

暂不评
级

首次
覆盖

投资评级

股票数据

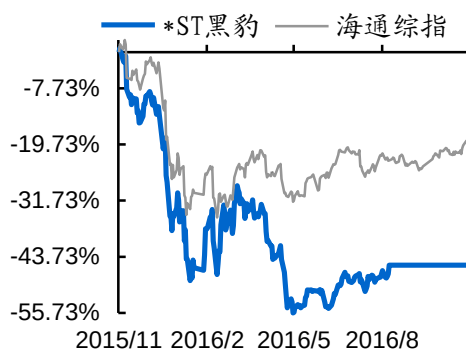
6 个月内目标价 (元)	9.74
08 月 26 日收盘价 (元, 停牌)	9.74
52 周股价波动 (元)	7.70-18.50
总股本/流通 A 股 (百万股)	345/345
总市值/流通市值 (百万元)	3360/3360

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	-15.22	84.89	67.78
市净率	8.54	7.76	6.96
市销率	1.98	2.46	2.18
EV/EBITDA	-44.03	-71.63	-66.93
分红率(%)	0.00%	0.00%	0.00%

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.0	0.0	4.8
相对涨幅 (%)	-4.8	-6.1	3.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师:徐志国

Tel:(010)50949921

Email:xzg9608@htsec.com

证书:S0850514060004

联系人:张恒晖

Tel:(010)68067998

Email:zhx10170@hstec.com

剥离不良资产，存资产整合预期

投资要点:

- **微小卡车佼佼者，产品远销海内外。**公司是原国家机械局定点生产低速货车的骨干企业，于 2010 通过定增，将安徽开乐、上海航空特种车辆等金城集团的专用车及相关零部件注入公司。目前，公司主营“黑豹”牌四轮低速货车、微型汽车、专用车等系列产品，具备年产 10 万辆整车的综合生产能力。其主销车型 1027、1030 系列已成为微小卡车市场上的佼佼者。公司销售网络已遍布全国各省、市、自治区（除西藏），并拥有销售形式较好的埃及、叙利亚、中美洲等十余个国家的市场。
- **行业景气度持续下滑，致公司业绩亏损。**2011、12 年，由于商用车市场整体景气度下滑等原因，公司亏损较为严重。2013 年，随着下游房地产、物流等领域的回暖，对专用车的需求提升，子公司安徽开乐及上海航空特种车辆公司收入同比增幅显著，公司扭亏为盈。但 2014、2015 年，随着行业竞争加剧，公司业绩进一步亏损。2016 年前三季度，公司实现营业收入 8.51 亿元，归母净利润-1737.33 万元。
- **剥离不良资产，改善财务状况。**公司于 2016 年 11 月 17 日发布《重大资产出售暨关联交易报告书》（草案）。本公司拟向河北长征出售本公司持有的上航特 66.61% 股权，本公司控股子公司安徽开乐拟向开乐股份出售安徽开乐北厂区土地使用权及地上建筑物，河北长征、开乐股份以现金作为支付对价。上航特 66.61% 股权转让价格为 2410.39 万元。安徽开乐北厂区土地及地上建筑物转让价格为 14007.25 万元。我们认为，本次交易完成后，公司总资产及营业收入将会减少，但净资产将有所提升，净利润亏损额将有所降低。通过本次交易，公司出售部分亏损业务及闲置资产，回收货币资金，改善公司财务状况，为公司业务转型打下基础，从而保证公司可持续发展。
- **体外资产丰厚，存资产整合的可能性。**公司控股股东金城集团以航空起家，在机电液压、汽车零部件、摩托车制造、轨交等领域拥有核心能力。2014 年，金城集团营业收入、净资产、总资产分别为公司的 3.34、9.40、6.82 倍，考虑一方面，公司有较大的体外资产，且为金城集团下属唯一上市平台，另一方面，据网易财经，中航工业副总经理吴献东在 2014 年 11 月 11 日珠海航展上表示，未来 3-5 年时间，希望集团资产证券化率达到 80%。2013-15 年，集团逐步完成了运输机、直升机、航电、机电、金融等业务板块的整体上市。除研究院所和军机业务外，中航工业的主要工业企业都已进入上市公司。目前，中航工业的资产证券化率为 60.95%（截止 2015 年底，较 2014 年提升近 10%），与 80% 的目标仍有距离。我们认为，在集团分业务板块整体上市的背景下，未来公司作为制造业类资产上市平台存在资产整合的可能性。此外，据公司 11 月 21 日公告，近日，国防科工局已原则同意公司本次重大资产重组中的涉军事项。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2523.29	1696.75	1367.21	1539.43	1737.99
(+/-)YoY(%)	-20.83%	-32.76%	-19.42%	12.60%	12.90%
净利润(百万元)	-141.76	-220.80	39.58	49.57	60.75
(+/-)YoY(%)	-901.78%	-55.75%	117.93%	25.25%	22.55%
全面摊薄 EPS(元)	-0.41	-0.64	0.11	0.14	0.18
毛利率(%)	6.50%	4.43%	4.25%	4.25%	4.25%
净资产收益率(%)	-23.34%	-56.11%	9.14%	10.27%	11.18%

