

## 增强主业生产能力，业绩实现更快增长



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月15日)	21.19元
目标价格	25.65元
52周最高价/最低价	18.92/8.45元
总股本/流通A股(万股)	93,968/77,800
A股市值(百万元)	16,529
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年01月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.76	26.46	32.26	98.09
相对表现	-5.52	20.47	26.99	69.57
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



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

### 相关报告

Q3 业绩超预期, 积极扩产, 经营状况稳步改善: 2020-10-31  
管理改善三费率下降, 利润增速超预期: 2020-05-06

事件: 1月16日, 公司发布定增预案, 拟募集资金不超过19.1亿元, 用于航空精密模锻产业转型升级项目、特种材料等温锻造生产线建设项目以及补充流动资金。

### 核心观点

- 公司拟以竞价发行募集资金不超过19.1亿元, 用于扩大高端锻造能力建设。公司拟向中航科工、航空工业产业基金在内的不超过35名(含)特定投资者非公开发行不超过18793.6万股, 募集资金总额不超过19.1亿元, 其中中航科工拟以2亿元参与认购, 航空工业产业基金拟以1亿元参与认购。募集资金将用于航空精密模锻产业转型升级项目(8.05亿)、特种材料等温锻造生产线建设项目(6.40亿)以及补充流动资金(4.65亿), 项目建设周期为36个月。本次非公开发行股票采取竞价发行方式, 定价基准日为发行期首日。
- 定增加快铸锻能力建设, 抓住高端装备制造业市场机遇。随着市场需求的升级换代, 锻铸设备在大型化、自动化、智能化方面的需求也不断增强, 本次定增旨在补充相关能力, 巩固公司锻件的市占率。1) 航空精密模锻项目: 子公司宏远是波音和空客在中国唯一的钛合金锻件战略供应商, 此次定增将提高宏远航空精密模锻件研制、生产配套能力, 满足国内军机、民机及国际民机的市场需求。2) 特种材料等温锻造项目: 子公司安大开展外贸民用航空锻件开发已有10余年历史, 与Rolls-Royce公司、Safran公司、IHI公司、GE公司等国际知名公司均建立了战略合作关系。此次定增可促进安大航空发动机盘类零件的流程化、智能化、批量化生产发展。
- 航空航发锻铸龙头再启航, 业绩有望实现更快增长。公司17~20年先后处置中航特材、中航世新、中航力源液压等亏损资产, 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21年45倍市盈率, 给予目标价25.65元, 维持买入评级。

### 风险提示

- 军品收入增速不及预期

### 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	59.8	72.3	19.4	15.1	12.5
市净率	4.7	3.2	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：中航重机可比上市公司估值**

公司	代码	最新价格(元) 2021/1/15	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
中航机电	002013	12.25	0.25	0.28	0.33	0.39	49.53	43.66	36.75	31.29
恒立液压	601100	121.17	0.99	1.58	2.01	2.41	122.02	76.69	60.40	50.34
安达维尔	300719	17.44	0.29	0.39	0.52	0.68	60.58	44.50	33.81	25.66
航发控制	000738	23.83	0.25	0.31	0.40	0.54	97.07	76.87	59.58	44.13
中航光电	002179	73.33	0.97	1.24	1.55	1.93	75.37	59.08	47.34	37.90
航天电子	600879	7.69	0.17	0.18	0.22	0.28	45.64	43.94	34.76	27.96
	调整后 平均						70.64	56.05	44.61	35.32

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	940	940	940	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	6	0	0	市盈率	59.8	72.3	19.4	15.1	12.5
其他	(1,579)	(20)	69	(224)	(238)	市净率	4.7	3.2	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	32.8	25.9	8.2	6.9	6.0
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	45.7	38.4	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)