

## 中航机电 (002013.SZ)

## 业绩稳健增长，吸并方案已获股东大会高票通过

事件：公司发布 2022 年第三季度报告，期内实现营业收入 123.16 亿元，同比增长 6.56%；实现归母净利润 10.37 亿，同比增长 16.74%；实现扣非归母净利润 9.21 亿，同比增长 12.23%。

□ 前三季度业绩稳健增长，毛利率同比提升明显。单季度来看，公司 22Q3 实现营收（38.17 亿，+3.30%），实现归母净利润（3.69 亿，+2.65%）。公司前三季度少数股东损益为 3657.95 万元，同比-32.04%，或表明公司汽车制造业领域业绩下滑较多。在盈利能力方面，公司销售毛利率 24.76%，比去年同期提升 2.86pct，22Q3 单季度毛利率为 28.65%，环比提升 5.49pct。期间费用方面，期内公司发生销售费用（1.02 亿，+26.98%）；管理费用（9.86 亿，+11.15%）；财务费用（-0.71 亿，-460.44%），主要原因为公司提前偿还部分借款并且新增借款享受优惠利息导致利息费用有所减少以及公司增加了定期存款导致利息收入有所增加。三项费用率为 8.24%，比去年同期下降 0.29pct。公司研发费用（8.51 亿，+70.06%），主要原因为公司持续加大了研发投入。前三季度公司销售净利率为 8.71%，比去年同期提升 0.56pct，22Q3 单季度净利率为 10.13%，环比提升 1.06pct。另外，公司本期信用减值损失为-0.52 亿，较上年同期增长 267.85%，其主要原因为公司应收账款和其他应收款增加，同时按照信用损失率计提坏账准备导致信用减值损失有所增加。本期资产减值损失为-0.3 亿，较上年同期增长 1,047.94%，主要原因为公司计提存货跌价准备有所增加。

□ 公司积极备产备货，应收、应付、预付款均大幅增长。资产负债表方面，公司本期末应收账款为 101.11 亿，相比较 21 年末增长 57.74%，主要原因为公司销售航空产品应收账款集中在四季度回收。期末预付款项余额为 5.75 亿，较期初增长 63.37%，其主要原因为公司生产经营支付采购物资有所增加。期末应付账款余额为 77.88 亿，较期初增长 40.15%，主要原因为公司生产经营采购物资有所增加。公司本期末应收、应付、预付款均大幅增长，表明公司下游需求旺盛，公司正在积极备产备货。

□ 换股吸收合并方案获股东大会高票通过，组建机载系统上市平台。10 月 26 日，中航电子、中航机电及港股上市公司中航科工分别召开股东大会审议中航电子换股吸收合并中航机电方案，相关议案均高票通过。这标志着中航电子吸收合并中航机电实现了阶段性成果，航空工业集团机载板块整合获得中国内地及香港市场投资者的认可。根据公司于 10 月 19 日晚发布草案（修订稿），中航电子拟吸收合并中航机电并定增募资 50 亿。中航电子的换股价格为 18.94 元/股，中航机电的换股价格为 12.59 元/股，换股比例为 1: 0.665。中航电子的异议股东收购请求权价格经除权除息调整后为 18.32 元/股，中航机电的异议股东收购请求权价格为 10.33 元/股。同时，公司拟定向增发募资 50 亿用于航空引气子系统等产品产能提升项目等 10 个项目建设及补充合并后存续公司的流动资金。中航电子吸收合并中航机电后，如不考虑配套募资，21 年 EPS 增厚 12.3%，22 年预测 EPS 增厚 9.6%，合并及配融后股本 47.9 亿股，约 920 亿市值，22 年估值 35x。中航机电和中航电子合并后将作为机载系统主平台，有利于机载系统内部协同整合，促进业绩提升。机

## 强烈推荐（维持）

中游制造/军工  
目标估值：NA  
当前股价：12.18 元

## 基础数据

总股本（万股）	388482
已上市流通股（万股）	388477
总市值（亿元）	473
流通市值（亿元）	473
每股净资产（MRQ）	3.6
ROE（TTM）	9.9
资产负债率	50.3%
主要股东	中航机载系统有限公司
主要股东持股比例	35.87%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	39	-15
相对表现	5	42	12



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《中航机电（002013）—半年报业绩稳健增长，销售毛利率持续提升》2022-08-23
- 《中航机电（002013）—庆安制冷不再并表，公司盈利能力得以提升》2022-07-01
- 《中航机电（002013）—一季度业绩持续快速增长，取得 22 年良好开局》2022-04-26

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

芮鹏亮 研究助理

ruipengliang@cmschina.com.cn

载产品占整机价值 40%以上，市场空间巨大。本次配融方案中沈飞、成飞各认购 1.8 亿元，在资本层面与机载产品主平台加强绑定。我们认为上市公司合并方案是机载系统整合资源、实现高质量发展的第一步，看好公司合并后的发展。

- **庆安制冷将不再并表，公司盈利能力得以提升。**中航机电于 6 月 28 日晚发布公告，公司不再以“新设合并”方式将庆安制冷与机电三洋进行整合，拟调整为庆安集团以庆安制冷 51%的股权向北京航华（机载公司全资子公司，关联交易）进行增资。本次交易完成后，庆安集团持有庆安制冷的 65.62%股权将变为 14.62%，庆安制冷不再纳入公司合并范围。庆安制冷净资产账面价值为 6.25 亿，评估值为 7.46 亿，增值率 19.34%。庆安制冷 21 年营收 9.01 亿，净利润 426.7 万，净利润率 0.47%，净资产收益率 0.67%；22Q1 营收 1.67 亿，净利润-910.4 万。我们认为，庆安制冷净利润率和净资产收益率水平均显著低于中航机电，本次交易有利于提升中航机电净利润和利润率水平，同时也有利于中航电子吸并中航机电的顺利推进。
- **关联交易预期高增长。**公司发布关联交易预告，2021 年公司预计与航空工业下属单位发生关联销售金额为 100 亿元，实际发生额 85.89 亿元，占公司销售收入的 57.3%，占公司航空业务销售收入的 76.9%。2022 年预计发生额为 130 亿元，与 21 年预计额和实际发生额分别增长 30%和 51.4%。21 年公司预计与集团下属单位发生关联采购金额为 40 亿元，实际发生 21.78 亿元，22 年预计金额为 60 亿元，同比去年预计额和实际发生额分别增长 50%和 275%。航空产业链上下游配套关系较为稳定，因此集团内关联销售和采购额度的大幅提高，表明 2022 年航空产品将保持较高增速。另外，公司披露的 2022 年的经营目标为：实现销售收入 154.47 亿元（+3.03%），利润总额 16.74 亿元（+9.55%）。
- **盈利预测：**预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 15.66 亿、19.48 亿和 24.54 亿元，对应 PE 估值分别为 29、24、19 倍，维持“强烈推荐”评级！
- **风险提示：**航空产品研发技术风险；资产运作不及预期的风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12224	14992	16520	20075	24542
同比增长	1%	23%	10%	22%	22%
营业利润(百万元)	1340	1532	1888	2348	2960
同比增长	9%	14%	23%	24%	26%
归母净利润(百万元)	1075	1271	1566	1948	2454
同比增长	12%	18%	23%	24%	26%
每股收益(元)	0.28	0.33	0.40	0.50	0.63
PE	44.0	37.2	30.2	24.3	19.3
PB	3.7	3.4	3.1	2.8	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	19595	24092	27961	32335	37961
现金	4798	8513	10930	11729	12853
交易性投资	2	2	2	2	2
应收票据	1457	1969	2170	2637	3224
应收款项	7280	6410	7042	8557	10461
其它应收款	75	57	62	76	93
存货	5277	6228	6754	8123	9853
其他	705	914	1001	1212	1477
<b>非流动资产</b>	10652	10802	11136	11425	11674
长期股权投资	247	261	261	261	261
固定资产	5293	5822	6316	6748	7126
无形资产商誉	1572	1576	1419	1277	1149
其他	3541	3142	3140	3139	3137
<b>资产总计</b>	<b>30247</b>	<b>34894</b>	<b>39097</b>	<b>43760</b>	<b>49635</b>
<b>流动负债</b>	11668	13456	16384	19448	23300
短期借款	1754	420	2567	3117	3796
应付账款	8050	8635	9376	11278	13679
预收账款	384	2561	2780	3344	4056
其他	1481	1840	1661	1709	1769
<b>长期负债</b>	2574	4202	4202	4202	4202
长期借款	1651	858	858	858	858
其他	923	3345	3345	3345	3345
<b>负债合计</b>	<b>14242</b>	<b>17658</b>	<b>20586</b>	<b>23650</b>	<b>27502</b>
股本	3885	3885	3885	3885	3885
资本公积金	2574	2583	2583	2583	2583
留存收益	6455	7524	8702	10180	12049
少数股东权益	3091	3244	3342	3463	3616
归属于母公司所有者权益	12914	13992	15169	16647	18517
<b>负债及权益合计</b>	<b>30247</b>	<b>34894</b>	<b>39097</b>	<b>43760</b>	<b>49635</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1293	6375	1920	1842	2183
净利润	1145	1350	1664	2069	2607
折旧摊销	699	811	896	942	982
财务费用	138	46	69	131	161
投资收益	(18)	(46)	(239)	(239)	(239)
营运资金变动	(683)	4205	(474)	(1070)	(1337)
其它	12	8	4	8	9
<b>投资活动现金流</b>	(1224)	(2006)	(993)	(993)	(993)
资本支出	(755)	(758)	(1232)	(1232)	(1232)
其他投资	(469)	(1248)	239	239	239
<b>筹资活动现金流</b>	(535)	(2038)	1491	(50)	(67)
借款变动	(388)	(4398)	1949	551	678
普通股增加	276	0	0	0	0
资本公积增加	1623	8	0	0	0
股利分配	(217)	0	(388)	(470)	(584)
其他	(1829)	2352	(69)	(131)	(161)
<b>现金净增加额</b>	<b>(466)</b>	<b>2332</b>	<b>2418</b>	<b>798</b>	<b>1124</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	12224	14992	16520	20075	24542
营业成本	8955	11332	12304	14800	17951
营业税金及附加	55	64	70	86	105
营业费用	88	112	124	151	184
管理费用	1284	1315	1449	1760	2152
研发费用	593	776	855	1039	1270
财务费用	170	20	69	131	161
资产减值损失	(40)	(80)	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	282	194	194	194	194
投资收益	18	46	46	46	46
<b>营业利润</b>	1340	1532	1888	2348	2960
营业外收入	21	13	13	13	13
营业外支出	13	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	1348	1528	1884	2344	2956
所得税	203	178	220	275	349
少数股东损益	71	79	98	121	153
<b>归属于母公司净利润</b>	1075	1271	1566	1948	2454

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	1%	23%	10%	22%	22%
营业利润	9%	14%	23%	24%	26%
归母净利润	12%	18%	23%	24%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.7%	24.4%	25.5%	26.3%	26.9%
净利率	8.8%	8.5%	9.5%	9.7%	10.0%
ROE	9.3%	9.4%	10.7%	12.2%	14.0%
ROIC	7.0%	7.2%	8.5%	9.5%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.1%	50.6%	52.7%	54.0%	55.4%
净负债比率	11.3%	4.2%	8.8%	9.1%	9.4%
流动比率	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0
应收账款周转率	1.4	1.8	1.9	2.0	2.0
应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.28	0.33	0.40	0.50	0.63
每股经营净现金	0.33	1.64	0.49	0.47	0.56
每股净资产	3.32	3.60	3.90	4.29	4.77
每股股利	0.00	0.10	0.12	0.15	0.19
<b>估值比率</b>					
PE	44.0	37.2	30.2	24.3	19.3
PB	3.7	3.4	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	29.4	27.5	21.8	18.1	15.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

芮鹏亮，英国克兰菲尔德大学硕士，西北工业大学学士，2021年加盟招商证券，曾就职于中国航发商发。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。