

对资产注入的再认识

2015 年 1 月 22 日

投资要点

- ❖ 公司是中航工业机电系统板块上市平台，主营业务为航空机电产品、汽车零配件以及空调压缩机等，航空机电产品在国内具有垄断地位，具有稳定的盈利能力，贡献了 75% 以上毛利。未来 3-5 年，航空装备有望进入换代列装，预计公司收入复合增速 15% 以上。
- ❖ 机电系统存在代差，将进入重点发展期。机电系统是飞机的肌肉与血液，对飞机功能的实现起重要作用，占飞机整体价值量的 15-20%。四代机发展对机电系统提出很高要求，机电技术将向多电化、综合化、智能化的发展。我国机电系统与国外先进机电系统存在代差，是继发动机外的重要技术瓶颈。随着“航空机电产业振兴计划”和“航空机电系统发展专项”逐步提上议程，未来航空机电系统有望步入重点发展期。
- ❖ 控股股东 2018 年目标收入 1000 亿，海外并购有望超预期。中航机电系统有限公司是中航工业六个核心军品板块之一，航空机电业务主导国内市场。预计公司 2014 年收入超过 400 亿，2015 年有望超过 650 亿。未来，预计机电系统有限公司将通过内生发展和并购整合两条路做大业务规模。2014 年公司接连收购 3 家海外公司，我们预计未来海外并购将进入加速期。
- ❖ 海外并购公司有望注入上市公司，备考业绩增厚约 63%。目前上市公司航空产品收入和利润分别占机电系统有限公司的 55-60% 左右，集团还有航空机电资产及研究院所资产尚未注入上市公司，此外公司内部及海外并购的车载设备业务也有望注入上市公司。未来资本运作空间大，如能注入，则测算备考业绩增厚约 63%。
- ❖ 风险因素：资产注入规模、进度低于预期；军费大幅下滑；新型号装备列装速度低于预期等。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级：我们预测公司 2014/15/16 年净利润分别为 4.2/5.5/6.9 亿元，分别对应 EPS 0.59/0.65/0.80 元，公司当前价 23.01 元，分别对应 41/38/30 倍 PE。通过对可注入资产的测算，我们预测公司 2014/15/16 年备考 EPS 1.01/1.16/1.33 元，分别对应 24/21/18 倍 PE。结合行业估值水平，在资产注入的前提下，我们认为公司合理估值为 2015 年 25-30 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 28.5 元。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,674	6,730	7,670	8,908	10,504
增长率 YoY%	1005.39	0.84	13.97	16.15	17.91
净利润(百万元)	371	419	423	551	686
增长率 YoY%	834.01	12.69	1.01	30.32	24.42
毛利率%	21.84	25.61	22.65	23.22	23.73
每股收益 EPS(元)	0.52	0.58	0.59	0.65	0.80
每股净资产 BPS(元)	5.49	6.05	6.53	9.10	9.82
P/E	47	41	41	38	30
P/B	4.4	4.0	3.7	2.7	2.5
备考 EPS (元)		0.95	1.01	1.16	1.33
备考 P/E		25.4	23.9	20.8	18.3

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 21 日收盘价



买入（首次）

当前价：24.20 元

目标价：28.50 元

中信证券研究部

高嵩

电话：010-60838822

邮件：gs@citics.com

执业证书编号：S1010512020002

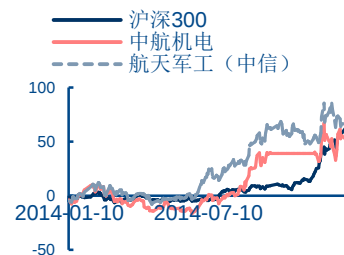
周栎伟

电话：021-20262133

邮件：zhouliwei@citics.com

执业证书编号：S1010513020001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3548.89 点
总股本/流通股本	716./293 百万股
近 12 月最高/最低价	28.68 元/13.16 元
近 1 月绝对涨幅	10.10%
近 6 月绝对涨幅	61.12%
今年以来绝对涨幅	-2.42%
12 个月日均成交额	151 百万元

目录

首次给予“买入”评级1

航空机电系统板块上市平台1

机电系统有望步入重点发展期4

机电系统是飞机的血液与肌肉 4

多电是新一代飞机的重要特征 5

我国机载机电系统存代差，将迎重要发展期..... 7

机电系统复合增速将保持在 15-20%..... 8

中航机电系统有限公司规模迅速增长8

国内航空机电领域垄断地位 8

机电系统板块规模不断增长，海外并购超预期 9

资产注入再认识：注入规模、方式与业绩增厚.....10

中航机电是机电板块资产整合平台公司 10

非公开增发+现金收购资产，为后续资本运作指明方向 13

资产注入弹性大，备考业绩增厚 63%左右 13

风险因素16

估值、盈利预测及评级16

插图目录

图 1：公司股权结构图	2
图 2：主营业务收入及增速	2
图 3：公司净利润及增速	2
图 4：主营业务收入构成	3
图 5：分业务毛利构成	3
图 6：毛利率	3
图 7：子公司净利润率（2013）	3
图 8：子公司收入占比（2013）	4
图 9：子公司净利润占比（2013）	4
图 10：航空机电系统技术体系	4
图 11：飞机中机载设备价值量构成	5
图 12：国内军机机载设备占比低	5
图 13：航空机电系统技术体系	6
图 14：多电飞机的体系结构	6
图 15：多电飞机电源功率远高于现役飞机	7
图 16：我国国防开支及增速	8
图 17：中国军费占财政支出、GDP 比例	8
图 18：中航工业集团组织架构	11
图 19：十八家托管公司	12

表格目录

表 1：可比公司估值情况	1
表 2：中航机电子公司航空产品和非航民品概况	3
表 3：机电系统的主要功能	5
表 4：中航机电系统有限公司下属子公司财务数据	9
表 5：中航机电系统有限公司财务数据	9
表 6：中航机电系统有限公司分类产品收入和毛利率	10
表 7：中航工业资本化运作	12
表 8：本次拟将收购企业财务数据	13
表 9：机电板块资产证券化率	14
表 10：航空机电产品资产注入空间仍然很大	14
表 11：中航机电资产注入弹性测算	14
表 12：资产注入业绩增厚 63%	15
表 13：主要可比公司备考盈利预测表	15
表 14：业绩增厚弹性敏感性分析	16
表 15：中航机电盈利预测	16

首次给予“买入”评级

航空机电产品是先进战机中重要一环，多电化为特征的下一代飞机正是围绕机电系统技术革新展开；我国机载机电系统存在代差，在“十三五”期间有望成为投资重点。

我们认为，大股东中航机电系统有限公司仍有大量航空资产有待注入，同时大股东近期频繁进行的海外收购打开资产注入空间。本次非公开增发+现金的形式有望成为未来资产整合的范本。

我们预测公司 2014/15/16 年净利润分别为 4.2/5.5/6.9 亿元，分别对应 EPS 0.59/0.65/0.80 元，公司当前价 23.01 元，分别对应 41/38/30 倍 PE。通过对可注入资产的测算，我们预测公司 2014/15/16 年备考 EPS 1.01/1.16/1.33 元，分别对应 24/21/18 倍 PE。

公司是 A 股唯一航空机电产品标的及机电板块上市平台，结合行业估值水平，我们认为公司合理估值为 2015 年 25-30 倍 PE，其中 25 倍估值对应目标价为 29.1 元。

按公司利润结构拆分，我们预计公司 2015 年备考净利润 15 亿元，其中军品净利润为 10 亿元，民品为 5 亿元。我们认为，公司军品业务的合理估值在 30 倍水平，民品业务合理估值在 20 倍。公司备考市值 400 亿元，对应股价 28.32 元。

