

强烈推荐-A (维持)

中航机电 002013.SZ

当前股价: 7.78 元
2020年02月26日

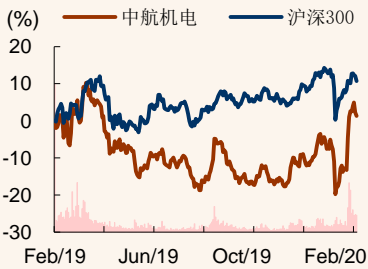
资产质量持续提升, 军品业务进入高速增长期

基础数据

上证综指	2988
总股本(万股)	360866
已上市流通股(万股)	360841
总市值(亿元)	281
流通市值(亿元)	281
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	58.4%
主要股东	中航机载系统有限公
主要股东持股比例	37.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	20	8
相对表现	8	12	-3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航机电(002013)——推出资本运作组合拳, 再做行业改革先锋》2019-12-03
- 2、《中航机电(002013)——民品业务环比改善, 军品业务推动全年业绩释放》2019-10-28
- 3、《中航机电(002013)——航空主业平稳增长, 非航民品短期有所下降》2019-08-26

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn
S1090518090007

事件:

公司发布 2019 年度业绩快报, 期内预计实现营业总收入 122.09 亿, 同比增长 3.66%, 利润总额 12.38 亿元, 同比增长 9.03%, 归母净利润 9.65 亿元, 同比增长 12.90%。

评论:

1、无惧民品业务拖累, 军品业务进入高速增长期。

公司经营情况基本延续了前三季度稳步增长的态势, 从前三季度情况来看, 公司少数股东损益较上年同期下滑明显, 主要是汽车民品子公司精机科技受汽车行业景气度下行导致业绩下滑; 另外公司民品空调压缩机业务较上年同期也出现下滑。在民品业务承压的情况下, 公司期的主要增长动力来自于航空军品, 预计公司的军品增长情况远好于公司整体增速, 同时也是近年来最好的水平。预计随着“十三五”进入收官之年, 军品采购进入集中加速阶段, 公司军品业务有望保持高速增长, 支撑公司业绩稳步增长。

2、优收劣汰, 公司资产质量持续提升。

公司于 19 年 12 月发布公告, 拟转让贵阳电机、现金收购南京航健 70% 股权、增资入股宏光装备, 公司于 12 月 21 日召开股东大会审议通过上述事项, 并与 12 月 31 日完成公司变更登记。贵阳电机 2018 年实现收入 5.86 亿元, 净利润-2559 万元, 负担较为明显。而南京航健主业为航空机电系统维修保养服务, 市场前景良好, 2018 年实现收入 1.44 亿, 净利润 4471 万元, 盈利能力突出。公司自上市以来积极整合集团内优质企业类资产, 同时择机剥离低效资产, 帮助上市公司资产质量持续提升。

3、公司作为机电专业化整合平台, 资产证券化仍有空间

公司作为航空工业下属机电系统的专业化整合平台, 近几年通过内生外延同步发展, 不断壮大。公司先后收购了贵州风雷、枫阳液压、宜宾三江和新乡航空等优质企业, 目前机载系统内尚有武汉仪表、合肥江航等航空机电业务相关优质企业资产, 以及 609 所、610 所两家具备较强盈利能力的研究所资产。在当前军工资产证券化不断加速推进的背景下, 预计公司未来资本运作方面仍将大有可为。

4、开展股权回购, 有望受益于股权激励等改革红利释放

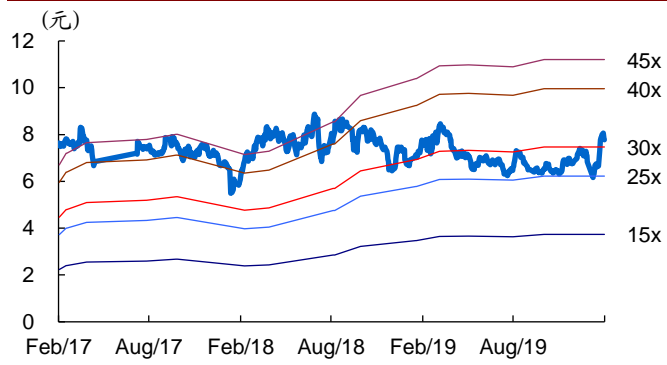
公司此前公告拟以自有资金回购股份, 总金额 1.5 亿元-3 亿元, 回购股份将用于员工持股或股权激励, 及转换可转债。1 月 22 日, 公司回购期满, 共累计回购总金额约 1.55 亿元, 回购价格区间 6.57-7.09 元/股。公司所属的航空工业是唯一一家入选国有资本投资运营公司试点的军工企业, 在股权激励等方面获放权授权; 国资委称年内出台央企控股上市公司股权激励操作指导文件, 央企上市公司股权激励和工资总额改革有望实质突破。我们认为, 公司一直以来作为军工企业践行改革的先行者, 有望继续深化改革, 充分享受行业改革带来的红利释放。

5、业绩预测

预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 9.64 亿、11.75 亿和 13.82 亿元, 对应估值分别为 29、24、20 倍, 给与“强烈推荐-A”评级!

