

投资评级 优于大市 首次覆盖

民航装备迎来进口替代机遇，在建工程转固加速，进一步释放产能

股票数据

04月11日收盘价(元)	15.54
52周股价波动(元)	15.48-38.38
总股本/流通A股(百万股)	258/160
总市值/流通市值(百万元)	4015/2480

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.5	-31.6	-38.3
相对涨幅(%)	-17.7	-23.4	-26.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 发动机零部件企业受益民航装备进口替代机遇，业绩短期承压下公司仍高研发砥砺前行。**公司18/19/20营收分别为1.61/2.58/3.01亿元，归母净利润0.14/0.42/0.60亿元，根据公司业绩预告，21年营收预计3.13亿元，同比+3.82%，归母净利润预计0.24亿元，同比-59.37%，主要是因为疫情影响，国内市场产品交付结构变化，医疗骨科集中采购等诸多因素。20H1/20/21H1在产品占存货比例分别为36.56%/35.41%/41.04%，存货结构21H1有所改善，意味着未来能够确定更多收入。21H1研发占销售比重达到18.31%，同比上升7.94pct，公司与航空发动机厂商有多项同步研发任务，针对重点型号加大开拓新产品的研发力度。
- 科研成果充分产业化，压气机叶片规模量产供货国际主流发动机厂商。**公司在20年与RR和GE公司分别签订了15年和7年压气机叶片业务的长期销售协议，并在机匣及环形件等业务方面中标RR公司环形结构件雅典娜项目，根据21年半年报，公司正在开展RR公司和GE公司压气机叶片多种型号的航空发动机和燃气轮机压气机叶片的研制，后续将逐步进入批产交付阶段。截至21H1，公司向赛峰和GE航空累计交付了超过145万片的压气机叶片，其中，给赛峰的叶片搭载于CFM56系列与LEAP系列两大目前世界市场份额最大的发动机机型。同时，通过国内外先进理念及工程技术合作，也将持续加强公司技术研发及创新能力。
- 公司与航发集团关联交易比例持续上升，民航装备进口替代进行时。**公司与航发集团多个发动机设计所、中国航发商发等开展了CJ1000及CJ2000发动机以及多个型号高性能先进国产发动机有关叶片、整体叶盘、机匣及盘环件等关键零部件的同步设计工作，其中公司对航发集团下属科研院所工厂18/19/20H1年销售收入分别为0.42、0.67及0.73亿元，占主营业务收入比例分别为26.10%、26.23%及47.58%，未来关联销售比例可能上升，在民航装备国产替代背景下，公司积极参与我国自主研制的CJ-1000/2000发动机等重点型号任务，提供高、低压压气机叶片，中国民航飞机需求广，未来进口替代空间大。
- 公司重视自主研发，在建工程转固加速，进一步释放产能。**自主研发方面，公司在精锻近净成形与精密机加工两大重点技术领域形成了丰富的工程技术能力。航空发动机关键零部件产能扩大项目贵州部分在2021H1已完成一期关键设备的合同签订，下半年进入租赁厂房二次改造和设备安装阶段，研发中心建设项目在2021H2逐步进入勘察设计及施工建设阶段(建设期均为3年)。19/20H1/20/21H1在建工程占固定资产比例分别为14.46%/18.57%/12.09%/7.32%，占比逐期减少，意味着未来产能释放加速，随着募投项目的落地未来将有更多产能贡献业绩。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计2021-2023年eps为0.11/0.22/0.28元/股，对结合可比公司PE估值情况，给予公司2022年75-80倍PE估值，对应合理价值区间为16.50-17.60元，给予“优于大市”评级。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	258	301	314	358	423
(+/-)YoY(%)	59.6%	16.9%	4.1%	14.1%	18.4%
净利润(百万元)	42	60	29	56	72
(+/-)YoY(%)	201.6%	42.0%	-51.7%	92.4%	30.2%
全面摊薄EPS(元)	0.16	0.23	0.11	0.22	0.28
毛利率(%)	40.7%	45.6%	31.8%	37.7%	39.7%
净资产收益率(%)	10.4%	6.4%	3.0%	5.4%	6.6%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 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

- 主要盈利预测假设。

公司作为发动机零部件龙头企业受益民航装备进口替代，分业务预测如下：

1) 叶片：我们预计航空涡扇发动机之压气机叶片业务营收将保持稳定，2021-2023 年收入增速为 5.00%/ 15.00%/ 20.00%，毛利率 30.00/ 43.00%/ 43.50%。

2) 转动件及结构件：我们预计 2021-2023 年转动件及结构件业务收入增速 5.00%/ 15.00%/ 20.00%，毛利率 30.00%/ 33.00%/ 33.00%。

3) 医疗骨科锻件：我们预计 2021-2023 年医疗骨科锻件业务收入增速 4.50%/ 4.50%/ 4.50%，毛利率 2.00%/ 2.00%/ 2.00%。

4) 技术开发：我们预计 2021-2023 年技术开发业务收入增速 3.00%/ 15.00%/ 20.00%，毛利率 38.00%/ 43.00%/ 50.00%。

5) 其他主营业务：我们预计 2021-2023 年其他业务收入增速 5.00%/ 20.00%/ 20.00%，毛利率 60.00%/ 70.00%/ 70.00%。

6) 其他业务：我们预计 2021-2023 年其他业务收入增速 5.00%/ 5.00%/ 5.00%，毛利率 99.00%/ 99.00% / 99.00%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2020	2021E	2022E	2023E
叶片				
营业收入 (百万元)	98.29	103.20	118.69	142.42
YoY (%)	-34.80%	5.00%	15.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	57.10	72.24	67.65	80.47
毛利率 (%)	41.91%	30.00%	43.00%	43.50%
转动件及结构件				
营业收入 (百万元)	25.70	26.99	31.04	37.24
YoY (%)	16.52%	5.00%	15.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	17.40	18.89	20.79	24.95
毛利率 (%)	32.30%	30.00%	33.00%	33.00%
医疗骨科锻件				
营业收入 (百万元)	33.88	35.40	37.00	38.66
YoY (%)	149.12%	4.50%	4.50%	4.50%
营业成本 (百万元)	25.50	34.70	36.26	37.89
毛利率 (%)	24.74%	2.00%	2.00%	2.00%
技术开发				
营业收入 (百万元)	125.21	128.97	148.31	177.97
YoY (%)	182.50%	3.00%	15.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	58.68	79.96	84.54	88.99
毛利率 (%)	53.13%	38.00%	43.00%	50.00%
其他主营业务				
营业收入 (百万元)	17.28	18.14	21.77	26.12
YoY (%)	45.52%	5.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	4.99	7.98	13.57	23.08
毛利率 (%)	71.11%	60.00%	70.00%	70.00%
其他业务				
营业收入 (百万元)	0.76	0.80	0.84	0.88
YoY (%)	-26.21%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	0.01	0.01	0.02	0.04
毛利率 (%)	99.32%	99.00%	99.00%	99.00%
总营业收入 (百万元)	301.12	313.50	357.64	423.31
YoY (%)	16.89%	4.11%	14.08%	18.36%
总营业成本 (百万元)	163.67	213.79	222.84	255.42
综合毛利率 (%)	45.65%	31.81%	37.69%	39.66%

资料来源: 公司 2020 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)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2022E	2022E
600893.SH	航发动力	1044.91	0.49	0.45	0.60	138.05	87.11	64.97	2.46	2.68
600391.SH	航发科技	62.79	(0.05)	0.06	0.22	(532.49)	299.06	88.42	1.32	4.13
	均值		0.22	0.26	0.41	(197.22)	193.08	76.69	1.89	3.41

 资料来源: wind, 海通证券研究所
 收盘价为 2022 年 4 月 11 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	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	301	314	358	423
每股收益	0.23	0.11	0.22	0.28	营业成本	164	214	223	255
每股净资产	3.64	3.75	3.96	4.25	毛利率%	45.6%	31.8%	37.7%	39.7%
每股经营现金流	0.20	0.52	0.43	0.53	营业税金及附加	2	2	2	2
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	10	10	11	13
P/E	67.04	138.78	72.13	55.42	营业费用率%	3.2%	3.3%	3.1%	3.1%
P/B	4.27	4.14	3.92	3.66	管理费用	25	25	29	34
P/S	13.33	12.81	11.23	9.49	管理费用率%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	87.18	45.92	30.98	24.45	EBIT	70	25	54	72
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	4	-5	-6	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	-1.5%	-1.5%	-1.3%
毛利率	45.6%	31.8%	37.7%	39.7%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	19.9%	9.2%	15.6%	17.1%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	6.4%	3.0%	5.4%	6.6%	营业利润	68	33	64	83
资产回报率	4.9%	2.3%	4.2%	5.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	6.0%	2.1%	4.4%	5.6%	利润总额	68	33	64	83
盈利增长 (%)					EBITDA	101	79	117	147
营业收入增长率	16.9%	4.1%	14.1%	18.4%	所得税	8	4	8	10
EBIT 增长率	58.5%	-64.3%	118.5%	33.8%	有效所得税率%	12.1%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	42.0%	-51.7%	92.4%	30.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	60	29	56	72
资产负债率	22.3%	22.1%	21.9%	22.4%					
流动比率	3.49	3.30	3.21	3.08	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	3.14	2.86	2.77	2.65	货币资金	467	443	444	467
现金比率	2.09	1.95	1.84	1.72	应收账款及应收票据	148	120	137	162
经营效率指标					存货	75	97	101	115
应收账款周转天数	139.49	110.00	110.00	110.00	其它流动资产	90	90	90	91
存货周转天数	167.72	165.00	165.00	165.00	流动资产合计	779	750	772	836
总资产周转率	0.25	0.25	0.27	0.30	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	0.87	0.74	0.75	0.81	固定资产	347	423	479	523
					在建工程	42	27	18	12
					无形资产	27	29	29	30
					非流动资产合计	431	494	541	580
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	1211	1244	1313	1415
净利润	60	29	56	72	短期借款	40	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	140	186	194	222
非现金支出	38	54	62	74	预收账款	0	2	1	2
非经营收益	4	2	1	1	其它流动负债	43	40	46	47
营运资金变动	-49	50	-8	-10	流动负债合计	223	228	241	271
经营活动现金流	53	135	111	137	长期借款	38	38	38	38
资产	-101	-116	-110	-113	其它长期负债	9	9	9	9
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	47	47	47	47
其他	-51	0	0	0	负债总计	270	274	287	318
投资活动现金流	-151	-116	-109	-113	实收资本	258	258	258	258
债权募资	23	-40	0	0	归属于母公司所有者权益	940	969	1024	1097
股权募资	490	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-12	-2	-1	-1	负债和所有者权益合计	1211	1244	1313	1415
融资活动现金流	501	-42	-1	-1					
现金净流量	402	-23	0	24					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 11 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2020), 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： 抚顺特钢,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,振芯科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,久之洋,航天电器,中航重机,中直股份,爱乐达,航宇科技,湘电股份,振华科技,派克新材,西部超导,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。