

投资评级 优于大市 维持

## 净利小幅增加，重大资产置换顺利

### 股票数据

08月28日收盘价(元)	24.58
52周股价波动(元)	14.60-28.57
总股本/流通A股(百万股)	2769/2769
总市值/流通市值(百万元)	68053/68053

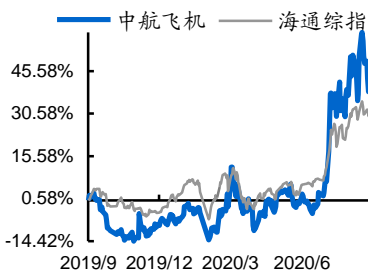
### 相关研究

《中报净利润高增长，长期受益于我国运输机的发展》2019.09.01

《营收快速提高，良好费用率控制推动利润高速增长，未来利润率提升值得期待》2018.09.02

《战略空军需大国重器，中华大飞机旗舰鲲鹏展翅》2018.04.08

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.2	38.8	44.0
相对涨幅(%)	-1.9	21.8	18.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:张恒昶

Tel:

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

分析师:张高艳

Tel:0755-82900489

Email:zgy13106@htsec.com

证书:S0850520060001

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

### 投资要点:

- **事件：公司发布 2020 年半年报。**2020 年上半年公司实现营业收入 134.77 亿元，较 2019 年同期同比下降 8.25%；实现利润总额 2.70 亿元，较 2019 年同期同比增加 0.22%；实现净利润 2.30 亿元，较上年同期同比增加 4.44%，其中实现归属于母公司所有者的净利润 2.33 亿元，较上年同期同比增加 3.72%。
- **航空为本，科技先导。**公司坚持“航空为本、军民协同、科技先导、跨越发展”的发展目标。2020 上半年主业航空产品营收 132.26 亿元，占总营收的 98.14%，同比下滑 6.57pct；毛利率 6.00%，同比小幅增加 0.89pct；研发投入同比增加 49.27%。我们认为，随着科创能力提升，航空装备关键技术有望实现突破，公司核心竞争能力将进一步强化。
- **重大资产置换推进顺利。**2019 年 11 月 06 日公司发布重大资产置换公告，拟置入西安飞机工业、陕西飞机工业、中航天水飞机工业 100% 股权等资产，置出中航飞机股份有限公司长沙起落架分公司、中航飞机股份有限公司西安制动分公司全部资产及负债和贵州新安航空机械有限责任公司 100% 股权等资产。目前交易有关事项正积极推进，交易标的资产范围已基本确定，交易所涉及的审计、评估工作已基本完成。此次重大资产置换进一步整合研发资源，提高运营效率，提升上市公司盈利能力，增强上市公司独立性并减少关联交易。
- **盈利预测。**(1) PE 估值法，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 约为 0.23、0.28、0.30 元/股，结合可比公司估值情况给予公司 2021 年 80-85 倍 PE 估值，对应 22.22-23.60 元/股；(2) PS 估值法，我们预计公司 2020-2022 年 SPS 约为 13.30、14.42、15.76 元/股，参照军工总装类可比公司的 PS 水平，我们给予公司 2021 年 1.55-1.75 倍 PS，对应合理价值区间 22.35-25.23 元。综合上述估值方法，我们给予公司 22.22-25.23 元/股的合理价值区间，“优于大市”评级。
- **风险提示。**(1) 军品订单波动；(2) 军品定价机制改革不及预期；(3) 民品市场竞争加剧。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33468	34298	35326	40679	44846
(+/-)YoY(%)	7.7%	2.5%	3.0%	15.2%	10.2%
净利润(百万元)	558	569	640	769	839
(+/-)YoY(%)	18.4%	1.9%	12.6%	20.1%	9.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.20	0.21	0.23	0.28	0.30
毛利率(%)	6.1%	5.8%	6.0%	6.1%	6.1%
净资产收益率(%)	3.5%	3.4%	3.7%	4.3%	4.5%

资料来源：公司年报(2018-2019)，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

表 1 公司主营产品营收预测

		2019	2020E	2021E	2022E
航空产品	营收 (百万元)	33,497.78	34,335.22	39,485.51	43,434.06
	YoY	2.56%	2.50%	15.00%	10.00%
	毛利率	5.24%	5.36%	5.48%	5.57%
铝合金型材	营收 (百万元)	266.63	293.29	322.62	354.88
	YoY	19.35%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	10.87%	11.68%	11.68%	11.68%
汽车零部件	营收 (百万元)	3.50	3.85	4.24	4.66
	YoY	2.34%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	4.00%	4.87%	4.87%	4.87%
其他收入	营收 (百万元)	1,262.51	1,388.76	1,527.64	1,680.40
	YoY	26.65%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	16.14%	16.90%	16.90%	16.90%
内部抵消	营收 (百万元)	-732.17	-695.56	-660.78	-627.74
	YoY	76.23%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	-2.11%	-2.11%	-2.11%	-2.11%
合计	营收 (百万元)	34,298.25	35,325.57	40,679.22	44,846.26
	YoY	2.48%	3.00%	15.16%	10.24%
	成本 (百万元)	32,293.25	33,201.46	38,204.15	42,088.46
	YoY	2.76%	2.81%	15.07%	10.17%
	毛利率	5.85%	6.01%	6.08%	6.15%

