

证券研究报告—动态报告

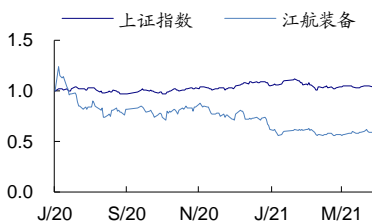
国防军工

航空军工

江航装备 (688586)
买入
2020 年报及 2021 年一季报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 28 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)	404/93
总市值/流通(百万元)	9,403/2,163
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	53.18/22.15

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号: 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
航空氧气系统龙头, 核心受益战斗机列装加速
● 国内唯一航空氧气系统专业化研发制造基地

公司主要从事航空装备及特种制冷两大业务, 在航空装备领域的主要产品覆盖航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统、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。特种制冷业务通过全资子公司天鹅制冷开展, “天鹅”品牌是国内最早的家用窗式空调和军用空调品牌, 在行业内享有较高的品牌知名度。军用特种制冷设备已实现空军、陆军、海军、火箭军等全军种覆盖。

● 21Q1 收入增速 79%, 利润增速 72%, 持续高增长

2020 营收 8.3 亿元 (+23.20%), 归母净利润 1.94 亿元 (+71.31%)。21Q1 营收 1.89 亿元 (+78.83%), 归母净利润 0.44 亿元 (+71.53%), 公司受益下游尤其是战斗机放量带来的航空供氧产品增长及特种空调设备收入增长。21Q1 毛利率 47.72%, 同比提升 3.41pct; 净利率 23.35%, 同比下降 1pct, 航空制氧系统、制冷设备等高毛利产品预计仍会提升公司毛利率及盈利能力。

● 投资建议:

公司作为国内唯一的航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地, 核心受益军机尤其是先进战斗机的换装列装加速的进程。此外, 军用特种制冷设备已实现空陆海火箭军等全军种覆盖, 未来三年在船舶等领域有望快速增长。整体看, 公司业务纯正, 细分领域优势突出, 业绩增速也高于行业平均, 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.69 亿元、3.89 亿元和 5.49 亿元, 对应 PE 为 35X、24X 和 17X, 给予“买入”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)	674	831	1,147	1,605	2,199
(+/-%)	2.0%	23.2%	38.0%	40.0%	37.0%
净利润(百万元)	113	194	269.09	388.70	548.98
(+/-%)	59.2%	71.3%	38.8%	44.4%	41.2%
每股收益(元)	0.37	0.48	0.67	0.96	1.36
EBIT Margin	21.1%	24.8%	24.7%	25.8%	26.9%
净资产收益率(ROE)	14.1%	10.0%	12.8%	16.5%	20.1%
市盈率(PE)	62.3	48.5	34.9	24.2	17.1
EV/EBITDA	41.5	40.4	29.9	21.8	16.3
市净率(PB)	8.77	4.87	4.47	3.99	3.45

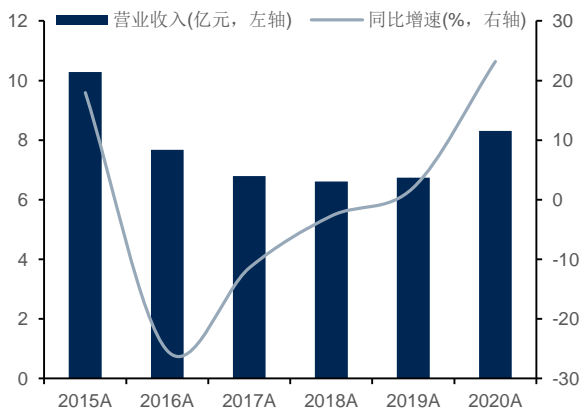
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司系国内唯一的航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地，亦是国内最大的飞机副油箱及国内领先的特种制冷设备制造商。公司主要从事航空装备及特种制冷两大业务，在航空装备领域的主要产品覆盖航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统、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。特种制冷业务通过全资子公司天鹅制冷开展，“天鹅”品牌是国内最早的家用窗式空调和军用空调品牌，在行业内享有较高的品牌知名度。军用特种制冷设备已实现空军、陆军、海军、火箭军等全军种覆盖

