证券研究报告—动态报告

国防军工

航空军工

中航机电 (002013)

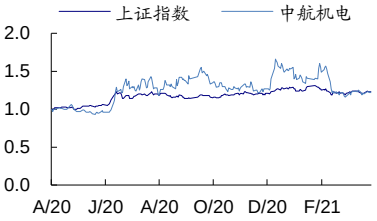
买入

2021 年一季报点评

（维持评级）

2021 年 04 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,885/3,885
总市值/流通(百万元)	38,926/38,925
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	14.17/7.65

相关研究报告:

《中航机电-002013-2017 年年报点评：利润总额高增长，低估白马迎来拐点》 ——2018-03-14

《中航机电-002013-趋势向上，确定性与弹性俱佳》 ——2017-11-12

《中航机电-002013-2017 半年报点评：业绩稳步增长，军工混改典范》 ——2017-08-22

《中航机电-002013-重大事件快评：现金收购军工资产，估值合理成长确定》 ——2017-08-03

《中航精机-002013-增发快评：中航机电系统平台地位确立，业绩增厚远超预期》 ——2010-10-25

证券分析师：花超

电话:

E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

航空机电主业提升明显，业绩有望加速

• 航空主业大幅提升，非航业务企稳回升。

21Q1 公司实现营收 35.8 亿元(+72.45%)，归母净利润 2.11 亿元(+225.22%)。一是由于公司上年同期受新冠疫情影响生产经营受限，部分企业停工时间较长，更是一季度公司航空业务收入同比大幅提升，非航空业务企稳回。其中，航空主业应主要受益军工航空装备的压紧交付，非航空主业则或汽车零部件等产销恢复。

• 毛利率稳定恢复，能力提升见效果。

公司 Q1 整体毛利率为 19.87%，同比提升 0.12pct，毛利率保持较为稳定，主要与公司产品交付节奏有关；销售净利率为 6.25%，同比增加 3.59pct，主要系公司今年一季度费用端保持稳定，或跟汽车零部件产业产量恢复提升，公司盈利能力得到回升。期间费用方面，21Q1 年公司销售费用率为 0.79%，同比降低 0.37pct；占比较大的管理费用率为 11.18%，同比改善 1.64pct；财务费用率 0.55%，同比降低 1.54pct。同时公司注重科技创新，持续对研发加大投入，研发费用同比增长 100.12%，研发费用率同比上升 0.47pct。

• 投资建议:

中航机电作为我国机载机电系统主导地位公司，航空主业突出，内生增长稳健，将核心受益我国军机新机型换装列装加速以及新机型机电系统价值量占比提升两个主要增长逻辑，同时民机机电系统在以国产大飞机等为代表的民机中市场占有率逐渐提升，具备国产替代空间。公司是中航工业旗下航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台，前期资本运作有序开展，后续托管优质资产有望持续注入，股权激励回购已完成也值得期待。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 13.16/15.85/19.97 亿元，当前股价对应 PE= 29.6/24.6/19.5x，维持“买入”投资评级。

• 风险提示：军品业务放量不及预期；民品业务拓展不及预期

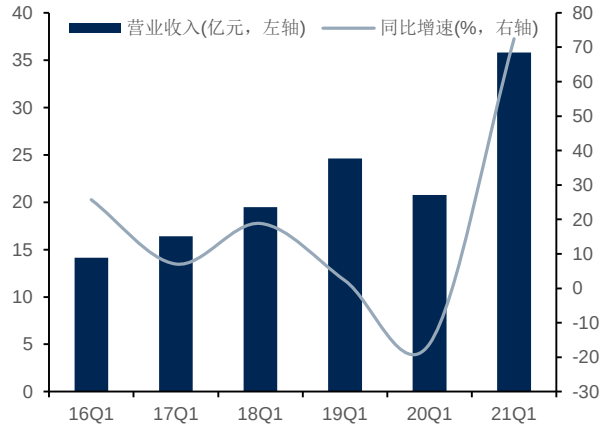
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,131	12,224	14,730	17,399	20,672
(+/-%)	4.2%	0.8%	20.5%	18.1%	18.8%
净利润(百万元)	961	1075	1316.22	1585.49	1996.52
(+/-%)	14.8%	11.8%	22.5%	20.5%	25.9%
每股收益（元）	0.27	0.28	0.34	0.41	0.51
EBIT Margin	15.5%	15.1%	11.8%	11.9%	12.4%
净资产收益率（ROE）	9.9%	8.3%	9.6%	10.8%	12.5%
市盈率（PE）	37.6	36.2	29.6	24.6	19.5
EV/EBITDA	20.2	21.0	21.6	18.6	15.9
市净率（PB）	3.71	3.01	2.84	2.65	2.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

