

2019年03月15日

军用航空与防务带动整体业绩增长 买入 (维持)

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周佳莹

执业证号: S0600518090001
021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,637	13,231	15,097	17,286
同比 (%)	26.1%	13.7%	14.1%	14.5%
归母净利润 (百万元)	837	961	1,107	1,277
同比 (%)	44.5%	14.9%	15.1%	15.4%
每股收益 (元/股)	0.23	0.27	0.31	0.35
P/E (倍)	31.27	27.22	23.64	20.48

投资要点

■ **事件:**中航机电发布 2018 年报, 实现收入 116.37 亿元, 同比增长 4.08%, 归母净利润 8.37 亿元, 同比增长 16.49%, 扣非归母净利润 7.12 亿元, 同比增长 23.33%。

■ 军用航空与防务带动整体业绩增长

公司 2018 年实现营业收入 116.37 亿元, 同比增长 4.08%, 归母净利润 8.37 亿元, 同比增长 16.49%, 扣非归母净利润 7.12 亿元, 同比增长 23.33%。

分业务来看, 军用航空与防务全年实现收入 72.83 亿元, 较 2017 年 67.33 亿元增长 8.17%; 民用航空实现销售收入 3.50 亿元, 较 2017 年 3.87 亿元下降 9.66%; 工业制造实现收入 38.62 亿元, 同比下降 0.83%; 现代服务业全年累计实现销售收入 1.43 亿元, 较 2017 年 1.67 亿元下降 14.31%。整体上看军工航空与防务业务带动了收入增长。

费用方面, 公司 2018 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.66% (+0.02pct)、10.09% (+0.45pct)、3.55% (-0.13pct)、1.82% (-0.56pct)。

公司扣非净利润增速较快, 但我们认为扣非利润增速不能反映公司业务的内生增长情况。从非经常损益表可以看出, 2018 年比 2017 年变化幅度最大的是同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益, 我们认为, 扣除该项目后的利润, 前后统计口径不一致, 因此扣非利润增速不能反映公司业务的内生增长情况。

■ 应收增加导致经营性现金流为负

公司 2018 年经营性净现金流为 -9.09 亿元, 较上年同期下降 140.45%, 其主要原因为销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少 19.45 亿元, 支付其他与经营活动有关的现金较上年同期增加 8.25 亿元。从现金流量表补充资料来看, 主要是由于应收项目增加, 以及应付项目减少, 说明公司下游客户回款速度变慢, 同时公司对上游供应商的占款能力减弱。

■ 盈利预测:

根据年报, 公司 2019 年经济目标是: 全年实现营业收入 123 亿元, 利润总额 11.56 亿元, 分别同比增长 5.70%, 6.35%。我们认为, 公司作为国内航空机电领域龙头, 行业地位稳固, 军用航空和防务业务能够带动公司整体保持稳健的内生增长, 预测 2019-2020 年归母净利润分别为 9.61 亿元, 11.07 亿元, 12.77 亿元, 对应 PE 为 27 倍, 24 倍, 20 倍。

■ **风险提示:** 军用飞机研制进度不及预期; 军工企业现金流波动较大。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 7.25

一年最低/最高价 6.38/9.09

市净率(倍) 2.84

流通 A 股市值(百万元) 26160.82

基础数据

每股净资产(元) 2.55

资产负债率(%) 55.78

总股本(百万股) 3608.63

流通 A 股(百万股) 3608.39

相关研究

1、《中航机电 (002013): 上半年经营状况良好, 收入利润稳步增长》2018-08-31

2、《中航机电点评: 发行可转换债券方案获证监会通过, 收购与募投项目进入实施期》2018-03-20

3、《中航机电点评: 签署合作备忘录, 推进民用航空领域布局》2018-03-19

事件：中航机电发布 2018 年报，实现收入 116.37 亿元，同比增长 4.08%，归母净利润 8.37 亿元，同比增长 16.49%，扣非归母净利润 7.12 亿元，同比增长 23.33%。

1. 军用航空与防务带动整体业绩增长

公司 2018 年实现营业收入 116.37 亿元，同比增长 4.08%，归母净利润 8.37 亿元，同比增长 16.49%，扣非归母净利润 7.12 亿元，同比增长 23.33%。

分业务来看，军用航空与防务全年实现收入 72.83 亿元，较 2017 年 67.33 亿元增长 8.17%；民用航空实现销售收入 3.50 亿元，较 2017 年 3.87 亿元下降 9.66%；工业制造实现收入 38.62 亿元，同比下降 0.83%；现代服务业全年累计实现销售收入 1.43 亿元，较 2017 年 1.67 亿元下降 14.31%。整体上看军工航空与防务业务带动了收入增长。

费用方面，公司 2018 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.66% (+0.02pct)、10.09% (+0.45pct)、3.55% (-0.13pct)、1.82% (-0.56pct)。

公司扣非净利润增速较快，但我们认为扣非利润增速不能反映公司业务的内生增长情况。从非经常损益表可以看出，2018 年比 2017 年变化幅度最大的是同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益，我们认为，扣除该项目后的利润，前后统计口径不一致，因此扣非利润增速不能反映公司业务的内生增长情况。

