

航宇科技 (688239)

 证券研究报告
 2021年07月22日

航空环锻件领跑者，募投扩产积极备战高景气阶段

先进锻压技术应用研究领跑者，国产航空发动机环锻件主研单位，全球航空产业链重要环节，充分受益航空发动机行业高景气度

公司是一家专门从事先进锻压技术应用研究与工程化应用研究的国家高新技术企业，深耕锻造技术十五年，技术实力雄厚，拥有多项具有自主知识产权的核心技术，在国内同行业内技术水平领先。产品应用于 70 个航空发动机型号、20 个燃气轮机型号、多个航天火箭及导弹型号。同时，公司的工艺认证和研发投入在同行中处于领先水平。我们认为，公司受到境外以及境内军民航空锻件市场需求多轨同时驱动，将进入高景气周期。

境内境外双轨驱动，经营业绩快速发展，盈利能力不断提升

公司近几年营业收入与净利润高速增长，得益于主营业务航空锻件产品持续放量。2020 年营业收入 6.71 亿元，2016-2020 年复合增长率为 43.97%。2020 年归母净利润为 0.73 亿元，2018-2020 年复合增长率为 72.57%。2021 年一季度营业收入为 1.97 亿元，同比增长 51.49%；归母净利润为 0.33 亿元，同比增长 96.42%。公司招股说明书披露，2021 年上半年营业收入预计同比上涨 36.09%至 44.51%，归母净利润预计同比上涨 96.55%至 108.71%。

生产组织不断优化，产能利用率大幅提升，生产效率及规模效应不断提高。公司 2020 年期间费用营收比重为 9.60%，较 2017 年下降 5.53 个百分点。主营航空业务毛利率持续提升，2020 年毛利率为 30.40%，三年内提升 7 个百分点。主要系大重量航空锻件销量不断上升，从而拉动航空锻件产品平均单价不断提升，同时单位直接人工+单位制造费用占比不断下降，两者共同提升产品毛利率。

下游产业订单旺盛，公司积极备战高景气阶段。资产负债表端：公司 2020 年预收账款+合同负债为 0.24 亿元，2016-2020 年复合增长率为 96.89%；存货为 4.09 亿元，同比增长 17.75%。前者说明公司受益航空锻件业务快速成长，在手订单充足，行业预期明朗，前景广阔；后者说明公司积极备料，组织生产，为即将到来的快速发展期积蓄动能。同时 2020 年固定资产+在建工程达到 2.87 亿元，同比增长 16.51%。随着上市募集资金注入，公司产能将不断扩大，从而满足下一阶段高额订单需求，释放库存潜能，公司盈利能力或迎来进一步提升。

募投扩充核心产能，推进航空锻造体系数字化升级

公司 IPO 募集资金投资项目主要用于航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设，项目建设期 2 年，运营 2 年后完全达产，达产后预计每年增加销售收入 116164.13 万元，增加年均净利润 18477.60 万元（含建设期 2 年）。我们认为，募投扩产项目将提高公司营业收入规模，降低生产成本，优化公司财务指标，进一步提高盈利能力和市场占有率。

盈利预测与评级：我们认为公司核心业务将受益于我军航空装备升级换代，未来 3 年有望持续快速增长；同时随着我国大飞机项目的逐步落地和境外航空发动机市场因疫情回暖，公司民机锻件产品有望实现跨越式放量增长。在此假设下，预测 2021-2023 年公司净利润分别为 1.26 亿元、1.75 亿元和 2.50 亿，对应 EPS 分别为 0.9 元/股、1.25 元/股、1.79 元/股。对应目前 PE 为 52.03、37.67、26.26 倍，给予 22 年 PE45-50x，对应目标价格区间 56.25-62.5 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：客户集中度较高的风险；市场竞争力下降的风险；公司军品业务波动的风险；原材料供应风险等；短期内股价波动风险；公司流动性风险；疫情影响风险；国际航空发动机制造供应商资质认证被取消或无法持续取得的风险；长期协议被终止或无法持续取得的风险；发明专利质押风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	588.76	670.67	953.32	1,334.93	1,909.08
增长率(%)	77.03	13.91	42.14	40.03	43.01
EBITDA(百万元)	134.46	167.23	212.41	308.59	451.25
净利润(百万元)	53.86	72.69	126.41	174.59	250.42
增长率(%)	120.67	34.96	73.89	38.11	43.44
EPS(元/股)	0.38	0.52	0.90	1.25	1.79
市盈率(P/E)	122.11	90.48	52.03	37.67	26.26
市净率(P/B)	13.70	11.90	9.41	7.71	6.13
市销率(P/S)	11.17	9.81	6.90	4.93	3.45
EV/EBITDA	0.00	0.00	34.23	24.61	18.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	43.15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	140.00
流通 A 股股本(百万股)	28.47
A 股总市值(百万元)	6,041.00
流通 A 股市值(百万元)	1,228.29
每股净资产(元)	5.57
每股净资产(元)	
一年内最高/最低(元)	50.93/35.60

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
刘明洋	联系人
liumingyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深耕航空锻件十五年，独握多项航空锻压核心技术	4
1.1. 国产航空发动机环锻件主研单位，全球航空产业链重要环节	4
1.2. 牢握核心技术，国家高度认可，水平同行领先	6
2. 业绩指标展现良好动能，募投产备战高景气阶段	7
2.1. 经营业绩快速发展，航空产品持续放量	7
2.2. 募投扩充核心产能，推进航空锻造体系数字化升级	8
3. 航空锻件需求扩张，打开高端锻造成成长空间	9
3.1. 装备换装升级需求迫切，军用锻件保持长期高景气	9
3.2. 我国民航运输市场需求旺盛，牵引国产民机产业发展	10
3.3. 境外需求扩张叠加疫情稳定，促进境外业务回升	11
4. 盈利预测与投资建议	11
4.1. 核心假设	11
4.2. 相对估值	12
5. 风险提示	12
5.1. 客户集中度较高的风险	12
5.2. 市场竞争力下降的风险	12
5.3. 公司军品业务波动的风险	13
5.4. 短期内股价波动风险	13
5.5. 公司流动性风险	13
5.6. 新型冠状病毒疫情对公司生产经营产生不利影响的风险	13
5.7. 国际航空发动机制造供应商资质认证被取消或无法持续取得的风险	13
5.8. 长期协议被终止或无法持续取得的风险	13
5.9. 发明专利质押风险	13

图表目录

图 1：公司演化历程	4
图 2：锻件生产设备	4
图 3：航空环锻件业务产品	4
图 4：公司股权结构（统计截止时间 2021.07.22）	6
图 5：近五年公司营收情况（亿）	7
图 6：近五年公司归母净利润情况（亿）	7
图 7：近五年公司期间费用率变化	8
图 8：航空锻件产品平均单价（元/件）与单位原材料成本在单位成本中的占比	8
图 9：2016-2020 年公司存货指标（亿元）	8
图 10：2016-2020 年公司合同负债+预收账款指标（亿元）	8

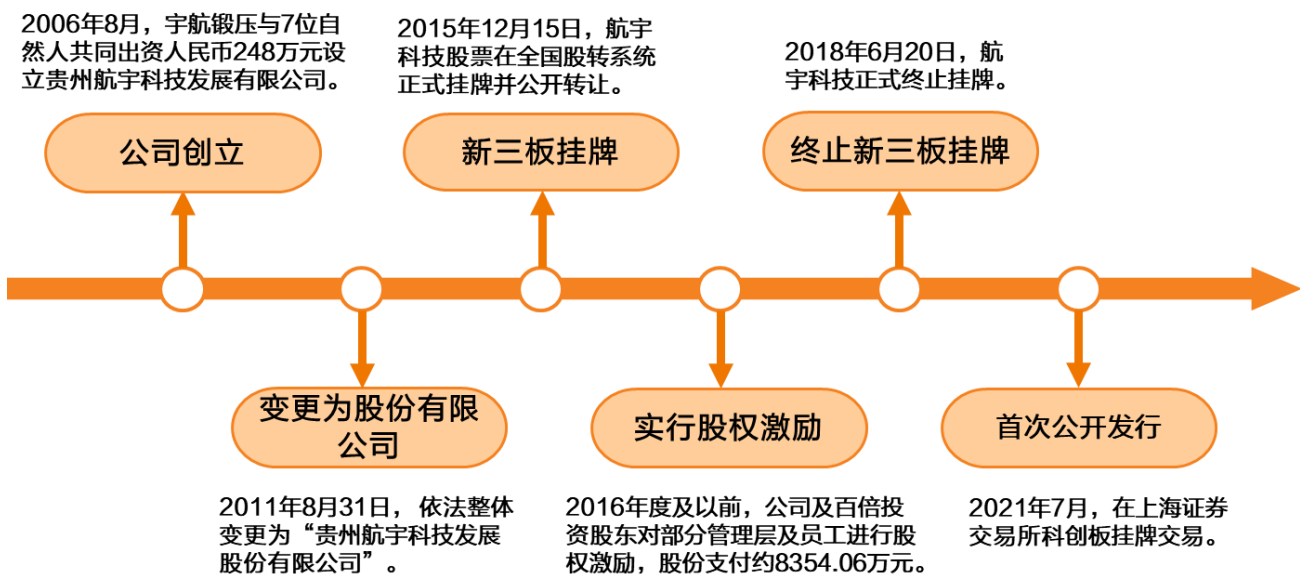
图 11: 我国军费支出情况	9
图 12: 未来二十年民机存量预测 (架)	10
表 1: 公司成长历程表	5
表 2: 公司主要业务内容	5
表 3: 航宇科技核心技术情况	6
表 4: 主要竞争对手对比表	7
表 5: 募集资金使用表	9
表 6: 我国未来二十年民机采购量预测	11
表 7: 公司各业务收入、成本、利润拆分 (单位: 万元)	11
表 8: 可比公司 PE 预测	12

1. 深耕航空锻件十五年，独握多项航空锻压核心技术

1.1. 国产航空发动机环锻件主研单位，全球航空产业链重要环节

国内先进锻压技术应用研究领跑者，国产航空发动机环锻件主研单位。公司于 2006 年 9 月成立，2021 年 7 月在上海证券交易所科创板上市，是一家专门从事先进锻压技术应用研究与工程化应用研究的国家高新技术企业，成为国内先进锻压技术应用研究的领跑者，其产品主要应用于国内外航空发动机、燃气轮机、航天运载火箭、导弹、新能源等高端装备领域。公司承担了多个重大科研项目，凭借先进的技术水平和高可靠性的产品，已成为我国国产航空发动机环形锻件的主研制单位之一，全球商用航空发动机机匣及环形锻件在亚太地区的主要供应商之一。

图 1：公司演化历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：锻件生产设备



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：航空环锻件业务产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司产品覆盖所有现役及在研发发动机型号，受益航空发动机行业高景气度有望进入快速上量阶段。公司具备航空航天环锻件研制与生产资质，已全面参与国内所有现役、在研、预研航空、航天环锻件的研制与生产任务，是 C919 航空发动机长江 1000、长江 2000 环锻件主研制单位。同时，也成为全球六大商用航空发动机公司合格供应商，美国 GE（通用电

气)、美国 P&W (普惠)、英国 RR (罗罗)、法国 SAFRAN (赛峰)、德国 MTU、美国 (霍尼韦尔) 合格供方资质并配套全系金属材料的锻件制造企业。公司积极融入全球航空产业链、走国际化发展的道路, 实现境内、境外航空市场“两翼齐飞”。公司通过参与国内外航空发动机环形锻件的研制生产, 把握全球领先的航空难变形金属材料环形锻件塑性成形技术发展前沿方向, 提高公司整体技术水平和核心竞争力, 不断扩大境内外市场占有率。

表 1: 公司成长历程表

年份	事件
2009	历经三个月, 先后通过质量管理 ISO9001、GJB9001A、AS9100B, 环境管理 ISO14000、职业健康安全管理 OHSMS18000,GJB9001, GB/T19001, GB/T24001, GB/T28001 认证审核
2012	成为贵州省知识产权培育企业
2013	试制完成某航空发动机重点型号重量为 5.2 吨大型整体异形环形锻件, 这是当前国内最大的大型整体异形环形锻件
2013	获得首个军工环锻件批产订单
2014	确定为全省首批创新型领军企业
2015	在美国 GE 航空锻件供应商竞标会中脱颖而出, 获得 Leap 发动机的多项图号锻件供货资格
2017	与世界知名航空发动机制造商德国 MTU 公司达成长期合作协议
2017	与美国 GE 航空公司签订“五年长协”, 成为其亚太地区唯一一家本土供应商, 业务市场在国际上取得突破进展
2018	获 2017 年度中国航发商“优秀供应商”奖项
2018	参加 GE 总部 GE9X 环锻件竞标, 赢得总额第二大的锻件包, 正式为世界最大商用航空发动机提供环锻件
2019	与英国罗罗公司签订“五年长协”, 成为其大中型机匣环锻件亚洲唯一的供应商。通过 Nadcap 锻造的初次审核, 成为国内第一家通过锻造 Nadcap 认证的企业
2019	与美国普惠公司签下了“十年长协”, 正式加入普惠公司供应商行列
2019	承制的核电设备项目 2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆主容器 UNS N10003 合金筒节首批发货仪式圆满完成, 正式进入核电领域
2019	718Plus 合金的环形锻件成形方法通过美国专利商标局实质审查, 获得美国发明专利授权, 公司取得首件国际发明专利
2020	“大飞机 (C919) 航空发动机高温合金机匣环件整体轧制技术成果推广应用”项目成果入选进入贵州省科技厅立项公示, 获得项目扶持资金 80 万元
2020	被评为 2020 年 (第 27 批) 国家级企业技术中心

