

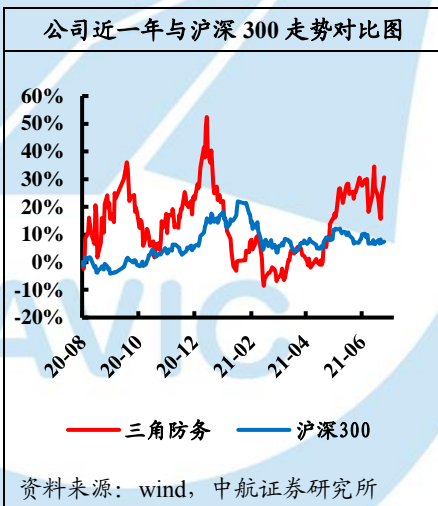
业绩创历史同期新高, 产业链延伸打开成长空间

行业分类: 国防军工

2021 年 7 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.7.30)	41.55
目标价格	53.00

基础数据 (2021.7.30)	
上证指数	3397.30
总股本 (亿股)	4.96
流通 A 股 (亿股)	2.64
资产负债率	38.39%
ROE (摊薄)	7.48%
PE (TTM)	76.60
PB (LF)	10.04



➤ **事件:** 公司 7 月 29 日公告, 2021H1 营业收入 4.67 亿元 (+45.28%), 归母净利润 1.65 亿元 (+64.06%), 毛利率 46.90% (+3.72pcts), 净利率 35.38% (+4.05pcts)。

➤ **投资要点:**

● **业绩创历史同期新高; 存货规模扩大, 有望兑现至利润表实现全年业绩高增长**

2021H1, 公司营业收入 4.67 亿元 (+45.28%), 归母净利润 1.65 亿元 (+64.06%), 均为历史最高; 毛利率 46.90% (+3.72pcts), 为近四年最佳水平, 净利率 35.38% (+4.05pcts), 为历史最高。报告期内, 公司参研生产的军品定型量产, 营业收入规模持续扩大, **规模效应显现, 盈利能力逐步提升**。公司借助 400MN 大型模锻液压机设备参与新一代战斗机、大型运输机等军工装备重要型号的预研到定型的整个阶段, 成功进入主机厂的供应商体系。供应产品一旦定型且规模化生产后, 一般不会轻易更换供应商, 保持了较好的客户粘性。**随着主机厂新一代装备的批量化生产, 公司的规模与业绩有望呈现持续增长的态势。**

报告期内, 公司收入和毛利润仍主要来自于模锻件产品且占比持续提升。模锻件作为公司的主要产品, 随着前期参与预研型号的定型、小批量生产并逐步量产, 公司模锻件收入保持较高增长。模锻件实现收入 4.43 亿元 (+71.40%), 营收占比 94.92% (+14.49pcts), 贡献毛利润 2.10 亿元 (+78.81%), 毛利润占比 96.01% (+11.28pcts), 毛利率 47.44% (+1.96pcts)。公司的模锻件产品主要是通过 400MN 大型模锻液压机锻造而成, 公司拥有的 400MN 大型模锻液压机是我国拥有的压力吨位在万吨以上的少数几台之一, 同时也是目前世界上最大的单缸精密模锻液压机。

除模锻件外, 公司产品包括自由锻和其他产品, 占比均较小, 对业绩贡献较小。自由锻营业收入 0.12 亿元 (-75.67%), 毛利率 17.75% (-9.07pcts)。公司自由锻产品主要为新一代飞机自由锻件属于模锻件定型阶段前产品, 其产品规格、技术标准及锻造工艺尚未固化以及新材料研发的自由锻具有试制性质, 该类业务存在订单间歇性、产品结构变化大、批量小及难以集中生产的情况, 导致毛利率波动较大。

其他产品营业收入 0.11 亿元 (-6.61%), 毛利率 17.75% (-4.92pcts), 公司其他业务收入主要为客户自带原材料加工, 订单分散其具有一定的波动。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

费用方面, 2021H1, 公司期间费用率为 6.20% (-1.17pcts), 公司期间费用多为固定费用, 随着公司规模增加, 规模效应显现, 费用率进一步降低。

存货规模扩大, 有望兑现至利润表实现全年业绩高增长。报告期末, 公司存货 8.58 亿元(+12.32%), 为历史最高。其中占比较大的为原材料 2.55 亿元, 减少 0.46 亿元; 在产品 2.94 亿元, 增加 0.62 亿元; 发出商品 2.60 亿元, 增加 0.73 亿元。公司主要产品采取以销定产, 生产模式全部为以销定产, 一般而言, 公司存货均可以对应至订单, **存货规模的进一步扩大, 说明公司在手订单充足, 且公司评级报告披露, 截至 2021 年 3 月底, 公司锻件在手订单为 10.36 亿元。**

2018 年-2020 年度及 2021H1, 公司存货周转率分别为 0.88、0.99、0.59 及 0.31, 2020 年和 2021H1 下降较快的主要原因为公司在手订单较多导致原材料和在产品大幅增加, 叠加 2020 年受新冠疫情和客户排产计划影响产品验收有所延缓。我们认为, 随着军品确认收入进度加快, **存货周转率有望恢复至疫情前水平, 存货向收入转化进度加快, 增厚公司全年业绩。**

● 与各大主机厂稳定合作, 充分受益于主机厂新一代装备批产

公司目前已进入国内各大主机厂的供应商名录, 主要产品服务于航空、航天、船舶等领域。公司产品目前已应用在新一代战斗机、新一代运输机及新一代直升机中, 并为多种类型航空发动机、燃气轮机供应主要锻件产品。

在锻造行业, 是否拥有大型模锻液压机生产设备是制约企业生产能力的重要因素之一。公司拥有的 400MN 模锻液压机是目前世界上最大的单缸精密模锻液压机, 具有刚性好、压力稳定、压制精度高、生产工艺范围宽广、批量锻件一致性好等特点, 可用于大型运输机、新一代战斗机、民用客机各类框、梁整体化生产, 也可作为航空发动机用涡轮盘、压气机盘、燃气机盘生产研制平台, 适用于铝合金、钛合金、高温合金高强度合金钢等难变形材料大型构件的整体模锻成型, 可以满足目前在研、在役的先进飞机、航空发动机、燃气轮机中的大型模锻件生产。

公司借助 400MN 大型模锻液压机设备参与新一代战斗机、大型运输机等军工装备重要型号的预研到定型的整个阶段, **已具备较好的先发优势, 将优先受益于新一代装备批产。**

● 从锻件到零件, 产业链延伸, 打开成长空间

公司 2021 年 5 月发行可转债募集 9.04 亿元, 用于建设先进航空零部件智能互联制造基地; 拟建设航空精密零件数字化智能制造生产线和飞机蒙皮镜像铣智能制造生产线, 预计形成年加工近 3000 件结构件的能力以及年加工 5000 余件蒙皮零部件的能力。募投项目项目建设周期为 3 年, 预计 2024 年中的开始试生产, 达产率为 50%, 贡献 2.37 亿元营收、0.57 亿元净利润; 2025 年中达到 80% 的产能, 贡献 3.79 亿元营收, 1.42 亿元净利润; 2026 年中之后预计达产 100%, 每年可贡献 4.74 亿元营收、1.98 亿元净利润。该基地主要瞄准两个方向:

① 推动锻件产品全面向粗加工状态及精密加工状态交付转变, 挖掘锻件产业链延伸的附加值。

随着近几年我国军用飞机产量的大幅增长, 主机厂基本向“供应链管理+装配集成”的模式转变, 聚焦装配和系统集成主业, 对锻件产品而言, 基本都要求锻件以目前的锻造毛坯状态向粗加工或精加工交付状态甚至零件交付状态转变。

从锻造企业的角度, 尽快实现包含锻造生产、数控加工、特种工艺、理化测试等全工序生产和检测能力, 形成从锻件到零件的全过程保障能力是未来取得竞争优势的关键。

截至 2021 年 6 月, 三角防务有超过 50% 的粗加工和精密加工任务需外协, 严重影响了产品的交付进度和质量保证能力, 削弱了公司产品的盈利能力和竞争力。公司通过募投项目, 扩大、优化装备能力, 充分利用智能互联制造技术, 延伸产业链, 向客户提供关键、重要、高附加值产品, 提升企业的核心竞争能力。

② 开展核心结构件和蒙皮加工业务，增大公司在航空制造领域的市场份额

大型钛合金整体结构件在飞机构件、框架等部件中均有大量应用，且近几年呈现大型化、整体化趋势。钛合金结构件大量采用薄壁和桁架结构，通常 90% 以上的余量需要由切削加工方法来去除。未来飞机大量采用新材料、新结构，大量结构件采用大型整体薄壁的结构，该领域主要被德国 STARRAG 和法国 FIVE 等企业所垄断。

公司通过建设先进航空零部件智能加工生产线，满足我国航空领域新一代大型飞机结构件加工工艺精度要求，进一步满足我国某新型运输机、新型高级教练机大量的蒙皮加工需求。公司拟以开展航空领域蒙皮镜像铣先进加工业务为目标，针对航空领域对关重、复杂航空蒙皮类零件的精密加工需求，开展业务拓展，实现航空航天复杂、曲面、大型、特殊材料等零件生产加工，增大公司在航空制造领域的市场份额，增强公司的产业竞争力。

➢ 投资建议：

1. 公司业绩创历史同期新高，营业收入净利润均显示较高速增长；存货规模持续扩大，有望确认至利润表，增厚公司全年业绩。
2. 公司借助 400MN 大型模锻液压机设备参与新一代战斗机、大型运输机等军工装备重要型号的预研到定型的整个阶段，已具备较好的先发优势，将优先受益于新一代装备批产。
3. 公司募投项目有序推进，将推动锻件产品全面向粗加工状态及精密加工状态交付转变，挖掘锻件产业链延伸的附加值；同时拓展核心结构件和蒙皮加工业务，打造新的业务增长点，从锻件到零件供应商，打开成长空间。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 11.49 亿元、14.96 亿元和 18.06 亿元，归母净利润分别为 4.15 亿元、5.41 亿元及 6.56 亿元，EPS 分别为 0.84 元、1.09 元、1.32 元（不考虑可转债摊薄的影响），我们给予目标价格 53.00 元，分别对应 63 倍、49 倍及 40 倍 PE。

风险提示：募投项目推进不及预期；军品放量进度不及预期。

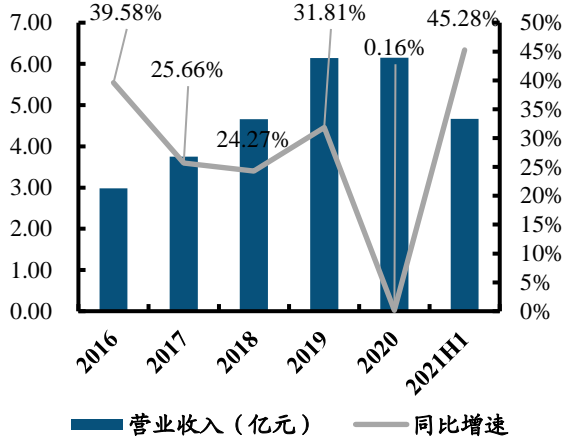
➢ 盈利预测：

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	613.88	614.85	1148.80	1496.00	1806.11
增长率 (%)	31.81%	0.16%	86.84%	30.22%	20.73%
归属母公司股东净利润	192.18	204.41	414.91	541.19	656.38
增长率 (%)	28.64%	6.36%	102.98%	30.43%	21.29%
每股收益 (EPS)	0.40	0.41	0.84	1.09	1.32

数据来源：WIND，中航证券研究所

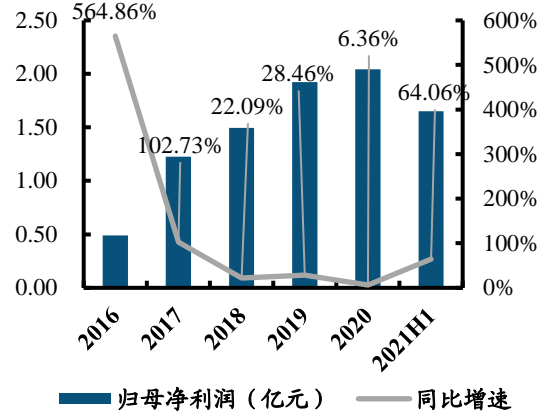
◆ 公司近 5 年及 21H1 主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



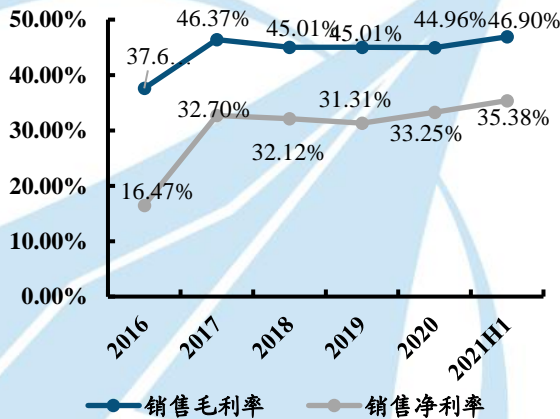
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



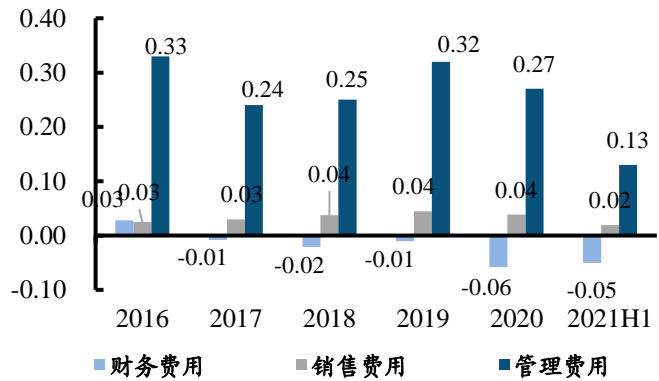
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



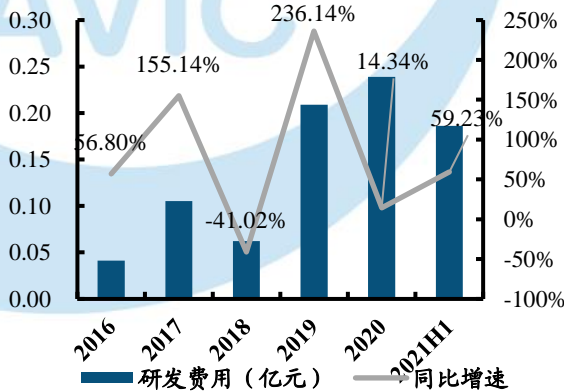
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



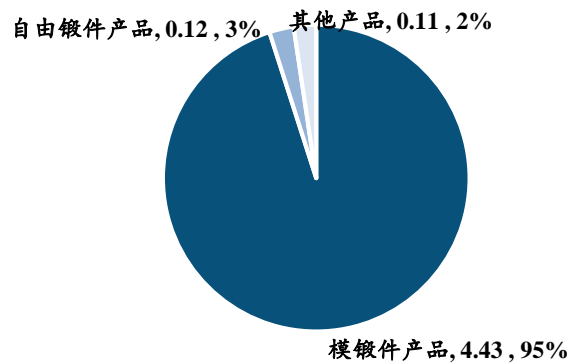
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



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	614.85	1148.80	1496.00	1806.11
减:营业成本	338.42	585.96	760.85	915.91
营业税金及附加	3.66	7.39	9.58	11.44
销售费用	3.87	7.93	10.10	12.14
管理费用	51.13	77.54	101.35	122.14
财务费用	-5.82	-4.01	-4.86	-6.91
资产减值损失	-6.03	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	14.40	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	231.92	478.98	622.98	754.39
加:其他非经营损益	-0.11	-0.14	-0.11	-0.12
利润总额	231.81	478.84	622.86	754.26
减:所得税	27.40	63.93	81.68	97.88
净利润	204.41	414.91	541.19	656.38
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	204.41	414.91	541.19	656.38
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	367.51	341.29	513.79	694.86
应收和预付款项	641.59	819.91	1092.97	1321.41
存货	763.80	1005.17	1382.74	1713.67
其他流动资产	66.68	57.33	86.12	99.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	680.81	607.65	529.13	449.16
无形资产和开发支出	61.29	59.63	57.97	56.31
其他非流动资产	13.16	24.77	35.68	45.88
资产总计	2594.83	2915.76	3698.40	4380.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	389.40	356.71	595.54	664.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	279.24	270.65	380.26	476.67
负债合计	668.65	627.36	975.80	1141.20
股本	495.50	495.50	495.50	495.50
资本公积	772.80	772.80	772.80	772.80
留存收益	657.88	1020.09	1454.30	1971.15
归属母公司股东权益	1926.18	2288.39	2722.60	3239.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1926.18	2288.39	2722.60	3239.45
负债和股东权益合计	2594.83	2915.76	3698.40	4380.65
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-73.50	12.47	265.62	305.69
投资活动现金流净额	267.90	-10.00	-11.00	-12.00
筹资活动现金流净额	-51.75	-28.69	-82.12	-112.63
现金流量净额	142.66	-26.22	172.51	181.07

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。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 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。