

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
研究助理：方晓明
证券执业证书号：S0640120120034
电话：010-59562534
邮箱：liuchen@avicsec.com

广联航空（300900）2021半年报点评： 航空航天业务配套层级提升，全产业链布局优势凸显

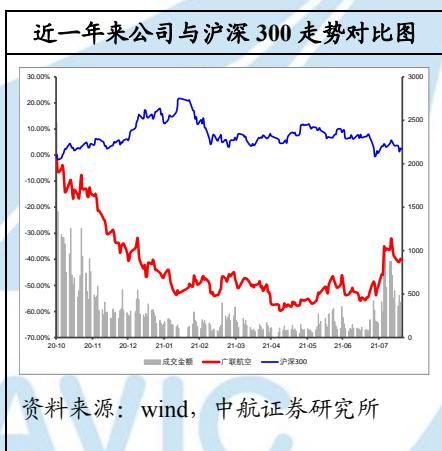
行业分类：国防军工

2021年8月19日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.18)	43.36元
目标价格	50.30元

基础数据 (2021.8.18)

上证指数	3485.29
总股本（亿股）	2.10
流通A股（亿股）	0.47
资产负债率（2021H1）	8.07%
ROE（2021H1）	1.56%
PE（TTM）	80.62
PB（LF）	6.00



➤ **事件：**公司8月18日发布2021年半年报，2021上半年营收1.12亿元(+42.46%)，归母净利润0.24亿元(+111.83%)，扣非后归母净利润0.14亿元(+29.80%)；毛利率42.53%(-5.83pcts)，净利率21.19%(+6.89pcts)。

➤ **投资要点：**

- **营收稳步增长，归母净利润增速亮眼，航空工装与航空航天零部件及无人机双主业协同并行发展：**报告期内，公司实现营业收入1.12亿元，同比增长42.46%，实现归母净利润0.24亿元，同比增长111.83%，营业收入实现大幅增长，主要系下游主机厂需求增长所致；**归母净利润表现更为亮眼，较上年同期翻倍增长**，主要是营收高速增长、公司经营效率有所提升，期间费用率(26.06%，-3.88pcts)有所降低以及报告期内计入其他收益(624.07万元，+234.03%)的政府补助增多所致。

分业务板块来看，报告期内，航空工装产品实现营业收入0.67亿元(+68.50%)，在营收中占比达60.01%(+9.27pcts)，毛利率为44.50%(+2.81pcts)。总体来看，航空工装业务由于报告期内公司承担多款新型飞机所需工装的研发制造任务，收入增速尤为亮眼，报告期内工装业务毛利率较去年同期有所提升，主要系受各期承制机型及原材料价格等因素影响；

航空航天零部件及无人机产品实现营业收入0.43亿元(+15.31%)，在营收中占比为38.69%(-9.11pcts)，毛利率为38.97%(-15.76pcts)。报告期内，航空航天零部件及无人机产品营收保持稳定增长，但营收比重有一定程度下滑，主要系受到航空工装业绩的大幅提升，整体营收结构产生了一定波动。毛利率下滑较为明显，由于报告期内公司承制多款新型固定翼无人机，其研发、试制成本较高所致。

费用方面，报告期内伴随着公司营业收入规模增长，期间费用(4121.69万元，+38.76%)持续提升，但期间费用率(26.06%，-3.88pcts)相较上年同期有所下滑。从分项费用来看，公司财务费用(-143.10万元)由正转负，主要是由于报告期内公司暂无新增短期借

请务必阅读正文后的免责条款部分

股市有风险 入市须谨慎

借款，利息支出同比大幅下降所致；由于报告期内公司新增多款无人机型承制任务，并且持续加大对无人机业务的专业供应能力建设，成本端研发投入力度加大，研发费用（1209.96万元，+94.39%），达自上市以来同期最高值，研发费用率（10.83%，+2.89%）较上年同期进一步提升；报告期内公司管理费用（1720.52万元，+67.68%）增幅较大，主要系去年同期由于疫情原因管理人员普遍实行弹性办公导致当期管理费用基数较低，叠加本期公司管理人员薪酬调整，双重因素共同影响所致。

现金流量及其他财务数据方面，报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额（-0.88亿元，-498.38%）有所下降，主要系公司综合在手及预期订单和备货周期，采购增加所致，体现在存货方面，报告期内公司存货（1.21亿元，+49.59%）快速增长，其中在产品（0.68亿元，+146.94%）大幅增长，原材料（0.34亿元，+16.30%）采购规模也较上年同期有所提高，进一步印证了公司预期订单较为充足；公司投资活动产生的现金流量净额（-1.86亿元，-256.33%）有所下降，主要系公司募投项目投入规模持续提升，同时对闲置资金进行现金管理所致。

● 业务配套层级持续提升，巩固纵向一体化产业链优势

公司基于在航空工装及零部件领域优势，积极拓展航空航天复合材料结构类产品业务，并实现航空航天高端工艺装备研发、零部件生产、航空器航天器机体结构制造的全产业链布局，并在此基础上进一步开拓无人机新机型的研制、装配。总体来看，公司已实现由“零部件工装→零部件及大型部段→无人机”的配套层级提升，以此实现在航空、航天领域自身业务的持续拓展，进一步增强公司的盈利能力。

①航空工装产品

公司自成立以来致力于航空工装业务，是国内航空工装领域优势突出的龙头供应商。截至目前，公司已承接了包括C919、AG600水陆两栖飞机在内的多个机型部段成型工装、复合材料成型工装、装配工装总装生产线的制造任务，以及CR929、翼龙系列无人机制造所需的航空工装研制任务。

由于航空装备研制具有“一代材料，一代装备”的特点，航空工装作为用于飞机零部件成型或部段、整机装配的专用工艺装备，在航空装备预研论证阶段时，其试制与生产就已提上日程。我们认为，十四五期间，我国将继续加强对现有机型的升级和改造，以及加快推进新一代飞机的研发工作，公司作为航空工业下属主机厂和科研院所的重要航空工装供应商有望充分收益，进一步增强盈利空间。

②航空航天零部件及无人机产品

公司航空零部件业务主要有金属及复合材料零部件两部分，并且还可根据下游客户需求提供航空零件组装服务，公司主要客户包括沈飞、哈飞在内的数个主机厂以及航天科工和军队下属研究所。目前公司已取得部队主要新增军用机型零部件的供应商资质，以及ARJ-21、C919、CR929、AG600、M-700等多种民用机型的零部件的供应商资质。

公司无人机产品业务主要为工业级旋翼无人机和固定翼军用无人机的整机设计、制造与装配，工业级旋翼无人机可根据客户需要，搭配不同功能载荷系统用于其他领域。目前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，同时公司作为机体结构唯一供应商的WJ-700察打无人机也在报告期内（2021年1月）首飞成功，标志着公司在大型无人机制造领域实现了新的突破。

● 募投项目稳步推进，持续布局产能扩张：

报告期内，公司通过新设及股权转让方式新增两家控股子公司北海广联及天津广联，其中北海广联主要定位是孵化和发展无人机相关产业，基于公司自身在航空工装、零部件领域的技术优势以及当地政府对

于民营企业科技创新发展分若干扶持政策，将进一步促进公司在无人机业务领域的技术研发及市场开拓。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全资子公司，其中珠海广联与南昌广联目前均已达到稳定生产状态，报告期内分别实现营业收入 408.38 万元/546.89 万元，伴随着生产经营逐步展开，产能扩张将辐射到华南、华东地区各大主机厂；公司通过参股合伙企业共青城航鑫，间接参与到洪都国际的混合所有制改革项目，为公司进一步拓展了优势资源的渠道，长期来看有利于公司产业结构和资源配置的持续优化。

募投项目方面，公司航空复合材料零部件生产线、金属零件数控加工中心、工装技改以及西安航空产业加工制造基地一期项目均在稳定推进中，截至 2021 年 6 月 30 日，资金投入进度分别为 12.3%/74.4%/67.2%/73.4%，预计将于 2022 至 2023 年初陆续投产，其中，西安广联下属的西安航空产业加工制造基地项目计划分两期建设，总投资额约为 8 亿元，项目主要包含航空工装制造中心、飞机零部件制造中心、航空配套中心建设，进一步打造科研生产及试验共享平台。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，未来建议持续关注项目进展，业绩有望进入新一轮增长期。

投资建议

我们认为，公司基于在航空工装及零部件领域优势，积极拓展航空航天复合材料结构类产品业务，并实现航空航天高端工艺装备研发、零部件生产、航空器航天器机体结构制造的全产业链布局，具有较强的核心竞争力，具体观点如下：

①公司业务配套层级持续提升，目前已实现由“零部件工装→零部件及大型部段→无人机”的配套层级提升，以此实现在航空、航天领域自身业务的持续拓展，进一步增强公司的盈利能力，同时巩固纵向一体化产业链优势；

②公司目前已完成在东北、华南、华东、西北等地区的产业布局，募投项目稳步推进的同时持续加大自主创新和合作研发力度，不断提升核心竞争力；

③2021H1 公司归母净利润较上年同期翻倍增长，增速亮眼，经营效率不断提升。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 4.29 亿元、5.81 亿元和 7.86 亿元，归母净利润分别为 1.40 亿元、1.95 亿元、2.67 亿元，EPS 分别为 0.67 元、0.93 元、1.27 元，我们给予“买入”评级，目标价格 50.30 元，分别对应 75 倍、54 倍及 40 倍 PE。

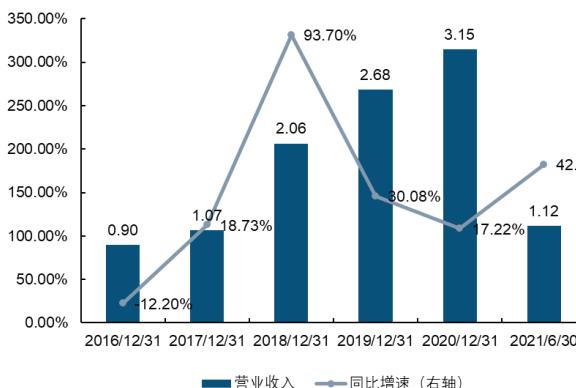
- 风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷。
- 盈利预测：

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	314.70	428.94	581.21	785.79
增长率(%)	17.22%	36.30%	35.50%	35.20%
归属母公司股东净利润	100.54	139.81	194.83	267.33
增长率(%)	34.68%	39.06%	39.36%	37.21%
每股收益(EPS) (元)	0.478	0.665	0.927	1.272

数据来源：wind，中航证券研究所

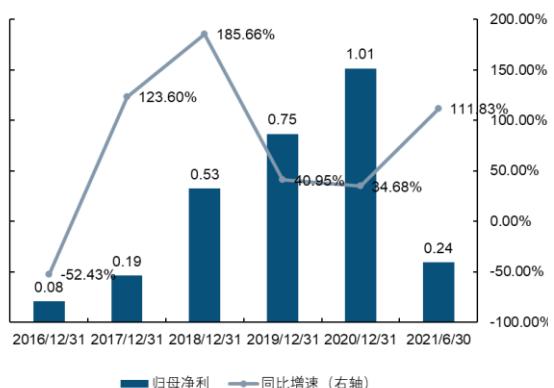
◆ 公司主要财务数据

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；%）



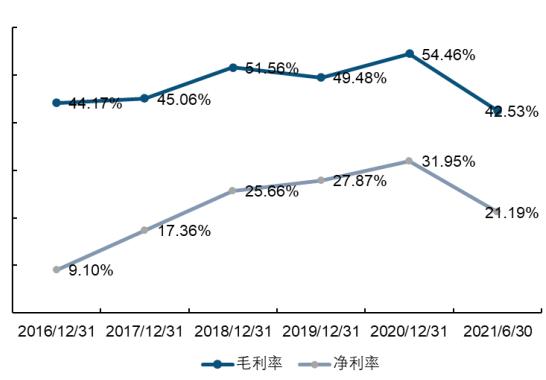
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：公司半年报三费情况（万元）



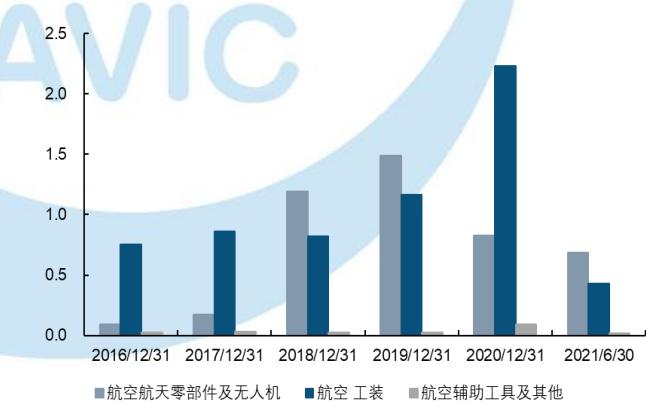
资料来源：wind，中航证券研究所

图 4：公司近五年毛利率及净利率情况



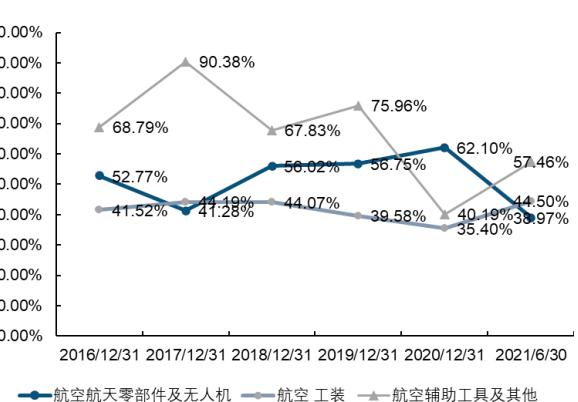
资料来源：wind，中航证券研究所

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	428.94	581.21	785.79
增长率(%)	93.70%	30.08%	17.22%	36.30%	35.50%	35.20%
归属母公司股东净利润	52.96	74.65	100.54	139.81	194.83	267.33
增长率(%)	185.66%	40.95%	34.68%	39.06%	39.36%	37.21%
每股收益(EPS)	0.252	0.355	0.478	0.665	0.927	1.272
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	1.565	1.233	1.444
销售毛利率	51.56%	49.48%	54.46%	53.20%	53.20%	53.20%
销售净利率	25.66%	27.87%	31.95%	32.62%	33.55%	34.04%
净资产收益率(ROE)	10.91%	13.32%	6.63%	8.44%	10.52%	12.61%
投入资本回报率(ROIC)	18.46%	16.08%	18.16%	17.75%	28.37%	37.11%
市盈率(P/E)	172.12	122.12	90.67	65.20	46.79	34.10
市净率(P/B)	18.77	16.27	6.01	5.50	4.92	4.30
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	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	206.39	268.47	314.70	428.94	581.21	785.79
减: 营业成本	99.98	135.63	143.32	200.74	272.01	367.75
营业税金及附加	3.40	2.97	3.55	4.85	6.57	8.88
营业费用	3.18	9.45	1.55	5.15	6.97	9.43
管理费用	16.54	21.21	23.71	32.68	44.29	59.88
研发费用	9.21	12.73	13.59	18.96	25.86	34.97
财务费用	4.06	5.08	5.19	5.15	6.97	9.43
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	-22.00	-25.01
营业利润	62.08	79.35	115.30	161.41	218.53	295.46
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	140.40	196.53	270.45
减: 所得税	9.18	9.72	14.69	7.36	10.26	14.08
净利润	52.95	74.82	100.54	-138.68	-194.81	-268.73
减: 少数股东损益	-0.01	0.17	0.00	0.10	0.14	0.19
归属母公司股东净利润	52.96	74.65	100.54	139.81	194.83	267.33
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	45.21	33.09	522.78	771.60	919.96	1086.20
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	2079.90	2346.45	2695.96
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	393.61	588.44	855.77
归属母公司股东权益	485.65	560.44	1517.45	1657.26	1852.09	2119.42
少数股东权益	-0.17	0.00	0.00	0.10	0.24	0.43
股东权益合计	485.48	560.44	1517.45	1657.36	1852.33	2119.85
负债和股东权益合计	648.15	775.10	1686.63	2016.77	2236.79	2530.78
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	-9.53	-7.73	-23.39	328.93	259.18	303.52
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	13.08	17.55	21.09
现金流量净额	33.75	-11.14	462.73	248.82	148.37	166.24

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达或为任何就送达、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。