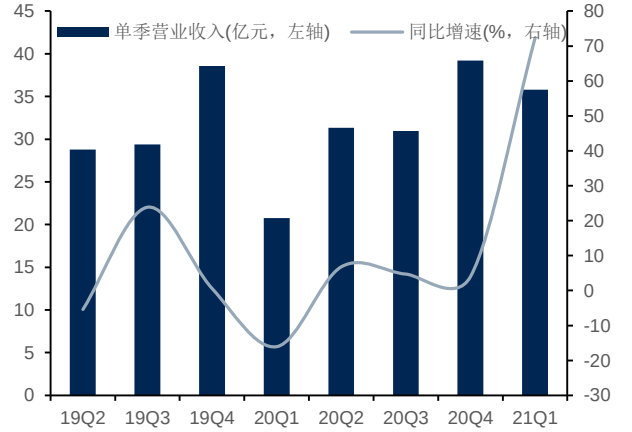
航空主业大幅提升，非航业务企稳回升。21Q1 公司实现营收 35.8 亿元(+72.45%)，归母净利润 2.11 亿元(+225.22%)。一是由于公司上年同期受新冠疫情影响生产经营受限，部分企业停工时间较长，更是一季度公司航空业务收入同比大幅提升，非航空业务企稳回。

图 1：中航机电一季度营业收入及增速



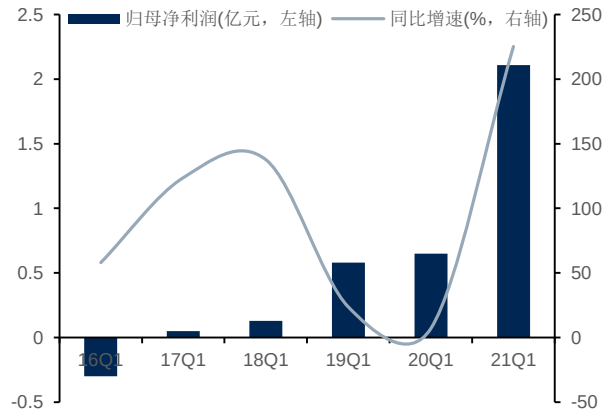
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中航机电单季营业收入及增速



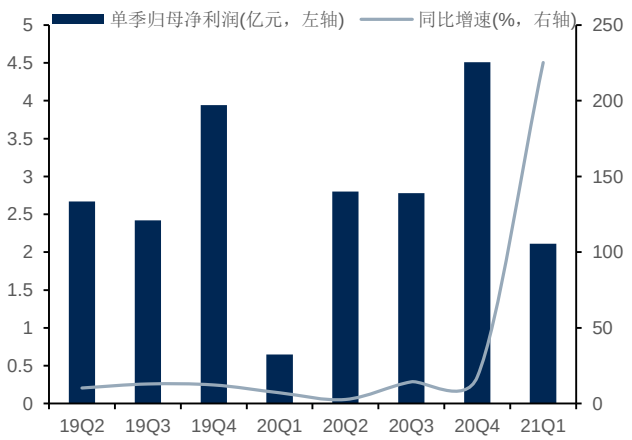
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 1：中航机电一季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

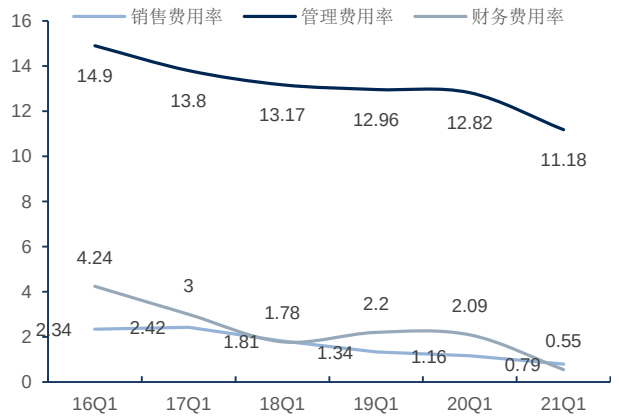
图 2：中航机电单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

