

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

华伍股份 (300095) 2021 年年报点评: 原材料上涨短期盈利承压; 双引擎战略助力公司发展

行业分类: 国防军工

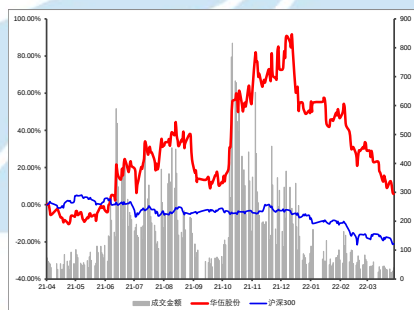
2022 年 4 月 25 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.25)	9.16 元
目标价格	15.42 元

基础数据 (2022.4.25)

上证指数	2928.51
总股本 (亿股)	4.20
流通 A 股 (亿股)	2.92
资产负债率 (2021)	39.45%
ROE(加权)(2021)	10.42%
PE (TTM)	26.13
PB (LF)	1.82

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 23 日发布 2021 年年报, 2021 年营业收入 14.35 亿元 (+9.18%), 归母净利润 1.47 亿元 (-10.39%), 扣非归母净利润 1.35 亿元 (-9.85%), 毛利率 38.01% (-1.97pcts), 净利率 11.03% (-2.27pcts),

投资要点:

营收稳步增长, 上游原材料涨价拖累公司盈利能力: 报告期内, 公司实现营业收入 14.35 亿元 (+9.18%), 2021 年受益于起重机械制动系统及军工板块业务下游需求的快速增长以及国产替代比例的进一步提高, 公司营收保持稳定增长。归母净利润 1.47 亿元 (-10.39%), 扣非归母净利润 1.35 亿元 (-9.85%), 毛利率 38.01% (-1.97pcts), 净利率 11.03% (-2.27pcts), 均呈现不同程度下滑。报告期内, 以钢材为主的原材料价格波动明显导致装备制造业原材料 (5.38 亿元, +14.18%) 采购成本进一步提升, 另外, 伴随着公司进一步完善现有业务布局, 市场拓展力度不断加大, 上述因素对成本控制产生一定影响, 盈利能力进一步承压。

分业务来看:

① 工业制动器领域

持续加大下游应用领域开拓及产业链布局延伸, 横纵扩张并举。公司以港口起重机市场为基础, 逐渐将市场领域延伸至风电、轨交等多个细分领域。报告期内, 公司起重运输制动业务受益于下游需求不断增加、产品智能化水平提升所带来的附加值增长以及行业重点客户国产替代比例的进一步提高, 营收 (4.16 亿元, +16.47%) 保持稳健增长, 但受到以钢材为首的上游原材料价格波动影响, 毛利率水平 (43.20%, -2.06pcts) 有所下滑; 风电业务 2021 年总体发展势头良好, 国内综合市占率已达 50%, 但由于上游原材料价格波动以及报告期内风电整体装机价格的下调所导致的公司产品价格相应调整等因素影响, 报告期内公司风电制动系统营收 (5.06 亿元, -0.34%) 小幅下滑, 毛利率 (34.70%, -5.51pcts) 降幅有所加大。

② 军工领域

抓住下游需求放量发展机遇, 深挖配套需求。公司军工领域则主要依托于子公司安德科技, 以工装与零部件加工制造为核心, 并通过长沙天映切入维修领域, 目前公司航空零部件产品主要为某型号涡扇发动机机匣及反推产品。报告期内该型号涡扇航空发动机定型批产, 航空零部件业务受益于此, 营收 (1.80 亿元, +33.31%) 大幅提升, 其中毛利率 (45.34%, +2.26pcts) 维持在较高水平。总体来看, 十四五期间, 公司所处的航空零部件加工行业受益于新装备及存量装备配套需求快速增长, 行业进入景气

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

度上升期,基于此背景下,公司在既有配套项目基础上,不断挖掘自身配套潜力,有望进一步加深与主机厂的业务绑定。

③ 其他业务

公司依托于控股/参股子公司金贸流体、华伍行力进行金属管件、阀门产品,产品分别应用于民用水力管网建设以及发电、石油、化工等领域。报告期内营收(2.03亿元,+18.65%)快速增长,毛利率(24.80%,-5.22pcts)有所下滑。**其中子公司金贸流体目前正在处于创新层辅导备案阶段,未来有望进入精选层。**

费用方面,公司三费费用率为16.72%(+0.45pcts),小幅提升,其中销售费用率6.83%(+0.82pcts),管理费用率6.13%(+0.43pcts),财务费用率3.76%(-0.80pcts),报告期内公司市场拓展力度加大,业务发展持续向好,销售费用率有所提升;随着公司规模不断扩大,员工人数(1915名,+2.85%)进一步增加,同时公司构建了较为完善的薪酬体系与激励机制,导致管理费用率小幅提升;募集资金到位有助于公司优化资本结构,进一步缩减财务费用。

研发费用方面,2021年公司研发费用0.61亿元(+4.16%),小幅增长,公司持续保持领先的较强的创新研发能力,截至目前,公司共完成了20余个系列新产品的开发研制,并承担江西省重点新产品开发项目38项,获得国家重点新产品3项。

报告期末,公司存货为6.34亿元(+24.12%),其中占比较大的库存产品(3.21亿元,+60.16%)与原材料(0.97亿元,+19.83%)均保持快速增长,一方面是公司订单充足,积极备货,生产任务饱满,以应对下游需求的快速增长;另一方面是由于公司加强生产计划管理,为更好应对原材料价格波动,进一步加强采购备货。

报告期内,公司资产减值损失0.31亿元(+33.16%),较上年有明显提升,主要系子公司长沙天映与华伍轨交分别计提商誉减值准备0.15亿元/0.11亿元所致。子公司长沙天映主营军机维修业务,报告期内由于疫情影响、下游客户进行重大调整,订单任务进程迟缓等多重因素影响,长沙天映未完成业绩考核指标,截至目前共计计提商誉减值损失0.34亿元。

● 进一步挖掘配套潜力,紧抓需求放量发展机遇

公司军工板块业务主要依托于子公司安德科技及长沙天映,目前以安德科技为主体。公司于2016年7月分别完成对四川安德科技有限公司100%股权的收购,自此开始切入航空零部件制造领域,随后于2018年8月完成对长沙市天映机械制造有限公司股权收购及增资,完成后公司共持有长沙天映51%股权,在原有基础上进一步将业务范围扩展至飞机试验、维修检测领域。报告期内,安德科技营收1.54亿元(+34.17%),净利润0.39亿元(+3.72%);长沙天映实现营收0.55亿元(+8.93%),净利润369.57万元(+66.98%)。

安德科技立足航空制造行业,致力于航空工装、零部件的研发制造。安德科技凭借其在长期工装及零部件制造过程中,积累的包括大尺寸薄壁件热成形及变形控制、薄壁件氩弧焊焊接工艺及变形控制在内的关键技术以及优秀的产品质量控制水平,目前已成为成飞、西飞、上飞等主机厂重要供应商以及航发科技的战略供应商。作为贵飞“工业联合体”的成员单位之一,长沙天映依托其在飞机装配工装、检测试验设备及零部件加工等领域具备扎实的研发生产能力,目前已成为航空工业下属多个主机厂的合格供应商,并建立了广泛业务合作。

在工装领域,安德科技已成功为成飞、西飞等主机厂提供飞机总装必须的耗材工装、夹具,以及用于进气道、机翼等复材部件加工成型多用的模具产品,已与主机厂形成高效合作;零部件领域,安德科技全程参与了某大型涡扇发动机机匣及反推装置产品研制生产过程,是现阶段唯一供应商。目前该型号发动机已进入量产,预计在十四五期间需求将有较大提升,安德科技有望进一步受益于该机型量产。

在手订单饱满,静待产能释放。目前公司军品业务在手订单饱满,并长期处于满负荷生产状态,公司此前已进行过航空发动机零部件及航空飞机零部件批量生产项目的募投建设,但由于设备安装调试、厂区修整等多种因素导致前述项目建设投产进度不及预期,预计分别延至2022年3月/2022年5月才可正式投产。为进一步缓解产能不足的问题,公司在此基础上,进行本次航空装备和航空零部件研发制造基地的募投建设,根据规划,本项目预计于2022年陆续投产,2024年产能趋于稳定。

投产节奏方面,根据公司相关公告数据显示,上述项目按规划建设投产后,2022-2025 年产值预计分别可达 2.14 亿元/3.39 亿元/3.86 亿元/3.87 亿元,2025 年产值达 2021 年产值的 6 倍以上,复合增速达 61.42%。

表格 1 公司军品募投项目实施后每年新增产能 (单位: 万元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
航空工装	4,000.00	7,398.23	10,796.46	12,495.58	12,495.58
其中: 自有产值	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
本次募投项目产值	-	3,398.23	6,796.46	8,495.58	8,495.58
航空发动机零部件	1,500.00	11,086.06	18,122.12	21,002.65	21,002.65
其中: 自有产值	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00
前次募投项目产值	-	3,825.00	5,100.00	5,100.00	5,100.00
本次募投项目产值	-	5,761.06	11,522.12	14,402.65	14,402.65
飞机零部件	200	3,000.00	5,000.00	5,100.00	5,200.00
其中: 前次募投项目产值	200	3000	5000	5100	5200
合计	5,700.00	21,484.29	33,918.58	38,598.23	38,698.23

数据来源: wind, 公司公告, 中航证券研究所

● 保持头部企业优势地位, 进一步加强行业开拓

公司自成立以来一直专注于国内中高端工业制动系统领域, 凭借自身在技术、质量、产品等方面的竞争优势, 与包括冶金、风电、轨交等多个领域的下游客户保持了良好的合作关系, 目前下属共有 15 大类产品, 共计 78 个型号系类, 年产量多年超 10 万台套, 产品规模及品种品类在行业内遥遥领先。

风电设备板块, 公司目前以大兆瓦配套能力建设为重点, 主要产品包括偏航制动器, 主轴制动器, 锁销等, 其中偏航制动器占 2/3 左右。公司凭借其多年积累的技术优势, 持续对风电产品进行技术改造与产品升级, 目前已经具备大功率风机制动器的批量供货能力, 在风电设备制动系统领域优势地位进一步确立, 国内综合市场占有率达到 50%。除此之外, 公司也在积极布局海外市场, 目前已进入了包括西门子、GE 等在内多个海外大型客户供应链体系。

起重机械板块, 公司产品覆盖港机、矿山、冶金、建筑机械、新能源汽车等多个细分领域, 在矿山、冶金等领域市场地位稳居前列。下游客户包括振华重工、宝武钢等多个国内知名企业。公司多年来始终以市场为导向, 不断提升自身产品的智能化水平, 以适应现阶段码头自动化、智能化的发展趋势。海外市场方面, 则是依托于 2019 年完成收购的瑞士 FURKA 公司, 对欧美港口起重机及码头业务市场进行布局发展。

● 定增项目稳步推进, “双引擎” 驱动核心优势凸显

公司于 2021 年 12 月完成非公开定向增发, 募集资金共计 6.00 亿元, 分别用于投资建设航空装备和航空零部件研发制造基地及年产 3,000 台起重机新型智能起重小车项目。

表格 2 公司本次非公开定增募投项目情况 (单位: 亿元, 月, 亿元/年)

项目	投资额	建设期	新增年收入	新增年利润总额
航空装备和航空零部件研发制造基地项目	3.61	18	2.29	0.79
年产 3,000 台起重机新型智能起重小车新建项目	1.10	12	1.86	0.20

数据来源: wind, 公司公告, 中航证券研究所

公司近年来致力于推动业务结构优化。在军工领域, 公司通过收购安德科技切入航空装备行业, 公司有望充分受益于十四五期间以航空航天为首的军工行业下游需求的快速提升, 业务规模有望进一步提升; 在工业制动领域, 以传统起动机制动系统产品为基础, 继续向风电、新能源汽车等下游应用领域拓展, 同

时通过此次募投建设的起重机新型智能起重小车项目，也实现了从单一制动器到集成系统产业链升级，真正实现了公司在工业制动领域的横纵扩张。

● 投资建议

我们认为：

- ① 公司以港口起重机市场为基础，逐渐将市场领域延伸至风电、轨交等多个细分领域。并且凭借自身在技术、质量、产品等方面的竞争优势，与包括冶金、风电、轨交等多个领域的下游客户保持了良好的合作关系，产品规模及品种品类在行业内遥遥领先；
- ② 公司凭借其在长期工装及零部件制造过程中积累的技术经验及品控优势，已成为成飞、西飞、上飞等主机厂重要供应商以及航发科技的战略供应商，公司全程参与了某大型涡扇发动机机匣及反推装置产品研制生产过程，是现阶段唯一供应商。目前该型号发动机已进入量产，公司有望充分受益；
- ③ 公司于2021年12月完成非公开定向增发，募集资金共计6.00亿元，分别用于投资建设航空装备和航空零部件研发制造基地及年产3,000台起重机新型智能起重小车项目，伴随募投项目逐步达产，收入与产品结构有望进一步优化。

基于以上观点，我们预计公司2022-2024年的营业收入分别为17.29亿元、22.73亿元和26.03亿元，归母净利润分别为2.49亿元、3.86亿元、4.61亿元，EPS分别为0.593元、0.920元、1.096元，我们给予“买入”评级，目标价格15.42元，分别对应26倍、17倍及14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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1435.47	1729.16	2272.76	2603.46
增长率 (%)	9.18%	20.46%	31.44%	14.55%
归属母公司股东净利润	147.29	249.06	386.34	460.58
增长率 (%)	-10.39%	69.09%	55.12%	19.22%
每股收益 (EPS) (元)	0.351	0.593	0.920	1.096

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; %)

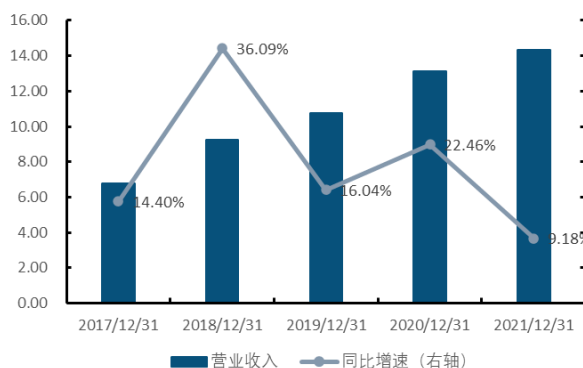
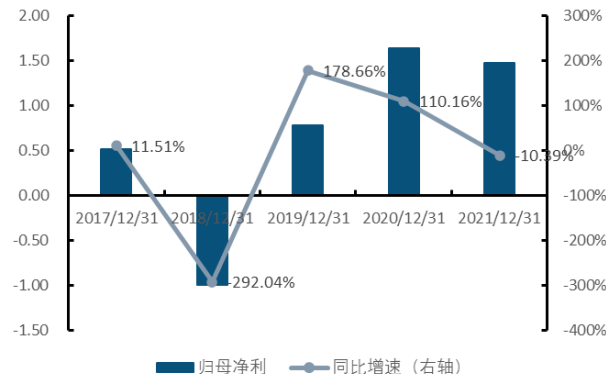


图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿元; %)



资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司年报三费情况 (万元)

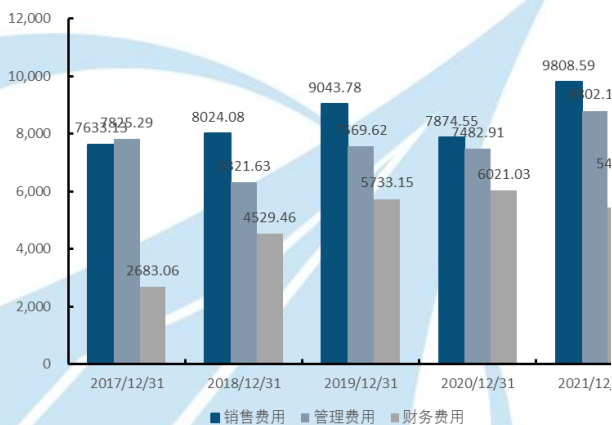
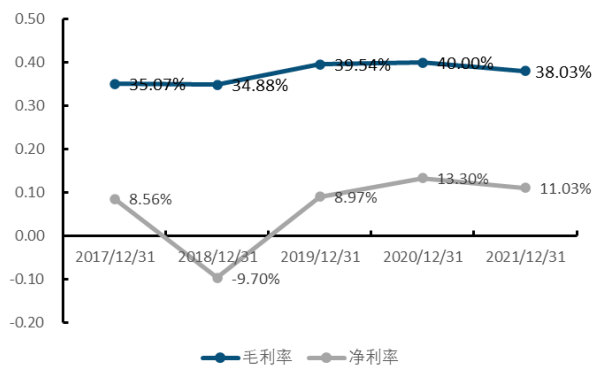


图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所 (管理费用中不包含研发费用)

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司研发投入情况 (万元)

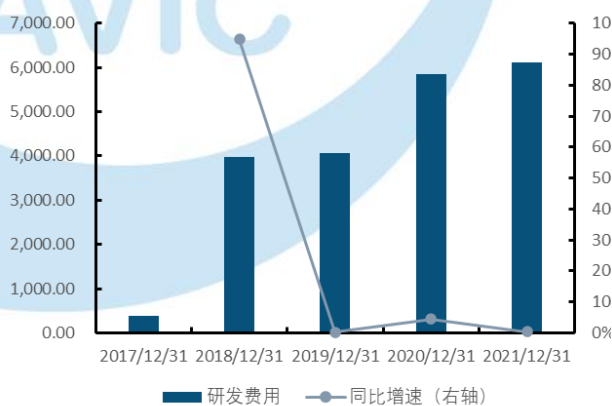
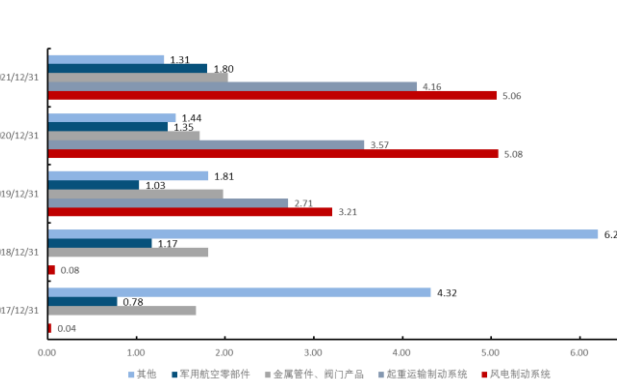


图 6: 公司产品营收结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

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	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1073.68	1314.83	1435.47	1729.16	2272.76	2603.46
增长率(%)	16.04%	22.46%	9.18%	20.46%	31.44%	14.55%
归属母公司股东净利润	78.21	164.36	147.29	249.06	386.34	460.58
增长率(%)	178.66%	110.16%	-10.39%	69.09%	55.12%	19.22%
每股收益(EPS)	0.186	0.391	0.351	0.593	0.920	1.096
每股股利(DPS)	0.000	0.018	0.045	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.134	0.738	0.049	0.410	0.827	1.086
销售毛利率	39.54%	40.00%	38.03%	38.10%	38.11%	38.11%
销售净利率	8.97%	13.30%	11.03%	15.49%	18.28%	19.02%
净资产收益率(ROE)	6.45%	12.02%	6.95%	8.39%	11.52%	12.07%
投入资本回报率(ROIC)	7.61%	10.30%	9.22%	13.03%	16.95%	17.80%
市盈率(P/E)	56.29	26.79	29.89	17.68	11.40	9.56
市净率(P/B)	3.63	3.22	2.08	1.48	1.31	1.15
股息率(分红/股价)	0.000	0.002	0.004	0.000	0.000	0.000

报表预测

利润表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1073.68	1314.83	1435.47	1729.16	2272.76	2603.46
减: 营业成本	649.18	788.88	889.51	1070.35	1406.61	1611.28
营业税金及附加	11.27	12.97	12.81	16.88	22.19	25.42
营业费用	90.44	78.75	98.09	107.89	116.53	125.85
管理费用	75.70	74.83	88.02	96.82	104.57	112.93
研发费用	40.69	58.58	61.02	70.17	75.78	81.85
财务费用	57.33	60.21	54.33	59.76	65.74	72.31
资产减值损失	-1.49	-23.09	-30.74	-23.71	-22.75	-23.64
加: 投资收益	-1.73	0.91	1.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.70	1.74	0.44	0.50	0.55	0.60
其他经营损益	-45.94	-39.09	-34.95	-35.00	-35.10	-35.20
营业利润	145.28	285.84	290.63	307.78	481.89	574.42
加: 其他非经营损益	7.24	20.98	18.25	18.50	19.10	19.70
利润总额	152.53	306.82	308.88	326.28	500.99	594.12
减: 所得税	13.41	26.42	27.15	47.17	73.21	87.29
净利润	139.12	280.40	281.73	279.11	427.78	506.83
减: 少数股东损益	18.14	10.52	11.09	18.76	29.09	34.68
归属母公司股东净利润	78.21	164.36	147.29	249.06	386.34	460.58
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	144.48	351.09	853.80	1121.18	1535.18	2306.80
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	857.97	879.69	1074.84	1252.06	1435.43	1618.88
其他应收款 (合计)	6559.43	5661.01	5753.06	6559.43	5661.01	5753.06
存货	438.99	511.17	634.45	761.34	890.77	1024.38
其他流动资产	211.79	213.83	671.22	7.00	7.50	7.50
长期股权投资	19.89	19.88	27.53	27.53	27.53	27.53
金融资产投资	4185.26	0.00	0.00	4185.26	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	447.92	452.91	505.85	656.18	777.91	643.24
无形资产和开发支出	537.39	507.75	471.98	451.20	430.43	409.66
其他非流动资产	-4067.27	170.19	179.24	-6140.59	-5268.38	-5645.37
资产总计	2547.85	2912.11	3800.05	4406.28	5242.30	6184.65
短期借款	588.48	650.25	730.28	511.19	408.95	327.16
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	295.11	423.04	505.82	530.96	560.95	592.29
长期借款	79.20	76.10	0.00	0.00	400.00	800.00
其他负债	798.19	873.33	993.30	680.76	601.63	546.41
负债合计	1172.50	1372.48	1499.12	1211.72	1562.58	1938.70
股本	378.71	378.71	420.09	420.09	420.09	420.09
资本公积	538.75	538.75	1121.53	1721.53	1721.53	1721.53
留存收益	294.66	449.73	577.07	826.12	1212.46	1673.05
归属母公司股东权益	1212.12	1367.19	2118.69	2967.75	3354.08	3814.67
少数股东权益	163.23	172.44	182.24	201.00	230.09	264.78
股东权益合计	1375.35	1539.63	2300.93	3168.75	3584.18	4079.44
负债和股东权益合计	2547.85	2912.11	3800.05	4380.46	5146.76	6018.15
现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	56.15	309.99	20.62	172.12	347.55	456.07
投资性现金净流量	-124.87	-109.04	-61.52	-274.92	-225.25	8.22
筹资性现金净流量	30.99	18.09	514.94	370.17	291.70	307.33
现金流量净额	-37.27	219.03	474.04	267.38	414.00	771.61

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。