



中信证券研究部

核心观点



李建伟
军工分析师
S1010519060003

公司公告拟现金收购机载系统公司旗下南京航健 70% 股权，增资宏光航空装备 1.5 亿元（持股 36.55%），并将子公司贵阳电机 100% 股权转让至机载系统公司。公司持续推进航空机电业务整合，进一步完善业务布局及产业链，预计将提升公司盈利能力及核心竞争力。

■ **现金收购南京航健 70% 股权，整合航空维修业务并提升盈利能力。**公司拟以现金收购南京机电、吴贤、范开华、张炳良合计持有的南京航健 70% 股权，交易价格初步确定为 3.0 亿元（按 18 年数值计算约 9.6 倍 PE、3.6 倍 PB）。南京航健主营航空机电液压产品的研发、生产、维修业务，收购后公司将进一步整合航空机电维修资源，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。南京航健 2018 年收入 1.44 亿元、净利 4471 万元，2019 年前三季度收入 8627 万元，净利 2471 万元，对应净利率（净利润/收入）分别为 31.15%、28.65%，远高于中航机电 7.8%/7.3% 净利率水平，收购后料将进一步增强公司盈利能力（南京航健 70% 股权可增厚公司 2018 年业绩 3.7%）。

■ **增资入股宏光空降装备，进一步完善航空机电业务产业链。**中航机电、宏光装备的三个员工持股平台拟对机载系统公司旗下宏光空降装备进行增资，其中中航机电增资 1.5 亿元，增资后持股 36.55%，三个员工持股平台合计增资 0.37 亿元，增资后合计持股 9%。宏光空降装备主营空降装备、空气动力试验专用设备、航空附件、机电产品、汽车部件及系统、航空运动装备等业务，2018 年收入 5.17 亿元，净利 1650 万元；2019 年前三季度收入 3.29 亿元，亏损 850 万元。增资后公司预计将完善航空机电业务产业链布局，核心竞争力进一步提升。

■ **剥离贵阳电机，提升整体业绩水平。**公司拟将贵阳电机 100% 股权转让给公司大股东机载系统公司，交易价格 1.89 亿元。并拟终止贵阳电机此前募投项目航空电源生产能力提升项目的实施，后续募集资金 923.42 万元不再投入该项目，拟用于永久补充流动资金。贵阳电机主营电机电器、电源系统总体、武器装备专用传感器、工模具制造、机床修理等业务，2018 年收入 5.86 亿元，净利亏损 2559 万元；2019 年前三季度收入 4.64 亿元，盈利 901 万元。剥离盈利能力较差的贵阳电机后，公司盈利能力及整体业绩水平有望提升，回溯看，剥离贵阳机电减亏 2559 万元增厚公司 2018 年归母净利约 3%。

■ **后续资产整合仍有空间，公司盈利能力及治理水平有望持续提升。**航空工业集团做为国有资本投资公司试点，加速推进旗下企业资产证券化及员工持股、股权激励等工作。未来机电板块 609、610 两家研究所资产有望注入上市公司，两个所 2020 年合计净利润预计将达到 4 亿元，注入后预计将增厚上市公司 EPS 约 9%。此外，公司年初公告 1.5- 3 亿元股份回购计划，目前回购成交总金额为 1.55 亿元，回购股份或将用于股权激励、员工持股等

■ **风险因素：**军品交付进度低于预期；集团混改及资产注入不及预期；新品研制不及预期等。

中航机电	002013
评级	买入（维持）
当前价	6.40 元
目标价	9 元
总股本	3,609 百万股
流通股本	3,608 百万股
52 周最高/最低价	8.5/6.24 元
近 1 月绝对涨幅	-5.33%
近 6 月绝对涨幅	-9.35%
近 12 月绝对涨幅	-16.86%

