47.14	20.00	50.00	50.00
其他	(211.43)	(156.76)	(40.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	805.58	1,100.88	1,179.56	1,396.64	1,677.26
营业外收入	69.58	24.74	35.00	60.00	85.00
营业外支出	73.35	38.18	35.00	40.00	50.00
利润总额	801.81	1,087.44	1,179.56	1,416.64	1,712.26
所得税	215.81	180.07	194.63	235.16	282.52
净利润	586.00	907.37	984.93	1,181.47	1,429.74
少数股东损益	6.99	70.66	49.25	76.80	107.23
归属于母公司净利润	579.01	836.71	935.69	1,104.68	1,322.51
每股收益(元)	0.16	0.23	0.26	0.31	0.37

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.45%	26.05%	7.38%	15.50%	15.33%
营业利润	47.39%	36.66%	7.15%	18.40%	20.09%
归属于母公司净利润	-0.71%	44.51%	11.83%	18.06%	19.72%
获利能力					
毛利率	26.17%	26.30%	26.64%	27.15%	27.57%
净利率	6.27%	7.19%	7.49%	7.65%	7.94%
ROE	6.79%	9.10%	10.24%	10.94%	11.75%
ROIC	8.26%	11.37%	8.94%	11.26%	13.32%
偿债能力					
资产负债率	52.50%	55.78%	55.56%	57.10%	56.33%
净负债率	2.69%	19.13%	4.82%	-4.49%	-9.04%
流动比率	1.42	1.45	1.42	1.42	1.49
速动比率	1.03	1.09	1.08	1.13	1.04
营运能力					
应收账款周转率	1.47	1.59	1.50	1.57	1.71
存货周转率	2.75	2.95	3.03	3.48	2.99
总资产周转率	0.44	0.48	0.47	0.51	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.23	0.26	0.31	0.37
每股经营现金流	0.55	-0.25	0.80	0.56	0.48
每股净资产	2.36	2.55	2.53	2.80	3.12
估值比率					
市盈率	41.45	28.68	25.65	21.72	18.15
市净率	2.81	2.61	2.63	2.38	2.13
EV/EBITDA	16.88	11.75	13.44	11.54	9.89
EV/EBIT	22.97	16.35	19.24	16.12	13.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com