

中航证券研究所
 首席分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 刘琛
 证券执业证书号: S0640520050001
 电话: 010-59562534
 邮箱: liuchen@avicsec.com

迈信林 (688685) 公司点评: 牵手航空工业南京机电, 大协作下的大机会

行业分类: 国防军工

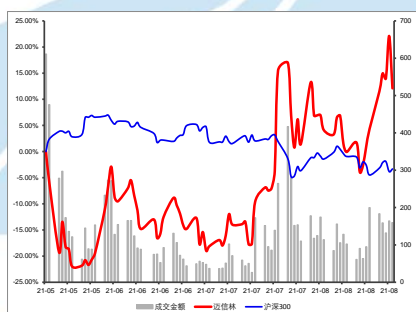
2021 年 8 月 28 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.8.27)	34.38 元
目标价格	40.60 元

基础数据 (2021.8.27)

上证指数	3522.16
总股本 (亿股)	1.12
流通 A 股 (亿股)	0.23
资产负债率 (2021H1)	23.87%
ROE(加权)(2021H1)	3.33%
PE (TTM)	82.60
PB (LF)	6.14

近一年来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司于 7 月 26 日发布公告, 拟与金城南京机电液压工程研究中心签订《战略协同合作框架协议》, 未来双方将围绕军、民机 (包括 C919) 等航空零部件生产和航空类液压产品装配进行战略协同合作; 公司于 8 月 27 日发布公告, 拟投资 2.00 亿元设立全资子公司江苏蓝天机电有限公司, 计划新建航空零部件的柔性产线和航空类产品的柔性装配线。

➤ 投资要点:

● 牵手南京机电液压工程研究中心, 塑造更强核心竞争力

公司与金城南京机电液压工程研究中心 (以下简称 “南京机电”) 于 2021 年 7 月 24 日签订《战略协同合作框架协议》, 未来双方将围绕军、民机 (包括 C919) 等航空零部件生产和航空类液压产品装配进行战略协同合作, 合作过程中南京机电需为公司提供包括产品实现方案、技术指导、产品质量检测、专业人员配备、技改升级等在内的多方面技术支持。南京机电是我国航空机载机电系统的研发中心和生产基地, 聚焦于飞机机电控制系统、液压操纵系统、燃油系统、环控系统、第二动力系统等领域, 具有完整的预研、型号研制、设计制造、试验交付和维修服务的能力, 已先后为 60 多个机型 37 大机电系统提供产品和配套附件。

为更好的实现与南京机电战略协作, 公司于 8 月 27 日发布公告, 拟设立全资子公司江苏蓝天机电有限公司, 投资金额 2.00 亿元, 并新建 2 条产线, 分别为航空零部件的柔性产线和航空类产品的柔性装配线, 产线投产后, 南京机电在同等条件下会优先向公司进行采购航空零部件及液压油箱、液压选择阀等航空类产品。

公司专注于航空航天零部件的工艺研发和加工制造, 已承担多种型号航空航天零部件的工艺设计和加工制造, 涉及飞机机身、机翼、尾翼、发动机、起落架、机电系统、航电系统等, 是同时具备机体零部件、发动机零部件和机载设备零部件综合配套加工能力的民营航空航天零部件制造商。此次合作中, 南京机电对公司提供的技术支持, 将助力公司在航空制造领域业务与技术的持续积累、有效整合和优化配置, 进一步提升公司核心竞争力。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

另外，此次战略合作中，公司将切入民机航空零部件及航空类液压产品领域，进一步扩大公司在民机领域的产业布局。从民机行业整体市场空间来看，根据《中国商飞公司市场预测年报(2020-2039)》数据显示，到2039年我国航空市场将接收50座以上客机8725架，价值约8.97万亿，我们认为，伴随着我国民机产业的成长与壮大，以及国产替代迎来历史机遇期，产业链各环节市场空间将进一步提升，公司有望深度受益。

● 主机厂推行“小核心、大协作”，关注大协作下的核心配套企业的大机会

伴随着重点型号的逐步定型列装，“十四五”期间或将成为武器装备建设的收获期和井喷期，航空主机厂扩产进度无法满足日益增长的订单需求，部分业务外溢，促进着上游民营配套企业的快速发展。