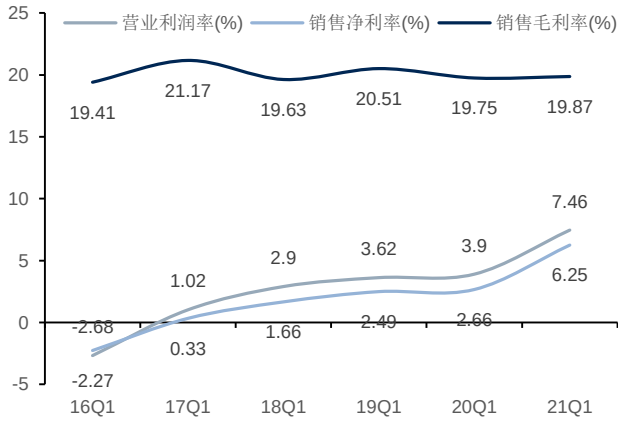
毛利率稳定恢复，能力提升见效果。公司 Q1 整体毛利率为 19.87%，同比提升 0.12pct，毛利率保持较为稳定，主要与公司产品交付节奏有关；销售净利率为 6.25%，同比增加 3.59pct，主要系公司今年一季度费用端保持稳定，或因汽车零部件产业产量恢复提升，公司盈利能力得到回升。期间费用方面，21Q1 年公司销售费用率为 0.79%，同比降低 0.37pct；占比较大的管理费用率为 11.18%，同比改善 1.64pct；财务费用率 0.55%，同比降低 1.54pct。同时公司注重科技创新，持续对研发加大投入，研发费用同比增长 100.12%，研发费用率同比上升 0.47pct。

图 3：中航机电一季度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：中航机电一季度毛利率、净利率变化情况

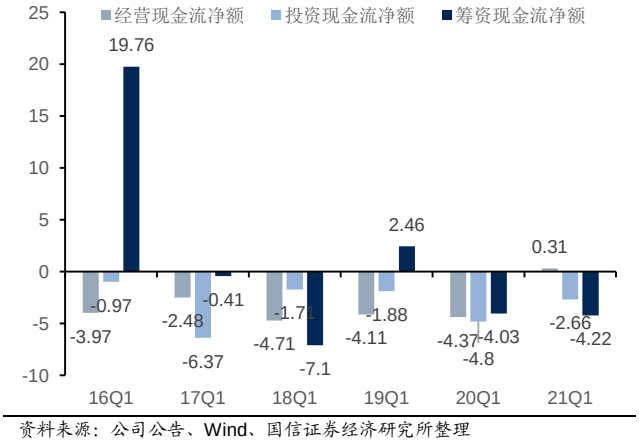


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表端保持稳定，产销体现一定弹性。21Q1 公司预收账款 1.10 亿元（+66.57%），主要系销售订单增加所致；预付账款 4.88 亿元（+53.51%），主要系采购生产材料增加所致；应收账款 78.73 亿元（+4.36%），占总资产比例 25.93%，主要系公司本季度交付增加；存货 53.91 亿元（+14.58%），占总资产比例为 17.85%，主要系本季度业务订单增加，产成品增加。反映出公司业务良好，在手订单饱满。

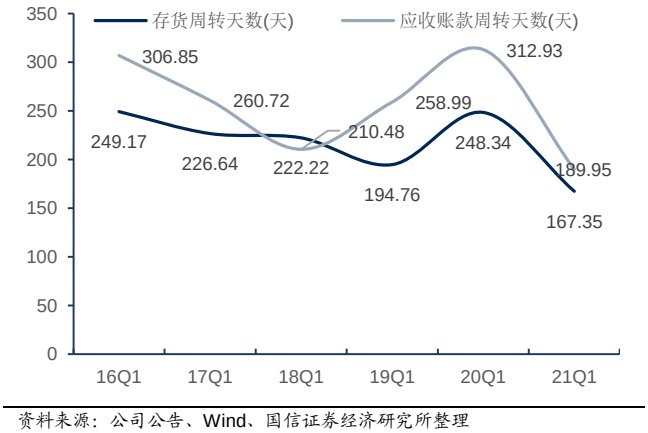
21Q1 年公司经营活动产生的现金流量净额 0.31 亿元（+107.09%），主要系公司收入增长收到回款增多。投资活动产生的现金流量净额-2.66 亿元（+44.52%），主要系为公司增加定期银行存款且贷款金额减少。筹资活动产生的现金流量净额-4.22 亿元（-4.57%），主要系公司取得借款收到的现金减少。

