

收购黎阳国际 5.84% 股权；延伸产业链深化配套能力

2023 年 03 月 21 日

➤ **事件：**公司 3 月 20 日发布对外投资公告：公司已竞拍取得航发动力子公司黎阳动力在北京产权交易所挂牌转让其持有的贵州黎阳国际制造有限公司（简称“黎阳国际”或“标的企业”）5.84% 股权，成交价格为 3563.4 万元。本次竞拍后公司成为标的企业的第六大股东，公司与标的企业均从事航空发动机生产制造，从市场、技术、生产等各个层面都可形成良好的互补及协同效应，本次收购符合公司战略发展方向，并进一步深化贵州地区配套能力。我们综合点评如下：

➤ **标的企业经营趋好，2022 年 1~10 月实现扭亏为盈。**1) 截至 2022 年 10 月 31 日，黎阳国际总资产 7.4 亿元，净资产 5.8 亿元，前十个月实现营收 2.6 亿元，净利润 1339 万元。2) 2020 年和 2021 年黎阳国际分别实现营收 1.8 亿元和 2.1 亿元，实现净利润-2756 万元和-4121 万元。在经历连续两年的亏损后，黎阳国际在 2022 年前十个月实现扭亏为盈，经营情况持续向好。

➤ **标的企业深度参与航空航发零部件外贸转包；收购实现产业链纵向延伸。**黎阳国际主要从事国内外航空航发零部件转包生产，是国内最早生产外贸航空零部件企业之一，产品主要包括民用航空发动机核心机零部件、飞机短舱零件等。国外主要客户包括：斯奈克玛、GE 航空、柯林斯航空、美国联合技术航空航天系统公司、美国哈里伯顿、英国罗尔斯-罗伊斯、美国通用电气石油天然气集团旗下意大利新比隆公司等；国内客户有：中国商发、华为等。根据公司招股书披露，黎阳国际为公司提供零部件加工服务，2019 年和 2020 年公司向黎阳国际分别销售产品 3157 万元和 2266 万元，产品终端客户主要为 GE 航空、美捷特、普惠、柯林斯航空和中国航发集团。公司本次参股黎阳国际将实现产业链纵向延伸，提升产品价值量，贴近终端客户增加客户粘性。

➤ **收购符合战略发展方向；进一步深化贵州地区配套能力。**1) 公司与标的企业均从事航空发动机生产制造，在市场、技术、生产等多个层面都可形成良好的互补及协同效应，本次收购有利于公司未来业务的发展和市场的开拓，提高国内外市场的市占率和品牌影响力，符合公司战略发展方向。2) 根据未来智库描述，2017 年公司与航发贵州黎阳签署战略合作协议，贵州黎阳承诺“在同类产品、同等价格水平条件下优先向航宇科技订货、并确保较大的市场份额”，本次收购将深化公司在贵州地区的配套能力，进一步提升客户粘性。

➤ **投资建议：**公司是我国航空航天领域环锻细分龙头之一，“十四五”期间将同时受益于国内航空航天领域高景气度和海外“两机”领域的需求回暖。由于下游景气度持续向好，我们小幅上调盈利预测，预计 2022~2024 年归母净利润分别为 1.8 亿元、2.9 亿元和 4.7 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 54x/34x/21x。我们考虑到公司扩产项目与股权激励的顺利推进，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**募投项目建设不及预期、黎阳国际盈利不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	960	1,454	2,120	2,904
增长率 (%)	43.1	51.5	45.8	37.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	139	183	289	467
增长率 (%)	91.1	31.4	58.4	61.5
每股收益 (元)	0.97	1.28	2.03	3.27
PE	71	54	34	21
PB	9.5	8.3	6.9	5.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

69.40 元


分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

- 1.航宇科技 (688239.SH) 2022 年三季报点评：三季报营收同比增长 58%；产业延伸提升竞争力-2022/11/03
- 2.航宇科技 (688239.SH) 点评报告：产业链纵向延伸提升综合竞争力；实控人增持彰显信心-2022/10/22
- 3.航宇科技 (688239.SH) 首次覆盖报告：航发锻造专精特新“小巨人”，进入成长快车道-2022/09/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	960	1,454	2,120	2,904
营业成本	647	1,001	1,459	1,984
营业税金及附加	5	7	11	15
销售费用	18	28	40	51
管理费用	58	102	151	188
研发费用	49	83	121	149
EBIT	183	233	339	518
财务费用	15	23	27	27
资产减值损失	-33	-34	-34	-34
投资收益	-6	-6	-6	-6
营业利润	157	206	325	525
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	156	205	325	524
所得税	17	22	35	57
净利润	139	183	289	467
归属于母公司净利润	139	183	289	467
EBITDA	205	269	380	561

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	160	431	493	628
应收账款及票据	609	763	1,058	1,377
预付款项	52	69	95	127
存货	574	784	1,038	1,424
其他流动资产	48	39	41	42
流动资产合计	1,443	2,086	2,725	3,598
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	210	335	431	505
无形资产	34	35	36	37
非流动资产合计	757	798	833	867
资产合计	2,200	2,884	3,558	4,465
短期借款	284	284	284	284
应付账款及票据	549	855	1,257	1,737
其他流动负债	118	139	166	197
流动负债合计	951	1,278	1,707	2,218
长期借款	159	359	359	359
其他长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	208	408	408	408
负债合计	1,159	1,686	2,116	2,627
股本	140	143	143	143
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,040	1,198	1,443	1,838
负债和股东权益合计	2,200	2,884	3,558	4,465

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.11	51.47	45.82	36.97
EBIT 增长率	74.73	27.21	45.57	52.85
净利润增长率	91.13	31.44	58.40	61.52
盈利能力 (%)				
毛利率	32.60	31.11	31.19	31.68
净利率	14.48	12.56	13.65	16.09
总资产收益率 ROA	6.32	6.33	8.13	10.46
净资产收益率 ROE	13.35	15.25	20.05	25.42
偿债能力				
流动比率	1.52	1.63	1.60	1.62
速动比率	0.85	0.96	0.93	0.92
现金比率	0.17	0.34	0.29	0.28
资产负债率 (%)	52.70	58.47	59.46	58.83
经营效率				
应收账款周转天数	146.79	117.43	111.56	105.98
存货周转天数	323.67	297.78	268.00	268.00
总资产周转率	0.44	0.50	0.60	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	1.28	2.03	3.27
每股净资产	7.29	8.39	10.11	12.88
每股经营现金流	-0.37	1.44	1.54	2.24
每股股利	0.20	0.26	0.42	0.67
估值分析				
PE	71	54	34	21
PB	9.5	8.3	6.9	5.4
EV/EBITDA	49.63	37.60	26.44	17.70
股息收益率 (%)	0.29	0.38	0.60	0.97

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	139	183	289	467
折旧和摊销	22	37	42	43
营运资金变动	-266	-80	-182	-261
经营活动现金流	-53	205	220	320
资本开支	-380	-80	-79	-79
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-382	-85	-85	-85
股权募资	375	3	0	0
债务募资	22	200	0	0
筹资活动现金流	490	151	-73	-100
现金净流量	55	271	62	135

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026