

## 中航机电(002013)/国防军工

## 军品业务稳健增长,内生外延前景广阔

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 6.42

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

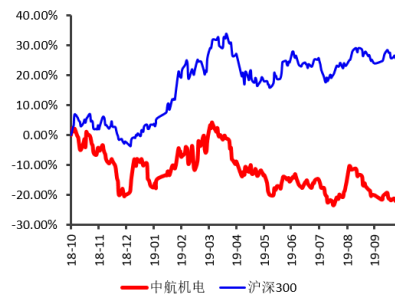
研究助理: 李聪

电话: 010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3,608.66
流通股本(百万股)	3,608.43
市价(元)	6.42
市值(百万元)	23,167.62
流通市值(百万元)	23,166.10

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

相关报告 1: 中航机电中报点评《军品业务稳健增长,内生外延前景广阔》2019.8.26

相关报告 2: 中航机电一季报点评《业绩稳增内部运行状况良好,主业聚焦盈利能力持续提高》

2019.4.25

相关报告 3: 中航机电年报点评《公司业绩稳步增长,军民市场前景广阔》2019.3.17

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,232	11,637	13,252	15,544	18,389
增长率 yoy%	8.45%	26.05%	13.87%	17.30%	18.31%
净利润	579	837	964	1,125	1,322
增长率 yoy%	-0.71%	44.51%	15.27%	16.67%	17.50%
每股收益(元)	0.16	0.23	0.27	0.31	0.37
每股经营现金流量	0.55	-0.25	1.00	-0.50	1.21
净资产收益率	6.79%	9.10%	9.85%	8.19%	8.81%
P/E	40.51	28.03	24.02	20.59	17.52
PEG	1.37	1.49	1.09	0.74	1.06
P/B	2.75	2.55	2.37	1.69	1.54

**投资要点**

- 事件:** 10月27日,公司发布三季度报告,2019年前三季度,公司实现营业收入82.77亿元,同比增长4.15%;实现归属于母公司利润5.67亿元,同比增长12.59%,扣非后归母净利润同比增长20.07%。其中第三季度营业收入同比增长23.85%,归母净利润同比增长12.86%。加权平均净资产收益率6.02%,同比增长0.29个百分点。
- 营业利润同比增幅逐季度提升,内生盈利能力显著增强。**报告期内,公司实现营收同比增长4.15%,其中第三季度营收同比增长23.85%,公司经营业绩不断向好,盈利能力也逐渐增强,本期毛利率同比提升0.19个百分点,营业利润同比增幅逐季度扩大,归母净利润实现同比增长12.86%。此外,公司内生盈利能力增长更为明显,报告期内,扣非后归母净利润实现同比增长20.07%,扣非后摊薄ROE同比提升0.56个百分点。
- 公司运营管理效率提升,销售收入现金回流情况好转。**报告期内,相较于营业收入,公司期间费用仅小幅增长4.07%,销售费用和管理费用皆同比下滑,公司内部治理提升明显;研发费用同比高速增长27.3%,表明公司对研发创新的高度重视;财务费用由于受到去年发行可转债的影响,同比增长24.72%。本期公司净现金流同比下滑主要是由于去年同期公司发行可转债收到大量资金影响筹资净现金流,而经营性净现金流实现同比增长63.44%,其中来自商品销售的现金流入同比增长12.23%。
- 航空产业未来前景广阔,公司在手订单仍然丰富。**下游军机市场方面,我国现役军机在数量上远落后于美国,且代际上亦落后于美苏两国,后续军机持续列装和换代规模较大,军用航空装备制造业有望维持稳定发展。从国内民航市场来看,近两年人们使用飞机作为交通工具的出行需求攀升,民航产业营收规模迅速扩大,且随着C919等国产客机项目的推进,未来国内民用航空装备市场空间广阔。公司为多项飞机重要系统的国内唯一提供商,面临较大发展机遇。报告期内,公司预收账款同比增加17.77%,存货同比增长19.63%,表明公司在手订单仍然较多,生产经营活跃,未来有望逐步确认为收入。
- 中航工业集团资本运作推进,优质资产有望逐步注入。**2018年公司完成对新航集团和宜宾三江的收购,航空机电产品线覆盖范围拓宽。此前,航空工业将公司原控股股东中航机电系统有限公司,与中航航空电子系统有限责任公司进行整合,形成机载系统,或有利于公司航空机电产业发展及民机产业拓展整体竞争实力进一步提升。目前公司托管中航工业集团旗下包括南京机电液压工程研究中心(609所)在内的8家单位,托管股权比例皆为100%,后续优质资产继续注入可能性较高。
- 盈利预测及投资建议:** 我们预测公司2019-2021年实现收入分别为132.52/155.44/183.89亿元,同比增长13.87%/17.30%/18.30%;实现归母净利润9.64/11.25/13.22亿元,同比增长15.27%/16.67%/17.50%;对应19-21年EPS分别为0.27/0.31/0.37元,当前股价对应PE分别为24/21/18倍。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 军机换代需求短期未充分显现,新机型列装不达预期;民用航空市场开拓不及预期等。

图表：财务预测摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>9,232</b>	<b>11,637</b>	<b>13,252</b>	<b>15,544</b>	<b>18,389</b>	货币资金	3,574	3,529	4,018	4,714	5,663
增长率	8.5%	26.1%	13.9%	17.3%	18.3%	应收款项	6,117	8,776	8,183	11,710	11,824
营业成本	-6,816	-8,577	-9,784	-11,454	-13,524	存货	3,750	4,148	4,862	5,686	6,768
% 销售收入	73.8%	73.7%	73.8%	73.7%	73.5%	其他流动资产	295	269	374	355	480
毛利	2,416	3,060	3,468	4,090	4,866	流动资产	13,736	16,721	17,437	22,464	24,735
% 销售收入	26.2%	26.3%	26.2%	26.3%	26.5%	% 总资产	61.8%	62.7%	64.2%	70.2%	72.7%
营业税金及附加	-47	-65	-68	-79	-94	长期投资	1,007	779	830	899	952
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,870	5,357	4,902	4,445	3,985
营业费用	-171	-193	-269	-316	-373	% 总资产	17.4%	20.1%	18.0%	13.9%	11.7%
% 销售收入	1.8%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	953	1,229	1,401	1,554	1,688
管理费用	-1,214	-1,174	-1,676	-2,004	-2,411	非流动资产	8,489	9,950	9,742	9,536	9,283
% 销售收入	13.2%	10.1%	12.7%	12.9%	13.1%	% 总资产	38.2%	37.3%	35.8%	29.8%	27.3%
息税前利润 (EBIT)	984	1,629	1,455	1,691	1,988	<b>资产总计</b>	<b>22,225</b>	<b>26,671</b>	<b>27,179</b>	<b>31,999</b>	<b>34,018</b>
% 销售收入	10.7%	14.0%	11.0%	10.9%	10.8%	短期借款	2,117	2,050	2,503	2,796	0
财务费用	-226	-212	-237	-227	-225	应付款项	6,879	7,778	9,794	10,279	13,717
% 销售收入	2.4%	1.8%	1.8%	1.5%	1.2%	其他流动负债	707	1,734	1,734	1,734	1,734
资产减值损失	37	13	29	29	27	流动负债	9,703	11,561	14,031	14,808	15,451
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	755	858	0	0	0
投资收益	5	47	46	24	30	其他长期负债	1,209	2,458	683	683	683
% 税前利润	0.6%	3.2%	3.4%	1.5%	1.6%	<b>负债</b>	<b>11,668</b>	<b>14,877</b>	<b>14,714</b>	<b>15,491</b>	<b>16,134</b>
营业利润	800	1,477	1,292	1,518	1,820	<b>普通股股东权益</b>	<b>8,532</b>	<b>9,199</b>	<b>9,788</b>	<b>13,736</b>	<b>15,001</b>
营业利润率	8.7%	12.7%	9.8%	9.8%	9.9%	少数股东权益	2,025	2,595	2,677	2,772	2,884
营业外收支	-4	-13	47	43	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>22,225</b>	<b>26,671</b>	<b>27,179</b>	<b>31,999</b>	<b>34,018</b>
税前利润	<b>796</b>	<b>1,464</b>	<b>1,339</b>	<b>1,561</b>	<b>1,850</b>	<b>比率分析</b>					
利润率	8.6%	12.6%	10.1%	10.0%	10.1%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-216	-180	-235	-282	-362	<b>每股指标</b>					
所得税率	27.1%	12.3%	17.5%	18.0%	19.5%	每股收益 (元)	0.16	0.23	0.27	0.31	0.37
净利润	586	907	1,046	1,220	1,434	每股净资产 (元)	2.36	2.55	2.71	3.81	4.16
少数股东损益	7	71	81	95	112	每股经营现金净流 (元)	0.55	-0.25	1.00	-0.50	1.21
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>579</b>	<b>837</b>	<b>964</b>	<b>1,125</b>	<b>1,322</b>	每股股利 (元)	0.02	0.02	0.00	0.02	0.02
净利率	6.3%	7.2%	7.3%	7.2%	7.2%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	6.79%	9.10%	9.85%	8.19%	8.81%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	2.64%	3.40%	3.85%	3.81%	4.22%
净利润	586	907	1,046	1,220	1,434	投入资本收益率	8.26%	11.37%	9.32%	12.62%	11.02%
加: 折旧和摊销	429	657	589	611	632	<b>增长率</b>					
资产减值准备	37	13	0	0	0	营业总收入增长率	8.45%	26.05%	13.87%	17.30%	18.31%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	22.38%	74.66%	-11.53%	14.59%	18.10%
财务费用	227	209	237	227	225	净利润增长率	-0.71%	44.51%	15.27%	16.67%	17.50%
投资收益	-5	-47	-46	-24	-30	总资产增长率	10.75%	20.01%	1.90%	17.73%	6.31%
少数股东损益	7	71	81	95	112	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	1,025	-2,277	1,797	-3,845	2,116	应收账款周转天数	178.6	175.3	175.3	175.3	175.3
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,988</b>	<b>-909</b>	<b>3,623</b>	<b>-1,811</b>	<b>4,377</b>	存货周转天数	131.1	122.2	122.4	122.1	121.9
固定资本投资	-396	-1,377	-60	-60	-50	应付账款周转天数	211.8	199.1	205.4	202.2	203.8
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,267</b>	<b>-2,048</b>	<b>-342</b>	<b>-382</b>	<b>-350</b>	固定资产周转天数	140.3	142.7	139.3	108.2	82.5
股利分配	-60	-60	0	-66	-58	<b>偿债能力</b>					
其他	908	2,207	-2,792	2,954	-3,021	净负债/股东权益	3.11%	14.98%	-8.89%	-10.69%	6.16%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>848</b>	<b>2,147</b>	<b>-2,792</b>	<b>2,889</b>	<b>-3,079</b>	EBIT利息保障倍数	4.2	7.9	6.2	7.4	8.8
<b>现金净流量</b>	<b>570</b>	<b>-811</b>	<b>490</b>	<b>695</b>	<b>949</b>	资产负债率	52.50%	55.78%	54.14%	48.41%	47.43%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。