

中航机电 (002013)

证券研究报告

2021年07月04日

关联交易预计额大幅调升兑现产业高景气度，机电龙头行稳致远

事件：7月3日，公司发布《调增2021年日常关联交易预计额度》公告，受下游产品需求提升/集中收到客户大额预收款等因素驱动，公司关联交易预计额实现调增。前日公司发布2021H1业绩预告，报告期内公司预计实现归母净利润4.8-5.5亿元，同比+40%-60%，主要系航空主业收入大幅提升、非航业务企稳回升所致。

● **大幅调增关联交易预计值兑现产业高景气度，大额预付款到账经营效率或显著改善**

公司大幅调增2021年关联交易预计额度，航空产业高景气度持续兑现。据公司公告披露，公司关联交易原材料采购预计额较前值提升100%（20亿提升至40亿），销售产品/商品预计额较前值提升43%（70亿提升至100亿），存款限额预计额较前值提升200%（50亿提升至150亿）。

我们认为，公司大幅调增2021年日常关联交易预计额度，表明公司下游产品需求显著提升，再次兑现航空产业高景气度。同时，公司原材料购买增长幅度高于产品、商品销售增长幅度，表明公司正处于积极备产备货阶段，排产预计将伴随下游主机上量实现持续提升。

此外，据公司披露，目前公司已集中收到客户大额预收货款，结合此前航发动力117亿元现金管理总额我们认为，甲方大额预付款预计已逐步按需落地至各分系统及上游单位，并逐渐向上游延伸，全行业现金流情况或将出现拐点，存货周转率等各项经营指标将出现全面提升。

● **航空机载机电龙头，充分受益于军民航空产业高景气发展**

据World Air Forces 2021统计数据，美国现役各类军机为13,232架，在全球现役军机中占比为25%，我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。按照政治局第二十二次会议内容，我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段，要加快突破关键核心技术，加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术，加快实施国防科技和武器装备重大战略工程，不断提高我军建设科技含量。我们认为，十三五末+十四五为我国前沿技术国防装备加速突破时期，预计进入十年景气扩张期，以航空器为代表的军品有望实现加量布局，公司对应配套产品有望实现快速放量。

在民机领域，根据《中国商飞公司市场预测年报》数据披露，到2037年，预计中国的航空公司将接收9,008架新机，市场价值总计约1.3万亿美元。公司作为航空工业旗下航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台，在国内航空机电领域处于主导地位，我们认为国产民机的发展将为产业链带来国产化历史机遇，以公司为代表的航空配套产业或进一步实现加速排产。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，随着“十四五”进入跨越式发展阶段，公司对应产品将持续受益于我军航空装备的升级换代；民机方面，公司产品有望随国产民机发展进入加速排产期。在此假设下，预计公司2021-23年实现营业收入144.39/170.83/202.43亿元，对应归母净利润为13.15/16.24/20.02亿元，对应EPS为0.34/0.42/0.52元，对应P/E为27.54/22.29/18.09x，维持“买入”评级。

风险提示：军品收入确认延后的风险，行业竞争风险，宏观环境风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,131.38	12,224.10	14,439.16	17,082.85	20,242.86
增长率(%)	4.25	0.76	18.12	18.31	18.50
EBITDA(百万元)	2,597.94	2,601.94	2,159.21	2,556.37	3,063.57
净利润(百万元)	960.86	1,074.69	1,314.90	1,624.42	2,001.95
增长率(%)	14.84	11.85	22.35	23.54	23.24
EPS(元/股)	0.25	0.28	0.34	0.42	0.52
市盈率(P/E)	37.68	33.69	27.54	22.29	18.09
市净率(P/B)	3.71	2.80	2.61	2.34	2.07
市销率(P/S)	2.98	2.96	2.51	2.12	1.79
EV/EBITDA	10.73	17.09	17.12	14.25	11.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.32元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,884.82
流通A股股本(百万股)	3,884.69
A股总市值(百万元)	36,206.57
流通A股市值(百万元)	36,205.31
每股净资产(元)	3.34
资产负债率(%)	46.63
一年内最高/最低(元)	14.17/8.19

