

中航机电

002013

审慎增持 (维持)

院所资产整合破冰、外延再添增长动力、
混改加速释放活力

2019年12月3日

市场数据

市场数据日期	2019-12-2
收盘价(元)	6.40
总股本(百万股)	3,608.66
流通股本(百万股)	3,608.43
总市值(百万元)	23,095.45
流通市值(百万元)	23,093.93
净资产(百万元)	9,610.34
总资产(百万元)	29,607.10
每股净资产	2.66

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11637	12335	13322	14921
同比增长(%)	4.1%	6.0%	8.0%	12.0%
净利润(百万元)	837	963	1120	1345
同比增长(%)	16.5%	15.1%	16.3%	20.1%
毛利率(%)	26.3%	26.4%	26.5%	26.5%
净利润率(%)	7.2%	7.8%	8.4%	9.0%
净资产收益率(%)	9.10%	9.58%	10.12%	10.96%
每股收益(元)	0.23	0.27	0.31	0.37
每股经营现金流(元)	-0.25	0.27	0.54	0.42

投资要点

- 公司12月2日发布公告,拟以现金2.997亿元收购南京航健航空装备70%股权(作价对应2018PE9.6x)、以现金1.5亿元增资入股宏光空降设备获得其36.55%股权(增资前作价对应2018PE13.5x)、以现金对价1.89亿元转让贵阳航空电机100%股权。根据公告,南京航健/宏光装备/贵阳航空电机2018年分别实现营业收入1.44/5.17/5.86亿元;实现净利润4471/1651/-2559万元。
- 不考虑贵阳航空电机转让带来的影响,收购南京航健70%股权及增资入股宏光装备36.55%的股权实施完成后,预计上市公司归母净利润将增加 $4471*70%+1651*36.55%=3733$ 万元(对应2018年财务数据)。南京航健及宏光装备分别为我国军机机电液压维修及空投空降设备的主力单位,我们判断其业务当前均处于快速增长期,本次收购/增资完成后有望继续显著增厚公司业绩,且后续全资并表值得期待。
- 本次南京航健的收购意味着上市公司整合609所旗下资产实现破冰,对中航机电体外院所资产证券化进程乃至其它军工院所资产的证券化均具有极强的示范意义。南京航健先期实施资产整合后,南京机电(含609所)、航宇救生(含610所)整体上市进程有望显著加速。最新公告显示,2018年南京机电实现营收28.91亿元,净利润3.19亿元。
- 混合所有制改革再进一步。中航机电为军工央企混改的一面旗帜。作为2016年即通过资产集合计划参与定增实现骨干持股的第一家军工央企上市公司,中航机电的混合所有制改革一直走在前列,南京航健、宏光装备的混合所有制架构有望激发企业释放更大经营活力。
- 经过过去20年的持续发展,公司军机机电业务处于历史最好时期。前期技术积淀逐步向高附加值机电产品批产转化,未来10年将推动公司业绩持续向好。大股东中航机载系统公司在军机机电产品领域处于国内垄断地位,旗下企事业单位几乎均承担民机机电产品研制任务,大飞机商用将为公司提供广阔的远期成长空间。
- 我们看好军机机电产品需求的长期成长确定性和集团旗下航空机电企事业单位的持续资产整合,暂不考虑本次资本运作的增厚,我们预测公司19/20/21年归母净利润9.63/11.2/13.45亿元,对应PE24/21/17x(2019/12/2),继续给予“审慎增持”评级。

风险提示:院所资产整合进度低于预期;民品业务盈利下滑。

相关报告

《中航机电2019三季报点评:业绩稳步增长 预付款项大增或预示订单饱满》2019-10-28

《中航机电2019年中报点评:航空主业收入占比稳步提升,回款增加致经营性现金流改善》2019-08-26

《中航机电2019年一季报点评:归母净利润显著增长,全年稳步增长可期》2019-04-28

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

李博彦

S0190519080005

研究助理:

