

广联航空 (300900) 2020 年报点评: 航空航天业务配套层级提升, 加快构筑核心竞争力

中航证券研究所
 首席分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 刘琛
 证券执业证书号: S0640520050001
 电话: 010-59562534
 邮箱: liuchen@avicsec.com

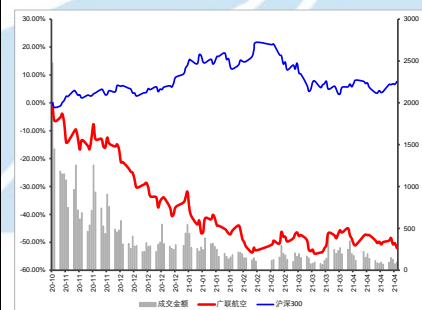
行业分类: 国防军工 2021 年 4 月 25 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.23)	34.64 元
目标价格	40.99 元

基础数据 (2021.4.23)

上证指数	3474.17
总股本 (亿股)	2.10
流通 A 股 (亿股)	0.44
资产负债率 (2020)	10.03%
ROE (2020)	13.22%
PE (TTM)	87.60
PB (LF)	5.05

近一年来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 24 日发布 2020 年年报, 2020 年营收 3.15 亿元 (+17.22%), 归母净利润 1.01 亿元 (+34.68%), 扣非后归母净利润 0.92 亿元 (+51.30%); 毛利率 54.46% (+4.98pcts)。

➤ **投资要点:**

● **营收稳步增长, 航空航天零部件及无人机业务有望成为业绩增速新亮点:** 报告期内, 公司实现营业收入 3.15 亿元, 同比增长 17.22%, 实现归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 34.68%。

分业务板块来看, 航空工装产品与航空航天零部件及无人机产品分别实现营业收入 0.82 亿元/2.23 亿元, 在营收中分别占比为 26.19%/70.84%。其中航空工装产品营收同比下滑 29.43% (-71.74pcts), 航空航天零部件及无人机产品营收同比增长 49.74% (+24.95pcts)。总体来看, 报告期内公司航空航天零部件及无人机产品营收及增速大幅提升, 主要是由于公司于 2019 年四季度获得较多航空零部件订单, 订单交付及确认收入时间大多集中在 2020 年, 进而导致公司航空零部件业务收入大幅增长, 另外, 公司 2020 年如期完成了部分导弹及军机零部件承制任务, 并取得了以卫星、火箭为首的航天类产品零部件的联合研制任务, 带动该部分业务营收规模快速增长, 同时也进一步拓宽了公司零部件产品的下游客户群体。

利润率方面, 2020 年度公司毛利率为 54.46% (+4.98pcts), 净利率为 31.95% (+4.08pcts), 均创历年新高; 其中航空工装产品与航空航天零部件及无人机产品分别为 35.40% (-4.18pcts) 与 62.10% (+5.35pcts)。主要系报告期内公司营收结构进一步优化, 利润率水平较高的航空航天零部件及无人机产品收入占比提升所致。

费用方面, 报告期内公司管理/研发/财务/销售费用分别为 2371.43 (+11.81%)/1358.84 (+6.76%)/518.84 (+2.22%)/155.25 (-83.57%) 万元, 费用率分别为 11.85% (-0.79pcts)/4.32% (-0.42pcts)/1.65% (-0.24pcts)/0.49% (-0.03pcts), 其中 2020 年公司研发投入达近五年来最高值, 在营收中占比为 4.32%, 研发人员数量为 80 名, 在公司总人数中占比达 12.62%。由于公司正处于快速成长期, 营业收入保持稳步增长, 报告期内除销

售费用外的各项费用较上年有不同程度提升, 但请务必阅读正文后的免费条款部分

股市有风险 入市须谨慎

与此同时，公司也在持续加强内部管理，提升经营效率，期间各项费用率同比均有所下降。

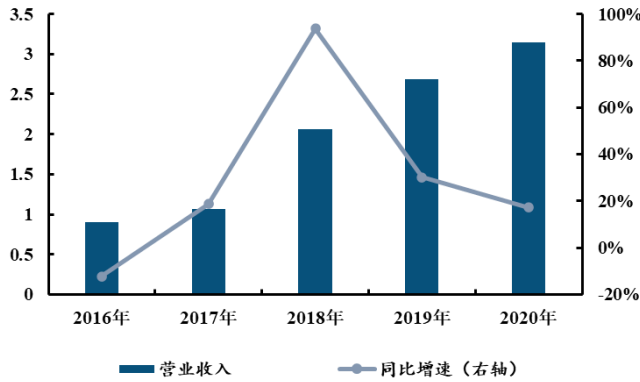
- **应收款项与存货大幅提升，下游需求旺盛：**2020 年公司应收账款与应收票据为 4.20 亿元 (+35.97%)，在总资产与流动资产中分别占比为 35.53%/24.88%，伴随营收规模的不断增长，公司应收款项规模与增速提升相对较快，且下游客户具有较高信用等级，无法回收风险较小；存货方面，2020 年公司存货为 0.81 亿元 (+14.00%)，主要系本年度订单大幅增长，在产品与发出商品相应增加所致。
- **业务配套层级持续提升，巩固公司行业竞争地位：**公司基于在航空工装及零部件领域优势，业务逐步向航天及导弹武器系统零部件领域延伸，报告期内，已与多家央企主机厂及科研院所开展战略合作，如期完成部分新型军机、导弹等复合材料零部件及金属零部件业务的承制任务，同时取得了卫星、火箭等航天类产品零部件的联合研制任务；无人机产品方面，公司已完成最大起飞重量 60 公斤/560 公斤/750 公斤/3500 公斤的四种无人机基础机型的研制，产品主要包括某型察打一体无人机整机结构、某小型长航时固定翼无人机、某型六旋翼无人机等，其中某型六旋翼无人机已实现对兵装集团某下属单位的批量生产与销售。总体来看，公司目前已实现由“零部件工装→零部件及大型部件→无人机”的配套层级提升，在优化公司业务结构的同时，进一步提升其成长空间。
- **持续加大技术研发创新与产业布局，提升公司核心竞争力：**公司目前下设珠海广联、西安广联、南昌广联、卡普勒广联及正朗航空五家子公司，其中珠海广联下属的通航产业制造基地项目已建设完成并达到稳定生产状态，报告期内已成功为国内各大主机厂供应复合材料零部件，实现营业收入与净利润分别为 3454.38 万元/1418.08 万元；西安广联下属的西安航空产业加工制造基地项目一期，项目总投资额 3.7 亿元，目前正式开工建设，建设期约为 3 年，作为目前国内最大的航空工装加工设备，项目投产后可实现年产万件航空配套及整机产品的制造能力。总体来看，公司目前已完成在东北、华南、华东、西北等地区的产业布局，持续加大自主创新和合作研发力度，不断提升核心竞争力。
- **投资建议：**基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 4.19 亿元、5.60 亿元和 7.50 亿元，归母净利润分别为 1.41 亿元、1.92 亿元、2.55 亿元，EPS 分别为 0.672 元、0.915 元、1.212 元，参考同行业上市公司，给予“买入”评级，目标价格 40.99 元，分别对应 2021-2023 年预测收益的 61 倍、44 倍及 34 倍 PE。
- **风险提示：**产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	314.70	419.18	559.61	750.43
增长率 (%)	17.22%	33.20%	33.50%	34.10%
归属母公司股东净利润	100.54	141.23	192.27	254.77
增长率 (%)	34.68%	40.47%	36.15%	32.51%
每股收益 (EPS) (元)	0.478	0.672	0.915	1.212

数据来源: wind, 中航证券研究所

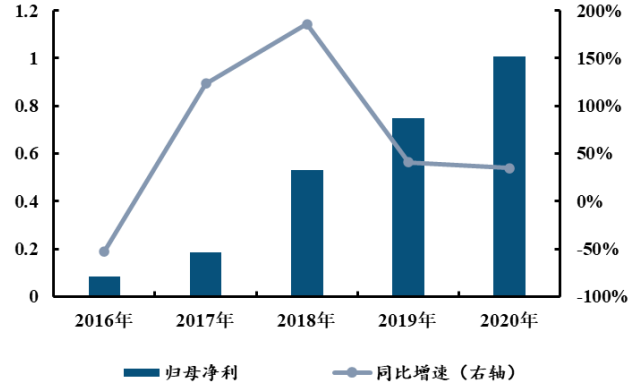
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况 (亿元; %)



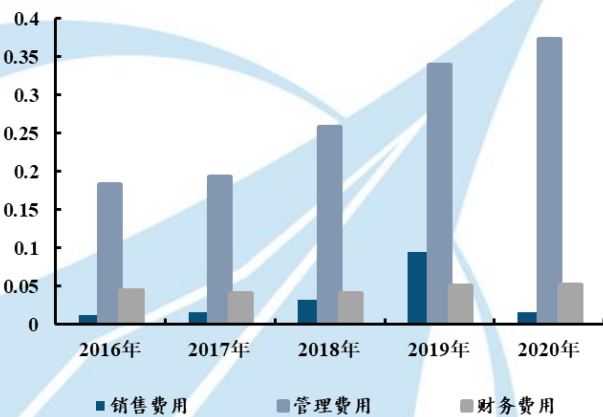
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿元; %)



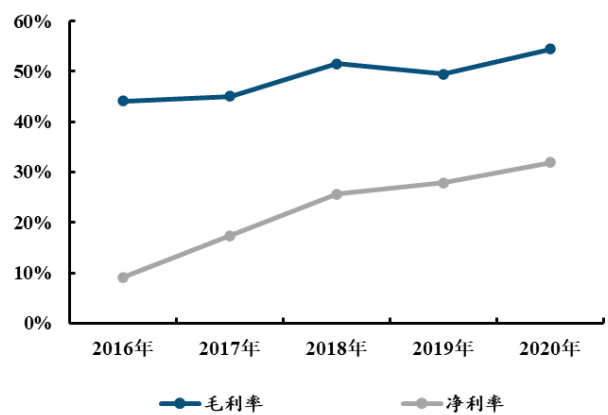
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司年报三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况



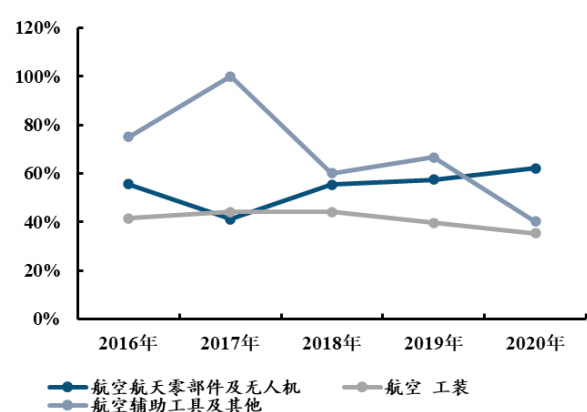
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司产品收入结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司产品毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所



财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	206.39	268.47	314.70	419.18	559.61	750.43
增长率(%)	93.70%	30.08%	17.22%	33.20%	33.50%	34.10%
归属母公司股东净利润	52.96	74.65	100.54	141.23	192.27	254.77
增长率(%)	185.66%	40.95%	34.68%	40.47%	36.15%	32.51%
每股收益(EPS)	0.252	0.355	0.478	0.672	0.915	1.212
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.045	-0.037	-0.111	1.580	1.232	1.424
销售毛利率	51.56%	49.48%	54.46%	54.46%	54.53%	54.54%
销售净利率	25.66%	27.87%	31.95%	33.71%	34.38%	33.97%
净资产收益率(ROE)	10.91%	13.32%	6.63%	8.51%	10.39%	12.10%
投入资本回报率(ROIC)	18.46%	16.08%	18.16%	17.86%	28.03%	35.63%
市盈率(P/E)	137.51	97.56	72.44	51.57	37.88	28.59
市净率(P/B)	15.00	12.99	4.80	4.39	3.93	3.46
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
报表预测						
利润表						
营业收入	206.39	268.47	314.70	419.18	559.61	750.43
减: 营业成本	99.98	135.63	143.32	190.89	254.45	341.15
营业税金及附加	3.40	2.97	3.55	4.74	6.32	8.48
营业费用	3.18	9.45	1.55	5.03	7.27	10.51
管理费用	16.54	21.21	23.71	31.94	42.64	57.26
研发费用	9.21	12.73	13.59	18.53	25.18	33.99
财务费用	4.06	5.08	5.19	6.92	8.39	10.51
资产减值损失	8.30	-8.90	-16.45	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.02	-0.01	0.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	1.45	2.15	7.80	-21.01	-22.92	-32.40
营业利润	62.08	79.35	115.30	161.13	215.34	288.54
加: 其他非经营损益	0.06	5.19	-0.07	1.72	1.72	1.72
利润总额	62.13	84.54	115.23	140.12	192.42	256.14
减: 所得税	9.18	9.72	14.69	7.44	10.13	13.42
净利润	52.95	74.82	100.54	-138.40	-190.70	-254.42
减: 少数股东损益	-0.01	0.17	0.00	0.10	0.14	0.18
归属母公司股东净利润	52.96	74.65	100.54	141.23	192.27	254.77
资产负债表						
货币资金	45.21	33.09	522.78	774.82	923.03	1085.20
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	226.11	312.93	427.47	535.80	585.93	663.25
其他应收款(合计)	57.76	31.52	113.98	57.76	31.52	113.98
存货	54.07	70.75	80.65	98.87	119.87	156.73
其他流动资产	0.00	4.02	150.18	155.30	165.35	175.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	276.11	307.69	403.32	433.69	482.05	545.41
无形资产和开发支出	20.82	20.47	37.58	33.34	29.11	24.88
其他非流动资产	25.82	26.15	64.65	206.41	238.60	168.26
资产总计	648.15	775.10	1686.63	2083.13	2349.52	2694.95
短期借款	40.00	95.41	27.92	27.92	27.92	27.92
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	83.33	87.31	103.02	323.35	348.41	374.87
长期借款	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	79.17	127.35	66.15	-645.52	-721.84	-710.63
负债合计	162.67	214.66	169.18	359.41	384.46	410.92
股本	157.68	157.68	210.24	210.24	210.24	210.24
资本公积	249.36	249.50	1053.41	1053.41	1053.41	1053.41
留存收益	78.61	153.26	253.80	395.03	587.30	842.07
归属母公司股东权益	485.65	560.44	1517.45	1658.68	1850.95	2105.72
少数股东权益	-0.17	0.00	0.00	0.10	0.24	0.42
股东权益合计	485.48	560.44	1517.45	1658.78	1851.19	2106.14
负债和股东权益合计	648.15	775.10	1686.63	2018.19	2235.65	2517.07
现金流量表						
经营性现金净流量	-9.53	-7.73	-23.39	332.12	258.96	299.41
投资性现金净流量	-89.34	-33.66	-303.68	-93.20	-128.36	-158.36
筹资性现金净流量	132.63	30.25	789.80	13.12	17.62	21.11
现金流量净额	33.75	-11.14	462.73	252.04	148.21	162.16

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。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

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。