图 5：中航机电一季度经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：中航机电一季度主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

中航机电是航空工业旗下机电系统业务专业化整合和产业化发展平台，是我国军用和民用航空机电系统领域国家队，在我国航空机电产业中具有绝对龙头地位。公司的发展历经三次重大资产重组，实现从“小、散、弱”到“大机电”的转变，最新季报显示，公司目前控股 12 家、托管 8 家机电系统公司等核心机电系统资产，形成了以军用航空业务为核心，兼顾民用领域协同发展，涵盖机电系统全产业链的发展格局。

航空主业突出，内生增长稳健，将核心受益我国军民两大机电产业的快速发展。公司从 2013 年开始，陆续开展了 12 家航空机电企业的资产整合工作，通过资产的陆续注入，公司的航空军品业务收入从 2013 年的 24.45 亿元，逐年提升至 2020 年 90.14 亿元，公司航空主业占比从 36%提升至 73.74%。我们认为公司未来几年增长的核心驱动因素主要来自于两个方面：

1）我国航空装备处于换装列装的高景气阶段，公司处于产业主导地位，有望以高于主机厂的业绩增速继续发展。

2020 年我国空军要构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的装备体系，以四代机、某通用型直升机等为代表的我国新式航空装备需求旺盛，增长交付快速增长。根据目前我国空军军机的装备数量和结构看，我国军机新型号未来十年的换装列装规模达 4000 亿，对应机电系统市场规模达 700 亿，年复合增速有望维持在 20%以上。公司在国内军机机电系统占有绝对龙头地位，是中航工业旗下唯一的机电系统平台，产品已涵盖各机电子系统，基本垄断国内军机市场，将显著受益。我们认为：军机机电系统仍将是公司未来两到三年内生增长的核心驱动因素，主要受益的核心逻辑：一方面，未来几年我国军机新型号换装列装处于加速态势，保持较高景气度；另一方面，机电系统综合化、多电化技术趋势决定了新机型中机电系统的单架价值量占比有提升，公司产品毛利率有望稳中有升。

2）以 C919 为代表的国产大飞机适航取证顺利推进，未来需求旺盛，以及机电系统的国产化趋势将是拉动我国民机机电系统快速增长的主要力量。

长期看，我国民用飞机机电系统总规模达 3000 亿美元；中期看，至 2020 年机电系统在国产民用飞机中市场规模达 200 亿元；民机机电系统的国产化率也有望进一步提升。公司依托军机航空核心技术优势大力拓展民用航空产品，已实现从国内机型配套向全球民机市场配套发展，民机产品配套从初级向中高级产品发展，从单个产品向系统级产品的发展。

C919 目前在手订单超千架，2021 将实现首批交付。根据商飞官网统计，截至 2018 年 6 月底，C919 累计拥有 29 家客户共计 1015 架订单，国内客户占比为 96.65%。按照 C919 目前的适航取证进度，预计在 2021 年将首批国产大飞机交付给东航，届时意义重大。我国机电系统产品在 C919 项目中有 5 个系统先后与国外知名企业开展合作，其中液压、燃油、电源系统分别与派克宇航、UTAS 组建了合资公司，高升力系统与 MOOG 开展了项目合作，空气管理系统与 LIEBHERR 开展了项目合作，座椅系统实现自主研制。此外，MA700 支线飞机实现 5 个机电系统的自主牵头研制，实现了系统级研发、关键部件研制；GA600 大型水陆两栖飞机几乎所有机电系统实现自主研制等。综合看，公司民机机电系统业务有望伴随我国以 C919 国产大飞机为代表的民机产业，未来体量上升一个大的台阶。