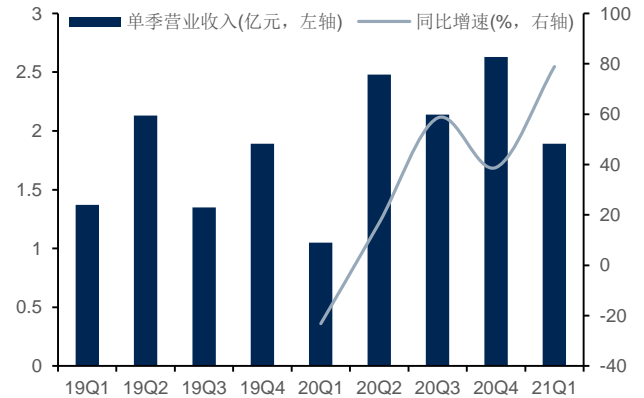
21Q1 收入增速 79%，利润增速 72%，持续高增长。2020 年，公司实现营业收入 8.31 亿元(+23.20%)；实现归母净利润 1.94 亿元(+71.31%)；实现扣非归母净利润 1.57 亿元(+78.61%)。净利润增速高于营收增长，实现了防疫复工“双线作战”，系航空和制冷两大业务发展迅速。1) 航空业务呈现量价齐升之势，一方面，航空订单同比有较大增长带动营收增长，另一方面，航空氧气系统产品的结构调整，该业务的销售收入同比大幅增加，有效提升了公司盈利能力；此外公司也继续扩展航空修理厂维修业务，不断发掘新的业绩增长点；2) 2020 年公司同时加大对制冷业务新项目的开发力度，努力扩展海军产品市场，军品收入增长较好。21 年 Q1，公司实现营业收入 1.89 亿元(+78.83%)；实现归母净利润 0.44 亿元(+71.53%)；实现扣非归母净利润 0.39 亿元(+96.57%)。主要系公司受益下游，尤其是战斗机放量带来的航空供氧产品增长及特种空调设备收入增长。

图 1：江航装备营业收入及增速



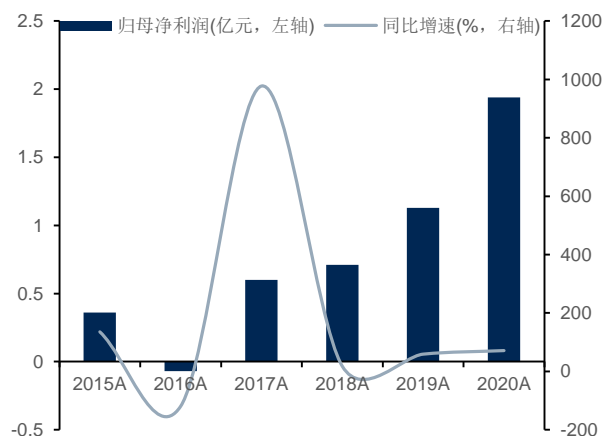
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：江航装备单季营业收入及增速



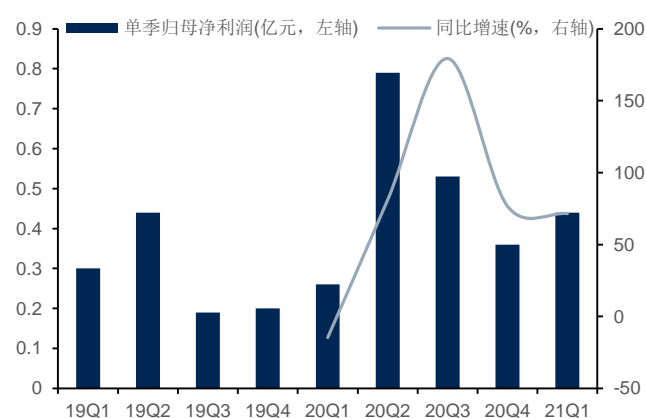
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：江航装备归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

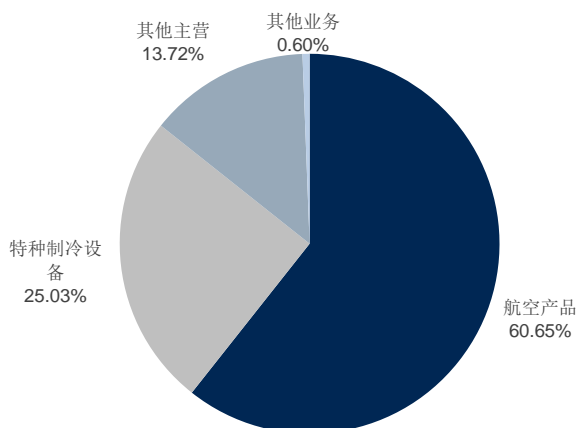
图 4：江航装备单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

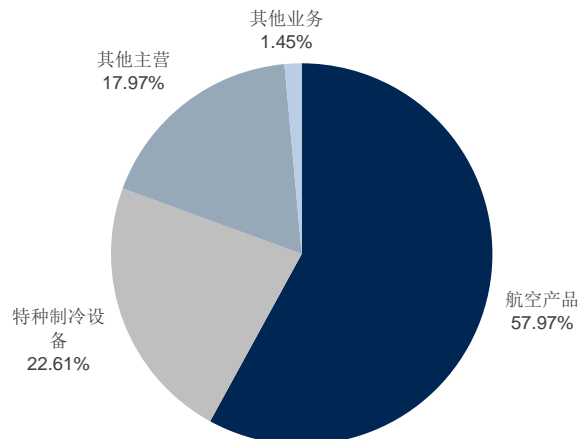
细分看，20 年航空产品收入 5.04 亿元(+23.49%)，占主营收入 61.03%，毛利率为 39.71%，其中航空氧气系统和机载油箱惰性化防护系统，分别实现收入 3.87 亿元(+43.1%)和 0.4 亿元(+21.6%);特种制冷业务收入 2.08 亿元(+10.2%)，占主营收入 25.19%，毛利率为 37.57%。全年维修及其他业务实现营业收入 1.14 亿元(53.59%)，占主营收入 13.78%，毛利率为 54.31%。

图 5：江航装备分业务产品收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：江航装备分业务产品毛利

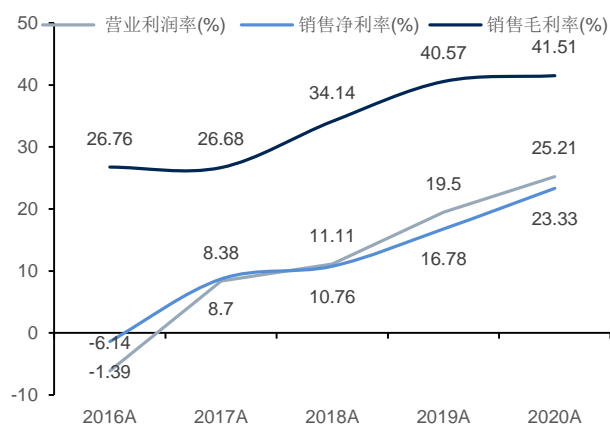


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

20 年销售毛利率稳中上升，规模效应逐步体现。20 年公司实现销售毛利率为 41.51%，同比上升 0.94pct，主要系交付产品的结构和数量有所调整；净利率为 23.33%，同比上升 6.55pct；营业利润率为 25.21%，同比上升 6.71pct，主要系公司业务量增大，规模效应逐渐凸显。期间费用方面，20 年销售费用率为 2.84%，同比减少 0.51pct；占比较高的管理费用率为 13.45%，同比改善 2.24pct；财务费用率为 -0.20%，同比降低 0.77%，公司的管理水平和规模效应体现明显。

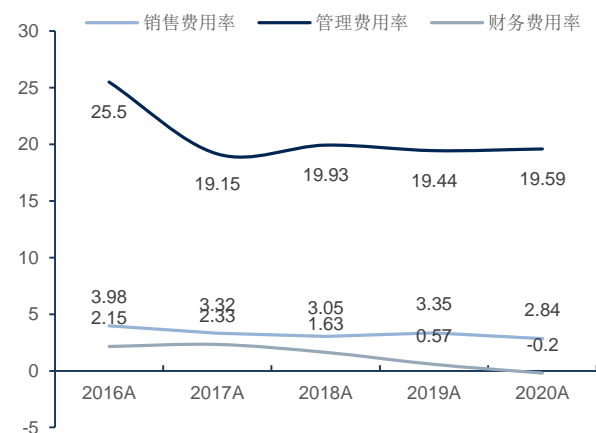
21Q1 公司销售毛利率 47.72%，同比提升 3.41pct；净利率 23.35%，同比下降 1pct，航空制氧系统、制冷设备等高毛利产品预计仍会提升公司毛利率及盈利能力。公司管理费用率 14.42%，同比改善 3.87%；财务费用率为 -1.12%，同比降低 0.64pct，伴随规模效应的体现，公司期间费用率改善会比较明显。

图 7：江航装备毛利率、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

图 8：江航装备三项费用率变化情况

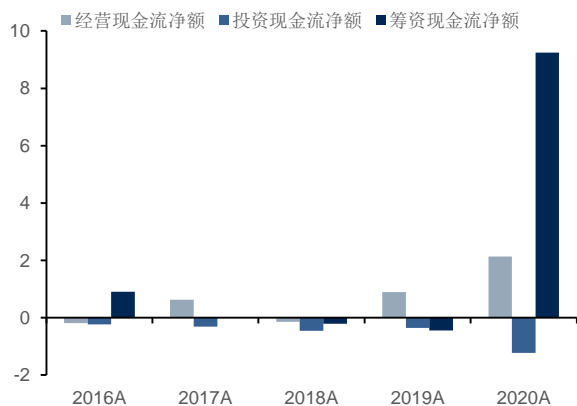


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

应收、存货及应付快速增加反映在手订单饱满，现金流情况受疫情影响波动明显。20 年期末公司应付账款 3.47 亿元 (+44.92%)，占总资产比例 11.63%，主要系开立航信方式支付的贷款增加所致；存货 4.06 亿元 (+43.98%)，主要系公司根据市场订单，提前备货、投产所致；预付账款 0.17 亿元 (+42.66%)，主要系公司业务增长，采购随之增加，支付的预付货款增加；上升趋势延伸至 21Q1，公司预付账款 0.39 亿元，较年末增加 130.80%，主要系公司预付原材料款增加所致。此外，公司应收账款、应付账款也均有所增加，反映出公司在手订单饱满。

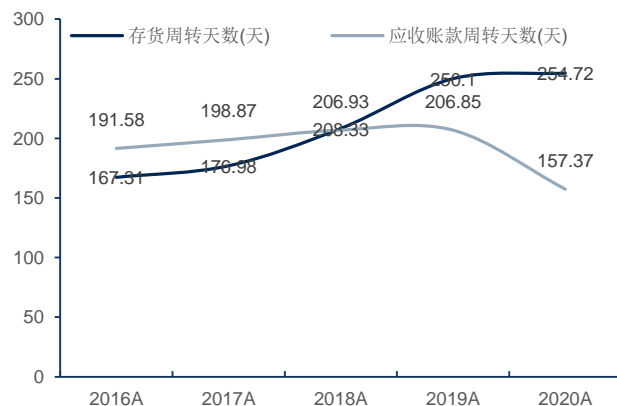
2020 年公司经营活动产生的现金流量净额 2.13 亿元 (+137.91%)，主要系本年销售回款收到的现金较上年增加较大所致。投资活动产生的现金流量净额 -1.23 亿元 (-240.81%)，主要系购买结构性存款到期收回的现金；筹资活动产生的现金流量净额 9.25 亿元 (+2190.11%)，主要系本年上市收到的募集资金导致筹资活动现金流入增加。

