

## Q3 业绩超预期，积极扩产，经营状况稳步改善

事件：公司发布 20 年三季报，前三季度营收 52.45 亿元（+18.15%）；归母净利润 2.68 亿元（+31.91%）；Q3 单季度营收 19.81 亿元（+28.34%）；归母净利润 1.49 亿元（+48.48%）。

## 核心观点

- **Q3 营收业绩双双实现高增长，增速超预期。** Q3 单季营收实现 28.34% 的高增长，增速较 Q2 的 14.15% 和 Q1 的 10.68% 提升明显，反映行业需求高景气。在营收高增长基础上，Q3 单季利润端进一步实现 48.48% 高增速。Q3 单季度毛利率为 23.58%，略低于去年同期。业绩增速明显快于营收增速，主要是由于：1) 期间费用率尤其管理费用率下降，Q3 单季度研发、管理、财务、销售费用率分别为 3.91%、6.24%、1.94%、1.60%，同比+1.57%、-2.00%、+0.09%、-0.48pct；2) 减值损失的减少，Q3 减值冲回 1257 万元，而去年同期减值损失 2515 万元。预计 Q4 随着回款好转，信用减值有望进一步冲回。
- **在建工程较期初增长快，经营活动净现金流明显改善。** 公司期末在建工程 7.11 亿元，较期初增长 49.36%，今年逐季提升主要是募投项目投入的增加以及预付设备款的结转；报告期经营活动现金净流入 1.98 亿元，较去年同期增长 239.28%，主要是本期销售回款同比增加所致。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，经营状况在逐步改善。
- **管理改善，航空航发锻铸龙头再启航，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，未来 3 年将进入快速发展期。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

维持公司盈利预测，20~22 年每股收益为 0.44、0.57、0.69，参考可比公司 20 年 46 倍市盈率，给予目标价 20.24 元，维持买入评级。

## 风险提示

军品收入增速不及预期；期间费用率降低程度不及预期

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,444	5,985	6,735	7,755	8,931
同比增长(%)	-3.9%	9.9%	12.5%	15.1%	15.2%
营业利润(百万元)	281	401	584	741	892
同比增长(%)	43.6%	42.3%	45.9%	26.8%	20.4%
归属母公司净利润(百万元)	333	275	413	530	640
同比增长(%)	102.5%	-17.4%	50.1%	28.2%	20.9%
每股收益(元)	0.35	0.29	0.44	0.57	0.69
毛利率(%)	26.0%	26.2%	27.3%	27.3%	27.4%
净利率(%)	6.1%	4.6%	6.1%	6.8%	7.2%
净资产收益率(%)	8.3%	5.3%	6.5%	7.8%	8.8%
市盈率	40.5	49.0	19.4	15.1	12.5
市净率	3.2	2.2	1.2	1.1	1.1

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  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	14.36元
目标价格	20.24元
52周最高价/最低价	15.34/8.42元
总股本/流通A股(万股)	93,968/77,800
A股市值(百万元)	13,494
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.98	2.79	5.90	49.12
相对表现	6.47	0.44	5.06	28.46
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	王天一
	021-63325888*6126
	wangtianyi@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

## 相关报告

管理改善三费率下降，利润增速超预期：	2020-05-06
改革再提速，业绩再上新台阶：	2019-12-31
聚焦主业，老牌航空锻铸龙头中航重机开启新征程：	2019-11-18

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。

**表 1：中航重机可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元) 2020/10/30	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中航机电	002013	10.57	0.25	0.29	0.34	0.40	42.74	36.96	31.38	26.52
恒立液压	601100	75.66	0.99	1.54	1.90	2.20	76.19	49.16	39.87	34.46
安达维尔	300719	25.72	0.29	0.39	0.51	0.66	89.40	65.71	50.16	38.72
中航电测	300114	16.35	0.36	0.44	0.53	0.63	45.47	37.40	30.62	25.81
航发控制	000738	17.86	0.25	0.29	0.36	0.45	72.75	60.69	50.01	39.98
中航光电	002179	55.40	0.97	1.24	1.59	2.05	56.94	44.85	34.90	26.97
航天电子	600879	6.61	0.17	0.18	0.22	0.26	39.23	36.72	30.32	25.42
	调整后 平均						59.00	46.00	37.00	30.00

数据来源：Wind 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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,067	2,674	2,815	2,619	2,494	营业收入	5,444	5,985	6,735	7,755	8,931
应收票据及应收账款	4,666	4,438	5,052	5,816	6,698	营业成本	4,029	4,419	4,896	5,635	6,487
预付账款	139	193	202	233	268	营业税金及附加	30	24	34	39	45
存货	2,223	2,449	2,448	2,817	3,243	营业费用	124	116	135	155	179
其他	118	349	285	305	329	管理费用及研发费用	751	721	801	895	1,001
<b>流动资产合计</b>	<b>8,213</b>	<b>10,104</b>	<b>10,801</b>	<b>11,791</b>	<b>13,032</b>	财务费用	170	138	179	183	185
长期股权投资	363	376	376	376	376	资产减值损失	340	199	145	145	180
固定资产	2,603	2,613	2,752	2,910	3,065	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	411	476	623	728	798	投资净收益	261	15	20	20	20
无形资产	268	258	244	231	217	其他	20	17	18	18	18
其他	213	553	331	331	331	<b>营业利润</b>	<b>281</b>	<b>401</b>	<b>584</b>	<b>741</b>	<b>892</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,857</b>	<b>4,276</b>	<b>4,327</b>	<b>4,576</b>	<b>4,787</b>	营业外收入	20	9	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>12,070</b>	<b>14,380</b>	<b>15,128</b>	<b>16,367</b>	<b>17,819</b>	营业外支出	8	1	3	3	3
短期借款	1,501	1,759	2,000	2,000	2,000	<b>利润总额</b>	<b>294</b>	<b>408</b>	<b>591</b>	<b>748</b>	<b>899</b>
应付票据及应付账款	3,558	3,891	3,917	4,508	5,190	所得税	65	88	127	161	193
其他	384	457	954	1,056	1,173	<b>净利润</b>	<b>229</b>	<b>320</b>	<b>464</b>	<b>587</b>	<b>706</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,443</b>	<b>6,106</b>	<b>6,871</b>	<b>7,563</b>	<b>8,363</b>	少数股东损益	(104)	45	51	58	66
长期借款	1,645	1,302	1,302	1,302	1,302	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>333</b>	<b>275</b>	<b>413</b>	<b>530</b>	<b>640</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.35	0.29	0.44	0.57	0.69
其他	369	448	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,015</b>	<b>1,750</b>	<b>1,302</b>	<b>1,302</b>	<b>1,302</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>7,458</b>	<b>7,857</b>	<b>8,173</b>	<b>8,866</b>	<b>9,665</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	362	394	445	503	569	成长能力					
股本	778	934	934	934	934	营业收入	-3.9%	9.9%	12.5%	15.1%	15.2%
资本公积	1,681	2,849	2,849	2,849	2,849	营业利润	43.6%	42.3%	45.9%	26.8%	20.4%
留存收益	1,759	2,356	2,727	3,215	3,802	归属于母公司净利润	102.5%	-17.4%	50.1%	28.2%	20.9%
其他	32	(9)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,612</b>	<b>6,523</b>	<b>6,955</b>	<b>7,501</b>	<b>8,154</b>	毛利率	26.0%	26.2%	27.3%	27.3%	27.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,070</b>	<b>14,380</b>	<b>15,128</b>	<b>16,367</b>	<b>17,819</b>	净利率	6.1%	4.6%	6.1%	6.8%	7.2%
						ROE	8.3%	5.3%	6.5%	7.8%	8.8%
						ROIC	4.5%	4.8%	6.0%	6.9%	7.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	61.8%	54.6%	54.0%	54.2%	54.2%
净利润	229	320	464	587	706	净负债率	47.1%	7.7%	7.0%	9.1%	9.9%
折旧摊销	179	260	299	341	392	流动比率	1.51	1.65	1.57	1.56	1.56
财务费用	170	138	179	183	185	速动比率	1.07	1.21	1.18	1.14	1.13
投资损失	(261)	(15)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(181)	215	(140)	(535)	(616)	应收账款周转率	1.9	2.1	2.3	2.1	2.1
其它	249	(134)	352	42	49	存货周转率	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>385</b>	<b>783</b>	<b>1,133</b>	<b>599</b>	<b>695</b>	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(53)	(307)	(563)	(589)	(603)	每股指标(元)					
长期投资	35	(2)	(12)	0	0	每股收益	0.35	0.29	0.44	0.57	0.69
其他	(129)	61	20	20	20	每股经营现金流	0.49	0.84	1.21	0.64	0.74
<b>投资活动现金流</b>	<b>(147)</b>	<b>(248)</b>	<b>(555)</b>	<b>(569)</b>	<b>(583)</b>	每股净资产	4.52	6.52	6.97	7.50	8.12
债权融资	819	(249)	(506)	0	0	估值比率					
股权融资	194	1,323	0	0	0	市盈率	40.5	49.0	19.4	15.1	12.5
其他	(1,579)	(20)	69	(224)	(238)	市净率	3.2	2.2	1.2	1.1	1.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(566)</b>	<b>1,055</b>	<b>(438)</b>	<b>(224)</b>	<b>(238)</b>	EV/EBITDA	22.6	17.8	8.2	6.9	6.0
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.5	26.4	11.5	9.5	8.1
<b>现金净增加额</b>	<b>(326)</b>	<b>1,591</b>	<b>141</b>	<b>(195)</b>	<b>(126)</b>						

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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](http://www.dfzq.com.cn)