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

表 2: 公司主要业务内容

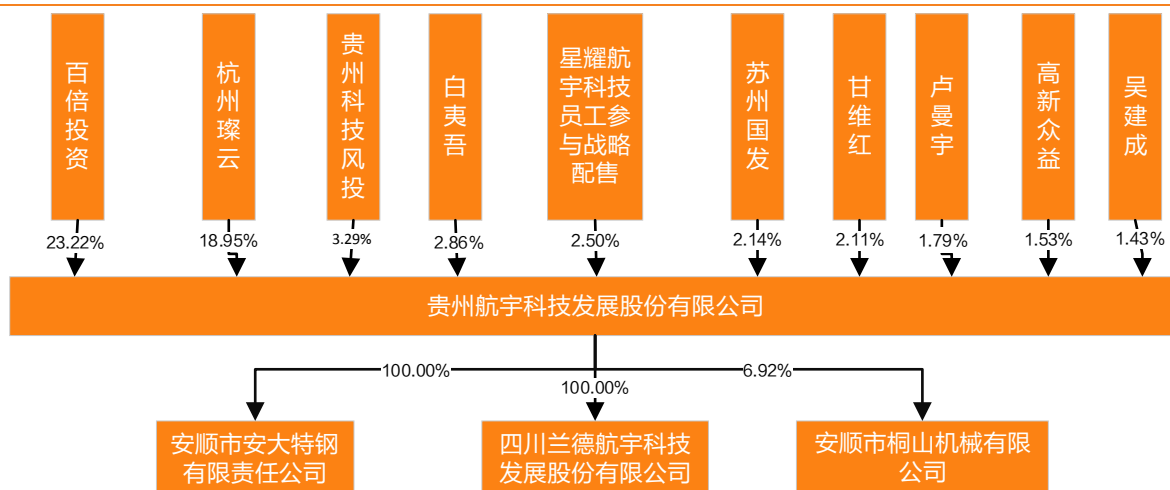
业务	类别	典型产品图片	内容
航空锻件	航空发动机环形锻件		除机匣外的其他环形锻件, 主要包括封严环、支承环、风扇法兰环、固定环、压缩机级间挡圈、燃烧室喷管外壁环件、涡轮导向环、整流环等
	航空发动机机匣		主要包括风扇机匣、压气机机匣、燃烧室外机匣、高压涡轮机匣、低压涡轮机匣等。机匣被称作航空发动机的“骨骼”, 它为动机核心部件如风扇、转轴、叶片、燃烧室及涡轮提供了安全的密闭空间, 对核心零部件的失效提供了损伤包容
航天锻件	航天用环形锻件		主要运用于运载火箭发动机及导弹系统, 主要包括用于连接航天装备各部的各类筒形壳体
燃气轮机锻件	燃机用环形锻件		主要包括轴承座、安装边、篦齿环、封严环等

燃机用机匣		主要包括进气机机匣、压气机机匣、支撑机匣、动力涡轮机匣、后机匣等
能源装备 风电用环件 锻件		主要为清洁能源风力发电机上的各类轴承锻件
核电用环件		核电用环件产品主要为各类阀体、筒体和法兰，以耐腐蚀的高温合金锻件为主
钛环		主要生产用于铜箔装备的钛环/阴极辊，铜箔装备用于生产锂离子电池的基本材料电解铜箔
其他锻件	其他	少量，主要应用于兵工装备、高铁装备、化工装备、工程机械等多个领域。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司控股股东为贵州百倍投资咨询有限公司，持有公司 23.22%的股份。公司实质控制人为公司现任董事长张华，其控制的表决权比例为 23.93%。

图 4：公司股权结构（统计截止时间 2021.07.22）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 牢握核心技术，国家高度认可，水平同行领先

深耕锻造技术十五年，技术实力雄厚。公司经过多年自主创新、技术积累，拥有多项具有自主知识产权的核心技术，每项核心技术对应申请授权专利 9-44 项不等，在国内同行业内技术水平领先。同时，公司承担了多项国家级、省级科研项目，主持编制了 3 项国家标准，参与编制了 7 项国家标准，荣获国家知识产权优势企业、中国专利优秀奖（4 次）、国家智能制造试点示范企业等多项荣誉。

表 3：航宇科技核心技术情况

应用类别	核心技术	专利保护情况
航空锻件	航空难变形金属材料组织均匀性控制技术	授权专利 15 项
	低塑性材料成形表面控制技术	授权专利 9 项
	全流程的工艺智能数值仿真设计与优化关键技术	授权专利 9 项
	复杂异形环轧锻件轧制中间坯设计与制造关键技术	授权专利 15 项
	难变形材料环件轧制全流程低应力控制关键技术	授权专利 15 项
	环轧锻件制造过程精确控制技术	授权专利 44 项
	炉温自动监控与红外测温记录技术	暂无

航空发动机机匣等	数字化集成管理技术 大型复杂异型环件成形一体化轧制关键技术 复杂薄壁异型环轧锻件精确稳定轧制成形关键技术	暂无 授权专利 17 项 授权专利 22 项
总计	10 项核心技术	-

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司的工艺认证和研发投入在同行中处于领先水平。相对于同行竞争对手，公司取得了多种和境内境外多个采购商的航空特种工艺认证，为拓宽市场奠定了基础；同时。公司在研发投入上积极发力，2018 年-2020 年三年平均研发费用占营业收入比重 5.25%，处于行业内领先水平。

表 4：主要竞争对手对比表

项目	中航重机	派克新材	航宇科技
航空特种工艺认证情况	取得了 NADCAP 热处理、无损检测认证	取得了 NADCAP 热处理、无损检测认证	取得了 NADCAP 热处理、锻造认证；通过了 GE 航空、普惠 (P&W)、赛峰 (SAFRAN)、罗罗 (RR)、MTU、霍尼韦尔 (Honeywell)、中国航发商发等国内外主要航空发动机生产商的特种工艺认证
技术荣誉	国家级企业技术中心、多项国家科学进步奖	5 项省级技术荣誉、1 项国家专利优秀奖	4 项国家专利优秀奖、国家智能制造试点示范企业、国家知识产权优势企业、10 余项省级技术荣誉等
研发费用占营业收入的比重	中航重机 2018-2020 年分别为：3.69%、3.40%、4.40%	2018-2020 年分别为：3.61%、3.51%、4.18%	2018-2020 年分别为：8.05%、4.81%、4.03%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 业绩指标展现良好动能，募投产备战高景气阶段

