

国防军工

中航飞机启动资产重组，提振军工改革信心

事件：中航飞机筹划重大资产置换暨关联交易的提示性公告。11月5日晚，中航飞机发布提示性公告，拟将部分飞机零部件制造业务资产与中航飞机有限责任公司（简称“航空工业飞机”）部分飞机整机制造及维修业务资产进行置换，交易尚处筹划阶段，仍需履行相应决策及审批程序。

方向明确，聚焦高质量航空主业，置出低效资产。1) 置入核心总装及维修：西安飞机工业（集团）公司、陕西飞机工业（集团）公司、中航天水飞机公司各100%股权。2) 置出低效资产：中航飞机长沙起落架分公司/西安制动分公司全部资产及负债、贵州新安航空机械公司100%股权。此次置出资产均为经营低效的非核心业务，2019年1-9月航空工业起落架实现营收9.71亿元、净利润-0.34亿元，西安航空制动公司营收13.08亿元、净利润0.04亿元（均未经审计）；2014年贵州新安营收2.02亿元、净利润0.04亿元。

军用大飞机核心总装资产整体上市，中航飞机经营质量有望大幅提升。我们认为，中航飞机此次筹划置入大飞机总装资产，既是响应集团聚焦主业的号召，也将大幅提升自身盈利能力。1) 中航飞机目前仍需通过西飞集团、陕飞集团承接军民用整机研制生产任务，西飞与陕飞集团将留存军机贷款的1%、出口贷款的0.4%-1.4%作为代理服务费用，公司盈利能力因此受到分流。2) 中航飞机每年还需从西飞集团、陕飞集团租赁部分厂房及设备，2018年关联租赁费用分别为6.18亿元、1.62亿元。3) 2018年中航飞机净利率1.52%，此次置入西飞与陕飞集团总装资产，将节省中间代理环节，并节省大额租赁费用，虽然会相应增加厂房设备的摊销折旧，但预计依然能大幅提升公司运营效率和盈利能力。4) 剥离低效资产，纳入军机维修资产中航天水飞机公司，将更好聚焦高质量航空主业、发挥协同效应。

“交卷”节点临近，军工集团核心资产证券化正在全面加速推进。2018年下半年以来军工资产证券化已呈现出全面加速趋势，中航飞机此次资产置换规划是继“两船合并”之后又一军工核心总装资产证券化的重磅之作。随着各大军工集团提出的十三五末资产证券化目标随着时间节点临近，资本运作落地规划有望进入密集兑现期。我们认为，此次资产置换事件也有望再次提振市场信心，2019年军工国企改革和资产证券化的全新局面已显现，在军工“成长+改革”逻辑共振下，持续看好军工板块投资机会。

选股思路与受益标的：此次置换将极大增厚中航飞机利润率，有望带动市场对军工总装企业进行价值重估，同时会提振市场对高弹性优质军工资产证券化的预期，建议关注：1) 总装厂：中航飞机、中直股份、中航沈飞、洪都航空、中国船舶；2) 高弹性优质资产证券化预期：四创电子、杰赛科技、国睿科技等。

风险提示：1) 军工改革进度不及预期；2) 交易方案存在不确定性。

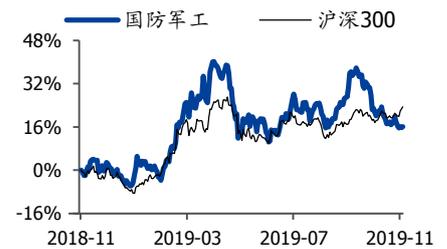
重点标的

股票代码	股票名称	EPS				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000768	中航飞机	0.20	0.24	0.28	0.34	74.9	62.9	53.2	44.8
600038	中直股份	0.87	1.09	1.35	1.66	51.8	41.1	33.1	27.1
600760	中航沈飞	0.53	0.64	0.78	0.93	54.9	45.4	37.5	31.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注释：EPS来自Wind一致预测，PE根据2019年11月05日收盘价计算

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张润毅

执业证书编号：S0680519050001

邮箱：zhangrunyi@gszq.com

分析师 张高艳

执业证书编号：S0680518100002

邮箱：zhanggaoyan@gszq.com

相关研究

- 《国防军工：航空引领景气上行，核心配套率先受益——军工行业2019年3季报综述》2019-11-04
- 《国防军工：军工成长逻辑持续兑现，抱紧成长白马》2019-11-03
- 《国防军工：19Q3军工持仓再创新低，抱团成长白马》2019-11-03



附录:

图表 1: 中航飞机重大资产置换明细

中航飞机-重大资产置换明细		置入比例	财报季	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)
拟置入	西安飞机工业 (集团) 有限责任公司	100%股权	2019Q3	102.80	2.40	272.20	88.20
	陕西飞机工业 (集团) 有限公司	100%股权	2019Q3	84.15	0.56	104.13	15.49
	中航天水飞机工业有限责任公司	100%股权	2017	-	利润总额0.16	-	-
拟置出	中航飞机股份有限公司长沙起落架分公司	全部资产及负债	-	-	-	-	-
	中航飞机股份有限公司西安制动分公司	全部资产及负债	2019Q3	10.20	0.04	22.56	13.08
	贵州新安航空机械有限责任公司	100%股权	2014	2.02	0.04	4.48	1.31

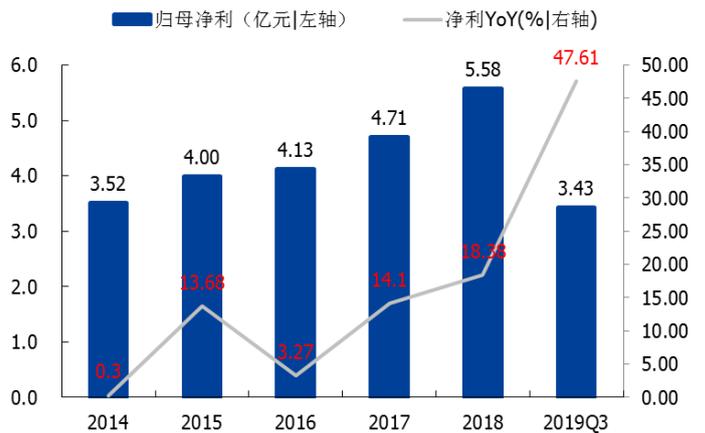
资料来源: wind, 中国航空报, 国盛证券研究所

图表 2: 中航飞机 2014-2019Q3 营收及增速



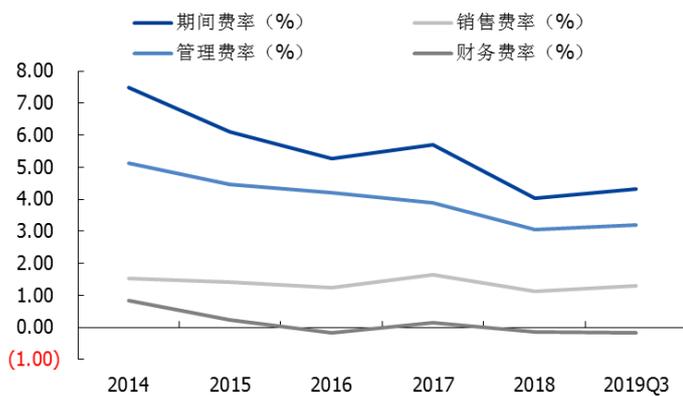
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 中航飞机 2014-2019Q3 归母净利润及增速



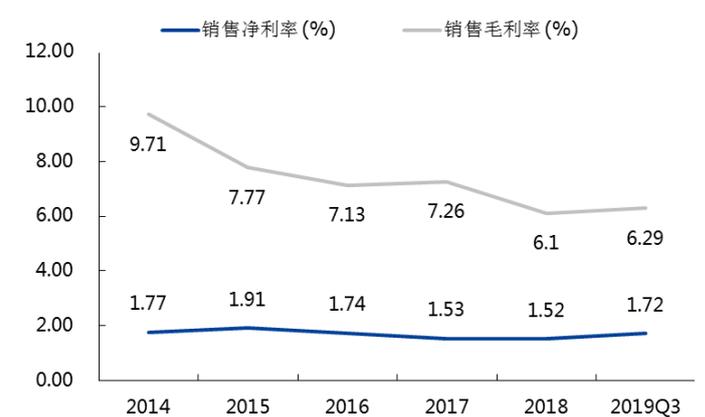
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 中航飞机 2014-2019Q3 三项费用率变化趋势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 中航飞机 2014-2019Q3 销售毛利率及净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com