资料来源: 公司 2019 年报, 海通证券研究所

表 2 基于市销率的可比上市公司估值表 (2021 年预测 PS, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (2021E)	PS (2021E)
中直股份	600038	56.45	37.96	1.46
中国重工	601989	4.88	174.91	2.47
中航沈飞	600760	58.60	56.23	2.51
航发动力	600893	43.89	65.58	3.00
中国动力	600482	20.16	37.74	1.36
上述公司 2021 年平均预测 PE 或 PS (倍)			74.48	2.16

资料来源: wind, 海通证券研究所

备注: 按 2020 年 08 月 28 日收盘价计算 (以上均来自万得一致预测)

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>34298</b>	<b>35326</b>	<b>40679</b>	<b>44846</b>
每股收益	0.21	0.23	0.28	0.30	营业成本	32293	33201	38204	42088
每股净资产	5.98	6.21	6.49	6.79	毛利率%	5.8%	6.0%	6.1%	6.1%
每股经营现金流	0.20	0.34	0.32	0.25	营业税金及附加	44	46	53	58
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	419	353	447	493
P/E	119.63	106.26	88.51	81.13	营业费用率%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%
P/B	4.11	3.96	3.79	3.62	管理费用	808	848	976	1076
P/S	1.98	1.93	1.67	1.52	管理费用率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
EV/EBITDA	38.35	54.57	49.39	46.14	EBIT	601	718	815	883
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-32	3	-4	-10
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	5.8%	6.0%	6.1%	6.1%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利率	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	投资收益	1	0	41	45
净资产收益率	3.4%	3.7%	4.3%	4.5%	<b>营业利润</b>	<b>662</b>	<b>754</b>	<b>905</b>	<b>987</b>
资产回报率	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	2.8%	3.2%	3.5%	3.6%	<b>利润总额</b>	<b>663</b>	<b>754</b>	<b>905</b>	<b>987</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1058	1148	1255	1333
营业收入增长率	2.5%	3.0%	15.2%	10.2%	所得税	94	113	136	148
EBIT 增长率	7.1%	19.4%	13.5%	8.3%	有效所得税率%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	1.9%	12.6%	20.1%	9.1%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>569</b>	<b>640</b>	<b>769</b>	<b>839</b>
资产负债率	66.0%	65.0%	66.9%	67.8%					
流动比率	1.33	1.36	1.34	1.34	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.65	0.68	0.66	0.66	货币资金	6739	7329	7980	8460
现金比率	0.22	0.24	0.23	0.22	应收账款及应收票据	12829	12765	14699	16205
<b>经营效率指标</b>					存货	14686	14736	16642	18450
应收帐款周转天数	134.63	130.00	130.00	130.00	其它流动资产	6220	6331	7239	7944
存货周转天数	165.99	162.00	159.00	160.00	流动资产合计	40473	41161	46560	51059
总资产周转率	0.70	0.72	0.75	0.76	长期股权投资	2528	2528	2528	2528
固定资产周转率	8.12	8.84	10.83	12.79	固定资产	4225	3996	3756	3507
					在建工程	487	487	487	487
					无形资产	298	298	298	298
					非流动资产合计	8289	8060	7820	7571
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>48763</b>	<b>49221</b>	<b>54380</b>	<b>58630</b>
净利润	569	640	769	839	短期借款	778	700	700	700
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	25128	25015	28784	31710
非现金支出	513	429	439	449	预收账款	3514	3533	4068	4485
非经营收益	-12	67	24	20	其它流动负债	1042	1032	1118	1185
营运资金变动	-517	-202	-358	-608	流动负债合计	30462	30280	34670	38080
<b>经营活动现金流</b>	<b>553</b>	<b>934</b>	<b>875</b>	<b>700</b>	长期借款	1200	1200	1200	1200
资产	-705	-196	-196	-196	其它长期负债	498	498	498	498
投资	-84	0	0	0	非流动负债合计	1698	1698	1698	1698
其他	-2313	0	41	45	<b>负债总计</b>	<b>32160</b>	<b>31978</b>	<b>36368</b>	<b>39779</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3101</b>	<b>-196</b>	<b>-155</b>	<b>-151</b>	实收资本	2769	2769	2769	2769
债权募资	2403	-78	0	0	归属于母公司所有者权益	16549	17189	17958	18797
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	53	53	54	54
其他	-1821	-70	-69	-69	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>48763</b>	<b>49221</b>	<b>54380</b>	<b>58630</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>582</b>	<b>-148</b>	<b>-69</b>	<b>-69</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1965</b>	<b>590</b>	<b>651</b>	<b>481</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张恒昶 军工行业  
张高艳 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： 中航光电,中航科工,柯力传感,中航电子,中航电测,中航飞机,航天电器,中航机电,火炬电子,康达新材,中国海防,中航高科,中航沈飞,苏试试验

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%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。