

国防军工行业：中航飞机树立军工重组新标杆

2019年11月07日

看好/维持

国防军工 | 行业报告

投资摘要：

事件：

11月5日中航飞机发布重大资产置换暨关联交易的提示性公告，拟将西飞集团、陕飞集团和中航天水三家100%的股权置入上市公司，同时将长沙起落架分公司、西安制动分公司和贵州新安公司置出上市公司。拟置入资产与拟置出资产的差额由一方另以现金方式补足。本次交易预计将构成重大资产重组。

点评：

本次置换表明中航系树立“上市公司”的龙头牵引地位，以上市公司带动生产企业。目前西飞持有上市公司7.07%的股份，陕飞持有上市公司2.69%的股份。置入后，股东关系将发生反转，中航飞机也和中航沈飞类似，100%控股西飞集团和陕飞集团，实现真正意义上的整体上市，运输机轰炸机平台正式搭建。本次中航飞机的重组与去年洪都航空的资产置换相比更进了一步，再度表明航空工业集团牢牢确立了“上市公司”的龙头牵引地位，以上市公司带动生产企业，减少关联交易，提高运营效率，并重点提升上市公司的盈利能力。可以判断，未来中航系主机厂的重组都会沿着类似的方向进行。

置入中航天水飞机增加飞机维修业务。中航天水飞机是“两个基地一个供应商”（即国内歼教机修理基地和系列化无人机制造、修理基地，以飞机舱门专业化为主的航空部附件供应商），此次置入上市公司能够明显加强上市公司作为主机厂的职能定位，并且天水飞机盈利能力较强，对业绩有明显增厚效果。

预计置换后提升中航飞机1个百分点以上的净利率。西飞集团和陕飞集团长期“侵蚀”中航飞机利润，置入将明显增厚业绩。此前，中航飞机需要经过西飞和陕飞作为渠道向军方销售军机，但两集团会从销售收入中扣掉1%留给两家集团作为“管理费”。置入后大幅减少关联交易，并且在产品进出口方面也将免去代理费用。我们预测，资产置换后中航飞机每年能节省10亿左右的关联交易费用（包括租赁费、管理费、代理服务费等）。再加上置出资产减少的亏损，扣除相应的折旧，我们预计可以将中航飞机净利率由目前的1.67%提升至2.8%-3%左右，对应2018年净利润在10亿元以上。

投资建议：我们看好中航飞机、中航沈飞、中直股份、洪都航空等航空主机厂。这四家主机厂都将逐步做大做强，减少关联交易，按照上市公司控股主机集团的模式运作，提高股东回报。

1) 季报报主机厂普遍增长超预期，我们判断今年行业增速将超过20%，明年可能超过30%。

2) 重申军工明年“估值业绩双提升”的判断。中航飞机本次资产置换预示着做强做大主机厂的历史大趋势。军方机构合并后，明年采购量和预算执行进度会大大加快。按明年业绩估值，内蒙一机和中航机电不到20倍，中航光电25倍，中直股份34倍，中航沈飞35倍，均进入低估区间。

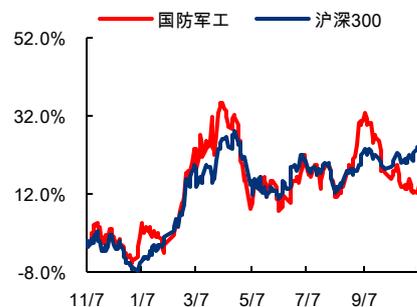
3) 军工上游材料持续看好钛股份（大周期来临，业绩弹性大）、钢研高纳（紧密绑定航发集团）和光威复材。

行业基本资料

占比%

股票家数	70	1.89%
重点公司家数	-	-
行业市值	9814.11 亿元	1.57%
流通市值	7256.47 亿元	1.58%
行业平均市盈率	57.37	/
市场平均市盈率	17.00	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：朱雨时

010-66555574

Zhuys@dxzq.net.cn

4) 安可工程和军事信息化方面，重点推荐中国长城、耐威科技、光启技术、东方通和卫士通等标的。中国长城业绩超预期，耐威科技北京产线明年量产增厚业绩，光启技术订单翻番增长，东方通中间件订单大增，卫士通的密码赛道和区块链技术被市场重新认识。

风险提示： 装备交付进度不及预期，资产运作进度不及预期，军品定价机制改革不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	旗帜鲜明看好军工	2019-07-04
行业	【东兴机械军工】军工主机厂业绩耀眼，订单需求迎来高峰	2019-08-28
行业	坚定看好三季度军工行情，建议关注两大主线	2019-06-30

资料来源：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

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019年加入东兴证券。

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法律责任。

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。