

中航机电 (002013)

证券研究报告

2019年12月03日

整合优质机电资产，剥离亏损业务，坚定执行集团资产证券化主线

拟以现金3亿元收购南京航健70%股权，确立机电系统维修服务

南京航健是南京机电液压工程研究中心旗下的公司，主营航空机电液压产品及设备的研发、生产、维修等，2016-2018年南京航健净利润分别为0.21/0.30/0.45亿元。2018年营收1.44亿元，经营性现金流0.33亿元；2019年前三季度营收0.86亿元，净利润0.25亿元。

为统筹上市公司的维修能力和资源，确立在航空机电系统维修服务保障领域的领先地位，打造一站式航空维修服务模式，公司拟以现金2.9957亿元收购南京航健70%股权。目前，南京航健的股东分别为：①南京机电（持股60%），②吴贤（持股20%），③范开华（持股10%），④张炳良（持股10%）。本次标的股权评估值4.28亿元，上市公司向上述4名股东分别支付1.71/0.64/0.32/0.32亿元，总额3亿元。

拟以现金1.5亿元增资宏光装备，完成后上市公司参股比例为36.55%，机载系统公司合计持股宏光装备91%

宏光装备是上市公司股东机载系统公司100%控股的企业，主营空降装备及相关电子产品、空气动力试验专用设备、航空附件研发等。2018年宏光装备营业收入5.17亿元，净利润0.17亿元；2019年前三季度标的公司营收3.29亿元，净利润-0.08亿元，股权评估值为2.23亿元。

为完善公司航空机电业务产业链，提升公司核心竞争力，深化体制机制改革，上市公司拟以货币1.5亿元增资入股宏光装备，完成后，上市公司持股宏光装备的比例将达到36.55%。

拟转让贵阳电机100%股权，同时终止实施其剩余转债资金的募投项目

贵阳电机主营航空及非航空电机电器制造，电源系统总体/武器装备专用传感器的科研、修理及技术服务等业务。2018年营收5.86亿元，净利润-0.25亿元，2019年前三季度营收4.64亿元，净利润0.09亿元。为保持公司持续增长的盈利能力、提升整体业绩水平，公司拟将贵阳电机100%股权转让给股东机载公司，交易价格1.89亿元。此外，公司已发行转债中有0.7亿元原规划用于贵阳电机航空电源生产能力提升项目，余额为0.09亿元，结余资金将用于永久补充流动资金。

我们认为，公司作为集团机电产业整合平台，正在持续高效地执行集团的机电资产证券化，通过上述整合，公司资产质量将得到进一步提升，有效实现了集团“管资本”的经营思路。

盈利预测与评级：维持前述预测，预计19-21年公司营收为125/144.3/166.5亿元，归母净利润为9.36/11.05/13.23亿元，EPS为0.26/0.31/0.37元，PE为24.95/21.14/17.65x以2018年标的盈利作为基准值，交易完成后备考归母净利润将增加0.45*70%+0.17*36.55%+0.25=0.63亿元。按15%净利润增速，预计19/20年归母净利润增厚0.72/0.83亿元，备考净利润10.08/11.88亿元，EPS为0.28/0.33元，PE为22.86/19.39x，维持买入评级。

风险提示：公司资产整合落地放缓，航空机电产品业绩增速不及预期。

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)	40.32	27.90	24.95	21.14	17.65
市净率(P/B)	2.74	2.54	2.56	2.31	2.07
市销率(P/S)	2.53	2.01	1.87	1.62	1.40
EV/EBITDA	16.88	11.75	13.11	11.24	9.63

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	6.4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)	23,095.45
流通A股市值(百万元)	23,093.93
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-季报点评:Q3业绩增速稳健上行，军用航空主业望持续增长》2019-11-01
- 《中航机电-半年报点评:航空主业持续稳健增长，乘用车销量反弹望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

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

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	40.32	27.90	24.95	21.14	17.65
市净率	2.74	2.54	2.56	2.31	2.07
EV/EBITDA	16.88	11.75	13.11	11.24	9.63
EV/EBIT	22.97	16.35	18.77	15.71	13.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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