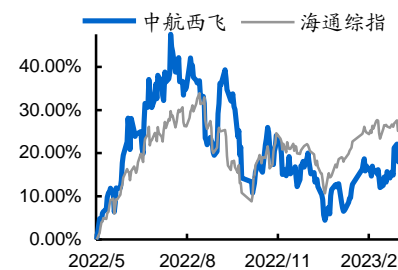


**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

05月05日收盘价(元)	25.30
52周股价波动(元)	22.00-33.76
总股本/流通A股(百万股)	2782/2769
总市值/流通市值(百万元)	70378/70047

**相关研究**

- 《研发项目支出持续高增长,合同负债快速增长彰显下游高景气度》2022.11.01
- 《22H1 航空工业存款余额和合同负债高增,彰显订单充足》2022.09.02
- 《研发投入和应收账款持续高增,在建工程转固进一步提速》2022.04.29

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.7	-8.5	-5.2
相对涨幅(%)	-0.6	-5.8	-2.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@haitong.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@haitong.com

联系人:胡舜杰

Tel:(021)23154483

Email:hsj14606@haitong.com

# 军民领域双发力,承担国内外多机型合作与转包生产任务

**投资要点:**

- **事件:** 公司近日发布了 22 年年度报告, 22 年度公司实现营业收入 376.60 亿元, 同比+15.17%。归属母公司净利润 5.23 亿元, 同比-19.84%。扣非归母净利润 4.18 亿元, 同比-26.33%。基本每股收益 0.19 元, 同比-19.85%。
- **军民领域双发力, 带动营收高速增长。** 22 年度公司实现营业收入 376.60 亿元, 同比+15.17%, 完成年计划的 103.18%, 公司下一年度计划实现营业收入 431 亿元, 同比增长+14.45%。主要系公司持续提升市场开拓能力, 研究军民用航空市场发展运营趋势, 推进民机部件上速率; 加速国际转包市场开拓, 增加订单储备; 发挥订单交付逆向拉动作用, 充分调配维修保障资源, 确保航空装备用户使用需求, 提升使用效能。公司 22 年度在军机产品、民机产品均按期完成了交付任务, 在国际合作领域也保证了 A321 机翼项目如期开工并完成首架产品交付。公司拟每十股派送现金股利 1.00 元(含税), 共计分配 2.78 亿元, 现金分红数额占本年度公司合并报表中归属于上市公司股东净利润的比例为 53.15%。公司期间费用率为 3.21%, 同比-0.72pct, 其中销售费用率为 1.16%, 同比-0.17pct, 管理费用率为 2.38%, 同比-0.14pct, 财务费用率为-0.32%, 同比-0.40pct, 财务费用率为负主要系本期利息收入和汇兑收益增加所致。2022 年归属于上市公司股东的净利润为 5.23 亿元, 下降 1.30 亿元, 主要因为本期销售商品缴纳增值税增加, 导致税金及附加较上年同期增加 4.00 亿元, 同比+456.61%。
- **公司现金流水平改善, 运营压力有所降低。** 公司 22 年经营活动产生的现金流量净额为 292.87 亿元, 同比+295.83%, 主要原因是本期销售商品收到的现金较上年同期增加, 投资活动产生的现金流量净额为-8.23 亿元, 同比-118.97%, 主要原因是上年同期收到处置西经发展公司 100%股权款项, 本期无此类交易, 筹资活动产生的现金流量净额-87.05 亿元, 同比-201.82%, 主要系本期偿还流动资金借款。现金及现金等价物净增加额为 197.70 亿元, 主要原因是本期销售商品收到的现金较上年同期增加, 公司占款能力升, 应收账款周转率为 2.87, 同比+105%。
- **公司集成制造优势凸显, 承担国内外多机型合作与转包生产任务。** 公司保持并不断提升在机身、机翼等部件集成制造核心技术的优势, 22 年研发费用 3.09 亿元, 同比+30.31%, 不断保持自身优势。同时, 公司积极参与国际合作与转包生产, 承担了波音公司 737 系列飞机垂尾、波音 747 飞机组合件, 空客公司 A319/A320 系列飞机机翼、机身等产品的制造工作。近年来, 国际转包产品出口交付额稳居航空工业各单位榜首。随着全球经济逐步复苏预期增强, 未来民用航空市场需求依然强劲, 公司发展前景广阔。
- **盈利预测及投资评级。** (1) PE 估值法, 我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.43/0.55/0.68 元/股, 结合可比公司估值给予 2023 年 55—60 倍 PE, 对应合理价值区间为 23.65—25.80 元。(2) PS 估值法, 我们预计 2023-2025 每股销售收入为 17.56/22.27/27.81 元, 结合可比公司估值给予 2023 年 1.6-1.7 倍 PS 估值, 对应合理价值区间 28.10-29.85 元/股, 综合上述估值法, 我们给予公司 23.65-29.85 元/股的合理价值区间, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险; 生产运营风险导致不及生产目标等。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32700	37660	48860	61962	77368
(+/-)YoY(%)	-2.3%	15.2%	29.7%	26.8%	24.9%
净利润(百万元)	653	523	1187	1543	1903
(+/-)YoY(%)	-16.0%	-19.8%	126.9%	29.9%	23.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.19	0.43	0.55	0.68
毛利率(%)	7.5%	7.1%	7.7%	7.8%	7.7%
净资产收益率(%)	4.1%	3.2%	6.8%	8.2%	9.2%

 资料来源:公司年报(2020-2022), 海通证券研究所  
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司主营产品收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>航空产品</b>				
营业收入 (百万元)	37308.26	48500.74	61595.94	76994.92
YoY (%)	15.21%	30.00%	27.00%	25.00%
营业成本 (百万元)	34758.80	44911.68	56976.24	71220.30
毛利率 (%)	6.83%	7.40%	7.50%	7.50%
<b>其他业务</b>				
营业收入 (百万元)	351.77	358.81	365.98	373.30
YoY (%)	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
营业成本 (百万元)	246.20	161.46	164.69	167.99
毛利率 (%)	30.01%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>总营业收入 (百万元)</b>	<b>37660.03</b>	<b>48859.54</b>	<b>61961.92</b>	<b>77368.22</b>
<b>YoY (%)</b>	<b>15.17%</b>	<b>29.74%</b>	<b>26.82%</b>	<b>24.86%</b>
<b>总营业成本 (百万元)</b>	<b>35005.00</b>	<b>45073.15</b>	<b>57140.93</b>	<b>71388.29</b>
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>7.05%</b>	<b>7.75%</b>	<b>7.78%</b>	<b>7.73%</b>

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E	2023E	2023E
002389.SZ	航天彩虹	203.09	0.24	0.31	0.45	120.73	65.71	45.04	4.04	2.44
600760.SH	中航沈飞	1,102.48	0.87	1.18	1.46	78.67	47.47	38.43	2.17	7.24
600038.SH	中直股份	244.34	1.55	0.66	1.33	51.83	63.13	31.24	1.00	2.34
600316.SH	洪都航空	173.69	0.21	0.20	0.24	185.00	123.32	101.42	2.06	3.19
	均值		0.72	0.59	0.87	109.06	74.91	54.03	2.32	3.80

 资料来源: wind, 海通证券研究所  
 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>37660</b>	<b>48860</b>	<b>61962</b>	<b>77368</b>
每股收益	0.19	0.43	0.55	0.68	营业成本	35004	45073	57141	71388
每股净资产	5.80	6.23	6.79	7.47	毛利率%	7.1%	7.7%	7.8%	7.7%
每股经营现金流	10.53	-4.25	5.49	-0.16	营业税金及附加	487	489	620	774
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	436	562	713	890
P/E	134.48	59.27	45.61	36.98	营业费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B	4.36	4.06	3.73	3.39	管理费用	895	1124	1425	1779
P/S	1.86	1.44	1.14	0.91	管理费用率%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	25.49	37.49	22.76	19.43	EBIT	588	1344	1724	2113
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-121	-52	-91	-126
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
毛利率	7.1%	7.7%	7.8%	7.7%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	1.4%	2.4%	2.5%	2.5%	投资收益	-86	0	0	0
净资产收益率	3.2%	6.8%	8.2%	9.2%	<b>营业利润</b>	<b>583</b>	<b>1397</b>	<b>1815</b>	<b>2239</b>
资产回报率	0.6%	1.3%	1.3%	1.4%	营业外收支	25	0	0	0
投资回报率	2.7%	6.4%	7.6%	8.5%	<b>利润总额</b>	<b>608</b>	<b>1397</b>	<b>1815</b>	<b>2239</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1821	1567	1929	2299
营业收入增长率	15.2%	29.7%	26.8%	24.9%	所得税	85	210	272	336
EBIT 增长率	-21.9%	128.7%	28.3%	22.6%	有效所得税率%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-19.8%	126.9%	29.9%	23.4%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>523</b>	<b>1187</b>	<b>1543</b>	<b>1903</b>
资产负债率	80.4%	81.0%	83.7%	85.0%					
流动比率	1.05	1.06	1.06	1.06	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.55	0.45	0.49	0.47	货币资金	26352	12108	26931	26158
现金比率	0.41	0.17	0.28	0.23	应收账款及应收票据	7898	19200	18672	26858
<b>经营效率指标</b>					存货	26249	35420	43876	55457
应收账款周转天数	75.30	140.51	107.90	124.21	其它流动资产	6809	9440	11142	14051
存货周转天数	273.71	286.83	280.27	283.55	流动资产合计	67308	76167	100622	122525
总资产周转率	0.46	0.53	0.53	0.56	长期股权投资	1688	1688	1688	1688
固定资产周转率	4.54	5.51	6.65	8.00	固定资产	8297	8867	9322	9669
					在建工程	647	518	414	331
					无形资产	1814	1714	1614	1514
					非流动资产合计	14866	15182	15407	15555
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>82174</b>	<b>91349</b>	<b>116029</b>	<b>138081</b>
净利润	523	1187	1543	1903	短期借款	1849	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	34928	47684	58734	74451
非现金支出	1234	222	204	186	预收账款	2	2	3	3
非经营收益	252	43	5	5	其它流动负债	27288	24356	36442	40873
营运资金变动	27278	-13279	13506	-2529	流动负债合计	64067	72042	95179	115327
<b>经营活动现金流</b>	<b>29287</b>	<b>-11827</b>	<b>15259</b>	<b>-434</b>	长期借款	224	224	224	224
资产	-871	-537	-428	-332	其它长期负债	1749	1749	1749	1749
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1973	1973	1973	1973
其他	48	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>66039</b>	<b>74015</b>	<b>97151</b>	<b>117300</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-823</b>	<b>-537</b>	<b>-428</b>	<b>-332</b>	实收资本	2769	2782	2782	2782
债权募资	-8402	-1849	0	0	归属于母公司所有者权益	16134	17335	18878	20781
股权募资	0	13	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-302	-44	-7	-7	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>82174</b>	<b>91349</b>	<b>116029</b>	<b>138081</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-8705</b>	<b>-1880</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>19770</b>	<b>-14244</b>	<b>14824</b>	<b>-773</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张恒晖 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 迈信林,天奥电子,高德红外,中航西飞,广联航空,中航重机,国博电子,爱乐达,邦彦技术,盛路通信,湘电股份,振华科技,西部超导,中航高科,亚星锚链,西部材料,长盈通

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。