

中航机电

002013

审慎增持 (维持)

吸收合并事项有序推进
募资聚焦机载产能提升

2022年10月8日

市场数据

市场数据日期	2022-09-30
收盘价(元)	11.34
总股本(百万股)	3,884.82
流通股本(百万股)	3,884.77
总市值(百万元)	44,053.91
流通市值(百万元)	44,053.35
净资产(百万元)	14,121.60
总资产(百万元)	35,046.70
每股净资产(元)	3.65

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航机电 2022 中报点评: 业绩实现稳健增长, 航空收入占比持续提升》2022-08-24

《中航机电 2021 年报点评: 航空需求持续提升, 合同负债大幅增加》2022-03-16

《中航机电 2021 三季报点评: 航空收入大幅提升, 盈利能力持续增强》2021-10-25

《中航机电 2021 中报点评: 营收利润高位增长, 预收货款提升六倍》2021-08-26

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14992	16508	19498	23055
同比增长	22.6%	10.1%	18.1%	18.2%
归母净利润(百万元)	1271	1578	1945	2411
同比增长	18.3%	24.2%	23.2%	24.0%
毛利率	24.4%	25.7%	26.7%	27.0%
净利率	9.0%	10.2%	10.6%	11.1%
净资产收益率	9.1%	10.4%	11.7%	13.1%
每股收益(元)	0.33	0.41	0.50	0.62
每股经营现金流(元)	1.64	-0.13	0.51	0.31

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 9月28日, 中航电子、中航机电联合发布《中航航空电子系统股份有限公司换股吸收合并中航工业机电系统股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》。
- **换股价格由于分红派息有所调整, 发行股数相应增加。**中航电子于6月27日实施2021年权益分派方案, 经除权除息调整后, 中航机电与中航电子的换股比例为1:0.6647, 中航电子/中航机电的换股价格分别为18.94/12.59元/股, 分别为最新收盘价的18.46/11.34元/股的102.60%/111.02%。本次交易完成后, 若以募集配套资金总额上限测算, 存续公司的总股本将增至478,338.31万股。
- **拟定向增发50亿元, 打造世界一流航空机载企业。**本次交易拟定向增发募资不超过50亿元, 发行对象包括中航科工、航空投资、中航沈飞、航空工业成飞, 分别认购5.0/3.0/1.8/1.8亿元, 锁定18个月, 其他发行对象认购的股份询价发行, 锁定6个月。募集资金拟用于航空引气子系统有机载产品产能提升项目、液压作动系统产能提升建设项目、航空电力系统生产能力提升项目等项目建设以及补充合并后存续公司的流动资金, 其中用于补充合并后存续公司的流动资金的比例不超过本次交易作价的25%。
- **吸收合并事项有序推进。**本次交易已分别于9月8日和9月27日获得国防科工局和国资委的批准。截至9月28日草案发布日, 中航电子和中航机电均已完成公司董事会、监事会的批准, 中航科工已履行香港联合交易所审核程序。本次交易后续尚需经过中航电子、中航机电和中航科工的股东大会审议及证监会的核准。随着审批流程的不断推进, 机载系统级供应商组建在即。
- **存续公司盈利能力有望持续增强。**据公司公告, 假设中航电子与中航机电于2021年1月1日完成吸收合并, 若不考虑重组过程中可能产生的相关费用支出及各项税费, 合并后的存续公司2021年实现营业收入246.85亿元, 实现归母净利润20.71亿元, 每股收益为0.46元/股, 相较未合并增厚0.04元/股; 2022年1~5月实现营业收入103.64亿元, 实现归母净利润8.50亿元, 每股收益为0.19元/股, 相较未合并增厚0.03元/股。
- **国企改革深入推进。**2022年是国企改革三年行动方案的最后一年, 包括上市公司吸收合并、股权激励在内的资本运作事项有望催化主题投资机会。航空工业集团作为国有资本投资公司试点企业之一, 有望在落实国资委相关改革要求方面做出表率。2022年5月6日, 中航沈飞董事长等高管增持中航沈飞股份。5月18日, 国务院国资委组织再次召开深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进会。5月26日, 中航证券聚富优选2号(资产管理计划总金额3亿元)增持中航光电、中航高科, 并于6月9日增持中航西飞。中航电子吸收合并中航机电为近年来军工板块资产整合领域的重要事件, 其持续推进有望进一步带来国企改革相关主题性机会。
- 我们维持盈利预测, 在不考虑吸收合并的情况下, 预计公司2022-2024年实现归母净利润15.78/19.45/24.11亿元, EPS为0.41/0.50/0.62元/股, 对应PE为27.9/22.7/18.3倍(2022.09.30), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 机载产品下游需求不及预期; 合并进展不及预期; 募集配套资金进展不及预期。