我们给予公司“买入”评级，目标价为 28.5 元。

表 1：可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
600372.SH	中航电子	28.18	0.36	0.37	0.48	0.57	79.00	75.25	59.09	13.7
002179.SZ	中航光电	24.10	0.55	0.72	0.98	1.25	43.82	33.37	24.58	12.2
300114.SZ	中航电测	31.87	0.31	0.29	0.65	1.23	102.81	110.97	48.76	12.2
600893.SH	中航动力	30.48	0.30	0.50	0.62	0.77	101.60	61.18	49.15	9.3
000738.SZ	中航动控	17.61	0.20	0.21	0.24	0.00	87.52	84.66	73.25	28.9
600879.SH	航天电子	15.31	0.25	0.32	0.38	0.47	61.49	47.83	40.50	18
600391.SH	成发科技	27.89	0.10	0.11	0.13	0.16	278.90	258.24	217.21	33
600765.SH	中航重机	20.10	0.20	0.25	0.43	0.60	100.50	81.44	47.11	37.5
600151.SH	航天机电	9.44	0.12	0.22	0.42	0.59	81.80	42.95	22.29	38.5
平均							104.16	88.43	64.66	22.59
002013.SZ	中航机电	23.01	0.58	0.59	0.70	0.95	39.67	38.98	33.05	25.6

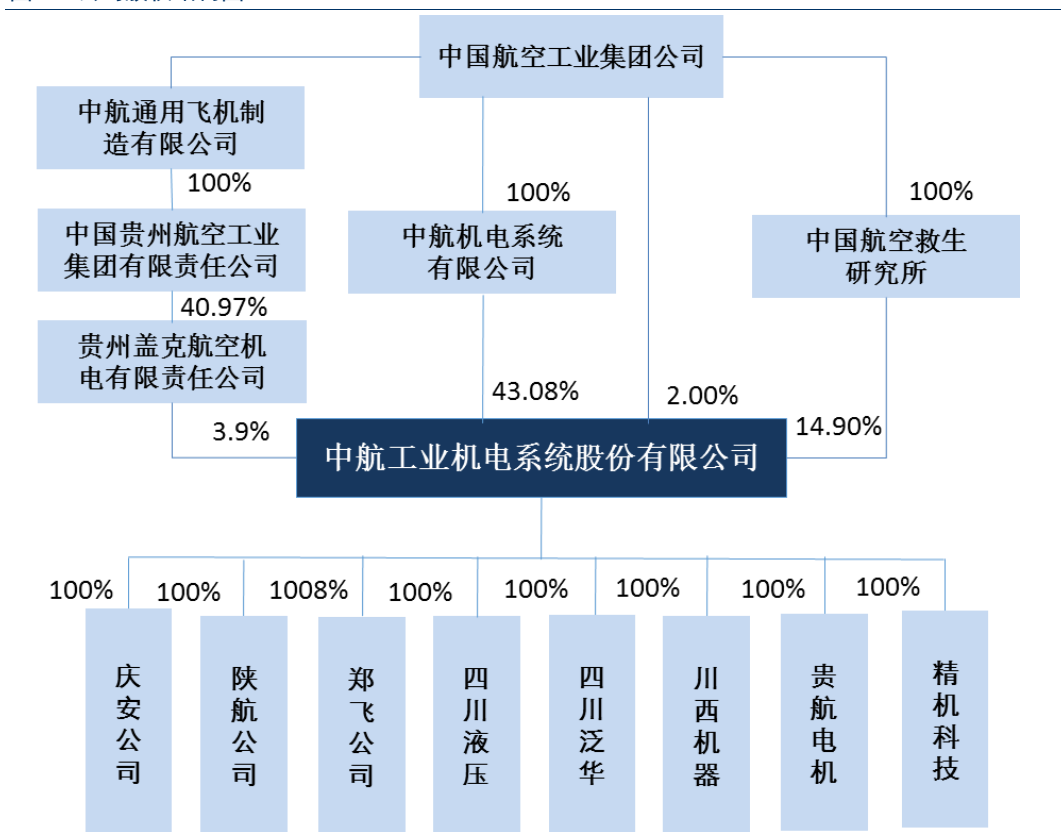
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 9 日收盘价；可比公司盈利预测均使用 Wind 一致预期

航空机电系统板块上市平台

公司是中航工业集团机电系统板块上市平台。公司 2004 年上市，前身中航精机以汽车调角器业务为主；2012 年通过向特定对象发行股份方式完成对庆安公司等 7 家公司的股权收购，成为以航空机电系统业务为主的上市公司。2014 年公司更名为中航机电，是中航工业机电系统板块的上市平台。公司大股东为中航工业机电系统有限公司，持有中航机电 43.08% 的股权；实际控制人为中航工业集团公司，实际持有公司 63.88% 股权。

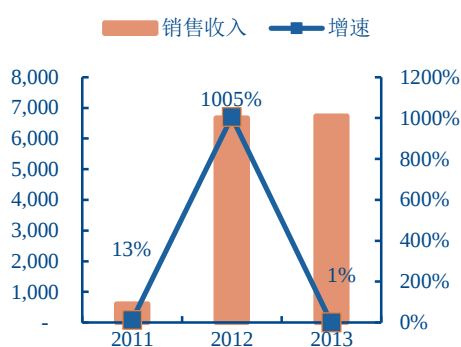
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

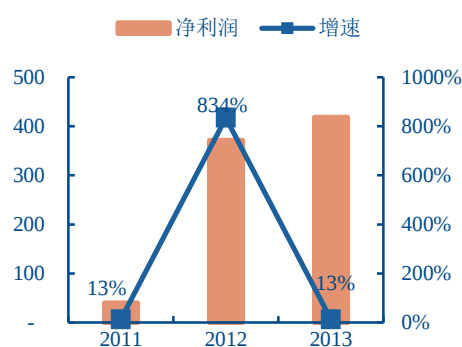
受益于机电系统板块资产注入，公司收入和利润有大幅增厚。2012 年公司完成对 7 家航空机电板块公司的收购，并于当时实现对 7 家公司的并表。2012 年，受并表影响，公司收入与净利润分别为 66.7 亿（+1005%）与 3.7 亿（+834%）。

图 2：主营业务收入及增速（百万元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 3：公司净利润及增速（百万元）

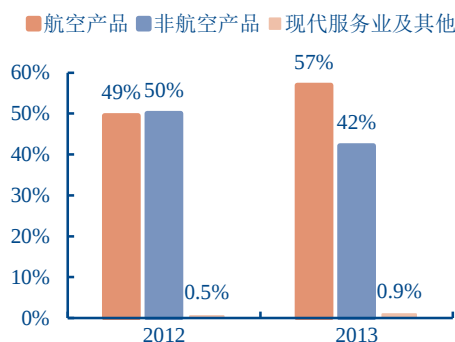


资料来源：公司年报，中信证券研究部

立足航空机电系统，涉足汽车零配件、压缩机等领域。公司主营航空机电系统产品、汽车座位调角器、空调压缩机等三大类产品。航空机电业务的收入和毛利占比持续提升，收入占比由 2012 年的 49% 提升到 2013 年的 57%，毛利占比由 2012 年的 75% 提升到 2013 年的 77%。汽车零配件业务主要由精机科技生产，公司产品具备较强的技术优势，国内市占率超过 30%，2013 年收入和毛利占比分别提高到 17.9% 和 10.9%。空调压缩机业务主要由庆安公司生产，主要客户有格力、美的、海尔等国内主流空调厂商，2013 年市占率 2.97%，排

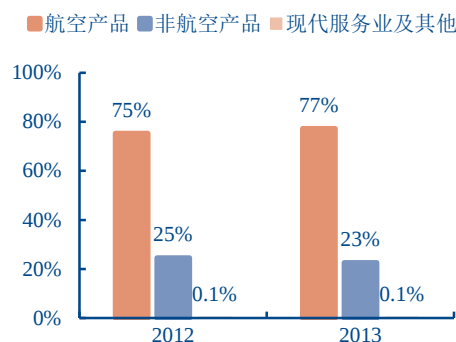
名行业第 9 名；近年来随着空调产品结构调整（变频比例增加）以及各空调企业压缩机自配率提升，压缩机竞争趋于恶化，业务收入与毛利占比分别下降为 24.2%（-9.6%）和 11.8%（-3.1%）。