① “小核心、大协作”下的一般能力社会化配套推进航空产业生态圈逐步成形

聚焦主业是近几年军工央企主要发展重心之一，在2019年12月24日召开的央企负责人会议中，再次强调了做强主业和专业化整合的重要性，“小核心、大协作”逐步成为了军工企业的战略定位，而按照“小核心、大协作、专业化、开放型”发展策略，主机厂需聚焦核心能力的强化，逐步退出一般能力制造业务，将自身定位为以研发、部装总装、试验试飞、核心零部件设计制造为核心的军机产业基地，由“飞机制造商”转变为“系统集成商”，并将通用性强，市场竞争充分的零部件加工（数控加工/钣金成形）、工装制造、部组件装配、设备维保等业务转向社会企业配套，最终达成“主机集成+专业化配套+社会化服务”有机结合的航空产业生态圈。根据航空工业《2020年社会责任报告》数据，目前主机厂平均一般能力社会化配套率达75%，预计在“十四五”期间行业高景气度的情况下，主机厂扩产进度难以跟进日益增长的需求，加快释放社会化产能，构建“小核心、大协作”的产业链生态成为必由之路，更进一步增加了民参军企业配套业务的市场空间。

② 大协作下的大机会，公司技术水平逐步提升，工艺环节不断完善，规模效应有望显现

由于公司所处航空零部件加工领域具有环节多、工艺复杂、专业性强、精度要求高、与主机厂高度联动等特征，目前整体竞争格局较为稳定。在承接订单任务时，特种工艺的能力建设、柔性化生产能力、产能扩张下的规模效应等都是行业内相关企业竞争壁垒的主要体现方式。

公司自成立以来在航空零部件加工领域形成了多项核心技术，不断提升在材料识别、工艺设计、参数选择、机加编程、工装设计、刀具选型、加工环境控制等方面的技术水平，体系加工产品的复杂度、精度不断提升，并且公司仍积极丰富工艺种类，截至目前已完成了荧光无损检测、X光无损检测，铝镁材料钎焊等特种工艺的能力建设，向实现航空零部件产品全流程加工工序又近了一步。

产能方面，除目前预计新建的两条航空零部件柔性产线与航空产品柔性装配线外，公司在建工程五轴五联动车铣复合中心一期已正式投产，共投入使用8台设备，合计新增高精度数控加工年产能4.83万小时（其中五轴加工产能4.23万小时，高精度立式数控车床产能0.60万小时）；募投的航空核心部件智能制造产业化项目也在逐步推进中，预计投产后将进一步提升公司大型结构件研发生产能力，增强柔性化生产水平，预计新增年产能6.64万小时，实现新增年收入2.64亿元。在公司产能持续提升的情况下，规模效应有望进一步放大。

● 投资建议

我们认为，公司此次牵手南京机电液压工程研究中心，从产业布局的持续扩大、技术的持续积累与有效整合等多方面提升公司的核心竞争力，并且公司有望充分受益“小核心、大协作”下的业务扩张机会，进一步打开公司成长空间。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 3.09 亿元、3.53 亿元和 5.00 亿元，归母净利润分别为 0.54 亿元、0.65 亿元、1.04 亿元，EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.93 元，我们给予“买入”评级，目标价格 40.6 元，分别对应 85 倍、70 倍及 44 倍 PE。

● 风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷。

● 盈利预测：

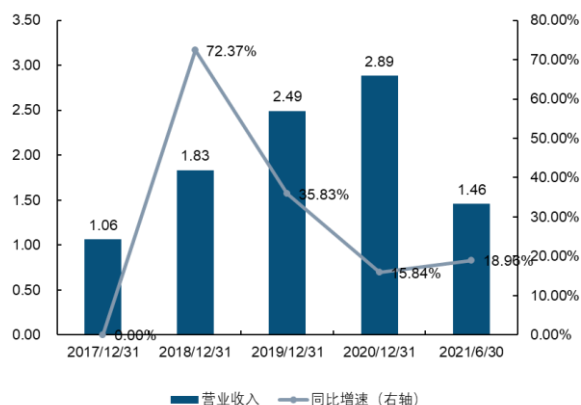
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	288.63	309.01	353.02	499.63
增长率(%)	15.84%	7.06%	14.24%	41.53%
归属母公司股东净利润	51.20	54.11	64.56	103.56
增长率(%)	21.42%	5.69%	19.30%	60.41%
每股收益(EPS) (元)	0.458	0.484	0.577	0.926

数据来源: wind, 中航证券研究所



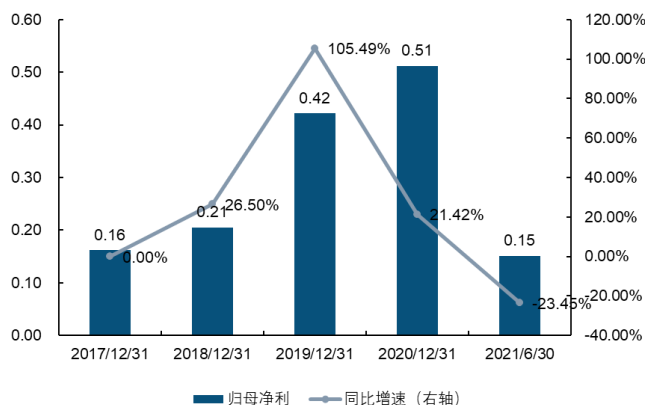
◆ 公司主要财务数据

图 1：公司近五年营业收入及增速情况（亿元；%）



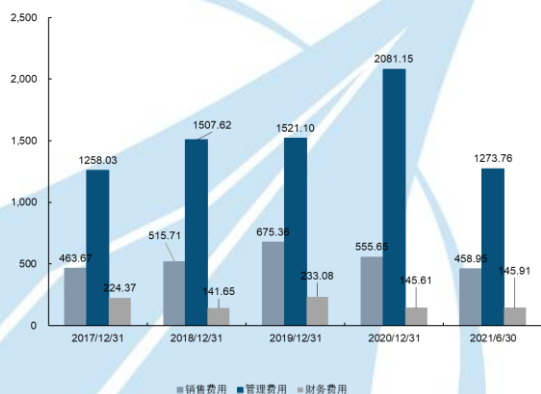
资料来源：wind，中航证券研究所

图 2：公司近五年归母净利润及增速情况（亿元；%）



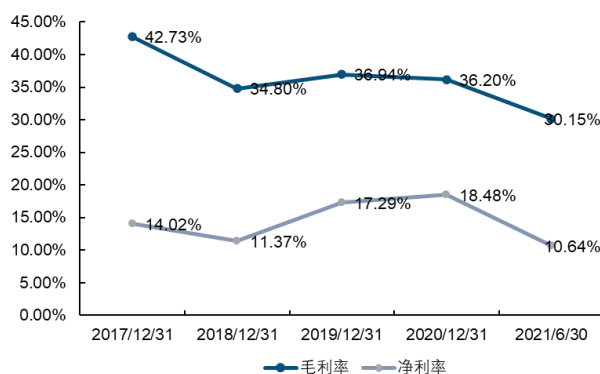
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：公司年报三费情况（万元）



