安信证券 ESSENCE SECURITIES

2021 年 01 月 21 日

公司快报

证券研究报告

航空军工

江航装备（688586.SH）

2020 净利润增长 59%-77%，是航空机载设备细分领域的龙头企业

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价: 37 元

股价（2021-01-21） 28.75 元

交易数据

总市值（百万元）	11,607.65
流通市值(百万元)	2,534.41
总股本（百万股）	403.74
流通股本(百万股)	88.15
12 个月价格区间	28.75/49.89 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.96	-18.2	-16.97
绝对收益	-3.3	-9.39	

冯福章 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

花超 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520090001
huachao@essence.com.cn

王晗 报告联系人
wanghan1@essence.com.cn

相关报告

■ **事件：**

2021 年 1 月 21 日晚，公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年实现营收 8.2-8.4 亿元，同比增加 21.57%至 24.54%，实现归母净利润 1.8-2 亿元，同比增加 59.05%至 76.73%，扣非归母净利润 1.45-1.65 亿元，同比增加 64.96%至 87.71%。

■ **点评：**

1）防疫复工"双线作战，受益航空业务量价齐升及制冷业务市场拓展顺利。预计公司 2020 净利润 1.8-2 亿，同比增长 59%-77%，高于营收增长，实现了防疫复工"双线作战"，系航空和制冷两大业务发展迅速。（1）航空业务呈现量价齐升之势，一方面，航空订单同比有较大增长带动营收增长，另一方面，航空氧气系统产品的结构调整，该业务的销售收入同比大幅增加，有效提升了公司盈利能力；此外公司也继续扩展航空修理厂维修业务，不断发掘新的业绩增长点；（2）2020 年公司同时加大对制冷业务新项目的开发力度，努力扩展海军产品市场，军品收入增长较好。（3）2020 年度非经常性损益对公司净利润影响约 3,500 万元，同比增加 973 万元。

单季度继续高增长，毛利率提升和期间费用率改善叠加致使盈利能力不断提升。单季度看，Q4 实现净利润 0.22-0.42 亿元，同比增加 10%-110%，增速中值为 60%，虽然较二三季度有所放缓，但仍保持高速增长；净利润和营收增速看，无论是年度或是单季度，净利润增速都显著高于营收增速，反映公司的产品结构调整以及费用率改善带来的盈利能力的提升（三季报毛利率和期间费用率分别改善了 2.44 和 1.98pct）。

2）航空装备领域地位突出，受益军机换装列装加速。公司航空装备主要产品覆盖航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统、飞机副油箱等，为国内各大主机厂、军方提供配套产品和服务，配套供应国内有装备需求的所有在研、在役军机以及部分民机，近三年航空产品营收占比超过 60%；目前我国军机数量和结构都有很大的提升空间，预计十四五期间军机新增市场空间将达 6500 亿元（测算参考前期报告《【安信军工】年度投资策略》），公司作为国内唯一的航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统专业化研发制造基地，国内最大的飞机副油箱制造商，航空装备领域地位突出，考虑到公司结构调整以及费用率改善带来的盈利能力提升，我们认为公司核心受益军机换装列装加速的进程。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3）国内领先的特种制冷设备制造商，军用领域实现海陆空火箭军全兵种覆盖，民用市场更为广阔。公司"天鹅"品牌是国内最早的家用窗式空调和军用空调品牌，品牌知名度高。（1）在军用领域，核心技术优势明显，系列型谱较全，产品主要包括方舱空调、装甲空调、舰船空调、冷液设备等产品，实现空陆海火箭军全军种覆盖，此外应用到航空机载领域且取得突出优势；目前，我国陆军装备中仍存在较多老旧装备，代际组成较美国等仍存在较大差距，随着有装配军工空调需求的第三代坦克数量的增多以及装甲车的迭代升级，军用坦克和装甲空调的需求将进一步扩大；（2）此外公司通过军用技术成果转化发展民用特种制冷设备，重点开拓工业用特种耐高温空调、专用车空调等细分市场，工业用特种耐高温空调市场受益下游钢铁行业的持续增长，而随着我国基础设施建设、城市发展、能源消耗结构变化，专用汽车的市场前景将会越来越广阔，从而带动上游专用车空调市场的增长。

■ **投资建议：**公司聚焦于航空装备及特种制冷领域。航空产品配套所有在研、在役军机以及部分民机，公司作为国内唯一的航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统专业化研发制造基地，国内最大的飞机副油箱制造商，航空装备领域地位突出，核心受益军机换装列装加速的进程；军用特种制冷设备实现空陆海火箭军等全军种覆盖，并通过军用技术成果转化发展民用特种制冷设备，国内领先的特种制冷设备制造商，军民市场广阔。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 1.89 亿元、2.56 亿元和 3.60 亿元，对应 PE 为 61X、45X 和 32X ，首次覆盖，给予"买入-A"评级。

■ **风险提示：**军机换装列装进度不及预期，民用市场拓展不急预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	661.0	674.5	830.0	1,103.9	1,495.8
净利润	71.1	113.2	189.1	255.6	359.7
每股收益(元)	0.18	0.28	0.47	0.63	0.89
每股净资产(元)	1.73	1.99	2.65	3.29	4.18

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	163.3	102.6	61.4	45.4	32.3
市净率(倍)	16.6	14.4	10.8	8.7	6.9
净利润率	10.8%	16.8%	22.8%	23.2%	24.0%
净资产收益率	10.2%	14.1%	17.6%	19.3%	21.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	33.9%	28.0%	39.4%	53.2%	52.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	661.0	674.5	830.0	1,103.9	1,495.8
减:营业成本	435.3	400.9	452.4	596.1	800.2
营业税费	3.1	3.1	3.0	4.0	5.1
销售费用	20.1	22.6	23.2	31.1	42.2
管理费用	104.3	105.8	109.6	145.7	194.5
研发费用	27.4	25.3	29.9	39.7	52.4
财务费用	10.8	3.8	-2.7	-3.7	-4.6
资产减值损失	9.2	-7.0	1.8	1.3	1.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-3.4	0.7	0.8	-0.7	0.3
营业利润	73.5	131.5	213.7	289.0	405.4
加:营业外净收支	-1.2	-4.0	0.4	0.5	2.0
利润总额	72.2	127.5	214.1	289.5	407.4
减:所得税	1.1	14.4	25.1	33.9	47.7
净利润	71.1	113.2	189.1	255.6	359.7

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	266.3	270.5	541.1	586.8	825.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	428.0	367.0	607.0	694.5	967.5
应收票据	139.9	127.8	195.0	253.1	341.1
预付帐款	11.9	11.9	14.6	18.5	27.8
存货	275.1	281.9	250.4	489.5	526.1
其他流动资产	12.9	33.0	16.2	20.7	23.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	5.8	6.5	6.5	6.5	6.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	581.2	543.4	495.4	447.3	399.3
在建工程	2.8	25.7	25.7	25.7	25.7
无形资产	63.6	67.7	62.4	57.1	51.8
其他非流动资产	70.4	61.4	60.5	63.3	60.7
资产总额	1,857.9	1,796.8	2,274.9	2,663.0	3,255.6
短期债务	66.3	-	-	-	-
应付帐款	330.6	239.7	430.4	459.3	705.7
应付票据	95.3	92.6	65.3	172.8	151.9
其他流动负债	142.8	197.7	188.7	202.0	216.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	524.1	462.3	519.0	501.8	494.4
负债总额	1,159.1	992.4	1,203.5	1,335.9	1,568.8
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	280.0	302.8	403.7	403.7	403.7
留存收益	419.4	478.6	667.7	923.3	1,283.0
股东权益	698.8	804.3	1,071.4	1,327.1	1,686.8

财务指标

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	-2.7%	2.0%	23.1%	33.0%	35.5%
营业利润增长率	29.1%	79.0%	62.5%	35.2%	40.3%
净利润增长率	17.6%	59.2%	67.1%	35.2%	40.7%
EBITDA 增长率	20.5%	64.3%	50.1%	28.1%	34.1%
EBIT 增长率	38.5%	114.4%	69.4%	35.2%	40.5%
NOPLAT 增长率	10.7%	44.8%	55.2%	35.2%	40.5%
投资资本增长率	75.3%	10.3%	0.1%	43.3%	18.2%
净资产增长率	143.8%	15.1%	33.2%	23.9%	27.1%
利润率					
毛利率	34.1%	40.6%	45.5%	46.0%	46.5%
营业利润率	11.1%	19.5%	25.7%	26.2%	27.1%
净利润率	10.8%	16.8%	22.8%	23.2%	24.0%
EBITDA/营业收入	16.2%	26.1%	31.8%	30.7%	30.4%
EBIT/营业收入	8.8%	18.5%	25.4%	25.8%	26.8%
运营效率					
固定资产周转天数	320	300	225	154	102
流动营业资本周转天数	119	158	150	170	175
流动资产周转天数	603	594	589	601	575
应收帐款周转天数	213	212	211	212	200
存货周转天数	137	149	115	121	122
总资产周转天数	997	975	883	805	712
投资资本周转天数	183	240	205	188	178
投资回报率					
ROE	10.2%	14.1%	17.6%	19.3%	21.3%
ROA	3.8%	6.3%	8.3%	9.6%	11.0%
ROIC	33.9%	28.0%	39.4%	53.2%	52.2%
费用率					
销售费用率	3.0%	3.4%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用率	15.8%	15.7%	13.2%	13.2%	13.0%
研发费用率	4.1%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
财务费用率	1.6%	0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
四费/营业收入	24.6%	23.4%	19.3%	19.3%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	55.2%	52.9%	50.2%	48.2%
负债权益比	165.9%	123.4%	112.3%	100.7%	93.0%
流动比率	1.79	2.06	2.37	2.47	2.52
速动比率	1.35	1.53	2.01	1.89	2.03
利息保障倍数	5.37	32.51	-79.23	-77.08	-86.46
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	71.1	113.2	189.1	255.6	359.7
加:折旧和摊销	49.5	52.1	53.3	53.3	53.3
资产减值准备	9.2	7.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	6.3	2.7	-2.7	-3.7	-4.6
投资损失	3.4	-0.7	-0.8	0.7	-0.3
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-294.7	-129.0	-53.2	-261.1	-174.4
经营活动产生现金流量	-13.7	89.6	185.8	44.8	233.8
投资活动产生现金流量	-46.5	-36.0	0.8	-0.7	0.3
融资活动产生现金流量	-21.3	-44.3	84.0	1.5	5.0

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.18	0.28	0.47	0.63	0.89
BVPS(元)	1.73	1.99	2.65	3.29	4.18
PE(X)	163.3	102.6	61.4	45.4	32.3
PB(X)	16.6	14.4	10.8	8.7	6.9
P/FCF	-29.6	3,997.0	60.5	239.8	49.1
P/S	17.6	17.2	14.0	10.5	7.8
EV/EBITDA	-	-	41.6	32.4	23.6
CAGR(%)	53.2%	47.0%	47.3%	53.2%	47.0%
PEG	3.1	2.2	1.3	0.9	0.7
ROIC/WACC	3.2	2.7	3.8	5.1	5.0
REP	-	-	6.2	3.2	2.7

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、花超声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。