图 4：主营业务收入构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：分业务毛利构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

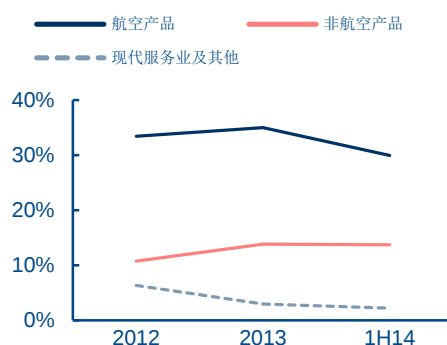
表 2：中航机电子公司航空产品和非航民品概况

	主要航空产品	非航产品
庆安公司	机载飞行控制系统、机载悬挂及发射控制系统、民用航空零组件	高效节能转子式空调压缩机，主要用于家用空调器的配套
陕航电气	航空电源系统、发动机点火系统	汽车配件、制冷电机
郑飞公司	机载悬挂与发射控制系统	非航低压油泵、起挂设备及多功能地面保障设备等、民品粮机设备
四川液压	航空液压助力器及作动筒、液压蓄压器、液压阻尼器、中小飞机及特种飞机起落架	消防阀系列、油缸系列
贵航电机	航空电力变换设备	汽车起动机、汽车发电机、压铸及冷挤压产品
四川泛华	航空机载燃油测量系统、航空航天发动机点火系统、地面检测试验设备	工业机器人、燃气井安全起爆器、汽车燃油系统、委托加工产品。
川西机器	无人机发射系统、航空燃油系统附件	等静压机、防弹头盔

资料来源：公司公告，中信证券研究部

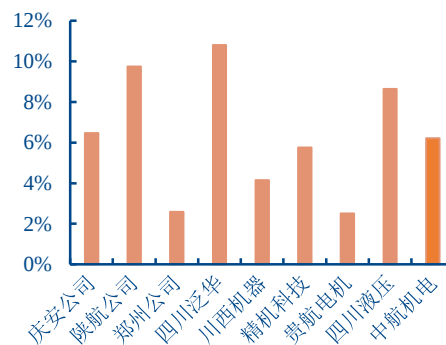
公司收入主要来源于子公司庆安公司与陕航公司。从子公司来看，庆安公司与陕航公司两家公司合计占公司收入的 53%和净利润的 64%，是公司收入和利润的主要来源；郑飞公司、贵航电机和精机科技的收入占比也超过了 10%。

图 6：毛利率



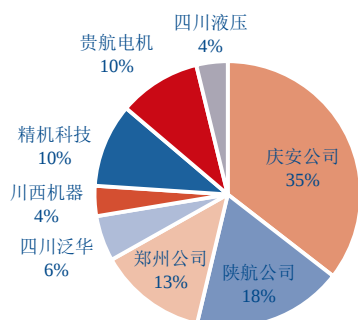
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：子公司净利润率（2013）



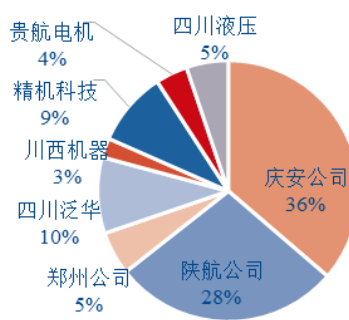
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：子公司收入占比（2013）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：子公司净利润占比（2013）



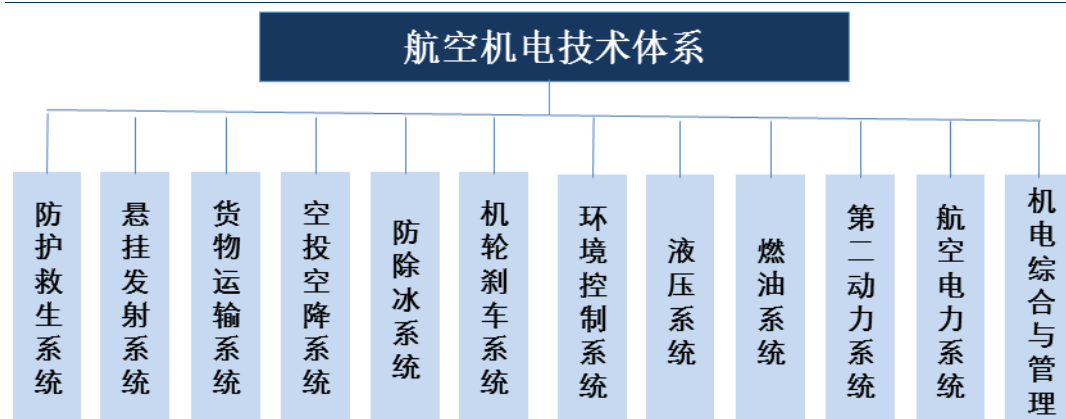
资料来源：公司公告，中信证券研究部

机电系统有望步入重点发展期

机电系统是飞机的血液与肌肉

飞机由机体、发动机和机载设备三部分组成，机载设备又由机电系统和航电系统组成；其中机体是骨骼，发动机是心脏，航电系统是神经，机电系统就是飞机的血液与肌肉。机电系统是实现飞机整体性能和安全所必需的基础和关键功能系统，直接影响着飞机的飞行功能和各项动作的正常发挥，对战机的机动性能起到决定性的作用。

图 10：航空机电系统技术体系



资料来源：中信证券研究部整理

机电系统，又叫做飞机系统或公共设备系统，是指飞机上完成诸如次级功率产生和分配，环境控制和燃油管理等飞行保障功能的系统，机电系统几乎包括了飞机上除机体、发动机、武器和航电任务系统之外的所有系统，是飞机上结构布局最复杂、体积重量最大、保障费用最高的庞杂系统，涵盖面非常之广。典型的机载机电系统包括供电、第二动力、液压、燃油、机轮刹车、环境控制、生命保障、弹射救生等系统。



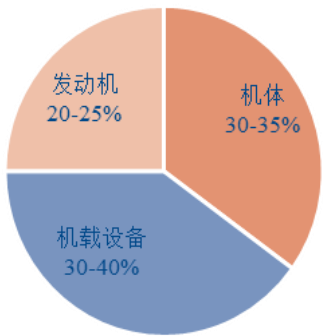
表 3：机电系统的主要功能

子系统	主要功能
供电系统	提供飞机上的所有电能，确保航电系统、武器系统等各种用电设备的正常运行。
液压系统	提供液压能，保证起落架收放、机轮刹车、发动机喷口调节和各种舵面等操纵功能的实现。
燃油系统	用于储存和输油并保证飞机飞行时间发动机连续不断地供油。
环境控制系统	除保障飞行员和其他乘员安全舒适外，还为机上电子设备提供正常的工作环境。
机轮刹车系统	用于保证飞机全天候的起飞滑行和着陆制动安全。
第二动力系统	现代飞机的重要系统，提供电、气、液能源及轴功率，满足飞机对发动机起动、电、液或其他辅助能源的不同需求。
空降空投系统	确保空降人员 / 装备安全离机、进入战区，实现垂直打击的重要保障。
悬挂发射系统	飞机与机载武器之间的连接，与机载火控系统配合，承担导弹、机载炸弹等悬挂物的运载及投射功能
货物运输系统	用于提高物资的装卸效率。
防护救生系统	保证现代高速作战飞机飞行员正常工作和作战训练，并能在飞机不可挽回的情况下，保证乘员迅速离机和安全救生不可缺少的关键系统。

资料来源：中信证券研究部整理

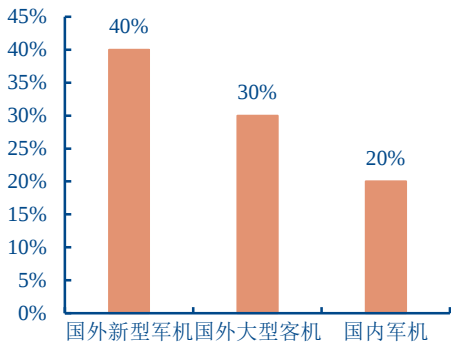
随着飞机的发展，机电系统的重要性日渐突出，其技术水平的高低直接影响到飞机的性能。飞机从二代机向三代机、四代机的升级过程中，机载设备在飞机的价值量中的占比持续提升。目前机载设备在先进飞机的价值占比为 30~40%，其中机电系统占比约为 15%-20% 左右。对比国外先进战机，我国现役飞机中机载设备占比低，未来有很大提升空间。

图 11：飞机中机载设备价值量构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：国内军机机载设备占比低



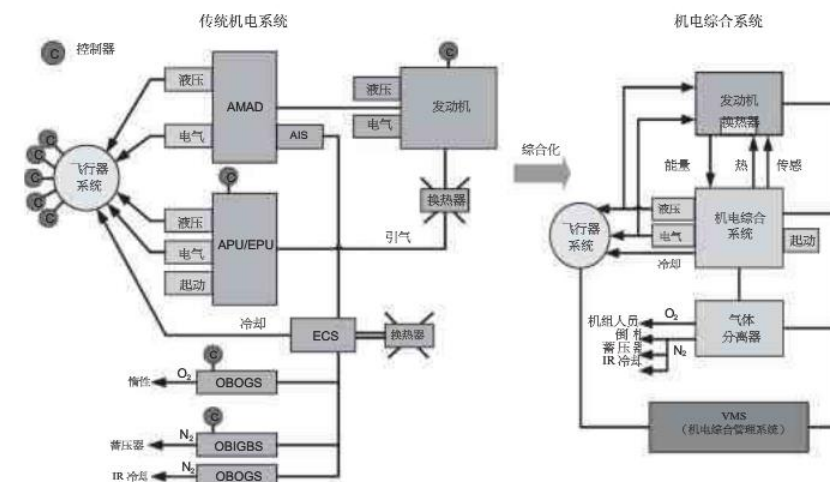
资料来源：中信证券研究部整理

多电是新一代飞机的重要特征

四代机的关键是发动机和机载设备的技术跨越。机载机电系统是提升军用飞机整体作战性能和安全所必须的关键功能系统，是支撑战斗力有效发挥的基础，地位作用至关重要。机电系统在飞机的隐身性（减少机外引冲压空气）、超音速巡航（减少从发动机引气）、增强发电系统和保障电子工作环境等方面发挥着重要作用。

随着飞机性能的不断提高，机电系统所承担的飞行保障任务越来越重，使传统的机载机电系统向综合化、多电化和智能化方向发展，目标是实现功能、能量、控制和物理四个方面的全综合。其中多电飞机是今后强激光武器、动能武器、高功率微波武器、电磁脉冲武器等新概念武器所必需的空中平台和基础，在武器装备体系中具备重要的战略地位。

图 13：航空机电系统技术体系

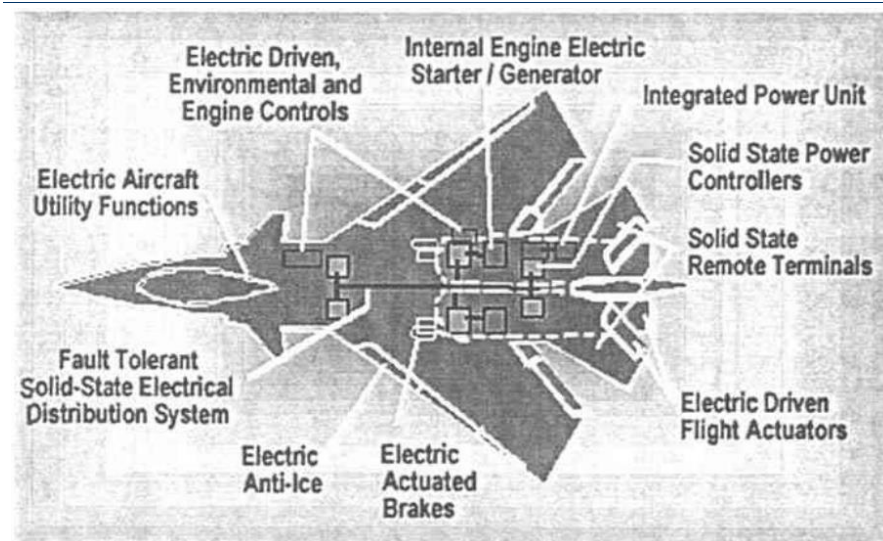


资料来源：《航空机电系统综合技术发展分析》（郭生荣），中信证券研究部

航空机电系统综合技术是指将提供二次能源的环境控制、第二动力、液压、电源、燃油等机电电子系统进行全面综合，形成一个综合化系统，根据飞机不同状态调整系统，自动选择最佳能量和热源，实现系统性能、功能、效率和成本的最优化，最终完成二次能量获取、传输与使用的飞行保障功能。机电综合主要包括动力与热管理系统（PTMS）、电作动系统（EAS）、燃油热管理系统（FTMS）等。机载机电系统综合化的新技术已经在 F-22、F-35 等新一代战机上正式使用。这是四代战机的机载机电系统与其他现役战斗机的最大不同之处。

多电飞机，甚至全电飞机，也是机电系统综合化的一个实例。在多电飞机上将尽可能的用电力作动系统取代目前飞机上使用的液压、气压和机械作动系统。多电飞机的经济性、保障性、可靠性、维修性和性能都优于现役战斗机。F-16 战机已采用电刹车系统，而 F-35 战机已完全按照多电飞机进行设计，总发电功率 250KW，能携带更大的高能武器，作动装置几乎全部采用电力作动，飞机作战性能大幅提高，很接近于全电飞机。

图 14：多电飞机的体系结构



资料来源：《多电飞机的关键技术》（北京航空航天大学多电飞机研发中心），中信证券研究部

热管理也将成为机载机电系统的重点发展方向。机载电子产品和多电技术应用对电能需求量激增。美国拟在下一代战斗机上装备机载激光武器，未来提高多电系统效率、解决飞机系统本身和高能机载武器制冷问题将成为机电系统发展的重点。

图 15：多电飞机电源功率远高于现役飞机

序号	飞机型号	发动机数	最大起飞重量/t	始用日期	主电源功率/kVA	辅助电源功率/kVA	备注
1	F-15C	2	30	1974	2×40/50		主电源为IDG
2	F-16	1	16	1978	40	5	应急电源为5kVA
3	幻-2000	1	17	1983	20		20kVA为变速恒频电源
4	苏-27	2	34		2×30		
5	F-22	2	27	1997	2×65kW	22 kW	主电源和辅助电源270VDC
6	F-35	1		2007	250kW	IPU*	270VDC 多电飞机

* IPU组合动力装置是APU和应急动力装置EPU的组合。

资料来源：《多电飞机与电力电子》（严仰光，南京航空航天大学），中信证券研究部

我国机载机电系统存代差，将迎重要发展期

机电系统成为制约飞机性能的关键因素。目前，我国航空工业已跻身于能够系列化、信息化、体系化发展航空装备的国家行列，许多领域同国外的差距已在渐渐缩小，甚至能够登上世界舞台与国际同行一较高下。但在航空装备整体高速发展的过程中，因多年来的重视不够、研发投入少等，航空机电系统的技术差距逐渐显露，成为继发动机之后制约飞机整体性能提升的关键因素之一。

美国四代战机机电系统技术已遥遥领先。美国从 1991 年开始执行机载机电系统综合化研究工作，同时多电飞机的研究上投入大量的人力物力。目前，新一代战斗机 F-22 和 F-35 均采用了机电系统综合技术和多电技术，F-35 战机甚至接近于全电飞机。

我国航空机电系统存在代差。我国航空机电产业仍处在信息化技术初步融入系统控制阶段，缺少系统顶层设计，系统化综合设计手段匮乏。机电系统上存在的代差很有可能拖累我国新一代战机的交付时间和作战性能。

