

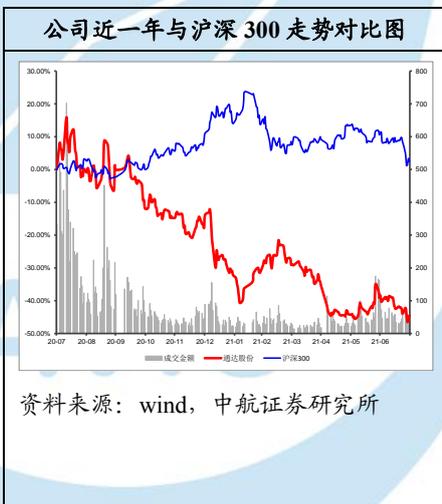
通达股份 (002560) 2021 半年报点评: 军工业务景气度持续提升, 布局核心赛道有望打开新 增长点

行业分类: 国防军工

2021 年 8 月 2 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.7.30)	5.56
目标价格	7.04

基础数据 (2021.7.30)	
上证指数	3397.36
总股本 (亿股)	5.27
流通 A 股 (亿股)	3.60
资产负债率	29.24%
ROE (摊薄)	2.03%
PE (TTM)	34.40
PB (LF)	1.25



➤ **事件:** 公司 7 月 31 日公告, 2021H1 营业收入 9.76 亿元 (-4.99%), 归母净利润 0.48 亿元 (-49.55%), 毛利率 15.42% (-2.25pcts), 净利率 4.84% (-3.55pcts)。

➤ **投资要点:**

● **原材料涨价影响电线电缆业务, 军工业务维持高度景气**

报告期内, 公司实现营业收入 9.76 亿元, 同比下降 5.36%, 实现归母净利润 0.48 亿元, 同比下降 49.55%。

分业务板块来看, 报告期内电线电缆制造业务实现营业收入 8.99 亿元 (-4.78%), 在营收中分别占比为 92.10% (+0.20pcts); 报告期内, 电线电缆业务毛利率为 11.81% (-3.42pcts), 电线电缆业务毛利率有所下滑主要是由于近半年铜铝等原材料价格相较于去年同期大幅上涨(截至 2021 年 7 月 30 日分别较年初提升 23.48%/27.21%), 侵蚀了公司电缆业务较大的利润, 从而对该部分业务盈利能力有一定程度影响;

军工零部件制造业务实现营业收入 0.77 亿元 (+30.02%), 在营收中占比为 7.90% (+2.13pcts), 公司所处的航空零部件加工行业受益于新一代航空航天装备进入批量装备阶段, 行业进入景气度上升期, 同时叠加公司德国 DST 智能化航空零部件柔性加工生产线已完成部分安装调试工作, 并开始批量生产, 在智能化、数字化、集约化的生产模式下, 进一步提升公司生产效率, 上述因素叠加导致公司军工零部件制造业务在整体营收与归母净利润双双下滑的情况下, 仍能保持较高增速; 报告期内, 军工零部件制造业务毛利率为 57.42% (-5.74pcts), 主要受新机型批产阶段价格有所下降的影响, 但伴随着公司航空零部件订单放量所带来的规模效应以及智能化生产线应用的全面铺开所带来的成本管控效率提升, 将进一步平滑型号降价对净利润的影响, 长期来看, 公司军工零部件制造业务毛利率降幅有望逐步趋缓, 总体仍维持在较高水平。

费用方面, 报告期内公司期间费用为 0.99 亿元 (+7.19%), 费用率为 10.10% (+1.15pcts), 具体来看, 管理费用为 0.34 亿元 (+117.77%), 较上年有较大幅度增长, 主要系公司实施股权激励导

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

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融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

致工资费用增加及母公司办公费用增加所致。

● **电线电缆业务稳步发展，开拓军工高景气赛道**

① **电线电缆业务——客户群体稳定，坐拥存量市场开拓增量空间**

公司的电线电缆产品主要分为三大类，分别为特高压/超高压用钢芯铝绞线系列等架空导线产品；电气化铁路、城市轨道交通承力索等铜合金系列电线电缆产品；配网及建筑用架空绝缘系列电缆产品。

受到电线电缆行业普遍具有“料重工轻”的特点，在该部分业务经营过程中具有原材料成本占比较大，毛利率水平相对较低，并且由于该部分业务的销售合同多为闭口价合同，中标时产品销售价格已经确定，在执行过程中以铜铝为首的原材料价格波动会对该部分业务利润造成一定影响，2021年上半年有色金属价格波动上行，铜铝平均价格分别较上年同期大幅上涨，双重因素叠加导致报告期内，除架空绝缘电缆产品外，钢芯铝绞线系列与承力索等铜合金系列电线电缆产品毛利率均呈现不同程度下滑，从而带动电线电缆业务整体净利润水平有一定程度的下降。

客户结构稳定，电线电缆产品线稳步扩张。目前公司主要客户包括国家电网及其关联企业、南方电网及其关联企业、中铁总公司以及中能建、中交建等大型综合承包商，客户对公司认可度较高且自身具有强商业信誉，无论是从回款质量及业务现有业务经营方面都具有较强的稳定性；并且公司多年来在电线电缆业务方面持续加大对新产品的研发力度，进一步丰富电线电缆业务产品结构，长期来看，通过产品结构的不断优化以及生产规模的不断扩充，公司该部分业务有望恢复高速发展。

② **军工零部件加工业务——募投项目加速推进，进一步挖掘配套潜力**

2016年4月，公司完成对成都航飞航空机械设备制造有限公司的收购，自此开始涉足航空零部件制造领域。成都航飞在航空零部件制造领域已深耕多年，主营产品为飞机结构零部件及大型关键结构件的高端精密加工制造服务，具体包括机体钛合金、铝合金框、梁、肋、接头等数控加工件，钣金及复合材料成型模具等，产品覆盖我国现阶段正在加速列装的战斗机和教练机、C919等多种机型。下游客户除目前主要配套的成飞与贵飞外，也在积极拓展包括沈飞、西飞、航发集团在内的多个优质主机厂。

募投项目顺利推进，产能逐步释放。产能方面，成都航飞分别于2016年10月与2020年3月启动“航空零部件制造基地建设项目”与“新都区航飞航空结构件研发生产项目”，总投资额分别为6.22亿元/1.8亿元。

其中航空零部件制造基地建设一期项目已投入2.57亿元，并已于2019年底完成验收，购置设备主要为德国DST智能柔性五轴加工设备、高速龙门铣削中心、卧式/六轴数控加工中心等设备共计19台(套)。一期项目目前产能为年产飞机结构件1万件。该项目二期目前正在推进中，目前已投入金额6,935.93万元，预计于2023年投产，投产后飞机结构件年产能将增至3万件，将实现年收入4.05亿元，净利润9,600.86万元；

新都区航飞航空结构件研发生产项目主要包括日本FMS柔性五轴加工设备、五轴龙门加工中心等设备共计23台(套)，以此组建3条数控机床柔性生产线。目前已投入金额2,632.27万元，预计于2022年建成投产，投产后预计年产各类航空零部件25700件，并实现年收入1.02亿元，净利润2,175.53万元。

业务布局纵向延伸，战略切入核心环节。目前以爱乐达、德坤航空（利君股份子公司）、立航科技在内的多家企业均已布局航空部组件装配业务，成都航飞作为拥有核心关键技术、设备以及高质量控制水平的优质企业，公司有望在此基础上，以业务优化作为未来发展重点方向，逐步切入部装业务领域，实现精密制造、部组件装配双足并进的总体业务布局，**战略切入航空零部件加工的核心环节，并进一步加深与主机厂的业务绑定。**

● 股权激励成功实施，强化未来发展动能

公司于2021年1月29日实施股权激励，向公司董事长、高级管理人员在内的166人授予限制性股票数量为792.90万股，在总股本中占比约为1.53%。本次激励计划分两期解锁，并对母公司及子公司成都航飞分别设置相应业绩考核要求：以2019年收入及利润指标为基数，母公司2021-2022年收入增速分别不低于30%/50%，即2021-2022年母公司收入将不低于21.57亿元/24.89亿元，相对于2020年增速分别为21.09%/39.72%；子公司成都航飞2021-2022年净利润增速分别为180%/230%，即2021-2022年其净利润将不低于0.59亿元/0.69亿元，相对于2020年增速分别为20.00%/41.43%。

整体来看，此次公司实施股权激励对于母子公司分别设置不同考核指标，且指标要求相对较高，不仅体现公司对于自身经营及业绩维持高增速的信心，同时对于母、子公司的差异化考核，也侧面反映公司通过实施科学、长效的激励机制，实现管理层、核心员工与公司利益的趋同，进一步稳定子公司核心人才，充分调动其管理团队的积极性，更好的促进公司整体业务发展。

➤ 投资建议：

1. 公司募投项目有序推进，集约化、智能化生产线推动公司经营效率持续提升，从而进一步对冲降价带来的负面影响；公司业务布局纵向延伸，战略切入部组件配装核心环节，深化与主机厂业务绑定，业务布局不断优化，打开业务新增长点；
2. 电线电缆业务作为公司传统主业，公司凭借多年的经验积累，形成了较强的生产组织能力，在产品综合质量以及运营效率方面在行业内均保持较高水平，长期来看，铜、铝等上游原材料价格将逐步趋稳，该部分业务有望重回增长轨道；
3. 股权激励成功实施，进一步稳定核心技术人才，调动管理团队积极性，实现管理层、核心员工与公司利益的趋同，更好的促进公司业务发展。

基于以上观点，我们预计公司2021-2023年的营业收入分别为19.87亿元、21.42亿元和23.73亿元，归母净利润分别为1.17亿元、1.56亿元及1.84亿元，EPS分别为0.22元、0.30元、0.35元，我们给予“买入”评级，目标价格7.04元，分别对应32倍、23倍及20倍PE，当前不到1.3pb。

- 风险提示：募投项目推进不及预期；军品放量进度不及预期；电缆业务恢复不及预期；市净率长期处于低位，上游原材料价格上涨等风险。

➤ 盈利预测:

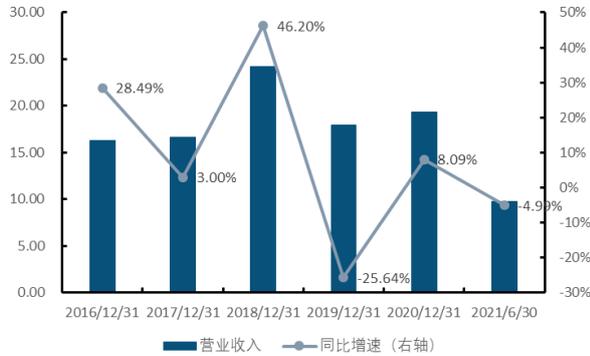
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1797.02	1936.81	1986.92	2141.87	2372.61
增长率 (%)	-25.68%	7.78%	2.59%	7.80%	10.77%
归属母公司股东净利润	95.74	124.50	116.91	156.28	184.31
增长率 (%)	928.48%	30.05%	-6.10%	33.68%	17.94%
每股收益 (EPS)	0.182	0.236	0.222	0.297	0.350

数据来源: WIND, 中航证券研究所



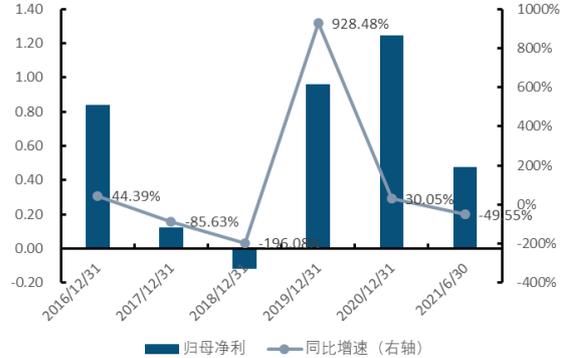
公司近 5 年及 21H1 主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况 (亿元)



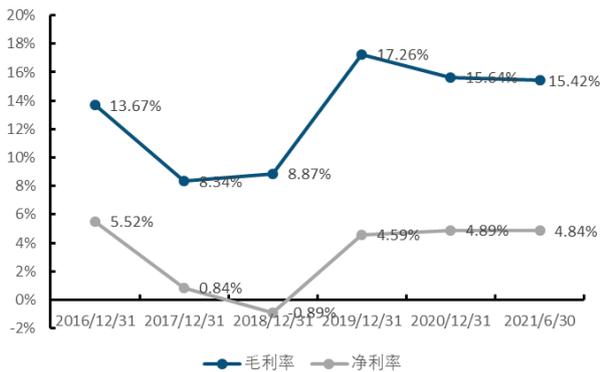
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况 (亿元)



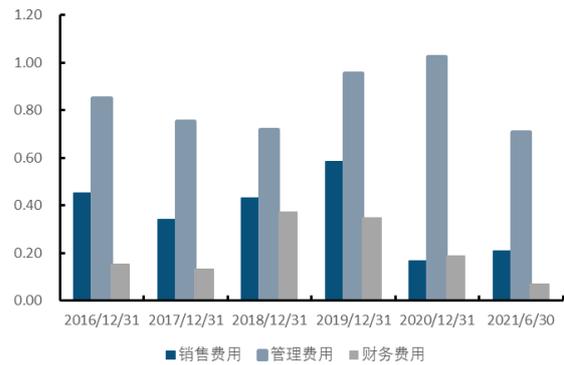
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



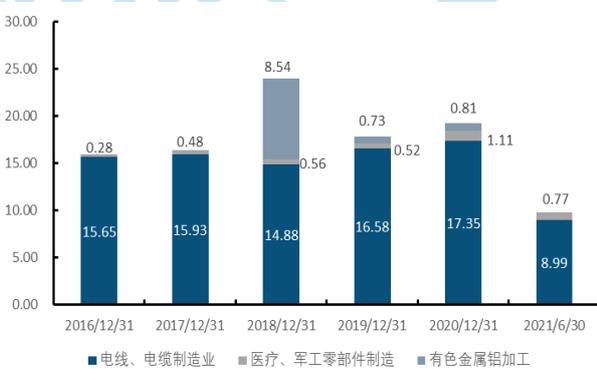
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



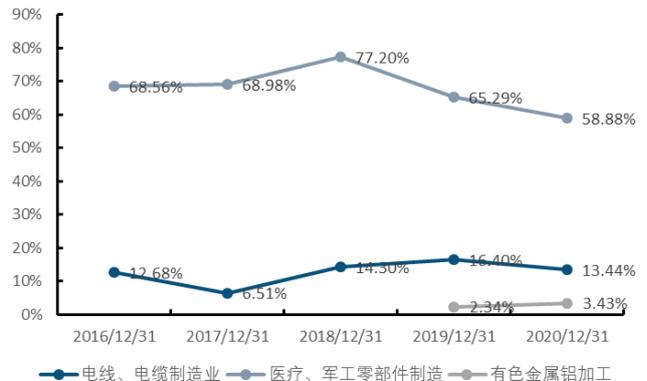
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司产品收入结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司产品毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所



报表预测						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2418.10	1797.02	1936.81	1986.92	2141.87	2372.61
减: 营业成本	2185.61	1475.75	1626.37	1666.89	1758.92	1937.00
营业税金及附加	11.05	12.34	10.07	11.92	12.85	14.47
营业费用	43.04	58.53	16.64	17.88	19.28	20.88
管理费用	32.87	37.16	38.53	39.74	43.05	47.93
研发费用	39.12	58.22	64.09	65.77	70.90	78.53
财务费用	37.14	34.88	18.88	19.87	25.70	29.66
资产减值损失	108.54	-0.63	-0.74	-0.80	-0.80	-0.80
加: 投资收益	0.16	11.49	3.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	5.22	-45.82	-46.90	-35.00	-35.00	-35.00
营业利润	-33.89	85.18	117.83	164.86	211.17	244.15
加: 其他非经营损益	1.06	1.23	-0.36	6.89	6.89	6.89
利润总额	-32.82	86.41	117.46	171.74	218.06	251.04
减: 所得税	-11.40	4.56	23.15	20.63	27.58	32.53
净利润	-21.42	81.85	94.31	151.11	190.48	218.51
减: 少数股东损益	-9.87	-13.89	-30.19	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	-11.56	95.74	124.50	116.91	156.28	184.31
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	380.27	520.54	688.93	937.53	1082.35	1392.71
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	943.15	702.43	854.77	906.41	954.48	998.17
其他应收款 (合计)	1237.03	1716.62	880.64	1237.03	1716.62	880.64
存货	260.61	283.15	312.31	381.24	447.47	510.53
其他流动资产	5270.62	12301.23	14155.79	150.00	155.00	160.00
长期股权投资	0.00	0.00	34.11	34.11	34.11	34.11
金融资产投资	39587.13	33614.28	23843.33	39587.13	33614.28	23843.33
投资性房地产	19.28	18.42	60.64	53.50	46.35	39.21
固定资产和在建工程	603.48	705.60	674.85	825.28	925.14	901.03
无形资产和开发支出	322.67	321.32	321.00	314.11	307.21	300.31
其他非流动资产	-39348.21	-33450.28	-23753.79	-425.39	-880.39	-140.63
资产总计	2889.14	2979.89	3325.98	3872.17	4237.11	4636.06
短期借款	458.93	271.44	191.92	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	531.23	633.44	603.69	573.11	585.28	603.35
长期借款	147.32	222.92	70.13	80.13	140.13	200.13
其他负债	572.48	369.01	259.16	0.00	0.00	0.00
负债合计	1251.03	1225.37	932.98	653.24	725.40	803.48
股本	429.14	443.86	518.76	518.76	518.76	518.76
资本公积	696.27	755.97	1270.77	1870.77	1970.77	2070.77
留存收益	391.57	447.46	530.02	606.01	710.72	834.20
归属母公司股东权益	1516.98	1647.28	2319.55	2995.54	3200.25	3423.74
少数股东权益	121.13	107.24	73.45	73.45	73.45	73.45
股东权益合计	1638.11	1754.52	2393.00	3069.00	3273.70	3497.19
负债和股东权益合计	2889.14	2979.89	3325.98	3722.24	3999.11	4300.67
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	13.99	279.25	41.20	90.88	190.04	282.54
投资性现金净流量	-187.86	-147.13	-93.13	-228.32	-170.03	-89.40
筹资性现金净流量	137.64	-70.03	265.60	386.04	124.81	117.22
现金流量净额	-36.15	62.39	211.44	248.60	144.82	310.36

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，单位：百万元



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。