2.1. 经营业绩快速发展，航空产品持续放量

境内境外市场双轨驱动，科研技术积累释放潜能。公司 2020 年营业收入 6.71 亿元，2016-2020 年复合增长率为 43.97%。2020 年归母净利润为 0.73 亿元，2018-2020 年复合增长率为 72.57%。2021 年一季度营业收入为 1.97 亿元，同比增长 51.49%；归母净利润为 0.33 亿元，同比增长 96.42%。公司招股说明书披露，2021 年上半年营业收入预计同比上涨 36.09%至 44.51%，归母净利润预计同比上涨 96.55%至 108.71%。

境内，国防产业快速发展，客户中国航发、航天科技、航天科工等大型集团的下属企业需求量显著上升；**境外**，凭借先进技术和高可靠性的产品质量持续加强境外市场开拓，陆续与 GE 航空、惠普、赛峰等世界知名航空发动机制造商签订长协，订单内容逐渐由首件包转向批产转化，订单金额不断增加。我们认为，随着公司产能不断提升，订单数及其完成率将不断提升，同时伴随公司持续获得新增图号订单以及预研、在研产品逐步向小批、批产转化，公司业绩潜能将进一步快速释放。

图 5：近五年公司营收情况（亿）

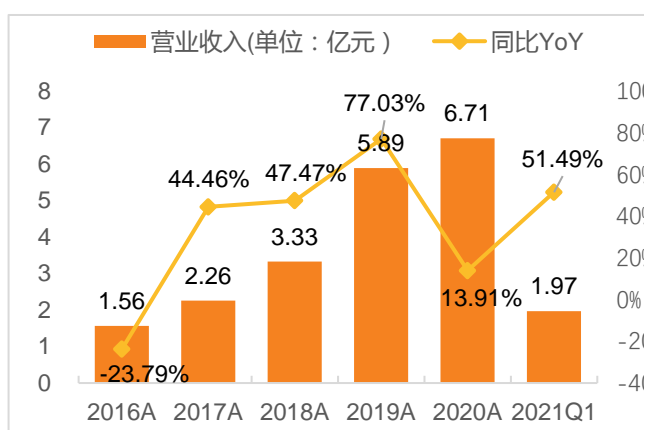
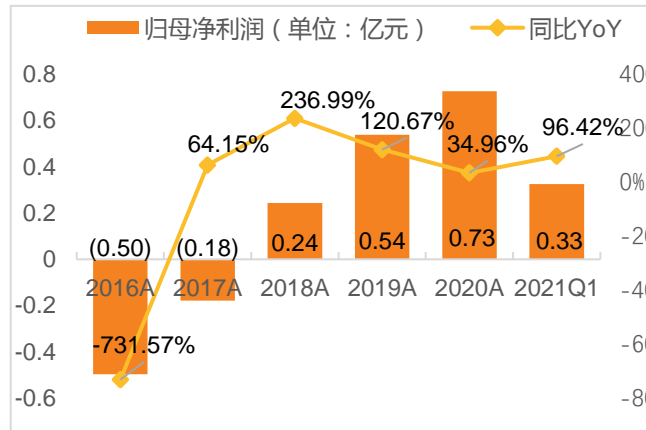


图 6：近五年公司归母净利润情况（亿）

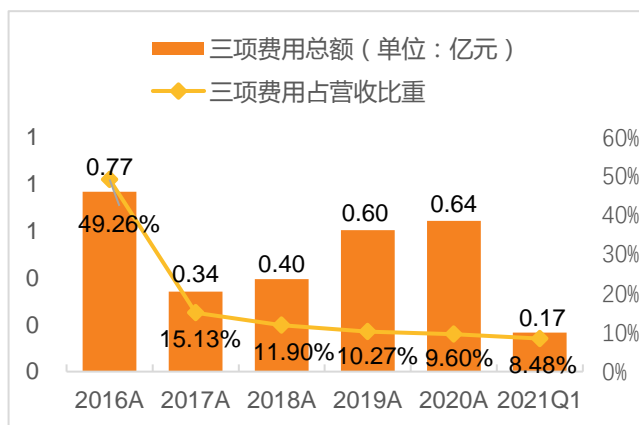


资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

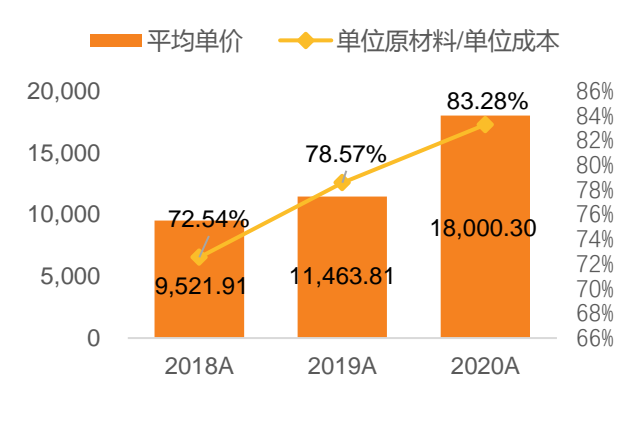
生产组织不断优化, 产能利用率大幅提升, 生产效率及规模效应不断提高。公司 2020 年期间费用占营收比重为 9.60%, 较 2017 年下降 5.53 个百分点。主营航空业务毛利率持续提升, 2020 年毛利率为 30.40%, 三年内提升 7 个百分点。主要系大重量航空锻件销量不断上升, 从而拉动航空锻件产品平均单价不断提升, 同时单位直接人工+单位制造费用占比不断下降, 两者共同提升产品毛利率。我们认为, 由航空锻件“大型化、整体化、精密化”发展趋势牵引, 大型航空锻件需求有望持续提升, 未来较高营收增长辅以经营效率提升, 公司将获得较高利润弹性。