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

刘明洋 联系人
liumingyang@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

股价走势

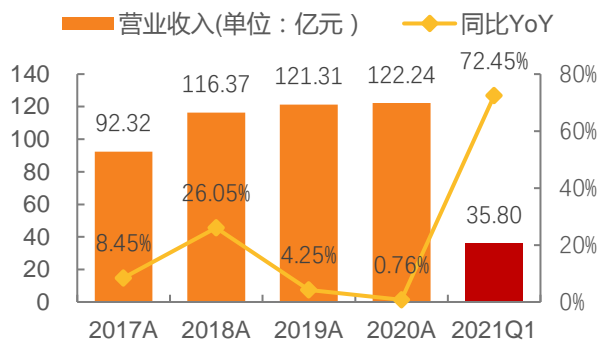


资料来源：贝格数据

相关报告

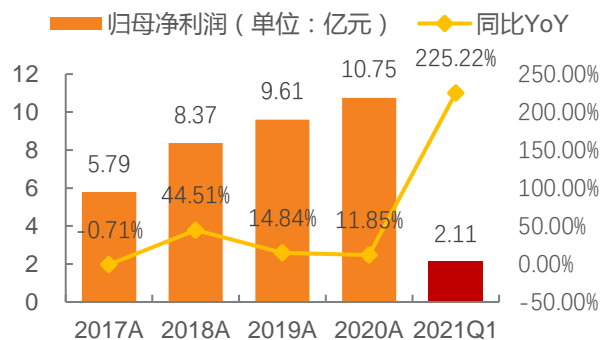
- 1 《中航机电-公司点评:Q1归母净利润+225%大超预期，航空机电龙头进入高景气周期》 2021-05-16
- 2 《中航机电-公司点评:经营业绩稳步增长，持续看好军民航空产业高景气》 2020-11-22
- 3 《中航机电-季报点评:20Q1归母同比+7%，19年国拨基建技改10亿元长期持续性投入》 2020-04-26

图 1: 2017A-2021Q1 公司营业收入及增速



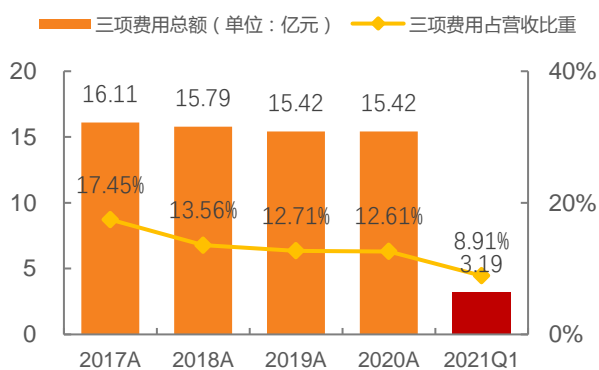
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 2017A-2021Q1 公司归母净利润及增速



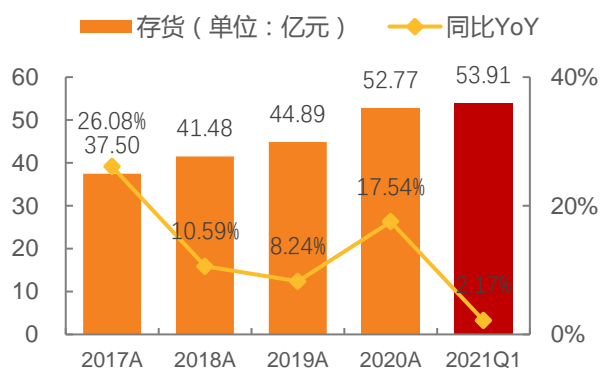
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: 2017A-2021Q1 公司三项费用支出及占营收比重



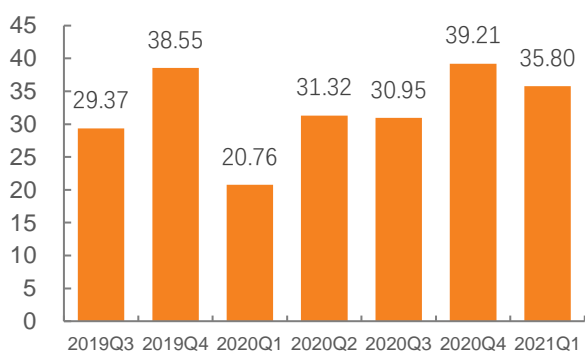
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 2017A-2021Q1 公司存货及增速



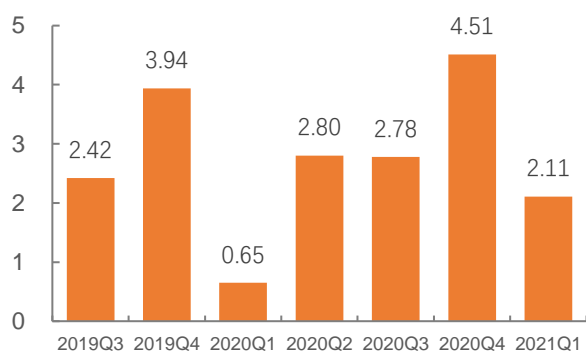
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 2019Q3-2021Q1 公司单季度营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 2019Q3-2021Q1 公司单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,899.28	4,798.08	4,980.93	5,468.36	5,561.26
应收票据及应收账款	8,329.44	8,736.92	9,632.89	10,486.90	11,780.24
预付账款	195.53	333.72	369.15	527.22	611.03
存货	4,489.38	5,276.71	6,262.08	6,769.81	7,458.33
其他	507.32	448.49	628.39	558.74	772.14
流动资产合计	18,420.95	19,593.92	21,873.45	23,811.03	26,183.00
长期股权投资	239.26	246.68	246.68	246.68	246.68
固定资产	5,132.54	5,292.69	6,079.31	6,557.32	6,876.53
在建工程	1,938.69	1,821.40	1,173.24	795.15	580.03
无形资产	1,221.60	1,240.67	1,373.34	1,451.31	1,509.96
其他	1,481.77	2,050.93	1,520.85	1,530.35	1,697.30
非流动资产合计	10,013.87	10,652.37	10,393.43	10,580.80	10,910.50
资产总计	28,434.82	30,247.22	32,267.18	34,392.25	37,094.05
短期借款	2,854.25	1,753.86	1,623.00	1,321.00	981.00
应付票据及应付账款	7,089.67	8,049.53	8,760.79	9,097.73	9,683.42
其他	2,520.21	1,864.92	2,463.65	2,612.09	2,836.89
流动负债合计	12,464.13	11,668.31	12,847.44	13,030.82	13,501.31
长期借款	843.95	1,650.80	1,720.00	1,850.00	1,910.00
应付债券	1,851.15	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	590.08	923.14	631.24	714.82	756.40
非流动负债合计	3,285.18	2,573.94	2,351.24	2,564.82	2,666.40
负债合计	15,749.31	14,242.25	15,198.68	15,595.64	16,167.71
少数股东权益	2,935.52	3,090.61	3,200.97	3,304.66	3,432.45
股本	3,608.66	3,884.82	3,884.82	3,884.82	3,884.82
资本公积	779.06	2,729.30	2,729.30	2,729.30	2,729.30
留存收益	5,872.10	8,667.80	9,982.70	11,607.12	13,609.07
其他	(509.83)	(2,367.57)	(2,729.30)	(2,729.30)	(2,729.30)
股东权益合计	12,685.51	16,004.97	17,068.50	18,796.61	20,926.34
负债和股东权益总计	28,434.82	30,247.22	32,267.18	34,392.25	37,094.05