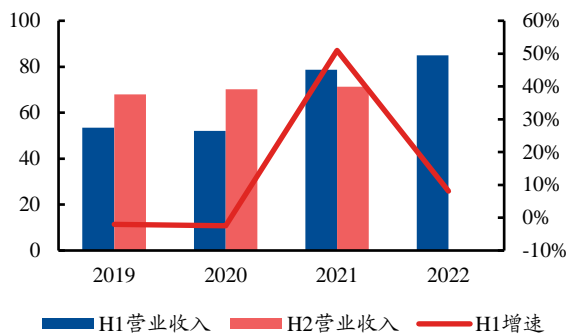
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2022 年中报业绩实现稳健增长，航空收入占比提升

● 营收、业绩稳步增长

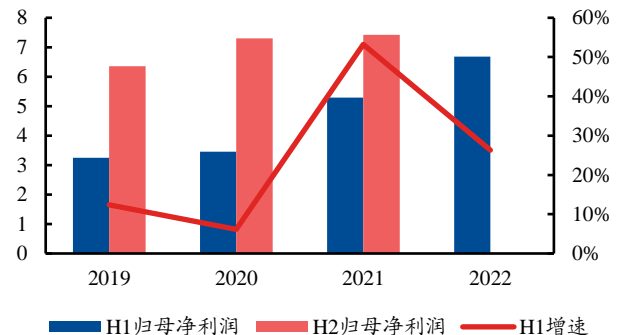
2022 年上半年，公司实现营业收入 84.99 亿元，同比增长 8.10%；归母净利润 6.68 亿元，同比增长 26.31%；扣非后归母净利润 6.08 亿元，同比增长 24.64%。分季度看，2022Q2，公司实现营收 45.50 亿元，同比增长 6.24%，环比增长 15.21%；归母净利润 4.02 亿元，同比增长 26.47%，环比增长 51.47%。

图 1、2019-2022H1 半年度营收（亿元）及 H1 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为增速

图 2、2019-2022H1 半年度归母净利润（亿元）及 H1 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为增速

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	19.75	20.76	16.98%	0.65	6.03%
	Q2	22.45	31.32	25.62%	2.80	26.08%
	Q3	26.69	30.95	25.32%	2.78	25.90%
	Q4	33.91	39.21	32.07%	4.51	41.99%
2021	Q1	19.87	35.80	23.88%	2.11	16.57%
	Q2	20.60	42.82	28.56%	3.18	25.03%
	Q3	25.38	36.95	24.65%	3.59	28.25%
	Q4	32.87	34.35	22.91%	3.83	30.15%
2022	Q1	22.84	39.49	-	2.66	-
	Q2	23.16	45.50	-	4.02	-

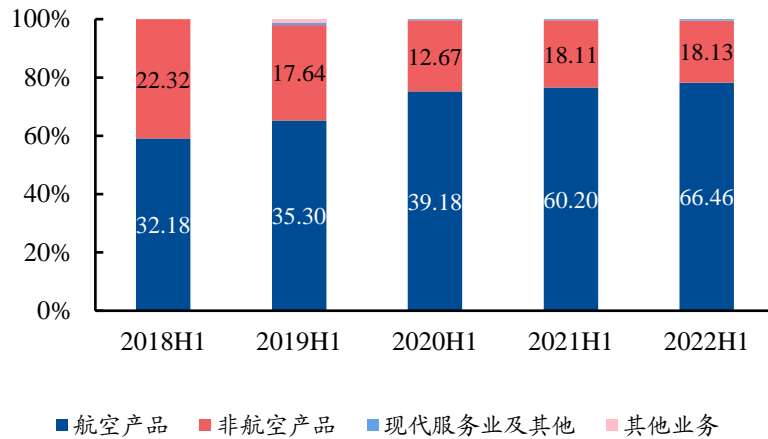
资料来源：IFIND，兴业证券经济与金融研究院整理
注：所有数据为原始报表数据

● 航空产品收入占比持续提升

分产品看，公司主要收入来自于航空产品且收入占比持续提升。2022 年上半年公司航空产品收入 66.46 亿元，同比增长 10.40%，占总营收比例 78.20%，同比提升 1.63pct；非航空产品收入 18.13 亿元，同比增长 0.08%，占总营收比例 21.33%，同比下降 1.71pct；现代服务及其他业务收入 0.40 亿元，同比增长 29.99%，占总

营收比例 0.47%，同比提升 0.08pct。

图 3、2018H1-2022H1 公司分产品收入占比（亿元）



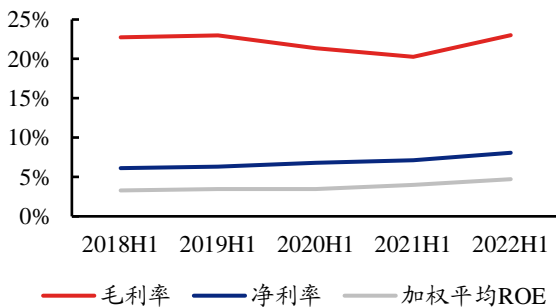
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率持续改善，研发投入大幅增长

2022H1，公司整体毛利率为 23.01%，同比提升 2.75pct，其中 Q2 毛利率 23.16%，同比提升 2.56pct，环比提升 0.32pct；净利率为 8.08%，同比提升 0.95pct，其中 Q2 净利率 9.07%，同比增加 1.21pct；加权平均 ROE 为 4.72%，同比增加 0.71pct。

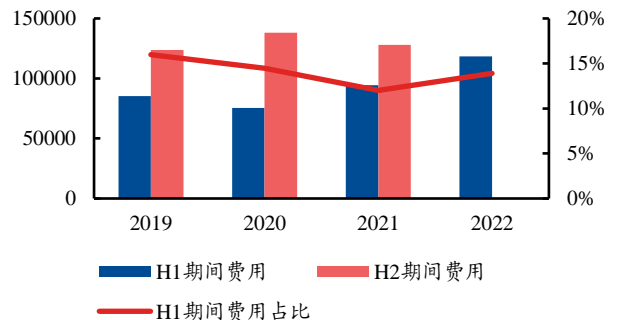
2022H1，公司期间费用 11.83 亿元，同比增长 25.29%，期间费用占营收比重 13.92%，同比提升 1.91pct；其中，销售费用 0.65 亿元，同比增长 20.60%；管理费用 6.34 亿元，同比增长 13.39%；财务费用-0.59 亿元，同比下降 347.37%，主要系银行定期存款增加以及借款减少；公司加大研发投入，研发费用 5.43 亿元，同比增长 76.55%，研发费用率为 6.39%，同比提升 2.48pct。

图 4、2018H1-2022H1 毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2019-2022H1 期间费用（万元）及 H1 期间费用占比（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为 H1 期间费用占比

● 子公司表现有所分化，整体营收、业绩增长良好

2022H1，公司大部分主要子公司均实现营收及业绩不同程度的同比增长，其中庆安公司实现收入 20.20 亿元，同比增长 14.57%，净利润 0.70 亿元，同比扭亏为盈；陕航电气实现收入 12.78 亿元，同比增长 18.24%，净利润 0.47 亿元，同比增长 16.88%；新航集团实现收入 17.33 亿元，同比增长 9.57%，净利润 1.90 亿元，同比增长 8.60%。但 2022H1 郑飞公司收入及业绩同比出现下滑，其中收入为 7.73 亿元，同比下降 3.39%，净利润 0.40 亿元，同比下降 25.53%。

