

分析师：刘智  
 登记编码：S0730520110001  
 liuzhi@ccnew.com021-50586775

## 模锻件高速增长，向下延伸零部件加工 拓宽产业链

——三角防务(300775)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(首次)

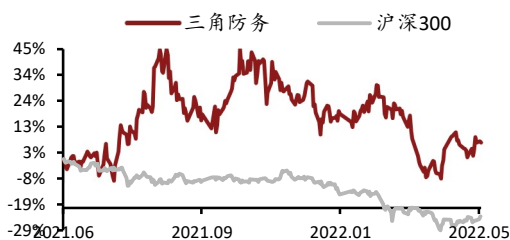
#### 市场数据(2022-05-31)

收盘价(元)	39.67
一年内最高/最低(元)	53.86/33.93
沪深 300 指数	4,091.52
市净率(倍)	8.06
流通市值(亿元)	190.66

#### 基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	4.92
每股经营现金流(元)	-0.02
毛利率(%)	46.56
净资产收益率_摊薄(%)	5.45
资产负债率(%)	41.32
总股本/流通股(万股)	49,560.87/48,060.87
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：聚源数据、中原证券

#### 相关报告

联系人：马钦琦  
 电话：021-50586973  
 地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼  
 邮编：200122

发布日期：2022 年 06 月 01 日

#### 投资要点：

公司 2021 全年实现营收 11.7 亿元，同比增长 90.7%；归母净利润 4.1 亿元，同比增长 101.7%。

2022 年一季度实现营收 4.3 亿元，同比增长 127.1%；归母净利润 1.4 亿元同比增长 89.6%。

#### ● 受益航空装备需求增长，模锻件业务持续高增长

公司主营业务比较简单，2021 年公司营业收入结构几乎全是航空锻件。

2021 年锻件营业收入 11.48 亿，同比增长 94.97%，占营业收入比例为 97.9%，其他业务营业收入 0.25 亿，占营业收入比例为 2.1%。

锻件业务中模锻件营业收入 11.14 亿，占营业收入比例为 95.05%，自由锻件营业收入 0.33 亿，占营业收入比例 2.85%。

2021 年公司交付模锻件 4029 件，同比去年增长 98.64%。

公司通过 400MN 模锻液压机、300MN 等温锻造液压机生产线、31.5MN 快锻机组形成高低搭配，全领域涵盖了在役、在研大中型航空飞行器对锻件研制的需求。与环轧生产线共同形成飞机结构件、发动机盘件、发动机环件多品种的锻件产品供应能力，实现国之重器的全面多点满载运营。

2021 年公司积极抢占国内锻件产品市场份额，在巩固已有市场份额的同时，继续挖掘市场潜力，以稳定可靠的产品质量巩固老型号订单，以新品研发带动销售额的提升，公司的各项产品得到新老客户的广泛认可。

受益航空装备升级换代加速，锻件需求快速增长，特别是应用于新一代航空装备的大中型锻件需求占比不断提升，航空锻件市场整体上呈量价齐增的良好局面。公司 400MN 模锻液压机是目前我国自主研发、开发、目前世界上最大的精密模锻液压机，解决了新一代航空装备需要的大尺寸、高强度、高精度的模锻件制造难题。公司借助 400MN 大型模锻液压机设备，参与了新一代战斗机、大型运输机等航空装备重要型号的整个阶段。未来随着主机厂新一代航空装备的量产，公司大中型模锻件业务仍将持续高速增长。

#### ● 公司毛利率稳步上升，盈利能力强，现金流较好

2021 年度公司整体毛利率为 46.66%，同比上升 1.7 个 pct，主要是产品结构变化导致，2021 年拳头产品模锻件毛利率 47.27%，同比小幅上升 1.24%，占营收比例继续提高到 95%，带来毛利率上升 1.7pct。自由锻产品毛利率一般仅 26%左右，远低于模锻产品。

2021 年公司整体净利率 35.17%，同比上升 1.92 个 pct。

2021 年公司加权 ROE 为 18.73%，比去年提升 7.65 个 pct。

2021 年公司经营现金流入净额 3.73 亿，同比转正，经营现金流同比去年大幅改善。

● **公司定增向下游航空零部件精密加工延伸，拓宽产业链助力公司可持续发展**

为了进一步完善公司业务布局与产品结构，扩大自身竞争优势，公司申请向不特定对象发行可转换公司债券，募投项目先进航空零部件智能互联制造基地已于 2021 年开工建设，项目将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，利用互联网先进制造技术手段，有力提升航空关键设备制造能力。以延伸锻件产业链、拓展航空零部件精密加工业务为目标，不断提升数控加工装备实力及零部件加工的智能化水平和生产效率。

公司由模锻件加工，向下游延伸到航空零部件精密加工，拓宽了公司产业链范围，助力公司持续发展。

● **盈利预测与估值**

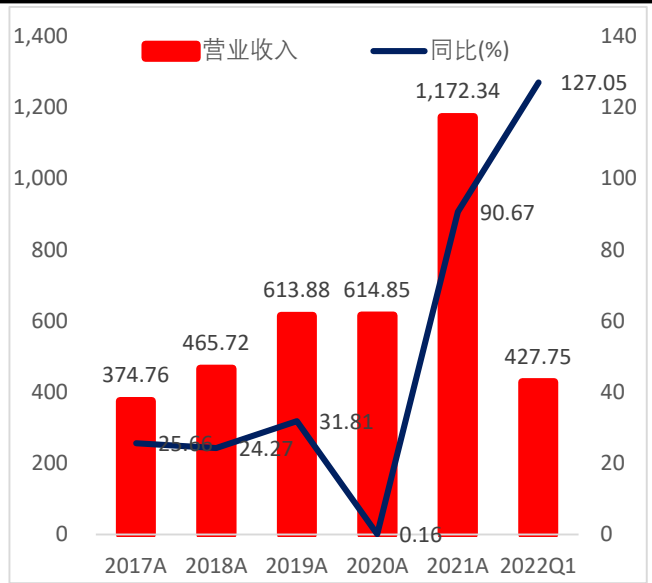
鉴于公司是航空大中型锻件的核心供应商，受益新一代航空装备量产，大中型锻件量价齐增，增长持续性较好，同时，切入公司下游航空零部件精密加工，延伸产业链，助力公司未来可持续发展。我们预测公司 2022 年-2024 年营业收入分别为 18.09 亿、24.3 亿、31.49 亿，归母净利润分别为 6.41 亿、8.7 亿、11.55 亿，对应的 PE 分别为 30.65X、22.59X、17.01X，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**1：航空装备需求、交付不及预期；2：航空零部件加工渗透不及预期；3：原材料价格上涨，毛利率下滑；4：行业竞争加剧，市场份额减少。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	615	1172	1809	2430	3149
增长比率(%)	0.16%	90.67%	54.33%	34.32%	29.59%
净利润(百万元)	204	412	641	870	1155
增长比率(%)	6.36%	101.70%	55.56%	35.66%	32.79%
每股收益(元)	0.41	0.83	1.29	1.76	2.33
市盈率(倍)	96.15	58.90	30.65	22.59	17.01

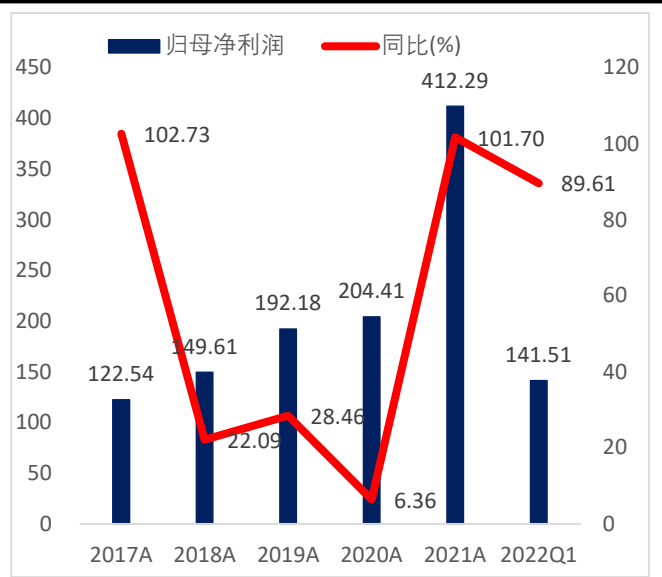
资料来源：聚源数据、中原证券

图 1: 公司营业收入 (百万元)



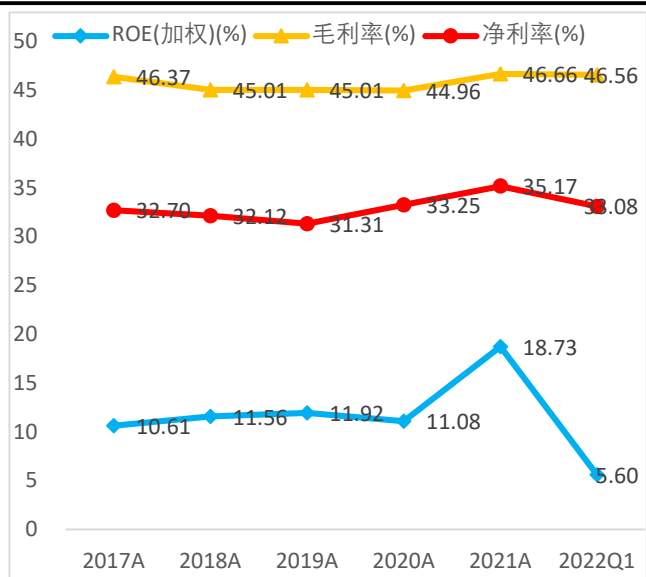
资料来源: wind、中原证券

图 2: 公司归母净利润 (百万元)