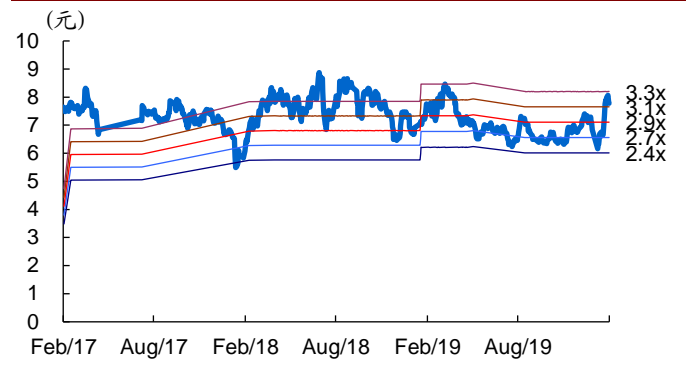
风险提示: 航空产品研发技术风险; 资产运作不及预期的风险。。

图 1: 中航机电历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中航机电历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	13736	16721	15110	16983	19323
现金	3574	3529	1122	1186	1423
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1724	1836	1956	2215	2517
应收款项	4283	6776	7200	8152	9263
其它应收款	111	165	176	199	227
存货	3750	4148	4372	4912	5533
其他	294	267	283	319	360
非流动资产	8489	9950	11226	12342	13316
长期股权投资	227	86	86	86	86
固定资产	3870	5357	6747	7965	9031
无形资产	893	1124	1011	910	819
其他	3499	3384	3382	3381	3380
资产总计	22225	26671	26336	29324	32639
流动负债	9703	11561	10309	12172	14169
短期借款	2117	2050	1511	2470	3427
应付账款	5844	6765	7144	8026	9041
预收账款	171	189	200	224	252
其他	1571	2558	1454	1451	1448
长期负债	1965	3316	3316	3316	3316
长期借款	755	858	858	858	858
其他	1209	2458	2458	2458	2458
负债合计	11668	14877	13625	15488	17485
股本	2406	3609	3609	3609	3609
资本公积金	2534	1352	1352	1352	1352
留存收益	3592	4238	5094	6144	7374
少数股东权益	2025	2595	2657	2732	2820
归属于母公司所有者权益	8532	9199	10054	11105	12334
负债及权益合计	22225	26671	26336	29324	32639

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1988	(909)	1519	1394	1654
净利润	579	837	964	1175	1382
折旧摊销	429	657	781	943	1084
财务费用	227	209	190	179	236
投资收益	(5)	(47)	(77)	(77)	(77)
营运资金变动	747	(2668)	(407)	(910)	(1068)
其它	10	103	68	83	96
投资活动现金流	(2267)	(2048)	(1985)	(1985)	(1985)
资本支出	(904)	(1162)	(2062)	(2062)	(2062)
其他投资	(1363)	(886)	77	77	77
筹资活动现金流	848	2147	(1940)	656	569
借款变动	664	1132	(1641)	960	957
普通股增加	802	1203	0	0	0
资本公积增加	(353)	(1182)	0	0	0
股利分配	(56)	(60)	(108)	(125)	(152)
其他	(209)	1054	(190)	(179)	(236)
现金净增加额	570	(811)	(2406)	64	237

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9232	11637	12401	14041	15955
营业成本	6816	8577	9058	10176	11463
营业税金及附加	47	65	69	78	89
营业费用	171	193	206	233	265
管理费用	1214	1174	1251	1416	1609
研发费用	0	413	440	498	566
财务费用	226	212	190	179	236
资产减值损失	37	13	10	8	7
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	84	110	77	77	77
营业利润	806	1101	1253	1528	1798
营业外收入	70	25	25	25	25
营业外支出	73	38	38	38	38
利润总额	802	1087	1239	1515	1784
所得税	216	180	214	265	314
净利润	586	907	1025	1250	1470
少数股东损益	7	71	62	75	88
归属于母公司净	579	837	964	1175	1382

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	8%	26%	7%	13%	14%
营业利润	47%	37%	14%	22%	18%
净利润	-1%	45%	15%	22%	18%
获利能力					
毛利率	26.2%	26.3%	27.0%	27.5%	28.2%
净利率	6.3%	7.2%	7.8%	8.4%	8.7%
ROE	6.8%	9.1%	9.6%	10.6%	11.2%
ROIC	5.3%	6.8%	7.8%	8.1%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	52.5%	55.8%	51.7%	52.8%	53.6%
净负债比率	14.0%	15.0%	9.0%	11.4%	13.1%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.0	2.2	2.1	2.2	2.2
应收帐款周转率	1.5	1.6	1.4	1.4	1.4
应付帐款周转率	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3
每股资料 (元)					
EPS	0.24	0.23	0.27	0.33	0.38
每股经营现金	0.83	-0.25	0.42	0.39	0.46
每股净资产	3.55	2.55	2.79	3.08	3.42
每股股利	0.03	0.03	0.03	0.04	0.05
估值比率					
PE	32.3	33.6	29.1	23.9	20.3
PB	2.2	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	28.8	21.6	18.4	15.4	13.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。