

航空机载细分领域龙头，开辟海军特种制冷新市场 买入（首次）

2022 年 01 月 17 日

证券分析师 苏立赞

执业证号：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证号：S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	831	1189	1640	2210
同比（%）	23.20	43.10	37.92	34.76
归母净利润（百万元）	194	276	408	562
同比（%）	71.31	42.52	47.60	37.69
每股收益（元/股）	0.48	0.68	1.01	1.39
P/E（倍）	61.81	43.37	29.38	21.34

投资要点

■ **航空机载细分领域龙头。**公司是国内军机氧气系统唯一供应商，承接军机飞机副油箱绝大多数业务，并且供应某型先进战机惰化系统。当前中美主力战机装备差距大，十四五军备大换装，叠加上建军百年目标，主力型号迅速放量，下游需求旺盛。民机领域，大飞机 C919 氧气系统和惰化系统目前仍由国外供应，后续随着国产化推进，可继续拓展公司业务。军队实战化训练加强，装备耗损加快，军机氧气维修业务开始发力，进一步增厚公司业绩。

■ **特殊制冷发展迅速，开拓海军新市场。**随着装备信息化装备的加强，坦克装甲车上的各类电子设备增多，其对于高温非常敏感，遇有高温容易引发故障。目前我国大多数陆军坦克装甲车没有安装空调系统，后续新生产装备调温装置和空调将成为标配。公司产品在陆军主战坦克和装甲车已装制冷产品中占据重要市场地位，2021 年顺利打开海军市场，提升公司业绩成长空间。

■ **改革红利可期。**江航装备是 2016 年进入首批军工混合所有制改革试点名单的公司，通过引进战略投资者，实行员工持股，聚焦主业，退出非主业资产，建立了现代薪酬制度体系，改革后企业效益大幅提升，确立了中航机载人机环装备上市平台的地位，2022 年是国企三年改革最后一年，相关动作即将落地，中航机载集团所持有的优质资产有望并入，将迎来改革红利。

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司航空以及特种制冷等业务的发展前景，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.76/4.08/5.62 亿元，EPS 分别为 0.68/1.01/1.39 元，对应 PE 为 43/29/21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.68
一年最低/最高价	22.06/37.22
市净率(倍)	5.79
流通 A 股市值(百万元)	5130.52

基础数据

每股净资产(元)	5.13
资产负债率(%)	37.62
总股本(百万股)	403.74
流通 A 股(百万股)	172.86

江航装备三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,284	2,772	3,410	4,311	营业收入	831	1,189	1,640	2,210
现金	1,297	1,383	1,545	1,863	减:营业成本	486	692	946	1,259
应收账款	492	724	999	1,340	营业税金及附加	3	5	7	9
存货	406	568	764	999	营业费用	24	31	41	55
其他流动资产	90	98	102	109	管理费用	112	155	197	265
非流动资产	703	695	693	694	研发费用	51	65	90	122
长期股权投资	11	14	17	21	财务费用	-2	-4	-9	-12
固定资产	519	506	499	494	资产减值损失	14	0	0	0
在建工程	26	24	21	19	加:投资净收益	5	7	9	13
无形资产	69	71	73	75	其他收益	34	50	69	93
其他非流动资产	74	76	79	81	资产处置收益	0	1	0	0
资产总计	2,987	3,468	4,103	5,005	营业利润	210	303	447	618
流动负债	611	880	1,149	1,514	加:营业外净收支	6	3	5	4
短期借款	40	0	-40	-40	利润总额	215	306	452	623
应付账款	455	663	889	1,190	减:所得税费用	21	30	44	61
其他流动负债	97	207	284	335	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	446	405	385	385	归属母公司净利润	194	276	408	562
长期借款	0	0	0	0	EBIT	208	242	360	501
其他非流动负债	446	405	385	385	EBITDA	261	292	404	543
负债合计	1,057	1,285	1,535	1,899	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.48	0.68	1.01	1.39
归属母公司股东权益	1,930	2,182	2,568	3,106	每股净资产(元)	4.78	5.41	6.36	7.69
负债和股东权益	2,987	3,468	4,103	5,005	发行在外股份(百万股)	404	404	404	404
					ROIC(%)	13.50	10.49	13.77	16.14
					ROE(%)	10.04	12.66	15.88	18.08
					毛利率(%)	41.51	41.81	42.32	43.05
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	23.33	23.24	24.87	25.41
经营活动现金流	213	225	269	365	资产负债率(%)	35.38	37.06	37.41	37.95
投资活动现金流	-123	-33	-27	-27	收入增长率(%)	23.20	43.10	37.92	34.76
筹资活动现金流	925	-106	-80	-20	净利润增长率(%)	71.31	42.52	47.60	37.69
现金净增加额	1,016	86	162	318	P/E	61.81	43.37	29.38	21.34
折旧和摊销	53	51	44	43	P/B	6.21	5.49	4.67	3.86
资本开支	-44	-34	-31	-33	EV/EBITDA	43.27	36.28	25.74	18.56
营运资本变动	-20	-196	-238	-263					

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>