我们认为长期以来，影响机电系统发展的有三个因素：

1) **被动投入，依赖主机**：长期以来，我国航空机电系统的研制、生产、试验条件建设主要依靠飞机型号来带动，而型号研究中投入到机电系统的经费很少，缺乏航空机电系统基础条件建设的长远规划和系统方案。机电系统厂所纵向接受主机“协议指标”，研究对象仅限于产品级，缺少系统设计要素，不能与主机共享验证平台。而国外成熟的系统供应商早已和主机制造商形成了双向支撑的积极循环。

2) **机电厂所分散，独自接单**：各自独立向主机完成协作任务，缺少横向协作，造成力量分散，形不成合力，更谈不上进行系统综合。

3) **资金投入不足历史欠账严重，影响基础技术研究**：根据《中国航空报》报道，美国汉胜公司每年仅在电源和环控系统上获得的研究经费不少于 13 亿人民币，而我国在“十一五”、“十二五”期间，对航空机电系统的投入总共不到 4 亿元人民币。

因此，加快机载机电系统厂所的整合，加大机电系统领域资金投入势在必行。

2013 年，中航工业机电系统专门组织专家论证，制定了《航空机电产业振兴计划》，为整个航空机电产业发展明确了“路线图”，对航空机电进行了重新定义，并且明确科技创新的主要工作就是要推动专业能力、基础能力、综合能力、研究能力和创新能力等五大能力的变革。

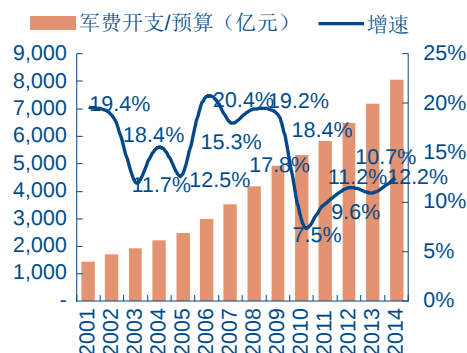
中航工业航宇董事长、总经理马永胜在 2014 年两会提议建立“航空机电系统发展专项”，提升我国航空工业发展水平。建议国家、部队有关部门要尽快出台“航空机电系统发展专项”，加强顶层设计，提升我国航空机电产业发展水平，以帮助企业缩小与国外航空机电产业发展的差距。航空机电产业的发展是一个系统工程，需要加强顶层设计，从技术基础研究入手，统筹规划，借鉴国外发展经验，多渠道筹集资金，加大投入力度，解决航空机电系统发展中的关键技术问题，并加强演示验证能力建设，提升航空机电技术的可行性和可靠性，争取早日实现航空机电技术的自主发展，摆脱受制于人的局面，使我国机电系统具有赶超世界先进水平的能力。

随着“航空机电产业振兴计划”的推出与“航空机电系统发展专项”逐步提上议程，航空机电系统有望进入重点发展期。

机电系统复合增速料将保持在 15-20%

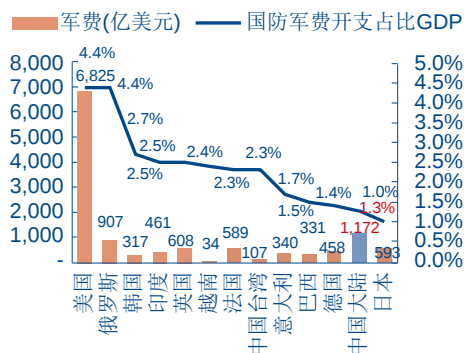
中航机电系统有限公司 2013 年的航空机电业务收入为 63 亿元。航空机电产品将充分受益于我国航空装备整体发展，结合军费增长与军费结构优化，我们认为未来 5 年航空机电行业增速料将保持在 15%-20%。军用飞机方面正进入新一代飞机交付期，新型号战斗机、运输机、直升机正加速列装；下一代战机正火热研发中。民用飞机方面，ARJ21 已取得国内适航证，2015 年将进入批量交付；C919 大飞机项目正快速推进，预计 2015 年首飞；通用航空飞机需求增长，国际合作加强转包业务提升等都为航空机电产品提供巨大市场潜力。

图 16：我国国防开支及增速



资料来源：国防部，中信证券研究部

图 17：中国军费占财政支出、GDP 比例



资料来源：国防部，SIPRI，中信证券研究部

中航机电系统有限公司规模迅速增长

国内航空机电领域垄断地位

公司控股股东中航机电系统有限公司，是中航工业集团航空机电业务的整合平台，是中航工业集团下属六大军品业务板块之一（分别为防务、飞机、发动机、直升机、机电、航电），拥有重要的战略地位。

机电系统有限公司在我国军用航空机电系统产业中处于主导地位。目前，我国军用航空机电设备 99% 由中航机电系统有限公司供应，在军用航空机电系统领域处于绝对的垄断地位。提供的产品涵盖机电综合与管理系统、电力系统、助动力系统、液压系统、燃油系统、空气管理系统、防护救生系统、防除冰系统、防火系、空降空投系统、悬挂与发射系统和货运系统等 12 个主专业系统，以及高升力系统、大气数传感系统和机轮控制系统 3 个子系统。

机电系统有限公司也是我国民用飞机机电系统的主要供应商。机电系统有限公司为包括新舟系列、C919、民用直升机等国内自主研制飞机提供系统级解决方案，同时积极引进国外先进技术，与包括霍尼韦尔公司、汉胜公司、派克公司、利勃海尔公司、穆格公司等开展合作，为民用飞机提供优质可靠的机电系统及产品。2012 年，公司与汉胜公司共同组建西安中航汉胜航空电力有限公司为 C919 开发制造电源系统；与美国派克公司合作为 C919 提供燃油和液压系统；与利勃海尔合作为 C919 提供空气管理系统，与穆格公司合作为 C919 飞机提供高升力系统。

表 4：中航机电系统有限公司下属子公司财务数据

企业名称	2013 年财务数据(单位:万元)				
	总资产	总负债	净资产	营业收入	净利润
北京曙光航空电气有限责任公司	168,914	99,408	69,506	46,739	1,005
宜宾三江机械有限责任公司	40,407	18,048	22,359	16,626	573
宏光空降装备有限公司	43,872	31,489	12,383	23,270	471
武汉航空仪表有限责任公司	56,724	34,434	22,290	35,083	1,019
合肥江航飞机装备有限公司	215,670	131,386	84,284	97,979	3,508
新乡航空工业（集团）有限公司	496,350	404,857	91,493	263,678	7,190
航宇救生装备有限公司	514,754	358,914	155,840	177,023	552
金城集团有限公司	1,586,637	1,101,958	484,679	867,626	14,012
四川凌峰资产经营管理有限公司	4,845	2,487	2,358	8,747	-32
雅安泛华科技开发有限责任公司	11,634	970	10,664	8	-147
天津中航机电有限公司	54,244	42,741	11,503	19,344	1,640
郑州郑飞投资控股有限公司	123,685	76,490	47,195	121,855	487
陕西秦岭航空电气有限责任公司	80,101	67,761	12,340	41,996	2,466
西安庆安产业发展公司	32,999	16,876	16,123	17,076	718
河南新飞电器（集团）股份有限公司	47,745	10,524	37,221	15,105	-58
中航工业机电系统股份有限公司	1,474,920	979,944	494,976	426,889	26,909
宝胜集团有限公司	799,385	482,292	317,093	1,004,729	12,319

资料来源：公司公告，中信证券研究部

机电系统板块规模不断增长，海外并购超预期

中航机电系统有限公司 2013 年实现营业收入 284 亿，预计 2014 年实现收入 400 亿元（对宝胜集团并表），2015 年超过 650 亿元（对海翼集团并表），公司计划 2018 年实现收入 1000 亿元。我们认为，未来机电板块内生增长在 10% 左右（航空+非航）；预计未来依然将通过对国内外企业的整合并购，实现公司规模的大幅增长。

表 5：中航机电系统有限公司财务数据

项目（亿元）	2010 年度	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014H1
营业收入	197.85	237.08	255.14	284.06	183.73
营业成本	161.31	198.42	210.22	234.16	156.94
营业利润	5.96	0.76	3.89	3.72	2.31
净利润	6.53	6.4	6.22	7.34	2.63
归母净利润			5.42	4.58	3.86
毛利	36.54	38.66	44.92	49.90	26.79
毛利率	18.47%	16.31%	17.61%	17.57%	14.58%
净利率	3.30%	2.70%	2.44%	2.58%	1.43%
总资产	365.07	412.84	443.43	586.02	637.78
总负债	239.47	265.45	287.19	387.34	434.40

项目（亿元）	2010 年度	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014H1
净资产	125.60	147.39	156.24	198.68	203.38

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 6：中航机电系统有限公司分类产品收入和毛利率

项 目	2010 年度	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014H1
收入（亿元）					
航空产品	47.40	49.54	62.81	62.95	37.85
汽车产品及相关	68.11	79.24	81.64	75.67	44.51
其它业务（非航空产品和现代服务业）	79.20	103.04	101.37	133.42	94.31
其它	3.14	5.26	9.31	12.01	7.06
合计	197.85	237.08	255.14	284.06	183.73
毛利率					
航空产品	37.26%	34.64%	36.73%	36.70%	30.17%
汽车产品及相关	11.73%	9.50%	10.25%	9.14%	11.23%
其它业务（非航空产品和现代服务业）	12.37%	11.99%	11.07%	12.56%	10.00%
其它	35.35%	30.99%	23.95%	26.03%	13.31%
合计	18.47%	16.31%	17.60%	17.57%	14.58%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

机电系统有限公司 2013 年和 2014 年分别完成或公告了对宝胜集团、厦门海翼集团的股权并购，资产和收入规模迅速增长。此外，根据媒体报道，2014 年公司接连完成了三家海外汽车零部件企业 KOKINETICS GmbH、KOKI Transmission GmbH、Hilite 等汽车零部件企业的收购。

我们认为，随着 2018 年千亿收入目标的临近，机电系统有限公司海外并购料将进入加速期，未来将有更多的海外具有竞争力的优质资产进入机电板块，有望为板块下属公司的资产注入打开空间。

资产注入再认识：注入规模、方式与业绩增厚

中航机电是机电板块资产整合平台公司

2008 年 11 月，原中航一集团和中航二集团合并成立中航工业。新组建的公司成立伊始就提出了“全面、加强、加快各业务板块的专业化整合和资本化运作，利用 3-5 年时间，基本完成集团公司各主营业务和主要资产整体进入上市公司”的资本运营目标。2009 年，中航工业又出台《关于全面加强加快专业化整合、资本化运作，促进集团跨越发展的决定》，为各个专业板块资本运作的提供了纲领性的文件。

在纲领性文件的指导下，中航工业设立了资本化运作、专业化整合、整体上市三步走规划：第一步，基本建立权责分明、流程畅通、运作高效的母子公司管理体制；第二步，总部作为控股公司进行运作，把下面的各个业务板块打包整体上市，比如飞机公司、直升机公司、发动机公司、航空机电公司、航空电子公司等；第三步，集团总部变成战略管控和财务管控中心，条件成熟时整体上市。

在专业板块整体上市资本运营目标下，中航工业围绕主业板块启动了一系列重大资产重组。在这样的背景下，航空机电板块围绕中航机电（中航精机）为专业板块上市平台进行资产注入。

[illegible]

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 7：中航工业资本化运作

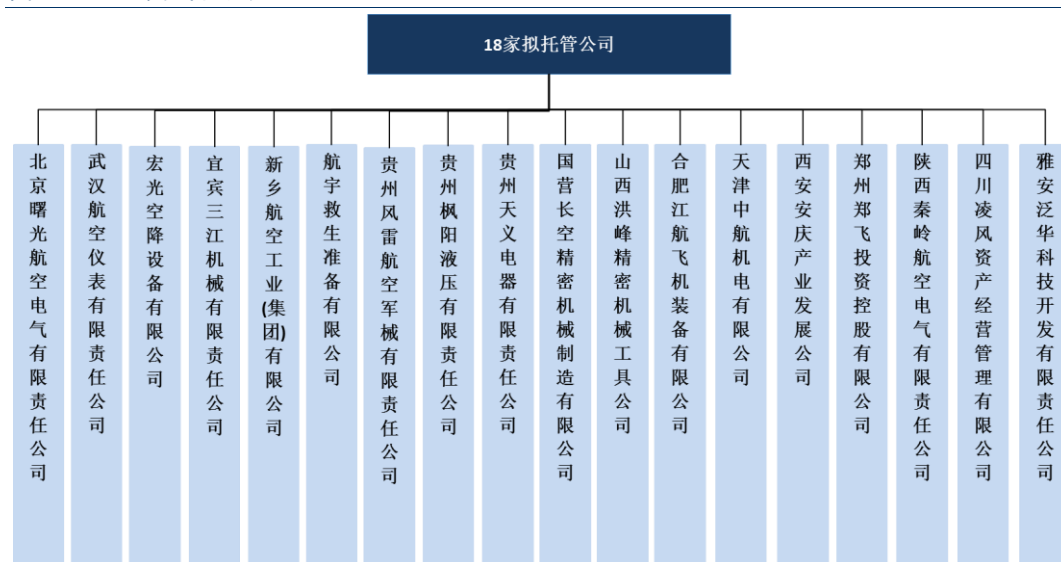
时间	专业板块	平台公司	事项
2008 年 6 月	航空电子	中航电子	上航电器、兰航机电 100% 股权注入昌河股份。2010 年再注入 6 家公司。
2008 年 10 月	发动机控制系统	中航动控	南方宇航资产重组，将西控公司等 4 家公司注入。
2009 年 2 月	特种车	中航黑豹	将金城特种车业务注入
2009 年 11 月	发动机主机	中航动力	西安航空发动机公司借壳。2013 年再次将黎明、黎阳、南方等发动机厂全部注入。
2009 年 11 月	飞机	中航飞机	西飞、陕飞 4 家公司注入西飞国际
2010 年 9 月	航空机电系统	中航机电	将庆安公司等 6 家企业注入中航精机
2011 年 4 月	发动机传动	成发科技	成发科技增发，3 亿投入哈轴。
2012 年 4 月	直升机	中直股份	注入昌河航空、昌飞零部件、惠阳公司、天津公司及集团本部资产

资料来源：公司公告，中信证券研究部

资产注入+更名，确立机电板块平台公司地位。中航机电（原名中航精机），2004 年上市，重组前以汽车座椅调角器、汽车座椅滑轨和拨叉等汽车零部件为主营业务。2012 年公司完成重大资产重组，向中航工业、机电公司、盖克机电和中国华融发行股份购买其共同持有的庆安公司、陕航公司、郑飞公司、四川液压、贵航机电、四川泛华和川西机器等 7 家公司的全部股权。**重组后，公司主营业务更改为航空机电产品，公司控股股东由航空救生所转变为中航机电系统有限公司，2014 年更名为中航机电，作为集团内航空机电唯一上市平台地位得以凸显。**

托管集团资产，再次确认平台公司地位：2013 年 12 月中航机电系统有限公司将其持有的十八家尚不具备上市条件的相关企业股权委托中航机电管理。在受托管期间，公司将对受托管企业的生产经营具有充分的决策权。中航机电托管 18 家集团内非上市公司，再一次确立了中航机电作为航空机电板块上市平台的地位。

图 19：十八家托管公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部

非公开增发+现金收购资产，为后续资本运作指明方向

公司于 2014 年 10 月 9 日停牌，筹划 26 亿元 3 年期非公开发行事宜，并提示公告公司未来将**现金收购**新航公司、武汉仪表、贵州风雷、枫阳液压以及 KOKINETICS GmbH 等 5 家公司。

再次开启资产注入进程。公司此次公告收购的 5 家公司，有 4 家来自托管公司（新乡航空、武汉仪表、贵州风雷、枫阳液压），一家来通过海外并购的公司。不算 KOKINETICS GmbH，4 家公司净资产规模总计 15 亿元，收入 46.1 亿元，净利润 1.1 亿元。

表 8：本次拟收购企业财务数据

单位：万元、万欧元	总资产	净资产	收入	净利润
新乡航空工业（集团）有限公司	510,691	90,110	355,279	6,440
武汉航空仪表有限责任公司	53,072	27,384	52,398	2,366
贵州风雷航空军械有限责任公司	45,651	14,327	35,622	1,647
贵州枫阳液压有限责任公司	37,764	18,242	17,801	482
4 家合计	647,178	150,063	461,101	10,935
KOKINETICS GmbH（欧元）			2667	327（EBITDA）

资料来源：公司公告，中信证券研究部

绑定管理层，推动后续资产注入。本次非公开增发，上市公司高管及子公司高管及员工将参与认购“机电振兴”1 号，总计认购约 1.5 亿元。我们认为这是一次变相的股权激励计划，通过公司员工及管理层参与定增，有助于公司管理效率提升，更有助于公司自下而上的推动后续资产注入。

本次资产注入的重要意义：

- 1) **收购 4 家托管公司，开启公司航空资产注入新篇章。**
- 2) **确立汽车零部件平台：**KOKINETICS 的注入，表明未来集团有望将汽车零配件业务全部注入到中航机电。中航机电在系统有限公司内的汽车零部件整合平台确立。
- 3) **本次注入采用的非公开增发+现金收购模式，很有可能成为未来集团资产整合的范本。**控股股东在将资产注入上市公司时，对股价的诉求增强。
- 4) **开启海外并购+注入模式：**对 KOKINETICS GmbH 的收购，还表明系统有限公司可能通过海外收购资产注入上市公司的方式来做大做强上市公司，对象可能包括 2014 年下半年交割的 KOKI Transmission GmbH 和 Hilite 等公司。两家公司 2013 年收入合计 40 亿，如能注入上市公司，将对上市公司业绩和实力有重要增强。

资产注入弹性大，备考业绩增厚 63%左右

航空机电板块内尚有优质航空制造业资产待注入。按 2013 年数据计算，上市公司航空制造业务的营业收入和毛利分别占机电板块的为 59.76%和 57.01%，此外还有两家从事航空机电军品的研究所；汽车及相关业务的营业收入和毛利资产证券化率为 56.76%和 54.27%，航空制造业的营业利润证券化率高于收入，板块内仍有一些优质的航空制造业务资产待注入。

中航机电系统有限公司旗下目前有 4 家上市公司，分别是中航机电、中航黑豹、宝胜股份、厦工股份。宝胜股份和厦工股份分别在 2013 年和 2014 年由江苏省政府和厦门市政府将其股权划转给中航机电系统有限公司。中航机电与中航黑豹的定位不同，中航机电是航空机电系统整合平台，中航黑豹是特种车辆整合平台。

表 9：机电板块资产证券化率

单位：亿元	总资产	所有者权益	营业总收入	净利润
中航机电	147.49	49.5	67.3	4.23
中航黑豹	35.44	9.85	31.87	0.42
上市公司合计	182.93	59.35	99.17	4.65
中航机电系统有限公司	443.43	156.24	284.06	7.34
资产证券化率	41.25%	37.99%	34.91%	63.35%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 10：航空机电产品资产注入空间仍然很大

单位：亿元	2013 年营业收入	2013 年毛利
中航机电	37.62	13.17
中航机电系统有限公司	62.95	23.1
资产证券化率	59.76%	57.01%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们预计，机电系统板块内目前有三块资产有望大概率注入上市公司，1）已经公告的五家公司（新航等）；2）2014 年底收购的 KOKI Transmission GmbH 以及 Hilite；3）两家研所，分别为 609 所及 610 所。此外，系统还有部分航空机电产品有待后续注入上市公司，也不排除未来机电系统有限公司再次从海外并购航空机电或汽车车载产品。

我们假设：

- 1) 上市公司以 23.01 元(2015 年 1 月 9 日收盘价)价格增发购买研究所及两家海外资产。本次 5 家公司收购采用现金收购（包含对部分企业资产的剥离）。
- 2) 增发购买资产时，配套融资比例为 25%。
- 3) 以 2013 年财务数据做业绩增厚测算。
- 4) 对海外资产，采用集团收购价值加 5%增值进行价值评估；对研究所资产，采用 1.4 倍 PB 做估算进行注入。
- 5) 海外公司与研究所资产、收入、利润规模为预测值。

表 11：中航机电资产注入弹性测算

单位：亿元、亿股	现有	增发+收购	两家海外公司	研究所资产
现有股本（亿股）	7.16			
增发股本（亿股）		1.38		
增发后股本（亿股）		8.54		
现有收入（亿元）	67.3			
第一次收购收入（亿元）		37.00		
第一次收购后总收入（亿元）		104.30		
现有净利润（亿元）	4.19			
第一次收购净利润（亿元）		1.50		
第一次收购后净利润（亿元）		5.69		
第二次收购收入（亿元）			40.07	
第二次收购后总收入（亿元）			144.37	
第二次收购净利润（亿元）			3.29	
第二次收购后净利润（亿元）			8.97	
第三次收购收入（亿元）				38.00
第三次收购后总收入（亿元）				182.37
第三次收购净利润（亿元）				4.50
第三次收购后净利润（亿元）				13.47
第二次收购注入市值（5%增值）（亿元）			46.20	
第二次注入股本增厚（亿股）			2.01	

单位：亿元、亿股	现有	增发+收购	两家海外公司	研究所资产
第二次注入配套融资股本（亿股）			0.66	
第二次注入后总股本（亿股）			11.21	
第三那次收购注入（40%净资产增值）（亿元）				50.40
第三次注入股本增厚（亿股）				2.19
第三次注入配套融资股本（亿股）				0.72
第三次注入后总股本（亿股）				14.12
现有 EPS（2013）	0.58			
增发后 EPS（元）	0.49			
5 家公司收购后 EPS（元）		0.67		
两家海外公司注入后 EPS（元）			0.80	
研究所资产注入后 EPS（元）				0.95

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

表 12：资产注入业绩增厚 63%

	相比 2013 年 EPS	相比前一次	相比前一次
第一次增发+收购后 EPS 增厚	14%		
第二次注入后 EPS 增厚	37%	20%	
第三次注入后 EPS 增厚	63%		19%

资料来源：中信证券研究部测算

通过测算，我们得到公司 2013 年的备考 EPS 为 0.95 元，相比 2013 年 0.58 元的自身 EPS 有 63% 的增厚。

根据测算目前股价对应的备考 PE 为 2014 年 24 倍 2015 年的 21 倍，明显低于行业平均水平的 2014-2015 年的 33 倍和 28 倍，也低于同类型公司中航电子的 38 倍和 32 倍。

表 13：主要可比公司备考盈利预测表

证券代码	证券简称	股价 (元)	备考 EPS		备考 PE		说明及假设
			2014E	2015E	2014E	2015E	
000801.SZ	四川九洲	17.82	0.87	0.97	20.5	18.4	考虑九洲电器集团全部资产注入
600855.SH	航天长峰	28.99	1.24	1.46	23.4	19.9	考虑航天二院资产全部注入
000901.SZ	航天科技	32.31	1.36	1.6	23.8	20.2	考虑航天三院资产全部注入
002025.SZ	航天电器	20.50	0.73	0.84	28.1	24.4	考虑航天科工 061 基地体外资产全部注入
601989.SH	中国重工	8.53	0.3	0.33	28.4	25.8	考虑中船重工 28 家研究所的注入
600562.SH	国睿科技	52.94	1.57	1.88	33.7	28.2	考虑中电科 14 所资产全部注入
002179.SZ	中航光电	25.36	0.7	0.9	36.2	28.2	基本无资产注入预期
600184.SH	光电股份	39.69	0.99	1.19	40.1	33.4	考虑兵器 205 所等集团资产注入
600879.SH	航天电子	16.08	0.47	0.54	34.2	29.8	考虑航天九院 4 家研究所+4 家公司的注入
600372.SH	中航电子	28.98	0.76	0.91	38.1	31.8	考虑航电系统公司 5 大所注入
600990.SH	四创电子	61.85	1.56	1.88	39.6	32.9	考虑中电 38 所资产全部注入
600118.SH	中国卫星	29.34	0.73	0.84	40.2	34.9	考虑航天五院资产全部注入
000738.SZ	中航动控	18.00	0.4	0.45	45.0	40.0	考虑中航工业 614 所的注入
平均					33.2	28.3	
002013.SZ	中航机电	24.20	1.01	1.16	23.9	20.8	考虑 5 家公司，2 家海外公司，2 家研究所的注入

资料来源：Wind，中信证券研究部测算 股价为 2015 年 1 月 21 日收盘价，上述 EPS 测算考虑了资产注入后的净利润增厚和股本摊薄，收购对价假设为 1 倍资产评估后的 PB（评估增值率 40%），考虑 25% 的配套融资。

特别提示：上述公司潜在注入资产的情况仅为我们的假设和推测，并不一定代表上市公司日后会实际注入的资产。未来上市公司实际注入的资产有可能超过或低于上述范围，表格中的推测和实际情况不会完全匹配。

考虑到资产注入特点，股价越高，资产注入的弹性越大。我们对股价做了敏感性分析。当注入价格为 20、25、30、35 元时，业绩增厚比例分别为 52%、67%、78%、87%。

表 14：业绩增厚弹性敏感性分析

股价（元）	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
EPS（元）	0.89	0.91	0.92	0.94	0.96	0.97	0.99	1.00	1.01	1.03	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08	1.09
增厚比例	52%	55%	58%	61%	64%	67%	69%	71%	74%	76%	78%	80%	82%	84%	85%	87%

资料来源：中信证券研究部测算

风险因素

资产注入规模、进度低于预期。公司估值包含了部分控股股东资产的注入预期，体外资产注入后公司业绩增厚约 70%。如果公司资产注入规模、进度低于预期，公司估值将承受一定压力。

军费大幅下滑，新型号装备列装速度低于预期。公司主要毛利来自于航空机电产品，其中 70%以上为军品。如果军费大幅下滑或航空装备需求下降，将带动公司产品需求下降，削弱公司盈利能力和增长潜力。

估值、盈利预测及投资评级

军费增长叠加结构优化，航空机电产品将伴随航空装备需求的增长而稳步增长。我们预计，公司未来 3-5 年有望保持 15%以上复合增长。而资产注入的预期打开了公司跨越式发展的想象空间。

我们预测公司 2014/15/16 年净利润分别为 4.2/5.5/6.9 亿元，分别对应 EPS 0.59/0.65/0.80 元，公司当前价 23.01 元，分别对应 41/38/30 倍 PE。通过对可注入资产的测算，我们预测公司 2014/15/16 年备考 EPS 1.01/1.16/1.33 元，分别对应 24/21/18 倍 PE。

公司是 A 股唯一航空机电产品标的及机电板块上市平台，结合行业估值水平，我们认为公司合理估值为 2015 年 25-30 倍 PE，其中 25 倍估值对应目标价为 29.1 元。

按公司利润结构拆分，我们预计公司 2015 年备考净利润 15 亿元，其中军品净利润为 10 亿元，民品为 5 亿元。我们认为，公司军品业务的合理估值在 30 倍水平，民品业务合理估值在 20 倍。公司备考市值 400 亿元，对应股价 28.32 元。

我们首次覆盖并给予公司“买入”评级，目标价为 28.5 元。

表 15：中航机电盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,674	6,730	7,670	8,908	10,504
增长率 YoY%	1005.39	0.84	13.97	16.15	17.91
净利润(百万元)	371	419	423	551	686
增长率 YoY%	834.01	12.69	1.01	30.32	24.42
毛利率%	21.84	25.61	22.65	23.22	23.73
每股收益(元)	0.52	0.58	0.59	0.65	0.80
每股净资产（元）	5.49	6.05	6.53	9.10	9.82
市盈率 PE	47	41	41	38	30
市净率 PB	4.4	4.0	3.7	2.7	2.5
备考 EPS（元）		0.95	1.01	1.16	1.33
备考 P/E		25.4	23.9	20.8	18.3

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 21 日收盘价

利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,674	6,730	7,670	8,908	10,504
营业成本	5,216	5,006	5,933	6,840	8,011
毛利率	22%	26%	23%	23%	24%
营业税金及附加	12	9	19	22	26
营业费用	101	97	123	151	189
营业费用率	2%	1%	2%	2%	2%
管理费用	824	922	943	1,140	1,386
管理费用率	12%	14%	12%	13%	13%
财务费用	179	221	231	166	157
财务费用率	3%	3%	3%	2%	1%
投资收益	-1	3	13	14	15
营业利润	438	461	441	596	740
营业利润率	7%	7%	6%	7%	7%
营业外收入	57	53	80	85	100
营业外支出	5	8	3	3	3
利润总额	490	506	518	678	837
所得税	101	83	85	112	138
所得税率	21%	16%	17%	17%	17%
少数股东损益	18	4	9	15	14
归属于母公司股东的净利润	371	419	423	551	686
净利率	6%	6%	6%	6%	7%
每股收益(元)(摊薄)	0.52	0.58	0.59	0.65	0.80

现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	490	506	518	678	837
少数股东损益	-101	-83	-85	-112	-138
折旧和摊销	282	304	308	361	419
营运资金变动	-401	-1,084	-304	-618	-684
其他	113	386	210	156	152
经营现金流	384	30	646	465	586
资本支出	-642	-500	-460	-540	-630
投资收益	4	9	13	14	15
资产变卖	9	3	0	0	0
其他	-90	-34	31	-31	-34
投资现金流	-720	-523	-416	-557	-648
发行股票	499	0	0	138	0
负债变化	641	738	257	-1,961	703
股息支出	-4	-36	-42	-55	-69
其他	-614	-98	-163	2,293	-157
融资现金流	522	604	51	415	478
现金净增加额	186	111	282	323	416

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,758	1,749	1,994	2,316	2,731
存货	1,781	2,165	2,603	3,057	3,580
应收账款	3,266	4,005	4,518	5,247	6,187
其他流动资产	1,326	1,533	1,731	2,007	2,346
流动资产	8,130	9,451	10,846	12,628	14,844
固定资产	2,262	2,501	2,779	3,032	3,274
长期股权投资	340	368	353	383	415
无形资产	775	751	726	702	679
其他长期资产	1,690	1,678	1,577	1,530	1,520
非流动资产	5,068	5,298	5,435	5,647	5,888
资产总计	13,198	14,749	16,281	18,274	20,732
短期借款	2,502	2,830	2,887	1,631	2,222
应付账款	2,304	2,703	3,251	3,748	4,390
其他流动负债	2,218	2,008	2,380	2,730	3,212
流动负债	7,023	7,541	8,518	8,109	9,824
长期负债	1,054	1,703	1,903	1,198	1,310
其他长期负债	747	555	555	555	555
非流动性负债	1,801	2,258	2,458	1,753	1,865
负债合计	8,824	9,799	10,976	9,862	11,689
股本	716	716	716	854	854
资本公积	1,963	1,964	1,963	4,423	4,423
股东权益合计	4,374	4,950	5,304	8,412	9,043
少数股东权益	442	617	627	642	655
负债股东权益总计	13,198	14,749	16,281	18,274	20,732

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	1005%	1%	14%	16%	18%
营业利润	1055%	5%	-4%	35%	24%
净利润	834%	13%	1%	30%	24%
利润率(%)					
毛利率	22%	26%	23%	23%	24%
EBITMargin	10%	11%	10%	9%	9%
EBITDAMargin	14%	15%	14%	14%	13%
净利率	6%	6%	6%	6%	7%
回报率(%)					
净资产收益率	9%	10%	9%	7%	8%
总资产收益率	3%	3%	3%	3%	3%
其他(%)					
资产负债率	67%	66%	67%	54%	56%
所得税率	21%	16%	17%	17%	17%
股利支付率	1%	9%	10%	10%	10%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。