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,059.18	1,145.25	1,314.90	1,624.42	2,001.95
折旧摊销	694.39	698.61	419.86	476.12	525.83
财务费用	259.38	138.12	97.11	76.31	61.02
投资损失	2.80	(18.46)	(23.21)	(21.15)	(22.12)
营运资金变动	(1,301.01)	(607.13)	(934.91)	(908.67)	(1,452.93)
其它	845.31	(63.61)	111.05	103.70	127.78
经营活动现金流	1,560.07	1,292.78	984.80	1,350.72	1,241.53
资本支出	847.96	427.69	982.90	570.42	646.99
长期投资	153.46	7.42	0.00	0.00	0.00
其他	(1,817.72)	(1,659.11)	(1,651.43)	(1,203.39)	(1,313.58)
投资活动现金流	(816.30)	(1,223.99)	(668.52)	(632.97)	(666.59)
债权融资	5,936.25	3,411.73	3,737.15	3,583.14	3,162.12
股权融资	(543.37)	2,161.44	(446.49)	(63.95)	(48.66)
其他	(4,732.76)	(6,108.29)	(3,424.09)	(3,749.51)	(3,595.50)
筹资活动现金流	660.12	(535.12)	(133.42)	(230.32)	(482.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,403.88	(466.33)	182.85	487.43	92.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,131.38	12,224.10	14,439.16	17,082.85	20,242.86
营业成本	8,854.89	8,955.07	10,543.06	12,411.33	14,634.66
营业税金及附加	59.34	54.54	63.53	73.46	85.02
营业费用	158.33	88.01	102.52	117.87	137.65
管理费用	1,179.29	1,283.90	1,355.84	1,597.25	1,868.42
研发费用	550.09	592.85	655.54	818.27	993.92
财务费用	204.10	169.81	97.11	76.31	61.02
资产减值损失	(24.73)	(50.16)	3.21	5.58	7.56
公允价值变动收益	9.21	(0.67)	0.68	0.01	0.00
投资净收益	(2.80)	18.46	23.21	21.15	22.12
其他	(84.68)	(227.47)	(47.77)	(42.32)	(44.24)
营业利润	1,228.36	1,339.75	1,642.24	2,003.95	2,476.73
营业外收入	29.30	21.40	38.24	30.12	27.15
营业外支出	12.50	13.12	13.50	12.89	12.96
利润总额	1,245.15	1,348.02	1,666.98	2,021.18	2,490.92
所得税	185.97	202.77	241.71	293.07	361.18
净利润	1,059.18	1,145.25	1,425.27	1,728.11	2,129.74
少数股东损益	98.32	70.56	110.37	103.69	127.78
归属于母公司净利润	960.86	1,074.69	1,314.90	1,624.42	2,001.95
每股收益(元)	0.25	0.28	0.34	0.42	0.52

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	4.25%	0.76%	18.12%	18.31%	18.50%
营业利润	11.58%	9.07%	22.58%	22.03%	23.59%
归属于母公司净利润	14.84%	11.85%	22.35%	23.54%	23.24%
获利能力					
毛利率	27.01%	26.74%	26.98%	27.35%	27.70%
净利率	7.92%	8.79%	9.11%	9.51%	9.89%
ROE	9.85%	8.32%	9.48%	10.49%	11.44%
ROIC	9.45%	10.20%	11.53%	12.16%	13.81%
偿债能力					
资产负债率	55.39%	47.09%	47.10%	45.35%	43.59%
净负债率	8.17%	-8.66%	-7.29%	-10.03%	-11.46%
流动比率	1.48	1.68	1.70	1.83	1.94
速动比率	1.12	1.23	1.22	1.31	1.39
营运能力					
应收账款周转率	1.43	1.43	1.57	1.70	1.82
存货周转率	2.81	2.50	2.50	2.62	2.85
总资产周转率	0.44	0.42	0.46	0.51	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.28	0.34	0.42	0.52
每股经营现金流	0.40	0.33	0.25	0.35	0.32
每股净资产	2.51	3.32	3.57	3.99	4.50
估值比率					
市盈率	37.68	33.69	27.54	22.29	18.09
市净率	3.71	2.80	2.61	2.34	2.07
EV/EBITDA	10.73	17.09	17.12	14.25	11.71
EV/EBIT	14.58	23.27	21.26	17.51	14.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com