表 1：公司 2017-2018 非经营性项目及金额（单位：亿元）

项目	2018 年金额	2017 年金额
非流动资产处置损益（包括已计提资产减值准备的冲销部分）	0.39	-0.07
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	0.71	1.48
债务重组损益		-0.12
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益	0.36	1.39
受托经营取得的托管费收入	0.22	0.29
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-0.17	-0.40
减：所得税影响额	0.21	1.14
少数股东权益影响额（税后）	0.05	0.02
合计	1.24	1.41

数据来源：中航机电年报，东吴证券研究所

2. 应收增加导致经营性现金流为负

公司 2018 年经营性净现金流为 -9.09 亿元，较上年同期下降 140.45%，其主要原因为销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少 19.45 亿元，支付其他与经营活动有

关的现金较上年同期增加 8.25 亿元。从现金流量表补充资料来看，主要是由于应收项目增加，以及应付项目减少，说明公司下游客户回款速度变慢，同时公司对上游供应商的占款能力减弱。

表 2：公司 2016-2018 现金流量表补充资料（单位：亿元）

	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31
净利润	9.07	5.86	5.76
加：资产减值准备	0.13	0.37	0.38
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性物资折旧	5.75	3.86	3.46
无形资产摊销	0.76	0.39	0.38
长期待摊费用摊销	0.07	0.04	0.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.02	0.07	0.03
固定资产报废损失	0.05	0.00	0.00
财务费用	2.09	2.27	2.54
投资损失	-0.47	-0.05	0.03
递延所得税资产减少	0.22	0.03	-0.04
递延所得税负债增加	0.11	0.00	-0.12
存货的减少	-1.59	-7.83	1.15
经营性应收项目的减少	-18.65	5.05	-0.19
经营性应付项目的增加	-5.72	11.76	-4.97
其他	-0.89	-1.94	-0.34
间接法-经营活动产生现金流量净额	-9.09	19.88	8.14

数据来源：中航机电年报，东吴证券研究所

3. 盈利预测

根据年报，公司 2019 年经济目标是：全年实现营业收入 123 亿元，利润总额 11.56 亿元，分别同比增长 5.70%，6.35%。我们认为，公司作为国内航空机电领域龙头，行业地位稳固，军用航空和防务业务能够带动公司整体保持稳健的内生增长，预测 2019-2020 年归母净利润分别为 9.61 亿元，11.07 亿元，12.77 亿元，对应 PE 为 27 倍，24 倍，20 倍。

4. 风险提示

军用飞机研制进度不及预期；军工企业现金流波动较大。

中航机电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	16721	21462	23281	27599	营业收入	11637	13231	15097	17286
现金	3529	5959	6787	8010	减:营业成本	8577	9965	11253	12809
应收账款	6776	6484	8195	8649	营业税金及附加	65	57	71	85
存货	4148	5256	5431	6583	营业费用	193	216	253	294
其他流动资产	2269	3763	2868	4356	管理费用	1174	1652	1847	2072
非流动资产	9950	10362	10859	11434	财务费用	212	243	340	421
长期股权投资	86	-46	-176	-301	资产减值损失	13	0	0	0
固定资产	5357	5905	6477	7085	加:投资净收益	47	46	24	30
在建工程	1792	1759	1769	1811	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1229	1262	1309	1360	营业利润	1101	1146	1357	1635
其他非流动资产	1486	1481	1480	1479	加:营业外净收支	-13	47	37	17
资产总计	26671	31823	34140	39033	利润总额	1087	1193	1394	1651
流动负债	11561	16161	17874	21964	减:所得税费用	180	219	261	333
短期借款	2050	5036	6802	8263	少数股东损益	71	13	26	41
应付账款	5219	5800	6644	7521	归属母公司净利润	837	961	1107	1277
其他流动负债	4292	5325	4427	6181	EBIT	1280	1345	1627	1937
非流动负债	3316	2894	2465	2027	EBITDA	1937	1946	2334	2767
长期借款	2633	2211	1782	1344					
其他非流动负债	683	683	683	683	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	14877	19055	20339	23991	每股收益(元)	0.23	0.27	0.31	0.35
少数股东权益	2595	2608	2634	2675	每股净资产(元)	2.46	2.72	3.00	3.34
归属母公司股东权益	9199	10160	11168	12366	发行在外股份(百万股)	3609	3609	3609	3609
负债和股东权益	26671	31823	34140	39033	ROIC(%)	6.8%	5.9%	6.3%	6.7%
					ROE(%)	7.7%	7.6%	8.2%	8.8%
					毛利率(%)	26.3%	24.7%	25.5%	25.9%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.2%	7.3%	7.3%	7.4%
经营活动现金流	-909	1626	1079	2039	资产负债率(%)	55.8%	59.9%	59.6%	61.5%
投资活动现金流	-2048	-968	-1181	-1375	收入增长率(%)	26.1%	13.7%	14.1%	14.5%
筹资活动现金流	2147	-1215	-837	-902	净利润增长率(%)	44.5%	14.9%	15.1%	15.4%
现金净增加额	-809	-556	-939	-237	P/E	31.27	27.22	23.64	20.48
折旧和摊销	0	602	707	830	P/B	2.95	2.66	2.41	2.17
资本开支	1162	543	627	700	EV/EBITDA	16.34	16.05	13.63	11.45
营运资本变动	0	-147	-1076	-500					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

