

上海沪工（603131）2020 年年报点评： 可转债融资扩充产能，“十四五”公司智能制造及 航天业务收入有望快速增长

中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 分析师：王宏涛
 证券执业证书号：S0640520110001
 电话：010-59562525
 邮箱：wanght@avicsec.com

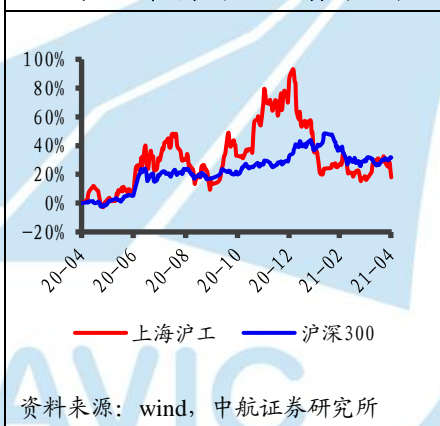
行业分类：国防军工 2021 年 4 月 30 日

| | |
|------------------|---------|
| 公司投资评级 | 持有 |
| 当前股价(2021.04.29) | 19.69 元 |

基础数据（2021.04.29）

| | |
|-----------------|---------|
| 上证指数 | 3474.90 |
| 总股本（亿股） | 3.18 |
| 流通 A 股（亿股） | 2.97 |
| 资产负债率（2020 年末） | 43.01% |
| ROE（摊薄）（2020 年） | 9.19% |
| PE（TTM） | 48.4 |
| PB（LF） | 4.76 |

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件：**公司 4 月 29 日公告，2020 年公司营收 10.86 亿元(+19.65%)，归母净利润 1.22 亿元(+27.59%)，毛利率 29.28%(-0.60pcts)，净利率 11.16%(+1.42pcts)。2021 年一季度公司营收 2.23 亿元(+114.41%)，归母净利润 0.13 亿元(+148.65%)。

➤ 投资要点：

● **公司弧焊设备产品与航天业务收入快速增长，净利率创近 4 年新高**
 2020 年，受益于公司各项经营计划的落实，公司的智能制造和航天业务稳步提升，公司营业收入(10.86 亿元,+19.65%)快速增长。尽管受到主要材料价格上涨因素影响，公司整体毛利率(29.28%,-0.60pcts)略有下降，但仍维持在了较高水平。而公司归母净利润(1.22 亿元,+27.59%)与公司净利率(11.16%,+1.42pcts)均快速增长，特别是公司净利率达到了 2017 年以来的峰值。

2021 年一季度，公司营收(2.23 亿元,+114.41%)及归母净利润(0.13 亿元,+148.65%)较 2020 年均实现大幅增长，主要系 2020 年同期公司受新冠病毒肺炎疫情影响，今年销售恢复正常并明显好转所致。同时，公司 2021 年一季度收入及归母净利润也较 2019 年分别同比增长 19.65%以及 29.20%，由于公司航天业务收入具有一定季节性，我们判断一季度公司业绩的快速增长主要体现出了 2021 年公司智能制造业务有望保持快速增长。

公司目前业务由智能制造（弧焊设备、自动化焊接及切割成套设备、机器人系统集成）与航天业务两大板块构成。

智能制造业务中，2020 年，公司弧焊设备产品收入(7.12 亿元,+17.96%)快速增长，毛利率(24.95%,-3.86pcts)有所下滑，公司弧焊设备的库存量(23.42 万台,+48.84%)出现了高速增长，或预示弧焊设备市场需求较大，公司正在积极备货；而公司自动化焊接（切割）成套设备产品收入(0.67 亿元,-1.55%)略有下降，毛利率(9.59pcts,-6.62pcts)下降明显；机器人系统集成产品收入(0.67 亿元,+108.78%)出现恢复性增长，但较 2018 年的 0.94 亿元仍有差距，毛利率(15.59%,+45.92pcts)扭负为正，公司子公司聚星机器人的净利润(-172.31 万元)较 2019 年净利润(-1589.43 万元)明显收窄，但仍处于亏损状态，我们认为公司在机器人系统集成业务的盈利能力仍有待提高。

航天业务中，2020 年，公司收入(2.30 亿元,+21.28%)快速增

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
 资本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

长,毛利率(51.61%, +4.17pcts)有所提升,从公司主营航天业务的子公司航天华宇净利润(0.73亿元, +30.94%)以及沪航卫星净利润(-113.15万元,较2019年下降230.03万元)的对比来看,目前公司子公司航天华宇(航天装备制造平台)仍是公司航天业务收入及利润增长的主要驱动力。

● 公司三项费用率有所下降,发行可转债募资提升产能

费用方面,2020年,在公司收入快速增长下,销售费用(0.40亿元, -33.69%)明显下降,主要系销售费用的运输费及佣金因新收入准则重分类至成本所致;管理费用(0.59亿元, +5.04%)略有增长,主要系疫情期间,业务活动开展减少所致;财务费用(0.22亿元,较2019年增长0.25亿元)有所提高,主要系报告期内美元资产因汇率波动产生的汇兑损失、同时发行可转债按市场实际利率计算财务费用所致。整体来看,公司三项费用率(11.23%, -1.40pcts)有所下降。

现金流量方面,2020年,公司经营活动产生的现金流量净额(1.65亿元, +136.63%)大幅增长,主要是因为销售商品、提供劳务新增了营业收入,增加银行承兑汇票占付款总额的比率,从而实现现金增加所致;投资活动产生的现金流量净额(-2.87亿元,较2019年下降1.55亿元)大幅下降,主要是由于购买较大金额的结构性银行存款产品所致;筹资活动产生的现金流量净额(3.90亿元, +129.25%)大幅提升,主要是公司收到发行可转债的募集资金所致。

其他财务数据方面,公司2021年一季度存货(3.46亿元)较2020年末(2.95亿元)增长17.29%,预付款项由0.09亿元上升至0.42亿元,或体现出公司当前在手订单充足,正在积极采购原材料,有望兑现至2021年业绩。

值得注意的是,公司在2020年7月通过发行可转债募集资金4.00亿元,用于精密数控激光切割装备扩产项目、航天装备制造基地一期建设项目以及补充流动资金项目。其中,精密数控激光切割装备扩产项目方面,公司在可转债募集说明书中披露,公司在2019年弧焊设备产品的产能利用率及产销率已分别到达114.69%和97.41%、自动化焊接(切割)成套设备产能利用率及产销率已到达106.80%和98.31%,从2020年年报中可以看出,公司以上两类产品的产量较2019年继续提升,我们判断公司2020年弧焊设备及自动化焊接(切割)成套设备产能不足问题仍然存在,本次公司精密数控激光切割装备扩产项目,拟为子公司苏州沪工新建激光切割机生产线,建设期2年,达产后年平均收入可到达2.93亿元,年平均毛利率达到26.45%,平均净利润可达到0.26亿元;航天装备制造基地一期建设项目方面,公司拟投资建设航天军工装备制造基地项目,用于航天防务装备、火箭及配套产品的生产制造,建设期1年,达产后年平均营收2.34亿元,年平均毛利率31.92%,年平均净利润0.41亿元。总体来看,公司以上两个项目达产后可为公司提供收入5.27亿元,净利润0.67亿元,分别占公司2020年收入的48.53%、净利润的55.31%。总体来看,伴随公司可转债募集资金所投项目的推进,公司产能有望随之稳步提升,在“十四五”我国智能制造及各类航天装备需求有望快速提升的背景下,将为公司收入的稳步增长奠定基础。

● 公司智能制造与航天业务均有望在“十四五”期间快速发展

公司是国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一,具有全系列产品生产能力。2018年11月,公司通过收购航天华宇100%股权布局航天业务。主要从事航天系统装备及相关非标准生产设备的设计和研发,并通过航天华宇下属全资子公司河北诚航从事航天飞行器结构件和直属件的生产、装配和试验测试服务。同时,公司设立上海沪航卫星科技有限公司,主要从事商业卫星总装集成、航天产品核心部件设计及制造等服务。目前,公司主营业务包括智能制造业务板块和航天业务板块。

① 智能制造业务

在智能制造业务板块,公司主要业务领域覆盖数字化智能焊机、焊接云平台群控系统、IOT智能切割管理服务系统、激光数控切割设备、机器人成套设备等多重领域。其中,焊接与切割设备应用范围十分广泛,包括海洋工程、轨道交通、工程机械、汽车制造、航空航天、电力电站、石化装备、管道建设、建筑工程、机械制造、桥梁建设、压力容器、船舶制造、通用设备制造、新能源、动力电池、3C产业等诸多行业。公司的机器人系统集成业务依托一体化的工艺解决方案平台,能为客户提供智能化、自动化的成套机

机器人系统，可以广泛地应用于汽车零部件、3C、白色家电、金属加工等诸多行业。

2020年，公司加大了对数字化焊机、智能化焊机、机器人焊接成套系统、激光焊接与切割系统、工业控制、智能工厂、工业物联网、工业大数据与远程控制等领域的投入，以及在相关产业链上的拓展。推出了拥有专家数据库、全波形控制、可拓展群控、专机接口、机器人数字接口的系列产品，还推出了智能焊接与切割云平台（群控系统），运用物联网、大数据、云计算技术，实现工艺监管、生产监管、过程监管、数据监管等功能，并可实现生产成本的精确统计，焊机使用管理和焊接工艺的严格控制，提高用户企业整体管理水平。在生产上，公司积极解决产能不足的问题，在苏州太仓投建的智能制造生产基地已开始投产，公司现有生产场地紧张的情况将得到有效缓解。在研发上，沪工技术实验室已获得国际权威机构授权实验室的认证，公司还将继续加强研发设施国际标准的升级，充分发挥实验室经济。

此外，公司子公司癸星机器人基于工业机器人领域自动化、智能化的技术积累，实施业务转型，将业务范围从单一汽车行业拓展至一般工业领域，尤其在2020年，与一般工业领域的龙头企业三一重工等工程机械行业客户建立了良好的业务合作关系。并在稳固原有汽车行业大客户的同时，积极拓展一般工业领域市场，在新型冠状病毒肺炎疫情背景下，癸星机器人将机器人自动化研制经验应用于全自动口罩生产流水线设备的研发与生产，满足国内防疫产品生产企业的口罩生产设备需求，并积极开拓口罩生产设备的出口市场。同时，癸星机器人还致力于机器人智能化生产线的研发和生产制造，其生产的机器人智能化生产线相比传统流水线综合效率大幅提升，广受市场好评。

2021年4月，我国工信部起草了《“十四五”智能制造发展规划》（征求意见稿），其中，明确提出了到2025年，规模以上制造业企业基本普及数字化，重点行业骨干企业初步实现智能转型；到2035年，规模以上制造业企业全面普及数字化，骨干企业基本实现智能转型。《“十四五”智能制造发展规划》中还明确提出了要大力发展包括通用智能制造装备（包含智能焊接机器人、智能移动机器人等）在内的智能制造装备。我们判断，“十四五”期间，伴随我国明确提出了未来制造业企业智能制造升级的目标，我国智能制造设备的市场需求将迎来一个快速增长的阶段，公司的数字化智能焊机、焊接云平台群控系统、IOT智能切割管理服务系统、激光数控切割设备、机器人成套设备等多个设备均有望受益于智能制造装备需求的增长，而公司募投项目中对精密数控激光切割装备产能的提升，也将有助于公司国内智能制造装备业务收入的快速增长。

② 航天业务板块

公司的航天业务板块由两部分构成，其中北京航天华宇科技有限公司为航天装备制造平台，旗下全资子公司河北诚航主要从事航天系统装备及相关产品的设计、研发、生产、装配和试验测试服务，是我国多家航天总装单位的核心供应单位。同时，公司设立子公司沪航卫星作为卫星业务平台，为商业卫星提供配套产品及服务，目前主要业务覆盖商业卫星总装集成、部分航天产品核心部件设计及制造等。公司具备专业的商业卫星AIT生产能力，可同时装配多颗50KG以下的商业卫星，并与上海卫星工程研究所下属全资子公司上海利正卫星应用技术有限公司开展深度业务合作。沪航卫星控股子公司上海璩宇机电有限公司成立于2013年，是一家以卫星电子装联、热控实施、射频组件、卫星地面测控设备生产的产品供应商，用户广泛分布于以卫星研制任务为主的航天单位中。

2020年，公司航天业务订单饱满，比上年同期大幅增长。在继续深耕主业，开展航天飞行器结构件及直属件的生产、装配和试验测试服务，以及其他相关航天产品的生产设计的同时，公司还进一步参与了外贸出口型号航天器的设计研发，以及生产加工、装配和试验测试工作，实现产业链上下游深度融合。公司积极整合内部资源，在订单饱满产能吃紧的情况下，为了满足进一步的发展需要，公司在江西南昌建设航天装备制造基地，其中一期首批用于航天飞行器及其配套产品生产制造的200亩投资用地，已于2020年底基本建成投产，这将有效缓解公司产能不足的问题，为公司进一步的发展奠定基础。在商业卫星业务方面，公司积极拓展业务，报告期内成功参与了多颗卫星的生产任务，以及卫星相关零部件的生产研制任务，得到了用户单位的赞扬与嘉奖，为后续的业务开展奠定了坚实的基础。

我们认为，公司航天业务已经涉及到航天防务装备、火箭制造及卫星制造等多个细分领域，而“十四五”期间，以航天防务装备为代表的现代化、信息化装备有望迎来高景气发展，而航天科技集团已经披露2021年计划安排40余次宇航发射任务，另外“十四五”期间我国众多航天重大工程即将开展，诸多商业航天项目也有望逐步落地，在以上背景下，我们判断公司未来航天业务的订单有望持续饱满，伴随募投项目的推进，公司产能的逐步提升，将有助于公司“十四五”期间航天业务板块收入出现高速增长。

投资建议

我们认为，公司作为国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一，具有全系列产品生产能力，公司在2018年通过并购布局航天业务，目前形成了智能制造业务和航天业务两大板块，具体观点如下：

①公司作为中国特大焊接与切割设备研发和制造基地，在焊接与切割装备研发和制造领域深耕多年，技术积淀深厚；

②“十四五”期间，伴随国内智能制造产业的快速发展，公司相关智能制造装备产品的需求订单或将饱满，募投项目的推进也有望改善公司的产能，在此之下，公司“十四五”期间智能制造业务收入及利润有望保持快速增长；

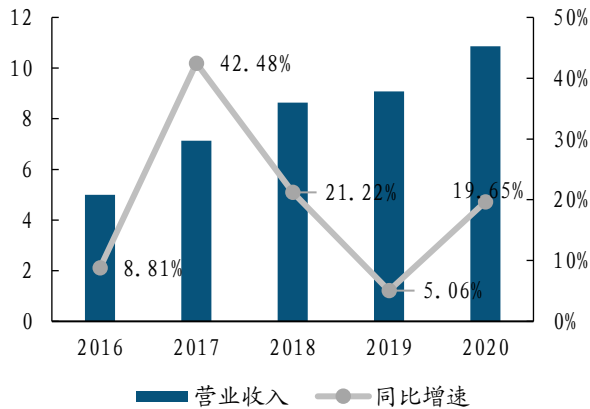
③公司布局的航天业务涉足我国航天产业中的防务装备、火箭及卫星领域，伴随“十四五”期间我国航天防务装备有望迎来高景气发展，众多航天重大工程、商业航天发射及卫星制造有望落地，公司航天业务有望迎来一个高速发展期。

基于以上观点，我们预计公司2021-2023年的营业收入分别为13.37亿元、16.37亿元和19.90亿元，归母净利润分别为1.61亿元、2.03亿元、2.55亿元，当前股价分别对应2021-2023年的PE为39倍、31倍、25倍。

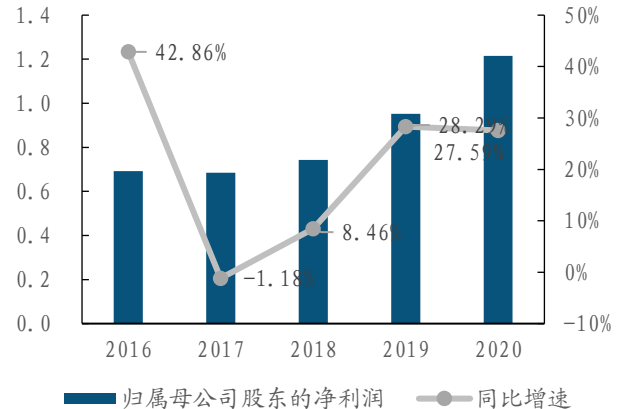
- 风险提示：公司扩产项目进展不及预期、智能制造产业装备市场竞争激烈、公司航天业务拓展不及预期。
- 盈利预测：

| 单位：百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 907.48 | 1085.84 | 1337.29 | 1636.62 | 1989.54 |
| 增长率 (%) | 19.65 | 19.65 | 23.16 | 22.38 | 21.56 |
| 归属母公司股东净利润 | 95.23 | 121.51 | 161.41 | 203.46 | 255.29 |
| 增长率 (%) | 28.29 | 27.59 | 32.84 | 26.05 | 25.47 |
| 每股收益 (EPS) (元) | 0.30 | 0.38 | 0.51 | 0.64 | 0.80 |

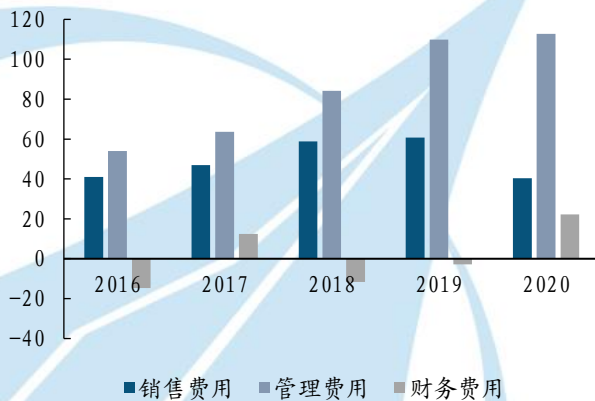
数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 近年来公司主要财务数据
图 1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

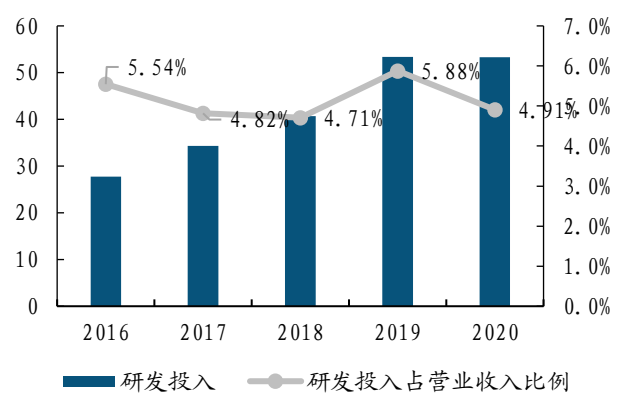
图 2: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司近五年三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

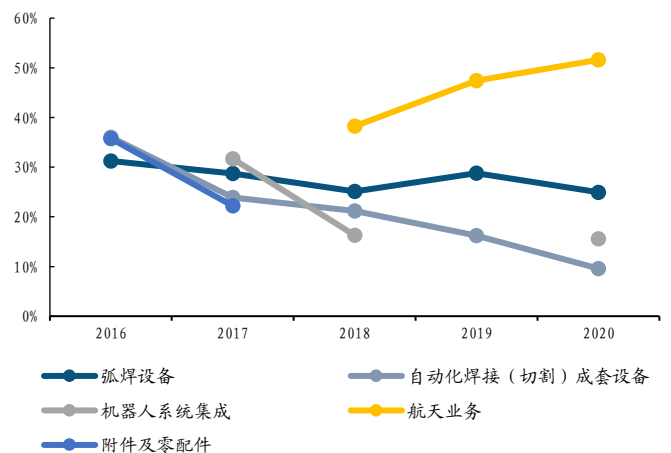
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司近五年研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 5: 公司近五年收入主要构成 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司近五年主营业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所



| 报表预测 | | | | |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 1085.84 | 1337.29 | 1636.62 | 1989.54 |
| 减: 营业成本 | 767.88 | 927.14 | 1116.61 | 1327.42 |
| 营业税金及附加 | 2.61 | 3.48 | 5.40 | 6.17 |
| 销售费用 | 40.32 | 55.50 | 83.30 | 122.16 |
| 管理费用 | 112.69 | 136.54 | 168.90 | 207.11 |
| 财务费用 | 22.17 | 45.40 | 46.59 | 52.65 |
| 资产减值损失 | -9.09 | -9.00 | -9.00 | -9.00 |
| 加: 投资收益 | 2.83 | 0.00 | 0.24 | 0.67 |
| 公允价值变动损益 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 135.87 | 177.25 | 224.07 | 282.72 |
| 加: 其他非经营损益 | 2.47 | 2.19 | 2.06 | 2.17 |
| 利润总额 | 138.34 | 179.44 | 226.13 | 284.89 |
| 减: 所得税 | 17.20 | 21.68 | 27.75 | 34.86 |
| 净利润 | 121.14 | 157.76 | 198.38 | 250.03 |
| 减: 少数股东损益 | -0.37 | -3.65 | -5.08 | -5.25 |
| 归属母公司股东净利润 | 121.51 | 161.41 | 203.46 | 255.29 |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 526.45 | 594.19 | 580.73 | 739.52 |
| 应收和预付款项 | 326.17 | 419.89 | 521.60 | 635.08 |
| 存货 | 294.91 | 443.57 | 509.05 | 623.94 |
| 其他流动资产 | 417.60 | 352.68 | 405.32 | 435.68 |
| 长期股权投资 | 8.98 | 8.98 | 8.98 | 8.98 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.53 | 0.27 | 0.31 |
| 固定资产和在建工程 | 399.04 | 440.23 | 473.02 | 498.06 |
| 无形资产和开发支出 | 323.31 | 321.78 | 320.25 | 318.72 |
| 其他非流动资产 | 33.25 | 37.66 | 41.52 | 44.13 |
| 资产总计 | 2329.71 | 2619.51 | 2860.74 | 3304.41 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 406.26 | 637.61 | 673.19 | 862.26 |
| 长期借款 | 100.73 | 100.73 | 100.73 | 100.73 |
| 其他负债 | 495.13 | 417.30 | 424.57 | 429.13 |
| 负债合计 | 1002.11 | 1155.63 | 1198.48 | 1392.12 |
| 股本 | 317.97 | 317.98 | 317.98 | 317.98 |
| 资本公积 | 498.67 | 498.67 | 498.67 | 498.67 |
| 留存收益 | 483.59 | 645.00 | 848.46 | 1103.74 |
| 归属母公司股东权益 | 1321.72 | 1461.65 | 1665.11 | 1920.39 |
| 少数股东权益 | 5.88 | 2.23 | -2.85 | -8.10 |
| 股东权益合计 | 1327.59 | 1463.88 | 1662.26 | 1912.29 |
| 负债和股东权益合计 | 2329.71 | 2619.51 | 2860.74 | 3304.41 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流净额 | 165.39 | 219.78 | 116.29 | 293.93 |
| 投资活动现金流净额 | -287.26 | -84.04 | -83.17 | -82.50 |
| 筹资活动现金流净额 | 390.27 | -68.00 | -46.59 | -52.65 |
| 现金流量净额 | 247.94 | 67.74 | -13.46 | 158.79 |

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

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。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

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。