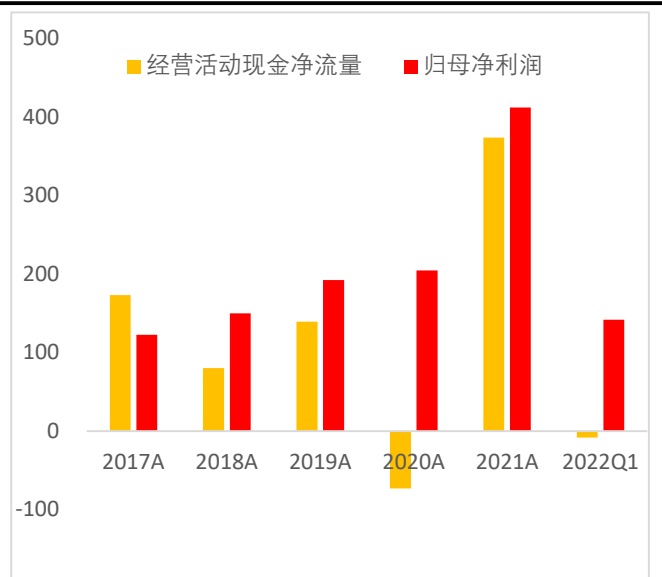
资料来源: wind、中原证券

图 3: 公司盈利能力指标



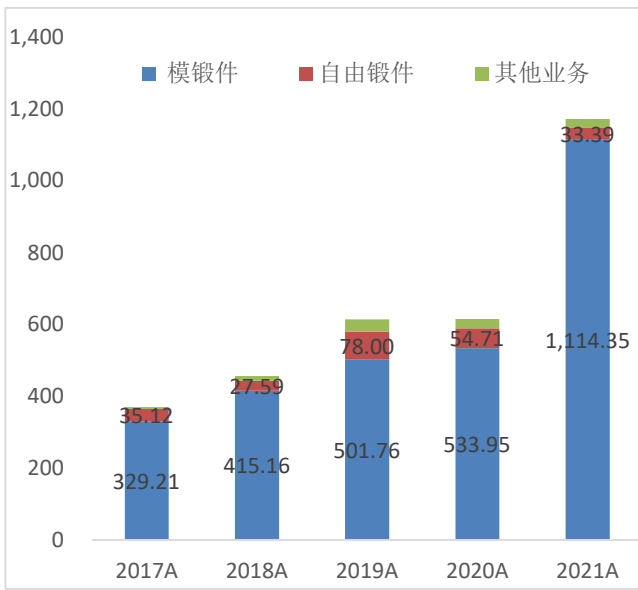
资料来源: wind、中原证券

图 4: 公司经营现金净流量 (百万元)



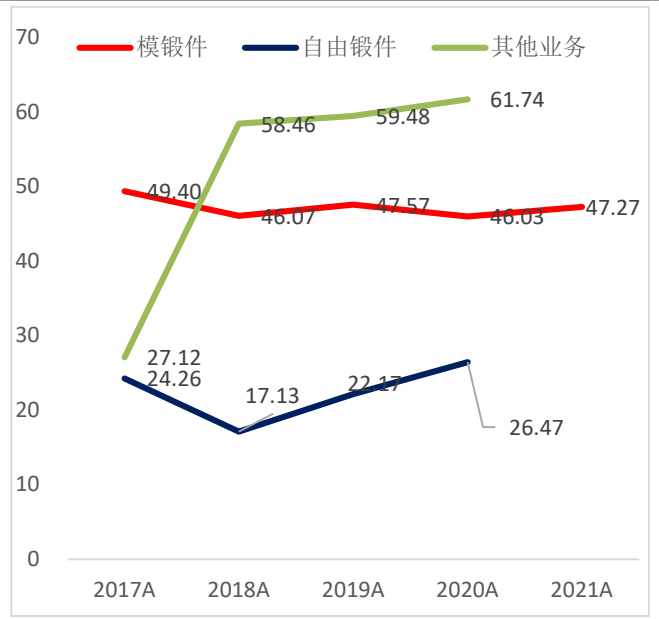
资料来源: wind、中原证券

图 5: 核心产品营业收入结构 (百万元)



资料来源: wind、中原证券

图 6: 核心产品毛利率 (%)



资料来源: wind、中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1840</b>	<b>3246</b>	<b>4166</b>	<b>5337</b>	<b>6834</b>
现金	368	1373	1535	1892	2585
应收票据及应收账款	640	655	1016	1298	1605
其他应收款	1	1	2	2	2
预付账款	1	16	13	26	28
存货	764	1020	1402	1881	2347
其他流动资产	67	181	198	239	267
<b>非流动资产</b>	<b>755</b>	<b>886</b>	<b>956</b>	<b>1006</b>	<b>1059</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	572	678	716	775	817
无形资产	61	62	84	96	113
其他非流动资产	121	146	156	135	130
<b>资产总计</b>	<b>2595</b>	<b>4131</b>	<b>5122</b>	<b>6343</b>	<b>7893</b>
<b>流动负债</b>	<b>592</b>	<b>840</b>	<b>1189</b>	<b>1540</b>	<b>1935</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	370	734	1063	1384	1753
其他流动负债	223	106	126	156	181
<b>非流动负债</b>	<b>76</b>	<b>835</b>	<b>835</b>	<b>835</b>	<b>835</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	76	835	835	835	835
<b>负债合计</b>	<b>669</b>	<b>1675</b>	<b>2024</b>	<b>2375</b>	<b>2770</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	496	496	496	496	496
资本公积	773	774	774	774	774
留存收益	658	1029	1670	2540	3696
归属母公司股东权益	1926	2457	3098	3968	5123
<b>负债和股东权益</b>	<b>2595</b>	<b>4131</b>	<b>5122</b>	<b>6343</b>	<b>7893</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-73</b>	<b>374</b>	<b>268</b>	<b>435</b>	<b>770</b>
净利润	204	412	641	870	1155
折旧摊销	32	37	46	53	56
财务费用	-1	0	0	0	0
投资损失	-14	0	-11	-24	-31
营运资金变动	-311	-76	-409	-463	-409
其他经营现金流	17	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>268</b>	<b>-216</b>	<b>-106</b>	<b>-78</b>	<b>-78</b>
资本支出	-161	-136	-116	-103	-110
长期投资	415	-80	0	0	0
其他投资现金流	14	0	11	24	31
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-52</b>	<b>850</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-52	849	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>143</b>	<b>1008</b>	<b>162</b>	<b>357</b>	<b>692</b>

资料来源: 聚源数据、中原证券

## 利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>615</b>	<b>1172</b>	<b>1809</b>	<b>2430</b>	<b>3149</b>
营业成本	338	625	965	1295	1647
营业税金及附加	4	4	9	10	14
营业费用	4	5	10	12	16
管理费用	27	36	58	77	100
研发费用	24	43	72	97	126
财务费用	-6	-11	0	0	0
资产减值损失	-6	-10	0	0	0
其他收益	14	10	28	34	47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	0	11	24	31
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>232</b>	<b>475</b>	<b>734</b>	<b>998</b>	<b>1324</b>
营业外收入	0	4	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>232</b>	<b>477</b>	<b>734</b>	<b>998</b>	<b>1324</b>
所得税	27	65	93	128	169
<b>净利润</b>	<b>204</b>	<b>412</b>	<b>641</b>	<b>870</b>	<b>1155</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>204</b>	<b>412</b>	<b>641</b>	<b>870</b>	<b>1155</b>
EBITDA	243	501	742	992	1302
EPS (元)	0.41	0.83	1.29	1.76	2.33

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	0.16%	90.67%	54.33%	34.32%	29.59%
营业利润 (%)	2.77%	104.79%	54.65%	35.84%	32.70%
归属母公司净利润 (%)	6.36%	101.70%	55.56%	35.66%	32.79%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	44.96%	46.66%	46.65%	46.71%	47.69%
净利率 (%)	33.25%	35.17%	35.45%	35.80%	36.68%
ROE (%)	10.61%	16.78%	20.70%	21.93%	22.55%
ROIC	9.69%	12.47%	15.73%	17.32%	18.47%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	25.77%	40.54%	39.51%	37.44%	35.09%
净负债比率 (%)	34.71%	68.17%	65.33%	59.84%	54.06%
流动比率	3.11	3.86	3.50	3.47	3.53
速动比率	1.82	2.63	2.31	2.23	2.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.24	0.28	0.35	0.38	0.40
应收账款周转率	1.48	2.72	2.81	2.92	3.04
应付账款周转率	2.11	1.59	1.92	1.97	2.03
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.41	0.83	1.29	1.76	2.33
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.15	0.75	0.54	0.88	1.55
每股净资产 (最新摊薄)	3.89	4.96	6.25	8.01	10.34
<b>估值比率</b>					
P/E	96.15	58.90	30.65	22.59	17.01
P/B	10.14	9.86	6.35	4.95	3.84
EV/EBITDA	78.74	47.14	25.45	18.67	13.70

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。