张亚滨

zhangyabin@xyzq.com.cn

李雅哲

liyazhe@xyzq.com.cn

事件

- 公司 12 月 2 日发布公告，拟以现金 2.997 亿元收购南京航健航空装备 70% 股权（作价对应 2018PE9.6x）、以现金 1.5 亿元增资入股宏光空降设备获得其 36.55% 股权（增资前作价对应 2018PE13.5x）、以现金对价 1.89 亿元转让贵阳航空电机 100% 股权。根据公告，南京航健/宏光装备/贵阳航空电机 2018 年分别实现营业收入 1.44/5.17/5.86 亿元；实现净利润 4471/1651/-2559 万元。

点评

公司持续推动资产证券化，过去三年已实现贵州风雷、枫阳液压、宜宾三江和新航集团资产注入，四家企业 2018 年共计贡献 2.63 亿元净利润，资产整合后均显著增厚 eps。根据公告，本次资本运作上市公司预计合计需支付现金 2.61 亿元。不考虑贵阳航空电机转让带来的影响，收购南京航健 70% 股权及增资入股宏光装备 36.55% 的股权实施完成后，预计上市公司归母净利润将增加 $4471*70%+1651*36.55%=3733$ 万元（对应最新公告披露的两标的 2018 年财务数据）。南京航健及宏光装备分别为我国军机机电液压维修及空投空降设备的主力单位，我们判断其业务当前均处于快速增长期，本次收购/增资完成后有望继续显著增厚公司业绩，且后续全资并表值得期待。

最新公告披露的贵阳航空电机 2018 年营业收入 5.86 亿元，净利润-2559 万元；与上市公司 2018 年年报披露的贵阳航空电机营业收入 5.31 亿元，净利润 2446 万元存在较大差异。据公司 2019 年中报，报告期内“子公司贵阳航空电机有限公司吸收合并其下属全资子公司贵阳广航铸造有限公司”。我们认为财务数据的差异主要为上述吸收合并实施后追溯调整、会计口径不同所致。

院所资产注入实现破冰。本次南京航健的收购意味着上市公司整合 609 所旗下资产实现破冰，对中航机电体外院所资产证券化进程乃至其它军工院所资产的证券化均具有极强的示范意义。据公开信息，南京航健为南京机电液压研究中心（由 609 所及金城集团航空业务部分组建）控股、核心骨干参股形成的航空机电系统维修保障先锋企业。据公司公告，本次收购南京航健有望统筹中航机电各子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。实际上，公司 2018 年年报关于 2019 年重点工作的第 4 项即为“大力提升维修市场开发力度”。中航机电体外的 609 所、610 所均位列首批改制 41 家军工院所，且两家研究所所属的航宇救生装备有限公司和南京机电液压工程研究中心均已由上市公司托管。南京航健先期实施资产整合后，南京机电

(含 609 所)、航宇救生(含 610 所)整体上市进程有望显著加速。最新公告显示, 2018 年南京机电实现营收 28.91 亿元, 净利润 3.19 亿元。

混合所有制改革再进一步。中航机电为军工央企混改的一面旗帜。作为 2016 年即通过资产集合计划参与定增实现骨干持股的第一家军工央企上市公司, 中航机电的混合所有制改革一直走在前列。上市公司控股股东前身中航机电系统公司也位列国企改革“双百企业”名单。本次上市公司收购南京航健 70% 股份后, 南京机电及三个核心骨干仍分别持有该标的 18%、6%、3%、3% 的股份。本次上市公司增资宏光装备的同时, 宏光装备三个员工持股平台以 3693 万元同步增资, 增资后持有宏光装备 9% 的股份。宏光装备(代号 513 厂, 1951 年建厂)是中国空降空投、航空救生专业的摇篮和基地。相关企业的混合所有制改革有望激发企业释放更大活力。

经过过去 20 年的持续发展, 公司军机机电业务处于历史最好时期。前期技术积淀逐步向高附加值机电产品批产转化, 未来 10 年将推动公司业绩持续向好。大股东中航机载系统公司在军机机电产品领域处于国内垄断地位, 旗下企事业单位几乎均承担民机机电产品研制任务, 大飞机商用将为公司提供广阔的远期成长空间。

我们看好军机机电产品需求的长期成长确定性和集团旗下航空机电企事业单位的持续资产整合, 暂不考虑本次资本运作的增厚, 我们预测公司 19/20/21 年归母净利润 9.63/11.2/13.45 亿元, 对应 PE24/21/17x(2019/12/2), 继续给予“审慎增持”评级。

风险提示: 院所资产整合进度低于预期; 民品业务盈利下滑。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	16721	17704	20237	22952	营业收入	11637	12335	13322	14921
货币资金	3529	4033	5091	6068	营业成本	8577	9079	9792	10967
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	65	62	63	62
应收账款	6776	6663	7383	8199	销售费用	193	204	220	246
其他应收款	165	165	182	202	管理费用	1174	1517	1639	1791
存货	4148	4393	4737	5306	财务费用	212	254	236	188
非流动资产	9950	9433	8727	8030	资产减值损失	13	40	37	43
可供出售金融资产	508	553	538	543	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	86	135	118	124	投资收益	47	6	7	13
投资性房地产	185	171	176	174	营业利润	1101	1186	1343	1638
固定资产	5357	5634	5391	4889	营业外收入	25	42	87	72
在建工程	1792	896	448	224	营业外支出	38	14	12	12
油气资产	0	0	0	0	利润总额	1087	1214	1418	1698
无形资产	1124	1146	1170	1196	所得税	180	226	268	313
资产总计	26671	27138	28964	30982	净利润	907	988	1150	1385
流动负债	11561	12778	12695	13705	少数股东损益	71	25	30	40
短期借款	2050	2776	2139	2154	归属母公司净利润	837	963	1120	1345
应付票据	1546	1759	1853	2092	BPS(元)	0.23	0.27	0.31	0.37
应付账款	5219	5660	6056	6801					
其他	2747	2584	2647	2659					
非流动负债	3316	1685	2556	2311					
长期借款	858	755	708	632					
其他	2458	931	1847	1679					
负债合计	14877	14464	15250	16016					
股本	3609	3609	3609	3609					
资本公积	1025	1025	1025	1025					
未分配利润	3613	4805	5769	6930					
少数股东权益	2595	2620	2650	2690					
股东权益合计	11794	12674	13714	14966					
负债及权益合计	26671	27138	28964	30982					

现金流量表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	837	963	1120	1345
折旧和摊销	657	692	767	801
资产减值准备	13	18	28	45
无形资产摊销	82	73	76	75
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	209	254	236	188
投资损失	-47	-6	-7	-13
少数股东损益	71	25	30	40
营运资金的变动	-2596	277	-1036	-750
经营活动产生现金流	-909	976	1966	1518
投资活动产生现金流	-2048	-154	-72	-95
融资活动产生现金流	2147	-318	-836	-446
现金净变动	-809	504	1058	977
现金的期初余额	3785	3529	4033	5091
现金的期末余额	2976	4033	5091	6068

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	4.1%	6.0%	8.0%	12.0%
营业利润增长率	11.8%	7.7%	13.3%	21.9%
净利润增长率	16.5%	15.1%	16.3%	20.1%
盈利能力(%)				
毛利率	26.3%	26.4%	26.5%	26.5%
净利率	7.2%	7.8%	8.4%	9.0%
ROE	9.1%	9.6%	10.1%	11.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	55.8%	53.3%	52.7%	51.7%
流动比率	1.45	1.39	1.59	1.67
速动比率	1.08	1.03	1.21	1.28
营运能力(次)				
资产周转率	44.4%	45.8%	47.5%	49.8%
应收帐款周转率	190.0%	178.3%	184.1%	185.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.23	0.27	0.31	0.37
每股经营现金	-0.25	0.27	0.54	0.42
每股净资产	2.55	2.79	3.07	3.40
估值比率(倍)				
PE	27.6	24.0	20.6	17.2
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn