

国防军工

航空锻铸龙头迎拐点，减负轻装上阵再出发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	9.40/8.57
总市值/流通(亿元)	180.14/164.36
12个月最高/最低(元)	26.00/17.21

相关研究报告:

《2021年军工策略: 军工迎来景气周期, 板块估值重构, 行情料将继续演绎》

证券分析师: 马捷

电话: 010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519070002

证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

证券分析师: 马浩然

电话: 010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120003

报告摘要

中航工业第一股，锻铸龙头再出发。中航重机股份有限公司中航重机是中航工业集团旗下第一家上市公司，被誉为“中国航空工业第一股”。作为航空高端装备基础产业的龙头公司，中航重机的主要业务包括航空锻铸和液压环控两大部分。近年来，公司先后剥离了新能源、燃机等非航民品业务，进一步聚焦航空锻铸主业，使财务状况得到明显改善，盈利能力持续提升。

航空锻铸壁垒高，军民市场潜力大。由于锻件的性能和质量在相当大的程度上决定着航空关键构件的使用性能和服役行为，因此航空装备对于锻件的材料、质量、性能的要求都非常高，国内仅有少数企业能够进行高性能、高精度环形锻件产品的研制生产。中航重机长期配套国内各大主机厂，主要产品包括飞机机身机翼结构锻件、中小型锻件；航空发动机盘轴类和环形锻件、中小型锻件；航天发动机环锻件、中小型锻件等，几乎覆盖全部飞机和发动机型号，未来将充分受益军用和民用航空制造行业的高景气。

液压环控迈向高端，国产替代空间广阔。公司的液压环控业务主要包括液压和热交换器两部分。液压产品主要是高压柱塞泵和马达；热交换器包括列管式、板翅式、环形散热器、胀接装配式、套管式热交换器及铜质、铝质、不锈钢等多种材质、多种形式的热交换器及环控附件等。我们认为，随着下游工程机械、农用机械等行业延续高景气，将拉动液压件和热交换器产品需求增长，同时国产化率的提升有望带来更为广阔的市场空间。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的净利润为 3.44 亿元、4.51 亿元、5.78 亿元，EPS 为 0.37 元、0.48 元、0.61 元，对应 PE 为 52 倍、40 倍、31 倍，维持“买入”评级。

■ 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,984.91	6,936.51	8,504.16	10,358.07
净利润(百万元)	275.26	344.15	451.11	577.61
摊薄每股收益(元)	0.29	0.37	0.48	0.61

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

风险提示: 军品订单不及预期; 募投项目进展不及预期。

目录

一、	中航工业第一股，锻铸龙头再出发.....	4
	（一）立足航空高端装备基础产业，形成锻铸液压两大业务板块.....	4
	（二）剥离低效资产轻装上阵，盈利能力有望持续提升.....	5
	（三）定增加码聚焦核心主业，股权激励利好长期发展.....	7
二、	航空锻铸壁垒高，军民市场潜力大.....	9
	（一）陕西宏远.....	14
	（二）贵州安大.....	15
三、	液压环控迈向高端，国产替代空间广阔.....	16
	（一）力源液压.....	17
	（二）贵州永红.....	18
四、	盈利预测及估值.....	19
五、	风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 主要子公司情况	5
图表 3: 中航重机 2015-2019 年营业收入情况	5
图表 4: 中航重机 2015-2019 年归母净利润情况	5
图表 5: 公司处置低效资产情况	6
图表 6: 中航重机 2019 年收入结构	6
图表 7: 中航重机 2019 年毛利结构	6
图表 8: 公司 2018 年定增募投项目情况	7
图表 9: 公司 2021 年定增募投项目情况	7
图表 10: 公司 A 股限制性股票激励计划 (第一期) 授予情况	8
图表 11: 常用锻造工艺	9
图表 12: 锻件在军用飞机产业链的应用	10
图表 13: 大型飞机、战斗机机身结构件	10
图表 14: 直升机结构件	11
图表 15: 航空发动机和燃气轮机盘类件	12
图表 16: 国内锻件生产企业	12
图表 17: 公司部分锻件产品示例	13
图表 18: 航空锻造业务 2015-2019 年营业收入情况	14
图表 19: 航空锻造业务 2015-2019 年毛利情况	14
图表 20: 陕西宏远 2015-2019 年营业收入情况	15
图表 21: 陕西宏远 2015-2019 年利润总额情况	15
图表 22: 贵州安大 2015-2019 年营业收入情况	15
图表 23: 贵州安大 2015-2019 年利润总额情况	15
图表 24: 公司部分液压产品示例	16
图表 25: 液压业务 2015-2019 年营业收入情况	17
图表 26: 液压业务 2015-2019 年毛利情况	17
图表 27: 力源液压 2015-2019 年营业收入情况	17
图表 28: 力源液压 2015-2019 年利润总额情况	17
图表 29: 贵州永红 2015-2019 年营业收入情况	18
图表 30: 贵州永红 2015-2019 年利润总额情况	18

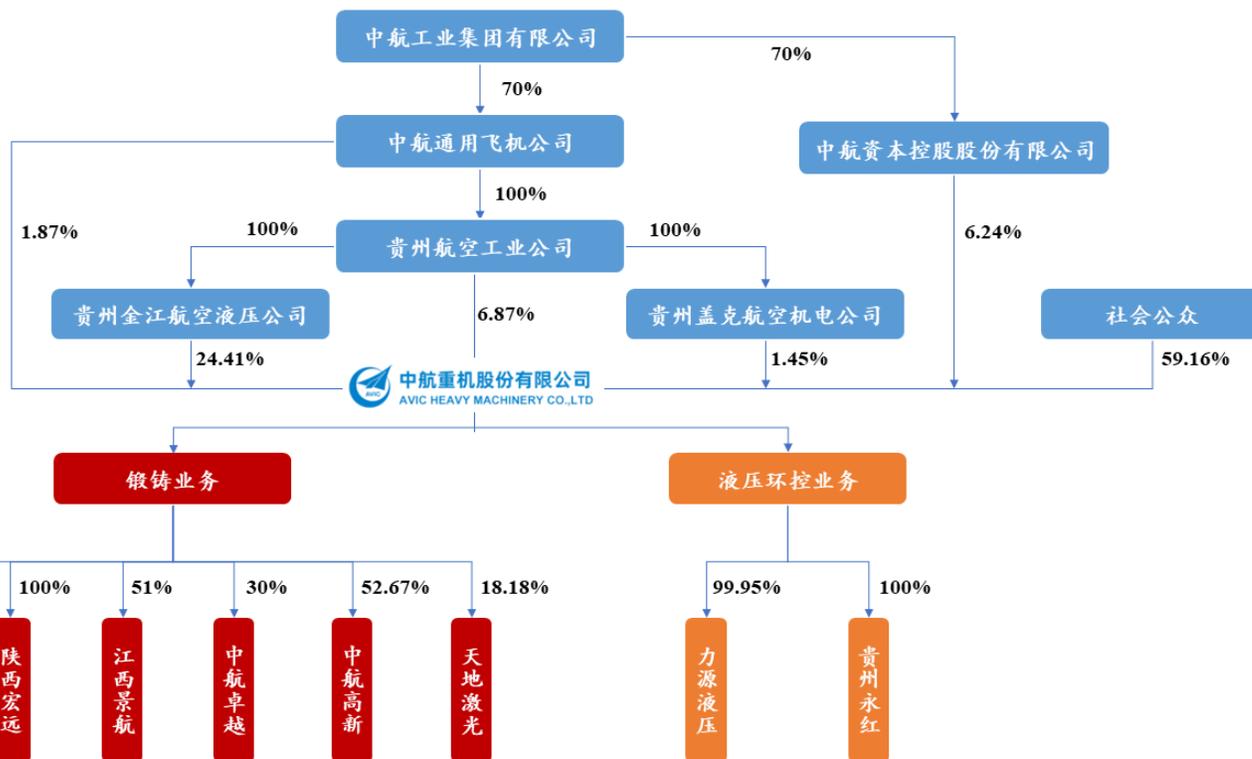
一、中航工业第一股，锻铸龙头再出发

中航重机股份有限公司是中航工业集团旗下第一家上市公司，被誉为“中国航空工业第一股”。作为航空高端装备基础产业的龙头公司，中航重机的主要业务包括航空锻铸和液压环控两大部分。

(一) 立足航空高端装备基础产业，形成锻铸液压两大业务板块

自1996年在上海证券交易所上市以来，公司通过专业化整合和资本化运作，陆续收购了贵州安大、贵州永红、陕西宏远、江西景航等公司，形成了航空锻铸和液压环控两大业务板块。其中，锻铸产业以高端特种材料锻件、铸件制造为核心，液压环控产业聚焦液压、环控核心元件和部件生产制造。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

目前，中航重机旗下共有 8 家一级子公司，其中航空锻铸业务主要由贵州安大、陕西宏远和江西景航等 6 家子公司来承担，液压环控业务主要由中航力源和中航永红 2 家子公司负责具体经营。

图表 2：主要子公司情况

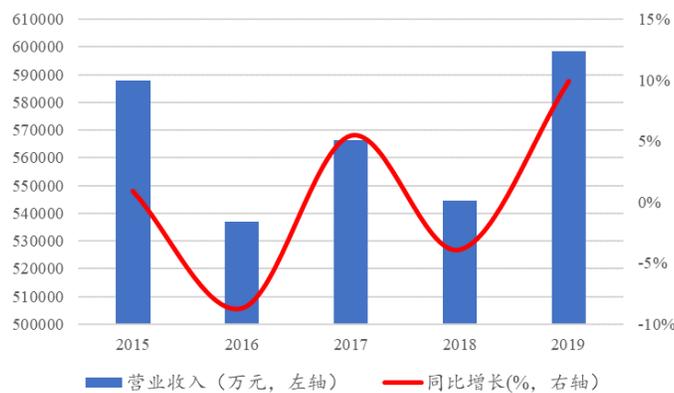
公司名称	持股比例	主营业务	2019 年营业收入 (万元)	2019 年利润总额 (万元)
陕西宏远航空锻造有限责任公司	100%	锻铸毛坯、机械加工	188,514.11	18,769.37
贵州安大航空锻造有限责任公司	100%	航空用大型环件和盘件	166,063.45	19,314.99
江西景航航空锻铸有限公司	51%	设计、生产制造各类锻模、铸模模具	52,967.12	7,071.24
中航力源液压股份有限公司	99.95%	军民共用液压件、液压系统及其成套设备、铸件、汽车零部件等的研制、开发、制造、修理、销售	75,756.13	-9,645.33
贵州永红航空机械有限责任公司	100%	航空冷却系统和民用热交换器的专业化生产	84,103.65	8,105.77

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 剥离低效资产轻装上阵，盈利能力有望持续提升

公司近五年的业绩波动较大，主要原因系新能源等业务亏损导致的大额资产减值损失拖累了公司整体利润。其中，2015 年由于子公司中航特材的债权诉讼单项计提坏账准备 6.12 亿元，导致当期业绩出现大幅下降。

图表 3：中航重机 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 4：中航重机 2015-2019 年归母净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

近年来，公司积极实施“瘦身健体、提质增效”，先后剥离了新能源、燃机等非航民品业务，进一步聚焦航空锻铸主业。

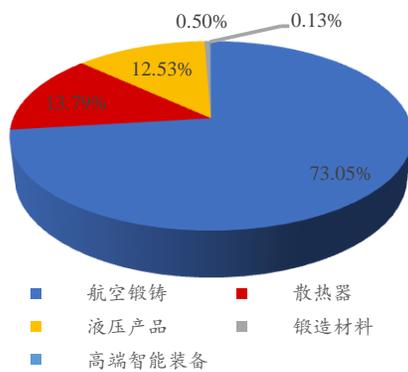
图表 5：公司处置低效资产情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

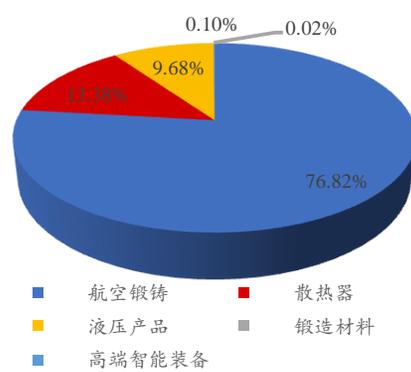
从公司 2019 年的收入和毛利结构来看，航空锻造业务占总营业收入的比重为 73.05%，占总毛利润的比重为 76.82%，是公司最主要的收入和利润来源。

图表 6：中航重机 2019 年收入结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 7：中航重机 2019 年毛利结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

我们认为，公司通过剥离低效资产实现轻装上阵，使未来经营风险得到充分释放，财务状况有明显改善，公司的盈利能力有望持续提升。

(三) 定增加码聚焦核心主业，股权激励利好长期发展

由于锻铸业务属于重资产型基础制造领域，随着市场需求的升级换代，对设备能力迅速提升的要求越来越高，进而对公司在大型化、自动化、智能化设备能力建设方面的需求不断增强，如不能及时补充相关能力，将难以保障公司产品保质保量地及时交付，甚至使公司锻件产品市场份额受到冲击。与此同时，公司在液压业务的军品生产能力及热交换器业务的航空军品、民品生产能力已不能满足业务发展和市场需求，急需进行改善、补充和提高。为解决各业务板块迫切的资金需求问题，加快能力建设，公司于2018年6月发布了17亿元的定增预案，募集资金主要用于西安新区先进锻造产业基地建设项目、民用航空环形锻件生产线建设项目、国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目和军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目。

图表 8：公司 2018 年定增募投项目情况

项目名称	投资主体	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	建设期	达产期	预计税后投资内部收益率	税后投资回收期 (年)
西安新区先进锻造产业基地建设项目	宏远公司	139,216	102,000	3.5	3	10.21%	10.73
民用航空环形锻件生产线建设项目	安大公司	45,000	44,500	3	3	10.2%	10.2
国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目	力源公司	30,364	16,800	5	3	15.43%	9.4
军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目	永红公司	6,980	6,980	2	3	13.9%	8
合计		221,560	170,280				

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2021年1月，公司发布了19亿元的定增预案，募集资金主要用于航空精密模锻产业转型升级项目、特种材料等温锻造生产线建设项目等，持续加码聚焦核心主业。

图表 9：公司 2021 年定增募投项目情况

项目名称	实施主体	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	建设期 (月)	预计税后投资内部收益率	税后投资回收期 (年)
航空精密模锻产业转型升级项目	宏远公司	80,500	80,500	36	16.02%	7.6

特种材料等温锻造生产线建设项目	安大公司	64,044	64,044	36	15%	8.1
补充流动资金	中航重机	46,455	46,455			
合计		191,000	191,000			

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2020年6月，公司完成了A股限制性股票激励计划（第一期）的授予登记，向公司董事、高级管理人员、中层以上管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员和技术、管理、营销、技能核心骨干共106人授予了607.70万股限制性股票，占公司总股本的0.6467%，授予价格为6.89元/股。我们认为，通过实施股权激励计划，有助于充分调动管理层和骨干员工的积极性，利好公司中长期发展。

图表 10：公司 A 股限制性股票激励计划（第一期）授予情况

姓名	职务	获授限制性股票份 额（万股）	占授予总量的比 例	占总股本的比例
姬苏春	董事长	30	4.94%	0.0319%
冉兴	董事、总经理	25	4.11%	0.0266%
孙继兵	董事、副总经理、 董事会秘书	9	1.48%	0.0096%
张正原	副总经理	20	3.29%	0.0212%
毛智勇	副总经理	5	0.82%	0.0053%
胡灵红	副总经理	5	0.82%	0.0053%
乔堃	副总经理	5	0.82%	0.0053%
殷雪灵	财务总监	10	1.65%	0.0106%
公司中层以上管理人员、核心技术（业务）人员及子公司高级管理人员和技术、管理、营销、技能核心骨干共计98人		498.7	82.07%	0.5307%
合计（106人）		607.7	100.00%	0.6467%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、航空锻铸壁垒高，军民市场潜力大

锻造是一种通过对金属坯料施加压力，使其进行塑性变形以获得一定力学性能且符合尺寸要求的加工方法。通过锻造能消除金属在冶炼过程中产生的铸态疏松等缺陷，优化微观组织结构，同时由于保存了完整的金属流线，锻件的机械性能一般优于同样材料的铸件。按照生产工艺的不同，锻造工艺可以分为：自由锻、模块锻造和特种锻造。按照锻造温度，又可以将锻造技术分类为：热锻、温锻和冷锻。

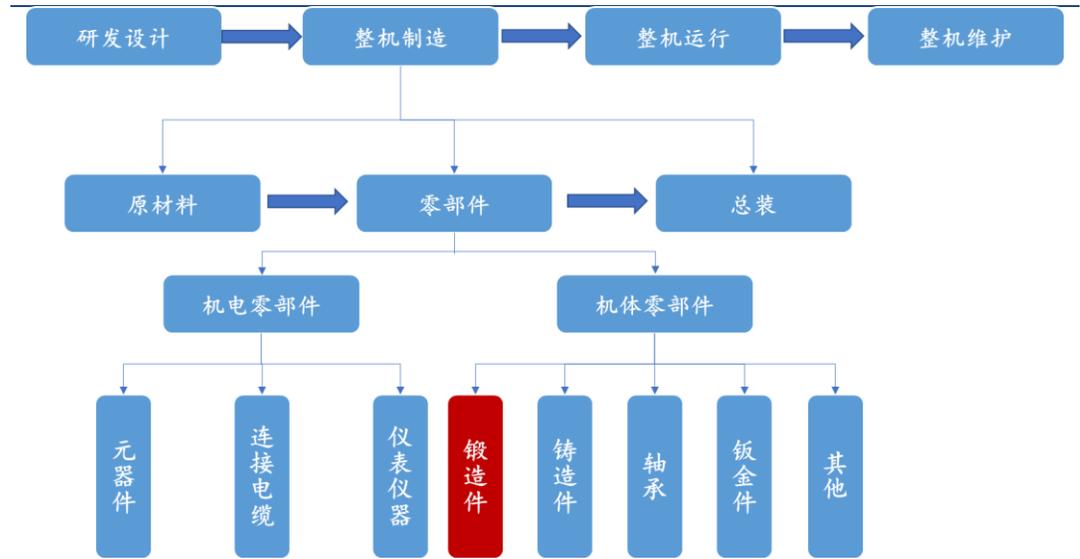
图表 11：常用锻造工艺

锻造工艺	定义	特点
自由锻	利用冲击力或压力使金属在上、下两个抵铁之间变形。从而获得所需形状及尺寸的锻件。在重型机械中，自由锻是生产大型锻件和特大型锻件成型的方法。	自由锻造所用设备和工具通用性强、操作简单，锻件质量可以很大。但工人劳动强度大、生产率低，锻件形状简单、精度低，消耗金属较多。因此，它主要适用单件小批量生产。
模块锻造	在压力或冲击力作用下，金属坯料在锻模模膛内变形，从而获得锻件的工艺方法。	生产率高，锻件精度高，可以锻出形状复杂的零件，与自由锻相比，金属消耗可大大减少，但模锻成本高，锻件重量受限制，所以，它主要应用于大批量生产。
特种锻造	特种锻造是新发展起来的先进锻造方法，它包括精密锻造、粉末锻造、多向模锻、辊锻、墩锻、挤压等成形工艺。	它可以锻出许多类型、形状复杂、少切削甚至无切削的大小零件，这是降低材料消耗、提高劳动生产率的重要途径，这些工艺都应用于大批大量生产中。

资料来源：百度百科，太平洋证券整理

通过锻造，不仅可以得到机械零件的形状，而且能够改善金属内部组织，提高金属的机械性能和物理性能。一般对受力大、要求高的重要机械零件，大多采用锻造生产方法制造。因此，锻造生产广泛应用于冶金、矿山、汽车、石油、化工、航空、航天、兵器等工业部门。例如，飞机和发动机的许多重要件和关键件都是锻件，这些航空锻件的质量和成本对整个飞机和发动机的质量和成本及其服役过程中的可靠性和耐久性具有十分重要的作用。

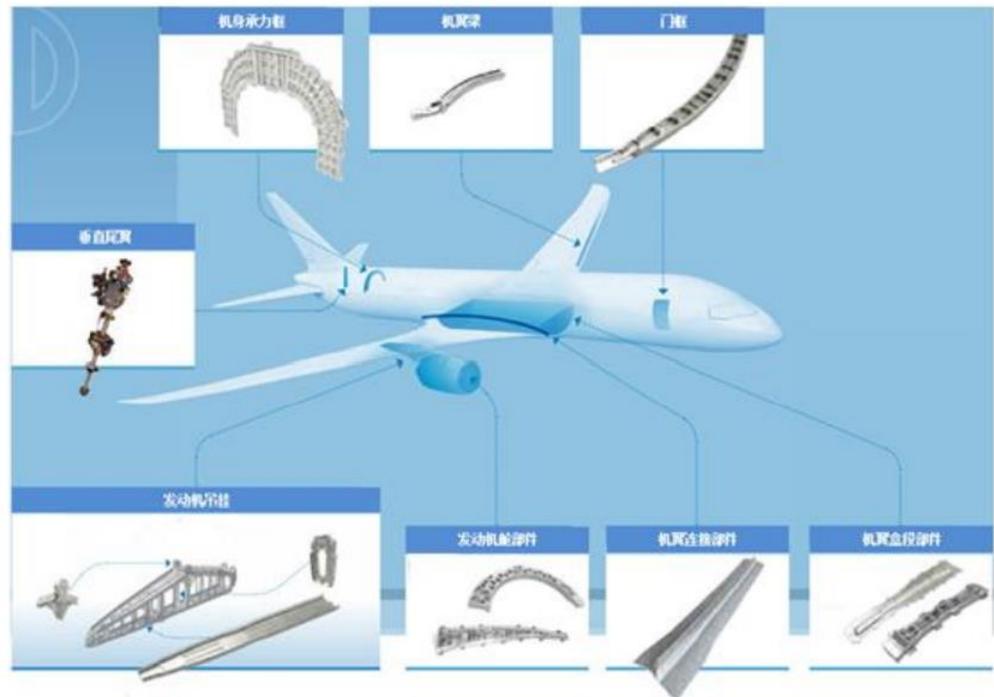
图表 12：锻件在军用飞机产业链的应用



资料来源：《大型航空模锻件整体精密成型工艺技术研究》，太平洋证券整理

大型飞机、战斗机机身结构件主要包括飞机机体的框、梁类结构件，具体包括飞机舱门部位的门框锻件，机头部位的风挡边框锻件，机翼与机身部位的连接件，机翼部位的边条、承力梁、框锻件，发动机吊挂系统锻件，机身承力框锻件，转向舵部位的转轴梁锻件等。

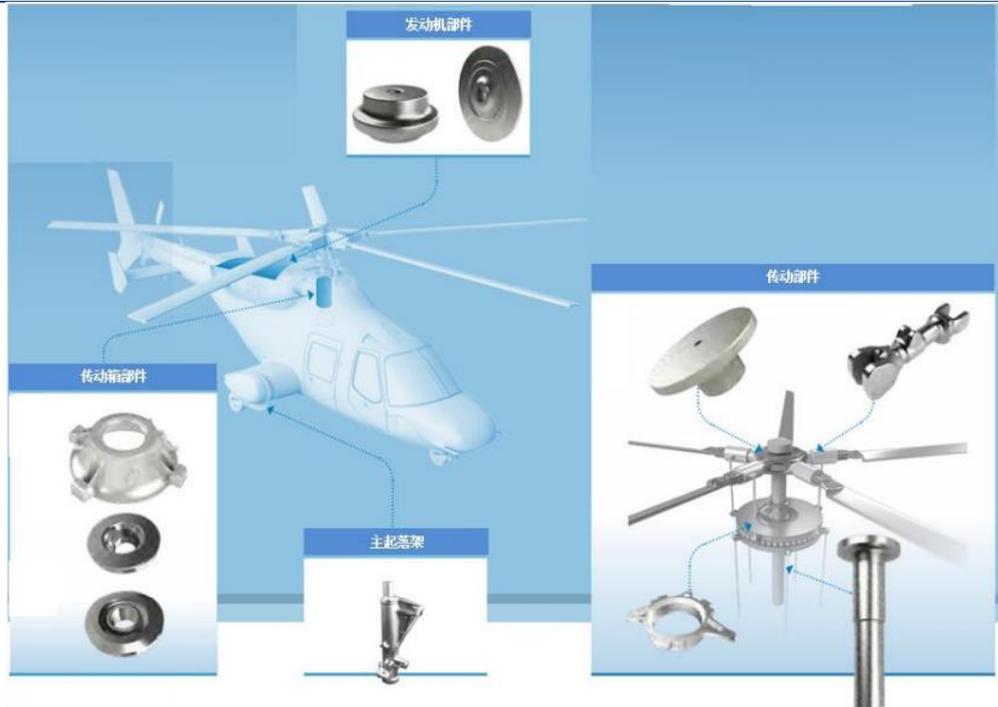
图表 13：大型飞机、战斗机机身结构件



资料来源：三角防务招股说明书，太平洋证券整理

直升机结构件主要包括发动机系统锻件、传动箱系统锻件、浆毂系统锻件、机身结构件锻件、起落架锻件和武器吊挂系统锻件，具体有发动机涡轮盘和涡轮轴锻件、传动箱传动卡盘锻件、浆毂中央件、浆毂连接件、浆毂轴、传动卡盘、吊挂架、起落架外筒和活塞杆锻件等。这类锻件主要涉及的材料有钛合金、超高强度钢和铝合金等。

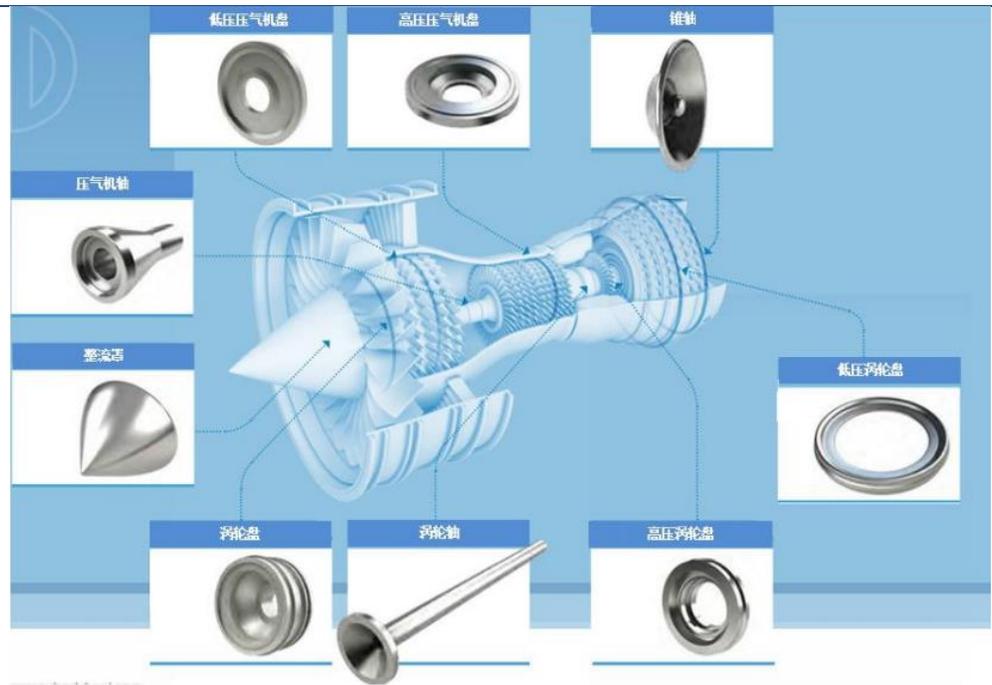
图表 14：直升机结构件



资料来源：三角防务招股说明书，太平洋证券整理

航空发动机和燃气轮机盘类件主要包括航空发动机或燃气轮机的前轴颈、风扇盘、压气机盘、整流罩、涡轮轴、低压涡轮盘、高压涡轮盘、锥轴等盘类锻件。

图表 15：航空发动机和燃气轮机盘类件



资料来源：三角防务招股说明书，太平洋证券整理

由于锻件的性能和质量在相当大的程度上决定着航空关键构件的使用性能和服役行为，因此航空装备对于锻件的材料、质量、性能的要求都非常高，国内仅有少数企业能够进行高性能、高精度环形锻件产品的研制生产。

图表 16：国内锻件生产企业

公司名称	简介	2019 年锻造业务收入 (万元)
中航重机	中航重机股份有限公司隶属中国航空工业集团公司，以航空技术为基础，积极发展高端宇航锻铸造业务、高端液压系统业务、高端散热系统业务，公司产品大量应用于国内外航空航天、新能源、工程机械等领域，成为了中国具有较强竞争力的高端装备基础制造企业之一。	429,329.28
派克新材	派克新材是一家专业从事金属锻件的研发、生产和销售的高新技术企业。主营产品涵盖辗制环形锻件、自由锻件、精密模锻件等各类金属锻件，可应用于航空、航天、船舶、电力、石化以及其他各类机械等多个行业领域。公司拥有包括锻造工艺、热处理工艺、机加工工艺、性能检测等在内的完整锻件制造流程，可加工普通碳钢、合金钢、不锈钢以及高温合金、铝合金、钛合金、镁合金等特种合金，具备跨行业、多规格、大中小批量等多种类型业务的承接能力。	88,442.83
三角防务	公司主要从事航空、航天、船舶等行业锻件产品的研制、生产、销售和服务。目前，公司产品为特种合金锻件，主要用于制造飞机机身结构件及航空发动机盘件。公司目前已进入国内各大主机厂的供应商名录，主要产品参与空军、海军重要装备的设计定型，已成为主要的零部件供应商。公司产品目前已应用在新一代 43 战斗机、新一代运输机及新一代直升机中，并为各类型国产航空发动机供应主要锻件。	61,387.64

航宇科技	<p>贵州航宇科技发展股份有限公司是一家专门从事先进锻压技术应用研究与工程化应用研究的国家高新技术锻造企业，产品应用于国内外航空发动机、燃气轮机、航天运载火箭、导弹、新能源等高端装备领域。以“诚信、和谐、创新、卓越”为核心企业文化，着力打造数字化智慧工厂，成为国内先进锻压技术应用研究的领跑者。致力融入全球航空产业链，建设成为国内一流、国际领先的航空发动机环件制造中心。</p>	58,876.22
二重万航	<p>中国第二重型机械集团德阳万航模锻有限责任公司是中国机械工业集团下属中国二重集团公司的全资子公司。公司装备有 800MN 模锻液压机，以研制生产航空锻件为主导产品，产品覆盖航空、航天、能源、舰船动力、铁路、汽车、起重等国民经济的重要行业。公司具备各类大型模锻件、大型模具的制造能力以及模锻件的粗加工和成套机械产品的生产能力，并可完成各种类型的热处理和表面处理工艺。</p>	22,731.14

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

作为国内锻铸造行业的龙头公司，中航重机的锻造业务涉及国内外航空、航天、电力、船舶、铁路、工程机械、石油、汽车等诸多行业。国内产品主要包括飞机机身机翼结构锻件、中小型锻件，航空发动机盘轴类和环形锻件、中小型锻件，航天发动机环锻件、中小型锻件，汽轮机叶片，核电叶片，高铁配件，矿山刮板，汽车曲轴等产品；国外产品主要为罗罗、IHI、ITP 等公司配套发动机锻件，为波音、空客等公司配套飞机锻件。在铸造业务方面，公司主要为汽车、工程机械等领域配套泵、阀、减速机等液压铸件，叉车零部件、管道阀门以及航空铸件。

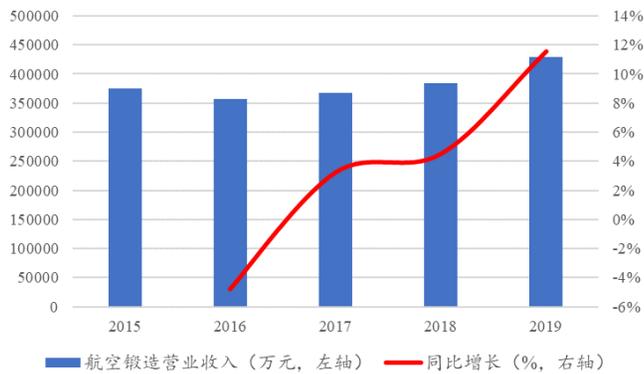
图表 17：公司部分锻件产品示例



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

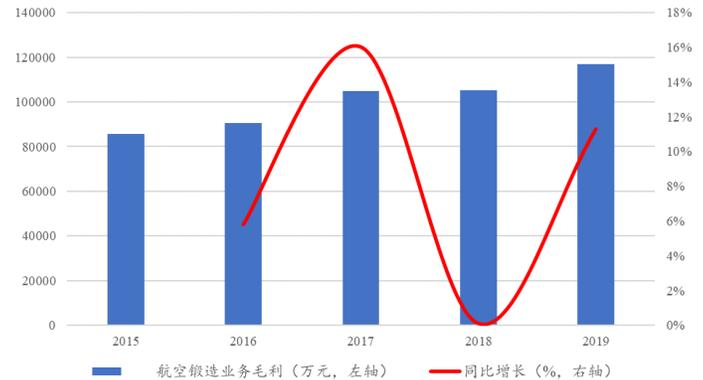
经过多年的技术积累，公司在航空锻造领域已经具备较为雄厚的技术实力。在整体模锻件、特大型钛合金锻件、难变形高温合金锻件、环形锻件精密轧制、等温精锻件、理化检测等方面的技术居国内领先水平；在高技术含量的航空材料（如各种高温合金、钛合金、特种钢、铝合金和高性能复合材料）应用工艺研究方面优势明显。

图表 18：航空锻造业务 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 19：航空锻造业务 2015-2019 年毛利情况



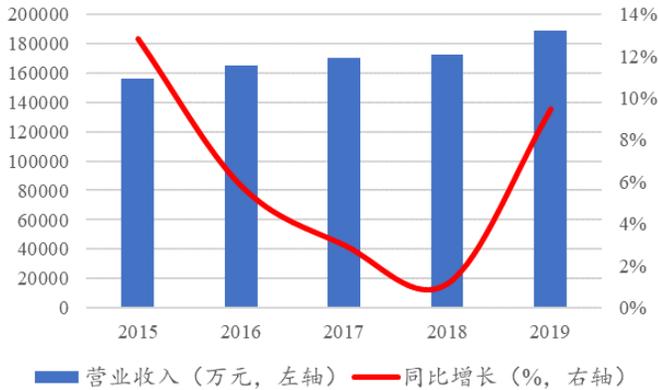
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

近年来，公司的航空锻造业务基本保持平稳增长态势。作为中航工业集团旗下专业化锻造企业，公司长期配套国内各大主机厂，产品几乎覆盖全部飞机和发动机型号，充分受益军用和民用航空制造行业的高景气，未来有望实现快速增长。

(一) 陕西宏远

陕西宏远航空锻造有限责任公司创建于 1965 年，是中航重机旗下的大型锻造专业化企业，承担国内所有在役在研飞机和发动机型号关键锻件的研制与生产，并且与赛峰、空客、波音、METTIS、霍尼韦尔等国际知名航空公司建立了良好的合作关系。根据中航重机 2018 年 6 月发布的定增方案，陕西宏远西安新区锻造基地项目将新建等温锻造和精密锻造两条生产线，前者建成后将形成从 31.5MN 到 160MN 等温锻造液压机的完整系列，成为国内等温锻产品覆盖范围最大、专业化程度最高的生产基地；后者主设备引进德国 200MN 电动螺旋压力机，作为目前国内最大的电动螺旋压力机，其锻造能力可以覆盖绝大部分飞机结构件及航空发动机模锻件，并可兼顾重型燃机、交通、船舶、电力等高端锻件市场。借助大型设备的投入，新增高端生产线，将有效提升陕西宏远大型、关键、重、精锻件的攻关能力，为航空、航天、兵器、船舶等领域提供全价值、全产业链的系统解决方案和服务。

图表 20：陕西宏远 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 21：陕西宏远 2015-2019 年利润总额情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 贵州安大

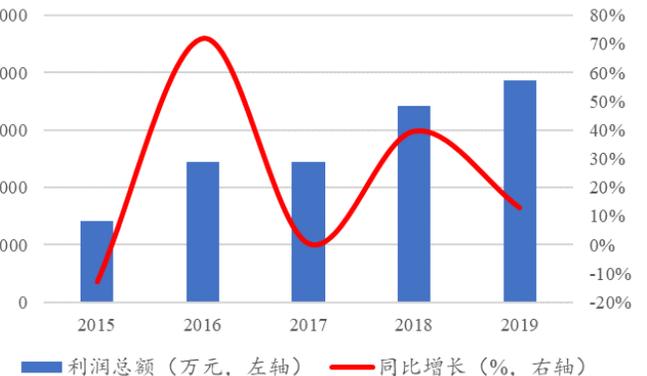
贵州安大航空锻造有限责任公司创建于 1966 年，是中航重机旗下专门从事航空发动机、飞机和燃气轮机锻件生产的专业化企业，具备辗环、轧盘、自由锻、热模锻、等温锻、闪光焊、模具加工、机械加工等系列生产线，可生产高温合金、钛合金、铝合金、镁合金、不锈钢、合金结构钢等材料。根据中航重机 2018 年 6 月发布的定增方案，贵州安大民用航空环形锻件项目将新建一条中型环件生产线及智能管控平台，打造具有国际竞争力的智能化航空环锻件生产线，以提高中、小型环锻件的生产能力。贵州安大目前实行军民品共线生产，产品以军为主，由于需要优先保障军品的供应，民航产品的产能无法保持稳定输出。该项目建成后将补足民品产能缺口，助力公司抓住融入世界航空产业链的重大机遇，同时为适应未来国产大飞机的量产做好充分准备。

图表 22：贵州安大 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 23：贵州安大 2015-2019 年利润总额情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

三、液压环控迈向高端，国产替代空间广阔

液压和热交换器都属于装备制造业的基础性产业，广泛应用于国民经济建设各领域。然而，我国液压行业具有大而不强的特点，主要问题是低端产品过剩，竞争十分激烈，高端产品却严重短缺，每年仍需要大量进口。目前，公司在液压件、热交换器领域已经积累了较强的技术实力，具有代表性的是液压泵/马达的变量控制技术、复杂条件（高速、高压、高温）下的摩擦副配对研究技术、离子注入技术、动静压密封技术，以及散热器的真空钎焊、复杂异形关键件制造、异形钣金件焊接、试验验证等技术，在国内同行业中具备明显的领先优势。

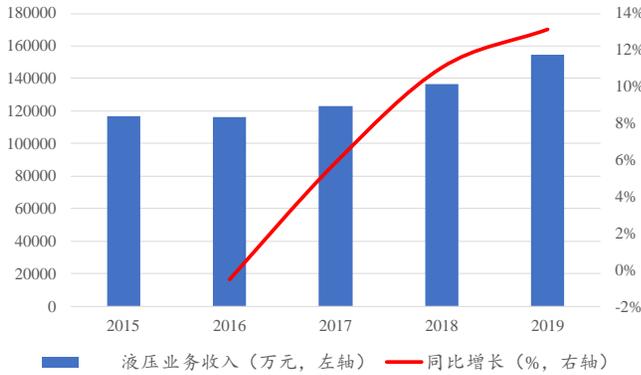
图表 24：公司部分液压产品示例



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

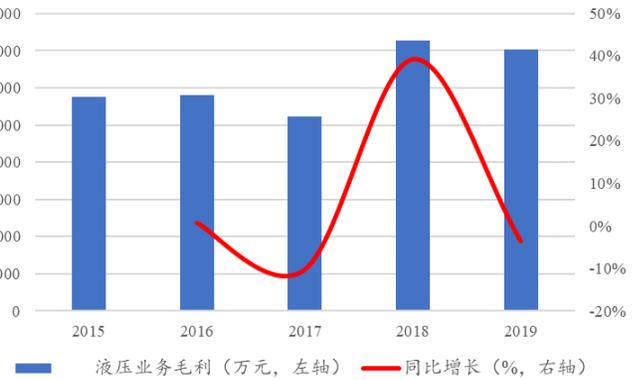
近年来，公司的液压环控业务基本保持平稳增长态势。随着下游工程机械、农用机械等行业延续高景气，拉动液压件和热交换器产品需求增长，同时国产化率的提升有望带来更为广阔的市场空间。

图表 25：液压业务 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 26：液压业务 2015-2019 年毛利情况

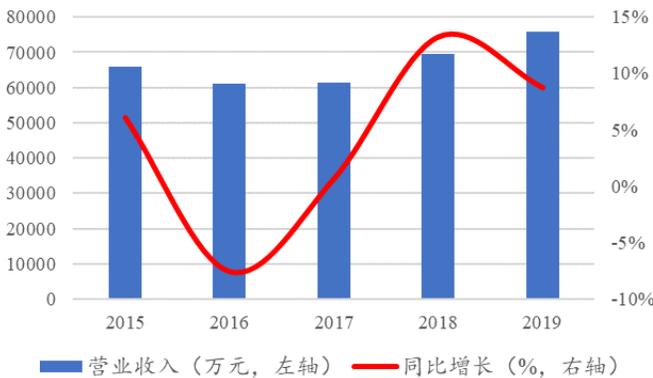


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(一) 力源液压

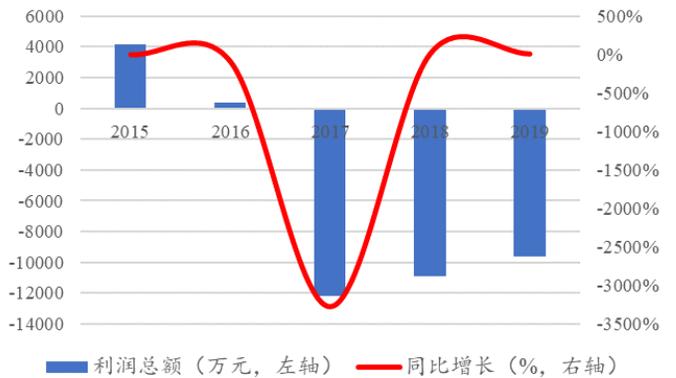
中航力源液压股份有限公司成立于 1965 年，是国内高压柱塞泵/马达产量最大、实力最强的研制生产企业，产品广泛应用于工程机械、农业机械等领域。2017 年至 2019 年，力源液压 2017-2019 年业绩亏损的主要原因系农机市场饱和，公司产品受成本约束导致售价较高，使主机厂取消部分订单，从而出现亏损。我们认为，随着力源液压研制的高附加值产品逐步进入批量生产阶段，公司有望实现扭亏为盈。

图表 27：力源液压 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 28：力源液压 2015-2019 年利润总额情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

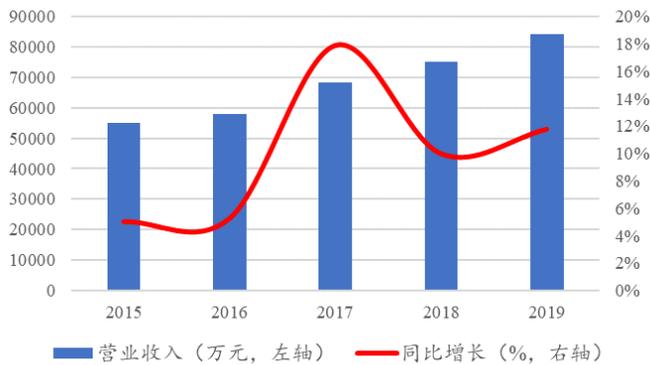
根据中航重机 2018 年 6 月发布的定增方案，力源液压国家重点装备关键液压基础件项目旨在实现分线生产、补足设备、扩充军品产能。力源液压作为军用液压件核心配套商，军品液压产能已基本饱和，且公司军用液压产品在加工精度、设备要求、重量体积等方面相对民品生产均有更高要求，生产线相互之间不可替代，因此分线生产

是最佳选择。同时，随着配套产品升级，现有设备难以满足未来五年的批产需求，急需进一步补充。该项目在军民分线的前提下，补足公司在液压业务批生产中存在的关健设备缺口，有助于解决军品产能瓶颈，抓住军工装备升级叠加放量的发展机遇。

(二) 贵州永红

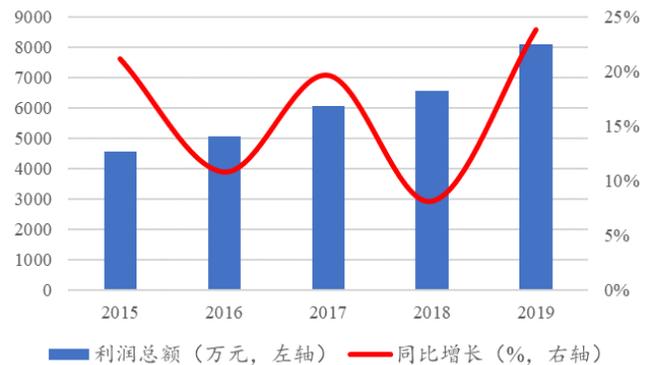
贵州永红航空机械有限责任公司成立于1969年，主要从事散热器产品的开发、设计和生产，产品包括各类热交换器、高速旋转机械(涡轮、泵、风机)、滑油箱、冷却装置、高温隔热部件等，除为国内多种飞机、发动机配套外，民用产品主要用于工程机械、空压机、风力发电等行业的液压系统、润滑系统。

图表 29：贵州永红 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 30：贵州永红 2015-2019 年利润总额情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

根据中航重机 2018 年 6 月发布的定增方案，贵州永红军民两用航空高效热交换器项目将建设军民航空特种热交换器研制要求的专用生产单元。通过补充高端设备提升产品品质，改造产房优化生产线布局，将有效弥补现有产能不足的问题。新增生产亟需的焊接设备、机加设备等，补充试验设备、检测设备，淘汰落后生产工艺，增加瓶颈工序的设备能力，有助于提高生产产能和产品质量，增强公司的核心竞争力。

四、盈利预测及估值

公司作为国内航空锻铸龙头企业，未来将充分受益军用和民用航空制造行业的高景气，通过剥离低效资产聚焦核心主业，公司将迎来业绩拐点。我们预计公司 2020-2022 年的净利润为 3.44 亿元、4.51 亿元、5.78 亿元，EPS 为 0.37 元、0.48 元、0.61 元，对应 PE 为 52 倍、40 倍、31 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示

军品订单不及预期；募投项目进展不及预期。

资产负债表 (百万)					利润表 (百万)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,673.87	69.37	85.04	103.58	营业收入	5,984.91	6,936.51	8,504.16	10,358.07
交易性金融资产	-	-	-	-	减: 营业成本	4,419.25	5,121.91	6,279.46	7,648.39
应收和预付款项	4,669.32	7,130.91	7,336.17	10,284.74	营业税金及附加	23.73	31.55	38.68	47.11
其他应收款 (合计)	31,429.11	13,673.55	12,837.37	31,429.11	营业费用	116.19	147.81	181.22	220.72
存货	2,449.46	4,839.92	4,096.86	6,788.13	管理费用	517.55	722.88	886.25	1,079.46
其他流动资产	311.35	102.64	102.64	102.64	研发费用	203.49	163.93	200.98	244.79
长期股权投资	376.46	376.46	376.46	376.46	财务费用	137.76	212.99	261.12	318.05
金融资产投资	1,355.39	4,810.34	4,070.83	1,355.39	资产减值损失	-95.09	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	-	-	-	-	加: 投资收益	15.40	-	-	-
固定资产和在建工程	3,088.59	2,572.16	2,055.73	1,539.30	公允价值变动损益	-	-	-	-
无形资产和开发支出	258.74	224.13	189.52	154.92	其他经营损益	-298.58	164.25	164.25	164.25
其他非流动资产	-426.70	-15,709.97	-14,683.24	-36,517.29	营业利润	582.34	535.44	656.45	799.55
资产总计	14,380.02	15,425.43	14,350.80	19,458.15	加: 其他非经营损益	27.65	65.80	65.80	65.80
短期借款	1,758.66	2,824.97	130.74	3,695.84	利润总额	610.00	699.69	820.70	963.80
交易性金融负债	-	-	-	-	减: 所得税	86.96	174.46	204.71	240.49
应付和预收款项	4,233.91	4,930.68	6,172.07	7,222.75	净利润	523.03	-633.89	-754.90	-898.00
长期借款	1,302.49	1,302.49	1,302.49	1,302.49	减: 少数股东损益	45.12	-52.16	-68.37	-87.54
其他负债	2,320.26	15,738.65	12,568.72	38,518.92	归母净利润	275.26	344.15	451.11	577.61
负债合计	7,856.65	9,145.58	7,692.73	12,308.52					
股本	933.60	933.60	933.60	933.60					
资本公积	2,849.01	2,849.01	2,849.01	2,849.01					
留存收益	2,346.43	2,649.58	3,046.95	3,555.75					
归属母公司股东权益	6,129.04	6,432.19	6,829.56	7,338.36					
少数股东权益	394.32	342.17	273.80	186.26					
股东权益合计	6,523.36	6,774.36	7,103.36	7,524.62					
负债和股东权益合计	14,380.02	15,919.93	14,796.09	19,833.14					
现金流量表 (百万)					预测指标				
经营性现金流	783.44	-3,138.36	2,923.91	-3,294.76	EBIT	544.27	630.38	788.44	975.36
投资性现金流	-248.18	-8.50	-8.50	-8.50	EBITDA	828.61	1,182.88	1,340.94	1,526.39
					NOPLAT	451.42	365.59	484.13	624.32
					净利润	275.26	344.15	451.11	577.61
					EPS	0.29	0.37	0.48	0.61
					BPS	6.52	6.85	7.27	7.81
					PE	65.44	52.34	39.93	31.19
					PEG	2.34	2.09	1.28	1.11

融资性现金流	1,054.57	542.35	-2,899.74	3,321.79	PB	2.94	2.80	2.64	2.45
现金增加额	1,591.20	-2,604.50	15.68	18.54	PS	3.01	2.60	2.12	1.74

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
北京销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
深圳销售	张靖雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。