

中航证券金融研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 研究助理：刘庆东
 证券执业证书号：S0640117120027
 电话：18516956467
 邮箱：liuqd@avicsec.com

爱乐达（300696）2019 年半年报点评：营收 净利双增，毛利率维持高位

行业分类：国防军工

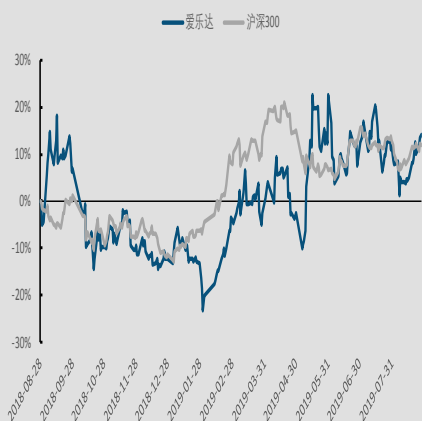
2019 年 8 月 28 日

公司投资评级	持有
当前股价（8.28）	28.90

基础数据

沪深 300	3802.58
总股本（亿）	1.19
流通 A 股（亿）	0.49
流通 A 股市值（亿）	14.21
每股净资产（元）	6.72
PE	47.47
PB	4.30

近一年公司与沪深 300 走势对比图



数据来源：wind，中航证券金融研究所

事件：8 月 27 日，公司公布 2019 年半年报，2019H1 营收 0.77 亿（+5.71%），归母净利润 0.43 亿元（+10.51%），毛利率 83.03%（+14.88pcts），净利率 8.71%（+2.44pcts）。

投资要点：

● 19H1 营收、净利双增，主营业务毛利率维持高位，新业务拓展顺利。

19H1 公司绝对主业飞机零部件加工业务实现营收 0.76 亿元，占营业收入的 99.31%。19H1，公司毛利依然维持高位，且较去年同期提高 14.88pcts，主要系：1，公司主要的业务模式在报告期无重大变化，依然是由客户直接提供加工零部件所用的航空铝合金、钛合金、不锈钢、镍基高温合金、高强度钢等高价格材料，而公司自行采购各种刀具、工装夹具、切削液、导轨油等价值相对较低的辅料，因此公司的毛利率继续维持高位。2，19H1，公司在营业收入增加的同时，营业成本因结算产品结构变化较去年同比下降 43.67%，导致了公司毛利率在去年基础上较大幅度升高。

报告期内，公司新业务拓展顺利，新增了 A320 舱门相关零组件业务，获得 A320 起落架相关零组件全工序订单，并成功开发航天大型零件制造业务。新增业务首件均通过客户认可，后期将陆续量产。

● **三费同比增加较多，研发投入强度加大。**19H1，公司销售费用 31.68 万元（+58.82%），管理费用 1177.41 万元（+172.30%），财务费用 32.08 万元（+205.90%）。其中，销售费用和财务费用大增分别系销售产品物流费用及差旅费增加和报告期一次性摊销担保费所致，二者金额均较小，对公司利润影响十分有限。而管理费用大增系报告期股份支付确认费用所致。19H1，公司研发费用投入达到 507.18 万元（+24.14%），强度较去年同期加大。

● **军机、民机零部件加工双管齐下，公司有望受益所在行业未来巨大的市场成长空间。**公司始终遵循“航空为本，一体两翼”的发展理念，主要从事飞机结构零部件及发动机零件的生产，具备航空零部件全流程制造能力。产品主要包括飞机结构类、液压/系统类零件及其部件装配，以及发动机机匣等零件。产品覆盖多个军用机型以及中国商飞 C919/C929/ARJ21、空客 A320/A350，波音 B737/B747-8/B787-9，B737/B767 客改货、中航西飞新舟 700、以色列 G280 公务机等十余个民用机型，涉及产品 6000 余项。无论是军机还是民机，公司都将受益其数量的增加以及更新换代需求的加大。

军机方面：目前我国军用飞机数量、质量均需提高，根据公司招股书预测，按照机体零部件价值占飞机总价值约 30%的比例估算我国军用飞机机体零部件采购需求，未来 20 年，包括战斗机、运输机和轰炸机等在内的军用飞机可带来军用航空零部件市场规模 4,700 亿元以上。民机方面：随着我国 C919/C929、ARJ21-700、新舟 60 和新舟 600、新舟 700 等民机所获订单的增多，所带来的零部件加工需求将逐渐扩张。根据公司招股书预测，按飞机零部件约占飞机总价值 30%的比例测算，未来 20 年，我国民用航空零部件可

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传 真：0755-83688539

预见的市场规模将超过 1,500 亿元。此外,随着波音、空客国际采购趋势的加深和国内航空零部件制造主体的多元化特征凸显,一批实力雄厚、工艺完整、技术质量过关的民营企业将可能获得波音、空客一级供应商认证,突破现有制造格局。公司作为航空零部件制造领域的优势民营企业,随着自身加工实力和产品质量的不断提升,将优先受益于行业格局的调整,以自身为主体直接对接国外整机厂商,开拓国际转包业务市场。

- **持续研发延伸产业链,公司有望摆脱单纯依赖“零件工序加工”业务的局面,完成“零件-组件-部件”的战略跨越。**2018 年年初,公司募投热表处理和无损检测生产线子项目的热处理、表面处理、无损检测特种工艺正式通过美国航空航天和国防合同方授信项目的 Nadcap 认证;并陆续通过了部分主机厂特种工艺确认,产品试制已获认可。公司热表处理和无损检测生产线获得正式运营资质,航空零件制造全流程正式打通。公司即完成了“零件工序加工——成品零件”的跨越,从而具备直接交付装机产品能力。2018 年,公司完成了某无人机机翼、挂飞吊舱部件装配,并已合格交付。2019H1,公司新业务拓展顺利,新增了 A320 舱门相关零组件业务,获得 A320 起落架相关零组件全工序订单,并成功开发航天大型零件制造业务。未来,随着公司产品逐步由单个零件向小组件、大部件迈进,公司产业链的持续延伸有望持续为公司带来新的业绩增长点。
- **股权激励激发核心管理层和核心技术人员积极性。**2019 年 5 月 14 日,公司以 11.34 元每股的价格向包含公司高管和核心技术人员在内的 120 人定向发行的股票(方案 200 万股,实际授予数量 198.5 万股)上市。本次股权激励计划所授予的限制性股票在 12 个月、24 个月和 36 个月后解除限售的比例分别为 40%、30%和 30%。本次股权激励计划授予的限制性股票的解除限售考核年度为 2019-2021 年三个会计年度,每个会计年度考核一次,其中 2019、2020 和 2021 年的业绩考核目标均以 2018 年收入为基数,分别要求当年营收增长率相对于 2018 年不低于 30%、50%和 70%。

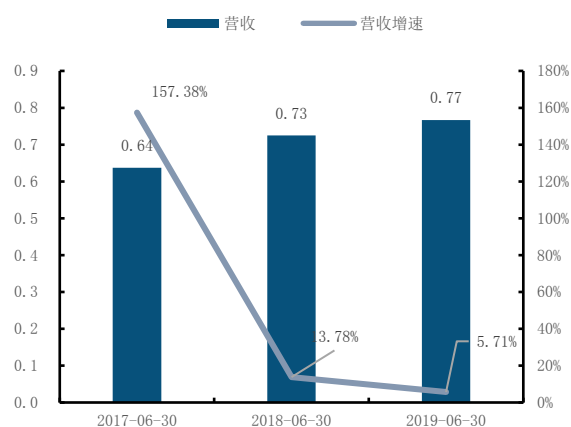
● 投资建议

我们认为,公司绝对主业航空零部件加工业务未来将持续受益军机、民机的数量增加以及更新换代需求加大,同时,随着不断延伸产业链,逐步实现“零件-组件-部件”的战略跨越,公司有望逐步开拓新的业绩增长点。我们预计 2019-2021 年营业收入分别为 1.69 亿元,1.96 亿元和 2.26 亿元,归母净利润分别为 0.83 亿元,0.92 亿元和 1.05 亿元,EPS 分别为 0.69 元,0.78 元和 0.88 元。

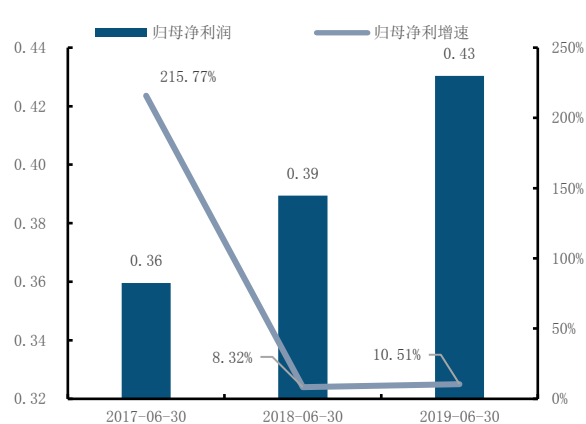
- **风险提示:**军机、民机扩产换代不及预期;下游客户过于集中的风险;毛利率下降的风险;航空航天市场周期波动;行业竞争加剧;研发风险。
- **盈利预测**

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	128.15	169.15	196.22	225.65
增长率(%)	-5.76%	32%	16%	15%
归属母公司股东净利润	68.48	82.72	92.39	104.69
增长率(%)	-7%	20.79%	11.69%	13.30%
每股收益(EPS)	0.58	0.69	0.78	0.88

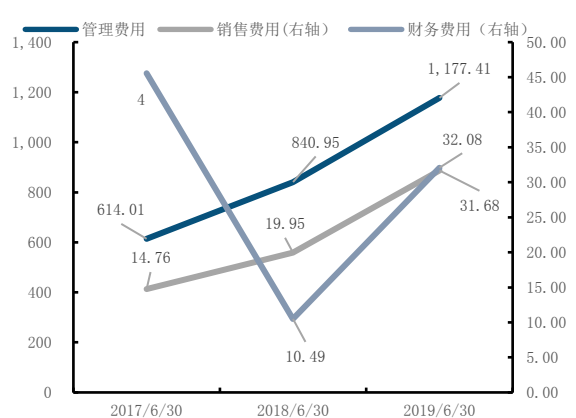
数据来源:wind, 中航证券金融研究所

公司主要财务数据
图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


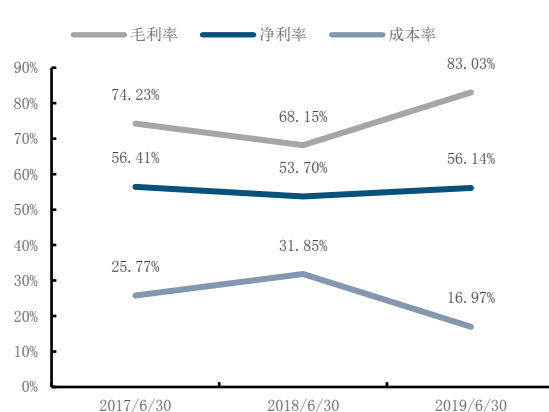
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


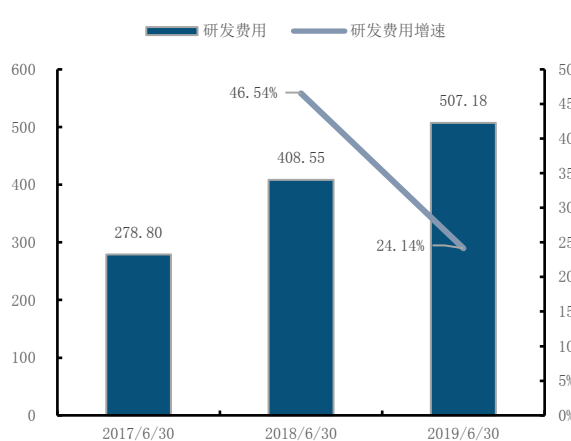
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司营业成本: 三费 (单位: 万元)


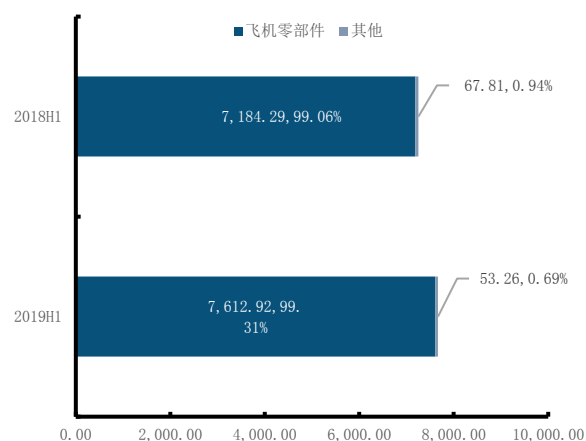
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司毛利率、净利率及成本率 (单位: %)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司研发投入情况 (单位: 万元; %)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 历年分产品营收 (单位: 万元)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

财务报表预测:

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	128.15	169.15	196.22	225.65	净利润	68.48	82.72	92.39	104.69
营业成本	47.19	47.88	60.58	72.21	折旧与摊销	17.45	16.69	16.69	16.69
营业税金及附加	2.33	2.69	3.31	3.83	财务费用	-0.36	0.50	0.60	0.69
销售费用	0.72	0.85	0.98	1.13	资产减值损失	0.69	0.68	0.55	0.96
管理费用	98.03	23.68	27.47	31.59	经营营运资本变动	-136.21	63.58	90.55	17.71
财务费用	-0.36	0.50	0.60	0.69	其他	48.44	-4.25	-6.99	-8.74
资产减值损失	0.69	0.68	0.55	0.96	经营性现金流净额	-1.51	159.92	193.79	132.00
投资收益	12.70	4.90	6.52	8.04	资本支出	-32.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-110.36	-2.61	-3.71	-4.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-143.30	-2.61	-3.71	-4.04
营业利润	80.06	97.78	109.25	123.28	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.05	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	80.01	97.78	109.25	123.28	股权融资	0.00	1.99	0.00	0.00
所得税	11.53	15.06	16.85	18.59	支付股利	-20.00	-18.01	-20.81	-24.21
净利润	68.48	82.72	92.39	104.69	其他	-0.94	-2.16	5.12	5.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	-20.93	-18.19	-15.68	-19.09
归属母公司股东净利润	68.48	82.72	92.39	104.69	现金流量净额	-165.74	139.12	174.40	108.87
资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	86.00	225.12	399.53	508.39	成长能力				
应收和预付款项	146.89	199.86	171.45	180.08	销售收入增长率	-5.76%	32.00%	16.00%	15.00%
存货	74.43	68.18	89.38	106.30	营业利润增长率	-5.52%	22.13%	11.72%	12.84%
其他流动资产	243.05	135.32	58.87	22.56	净利润增长率	-7.00%	20.79%	11.69%	13.30%
长期股权投资	28.50	28.50	28.50	28.50	EBITDA 增长率	-0.98%	18.34%	10.06%	11.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	191.36	175.58	159.80	144.02	毛利率	63.18%	71.69%	69.12%	68.00%
无形资产和开发支出	18.57	17.95	17.33	16.70	三费率	76.78%	14.79%	14.81%	14.80%
其他非流动资产	38.09	45.32	55.26	67.05	净利率	53.44%	48.90%	47.09%	46.39%
资产总计	826.89	895.83	980.10	1073.61	ROE	9.15%	10.23%	10.50%	10.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.28%	9.23%	9.43%	9.75%
应付和预收款项	29.37	33.27	40.23	47.45	ROIC	12.04%	13.70%	18.14%	23.92%
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	EBITDA/销售收入	75.81%	67.97%	64.49%	62.33%
其他负债	18.79	23.83	29.54	35.36	营运能力				
负债合计	78.16	87.10	99.78	112.81	总资产周转率	0.16	0.20	0.21	0.22
股本	117.22	119.20	119.20	119.20	固定资产周转率	0.84	1.16	1.50	1.96
资本公积	434.25	434.25	434.25	434.25	应收账款周转率	1.41	1.51	1.45	1.47
留存收益	190.58	255.28	326.87	407.34	存货周转率	0.74	0.67	0.77	0.74
归属母公司股东权益	748.73	808.74	880.32	960.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.75%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	748.73	808.74	880.32	960.80	资产负债率	9.45%	9.72%	10.18%	10.51%
负债和股东权益合计	826.89	895.83	980.10	1073.61	带息债务/总负债	38.38%	34.45%	30.07%	26.59%
					流动比率	18.73	18.88	17.87	17.22
					速动比率	16.20	16.83	15.65	14.98
					股利支付率	29.20%	21.78%	22.52%	23.13%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	97.15	114.97	126.54	140.66	每股收益	0.58	0.69	0.78	0.88
PE	49.47	41.65	37.28	32.91	每股净资产	6.39	6.78	7.39	8.06
PB	4.52	4.26	3.91	3.59	每股经营现金	(0.013)	1.342	1.626	1.107
PS	26.43	20.37	17.56	15.27	每股股利	0.171	0.151	0.175	0.203
EV/EBITDA	33.915	27.882	23.874	20.618					
股息率	0.006	0.005	0.006	0.007					

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入: 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。

持有: 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。

卖出: 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

增持: 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性: 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持: 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

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

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。