图 7: 近五年公司期间费用率变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

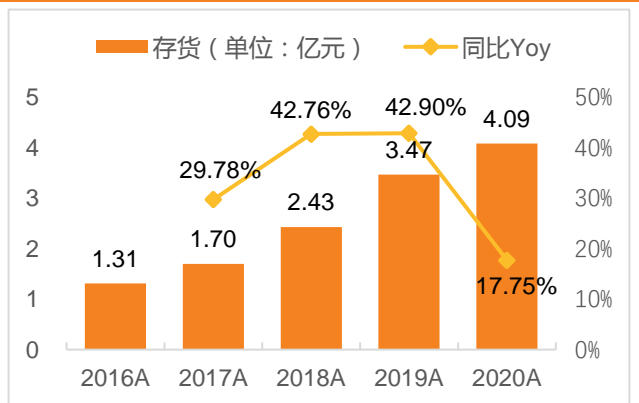
图 8: 航空锻件产品平均单价 (元/件) 与单位原材料成本在单位成本中的占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

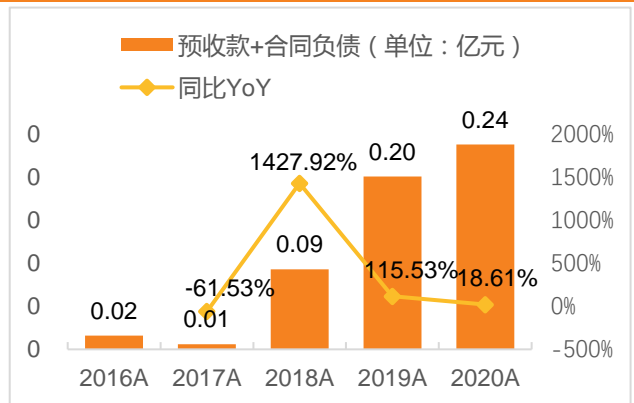
下游产业订单旺盛, 公司积极备战高景气阶段。公司 2020 年预收账款+合同负债为 0.24 亿元, 2016-2020 年复合增长率为 96.89%; 存货为 4.09 亿元, 同比增长 17.75%。前者说明公司受益航空锻件业务快速成长, 在手订单充足, 行业预期明朗, 前景广阔; 后者说明公司积极备料, 组织生产, 为即将到来的快速发展期积蓄动能。同时 2020 年固定资产+在建工程达到 2.87 亿元, 同比增长 16.51%。我们认为, 随着上市募集资金注入, 公司产能将不断扩大, 从而满足下一阶段高额订单需求, 释放库存潜能, 公司盈利能力或迎来进一步提升。

图 9: 2016-2020 年公司存货指标 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 2016-2020 年公司合同负债+预收账款指标 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 募投扩充核心产能, 推进航空锻造体系数字化升级

公司 IPO 募集资金投资项目主要用于扩充公司核心产品产能, 同时通过改进工艺布局、引进先进设备, 建设航空锻造数字化智慧工厂, 少部分用于补充流动资金。投资项目紧紧围绕公司现有主营业务, 用于航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设, 项目建设期 2 年, 运营 2 年后完全达产, 达产后预计每年增加销售收入 116164.13 万

元，增加年均净利润 18,477.60 万元（含建设期 2 年）。项目的落实总体上将进一步扩张公司主营业务规模，提升公司核心竞争力和市场占有率。同时，流动资金的补充将保障公司的正常运营资金和业务发展规划的顺利实施，提高公司资本实力、竞争力和抗风险能力。

表 5：募集资金使用表

序号	募集资金投资项目	预计总投资额 (万元)	预计募集资金使用额 (万元)	实施主题
1	航空发动机、燃气轮机用特种合金环 轧锻件精密制造产业园建设项目	60000	60000	德兰航宇
2	补充流动资金	10000	10000	航宇科技
	总计	70000	70000	-

资料来源：招股说明书 天风证券研究所

我们认为，募投扩产项目将保障现有和未来潜在订单的产品供应，有效推进公司在航空发动机的业务发展，在提高公司营业收入规模的同时，新厂区规模化、自动化的生产工艺将降低生产成本，优化公司财务指标。公司将抓住行业成长期的历史机遇，积极布局境内外市场，实现预研成果向批量化生产的转化，提高整体盈利能力和市场占有率。

3. 航空锻件需求扩张，打开高端锻造成长空间

“十三五”期间，《国家创新驱动发展战略纲要》中明确提出 2050 年建成世界科技创新强国“三步走目标，中央”十四五“规划《建议》中再次提出航空航天作为战略新兴产业大力发展。党的十九大报告中指出，加速武器装备升级换代，全面推进武器装备现代化，力争 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。锻铸造业作为机械制造基础性行业，对装备制造和国防建设具有重要意义，是关系到国家安全和国家经济命脉的不可或缺的战略基础性行业。

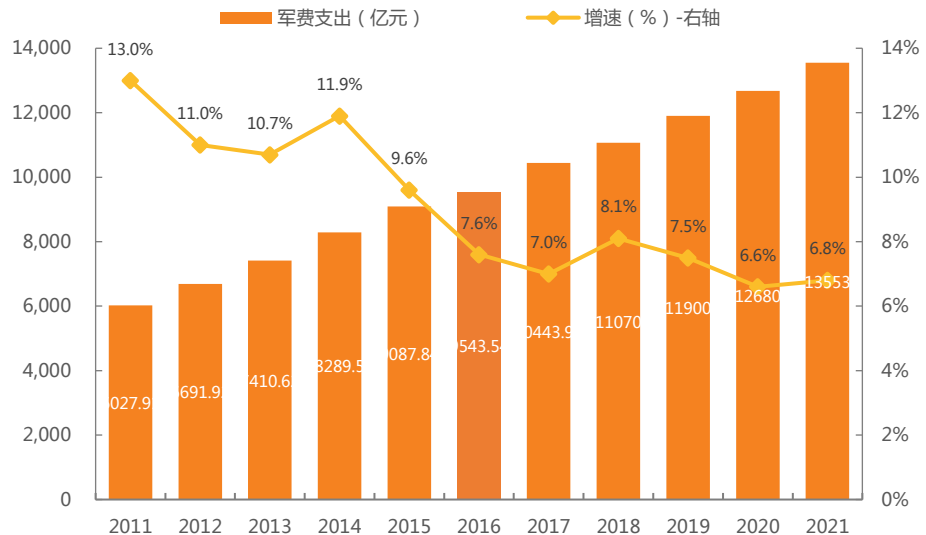
航空模锻件材料包括：铝合金、钛合金、高温合金、超高强度钢、不锈钢等。其制成的零件重量约占飞机机体结构重量的 20%-35%，为飞机机体结构件最主要成型方式；同时其制成的零件占发动机结构重量的 30%-45%，是发动机机体结构关键零部件。其结构型式、材料性能与质量、制造成本是决定飞机和发动机性能、可靠性、寿命和经济性的重要因素之一。

公司为国内外客户配套生产封严环、支承环、风扇法兰环、固定环、压缩机级间挡圈、燃烧室喷管外壁环件、涡轮导向环、整流环、风扇机匣、压气机机匣、燃烧室外机匣、高压涡轮机匣、低压涡轮机匣、连接航天装备各段段的各类筒形壳体等产品。产品应用于 70 个航空发动机型号、20 个燃气轮机型号、多个航天火箭及导弹型号，包括世界推力最大的商用航空发动机 GE9X、窄体客机领域应用最为广泛的 LEAP 发动机、某型号国产商用航空发动机，国产新一代军用航空发动机、先进航改燃气轮机、某型号国产重型燃气轮机、国产商用航天火箭发动机。公司作为国内锻铸件龙头企业，将充分受益于模锻件需求扩张趋势。

3.1. 装备换装升级需求迫切，军用锻件保持长期高景气

我国军费仍将稳定增长，“十四五”期间装备费占比有望持续提升。2021 年，我国国防预算增速为 6.8%，规模达到 13553.43 亿元（约为 2090 亿美元）。从增速角度看，2020 年国防预算增速受疫情影响略有下滑，2021 年增速再次提升，我们认为未来我国国防预算将保持稳定增长。根据《新时代的中国国防白皮书》，我国军费结构中装备费占比不断提升，从 2010 年的 33.2% 提升至 2017 年的 41.1%。我们认为，军改中对于人员编制的优化，将有效降低人员生活费和训练维持费的占比，相应的，装备费占比有望在“十四五”期间不断提升。

图 11：我国军费支出情况



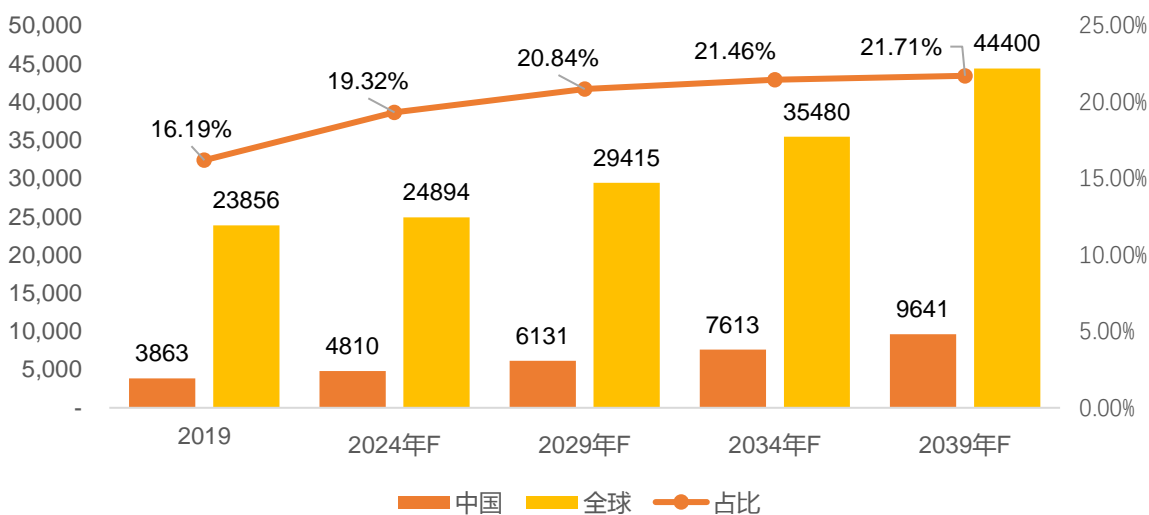
资料来源: wind, 天风证券研究所

政策方面, 主席在中共中央政治局第二十二次集体学习中指出, 我国安全形势不确定不稳定性增大, 要增强使命感和紧迫感, 努力实现我军现代化建设跨越式发展。我们认为, 当前世界局势对国防提出了更加紧迫的要求, 未来武器装备费用增长速度有望高于国防支出总体增速, 以航空器为代表的军品有望实现加量布局, 公司对应产品有望实现快速放量。

3.2. 我国民航运输市场需求旺盛, 牵引国产民机产业发展

疫情控制领先, 我国民航运输业市场较全球优先反弹。2021年3月17日民航局表示, 力争今年全年运输总规模恢复至疫情前80%以上, 旅客运输量恢复至90%左右。根据2020-2039年《中国商飞公司市场预测年报》(CMF), 预计未来二十年, 全球航空旅客周转量年均增长率为3.73%, 我国民航运输业市场将领先全球率先复苏。

图 12: 未来二十年民机存量预测 (架)



资料来源: 《中国商飞公司市场预测年报 (2020-2039)》 天风证券研究所

我国在未来将成为民航飞机需求第一大国, 需求缺口强力推动国产大飞机发展。根据《中国商飞公司市场预测年报 (2020-2039)》, 预计国内民航飞机2020-2039年新增交付量为8725架, 二十年累计市场空间为13250亿美元, 按6.95人民币/1美元的汇率进行估算, 预计未来19年我国民航客机采购价值量约为9.21万亿元, 平均每年0.48万亿。到2039年, 中国占全球客机机队比例将从现在的16.19%增长到21.71%。

表 6：我国未来二十年民机采购量预测

机型	2020-2039 采购量(架)	2020-2039 预计采购价值量(亿美元)	飞机平均单价(亿美元)
支线飞机	920	450	0.49
单通道飞机	5,937	6,870	1.16
宽体客机	1,868	5,930	3.17
总计	8,725	13,250	1.52

资料来源：《中国商飞公司市场预测年报（2020-2039）》，天风证券研究所

未来国产商用航空发动机市场有望释放增长潜力。根据《上海市民用航空发动机产业中长期发展规划（2012-2030年）》，未来20年我国商用航空发动机需求量约1万台，价值约1,000亿美元。如果中长期商用航空发动机国产化进程实施顺利，国产大飞机和国产商用航空发动机实现规模化交付，按照环形锻件占航空发动机价值的6%计算，未来我国商用航空发动机环形锻件市场价值每年约为3亿美元。航宇科技与中国航发商发有长期稳定的合作关系，获得中国航发商发的2017年度“优秀供应商”荣誉称号，并且参与长江系列航空发动机研制工作，长期的产品服务经验和市场先入优势保证了公司未来在国产商用航空发动机环形锻件市场的竞争力。

3.3. 境外需求扩张叠加疫情稳定，促进境外业务回升

未来境外航空发动机锻件需求庞大，潜在市场有待深挖。根据波音公司发布的《Commercial Market Outlook 2019-2038》，2038年全球商用飞机数量为50660架，未来20年将新增商用飞机约44040架，市场价值约6.8万亿美元；根据空客公司发布的《Airbus Global Market Forecast 2018-2037》，2037年全球商用飞机数量为47990架，未来20年将新增商用飞机约37390架，市场价值约5.8万亿美元。按照两家预测市场价值的平均值计算，按照航空发动机占飞机整机价值20%的比例保守估计，未来20年航空发动机新装市场价值约为1.26万亿美元，备用航发市场价值约为1260亿美元，新增航发市场总计约为1.386万亿美元。按照航空发动机环形锻件占航空发动机价值的6%计算，未来20年全球航空发动机环形锻件市场价值约为831.6亿美元，平均每年约为41.58亿美元。

我们认为，公司受到境外以及境内军民航空锻件市场需求多轨同时驱动，将进入高景气周期。军品市场方面，随着现有型号以及部分在研机型的批产加快，航空市场容量将快速增大。民品市场方面，国外航空零部件厂家将各类锻件转移到中国生产已经形成趋势，同时大量潜在市场有待挖掘，随着国内外民用大飞机产业对高端锻件的需求不断加大，民品市场前景乐观。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

航空锻件产能扩展：公司IPO募集资金主要用于扩充公司核心产品产能，航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设项目。建设期2年，预计2023年开始达产，2025年后完全达产，达产后预计每年增加销售收入116164.13万元，增加年均净利润18477.60万元（含建设期2年），达产后预计每年新增销售收入为2020年营业收入的1.73倍。项目的落实总体上将进一步扩张公司主营业务规模，提升公司核心竞争力和市场占有率。公司产品覆盖所有现役及在研发动机型号，受益航空发动机行业高景气，同时募投项目产业园落地对产能的大幅提升，结合公司招股说明书披露2021年上半年营业收入预计同比上涨36.09%至44.51%，我们假设航空锻造产品未来三年营收复合增速将在40%以上。

表 7：公司各业务收入、成本、利润拆分（单位：万元）

报告期	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
航空						
收入	23227.42	46007.90	51452.78	73577.48	103008.47	147302.11
毛利率(%)	23.37	27.08	30.40	32.00	32.50	33.00
收入增速(%)	87.44%	98.08%	11.83%	43.00%	40.00%	43.00%

航天

收入	2750.30	4875.43	7564.83	12103.73	18760.78	29079.21
毛利率(%)	28.49	24.85	27.23	28.00	28.00	28.00
收入增速(%)	-12.37%	77.27%	55.16%	60.00%	55.00%	55.00%

能源

收入	4046.24	2897.77	3039.51	3206.68	3383.05	3569.12
毛利率(%)	28.45	33.10	23.46	28.0	28.0	28.0
收入增速(%)	8.96%	-28.38%	4.89%	5.50%	5.50%	5.50%

燃气轮机

收入	1792.88	3118.63	2369.82	2725.29	3134.09	3604.20
毛利率(%)	0.71	3.89	2.1	3.5	3.3	3.3
收入增速(%)	16.66%	8.84%	-24.01%	15.00%	15.00%	15.00%

其他业务

收入	432.61	957.80	1571.87	2200.62	3080.87	4313.21
毛利率(%)	18.04	30.09	26.9	27.5	25.0	25.0
收入增速(%)	16.66%	8.84%	64.11%	40.00%	40.00%	40.00%

合计

收入	32249.45	57857.53	65998.81	93813.80	131367.25	187867.84
毛利率	23.22%	26.54%	28.87%	30.41%	30.87%	31.38%
收入增速(%)	48.49%	79.41%	14.07%	42.14%	40.03%	43.01%
净利润	2440.92	5386.49	7269.49	15656.86	21740.60	31283.87
净利润增速(%)		120.74%	34.96%	73.90%	38.11%	43.43%

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 相对估值

我们采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测。公司处于航空零部件加工产业，我们选取三角防务、中航重机和西部超导作为可比公司，参考 2022 年可比公司 PE，考虑到公司 2023 年募投项目开始达产，达产后预计每年新增销售收入为 2020 年营业收入的 1.73 倍，将显著提高产能上限，增厚公司净利润，受益于航空产业需求高景气，匹配公司领先的科研实力和配套服役和在研型号的先入优势。我们认为 PE 45-50x 为合理的估值区间，对应目标价格区间 56.25-62.5 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司 PE 预测

证券代码	公司	股价	预测 EPS			预测 PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300775.SZ	三角防务	40.35	0.86	1.21	1.62	47.12	33.31	24.90
600765.SH	中航重机	23.73	0.52	0.67	0.84	45.29	35.63	28.39
688122.SH	西部超导	69.95	1.23	1.62	2.13	57.08	43.12	32.82
平均值	平均值	44.68	0.87	1.17	1.53	49.83	37.35	28.70

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 客户集中度较高的风险

由于军工领域的客户对产品质量、可靠性和售后服务有比较高的要求，产品要经历论证、研制、试验等多个阶段，验证时间长、投入大，经过鉴定的配套产品客户很少会更换，公司的军工客户均有很高的稳定性，但如果该客户的经营出现波动或对产品的需求发生变化，将对公司的收入产生一定影响，因此公司存在对重大客户依赖度较大的风险。

5.2. 市场竞争力下降的风险

如果未来公司不能继续保持生产装备及生产工艺技术等方面的领先优势，将会导致公司市场竞争力大幅下降，或者未来其他竞争对手如果在装备上和技术上投入更多力量，导致公司的装备和技术不再具有明显优势，将会导致公司因市场竞争出现营业收入和经营业绩大幅下滑的风险。

5.3. 公司军品业务波动的风险

公司产品的最终用户主要为军方。军方需求受到的影响因素较多，可能出现订单突发性增加或订单取消等变动情况。而且，军工供应链体系内对质量要求严格，用户对公司产品的检测及验收时间可能较长。在研制及小批量生产阶段，订单的具体项目及数量存在较大的波动可能性，交货时间具有不均衡性，导致收入实现在不同月份、不同年度具有一定的波动性，且产品收入结构可能会有较显著的变化。

5.4. 短期内股价波动风险

本公司为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅度波动的风险。

5.5. 公司流动性风险

公司主营业务快速增长，对营运资金需求较大，若未来不能有效的拓宽融资渠道，降低库存，改善客户、供应商信用期，公司将面临偿债能力不足及流动性风险。

5.6. 新型冠状病毒疫情对公司生产经营产生不利影响的风险

新冠肺炎全球蔓延将对公司采购及销售造成不利影响。若新冠疫情不断升级，预计未来会对公司境外业务开展及原材料进口产生不利影响。

5.7. 国际航空发动机制造供应商资质认证被取消或无法持续取得的风险

如果未来由于公司的生产能力和技术水平无法达到客户要求、国际航空发动机制造商等终端客户的供应商体系调整、疫情等不可抗力因素的影响客户无法进行现场审核，导致公司取得的供应商资格或 NADCAP 锻造认证无法及时续期或被取消，公司将面临流失重要客户的风险，将对公司短期盈利规模和长期业务发展产生重大不利影响。

5.8. 长期协议被终止或无法持续取得的风险

如果由于发行人违反长期协议条款被终端客户终止长期协议，或由于终端客户供应商体系调整主动终止长期协议，或发行人在长期协议到期后无法持续取得，公司盈利水平和长期业务发展将受到重大不利影响。

5.9. 发明专利质押风险

公司有 44 项发明专利被质押，用于公司向银行的借款提供担保，被质押的专利来源于公司核心技术，且与发行人主营业务有关。若债务到期无法偿还，导致上述专利质押权实现，将会对发行人生产经营及核心技术造成重大不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	41.67	66.47	95.33	133.49	190.91
应收票据及应收账款	406.12	561.68	709.42	1,070.49	1,474.95
预付账款	40.06	22.59	65.86	57.19	117.49
存货	347.08	408.68	549.54	783.48	1,108.83
其他	13.52	4.90	27.82	15.69	42.19
流动资产合计	848.46	1,064.32	1,447.96	2,060.34	2,934.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	240.63	219.34	334.96	500.09	694.04
在建工程	5.92	67.93	76.76	106.05	111.63
无形资产	35.88	34.43	32.63	30.84	29.04
其他	13.82	42.32	25.00	30.00	35.00
非流动资产合计	296.25	364.02	469.35	666.98	869.71
资产总计	1,144.71	1,428.34	1,917.32	2,727.33	3,804.08
短期借款	303.81	350.08	607.57	904.88	1,608.56
应付票据及应付账款	105.00	286.99	192.12	525.66	456.88
其他	188.83	97.89	199.89	162.51	231.15
流动负债合计	597.64	734.97	999.58	1,593.04	2,296.59
长期借款	16.56	104.65	174.10	233.60	380.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.38	35.89	42.00	40.00	38.00
非流动负债合计	66.94	140.54	216.10	273.60	418.70
负债合计	664.58	875.51	1,215.67	1,866.65	2,715.29
少数股东权益	0.00	0.00	2.58	7.98	15.72
股本	140.00	140.00	140.00	140.00	140.00
资本公积	391.94	391.94	391.94	391.94	391.94
留存收益	375.13	447.82	559.06	712.70	933.07
其他	(426.94)	(426.94)	(391.94)	(391.94)	(391.94)
股东权益合计	480.13	552.82	701.64	860.68	1,088.79
负债和股东权益总计	1,144.71	1,428.34	1,917.32	2,727.33	3,804.08

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	53.86	72.69	126.41	174.59	250.42
折旧摊销	22.06	22.70	37.35	57.37	82.27
财务费用	14.29	15.74	28.35	44.06	71.82
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(164.93)	(46.44)	(353.06)	(290.79)	(810.32)
其它	(32.74)	58.46	2.58	5.40	7.74
经营活动现金流	(107.46)	123.16	(158.38)	(9.38)	(398.06)
资本支出	33.71	76.46	153.89	252.00	282.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(73.10)	(176.13)	(313.89)	(502.00)	(562.00)
投资活动现金流	(39.39)	(99.67)	(160.00)	(250.00)	(280.00)
债权融资	395.20	454.73	810.49	1,173.04	2,010.38
股权融资	(13.95)	(15.18)	6.65	(44.06)	(71.82)
其他	(207.04)	(464.29)	(469.90)	(831.44)	(1,203.09)
筹资活动现金流	174.21	(24.74)	347.24	297.54	735.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	27.36	(1.26)	28.86	38.16	57.41

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	588.76	670.67	953.32	1,334.93	1,909.08
营业成本	434.32	477.28	663.38	922.85	1,310.06
营业税金及附加	3.33	6.01	7.15	10.01	14.32
营业费用	12.30	10.86	15.25	21.36	30.55
管理费用	34.20	38.31	53.39	74.76	106.91
研发费用	28.35	27.02	39.09	54.73	78.27
财务费用	13.95	15.18	28.35	44.06	71.82
资产减值损失	(9.72)	(11.94)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.91)	(5.62)	0.00	0.00	0.00
其他	13.38	29.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	60.56	83.80	146.71	207.16	297.16
营业外收入	0.35	0.12	0.30	0.30	0.30
营业外支出	0.18	1.13	0.44	0.58	0.71
利润总额	60.72	82.80	146.58	206.88	296.74
所得税	6.85	10.10	17.59	26.89	38.58
净利润	53.86	72.69	128.99	179.99	258.17
少数股东损益	0.00	0.00	2.58	5.40	7.74
归属于母公司净利润	53.86	72.69	126.41	174.59	250.42
每股收益(元)	0.38	0.52	0.90	1.25	1.79

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	77.03%	13.91%	42.14%	40.03%	43.01%
营业利润	1476.99%	38.39%	75.07%	41.20%	43.44%
归属于母公司净利润	120.67%	34.96%	73.89%	38.11%	43.44%
获利能力					
毛利率	26.23%	28.84%	30.41%	30.87%	31.38%
净利率	9.15%	10.84%	13.26%	13.08%	13.12%
ROE	11.22%	13.15%	18.08%	20.47%	23.34%
ROIC	11.43%	10.60%	17.14%	15.70%	17.16%
偿债能力					
资产负债率	58.06%	61.30%	63.40%	68.44%	71.38%
净负债率	73.63%	70.23%	101.93%	120.78%	167.11%
流动比率	1.42	1.45	1.45	1.29	1.28
速动比率	0.84	0.89	0.90	0.80	0.79
营运能力					
应收账款周转率	1.71	1.39	1.50	1.50	1.50
存货周转率	2.00	1.77	1.99	2.00	2.02
总资产周转率	0.59	0.52	0.57	0.57	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.52	0.90	1.25	1.79
每股经营现金流	-0.77	0.88	-1.13	-0.07	-2.84
每股净资产	3.43	3.95	4.99	6.09	7.66
估值比率					
市盈率	122.11	90.48	52.03	37.67	26.26
市净率	13.70	11.90	9.41	7.71	6.13
EV/EBITDA	0.00	0.00	34.23	24.61	18.56
EV/EBIT	0.00	0.00	41.53	30.23	22.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com