

**公司点评**
**中航机电 (002013)**
**国防军工 | 航空装备**
**军机与民机接力发展带动公司业绩持续向上**

2021年12月08日

**评级**                      **谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间**    **17.48-20.24 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	17.68
52 周价格区间 (元)	9.22-18.38
总市值 (百万)	68683.70
流通市值 (百万)	68683.04
总股本 (万股)	388482.48
流通股 (万股)	388478.75

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
中航机电	11.97	22.52	68.90
航空装备	5.69	7.12	28.54

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@hncasing.com

**分析师**

0731-84779574

**张看**

 执业证书编号: S0530521090001  
 zhangkan@hncasing.com

**分析师**
**相关报告**

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	12131.38	12224.10	15646.85	19558.56	23665.86
净利润(百万元)	960.86	1074.69	1394.12	1788.64	2146.44
每股收益 (元)	0.25	0.28	0.36	0.46	0.55
每股净资产(元)	2.51	3.32	3.61	3.97	4.40
P/E	69.62	62.25	47.98	37.40	31.17
P/B	6.86	5.18	4.78	4.34	3.91

资料来源: iFinD, 财信证券

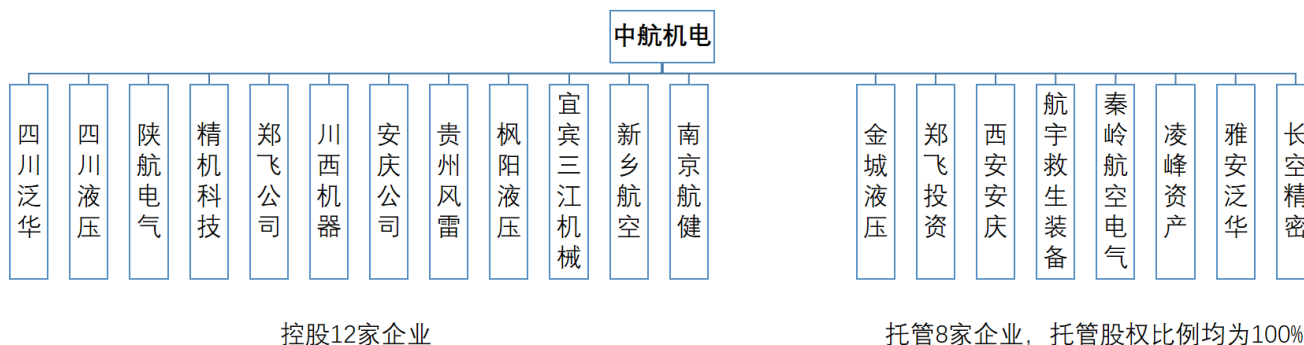
**投资要点:**

- 航空机电领域专业化整合平台, 主业突出实力雄厚。** 公司从 2013 年开始陆续开展航空机电企业的资产整合工作, 共历经三次重大资产重组, 改变了原本航空机电领域分散化的格局, 目前公司控股 12 家、托管 8 家核心机电系统公司, 在国内航空机电领域处于主导地位。公司航空主业突出, 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%。公司主要着力于军用航空机电系统领域, 下游客户基本覆盖我国所有航空主机厂, 公司目前产品谱系覆盖航空电力系统、液压系统、燃油系统、环境控制系统、高升力系统、武器与悬挂发射系统等航空机电系统。
- 军机放量拉动公司业绩稳步向上, 长期来看民机有望接力放量。** 航空产业是关系国家安全和国民经济命脉的战略产业。军机方面, 在建军百年奋斗目标及 2035 国防军队现代化背景下, 空军历史性跨入战略空军门槛并提出构建四代机为骨干、三代机为主体的武器装备体系, 我国军机或将迎来放量阶段。民机方面, “十四五规划” 明确了我国将重点推动 C919 大型客机示范运营和 ARJ21 支线客机系列化发展, 今年 C919 飞机首批 5 架购机订单合同正式签署并将交付首架。根据商飞预测到 2039 年, 将有 8725 架飞机交付中国市场, 市场价值约 1.3 万亿美元。随着国产大飞机的成熟并逐渐交付, 我国民用航空产业将迎来高速发展阶段, 公司有望充分享受军机、民机接力发展的行业红利。
- 公司在维修与备件领域有望发力。** 公司统筹各子公司的维修资源, 并收购南京航健, 打造一站式航空维修服务模式, 确立了在航空机电系统维修服务保障领域的领先地位, 后续有望发力于维修与备件领域。
- 盈利预测:** 预计公司 2021~2023 年实现归母净利润分别为 13.94 亿元、17.89 亿元、21.46 亿元, EPS 分别为 0.36 元、0.46 元、0.55 元, 对应当前股价 PE 倍数为 48、37 和 31 倍。考虑到公司在航空机电领域保持领先主导地位, 且公司作为航空工业集团成员单位与集团内主机厂保持深度合作, 有望直接受益于军机放量。给予公司 2022 年 38~44 倍 PE 估值, 对应价格区间为 17.48 元~20.24 元。首次覆盖, 给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 研发生产不及预期; 市场开拓不及预期; 上游涨价风险。

## 1 航空机电领域专业化整合平台，主业突出实力雄厚

公司从 2013 年开始陆续开展航空机电企业的资产整合工作，共历经三次重大资产重组，改变了原本航空机电领域分散化的格局，目前公司控股 12 家、托管 8 家核心机电系统公司，在国内航空机电领域处于主导地位。

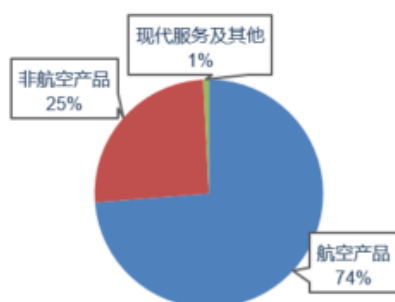
图 1：中航机电下属企业



资料来源：iFinD、财信证券

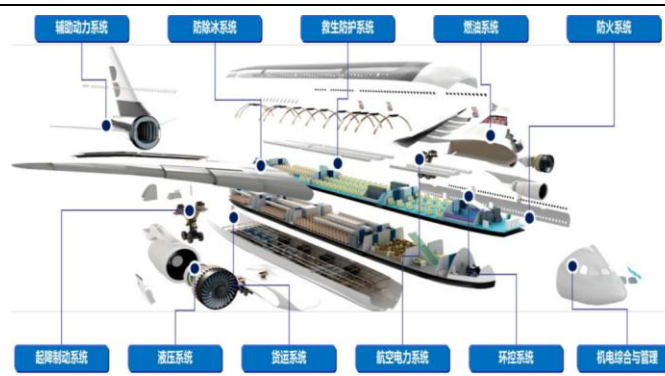
公司航空主业突出，航空军品业务收入从 2013 年的 24.45 亿元，逐年提升至 2020 年 90.14 亿元，公司航空主业占比从 36% 提升至 73.74%。公司主要着力于军用航空机电系统领域，下游客户基本覆盖我国所有航空主机厂，公司目前产品谱系覆盖航空电力系统、液压系统、燃油系统、环境控制系统、高升力系统、武器与悬挂发射系统等航空机电系统。

图 2：公司 2020 年各业务领域营收占比



资料来源：iFinD、财信证券

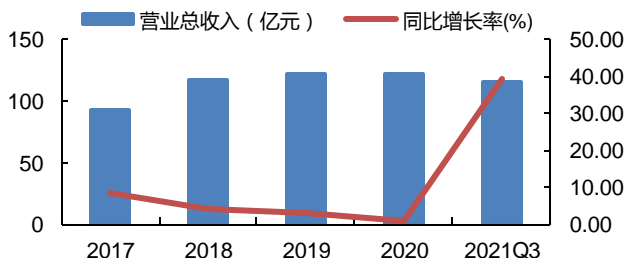
图 3：航空机电系统全机分布图



资料来源：公司官网、财信证券

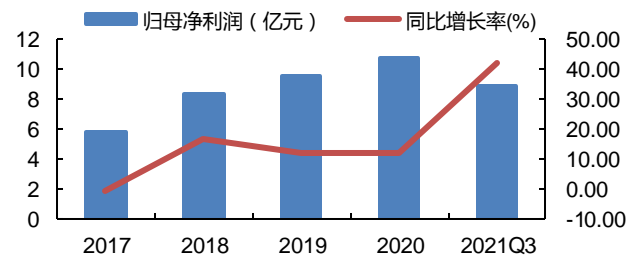
公司营收与利润齐增，合同负债大幅提升。公司 2021 年前三季度共实现营收 115.58 亿元，同比增长 39.19%；实现归母净利润 8.88 亿元，同比增长 42.42%；公司整体毛利率 21.90%，同比下降 1.46pct；公司整体净利率 8.15%，同比上升 0.29pct。公司存货及合同负债同样增长迅速。2021Q3，公司合同负债 17.36 亿元，较去年同期增长 15.24 亿元；存货 57.24 亿元，较去年同期增长 6.96 亿元。

图 4：公司营收及同比增速



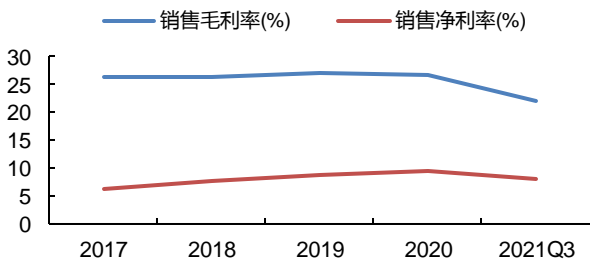
资料来源：iFinD、财信证券

图 5：公司归母净利润及同比增速



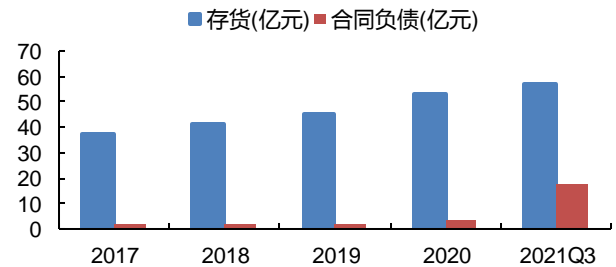
资料来源：iFinD、财信证券

图 6：公司销售毛利率、净利率情况



资料来源：iFinD、财信证券

图 7：公司存货、合同负债情况



资料来源：iFinD、财信证券（2017-2019 年的合同负债数据为预收账款数据）

## 2 军机放量拉动公司业绩稳步向上，长期来看民机有望接力放量

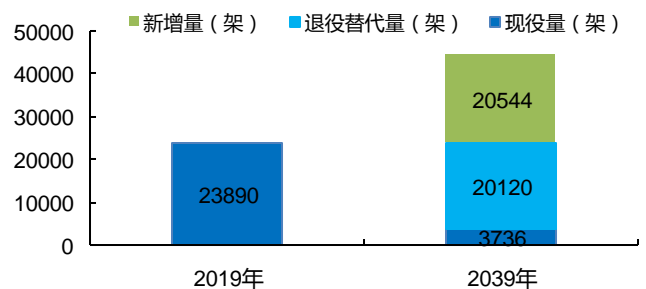
航空产业是关系国家安全和国民经济命脉的战略产业。军机方面，在建军百年奋斗目标及 2035 国防军队现代化背景下，空军历史性跨入战略空军门槛并提出构建四代机为骨干、三代机为主体的武器装备体系，我国军机或将迎来放量阶段。民机方面，“十四五规划”明确了我国将重点推动 C919 大型客机示范运营和 ARJ21 支线客机系列化发展，今年 C919 飞机首批 5 架购机订单合同正式签署并将交付首架。根据商飞预测到 2039 年，将有 8725 架飞机交付中国市场，市场价值约 1.3 万亿美元。随着国产大飞机的成熟并逐渐交付，我国民用航空产业将迎来高速发展阶段，公司有望充分享受军机、民机接力发展的行业红利。

图 8：中国空军现代化建设“三步走”战略



资料来源：新华社、财信证券

图 9：全球机队未来二十年变化情况



资料来源：《中国商飞公司市场预测年报》、财信证券

公司在维修方面也有所进展。公司统筹各子公司的维修资源，并收购南京航健，打造一站式航空维修服务模式，确立了在航空机电系统维修服务保障领域的领先地位，后续有望发力于维修与备件领域。

### 3 盈利预测

预计公司 2021~2023 年实现归母净利润分别为 13.94 亿元、17.89 亿元、21.46 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.46 元、0.55 元，对应当前股价 PE 倍数为 48、37 和 31 倍。考虑到公司在航空机电领域保持领先地位，且公司作为航空工业集团成员单位与集团内主机厂保持深度合作，有望直接受益于军机放量。给予公司 2022 年 38~44 倍 PE 估值，对应价格区间为 17.48 元~20.24 元。首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

### 4 风险提示

研发生产不及预期；民用市场开拓不及预期；上游涨价风险。

## 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4899.28	4798.08	6478.98	8267.22	10402.79	营业收入	12131.38	12224.10	15646.85	19558.56	23665.86
应收票据及账款	8561.77	9004.19	11382.56	14228.20	17216.12	营业成本	8854.89	8955.07	11453.49	14375.54	17512.73
预付账款	195.53	333.72	315.58	394.48	477.32	营业税金及附加	59.34	54.54	77.82	97.28	117.71
其他应收款	214.42	109.42	212.95	266.18	322.08	销售费用	158.33	88.01	192.24	240.31	290.77
存货	4489.38	5276.71	6031.56	7570.35	9222.44	管理费用	1179.29	1283.90	1564.68	1858.06	2129.93
其他流动资产	60.57	72.73	87.83	109.19	131.62	研发费用	550.09	592.85	625.87	782.34	946.63
<b>流动资产总计</b>	<b>18420.95</b>	<b>19594.85</b>	<b>24509.45</b>	<b>30835.61</b>	<b>37772.36</b>	财务费用	204.10	169.81	67.94	23.72	16.85
长期股权投资	239.26	246.68	246.68	246.68	246.68	资产减值损失	-24.73	-50.16	-37.90	-47.38	-57.33
固定资产	5132.54	5292.69	4719.51	4098.77	3430.47	信用减值损失	-23.13	14.94	-3.57	-4.46	-5.40
在建工程	1938.69	1821.40	1517.84	1214.27	910.70	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	1108.41	1100.41	936.49	768.67	596.96	投资收益	-2.80	18.46	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	9.00	8.64	4.32	0.00	0.00	公允价值变动损益	9.21	-0.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1585.97	2182.55	2132.54	2082.52	2032.51	资产处置收益	0.15	-4.33	-0.87	-0.87	-0.87
<b>非流动资产合计</b>	<b>10013.87</b>	<b>10652.37</b>	<b>9557.37</b>	<b>8410.91</b>	<b>7217.32</b>	其他收益	144.30	281.60	162.27	162.27	162.27
<b>资产总计</b>	<b>28434.82</b>	<b>30247.22</b>	<b>34066.82</b>	<b>39246.53</b>	<b>44989.68</b>	营业利润	1228.36	1339.75	1784.72	2290.87	2749.90
短期借款	2854.25	1753.86	0.00	0.00	0.00	营业外收入	29.30	21.40	25.14	25.14	25.14
应付票据及账款	7089.67	8049.53	9499.76	11923.37	14525.42	营业外支出	12.50	13.12	21.27	21.27	21.27
其他流动负债	2520.21	1864.92	4777.86	5981.17	7258.87	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>12464.13</b>	<b>11668.31</b>	<b>14277.62</b>	<b>17904.54</b>	<b>21784.29</b>	利润总额	1245.15	1348.02	1788.59	2294.74	2753.78
长期借款	2695.10	1650.80	1650.80	1650.80	1650.80	所得税	185.97	202.77	277.45	355.97	427.17
其他非流动负债	590.08	923.14	923.14	923.14	923.14	净利润	1059.18	1145.25	1511.14	1938.78	2326.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>3285.18</b>	<b>2573.94</b>	<b>2573.94</b>	<b>2573.94</b>	<b>2573.94</b>	少数股东损益	98.32	70.56	117.02	150.13	180.17
<b>负债合计</b>	<b>15749.31</b>	<b>14242.25</b>	<b>16851.56</b>	<b>20478.48</b>	<b>24358.23</b>	归母净利润	960.86	1074.69	1394.12	1788.64	2146.44
股本	3608.66	3884.82	3884.82	3884.82	3884.82	EBITDA	2143.64	2216.44	2951.53	3464.91	3964.22
资本公积	779.06	2729.30	2729.30	2729.30	2729.30	NOPLAT	1210.55	1286.73	1566.00	1956.27	2338.30
留存收益	5362.27	6300.24	7393.51	8796.16	10479.40	EPS (元)	0.25	0.28	0.36	0.46	0.55
归属母公司权益	9750.00	12914.36	14007.63	15410.29	17093.52	<b>主要财务比率</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	2935.52	3090.61	3207.62	3357.76	3537.93	<b>成长能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>12685.51</b>	<b>16004.97</b>	<b>17215.26</b>	<b>18768.04</b>	<b>20631.45</b>	营收增长率	4.25%	0.76%	28.00%	25.00%	21.00%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>28434.82</b>	<b>30247.22</b>	<b>34066.82</b>	<b>39246.53</b>	<b>44989.68</b>	EBIT 增长率	11.57%	4.73%	22.31%	24.88%	19.50%
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBITDA 增长率	9.57%	3.40%	33.17%	17.39%	14.41%
税后经营利润	1059.18	1145.25	1371.51	1799.14	2186.97	归母净利润增长率	14.84%	11.85%	29.72%	28.30%	20.00%
折旧与摊销	694.39	698.61	1095.00	1146.45	1193.59	<b>盈利能力</b>					
财务费用	204.10	169.81	67.94	23.72	16.85	毛利率	27.01%	26.74%	26.80%	26.50%	26.00%
投资损失	-2.11	8.69	0.00	0.00	0.00	净利率	8.73%	9.37%	9.66%	9.91%	9.83%
营运资金变动	-577.01	-785.32	1129.47	-911.00	-921.42	营业利润率	10.13%	10.96%	11.41%	11.71%	11.62%
其他经营现金流	181.51	55.74	0.00	0.00	0.00	ROE	9.85%	8.32%	9.95%	11.61%	12.56%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1560.07</b>	<b>1292.78</b>	<b>3663.91</b>	<b>2058.31</b>	<b>2475.98</b>	ROA	3.38%	3.55%	4.09%	4.56%	4.77%
资本支出	922.07	422.23	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.90%	9.20%	10.63%	15.22%	17.98%
长期投资	11.39	-55.60	0.00	0.00	0.00	<b>估值倍数</b>					
其他投资现金流	-1749.77	-1590.62	139.64	139.64	139.64	P/E	69.62	62.25	47.98	37.40	31.17
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-816.30</b>	<b>-1223.99</b>	<b>139.64</b>	<b>139.64</b>	<b>139.64</b>	P/S	5.51	5.47	4.28	3.42	2.83
短期借款	804.66	-1100.39	-1753.86	0.00	0.00	P/B	6.86	5.18	4.78	4.34	3.91
长期借款	62.01	-1044.30	0.00	0.00	0.00	股息率	0.33%	0.46%	0.45%	0.58%	0.69%
普通股增加	0.03	276.16	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	45.80	45.27	35.41	27.82	22.72
资本公积增加	-245.76	1950.24	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	30.96	31.00	22.27	18.61	15.88
其他筹资现金流	39.18	-616.82	-368.79	-409.71	-480.05	EV/NOPLAT	54.83	53.40	41.98	32.97	26.92
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>660.12</b>	<b>-535.12</b>	<b>-2122.64</b>	<b>-409.71</b>	<b>-480.05</b>						
<b>现金流量净额</b>	<b>1409.13</b>	<b>-476.62</b>	<b>1680.90</b>	<b>1788.24</b>	<b>2135.57</b>						

资料来源: iFinD, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438