公司自 2013 年托管 18 家机电系统下属企业以来，截至目前已陆续收购了托管公司中的 4 家，2018 年中调整托管一次，目前仍托管包括两个优质研究所：金城南京机电液压工程研究中心（原六〇九所）、航空救生研究所（由原国营五一〇厂、五二〇厂和六一〇所于 2003 年整合而成）等在内的 8 家公司。我们认为：不管是军机还是民机在综合化、多电化发展趋势下，现有机电系统“小、散、弱”的局面只能通过整合来建立系统供应商级的能力，中航机电作为唯一平台，在机载系统专业化整合，事业部管理的发展背景下，整合仍有望继续，核心优质资产注入将带动中航机电在系统级供应能力上再上升一级，协同效应

有望进一步凸显。

投资建议：

中航机电作为我国机载机电系统主导地位公司，航空主业突出，内生增长稳健，将核心受益我国军机新机型换装列装加速以及新机型机电系统价值量占比逐渐提升两个主要增长逻辑，同时民机机电系统在以国产大飞机等为代表的民机中市场占有率逐渐提升，具备国产替代空间。公司是中航工业旗下航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台，平台地位稳固、唯一，前期资本运作有序开展，后续托管优质资产有望持续注入，股权激励回购已完成也值得期待，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 13.16/15.85/19.97 亿元，EPS 为 0.34 元、0.41 元、0.51 元，当前股价对应 PE= 29.6/24.6/19.5x，维持“买入”投资评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4798	6313	6608	7774
应收款项	8806	10250	11679	13253
存货净额	5277	5439	6339	6770
其他流动资产	711	707	870	868
流动资产合计	19595	22715	25504	28679
固定资产	7114	7168	7097	6894
无形资产及其他	1100	1045	990	935
投资性房地产	2191	2191	2191	2191
长期股权投资	247	247	250	254
资产总计	30247	33367	36033	38953
短期借款及交易性金融负债	1761	2718	2573	2351
应付款项	8050	8811	10085	11411
其他流动负债	1858	2190	2436	2717
流动负债合计	11668	13719	15095	16479
长期借款及应付债券	1651	1651	1651	1651
其他长期负债	923	1123	1363	1573
长期负债合计	2574	2774	3014	3224
负债合计	14242	16493	18109	19703
少数股东权益	3091	3143	3211	3299
股东权益	12914	13730	14713	15951
负债和股东权益总计	30247	33367	36033	38953

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.28	0.34	0.41	0.51
每股红利	0.11	0.13	0.16	0.20
每股净资产	3.32	3.53	3.79	4.11
ROIC	9%	8%	9%	11%
ROE	8%	10%	11%	13%
毛利率	27%	28%	28%	28%
EBIT Margin	15%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	21%	17%	18%	18%
收入增长	1%	21%	18%	19%
净利润增长率	12%	22%	20%	26%
资产负债率	57%	59%	59%	59%
息率	1.1%	1.3%	1.5%	1.9%
P/E	36.2	29.6	24.6	19.5
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	21.0	21.6	18.6	15.9

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12224	14730	17399	20672
营业成本	8955	10635	12562	14884
营业税金及附加	55	59	66	76
销售费用	88	103	139	145
管理费用	1284	2191	2560	3011
财务费用	170	133	142	126
投资收益	18	10	15	20
资产减值及公允价值变动	49	35	39	41
其他收入	(401)	0	0	0
营业利润	1340	1654	1984	2491
营业外净收支	8	(3)	(3)	(3)
利润总额	1348	1651	1980	2487
所得税费用	203	248	291	361
少数股东损益	71	86	104	130
归属于母公司净利润	1075	1316	1585	1997

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1075	1316	1585	1997
资产减值准备	(13)	6	2	(0)
折旧摊销	691	823	997	1132
公允价值变动损失	(49)	(35)	(39)	(41)
财务费用	170	133	142	126
营运资本变动	(866)	(304)	(729)	(187)
其它	56	47	66	89
经营活动现金流	893	1853	1881	2989
资本开支	(681)	(793)	(833)	(833)
其它投资现金流	(0)	(2)	(3)	(5)
投资活动现金流	(689)	(795)	(840)	(842)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	807	0	0	0
支付股利、利息	(419)	(500)	(602)	(759)
其它融资现金流	(1081)	957	(145)	(223)
融资活动现金流	(306)	457	(747)	(981)
现金净变动	(101)	1515	295	1166
货币资金的期初余额	4899	4798	6313	6608
货币资金的期末余额	4798	6313	6608	7774
企业自由现金流	709	1206	1202	2298
权益自由现金流	435	2051	936	1967

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032