■ **投资建议：**考虑到军民机需求带动航空机电市场扩张以及公司的改革措施有望驱动盈利能力持续改善，我们维持公司 2019/2020/2021 年 EPS 预测 0.26/ 0.31/0.36 元（未考虑此次整合），公司当前价 6.40 元，分别对应 2019/20/21 年 PE 为 24/21/18 倍。综合行业可比公司估值水平、公司的行业地位以及后续的资产注入预期，维持“买入”评级，目标价 9 元（对应 2020 年 29 倍 PE 估值）。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,232.19	11,637.18	12,730.47	14,630.67	16,786.64
营业收入增长率	8%	26%	9%	15%	15%
净利润(百万元)	579.01	836.71	951.71	1,119.61	1,302.82
净利润增长率	-1%	45%	14%	18%	16%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.24	0.23	0.26	0.31	0.36
毛利率%	26.17%	26.30%	26.57%	27.22%	27.70%
净资产收益率 ROE%	6.79%	9.10%	9.48%	10.13%	10.65%
每股净资产（元）	2.36	2.55	2.78	3.06	3.39
PE	27	28	24	21	18
PB	3	3	2	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 2 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,232	11,637	12,730	14,631	16,787	货币资金	3,574	3,529	4,710	5,121	5,540
营业成本	6,816	8,577	9,348	10,648	12,137	存货	3,750	4,148	4,669	5,442	6,045
毛利率	26.17%	26.30%	26.57%	27.22%	27.70%	应收账款	6,007	8,612	8,911	10,446	12,106
营业税金及附加	47	65	62	76	87	其他流动资产	405	433	571	596	661
销售费用	171	193	216	253	296	流动资产	13,736	16,721	18,861	21,605	24,351
营业费用率	1.85%	1.66%	1.69%	1.73%	1.76%	固定资产	3,870	5,357	5,195	4,999	4,764
管理费用	1,214	1,174	1,310	1,535	1,797	长期股权投资	227	86	111	138	169
管理费用率	13.15%	10.09%	10.29%	10.49%	10.70%	无形资产	893	1,124	1,116	1,107	1,098
财务费用	226	212	193	226	254	其他长期资产	3,499	3,384	3,301	3,209	3,109
财务费用率	2.45%	1.82%	1.51%	1.54%	1.51%	非流动资产	8,489	9,950	9,722	9,454	9,139
投资收益	5	47	57	63	75	资产总计	22,225	26,671	28,584	31,059	33,491
营业利润	806	1,101	1,233	1,456	1,691	短期借款	2,117	2,050	2,690	3,021	3,358
营业利润率	8.73%	9.46%	9.69%	9.95%	10.07%	应付账款	5,844	6,765	6,966	7,639	8,197
营业外收入	70	25	30	32	40	其他流动负债	1,742	2,747	2,784	3,024	3,143
营业外支出	73	38	46	56	65	流动负债	9,703	11,561	12,440	13,684	14,698
利润总额	802	1,087	1,217	1,432	1,666	长期借款	755	858	971	1,095	1,231
所得税	216	180	183	215	250	其他长期负债	1,209	2,458	2,453	2,447	2,440
所得税率	26.92%	16.56%	15.00%	15.00%	15.00%	非流动性负债	1,965	3,316	3,423	3,542	3,672
少数股东损益	7	71	83	97	113	负债合计	11,668	14,877	15,863	17,226	18,369
归属于母公司股东的净利润	579	837	952	1,120	1,303	股本	2,406	3,609	3,609	3,609	3,609
净利率	6.27%	7.19%	7.48%	7.65%	7.76%	资本公积	2,534	1,025	1,025	1,025	1,025
						归属于母公司所有者权益合计	8,532	9,199	10,043	11,058	12,232
						少数股东权益	2,025	2,595	2,678	2,775	2,889
						股东权益合计	10,557	11,794	12,721	13,833	15,121
						负债股东权益总计	22,225	26,671	28,584	31,059	33,491

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	802	1,087	1,217	1,432	1,666
所得税支出	-216	-180	-183	-215	-250
折旧和摊销	429	657	868	974	1,090
营运资金的变化	898	-2,596	-746	-1,437	-1,669
其他经营现金流	76	122	162	180	197
经营现金流合计	1,988	-909	1,319	933	1,034
资本支出	-904	-1,162	-616	-677	-745
投资收益	5	47	57	63	75
其他投资现金流	-1,368	-933	-25	-28	-30
投资现金流合计	-2,267	-2,048	-584	-642	-700
发行股票	881	0	0	0	0
负债变化	8,268	11,819	748	449	467
股息支出	-60	-108	-108	-105	-128
其他融资现金流	-8,240	-9,564	-193	-226	-254
融资现金流合计	848	2,147	447	119	85
现金及现金等价物净增加额	570	-811	1,181	410	419

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	8.45%	26.05%	9.39%	14.93%	14.74%
营业利润增长率	47.39%	36.66%	12.01%	18.05%	16.16%
净利润增长率	-0.71%	44.51%	13.74%	17.64%	16.36%
毛利率	26.17%	26.30%	26.57%	27.22%	27.70%
EBITDA Margin	15.61%	16.56%	17.24%	17.32%	17.25%
净利率	6.27%	7.19%	7.48%	7.65%	7.76%
净资产收益率	6.79%	9.10%	9.48%	10.13%	10.65%
总资产收益率	2.61%	3.14%	3.33%	3.60%	3.89%
资产负债率	52.50%	55.78%	55.50%	55.46%	54.85%
所得税率	26.92%	16.56%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	10.39%	12.94%	10.98%	11.44%	11.79%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和 markets 法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。