图 9：江航装备经营性现金流情况 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：江航装备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

投资建议：

公司作为国内唯一的航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地，核心受益军机尤其是先进战斗机的换装列装加速的进程。此外，军用特种制冷设备已实现空陆海火箭军等全军种覆盖，未来三年在船舶等领域有望快

速增长。整体看，公司业务纯正，细分领域优势突出，业绩增速也高于行业平均，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.69 亿元、3.89 亿元和 5.49 亿元，对应 PE 为 35X、24X 和 17X，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1297	1308	1374	1637	营业收入	831	1147	1605	2199
应收款项	460	622	823	1006	营业成本	486	642	893	1210
存货净额	406	508	647	808	营业税金及附加	3	4	5	6
其他流动资产	122	161	217	286	销售费用	24	28	34	44
流动资产合计	2284	2598	3060	3737	管理费用	112	190	260	349
固定资产	545	527	503	472	财务费用	(2)	(11)	(12)	(14)
无形资产及其他	69	65	62	58	投资收益	5	3	4	3
投资性房地产	78	78	78	78	资产减值及公允价值变动	(2)	4	3	2
长期股权投资	11	11	14	16	其他收入	(2)	0	0	0
资产总计	2987	3279	3716	4361	营业利润	210	301	433	609
短期借款及交易性金融负债	40	35	25	34	营业外净收支	6	(3)	(3)	(3)
应付款项	455	554	723	932	利润总额	215	298	429	606
其他流动负债	116	158	200	274	所得税费用	21	29	41	57
流动负债合计	611	748	949	1240	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	194	269	389	549
其他长期负债	446	429	409	394					
长期负债合计	446	429	409	394	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1057	1177	1358	1634	净利润	194	269	389	549
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(9)	0	0	0
股东权益	1930	2102	2359	2727	折旧摊销	52	72	79	85
负债和股东权益总计	2987	3279	3716	4361	公允价值变动损失	2	(4)	(3)	(2)
					财务费用	(2)	(11)	(12)	(14)
					营运资本变动	(167)	(178)	(204)	(146)
					其它	9	(0)	(0)	(0)
					经营活动现金流	81	158	260	486
					资本开支	(12)	(46)	(48)	(48)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(17)	(46)	(51)	(51)
					权益性融资	945	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(71)	(97)	(132)	(181)
					其它融资现金流	159	(5)	(10)	8
					融资活动现金流	961	(101)	(142)	(173)
					现金净变动	1026	11	67	262
					货币资金的期初余额	271	1297	1308	1374
					货币资金的期末余额	1297	1308	1374	1637
					企业自由现金流	60	103	201	426
					权益自由现金流	218	108	201	446

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.48	0.67	0.96	1.36
每股红利	0.18	0.24	0.33	0.45
每股净资产	4.78	5.21	5.84	6.75
ROIC	14%	13%	17%	22%
ROE	10%	13%	16%	20%
毛利率	42%	44%	44%	45%
EBIT Margin	25%	25%	26%	27%
EBITDA Margin	31%	31%	31%	31%
收入增长	23%	38%	40%	37%
净利润增长率	71%	39%	44%	41%
资产负债率	35%	36%	37%	37%
息率	0.8%	1.0%	1.4%	1.9%
P/E	48.5	34.9	24.2	17.1
P/B	4.9	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	40.4	29.9	21.8	16.3

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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