

**2021Q4 单季盈利创历史最佳, 困境反转后有望
 迎来发展机遇期**

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 研究助理: 方晓明
 证券执业证书号: S0640120120034
 电话: 010-59562519
 邮箱: fangxm@avicsec.com

行业分类: 国防军工

2022 年 4 月 12 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.12)	19.40
目标价格	24.24

基础数据 (2022.4.12)

上证指数	3167.13
总股本 (亿股)	3.30
流通 A 股 (亿股)	3.30
资产负债率 (2021)	68.02%
ROE (摊薄) (2021)	1.44%
PE (TTM)	301
PB (LF)	4.32

公司近一年与沪深 300 走势对比图


➤ **事件:** 公司 4 月 12 日公告, 2021 年营业收入 35.05 亿元 (+28.79%), 归母净利润 0.21 亿元 (去年同期为-0.16 亿元), 扣非归母净利润 0.02 亿元 (去年同期为-0.44 亿元), 毛利率 12.09% (+1.23pcts), 净利率 1.33% (+0.97pcts)。

投资要点:
● 全年实现扭亏为盈, 2021Q4 单季盈利创历史最佳

2021 年, 公司营业收入 35.05 亿元 (+28.79%), 归母净利润 0.21 亿元 (去年同期为-0.16 亿元), 扣非归母净利润 0.02 亿元 (去年同期为-0.44 亿元), 实现扭亏为盈。毛利率 12.09% (+1.23pcts), 净利率 1.33% (+0.97pcts) 均有所提升。2021Q4, 公司营业收入 12.09 亿元 (+3.04%), 归母净利润 0.69 亿元 (+63.08%), 扣非归母净利润 0.62 亿元 (+86.38%), **创单季归母净利润历史最佳。**

● 内贸产品增速 54.65%, 结构调整取得成效; 外贸产品毛利率大幅回升

公司内贸航空及衍生产品收入 25.88 亿元 (+54.65%), 实现大幅上升, 营收占比 75.82% (+15.74pcts), 毛利率 9.73% (-3.18pcts), 内贸航空发动机由科研转为批产, 营收增速较快; 近年来, 公司积极调整产品结构, 内贸航空及衍生产品营收占比由 2017 年 38.30% 逐渐增长至 73.84%, 内贸业务成为公司主要业务。

外贸产品收入 8.35 亿元 (-12.51%), 营收占比 22.76% (-14.82pcts), 在全球疫情持续蔓延、波音 B737MAX 停产以及中美经贸关系的影响下, 民用转包航空市场总体需求仍旧处于低位; 毛利率 16.05% (+11.53pcts), 毛利率出现较大幅度提升, 表明 **“调结构、增效益”取得成效, 盈利能力回升。**

工业民品收入 0.31 亿元 (-46.17%), 营收占比较小, 毛利率 -0.84% (-11.90pcts), 工业民品 2021 年生产量已较少, 销售产品来源于此前的库存, 后续可能继续缩减此项业务。

费用方面, 销售费用 0.18 亿元 (-27.30%), 销售费用率 0.50% (-0.39pcts), 变动主要原因为本期将包装费计入合同履行成本; 管理费用 2.09 亿元 (+30.09%), 主要为社保减免减少, 管理费用率 5.96% (+0.06pcts), 基本随收入同规模增长。财务费用 0.67 亿元 (+53.02%), 财务费用率 1.92% (+0.30pcts), 主要原因为汇率变化产生汇兑损失增多, 同时租赁负债利息计入利

股市有风险 入市须谨慎
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

息支出。研发费用 0.67 亿元 (+2.54%)，研发费用率 1.92% (-0.49pcts)。综合下来，期间费用率 10.30% (-0.51pcts)。

公司存货 26.95 亿元 (+6.99%)，其中原材料 14.44 亿元 (+5.04 亿元)，在产品 8.38 亿元 (+9.30%)，公司持续备货，存货规模进一步扩大。公司经营性活动现金流量金额为 -5.51 亿元，本年度销售商品、提供劳务收到现金减少。

从子公司维度看，公司控股两家子公司航发哈轴及法斯特，其中航发哈轴 2021 年收入 6.23 亿元 (+30.57%)，净利润 0.51 亿元 (+0.08%)。法斯特主要业务为石油钻探设备相关业务，此前经营成果不太理想，截至报告期末净资产为负。2021 年收入 0.92 亿元 (-1.11%)，净利润 0.05 亿元 (-49.60%)。公司已公告对法斯特进行减资，自然人退出，法斯特成为公司全资控股子公司，后续法斯特将开拓和承接内贸航空业务。

公司 2022 年预计对航发集团系统的销售产品、商品的关联交易为 36.48 亿元，较 2021 年预告值增长 26.71%，较 2021 年实际发生增长 50.81%。同时年报披露，2022 年，公司预计营业收入 39.83 亿元 (+13.64%)，营业成本 35.29 亿元，费用 3.53 亿元；预计毛利率 11.40%，与 2021 年相比下降 0.69pcts；预计期间费用率 8.86%，与 2021 年相比下降 1.43pcts，规模效应有望逐渐显现。

● “调结构、增效益”；内贸航空、外贸产品、航空轴承三大类产品支撑公司稳步增长

公司目前总体收入构成中内贸航空、航空轴承产品业务占比正在稳步提升，为公司稳定增长打下基础；外贸产品毛利率得到大幅改善，后续公司将围绕内贸航空（包括军用航发和民机商发）、外贸产品、航空轴承三大产品形成公司稳步增长的核心：

①内贸军用航空发动机产品：由于国防现代化及军事装备持续更新发展的需要，以及应对日益复杂的周边环境和国际形势需求，我国军用航空发动机将形成一、二代机加速淘汰，三代机批量稳定交付、四代机研制、五代机预研加速的局面；内贸军用航空发动机市场潜力巨大。公司配套生产的航空发动机由科研转为批产，进入上量交付阶段。

②内贸民用航空产品：从近几年的运输周转量来看，未来我国商业航空发动机需求量逐年上升。2021 年，国内民机商发项目方面，公司在原有任务的基础上，争取到了新任务，为后续增长打下基础。

③外贸产品：公司的民用航空发动机和燃气轮机零部件产品主要向部分国际知名发动机公司提供，且双方基本都处于战略协作关系。公司转包业务经过三十余年的发展，形成了机匣、叶片、钣金、轴类产品专业制造平台，成长为多家航空发动机世界知名企业的亚太区的重要甚至是唯一一供应商。在外贸转包方面，公司产品逐渐由零部件到单元体，低附加值到高附加值过渡，有利于公司提升业务层级和盈利能力。

④航空轴承：该业务主要为公司控股子公司航发哈轴开展。航发哈轴是航发集团旗下唯一的专业轴承研制企业，承担航空发动机的主轴轴承、直升机传动系统轴承、飞机轴承、附件轴承全部四大类航空轴承的配套任务。

➢ 投资建议：

①公司是国内主要的航空发动机零部件研制生产企业，2021 年，公司克服了疫情冲击、转包汇率变动、繁重的科研生产任务，实现了扭亏为盈，同时 2021Q4 单季盈利创历史最佳；内贸产品增速 54.65%，外贸产品毛利率大幅回升；“调结构、增效率”战略取得成效。

②公司迎来发展拐点，有望形成内贸航空、外贸产品、航空轴承三大稳步增长的核心。其中内贸军品航空配套生产的航空发动机由科研转为批产，进入上量交付阶段；内贸国内民机商发在已有任务基础上承

接新业务。外贸产品由零部件到单元体，低附加值到高附加值过渡。航空轴承产品覆盖全部四大类航空轴承配套，充分受益于行业高景气。

我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别 41.93 亿元、50.89 亿元和 62.91 亿元，归母净利润分别为 0.78 亿元、1.11 亿元及 1.45 亿元，EPS 分别为 0.23 元、0.34 元、0.44 元，我们维持买入评级，目标价格 24.24 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 105、72、55 倍。

风险提示：产品结构调整不及预期；疫情持续影响国际合作业务等。

➤ **盈利预测：**

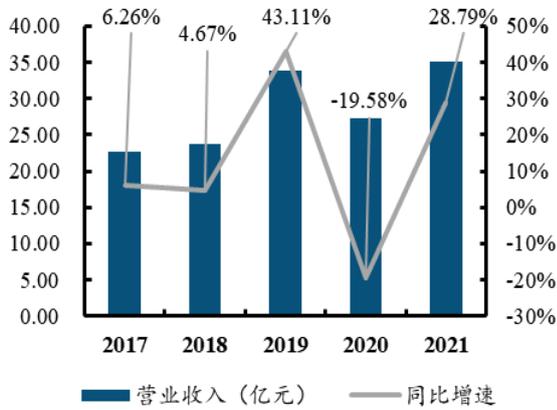
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2721.06	3504.52	4192.67	5089.18	6290.96
增长率	-19.58%	28.79%	19.64%	21.38%	23.61%
归属母公司股东净利润	-16.03	21.29	77.54	110.66	145.32
增长率	-170.98%	232.82%	264.30%	42.71%	31.32%
每股收益 (EPS)	-0.05	0.06	0.23	0.34	0.44

数据来源：WIND，中航证券研究所



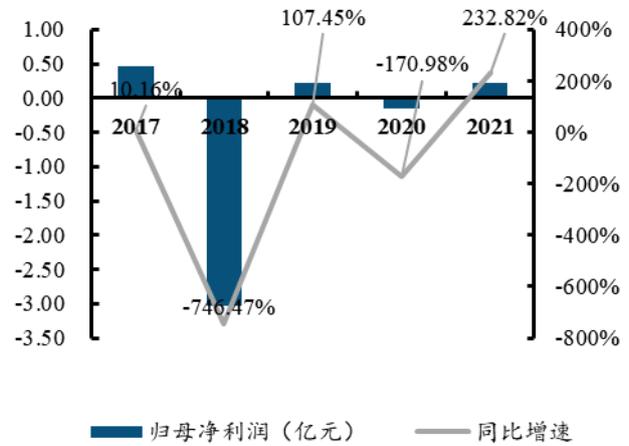
➤ 公司近 5 年主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



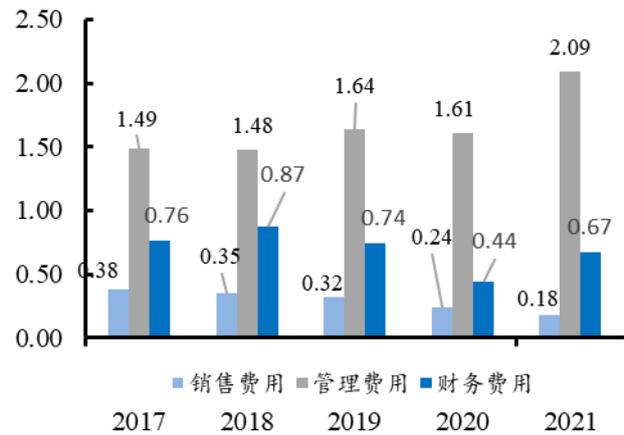
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



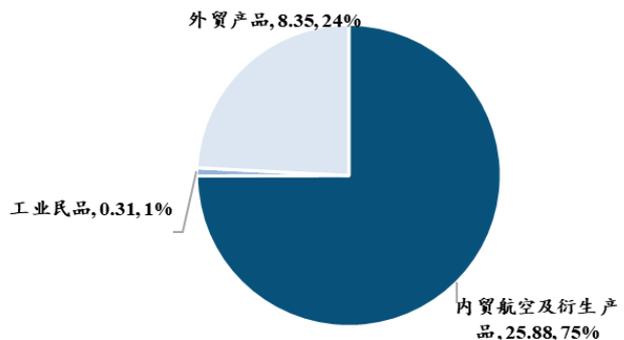
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021 产品结构收入 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3504.52	4192.67	5089.18	6290.96
减: 营业成本	3080.93	3691.53	4462.75	5516.03
营业税金及附加	14.64	23.94	25.16	33.51
销售费用	17.57	29.57	33.98	41.05
管理费用	276.04	329.12	396.96	478.11
财务费用	67.26	17.98	23.90	28.69
资产减值损失	-11.30	-13.58	-12.44	-13.01
加: 投资收益	0.00	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	51.65	119.10	162.88	209.58
加: 其他非经营损益	2.86	1.37	2.04	1.84
利润总额	54.50	120.46	164.92	211.42
减: 所得税	8.02	17.72	24.26	31.10
净利润	46.49	102.74	140.66	180.32
减: 少数股东损益	25.20	25.20	30.00	35.00
归属母公司股东净利润	21.29	77.54	110.66	145.32
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	259.55	1048.17	1272.29	1572.74
应收和预付款项	1034.89	2028.79	2509.58	3124.56
存货	2695.01	3345.46	4118.72	5028.12
其他流动资产	40.23	57.35	65.88	82.98
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1888.15	1723.06	1549.97	1374.90
无形资产和开发支出	100.86	98.68	96.49	94.31
其他非流动资产	273.76	285.74	297.01	307.57
资产总计	6292.46	8587.24	9909.94	11585.16
短期借款	200.19	3101.51	3403.69	4193.69
应付和预收款项	2514.42	2330.65	3130.63	3738.84
长期借款	459.00	459.00	459.00	459.00
其他负债	1106.27	622.92	702.80	799.50
负债合计	4279.87	6514.08	7696.12	9191.03
股本	330.13	330.13	330.13	330.13
资本公积	1013.22	1013.22	1013.22	1013.22
留存收益	97.17	174.71	285.37	430.69
归属母公司股东权益	1482.69	1518.06	1628.72	1774.04
少数股东权益	529.90	555.10	585.10	620.10
股东权益合计	2012.59	2073.16	2213.82	2394.14
负债和股东权益合计	6292.46	8587.24	9909.94	11585.16
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-550.62	-1611.26	-63.15	-468.87
投资活动现金流净额	-255.48	-10.00	-11.00	-12.00
筹资活动现金流净额	570.74	2409.88	298.28	781.32
现金流量净额	-237.36	788.62	224.13	300.45

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。