

分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 分析师：董俊业
 证券执业证书号：S0640520040001
 分析师：刘庆东
 证券执业证书号：S0640520030001
 电话：18516956467
 邮箱：liuqd@avicsec.com

爱乐达 (300696) 2020 年半年报点评:营收同比增长 47%，存货同比增长 43%

行业分类：国防军工

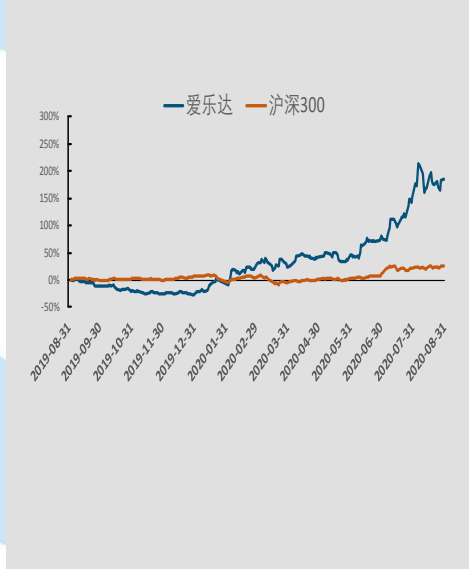
2020 年 8 月 31 日

公司投资评级	持有
当前股价 (8.31)	58.10 元/股

基础数据 (2020/08/31)

沪深 300	4816.22
总股本 (亿)	1.79
流通 A 股 (亿)	1.77
流通 A 股市值 (亿)	102.84
每股净资产 (元)	7.32
PE	113.35
PB	11.77

近一年公司与沪深 300 走势对比图



事件：2020 年 8 月 23 日，公司发布 2020 年半年报。期间，公司实现营收 1.13 亿元(+47.26%)，归母净利润 0.57 亿元(+31.56%)，毛利率 73.71%(-9.32pts)，净利率 50.16%(-5.98pts)。

投资要点：

期内，公司聚焦航空主业，围绕“零件—组件—部件”全流程业务布局，飞机零部件加工业务实现营收 1.13 亿元，占总营业收入 99.99%，同比增长 48.27%。公司业务模式为来料加工。由客户提供加工零部件所用的航空铝合金、钛合金、不锈钢、镍基高温合金等材料，所以业务毛利率较高。期内，毛利率下滑主要原因是：①产品结构的变化；②持续承接的产品订单，达到一定批量，价格有所下降；③国际转包业务增加（如法国赛峰起落架零组件业务）；④公司采购部分原材料，毛利率相对降低。

公司 2020H1 期末存货 1.46 亿元，同比增长 43%，相较 2020 年初增加 28.18%。其中，相较年初，原材料（0.13 亿元）增加 47.68%；在产品（0.21 亿元）增加 45.84%，已交付受托加工产品（1.12 亿元）增加 23.53%。此外，公司应收票据及账款合计 2.37 亿元，相较年初增加 1.04 亿元，相较去年同期增长 50% 以上。

热表处理和无损检测生产线建设项目是公司 IPO 募投项目之一。公司 2019 年下半年开始陆续开展表面处理业务；2020 年上半年加快推进热表特种工艺各线投产。相关产线产能利用率陆续提升，其中阳极氧化、喷漆生产线产能利用率提升较为明显。该业务目前规模较小，不过意义重大。一方面，此业务的投产意味着公司对零件产品从机械加工到装机产品全工序流程制造全面贯通，公司已具备航空零部件装机产品交付能力，如法国赛峰起落架零组件业务；另一方面，公司也可以对外承接热表处理和无损检测业务，拓宽公司的业务范围。后续，公司将进一步加快拓展无损检测、电镀、热处理等特种工艺产线利用，提升公司整体效益。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

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
 资本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

公司专注于航空航天制造领域，主要从事军用飞机、民用飞机零部件、航空发动机零件及航天大型结构件的精密制造，具体业务类别可分为：精密数控加工业务、特种工艺处理业务和部组件装配业务。其中：

- ①数控精密加工是最重要的业务，包括军用飞机零部件、波音空客国内转包、国产民机零部件和国际直接订单等；
- ②特种工艺处理业务主要为公司承接的数控加工产品的特种工艺处理，主机厂及其外协单位数控加工产品的特种工艺处理等；
- ③部组件装配业务方面，例如当前已经开展如 PCU 等小组件装配。

除了航发及航天零部件加工业务的拓展，公司在航空零部件方面加工方面的市场空间已经非常广阔：

军机方面：机体零部件价值占飞机总价值约 30%。未来二十年，包括战斗机、运输机和轰炸机等在内的军用飞机可带来一定程度的军用航空零部件市场规模的增长。

民机方面：预计未来 20 年中国航空市场将接收 50 座以上客机 9200 余架，市场价值约 1.4 万亿美元。零部件价值约为整机价值 30%，所以中国新增民机的零件价值有望达到 3 万亿人民币。

国际转包：公司已经取得 Nadcap 认证，并通过法国赛峰直接供应商审查以及空客、波音、GE、R.R、IAI 等外方供应商综合能力延伸审查。随着公司自身技术水平和产能的提升，公司有望通过国际转包和国际直接订单，直接打入全球民机零部件加工市场，未来成长空间十分广阔。

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 198.5 万股。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，公司主业航空零部件加工业务未来将持续受益国产军机、国产民机和全球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 2020-2022 年营业收入分别为 2.81 亿元，4.07 亿元和 5.68 亿元，归母净利润分别为 1.30 亿元，1.79 亿元和 2.40 亿元，EPS 分别为 0.73 元，1.00 元和 1.34 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。

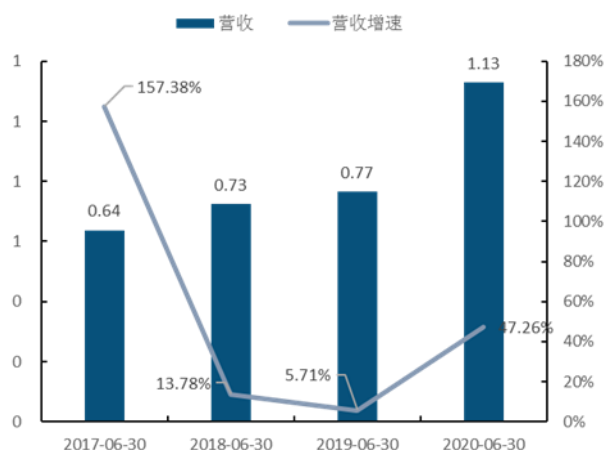
● 盈利预测

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	184.24	281.29	406.97	568.46
增长率 (%)	43.77%	52.68%	44.68%	39.68%
归属母公司股东净利润	78.05	130.14	179.34	239.53
增长率 (%)	13.98%	66.74%	37.80%	33.56%
每股收益 (EPS)	0.65	0.73	1.00	1.34

数据来源：wind，中航证券金融研究所

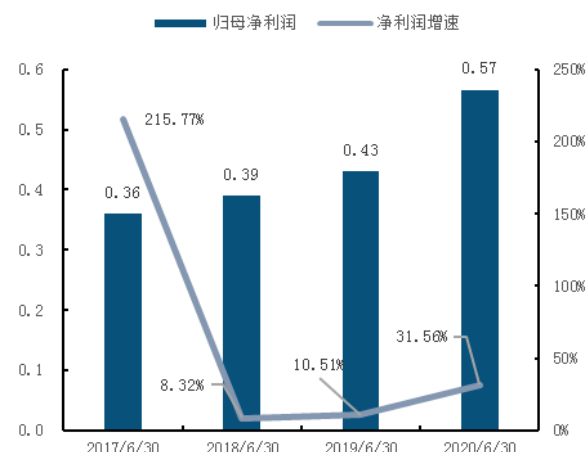
公司主要财务数据

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



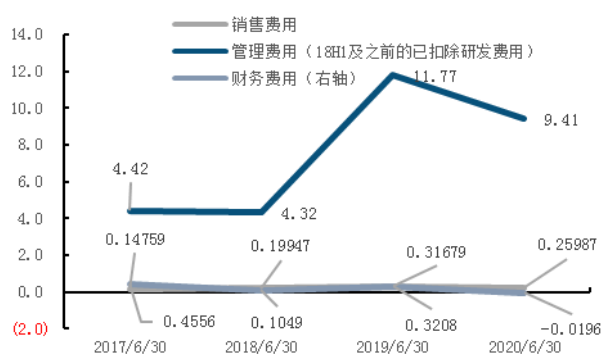
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



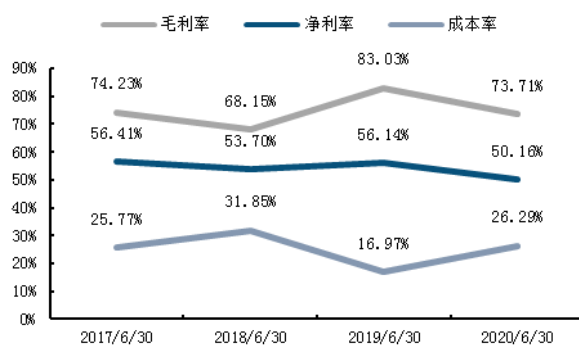
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司营业成本: 三费 (单位: 百万元)



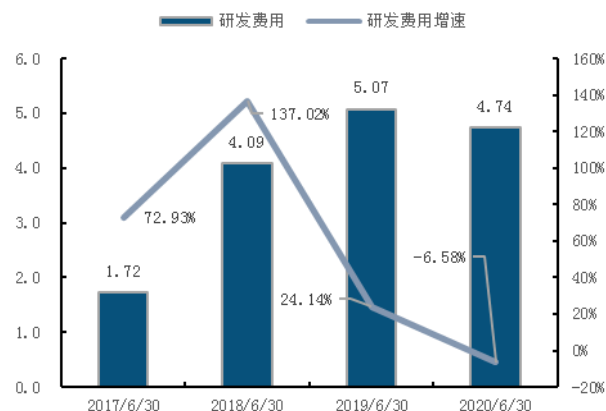
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司毛利率、净利率及成本率 (单位: %)



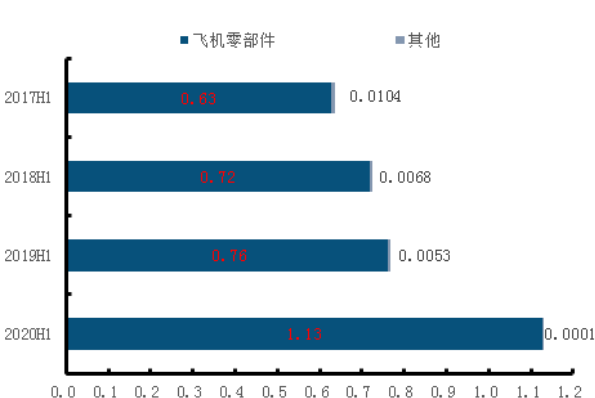
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司研发投入情况 (单位: 百万元; %)



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: 亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

财务报表预测:

报表预测 (单位: 百万元)					
利润表		2019A	2020E	2021E	2022E
减:	营业收入	184.24	281.29	406.97	568.46
	营业成本	60.29	71.50	111.59	167.24
	营业税金及附加	1.77	4.15	5.77	7.30
	销售费用	0.68	1.41	2.03	2.84
	管理费用 (包含研发费用)	37.36	56.26	81.39	113.69
	财务费用	-0.06	0.82	1.15	1.54
	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加:	投资收益	2.68	6.00	6.00	6.00
	公允价值变动损益	5.96	0.00	0.00	0.00
	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
	营业利润	93.35	153.16	211.04	281.84
加:	其他非经营损益	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05
	利润总额	93.30	153.11	210.99	281.79
减:	所得税	15.25	22.97	31.65	42.27
	净利润	78.05	130.14	179.34	239.53
减:	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
	归属母公司股东净利润	78.05	130.14	179.34	239.53
资产负债表		2019A	2020E	2021E	2022E
	货币资金	115.78	56.26	81.39	113.69
	应收和预付款项	135.68	307.25	348.86	425.44
	存货	113.83	113.79	180.45	279.02
	其他流动资产	245.65	457.27	645.55	791.01
	长期股权投资	27.79	27.79	27.79	27.79
	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
	固定资产和在建工程	209.64	188.11	166.58	145.05
	无形资产和开发支出	32.52	31.45	30.38	29.31
	其他非流动资产	46.49	56.95	69.41	79.91
	资产总计	927.37	1238.86	1550.41	1891.23
	短期借款	0.00	133.84	274.79	393.34
	应付和预收款项	35.91	49.35	74.37	106.62
	长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00
	其他负债	17.37	20.96	23.92	25.63
	负债合计	83.29	234.15	403.07	555.58
	股本	119.20	178.77	178.77	178.77
	资本公积	469.07	469.07	469.07	469.07
	留存收益	247.53	356.87	499.50	687.81
	归属母公司股东权益	844.09	1004.70	1147.34	1335.65
	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
	股东权益合计	844.09	1004.70	1147.34	1335.65
	负债和股东权益合计	927.37	1238.86	1550.41	1891.23
现金流量表		2019A	2020E	2021E	2022E
	经营性现金流净额	103.76	-221.94	-74.24	-30.49
	投资性现金流净额	-66.46	-4.66	-6.66	-4.71
	筹资性现金流净额	0.48	167.09	106.04	67.51
	现金流量净额	37.78	-59.52	25.14	32.30

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 : 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, 证券执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。
董俊业, 证券执业证书号: S0640520040001, 奥克兰大学工学博士, 中航证券金融研究所分析师。
刘庆东, 证券执业证书号: S0640520030001, 美国东北大学经济学硕士, 中航证券金融研究所分析师。

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。