

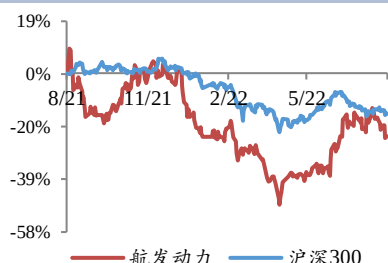
业绩高增长，航空发动机赛道步入黄金成长期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-27

收盘价（元）	48.17
近 12 个月最高/最低（元）	68.21/32.44
总股本（百万股）	2,666
流通股本（百万股）	2,329
流通股比例（%）	87.38
总市值（亿元）	1,284
流通市值（亿元）	1,122

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

联系人：邓承佺

执业证书号：S0010121030022

电话：18610696630

邮箱：dengcy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件描述

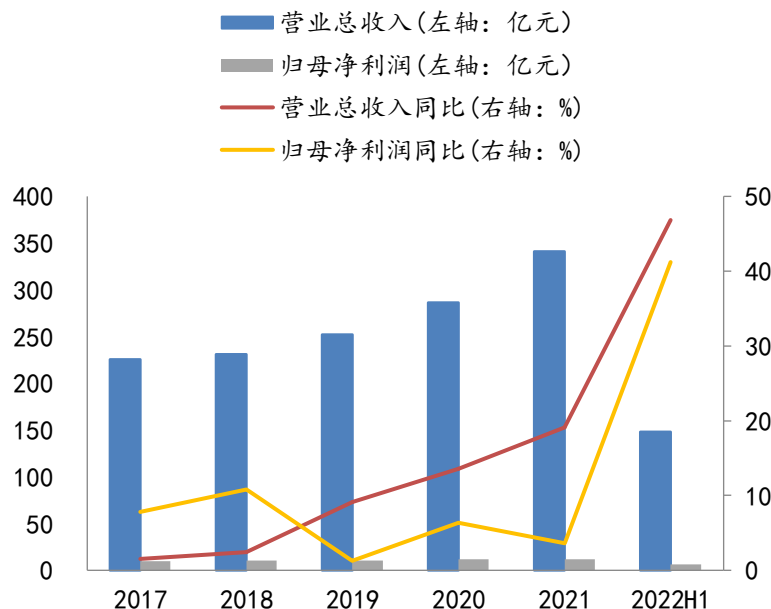
8月26日，公司发布2022年半年报。据公告，公司上半年实现营业收入148.06亿元，同比增长46.83%，实现归母净利润6.51亿元，同比增长41.21%。

● 主营业务齐发力，业绩实现稳健增长

公司主营业务分为三类：航空发动机及衍生产品业务、外贸出口转包业务、非航空产品及其他业务。主要产品和服务有航空发动机及燃气轮机整机、部件，维修保障服务以及航空发动机零部件出口转包等。公司产品用于为航空器、舰船提供动力。

公司实现主营业务收入1,455,599.29万元，同比增长46.49%，其中航空发动机及衍生产品业务实现收入1,369,538.99万元，同比增长50.05%；外贸出口转包业务实现收入72,391.20万元，同比增长20.92%；非航空产品及其他业务实现收入13,669.10万元，同比减少35.12%。

图表1 公司近几年经营情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

从产业链所处位置看，公司航空发动机及衍生产品业务覆盖全产业链，包括研制、生产、试验、销售、维修保障五大环节；外贸出口转包业务处于产业链中游，以生产制造为主，参与国际部分新型民用航空发动机

零部件试制工作；公司及下属子公司也在积极拓展国内民用飞机动力市场。

图表 2 主要控股参股公司

名称	公司持股比例	本期收入情况 (单位:万元)	本期利润总额情况(单位:万元)
黎明公司 (母公司)	100%	955,762.31	23,832.74
南方公司 (母公司)	100%	298,550.20	15,937.66
黎阳动力 (母公司)	100%	130,622.14	19,531.32
莱特公司	100%	44,726.86	1,316.29
商泰公司	100%	3,522.63	-315.74
安泰叶片	100%	6,724.69	2,122.22
机电设备	100%	9,131.91	537.32
西罗公司 (母公司)	51%	11,535.25	2,284.72
晋航公司	100%	1,897.27	-891.84

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 对外投资设立参股公司有助于优化供应链布局

2022 年 4 月 22 日，公司第十届董事会第十二次会议审议通过了《关于拟对外投资设立参股公司的议案》，同意公司与北京钢研高纳科技股份有限公司共同出资，设立西安钢研高纳航空部件有限公司。

公司拟以 204 台/套设备资产及 9 项无形资产（注：截至 2021 年 4 月 30 日，该等资产账面价值为 2,353.10 万元，评估价值为 3,523.31 万元）作价 3,523.31 万元出资，钢研高纳拟以现金 7,476.69 万元出资，共同发起设立参股公司西安钢研高纳航空部件有限公司。

本次交易有助于公司优化供应链布局，有利于降低公司制造和管理成本。不会对公司本年度财务状况和经营成果产生重大影响。

2022 年 6 月 24 日，西安钢研高纳航空部件有限公司完成了工商注册登记手续，并取得了西安市市场管理监督局颁发的《营业执照》。

● 2022 年度关联交易将能为公司业务收入及利润增长作出相应的贡献

2022 年 1 月 8 日，公司发布“关于 2022 年度与实际控制人及其关联方之持续性关联交易的公告”，披露因公司所生产产品的特点，生产产品所需要的合格原材料供应商、产品用户大部分为航空工业集团、中国航发控制的下属企业（不包括公司及公司下属子公司）。公司预计在 2022 年度将与航空工业集团及其下属单位、中国航发及其下属单位发生一定数量的关联交易。由于该等关联交易涉及关联方企业较多，关联交易内容较多，且为公司日常生产经营所必须，要经常订立新的关联交易协议。

图表 3 销售商品、提供劳务等情况

接受方	项目	结算价格	2022 年预计金额（单位：万元）
中国航发系统内	销售商品	国家定价、市场价格定价	265,000.00
航空工业集团系统内	销售商品	国家定价、市场价格定价	1,800,000.00
中国航发系统内	提供劳务	市场价格定价	6,000.00
航空工业集团系统内	提供劳务	市场价格定价	1,500.00
中国航发系统内	水电汽等其他公用事业费用（销售）	市场价格定价	650.00
航空工业集团系统内	水电汽等其他公用事业费用（销售）	市场价格定价	/
中国航发系统内	提供代理	市场价格定价	100.00
中国航发系统内	租出	市场价格定价	1,300.00
合计			2,074,550.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 购买商品、接受劳务等情况

接受方	项目	结算价格	2022 年预计金额（单位：万元）
中国航发系统内	购买商品	国家定价、市场价格定价	1,100,000.00
航空工业集团系统内	购买商品	国家定价、市场价格定价	900,000.00
中国航发系统内	接受劳务	市场价格定价	80,000.00
航空工业集团系统内	接受劳务	市场价格定价	15,000.00
中国航发系统内	借款	市场价格定价	541,931.00
航空工业集团系统内	接受代理	市场价格定价	1,050.00
中国航发系统内	租入	市场价格定价	950.00
航空工业集团系统内	租入	市场价格定价	2,000.00
合计			2,640,931.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 拥有行业内领先的研制技术和能力

公司拥有行业内领先的研制技术和能力，具备涵盖产品全寿命周期的设计、制造、总装、试车整套技术和发动机综合服务保障能力。公司建立

了从毛坯生产到零件加工、总装试车的涵盖航空发动机全制造过程的国内先进的航空发动机生产线，掌握全谱系航空发动机及燃气轮机装配、试车、修理能力，在精密铸造、精密锻造、机匣加工、钣金成型、整体叶盘与粉末盘制造、传动轴加工及检测、热喷涂涂层制备、增材制造、高速动平衡和数字化装配等领域处于国内领先水平，为我国航空发动机事业发展储备了坚实的技术力量，带动相关学科向更高质量发展。

公司建成了叶片、机匣、装配等数字化车间；涡轮叶片、大型风扇叶片锻造、中央齿箱加工等数字化单元；脉动装配生产线；拥有国家认可的材料检测研究中心、无损检测中心、计量测试中心，省部级工程实验室等技术研发平台，联合高校、院所等共同建立了多个联合实验室。公司以智能制造统领产业转型升级，大力推动信息化与工业化深度融合，CAPP、MBD 和 PDM 技术在工艺设计中得到了普遍应用，正在向数字化转型加速迈进。

在专利及非专利技术方面，公司全面建设创新型企业，着力开展研发体系建设，努力提升型号正向研制能力；建成公司产品-技术-人才相互支撑的研发体系；技术创新及型号保障成效凸显，持续跟踪前沿、颠覆性技术，不断突破和掌握关键核心技术，提升关键技术成熟度和通用基础技术水平。

2022 年上半年，公司申请专利 184 项，其中发明专利 183 项；授权专利 198 项，其中发明专利 198 项

图表 5 2022 年 Q2 期间公司公开的部分专利

序号	公开日期	公开号	专利名称
1	2022-06-28	CN112496263B	一种涡轮导向器类蜡模修型用装置及使用方法
2	2022-06-28	CN113293270B	一种叶片表面超声滚压强化自适应调控系统及方法
3	2022-06-28	CN113369657B	一种电子束焊接接头感应加热装置
4	2022-06-24	CN114653874A	一种钛合金锻件的锻造方法
5	2022-06-24	CN114654174A	一种大长径比空心轴类零件内型面的加工方法
6	2022-06-24	CN114654187A	一种燃油总管装配故障复位装置和方法
7	2022-06-24	CN114654188A	一种轴颈主体套的更换方法
8	2022-06-24	CN114654264A	一种大悬伸刀杆的支撑定位装置及利用其的加工方法
9	2022-06-24	CN114654304A	一种基于补偿法保证精密孔位置度的加工方法

资料来源：中国专利检索，华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.92、19.61、25.54 亿元，同比增速为 25.6%、31.4%、30.3%。对应 PE 分别为 86.07、65.48、50.27 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

军品订单不及预期, 产品交付不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	34102	42255	52507	65273
收入同比 (%)	19.1%	23.9%	24.3%	24.3%
归属母公司净利润	1188	1492	1961	2554
净利润同比 (%)	3.6%	25.6%	31.4%	30.3%
毛利率 (%)	12.5%	12.6%	13.0%	13.3%
ROE (%)	3.2%	3.8%	4.8%	5.9%
每股收益 (元)	0.45	0.56	0.74	0.96
P/E	142.44	86.07	65.48	50.27
P/B	4.52	3.30	3.14	2.95
EV/EBITDA	52.90	30.23	33.65	28.19

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	62303	59656	72042	87691	营业收入	34102	42255	52507	65273
现金	15907	4747	5738	6584	营业成本	29842	36930	45669	56567
应收账款	12945	14670	18262	23034	营业税金及附加	71	97	116	145
其他应收款	127	175	206	258	销售费用	484	540	677	853
预付账款	2753	2101	2861	3714	管理费用	1884	2517	3043	3789
存货	20515	27606	33395	41259	财务费用	73	-249	-39	-76
其他流动资产	10056	10358	11580	12842	资产减值损失	-327	0	0	0
非流动资产	28345	32867	35831	39115	公允价值变动收益	28	0	0	0
长期投资	2275	2275	2275	2275	投资净收益	388	319	432	557
固定资产	18543	22218	24639	27319	营业利润	1306	1812	2367	3070
无形资产	2450	2969	3339	3749	营业外收入	128	14	15	16
其他非流动资产	5077	5405	5577	5772	营业外支出	27	5	6	7
资产总计	90648	92523	107873	126806	利润总额	1407	1821	2376	3079
流动负债	50546	51044	64377	80674	所得税	176	288	361	447
短期借款	1586	720	379	63	净利润	1231	1533	2014	2632
应付账款	10505	13001	16071	19910	少数股东损益	44	41	53	78
其他流动负债	38455	37323	47927	60701	归属母公司净利润	1188	1492	1961	2554
非流动负债	165	3	-1	-4	EBITDA	2948	4149	3688	4362
长期借款	646	641	636	631	EPS (元)	0.45	0.56	0.74	0.96
其他非流动负债	-481	-638	-637	-635	主要财务比率				
负债合计	50711	51048	64377	80671	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2486	2527	2580	2658	成长能力				
股本	2666	2666	2666	2666	营业收入	19.1%	23.9%	24.3%	24.3%
资本公积	27445	27450	27456	27463	营业利润	-6.0%	38.7%	30.6%	29.7%
留存收益	7342	8833	10794	13349	归属于母公司净利	3.6%	25.6%	31.4%	30.3%
归属母公司股东权	37452	38949	40916	43477	获利能力				
负债和股东权益	90648	92523	107873	126806	毛利率 (%)	12.5%	12.6%	13.0%	13.3%
现金流量表					净利率 (%)	3.5%	3.5%	3.7%	3.9%
单位:百万元					ROE (%)	3.2%	3.8%	4.8%	5.9%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	2.8%	1.9%	3.0%	3.7%
经营活动现金流	16704	-2710	5991	6190	偿债能力				
净利润	1188	1492	1961	2554	资产负债率 (%)	55.9%	55.2%	59.7%	63.6%
折旧摊销	1599	3162	2103	2302	净负债比率 (%)	127.0%	123.1%	148.0%	174.9%
财务费用	192	93	63	47	流动比率	1.23	1.17	1.12	1.09
投资损失	-388	-319	-432	-557	速动比率	0.77	0.59	0.56	0.53
营运资金变动	13560	-7149	2280	1809	营运能力				
其他经营现金流	-11818	8652	-304	779	总资产周转率	0.38	0.46	0.49	0.51
投资活动现金流	-8898	-7335	-4596	-4986	应收账款周转率	2.63	2.88	2.88	2.83
资本支出	-2951	-7654	-5028	-5543	应付账款周转率	2.84	2.84	2.84	2.84
长期投资	-6219	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	272	319	432	557	每股收益	0.45	0.56	0.74	0.96
筹资活动现金流	54	-1115	-403	-359	每股经营现金流薄)	6.27	-1.02	2.25	2.32
短期借款	-503	-866	-342	-316	每股净资产	14.05	14.61	15.35	16.31
长期借款	-153	-5	-5	-5	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	142.44	86.07	65.48	50.27
资本公积增加	559	5	6	7	P/B	4.52	3.30	3.14	2.95
其他筹资现金流	152	-249	-62	-45	EV/EBITDA	52.90	30.23	33.65	28.19
现金净增加额	7841	-11160	992	845					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。