资料来源: 公司年报 (2014-2015), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测与投资建议。考虑出售资产致公司盈利的预期，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.11、0.14、0.18 元。目前公司估值过高，暂时不给予投资评级与目标价。但我们看好公司未来有望业绩反转扭亏及由于中航工业集团为提高证券化率而存在资产注入的可能性，建议长期跟踪关注。

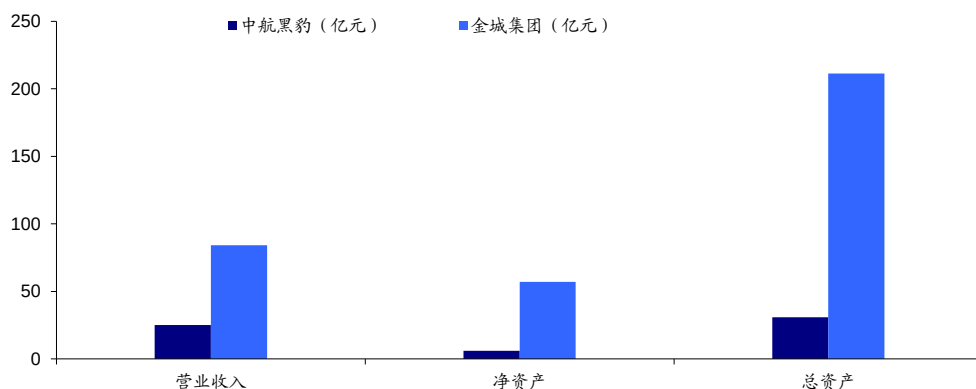
风险提示。改革的不确定性。剥离不盈利资产不及预期。

表 1 金城集团部分生产制造企业一览（2014）

序号	二级单位名称	主营业务	资产 (万元)	持股比例 (%)
1	南京金城机械	摩托车制造、销售	75365	100
2	兖州金城宏达机械	摩托车曲轴连杆、工程机械液压硬管件	1667	52
3	某军工涉密事业单位		5655	100
4	南京中航特种装备	专用车辆、微小卡、专用车零部件、非航空防务等	63701	59.71
5	南京金城轨道交通设备	钢铝复合接触轨、刚性悬挂接触网系统、铁道电气化用接触网零件、分段绝缘器等产品	3000	45
合计			149388	

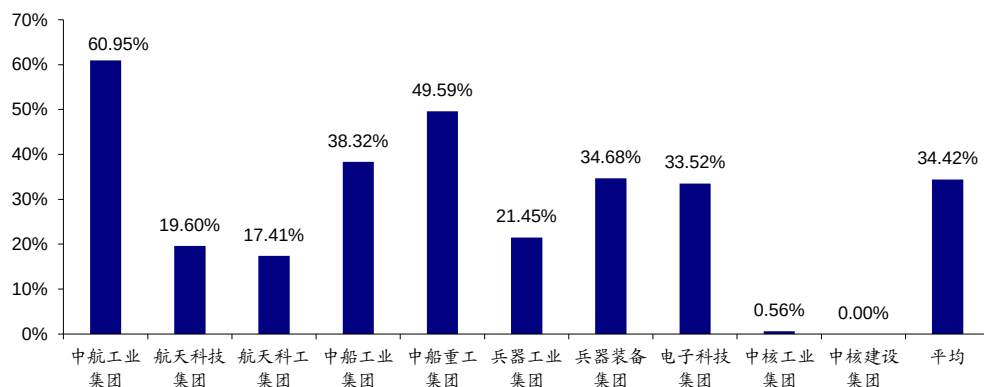
资料来源：金城集团 2014 年度报告，海通证券研究所

图 1 中航工业金城与公司财务数据比较（2014 年）



资料来源：公司 2014 年报，金城集团 2014 年度报告，海通证券研究所

图 2 截止 2015 年，十大军工集团资产证券化率水平



资料来源：wind，各集团 2015 年报，海通证券研究所测算
说明：按照总资产的口径进行测算

表 2 中航工业旗下上市公司资产整合情况

上市公司	首次披露时间	收购标的	标的净资产 (评估值, 亿元)	标的总资产 (亿元)
中航资本	2014.12	中航租赁 30.95%股权、中航信托 16.82%股权、中航证券 28.29%股权	43.68	143.76
中航高科	2014.9	中航复材 100%股权、优材京航 100%股权、优材百慕 100%股权	18.19	18.54
成飞集成 (重组终止)	2014.5	歼击机及空面导弹等防务装备相关资产	155.41	312.17
中航动	2013.6	发动机制造及维修相关资产	95.70	308.65
中航电测	2013.6	汉中一零一航空制造相关资产	1.64	2.60
成飞集成	2013.1	同捷科技汽车设计相关资产	5.77	
中直股份	2012.5	中航工业旗下直升机相关资产	32.93	111.51
中航机电	2011.1	机载悬挂发射控制系统、无人机发射、航空燃油测控系统等航空机电系统资产	37.17	92.10
中航重机	2010.10	中航工业旗下新能源与锻铸资产	14.57	43.02
中航动力 (重组失败, 未能获得国防工 主管部门批复)	2010.8	航空发动机相关资产	39.85	137.68
成发科技	2010.4	成发公司航空发动机相关业务资产	3.05	6.41
中航飞机	2009.12	中航工业旗下运八系列飞机生产线及相关航空制造资产	23.09	65.01
洪都航空	2009.7	洪都集团飞机相关业务	5.76	
中航黑豹	2009.3	中航工业旗下专用车制造资产	5.41	8.84
贵航股份	2009.2	贵航集团航空配件及辅件制造相关资产	7.28	13.30
中航动控	2008.12	中航工业旗下航空发动机控制系统相关资产	24.05	35.00

资料来源: wind, 各上市公司公告, 海通证券研究所

表 3 公司主营产品收入预测

	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入 (百万元)	1572.69	1367.21	1539.43	1737.99
专用车及零部件	964.17	819.54	942.48	1,093.27
低速载荷货车	608.52	547.67	596.96	644.71
主营业务收入同比增长	-32.89%	-1 .07%	12.60%	12.90%
专用车及零部件	-41.64%	-15.00%	15.00%	16.00%
低速载荷货车	-12.04%	-10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	4.20%	4.25%	4.25%	4.25%
专用车及零部件	3.80%	3.84%	3.85%	3.87%
低速载荷货车	4.84%	4.86%	4.88%	4.90%

资料来源: 公司 2015 年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标（元）					营业总收入	1696.75	1367.21	1539.43	1737.99
每股收益	-0.64	0.11	0.14	0.18	营业成本	1621.51	1309.13	1474.02	1664.09
每股净资产	1.14	1.26	1.40	1.58	毛利率%	4.43%	4.25%	4.25%	4.25%
每股经营现金流	0.29	-1.04	-0.11	-0.12	营业税金及附加	5.90	3.76	4.31	4.87
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.35%	0.28%	0.28%	0.28%
价值评估（倍）					营业费用	98.51	78.61	86.52	95.76
P/E	-15.22	84.89	67.78	55.30	营业费用率%	5.81%	5.75%	5.62%	5.51%
P/B	8.54	7.76	6.96	6.18	管理费用	155.70	124.28	136.39	153.46
P/S	1.98	2.46	2.18	1.93	管理费用率%	9.18%	9.09%	8.86%	8.83%
EV/EBITDA	-44.03	-71.63	-66.93	-51.08	EBIT	-184.87	-148.57	-161.80	-180.19
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	72.64	36.55	28.09	20.17
盈利能力指标（%）					财务费用率%	4.28%	2.67%	1.82%	1.16%
毛利率	4.43%	4.25%	4.25%	4.25%	资产减值损失	118.91	0.00	0.00	0.00
净利率	-19.99%	4.59%	4.60%	5.29%	投资收益	5.70	166.21	177.31	242.22
净资产收益率	-56.11%	9.14%	10.27%	11.18%	营业利润	-370.71	-18.91	-12.58	41.86
资产回报率	-8.68%	1.98%	2.46%	3.10%	营业外收支	34.60	86.17	84.12	52.24
投资回报率	-15.64%	-10.21%	-13.77%	-18.29%	利润总额	-336.12	67.27	71.54	94.10
盈利增长（%）					EBITDA	-91.83	-57.86	-57.95	-70.22
营业收入增长率	-32.76%	-19.42%	12.60%	12.90%	所得税	3.14	4.55	0.80	2.18
EBIT 增长率	-61.35%	19.64%	-8.91%	-11.37%	有效所得税率%	-0.94%	6.76%	1.11%	2.31%
净利润增长率	-96.33%	-118.49%	12.79%	29.95%	少数股东损益	-118.46	23.14	21.17	31.17
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-220.80	39.58	49.57	60.75
资产负债率	79.9%	71.3%	68.0%	62.4%	扣除非经常性损益净利润	-374.18	-17.63	-12.44	40.89
流动比率	0.48	0.38	0.56	0.75	资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
速动比率	0.23	0.10	0.20	0.27	货币资金	154.46	276.08	313.26	358.75
现金比率	0.21	-0.36	-0.34	-3.75	应收款项	152.05	177.38	205.45	224.93
经营效率指标（%）					存货	376.74	285.63	347.66	404.63
应收帐款周转天数	45.65	47.35	48.71	47.24	其它流动资产	7.53	7.53	7.53	7.53
存货周转天数	100.53	79.64	86.09	88.75	流动资产合计	875.48	463.40	654.35	763.37
总资产周转率	60.1%	60.1%	76.6%	87.2%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	1.48	1.17	1.33	1.51	固定资产	1185.47	1246.31	1349.47	1427.76
					在建工程	123.58	79.58	58.58	40.58
					无形资产	324.40	309.27	276.99	261.42
					非流动资产合计	1674.53	1537.09	1364.30	1202.19
现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	资产总计	2726.67	2271.65	2402.28	2408.41
净利润	-339.26	62.72	70.74	91.92	短期借款	711.00	474.92	285.37	0.00
折旧摊销	93.04	90.71	103.85	109.97	应付账款	663.87	403.59	494.73	580.25
营运资金变动	160.80	-301.17	21.80	37.56	预收账款	103.16	66.19	80.78	93.67
经营活动现金流	100.77	-358.54	-36.23	-40.45	其它流动负债	2.15	2.15	2.15	2.15
固定资产投资	0.00	-60.85	-103.16	-78.29	流动负债合计	1834.11	1221.88	1169.30	1024.28
无形资产投资	0.00	15.14	23.49	7.26	长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
资本支出	-60.32	-132.90	-153.05	-104.39	其它长期负债	99.67	99.67	99.67	99.67
投资活动现金流	63.91	299.11	330.36	346.61	非流动负债合计	199.67	199.67	199.67	199.67
债务变化	-141.20	-236.08	-189.55	-285.37	负债总计	2033.79	1421.55	1368.98	1223.95
股票发行	40.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	182.16	276.65	389.12	448.35
融资活动现金流	-205.13	-277.66	-218.36	-299.93	普通股股东权益	393.48	433.06	482.63	543.38
现金净流量	-40.44	-337.09	75.77	6.23	少数股东权益	117.25	140.39	161.56	192.73
公司自由现金流	424.86	-301.23	34.55	23.32	负债和所有者权益合计	2726.67	2271.65	2402.28	2408.41
股权自由现金流	272.20	-374.84	47.26	-8.32					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 日，停牌前
资料来源：公司年报（2015），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

徐志国 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 钢构工程,中国卫星,全信股份,航天机电,中航光电,达刚路机,四创电子,鼎立股份,高德红外,风帆股份,亿利达,航天电器,中航飞机,海特高新,中直股份,中航机电,际华集团,钢研高纳,国睿科技,中国动力,湘电股份,华意压缩,天海防务,特发信息,南钢股份,华舟应急,四川九洲,台海核电,航天科技,宝胜股份

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。