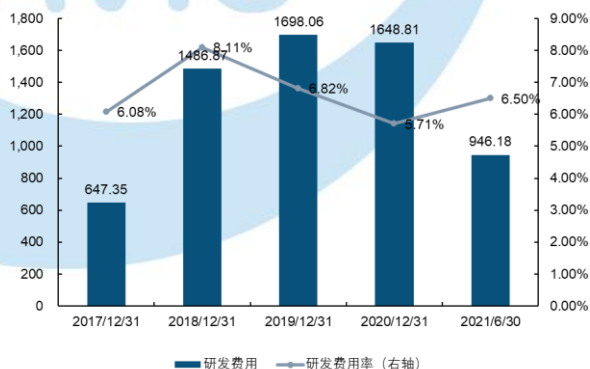
资料来源：wind，中航证券研究所（管理费用中不包含研发费用）

图 4：公司近五年毛利率及净利率情况



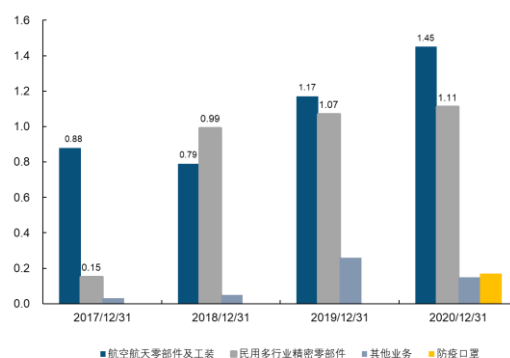
资料来源：wind，中航证券研究所

图 5：公司研发投入情况（万元）



资料来源：wind，中航证券研究所

图 6：公司产品营收结构（亿元）



资料来源：wind，中航证券研究所

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	183.44	249.17	288.63	309.01	353.02	499.63
增长率(%)	72.37%	35.83%	15.84%	7.06%	14.24%	41.53%
归属母公司股东净利润	20.52	42.17	51.20	54.11	64.56	103.56
增长率(%)	26.50%	105.49%	21.42%	5.69%	19.30%	60.41%
每股收益(EPS)	0.183	0.377	0.458	0.484	0.577	0.926
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.035	0.457	0.543	0.917	0.917	0.955
销售毛利率	34.80%	36.94%	36.20%	35.85%	38.15%	41.56%
销售净利率	11.37%	17.29%	18.48%	18.24%	19.05%	21.59%
净资产收益率(ROE)	8.86%	11.65%	12.36%	11.55%	12.11%	16.27%
投入资本回报率(ROIC)	12.80%	19.02%	15.99%	13.47%	16.09%	25.40%
市盈率(P/E)	187.43	91.21	75.12	71.07	59.57	37.14
市净率(P/B)	16.61	10.63	9.28	8.21	7.22	6.04
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	183.44	249.17	288.63	309.01	353.02	499.63
减: 营业成本	119.60	157.11	184.15	198.23	218.34	291.98
营业税金及附加	1.41	1.10	0.69	1.49	1.70	2.41
营业费用	5.16	6.75	5.56	5.87	6.74	9.54
管理费用	15.08	15.21	20.81	22.56	25.84	36.97
研发费用	14.87	16.98	16.49	17.61	20.51	29.13
财务费用	1.42	2.33	1.46	1.85	2.15	3.05
资产减值损失	5.05	-5.83	-6.95	-2.50	-6.61	-9.78
加: 投资收益	0.82	0.17	-0.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.22	1.22	-1.32	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	1.50	2.74	8.16	4.13	4.13	4.13
营业利润	22.97	47.98	59.25	61.39	77.73	126.54
加: 其他非经营损益	-0.04	0.36	0.94	0.31	0.31	0.31
利润总额	22.93	48.34	60.19	61.70	78.04	126.86
减: 所得税	2.07	5.27	6.86	6.97	8.31	13.33
净利润	20.86	43.07	53.33	54.74	69.73	113.52
减: 少数股东损益	0.34	0.91	2.13	2.26	2.69	4.32
归属母公司股东净利润	20.52	42.17	51.20	54.11	64.56	103.56
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	52.19	68.98	98.88	108.83	160.48	205.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	114.27	152.40	200.14	202.47	229.91	285.67
其他应收款 (合计)	479.61	211.66	50.35	479.61	211.66	50.35
存货	32.89	38.40	44.68	47.52	49.53	72.13
其他流动资产	4137.84	2987.37	1765.12	18.00	19.98	22.78
长期股权投资	0.00	0.00	5.71	5.71	5.71	5.71
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	85.18	185.39	266.89	276.16	281.42	292.68
无形资产和开发支出	5.52	5.80	11.23	9.89	8.55	7.21
其他非流动资产	9.56	50.35	10.79	-254.91	13.56	160.57
资产总计	340.99	638.63	662.58	687.76	785.35	934.14
短期借款	36.30	134.48	32.24	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	54.76	93.54	116.01	122.35	132.67	143.86
长期借款	0.00	0.00	61.10	61.10	61.10	61.10
其他负债	42.37	168.10	54.02	0.00	0.00	0.00
负债合计	97.13	261.64	231.13	183.44	193.76	204.96
股本	76.00	83.90	83.90	83.90	83.90	83.90
资本公积	118.38	197.62	197.62	197.62	197.62	197.62
留存收益	37.10	80.43	132.75	186.86	251.42	354.98
归属母公司股东权益	231.48	361.94	414.27	468.38	532.94	636.50
少数股东权益	12.37	15.05	17.18	19.44	22.13	26.44
股东权益合计	243.85	376.99	431.45	487.82	555.07	662.94
负债和股东权益合计	340.99	638.63	662.58	671.26	748.83	867.90
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	3.93	51.10	60.69	102.61	102.63	106.83
投资性现金净流量	-15.85	-216.55	16.44	-58.38	-50.48	-62.91
筹资性现金净流量	6.88	183.73	-46.44	-34.28	-0.49	0.59
现金流量净额	-5.05	18.16	30.79	9.95	51.65	44.51

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。