

中航机电 (002013.SZ)

强烈推荐 (维持)

庆安制冷不再并表，公司盈利能力得以提升

中航机电发布《关于子公司下属西安庆安制冷设备股份有限公司重组方案调整暨关联交易的公告》。

- **庆安制冷不再并表，公司盈利能力提升。**公告中披露，中航机电不再以“新设合并”方式将庆安制冷与机电三洋进行整合，交易方案拟调整为庆安集团以其持有的庆安制冷 51% 的股权向北京航华进行增资，股权对应的增资额为 1.91 亿，增资后持股比例为 48.07%。因北京航华为公司控股股东机载公司的全资子公司，本次交易构成关联交易。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，提升上市公司资产质量及持续盈利能力，有利于公司长期发展。
- **航空机电系统龙头，22 年关联交易预期高增长。**中航机电是航空工业旗下航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台，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及汽车座椅系统、空调压缩机、高压氧舱、等静压机等相关领域。21 年公司实现营收 149.92 亿 (+22.64%)，归母净利润 12.71 亿 (+18.27%)；22Q1 实现营收 39.49 亿 (+10.32%)，归母净利润 2.65 亿 (+26.07%)，公司预计 22 年关联销售上限 130 亿元，相比 21 年预计额和实际发生额分别增长 30% 和 51.4%；预计关联采购上限 60 亿元，同比去年预计额和实际发生额分别增长 50% 和 275%。22 年预计关联交易大幅增长，提示航空军品保持增长。
- **中航电子拟吸并中航机电，组建机载系统上市平台。**公司于 6 月 10 日晚发布预案，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 (分红后)，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 930 亿市值，22 年估值 36x。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。
- **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，预计未来三年业绩复合增速为 +24.5%，对应估值 30/24/19 倍，维持“强烈推荐”评级！
- **风险提示：**重大资产重组进展不及预期；航空产品研发技术风险。

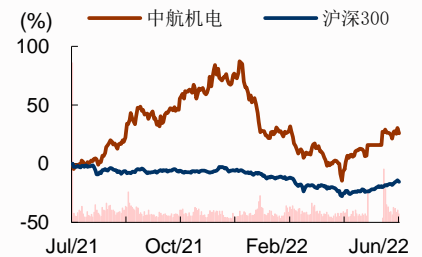
中游制造/军工
目标估值：NA
当前股价：12.2 元

基础数据

总股本 (万股)	388482
已上市流通股 (万股)	388479
总市值 (亿元)	474
流通市值 (亿元)	474
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	9.4
资产负债率	49.1%
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	9	-27	20
相对表现	-2	-18	35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《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
- 2、《中航机电 (002013) —— 航空主业创近年来最高增速，关联交易预期高增长》2022-03-16
- 3、《中航机电 (002013) —— 前三季度航空业务收入大幅提升，规模效应持续凸显》2021-10-25

王超 S1090514080007
✉ wangchao18@cmschina.com.cn
杨雨南 S1090520050001
✉ yangyunan@cmschina.com.cn
芮鹏亮 研究助理
✉ ruipengliang@cmschina.com.cn

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	44.1	37.3	30.3	24.3	19.3
PB	3.7	3.4	3.1	2.8	2.6

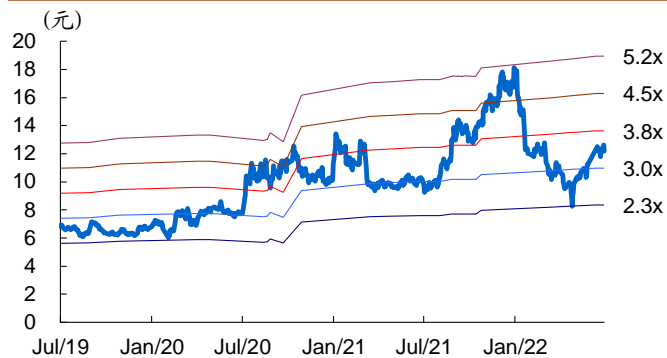
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中航机电历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中航机电历史 PB Band



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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	30247	34894	39097	43760	49635
流动负债	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
长期负债	2574	4202	4202	4202	4202
长期借款	1651	858	858	858	858
其他	923	3345	3345	3345	3345
负债合计	14242	17658	20586	23650	27502
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
负债及权益合计	30247	34894	39097	43760	49635

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(1224)	(2006)	(993)	(993)	(993)
资本支出	(755)	(758)	(1232)	(1232)	(1232)
其他投资	(469)	(1248)	239	239	239
筹资活动现金流	(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)
现金净增加额	(466)	2332	2418	798	1124

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	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
营业利润	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
利润总额	1348	1528	1884	2344	2956
所得税	203	178	220	275	349
少数股东损益	71	79	98	121	153
归属于母公司净利润	1075	1271	1566	1948	2454

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料(元)					
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
估值比率					
PE	44.1	37.3	30.3	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。

杨雨南，杜克大学经济学硕士，加州大学伯克利分校经济学学士，2020年加盟招商证券，曾任德邦证券机械军工研究员。

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。