



航亚科技 (688510) 2020 年报点评: 疫情下国际业务签长协, 毛利率近五年最高

中航证券研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 邱净博

证券执业证书号: S0640119100018

邮箱: qiujob@avicsec.com

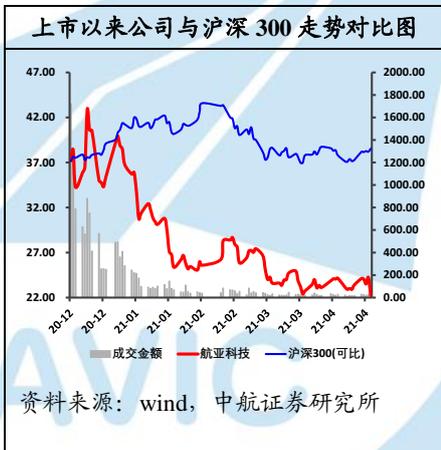
行业分类: 国防军工

2021 年 4 月 24 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.23)	22.21 元
目标价格	27.75 元

基础数据 (2021.4.23)

上证指数	3474.17
总股本(亿股)	2.58
流通 A 股(亿股)	0.49
资产负债率(2020 年)	22.32%
ROE(加权, 2020 年)	13.75%
PE(TTM)	113
PB(LF)	6.09



➤ **事件:** 公司公告, 2020 年营业收入 3.01 亿元 (+16.89%), 归母净利润 5989.66 万元 (+41.98%), 毛利率 45.65% (+4.96pcts), 净利率 19.77% (+4.17pcts)。2021 年第一季度营业收入 5851.24 万元 (-12.87%), 归母净利润 265.94 万元 (-77.11%)。

➤ 投资要点:

● **业绩稳健增长, 毛利率近五年最高:** 2020 年, 公司在国际市场受到新冠疫情影 响的情况下, 国内市场开拓取得较大成效, 经营业绩实现了持续增长, 实现营 业收入 3.01 亿元 (+16.89%), 归母净利润 5989.66 万元 (+41.98%), 扣非归 母净利润 5255.01 万元 (+32.81%)。毛利率 45.65% (+4.96pcts), 净利率 19.77% (+4.17pcts), 加权 ROE13.75% (+2.83pcts), 均为近五年最高水平, 且提升 幅度较大, 其中国际业务毛利率 45.43% (+3.70pcts), 国内业务毛利率 45.53% (+6.81pcts)。

报告期内, 公司主要从事航空行业 (营收占比 86.73%) 和医疗行业 (营收 占比 13.27%) 两大板块, 包括航空涡扇发动机之压气机叶片、结构件及转动件、 医疗骨科锻件、技术开发等产品。其中, **航空涡扇发动机之压气机叶片** 实现营 收 9829.03 万元 (-34.80%), 营收占比 32.72%, 毛利率 41.91% (+1.08pcts), 主要因公司国际业务营收占比 23.02%, 受疫情影响较大; **结构件及转动件** 实现 营收 2570.34 万元 (+16.52%), 营收占比 8.56%, 毛利率 32.30% (-2.00pcts); **医疗骨科锻件** 实现营收 3387.97 万元 (+22.91%), 营收占比 11.28%, 毛利率 24.74% (-2.22pcts); **技术开发** 实现营收 1.25 亿元 (+182.50%), 营收占比 41.69%, 毛利率 53.13% (+10.32pcts); **其他业务** 实现营收 1727.55 万元 (+45.52%), 营收占比 5.75%, 毛利率 71.11% (+0.87pcts)。

费用方面, 2020 年, 销售费用 958.82 万元 (+23.95%), 主要因职工薪酬 和业务招待费增加; 管理费用 2459.08 万元 (+26.58%), 主要因职工薪酬、折 旧及摊销增加; 财务费用 430.39 万元 (+3260.68%), 主要因银行融资和利息 支出增加, 汇率变动。研发投入 3088.79 万元 (+0.52%), 占营收 10.26% (-1.67pcts)。截止 2020 年底, 研发人员占总人数比例为 21% (+3.02pcts), 累计申请专利 87 项, 其中发明专利 42 项; 累计授权专利 46 项。

现金流方面, 2020 年, 经营活动产生的现金流量净额 5260.47 万元 (-8.51%), 主要系销售回款减少所致; 投资活动产生的现金流量净额-1.51 亿元 (-83.73%), 主要系固定资产投入增加所致; 筹资活动产生的现金流量净 额 5.01 亿元 (+1865.23%), 主要系首次公开发行股票募集资金所致。

资产方面, 2020 年末, 公司存货 7520.89 万元 (+10.61%), 应收票据和应 收账款合计 1.48 亿元 (+98.83%), 主要系报告期内销售增加所致, 预付款 项 318.46 万元 (+147.56%), 主要系报告期内采购预付款增加所致。2021 年, 公司预计关联交易(中国航发集团等)合计 6.15 亿元, 较 2020 年实际发生增长 34.52%。以上项目的增长显示出公司所处行业需求端的景气度。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券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

- **公司是国内外发动机关键零部件制造企业:** 公司产品目前以民用为主, 2020年1-6月, 公司民用航空发动机零部件收入 9591.40 万元, 占比 72.57%; 军用航空发动机零部件收入 3624.63 万元, 占比 27.43%, 全部来源于国内军用航空发动机市场。目前, 公司产品已覆盖赛峰 LEAP 及 CFM 56、GE 航空 CF34 及 LMS-100、中国航发商发 CJ1000/2000 等主流发动机机型, 涉及波音、空客、国产大飞机等。在研和已实现批产的发动机零部件产品涉及国内外近 40 个发动机型号, 约 280 个发动机关键零部件零件号。**发动机压气机叶片方面**, 公司向赛峰和 GE 航空累计交付超过一百万片压气机叶片, 主要装机于 LEAP-1A/1C, 1B。目前, 公司的压气机叶片已在 C919 使用的 LEAP-1C 上批量应用。**转动件及结构件方面**包括整体叶盘、机匣和涡轮盘等, 目前主要以支持航发集团整机研制为主。
- **疫情之下持续开拓外贸市场:** 2020年, 受疫情影响, 公司国际业务实现营收 6913.13 万元(-53.90%), 营收占比 23.02%。然而, 期内公司仍新承接 RR 公司和 GE 公司压气机叶片业务, 分别获得了 15 年和 7 年的长期协议; 在机匣及环环件等业务方面中标 RR 公司环形结构件雅典娜项目。目前公司跟赛峰、GE 和 RR 等国际主流航空发动机制造商均实现了稳定的长期供货。公司预计全球航空制造业恢复仍需要 2 至 3 年时间, 预计在 2023 年疫情逐步消除的情况下, 国际市场压气机叶片交付量有望超过 100 万片。
- **贵州投资设立子公司, 收购航亚盘件, 完善产业战略布局:** 公司拟与中国航发资产管理有限公司共同出资 30,000 万元设立贵州航亚科技有限公司(暂定名), 其中, 航亚科技投资 21,000 万元、航发资产投资 9,000 万元。此举有利于公司建立新的生产基地, 进一步贴近客户, 与客户形成长期战略合作关系。公司拟以 400 万元人民币收购北京罗斯航发科技有限公司所持有的无锡航亚盘件制造有限公司 400 万元股权(占航亚盘件总股本的 25%)。该公司主要从事航空器用发动机的压气机盘、涡轮盘, 燃气轮机的压气机盘、涡轮盘及其他零部件的研制、生产和销售。本次交易完成后, 航亚盘件将成为公司全资子公司, 有利于公司进一步增强对航亚盘件的控制和管理。
- **公司承担长江系列发动机关键零部件技术开发任务:** 基于国家推动“两机专项”和航空发动机产业战略发展的需要, 国内高性能先进发动机及民用新型航空发动机研发项目日益增加。公司与中国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。2019 年, 公司牵头承担了某两项航空发动机基础科研项目, 归属于“国家科技重大专项—大型飞机”, 国防科工局已对公司承担该两项项目予以批复。
- **投资建议:** 公司是专业的航空发动机及医疗骨科领域的高性能零部件制造商。航空发动机方面是国内外主要航空发动机整机制造商的战略供应商, 提供包括压气机叶片、整体叶盘、涡轮盘、机匣四大类关键零部件。与此同时, 公司承担长江系列发动机关键零部件技术开发任务, 推动我国实现商用发动机关键零部件进口替代。国家积极推动“两机专项”和航空发动机产业战略发展, 叠加“十四五规划”的行业景气度和自主可控的势在必行, 预计公司未来的成长和盈利是长期可持续的。

我们预测公司 2021 年、2022 年、2023 年归母净利润分别为 0.96 亿元、1.19 亿元、1.42 亿元, EPS 为 0.37 元、0.46 元、0.55 元, 当前股价对应 PE 分别为 60.03 倍、48.28 倍、40.38 倍, 结合公司盈利能力及行业景气程度, 同时参考同行业平均水平, 给予公司 2021 年 75 倍 PE 水平, 给予“买入”评级, 目标价格为 27.75 元。

风险提示: 宏观政策变化、海外市场因疫情疲软、技术研发不及预期、汇率波动风险。

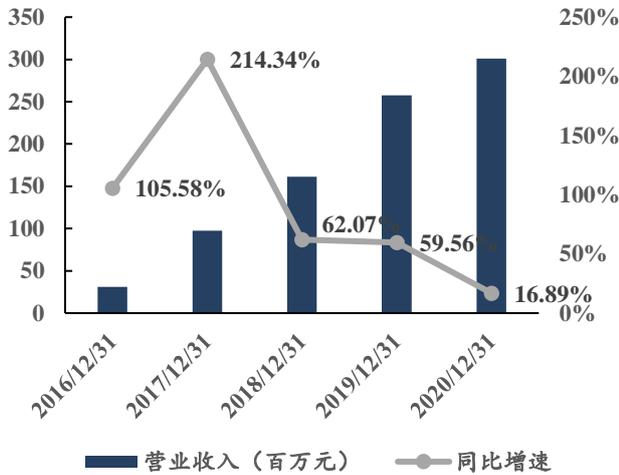
- **盈利预测:**

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	301.12	355.56	427.10	514.92
增长率 (%)	16.89%	18.08%	20.12%	20.56%
归属母公司股东净利润	59.90	96.21	118.90	142.23
增长率 (%)	41.98%	60.63%	23.58%	19.62%
每股收益 (EPS)	0.23	0.37	0.46	0.55

数据来源: wind, 中航证券研究所

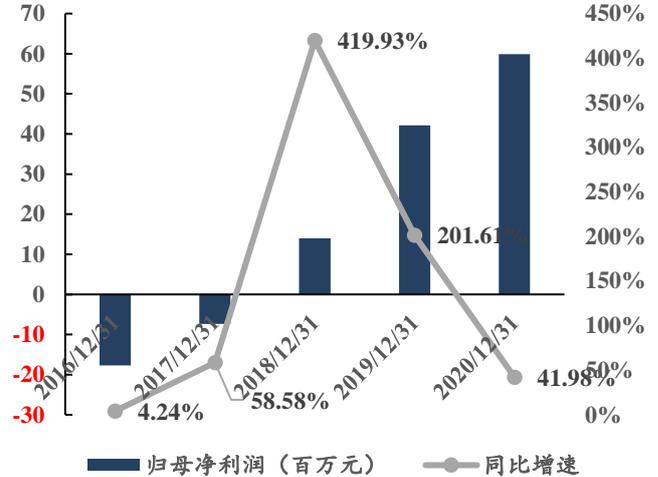
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



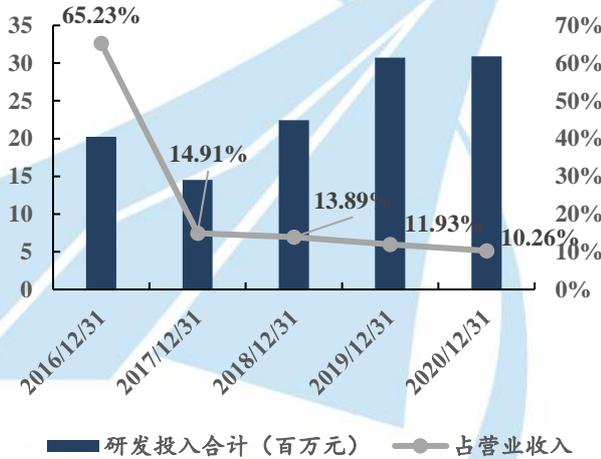
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归属母公司净利润及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近五年研发投入情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近五年销售毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

◆ 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	301.12	355.56	427.10	514.92	货币资金	466.70	472.86	724.20	929.07
营业成本	163.67	198.12	233.71	281.76	应收和预付款项	150.87	251.73	196.59	198.69
营业税金及附加	1.50	1.46	1.80	2.28	存货	75.21	84.00	105.16	125.28
销售费用	9.59	1.78	2.14	2.57	其他流动资产	86.62	142.20	113.96	130.26
管理费用	37.36	42.67	51.25	61.79	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	4.30	-0.75	-0.05	0.44	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-5.00	1.07	0.23	0.40	固定资产和在建工程	389.29	365.06	340.13	315.41
投资收益	0.18	0.31	0.42	0.50	无形资产和开发支出	27.46	26.64	25.81	24.99
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	14.65	11.21	3.60	-6.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1210.80	1353.70	1509.45	1716.78
营业利润	68.23	111.53	138.44	166.17	短期借款	40.07	41.23	43.56	44.85
其他非经营损益	-0.47	-0.05	-0.05	-0.05	应付和预收款项	149.21	206.89	227.50	275.15
利润总额	67.76	111.48	138.39	166.12	长期借款	37.50	39.50	42.50	46.50
所得税	8.21	16.72	20.76	24.92	其他负债	43.48	30.78	42.96	56.15
净利润	59.54	94.76	117.63	141.20	负债合计	270.26	318.40	356.52	422.64
少数股东损益	-0.35	-1.45	-1.26	-1.02	股本	258.38	258.38	258.38	258.38
归属母公司股东净利润	59.90	96.21	118.90	142.23	资本公积	592.08	592.08	592.08	592.08
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	89.36	185.57	304.47	446.69
经营活动现金流净额	52.60	3.04	238.73	190.80	归属母公司股东权益	939.82	1036.03	1154.93	1297.15
投资活动现金流净额	-151.30	0.02	3.30	5.30	少数股东权益	0.72	-0.73	-1.99	-3.01
筹资活动现金流净额	500.93	3.10	9.30	8.78	股东权益合计	940.54	1035.30	1152.94	1294.14
现金流量净额	401.78	6.16	251.33	204.87	负债和股东权益合计	1210.80	1353.70	1509.45	1716.78

数据来源: wind, 中航证券研究所

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，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其客户。

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此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员个人的不同设想、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。