图 6、2021-2022H1 主要子公司营收（亿元）

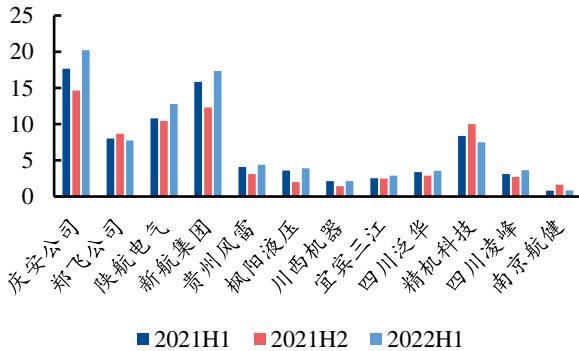
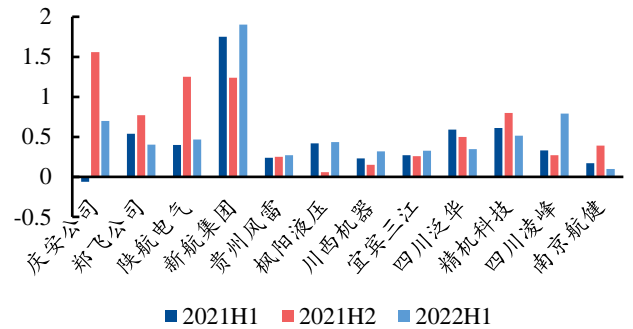


图 7、2021-2022H1 主要子公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 关联交易预计金额同比增长

报告期内，公司向中航工业下属企业及其科研单位出售商品关联交易预计金额为 130 亿元，较去年同期增长 30.00%，实际发生金额 51.86 亿元，同比增长 17.34%；采购商品预计金额为 60 亿元，较去年同期增长 50.00%，实际发生关联交易金额 9.40 亿元，同比增长 6.36%。

表 2、公司与航空工业集团关联交易情况

关联交易方	关联交易类型	2022H1			2021H1		
		关联交易金额（万元）	占同类交易金额的比例	获批的交易额度（万元）	关联交易金额（万元）	占同类交易金额的比例	获批的交易额度（万元）
中国航空工业集团有限公司下属所有企业及托管科研事业单位	采购商品	93,978.52	14.36%	600,000	88,359.42	25.06%	400,000
	出售商品	518,566.73	61.02%	1,300,000	441,943.51	56.21%	1,000,000
	存款	582,484.01	88.55%	1,500,000	378,642.31	100.00%	1,500,000

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中航电子吸收合并中航机电草案发布

9月28日，中航电子、中航机电联合发布《中航航空电子系统股份有限公司换股吸收合并中航工业机电系统股份有限公司并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》。

● 贯彻落实国有企业深化改革目标，推进国有资本优化重组

据公司公告，本次交易的背景为贯彻落实国有企业深化改革目标，推进国有资本优化重组，是中航电子和中航机电贯彻落实党中央、国务院深化国企改革指导思想的重要举措，有助于推动存续公司内强质地、外塑形象，完善国有上市平台的产业布局，提升资产质量和运营效率，实现国有资产保值增值。中航电子和中航机电分别为国内航空电子系统、航空机电系统的龙头企业，本次交易能够进一步整合双方的优势资源，充分发挥协同效应，提升航空工业机载系统的核心竞争力，把握机载系统产业发展的战略机遇。

● 顺应机电航电一体化趋势，打造世界一流航空机载企业

1、顺应产业发展趋势，助力航空工业高质量发展

近年来，航空机载产业呈现系统化、集成化、智能化发展趋势。据时代周刊，参考国际巨头情况，霍尼韦尔公司兼具机载机电系统业务和电子系统业务，其先后完成了超过80次收购，目前还在继续寻找合适的收购标的。中航电子与中航机电通过资产注入、托管等方式，已分别陆续开展了各自细分领域的专业化整合。本次交易将在机载系统层面实现航空电子系统和航空机电系统的深度融合，顺应全球航空机载产业系统化、集成化、智能化发展趋势，有助于进一步提升航空工业机载系统的综合实力，有助于提升我国机载系统的整体研制水平和综合实力，实现机载系统关键技术领域的重大突破，有利于更好地承担国家机载重大专项任务，进一步加强对航空产业链下游企业的供应保障能力，助力航空工业高质量发展。

2、将存续公司打造成为世界一流的航空机载企业

本次交易是从合并双方发展战略出发，通过核心军工资产及业务的专业化整合，能够更好的协调合并双方的技术、人员、供应链、客户等资源，发挥协同效应，实现优势互补，有效提升存续公司核心竞争力，做强做精主责主业，将存续公司打造成为世界一流的航空机载企业。

3、利用资本市场推动存续公司高质量发展

本次交易通过市场化手段推动合并双方深化混合所有制改革，并通过募集配套资金适当引入社会资本，进一步促进存续公司治理结构改善、经营机制转换，实现产业经营与资本运营融合发展、相互促进，推动存续公司高质量发展，更好的实现国有资产的保值增值、维护全体股东的利益。同时，交易完成后存续公司的资

产规模和盈利能力大幅提升，有助于充分发挥上市平台融资功能和资源配置作用，提升融资效率，增强资本运作反哺产业发展的能力，为存续公司的长远发展提供保障。

● 吸收合并后估值测算

换股价格按照定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价经除权除息调整后确定。由于中航电子于 6 月 27 日实施 2021 年权益分派方案，故本次交易的换股价格及发行股数较预案有所调整。经除权除息调整后，中航机电与中航电子的换股比例为 1:0.6647，中航电子/中航机电的换股价格分别为 18.94/12.59 元/股，分别为最新收盘价的 18.46/11.34 元/股（9 月 30 日）的 102.60%/111.02%。

本次募集配套资金采取询价发行方式，募集配套资金的定价基准日为本次募集配套资金发行股份的发行期首日，发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日中航电子股票交易均价的 80%，故发行价格尚未确定。据公司公告，假设本次募集配套资金的发行价格为换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日中航电子的股票交易均价 18.32 元/股，且以本次募集配套资金总额上限测算，本次交易完成后，存续公司的总股本将增至 478,338.31 万股。

按照我们最新的业绩预测，2022/2023/2024 年中航电子/中航机电归母净利润分别为 9.62/11.8/14.75 亿元和 15.78/19.45/24.11 亿元。最新收盘价对应的 PE 分别为 37.0/30.17/24.13 和 27.92/22.65/18.27。若考虑配套融资，但暂不考虑合并带来的协同效应，按照上述合并后的股本 478,338.31 万股测算，对应中航电子最新收盘价 18.46 元/股的市值为 883.01 亿元，2022/2023/2024 年两家企业对应的归母净利润之和为 25.40/31.25/38.86 亿元，对应 PE 为 34.76/28.26/22.72。

● 吸收合并后控股股东持股比例分析

截至本草案签署日，控股股东机载公司持有中航机电 35.87%股权，实际控制人航空工业合计控制中航机电 51.97%股权；控股股东中航科工直接持有中航电子 39.43%股权；实际控制人航空工业合计控制中航电子 66.38%的股权。根据中航机电控股股东——机载公司与中航电子控股股东——中航科工签署的《表决权委托协议》，本次换股吸收合并完成后，机载公司将其原持有中航电子的股份以及原持有中航机电的股份按照换股比例换成的中航电子股份对应的表决权委托给中航科工。

吸收合并实施后，考虑配套融资，在不考虑行使现金选择权的情况下，中航科工直接持有股份比例 16.47%、接受机载公司表决权委托 25.98%及航空工业 3.85%、汉航集团 1.25%一致行动关系的方式支配的表决权股份数量合计为 227,402.27 万股，占存续公司总股本的 47.55%，若考虑其它航空工业旗下主体，航空工业合计控制的股权比例为 56.15%。

● 拟定向增发 50 亿元，打造世界一流航空机载企业

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中航电子拟采用询价的方式向包括中航科工、航空投资、中航沈飞、航空工业成飞在内的不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金不超过 50 亿元。其中，中航科工、航空投资、中航沈飞、航空工业成飞分别认购 5.0/3.0/1.8/1.8 亿元，锁定期 18 个月；其他发行对象认购的股份锁定期为 6 个月。

本次募集配套资金拟用于航空引气子系统 etc 机载产品产能提升项目、液压作动系统产能提升建设项目、航空电力系统生产能力提升项目等项目建设以及补充合并后存续公司的流动资金，其中用于补充合并后存续公司的流动资金的比例不超过本次交易作价的 25%。

表 3、非公开发行募集资金拟投入项目

序号	项目名称	项目实施内容及目标	投资总金额 (亿元)	募集资金金额 (亿元)	建设期 (月)
1	航空引气子系统等机载产品产能提升项目	提升新航集团引气子系统、发动机滑油润滑系统、座舱压力调节子系统、蒸发循环制冷子系统等专业的核心生产能力	7.40	7.21	36
2	液压作动系统产能提升建设项目	实现航空液压作动四型产品产能提升	2.00	2.00	36
3	航空电力系统生产能力提升项目	实现航空电力系统产品产能提升	1.90	1.90	36
4	燃油测控系统等机载产品产能提升建设项目	提升四川泛华仪表航空燃油测量控制系统等核心产品生产能力	1.75	1.75	36
5	悬挂发射系统产能提升项目	提升悬挂发射系统的核心生产能力	1.54	1.54	36
6	作动筒、锁定装置等机载产品产能提升建设项目	提升作动筒、锁定装置、阻尼器等核心产品生产能力	1.52	1.52	36
7	电磁阀类等机载产品核心能力提升建设项目	提升电磁阀类等核心产品生产能力	1.50	1.50	36
8	受油装置等机载产品产能提升项目	提升受油装置、引射泵等核心产品生产能力	1.45	1.45	36
9	航空工业风雷火发器等机载产品科研生产能力建设项目	实现火发器等产品研发及产能提升	1.36	1.36	36
10	航空管路专业化建设项目	提升宜宾三江军民机管路产品设计研发及制造能力	0.98	0.83	24
11	补充流动资金	-	28.94	28.94	-
合计		-	50.34	50.00	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **吸收合并事项有序推进，有望增强存续公司盈利能力**

本次交易已分别于 9 月 8 日和 9 月 27 日获得国防科工局和国资委的批准。截至 9 月 28 日草案发布日，中航电子和中航机电均已完成公司董事会、监事会的批准，同时，中航科工已履行香港联合交易所审核程序。本次交易后续尚需经过中航电

子、中航机电和中航科工的股东大会审议及证监会的核准。随着审批流程的不断推进，机载系统级供应商组建在即。

据公司公告，假设中航电子与中航机电于 2021 年 1 月 1 日完成吸收合并，并依据重组完成后的架构、已持续经营为基础编制备考合并财务报表。若不考虑重组过程中可能产生的相关费用支出及各项税费，合并后的存续公司 2021 年实现营业收入 246.85 亿元，实现归母净利润 20.71 亿元，每股收益为 0.46 元/股，相较未合并增厚 0.04 元/股；2022 年 1~5 月实现营业收入 103.64 亿元，实现归母净利润 8.50 亿元，每股收益为 0.19 元/股，相较未合并增厚 0.03 元/股。

表 4、本次交易对存续公司主要财务指标的影响（亿元）

	2022 年 1-5 月		2021 年	
	未合并	已合并 (不考虑募集配套资金情况)	未合并	已合并 (不考虑募集配套资金情况)
营业收入	37.22	103.64	98.39	246.85
归母净利润	3.10	8.50	7.99	20.71
EPS	0.16 元/股	0.19 元/股	0.42 元/股	0.46 元/股

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 国企改革深入推进

2022 年是国企改革三年行动方案的最后一年，航空工业集团作为国有资本投资公司试点企业之一，有望在落实国资委相关改革要求方面做出表率。2022 年 5 月 6 日，中航沈飞董事长等高管增持中航沈飞股份；5 月 18 日，国务院国资委组织再次召开深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进会。5 月 26 日，中航证券聚富优选 2 号（资产管理计划总金额 3 亿元）增持中航光电、中航高科，并于 6 月 9 日增持中航西飞；9 月 23 日，中航光电公布第三期限限制性股票激励计划(草案)。

资产运作方面，国企改革三年行动期间，十大军工集团加快步伐：据西仪股份 2022 年 5 月公告，公司收购重庆建工重大资产重组事项获得国资委批复；据声光电科 2021 年 4 月公告，公司重大资产重组置入股完成过户；据电科数字 2022 年 5 月公告，公司发行股份购买资产暨关联交易事项或证监会批复，已完成所有需要履行的决策及审批流程。航空工业集团作为资产运作标兵，旗下中航电子吸收合并中航机电为近年来军工板块资产整合领域的重要事件，吸并方与被吸并方均为集团控股型平台公司（母公司人数分别为 8/11 人，旗下分别有 12/10 家核心控股子公司），备受市场关注。中航电子吸收合并中航机电的持续推进有望进一步带来国企改革相关主题性机会。

● 盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测，在不考虑吸收合并的情况下，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 15.78/19.45/24.11 亿元，EPS 为 0.41/0.50/0.62 元/股，对应 PE 为

27.9/22.7/18.3 倍（2022.09.30），维持“审慎增持”评级。

● **风险提示**

机载产品下游需求不及预期；合并进展不及预期；募集配套资金进展不及预期。

公司点评报告
附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
流动资产	24092	26011	29820	34249	
货币资金	8513	8048	9206	9840	
交易性金融资产	2	2	2	2	
应收票据及应收账款	8379	10085	11573	13818	
预付款项	352	406	464	550	
存货	6228	6903	7981	9423	
其他	618	568	595	616	
非流动资产	10802	9958	9156	8291	
长期股权投资	261	256	258	257	
固定资产	5822	5743	5296	4680	
在建工程	1164	582	291	146	
无形资产	1116	1025	935	845	
商誉	312	318	316	317	
长期待摊费用	10	6	2	-1	
其他	2116	2028	2057	2047	
资产总计	34894	35970	38976	42540	
流动负债	13456	14338	15905	17971	
短期借款	420	865	716	766	
应付票据及应付账款	8635	9,906	11,326	13,422	
其他	4401	3568	3863	3783	
非流动负债	4202	3143	2977	2502	
长期借款	858	598	160	-218	
其他	3345	2545	2817	2720	
负债合计	17658	17481	18882	20473	
股本	3885	3885	3885	3885	
资本公积	2737	2737	2737	2737	
未分配利润	6205	7334	8727	10456	
少数股东权益	3244	3344	3467	3619	
股东权益合计	17236	18488	20094	22066	
负债及权益合计	34894	35970	38976	42540	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
归母净利润	1271	1578	1945	2411	
折旧和摊销	790	792	842	867	
资产减值准备	61	18	44	65	
资产处置损失	25	18	20	20	
公允价值变动损失	0	1	1	1	
财务费用	46	-222	-243	-326	
投资损失	-46	-37	-40	-39	
少数股东损益	79	100	123	152	
营运资金的变动	4156	-992	-1308	-1728	
经营活动产生现金流量	6375	-505	1977	1220	
投资活动产生现金流量	-2006	60	-15	10	
融资活动产生现金流量	-2038	-20	-804	-595	
现金净变动	2319	-465	1158	635	
现金的期初余额	3910	8513	8048	9206	
现金的期末余额	6230	8048	9206	9840	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
营业收入	14992	16508	19498	23055	
营业成本	11332	12265	14292	16830	
税金及附加	64	71	84	99	
销售费用	112	122	145	171	
管理费用	1315	1486	1755	2075	
研发费用	776	931	1117	1340	
财务费用	20	-222	-243	-326	
其他收益	194	100	45	98	
投资收益	46	37	40	39	
公允价值变动收益	-0	-1	-1	-1	
信用减值损失	6	9	8	8	
资产减值损失	-61	-58	-59	-58	
资产处置收益	-25	-18	-20	-20	
营业利润	1532	1924	2361	2931	
营业外收入	13	16	15	15	
营业外支出	17	16	16	16	
利润总额	1528	1924	2360	2930	
所得税	178	246	292	366	
净利润	1350	1679	2067	2563	
少数股东损益	79	100	123	152	
归属母公司净利润	1271	1578	1945	2411	
BPS(元)	0.33	0.41	0.50	0.62	

主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
成长性					
营业收入增长率	22.6%	10.1%	18.1%	18.2%	
营业利润增长率	14.3%	25.6%	22.7%	24.1%	
归母净利润增长率	18.3%	24.2%	23.2%	24.0%	
盈利能力					
毛利率	24.4%	25.7%	26.7%	27.0%	
净利率	9.0%	10.2%	10.6%	11.1%	
ROE	9.1%	10.4%	11.7%	13.1%	
偿债能力					
资产负债率	50.6%	48.6%	48.4%	48.1%	
流动比率	1.79	1.81	1.87	1.91	
速动比率	1.32	1.32	1.36	1.37	
营运能力					
资产周转率	46.0%	46.6%	52.0%	56.6%	
应收账款周转率	215.2%	225.5%	224.8%	227.4%	
存货周转率	192.6%	182.6%	187.8%	189.1%	
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.41	0.50	0.62	
每股经营现金	1.64	-0.13	0.51	0.31	
每股净资产	3.60	3.90	4.28	4.75	
估值比率(倍)					
PE	34.7	27.9	22.7	18.3	
PB	3.1	2.9	2.6	2.4	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2
15层	32层01-08单元	座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn