

业绩大超预期 (+126.72%)，费用优化带动盈利能力持续提升

事件：公司发布 21 年三季报，前三季度实现营收 65.22 亿元 (+24.36%)；归母净利润 6.09 亿元 (+126.72%)。

核心观点

- **21Q3 单季业绩同比+127.76%超市场预期，期间费用率下降带动净利率持续提升。**2021 年前三季度实现营收 65.22 亿元 (+24.36%)，归母净利润 6.09 亿元 (+126.72%)。Q3 单季度实现营收 20.90 亿元 (+5.50%)，归母净利润 3.38 亿元 (+127.76%)。利润增速显著高于营收增速，主要是由于毛利率上升叠加期间费用率下降。21Q3 单季度公司毛利率同比上升 9.06pct 至 32.64%，主要是由于产品结构较去年同期优化。费用端持续优化，期间费用率从 13.69%下降 1.59pct 至 12.10%，其中销售/财务/研发费用率同比下降 0.79/1.21/1.06pct，管理费用率同比增加 1.46pct。自公司剥离 18 年底低效资产聚焦主业以来，公司净利率持续提升；未来随着收入规模的扩大，盈利能力有望再上新台阶。
- **期末合同负债高达 7.49 亿元，同比大幅+1519.90%，经营活动净现金流明显改善，发展后劲足。**公司报告期末合同负债高达 7.49 亿元，同比增长 1519.90%。21H1 合同负债大幅增长，21Q3 单季合同负债又增加 1.24 亿元，说明军工行业持续高景气，后续订单任务饱满。2021Q3 单季度经营活动现金净流入 3.36 亿元，较去年同期增长 131.82%，主要是本期销售回款同比大幅增加和预收款增加。公司经营性现金流的改善，以及前瞻性指标的向好，表明公司生产有序推进，经营状况明显改善，发展后劲足。
- **军工业务高景气+管理改善，航空航发锻铸龙头业绩有望实现更快增长。**公司 17-18 年先后处置中航世新等亏损资产，形成资产优、竞争优势强的军工锻铸及液压双主业。公司作为航空锻铸龙头，技术+设备+客户优势明显，受益于军机升级换代+航发国产替代加速，“十四五”期间航空锻铸业务将进入快速发展期。民用和外贸业务市场空间巨大，公司积极开拓，逐步提高市占率。持续进行管理优化，(1) 进行成本和费用管控，三费率有望进一步降低 (2) 推出长期激励计划和首次股权激励方案，激发企业活力，将进一步释放利润弹性。

财务预测与投资建议

- 由于公司费用率降低，我们上调 21~23 年 eps 为 0.73、1.01、1.31 元（前值为 0.59、0.77、0.98 元），参考可比公司 21 年 58 倍市盈率，给予目标价 42.34 元，维持买入评级。

风险提示

军工订单和收入确认进度不及预期；信用和资产减值数额超预期高

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,985	6,698	8,485	10,324	12,580
同比增长(%)	9.9%	11.9%	26.7%	21.7%	21.8%
营业利润(百万元)	401	517	1,045	1,429	1,865
同比增长(%)	42.3%	29.1%	102.2%	36.8%	30.5%
归属母公司净利润(百万元)	275	344	767	1,057	1,376
同比增长(%)	-17.4%	24.9%	123.2%	37.8%	30.1%
每股收益(元)	0.26	0.33	0.73	1.01	1.31
毛利率(%)	26.2%	26.6%	27.3%	27.5%	27.6%
净利率(%)	4.6%	5.1%	9.0%	10.2%	10.9%
净资产收益率(%)	5.3%	5.4%	9.5%	10.6%	12.4%
市盈率	144.3	115.5	51.8	37.6	28.9
市净率	6.5	5.9	4.2	3.8	3.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月26日)	36.96 元
目标价格	42.34 元
52周最高价/最低价	39.65/13.48 元
总股本/流通A股(万股)	105,164/85,740
A股市值(百万元)	38,869
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年10月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.7	10.66	38.94	168.21
相对表现	7.73	3.03	39.53	163.72
沪深300	0.97	7.63	-0.59	4.49



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一

021-63325888*6126
wangtiany1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

证券分析师 罗楠

021-63325888*4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518100001

证券分析师 冯函

021-63325888*2900
fenghan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070002

联系人 丁昊

dinghao@orientsec.com.cn

相关报告

业绩超预期 (+125.42%)，费用优化带动盈利能力持续提升：	2021-09-03
Q1 业绩超预期 (+88.76%)，费用优化带动盈利能力持续提升	2021-05-07
2020 年力源民品增亏影响业绩，军品业务利润增长快	2021-03-14

附录

由于公司费用率降低，我们调整 21-23 年盈利预测，具体调整如下：

主要财务数据变动 分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,320	10,075	12,217	8,485	10,324	12,580
变动幅度				2.0%	2.5%	3.0%
营业利润	909	1,189	1,509	1,045	1,429	1,865
变动幅度				15.0%	20.2%	23.6%
归属母公司净利润	622	811	1,026	767	1,057	1,376
变动幅度				23.4%	30.4%	34.1%
每股收益（元）	0.59	0.77	0.98	0.73	1.01	1.31
变动幅度				23.7%	30.6%	33.5%
毛利率(%)	27.20%	27.40%	27.50%	27.30%	27.51%	27.57%
变动幅度				0.10%	0.11%	0.07%
财务费用率(%)	1.93%	1.40%	1.10%	0.99%	0.62%	0.43%
变动幅度				-0.93%	-0.78%	-0.67%
管理费用率(%)	8.70%	8.60%	8.50%	8.50%	8.00%	7.50%
变动幅度				-0.20%	-0.60%	-1.00%
销售费用率(%)	0.80%	0.70%	0.65%	0.70%	0.65%	0.55%
变动幅度				-0.10%	-0.05%	-0.10%
研发费用率(%)	4.00%	3.90%	3.90%	4.00%	3.70%	3.60%
变动幅度				0.00%	-0.20%	-0.30%
净利率(%)	7.48%	8.05%	8.40%	9.04%	10.24%	10.94%
变动幅度				1.57%	2.19%	2.54%

表 1：中航重机可比上市公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）				市盈率			
			2021/10/26	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E
三角防务	300775	47.85	0.41	0.89	1.29	1.81	116.00	53.57	37.15	26.44
航宇科技	688239	55.50	0.52	0.89	1.22	1.67	106.90	62.36	45.68	33.23

钢研高纳	300034	40.93	0.42	0.67	0.91	1.21	97.68	61.31	45.02	33.82
爱乐达	300696	51.38	0.56	1.01	1.48	2.03	91.78	51.02	34.82	25.36
航发控制	000738	26.24	0.28	0.37	0.51	0.67	93.88	70.24	51.67	38.93
中航光电	002179	86.48	1.31	1.94	2.51	3.22	66.10	44.56	34.40	26.82
安达维尔	300719	13.07	0.38	0.20	0.20	0.20	34.77	63.97	63.97	63.97
	调整后平均						91.27	58.45	42.87	31.85

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,674	3,052	5,997	6,444	6,676	营业收入	5,985	6,698	8,485	10,324	12,580
应收票据及应收账款	209	357	4,667	5,162	6,290	营业成本	4,419	4,914	6,169	7,484	9,112
预付账款	193	158	255	310	377	营业税金及附加	24	35	42	52	63
存货	2,449	3,062	3,084	3,742	4,556	营业费用	116	69	59	67	69
其他	4,579	4,890	320	356	402	管理费用及研发费用	721	889	1,061	1,208	1,396
流动资产合计	10,104	11,519	14,322	16,014	18,301	财务费用	138	128	84	64	54
长期股权投资	376	389	389	389	389	资产减值损失	199	230	140	145	145
固定资产	2,613	2,624	2,829	3,079	3,351	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	476	405	580	701	782	投资净收益	15	53	75	75	75
无形资产	258	270	253	236	219	其他	17	29	40	50	50
其他	553	459	1	1	1	营业利润	401	517	1,045	1,429	1,865
非流动资产合计	4,276	4,147	4,052	4,406	4,742	营业外收入	9	5	20	20	20
资产总计	14,380	15,666	18,374	20,421	23,043	营业外支出	1	9	3	3	3
短期借款	1,759	1,107	1,100	1,000	900	利润总额	408	514	1,062	1,446	1,882
应付票据及应付账款	3,891	4,561	4,626	5,613	6,834	所得税	88	87	159	217	282
其他	457	386	348	363	381	净利润	320	426	903	1,229	1,600
流动负债合计	6,106	6,054	6,074	6,976	8,115	少数股东损益	45	82	135	172	224
长期借款	1,302	2,100	2,100	2,100	2,100	归属于母公司净利润	275	344	767	1,057	1,376
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.33	0.73	1.01	1.31
其他	448	342	100	100	100						
非流动负债合计	1,750	2,441	2,200	2,200	2,200	主要财务比率					
负债合计	7,857	8,495	8,274	9,175	10,314		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	394	460	595	767	991	成长能力					
股本	934	940	1,052	1,052	1,052	营业收入	9.9%	11.9%	26.7%	21.7%	21.8%
资本公积	2,849	3,133	4,935	4,935	4,935	营业利润	42.3%	29.1%	102.2%	36.8%	30.5%
留存收益	2,356	2,793	3,518	4,491	5,751	归属于母公司净利润	-17.4%	24.9%	123.2%	37.8%	30.1%
其他	(9)	(154)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,523	7,171	10,100	11,245	12,729	毛利率	26.2%	26.6%	27.3%	27.5%	27.6%
负债和股东权益总计	14,380	15,666	18,374	20,421	23,043	净利率	4.6%	5.1%	9.0%	10.2%	10.9%
						ROE	5.3%	5.4%	9.5%	10.6%	12.4%
						ROIC	4.8%	5.3%	8.1%	9.2%	10.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	54.6%	54.2%	45.0%	44.9%	44.8%
净利润	320	426	903	1,229	1,600	净负债率	7.7%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	260	90	207	234	267	流动比率	1.65	1.90	2.36	2.30	2.26
财务费用	138	128	84	64	54	速动比率	1.21	1.35	1.81	1.71	1.65
投资损失	(15)	(53)	(75)	(75)	(75)	营运能力					
营运资金变动	(221)	(153)	(4,439)	(300)	(886)	应收账款周转率	2.1	2.7	3.5	3.8	4.0
其它	302	220	4,715	57	70	存货周转率	1.7	1.6	1.8	2.0	2.0
经营活动现金流	783	658	1,395	1,208	1,030	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
资本支出	(307)	(25)	(562)	(588)	(602)	每股指标(元)					
长期投资	(2)	(12)	0	0	0	每股收益	0.26	0.33	0.73	1.01	1.31
其他	61	(179)	286	75	75	每股经营现金流	0.84	0.70	1.33	1.15	0.98
投资活动现金流	(248)	(216)	(276)	(513)	(527)	每股净资产	5.83	6.38	9.04	9.96	11.16
债权融资	(249)	535	(144)	0	0	估值比率					
股权融资	1,323	290	1,914	0	0	市盈率	144.3	115.5	51.8	37.6	28.9
其他	(20)	(869)	56	(248)	(270)	市净率	6.5	5.9	4.2	3.8	3.4
筹资活动现金流	1,055	(44)	1,826	(248)	(270)	EV/EBITDA	46.7	50.7	27.9	21.6	17.1
汇率变动影响	1	(8)	-0	-0	-0	EV/EBIT	69.3	57.9	33.0	25.0	19.4
现金净增加额	1,591	390	2,945	447	233						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn