



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

广联航空 (300900) 公司点评: 收购成都航新, 协同效应驱动公司高速增长

行业分类: 国防军工

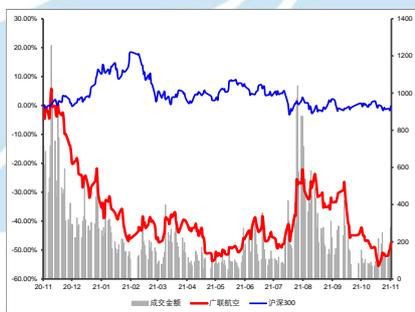
2021年11月12日

广联航空投资评级	买入
当前股价(2021.11.12)	39.78元
目标价格	50.33元

基础数据 (2021.11.12)

上证指数	3539.10
总股本(亿股)	2.10
流通A股(亿股)	1.39
资产负债率(2021H1)	8.07%
ROE(加权)(2021H1)	1.56%
PE(TTM)	73.2
PB(LF)	5.44

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:** 广联航空于2021年11月11日发布公告宣布以自有资金收购成都航新航空装备科技有限公司70%股权, 按照成都航新100%股权4.00亿元的估值收购, 收购价格为2.80亿元。

➤ **投资要点:**

● **收购成都航新, 协同效应驱动广联航空高速增长**

广联航空于2021年11月11日发布公告, 拟以自有资金2.80亿元收购成都航新航空装备科技有限公司70%股权, 按照成都航新100%股权4.00亿元的估值收购, 收购价格为2.80亿元。

成都航新成立于2019年, 主要产品为航空中小框、梁、肋等结构零件等。截至2021Q3成都航新实现营收4,249.28万元, 较2020年全年大幅增长282.12%。业绩承诺方面, 交易对手方承诺2022-24年的累计净利润不低于1.2亿元, 其中2022年净利润不低于3,000万元、2022-23年累计净利润不低于7,000万元, 2022年度至2024年度每个年度平均净利润不低于4,000万元。

广联航空收购成都航新后将从业务及客户渠道拓展、产能提升方面产生较好的协同效应, 驱动广联航空高速增长:

成都航新目前已入驻四川新都航空产业园, 该产业园由新都区牵手成飞集团携手打造, 是目前全国航空制造专业门类最齐全、协同创新发展效应最显著、专业化水平最高的航空大部件研发制造基地, 成都航空作为入驻该产业园的重点配套企业, 也进一步说明其在成飞配套供应链中的重要地位, 此次收购后将助力广联航空切入成飞供应链体系, 完善自身业务布局。广联航空目前已熟练掌握了复合材料产品工艺及工装设计、机加、钣金、热处理、铆接、总装、质量保证等专业的先进技术, 并已开展了复合材料零部件产品大批量制造方法、先进复合材料加筋壁板工艺等研究。成都航新通过CAE/CAD/CAM技术与网络信息技术的结合, 在智能工装设计与制造领域也具有较强的研发能力, 目前已成功参与到蛟龙600、C919、C929、ARJ21等重点型号飞机装配工装的开发工作中。此次交易完成后, 广联航空将在现有进一步基础上提升航空零部件生产的专业化生产能力和智能化水平。

产能布局辐射范围将进一步扩张, 助力公产业结构和资源配置持

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融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

续优化。广联航空目前在建的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步推进，预计至 2023 年陆续投产，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。成都航新处于业务拓展期，目前于新都航空产业园规划建设年产 5 万件航空结构零件的 4+1+1 条飞机结构件自动化柔性生产线及精益加工单元。

● 广联航空前三季度高增长，研发投入创新高

广联航空于 2021 年 10 月 16 日发布三季报，2021 年前三季度，广联航空实现营业收入 1.97 亿元 (+37.64%)，实现归母净利润 0.40 亿元 (+51.91%)，均保持高速增长，主要系下游主机厂需求增长所致，毛利率 42.74% (-6.88pcts) 有所下滑，主要系报告期内广联航空新增承制任务，研发、试制成本较高等因素叠加所致，净利率 19.79% (+1.27pcts) 实现自上市以来最高水平；

研发投入持续加码，巩固自身核心竞争优势。2021 年前三季度广联航空期间费用 (0.46 亿元，+27.78%) 持续上升，但期间费用率为 (23.32%，-1.58 pcts) 下降明显，其中研发费用 (1,741.00 万元，+71.03%) 大幅提升，达自上市以来同期最高值，由于广联航空主要以军工企业和军方等客户需求为基准进行产品的研发设计，研发投入的高增长表明广联航空目前已逐步形成了完善的产品、技术储备，进一步巩固自身的核心竞争优势。

● 业务配套层级持续提升，加深纵向一体化产业链优势

广联航空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，广联航空已实现由“零部件工装→零部件及大型部段→无人机”的配套层级提升。

① 航空工装产品

广联航空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。尤其在复合材料工装领域具有较强技术优势，处于国内领先地位，是某重点型号直升机复合材料零部件唯一供应商。目前广联航空已承接了包括 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，我们认为，十四五期间，我国将继续加强对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，广联航空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

广联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，广联航空已经成为哈飞公司、沈飞公司、西飞公司、昌飞公司、上飞公司、华南通飞等国内重点主机厂，以及军队某研究所、中国商飞上海飞机设计研究院、中国航空工业基础技术研究院、航天特种材料及工艺技术研究所、中国航空气动力技术研究院等科研机构的供应商。同时广联航空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。

广联航空无人机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。目前广联航空已完成最大起

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，同时广联航空作为机体结构唯一供应商的 WJ-700 察打无人机也在于 2021 年 1 月首飞成功，标志着广联航空在大型无人机制造领域实现了新的突破。

② 募投项目稳步推进，持续布局产能扩张：

报告期内，广联航空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，基于广联航空自身在航空工装、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，将进一步促进广联航空在无人机业务领域的新技术研发及市场开拓。

总体来看，广联航空深耕于航空、航天复合材料结构类产品领域十余载，以具有突出技术优势的航空复合材料工装为基础，积极开拓航空、航天复合材料结构类产品业务，已实现了航空航天高端工艺装备研发、航空航天零部件生产、航空器航天器机体结构制造协同化发展的全产业链布局。成都航新作为成飞的重点配套企业，航空零部件生产能力及技术储备都处于行业领先地位。此次交易完成后，可使双方在技术进步、客户资源共享、规模化交付能力、市占率提升等方面形成协同效应，进一步提升广联航空的行业竞争力。

● 投资建议

- ① 2021 Q1-Q3，广联航空实现营业收入 1.97 亿元(+37.64%)，实现归母净利润 0.40 亿元(+51.91%)，均保持高速增长。此次收购后，成都航新交易对手方承诺 2022-24 年的累计净利润不低于 1.2 亿元，其中 2022 年净利润不低于 3,000 万元、2022-23 年累计净利润不低于 7,000 万元，2022 年度至 2024 年度每个年度平均净利润不低于 4,000 万元，将进一步增厚广联航空业绩。
- ② 广联航空此次收购成都航新航空装备科技有限公司后，进一步切入成飞供应链体系，并在技术进步、客户资源共享、规模化交付能力、市占率提升等多方面进一步提升广联航空的核心竞争力。
- ③ 广联航空处于高速发展时期，伴随“零部件工装→零部件及大型部段→无人机”的配套层级提升以及产业链布局，并且广联航空在复合材料工装领域具有较强技术优势，处于国内领先地位，是某重点型号直升机复合材料零部件唯一供应商。
- ④ 现阶段已完成在东北、华南、华东、西北等地区的产业布局，客户覆盖哈飞、沈飞、西飞、昌飞、上飞、华南通飞等国内重点主机厂，在稳步进军军用飞机市场的同时，继续开辟国内主要民用飞机整机厂，并与其建立深入的战略合作关系。

基于以上观点，考虑到收购完成后，广联航空将持有成都航新 70% 股权，合并报表后我们预计广联航空 2021-2023 年的营业收入分别为 4.32 亿元、6.83 亿元和 9.22 亿元，归母净利润分别为 1.41 亿元、2.18 亿元、2.97 亿元，EPS 分别为 0.671 元、1.036 元、1.412 元，我们给予“买入”评级，目标价格 50.33 元，分别对应 75 倍、49 倍及 36 倍 PE。

- 风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷。

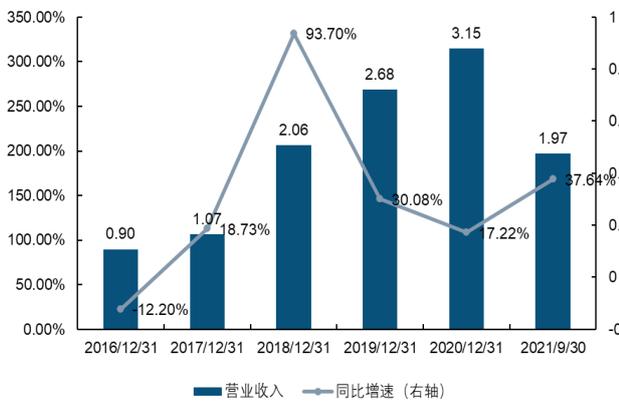
● 盈利预测：

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	314.70	432.08	682.95	921.51
增长率 (%)	17.22%	37.30%	58.06%	34.93%
归属母广联航空股东净利润	100.54	140.97	217.85	296.94
增长率 (%)	34.68%	40.21%	54.54%	36.31%

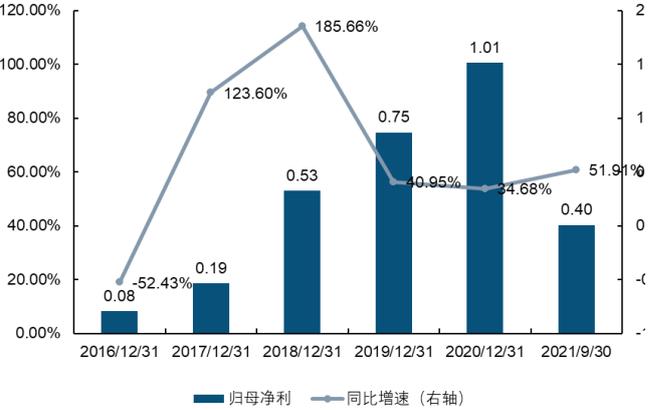
每股收益(EPS) (元)	0.478	0.671	1.036	1.412
---------------	-------	-------	-------	-------

数据来源: wind, 中航证券研究所



◆ 广联航空主要财务数据
图 1: 广联航空近五年营业收入及增速情况 (亿元; %)


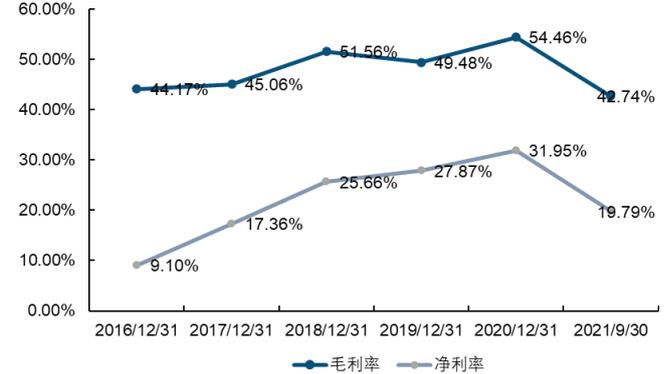
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 广联航空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: 广联航空期间费用情况 (万元)


资料来源: wind, 中航证券研究所 (管理费用中包含研发费用)

图 4: 广联航空近五年毛利率及净利率情况


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	432.08	682.95	921.51
增长率(%)	93.70%	30.08%	17.22%	37.30%	58.06%	34.93%
归属母公司股东净利润	52.96	74.65	100.54	140.97	217.85	296.94
增长率(%)	185.66%	40.95%	34.68%	40.21%	54.54%	36.31%
每股收益(EPS)	0.252	0.355	0.478	0.671	1.036	1.412
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	1.703	1.481	1.725
销售毛利率	51.56%	49.48%	54.46%	53.20%	51.70%	51.60%
销售净利率	25.66%	27.87%	31.95%	32.65%	31.92%	32.25%
净资产收益率(ROE)	10.91%	13.32%	6.63%	8.50%	11.61%	13.66%
投入资本回报率(ROIC)	18.46%	16.08%	18.16%	17.89%	24.08%	32.41%
市盈率(P/E)	131.59	93.36	69.32	49.44	31.99	23.47
市净率(P/B)	14.35	12.44	4.59	4.20	3.71	3.21
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	432.08	682.95	921.51
减: 营业成本	99.98	135.63	143.32	202.21	329.87	446.01
营业税金及附加	3.40	2.97	3.55	4.88	7.72	10.41
营业费用	3.18	9.45	1.55	5.18	8.20	11.06
管理费用	16.54	21.21	23.71	32.92	54.64	73.72
研发费用	9.21	12.73	13.59	19.10	32.78	44.23
财务费用	4.06	5.08	5.19	5.18	8.20	11.06
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	162.59	241.56	325.01
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	141.58	219.56	300.01
减: 所得税	9.18	9.72	14.69	7.42	11.47	15.64
净利润	52.95	74.82	100.54	-139.86	-217.83	-298.28
减: 少数股东损益	-0.01	0.17	0.00	0.10	0.16	0.21
归属母公司股东净利润	52.96	74.65	100.54	140.97	217.85	296.94
资产负债表						
货币资金	45.21	33.09	522.78	513.06	709.68	932.62
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	685.21	705.62	741.04
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	457.93	462.18	363.89
资产总计	648.15	775.10	1686.63	2072.89	2359.74	2738.00
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	-1148.56	-1168.99	-1101.89
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	394.77	612.62	909.55
归属母公司股东权益	485.65	560.44	1517.45	1658.42	1876.27	2173.20
少数股东权益	-0.17	0.00	0.00	0.10	0.26	0.47
股东权益合计	485.48	560.44	1517.45	1658.52	1876.52	2173.67
负债和股东权益合计	648.15	775.10	1686.63	2017.93	2260.99	2584.60
现金流量表						
经营性现金净流量	-9.53	-7.73	-23.39	358.08	311.38	362.72
投资性现金净流量	-89.34	-33.66	-303.68	-372.66	-128.36	-158.36
筹资性现金净流量	132.63	30.25	789.80	4.86	13.60	18.59
现金流量净额	33.75	-11.14	462.73	-9.72	196.62	222.94

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市广联航空投资评级如下:

- 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替行使独立判断。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。