

上海沪工（603131）/国防军工 焊接设备龙头企业，布局航天军工迎来高景气周期

评级：买入（首次）

市场价格：24.66

分析师：李聪

执业证书编号：S0740520050002

电话：010-59013903

Email: licong@r.qlzq.com.cn

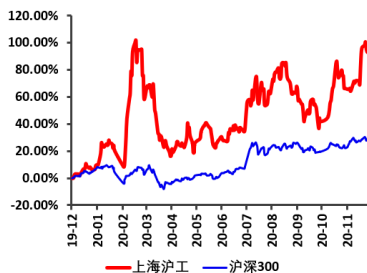
研究助理：范方舟

Email: fanfz@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	317.97
流通股本(百万股)	294.78
市价(元)	24.66
市值(百万元)	7841.25
流通市值(百万元)	7269.38

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	864	907	1,163	1,597	2,034
增长率 yoy%	21.22%	5.06%	28.21%	37.25%	27.39%
净利润	74.23	95.23	141.97	237.67	331.80
增长率 yoy%	8.46%	28.29%	49.08%	67.41%	39.61%
每股收益（元）	0.23	0.30	0.45	0.75	1.04
每股现金流量	0.19	0.22	0.12	0.67	0.62
净资产收益率	7.37%	7.78%	9.69%	14.16%	16.82%
P/E	105.63	82.34	55.23	32.99	23.63
PEG	2.29	1.48	2.20	0.72	0.43
P/B	7.79	6.41	5.35	4.67	3.98

注：采用 2020/11/29 行情数据

投资要点

- **焊接设备龙头企业，智能制造主业稳定增长。**上海沪工是中国特大焊接与切割设备研发和制造基地，主营弧焊设备、数控切割设备、机器人系统和激光切割设备，拥有 62 年的专业焊接与切割装备研发和制造经验，是焊接设备行业内龙头企业，产品远销全球 110 个国家和地区，2013 年至 2018 年出口金额连续位居行业第一。弧焊设备产品销售规模 2015-2019 年 CAGR 为 12.63%，处于行业领先水平。此外，机器人子公司今年上半年已经实现扭亏为盈；募投项目激光切割设备项目亦在稳步推进中，未来智能制造板块有望保持高速发展趋势。
- **沪航卫星为商业卫星总装厂商，有望充分受益我国卫星产业发展。**2018 年公司新设子公司沪航卫星，其作为航天八院子公司上海利正唯一供应商负责商业卫星 AIT（总装、测试及实验）及核心部件的研制业务。目前我国已形成完整的商业卫星产业链，2020 年前三季度，航天科技集团以 25 次发射次数位列全球第一。我国空天互联网建设稳步推进，以“鸿雁星座”与“虹云工程”为代表性的两项商业航天工程就将产生 456 颗卫星需求，未来空天互联网项目的加速推进有望带动产业链快速发展。沪航卫星作为商业卫星总装厂商，稀缺性较强，预计未来将较大受益卫星产业成长。
- **军工上游景气度较高，航天飞行器配套业务扩张有望带来业绩增量。**2018 年公司收购华宇公司，其子公司河北诚航从事导弹与火箭结构件和直属件的生产、装配和试验测试，是我国多家航天总装单位的核心供应单位，其 2020 年业绩承诺为实现 0.67 亿元的扣非归母净利润。且公司在南昌航天飞行器及配套产品一期项目投资用地已基本建成，有望在 2021 年投产，为公司带来业绩增量。随着我国国防现代化建设的稳步推进，产业处于高景气周期，下游航天飞行器或将加速列装，带动上游配套产品需求。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 11.63 / 15.97 / 20.34 亿元，同比增长 28.21% / 37.25% / 27.39%；实现归母净利润 1.42 / 2.38 / 3.32 亿元，同比增长 49.08% / 67.41% / 39.61%，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45 / 0.75 / 1.04 元，对应 PE 分别为 55 / 33 / 24 倍。首次覆盖，考虑到公司未来募投项目的投产带来的业绩增量与竞争力的提升，以及航天军工板块子公司的平台地位，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；军费下降或采购规模下降风险；重组整合风险；新冠疫情风险；募集资金投资项目效益不能达到预期的风险；航天军工业务拓展不及预期风险；汇率波动的风险。

内容目录

焊接与切割设备领导者，进军航天军工领域	- 5 -
上海沪工，国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一	- 5 -
业绩实现稳定增长，航天军工业务快速发展	- 7 -
研发投入不断加大，募投扩产进一步提升公司竞争力	- 10 -
公司深耕焊接切割设备领域，激光切割设备打开新空间	- 11 -
焊接与切割设备行业历经调整，激光切割设备需求保持景气	- 11 -
焊接与切割设备用途广泛，下游需求呈现恢复趋势	- 13 -
公司深耕弧焊设备领域，产品远销全球	- 14 -
切入航天军工领域，空天互联网带来广阔空间	- 16 -
全球卫星发射活动逐渐增多，航天科技集团 2020 发射活动领先	- 16 -
我国卫星产业链形成，空天互联网建设前景广阔	- 19 -
沪航卫星为八院子公司唯一合作商，稀缺性显著	- 21 -
航天华宇业绩稳定增长，迎来国防建设景气周期	- 21 -
盈利预测与估值	- 23 -
盈利预测与投资建议	- 24 -
相对估值	- 25 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构.....	- 6 -
图表 3: 公司子公司概况.....	- 6 -
图表 4: 2016-2020Q3 公司营收与净利润规模（左）及增速（右）.....	- 7 -
图表 5: 2016-2019 年各业务营收（万元）.....	- 8 -
图表 6: 2019 年营业收入结构.....	- 8 -
图表 7: 公司 2016-2019 年毛利率变化情况.....	- 8 -
图表 8: 公司 2017-2019 年主要产品产能利用率和产销率情况.....	- 9 -
图表 9: 2013-2019 年各地区营收（百万元）.....	- 10 -
图表 10: 期间费用变化情况.....	- 10 -
图表 11: 可转债募投项目情况（亿元）.....	- 11 -
图表 12: 2012-2018 年焊割设备行业销售收入.....	- 11 -
图表 13: 2012-2018 年焊割设备行业产成品.....	- 11 -
图表 14: 焊割设备产品销售数量占比.....	- 12 -
图表 15: 激光设备行业销售收入.....	- 12 -
图表 16: 2019 年工业用激光设备市场结构.....	- 12 -
图表 17: 激光切割设备分功率销量.....	- 13 -
图表 18: 中国钢材产量.....	- 14 -
图表 19: 下游“十三五”发展规划.....	- 14 -
图表 20: 智能制造产品主要竞争对手.....	- 15 -
图表 21: 可比公司弧焊设备业务规模与增速对比（百万元）.....	- 16 -
图表 22: 可比公司海外营收对比（百万元）.....	- 16 -
图表 23: 可比公司弧焊设备毛利率对比（%）.....	- 16 -
图表 24: 全球卫星产业规模（十亿美元）.....	- 17 -
图表 25: 2019 年度卫星产业细分市场结构.....	- 17 -
图表 26: 发射活动次数.....	- 17 -
图表 27: 发射产业与卫星制造规模（十亿美元）.....	- 17 -
图表 28: 各国卫星数量.....	- 17 -
图表 29: 不同轨道卫星数量.....	- 17 -
图表 30: 各国发射场数量对比.....	- 18 -
图表 31: 2018 年各国发射活动.....	- 18 -
图表 32: 2020 年 1-3 季度（从左到右）各单位发射活动次数.....	- 19 -
图表 33: 空天互联网产业链.....	- 19 -

图表 34: 鸿雁和虹云星座计划	- 21 -
图表 35: 航天华宇业务情况	- 22 -
图表 36: 航天飞行器的结构件和直属件市场竞争情况	- 22 -
图表 37: 2015-2020H1 航天华宇归母净利润与同比增速	- 23 -
图表 38: 2014-2020 我国国防支出预算及同比增速	- 23 -
图表 39: 2019 年世界部分国家军费支出	- 23 -
图表 40: 业绩拆分	- 24 -
图表 41: 销售费率军品领域可比公司对比	- 25 -
图表 42: 近三年 PE(TTM)	- 25 -
图表 43: 近三年 PS	- 25 -
图表 44: 近三年 PB	- 26 -
图表 45: 可比公司估值对比	- 26 -
图表 46: 盈利预测	- 28 -

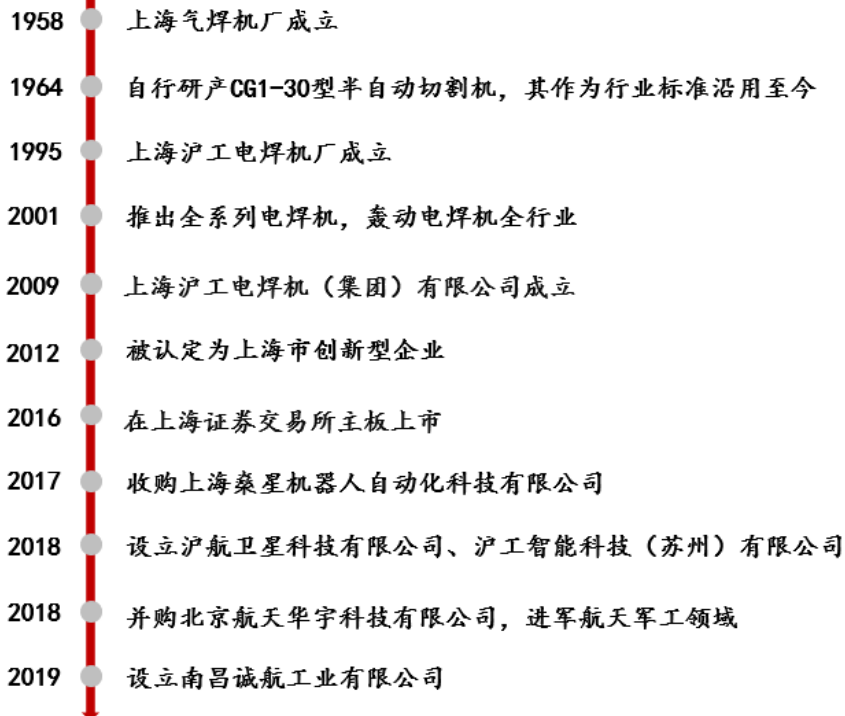
焊接与切割设备领导者，进军航天军工领域

上海沪工，国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一

- 上海沪工焊接集团股份有限公司（简称“上海沪工”，股票代码：603131）创建于 2009 年，前身为上海沪工电焊机制造有限公司和上海气焊机厂有限公司，于 2016 年 6 月在上交所主板上市。公司是中国特大焊接与切割设备研发和制造基地，国内规模最大的焊接与切割设备制造商之一，具有全系列产品生产能力。业务分为智能制造与航天军工，主营弧焊设备、数控切割设备、机器人系统和激光切割设备，产品远销全球 110 个国家和地区，出口金额多年位居行业第一。

2018 年，公司并购航天华宇、设立沪航卫星，二者分别为航天装备制造平台和卫星业务平台，正式进军航天军工领域。航天华宇为航天装备制造平台，主要从事航天系统装备及相关产品的研发、生产等。下属全资子公司河北诚航从事航天飞行器结构件和直属件的生产、装配和试验测试，是我国多家航天总装单位的核心供应单位。沪航卫星为卫星业务平台，可同时在线装配多颗 50KG 以下的商业卫星，并与上海利正（航天科技八院子公司）围绕以商业卫星为代表的航空航天装备领域开展业务合作，其子公司遨宇机电是一家以卫星电子装联、热控实施、射频组件、卫星地面测控设备生产的产品供应商。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司控股股东为舒宏瑞，持有公司 1.019 亿股，占公司股本总额的 32.05%。实际控制人为舒宏瑞、其子舒振宇和其妻缪莉萍，其中舒振宇直接持有公司 19.81% 股份，并通过上海斯宇投资咨询有限公司间接持有公司 2.99% 股份，合计持有公司总股本的 22.80%；缪莉萍持有公司 6.81% 股份。舒宏瑞

历任电焊机厂厂长，大公电气执行董事，总经理，沪工电焊机执行董事，总经理，沪工有限董事长。2011 年 10 月，任上海沪工董事长，法定代表人。现任上海市青浦区工商联名誉副主席，上海市私营企业协会理事，中国电器工业协会电焊机分会副理事长。

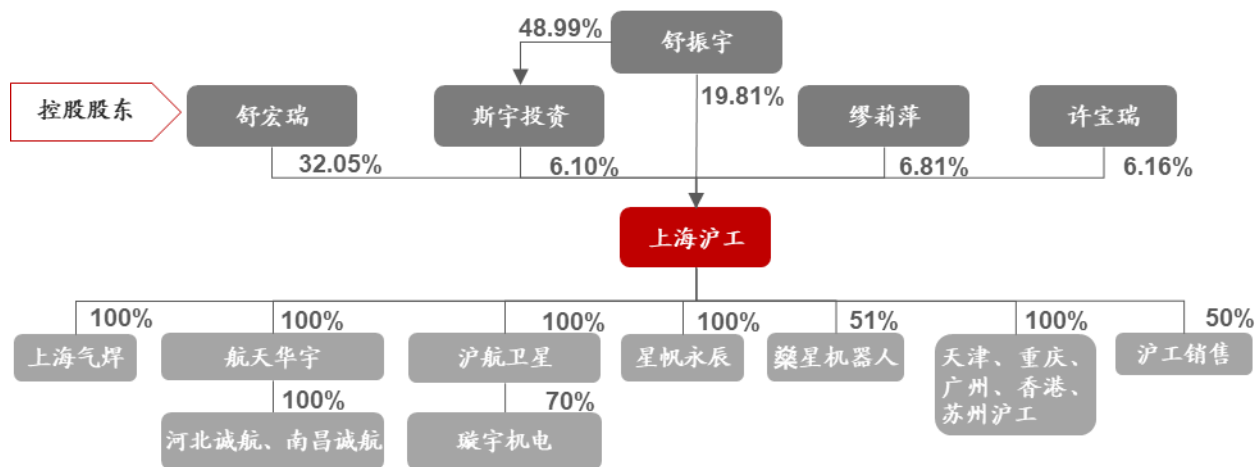
- 公司目前有上海气焊、航天华宇、沪航卫星、星帆永辰、彗星机器人、天津沪工、重庆沪工、广州沪工、香港沪工、苏州沪工、沪工销售十一家控股子公司。

智能制造业务中，上海气焊是中国专业研发与制造切割产品的企业，也是国内致力于数控切割、焊接专机和机器人集成设备的设计、生产和销售的专业制造商。产品被广泛应用于工业生产的各行各业，包括航空航天、船舶制造、汽车制造、石油化工、能源环保、水利建设等多种领域。

航天业务中，航天华宇从事航天系统装备及相关产品的研发、生产和航天飞行器结构件和直属件的生产、装配和试验测试等，是我国多家航天总装单位的核心供应单位。沪航卫星从事卫星电子装联、热控实施、射频组件、卫星地面测控设备的产品供应，用户广泛分布于以卫星任务研制为主的航天单位中。

彗星机器人从事加工、装配、生产工业机器人及配件。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司子公司概况

子公司名称	公司持股比例	业务分工	主要产品	2019 年净利润 (万元)
航天华宇	100%	生产、加工、研制	航天飞行器结构件、直属件	5540.48
沪航卫星	100%	研发、制造、设计、销售	航空航天装备及配套零部件、航空航天技术应用及相关产品、卫星及相关产品	116.88
上海气焊	100%	设计、制造、销售	数控切割设备、焊接成套设备、自动化成套设备、工业机器人等	-9.73
星帆永辰	100%	投资管理、资产管	-	-123.40

理

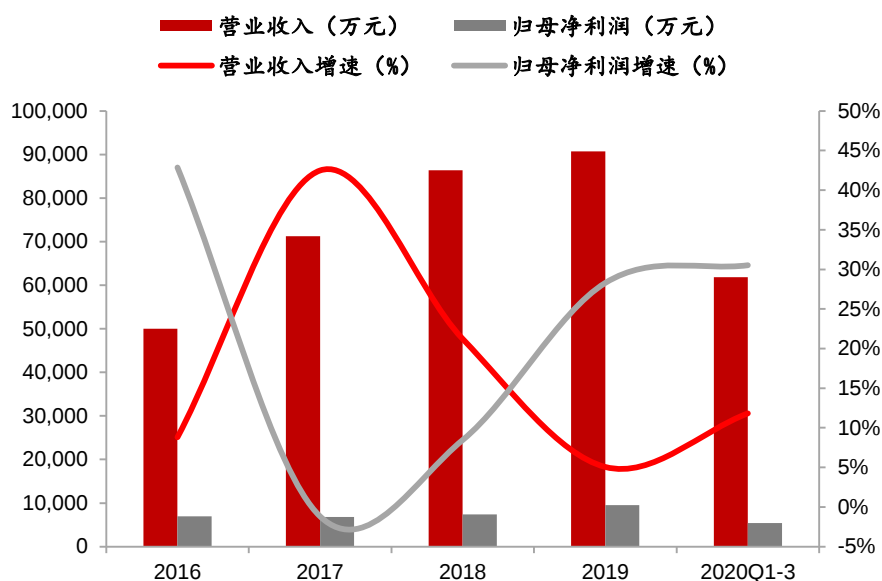
荣星机器人	51%	加工、装配、生产	工业机器人及配件、日用口罩（非医用）	-1589.43
苏州沪工	100%	生产、加工、销售	机器人、激光设备、自动化成套设备、金属切割及焊割设备	-136.62
天津沪工	100%	零售、批发	机械设备（小轿车除外）、电动机、电焊机、焊条、焊丝等	23.68
重庆沪工	100%	销售	计算机软硬件开发及辅助设备、普通机械、电子产品等	-23.18
广州沪工	100%	零售、批发	通用机械设备销售、电工器材	24.56
香港沪工	100%	-	-	-
沪工销售	100%	销售	电气产品、电焊机、切割机、电焊机及切割机耗材、电子产品及设备	-130.88

来源：Wind，中泰证券研究所

业绩实现稳定增长，航天军工业务快速发展

- 近年来公司实现业绩的稳定增长，自 2016 年至 2019 年，公司营业收入年均复合增速达到 21.97%，归母净利润年均复合增速达到 11.20%。2019 年，公司实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 28.29%。其中航天军工业务营收大幅增长 282.75%，业务占比从 5.73% 提升至 20.86%，有望成为公司未来业绩支撑点。
- 2020 年前三季度，公司保持高速发展态势，实现营业收入 6.18 亿元，同比增长 11.82%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比增长 30.52%。

图表 4：2016-2020Q3 公司营收与净利润规模（左）及增速（右）

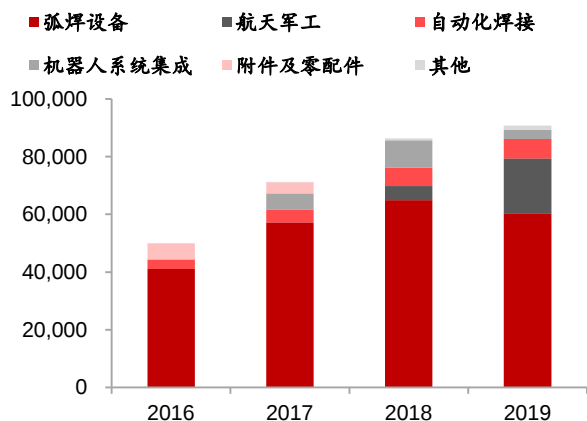


来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司主要销售产品共四类，包括智能制造板块：弧焊设备、自动化焊接（切

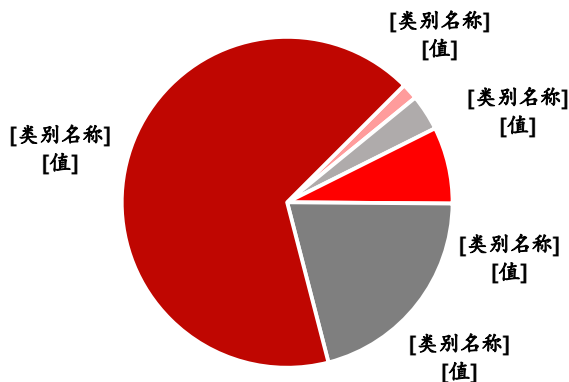
割)成套设备和机器人系统集成,以及航天军工板块。其中弧焊设备收入占比最高,2019年占营收66.52%,其次为航天军工,2019年占营收的20.86%。自2016年以来,弧焊设备一直是公司最主要的业绩支撑,因公司进军航天军工业务,获得新的收入和利润增长点,弧焊设备营收占比略有下降。

图表5: 2016-2019年各业务营收(万元)



来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

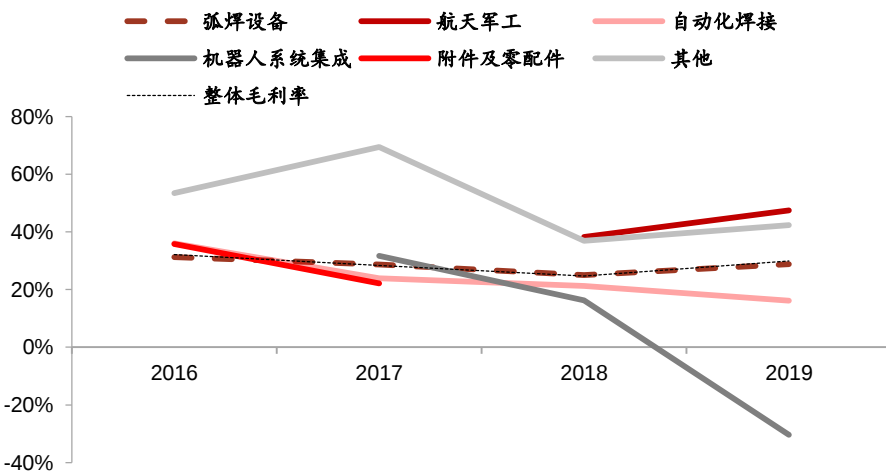
图表6: 2019年营业收入结构



来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- **积极调整业务结构, 淘汰毛利率较低产品。**2017年和2018年, 公司分别新增机器人系统集成业务和航天军工业务; 2018年, 公司淘汰毛利率较低的附件及零配件业务。
- **毛利率平稳保持在30%左右。**公司2019年综合毛利率为29.89%, 其中航天军工为毛利率最高的业务, 达47.44%; 其次为弧焊设备; 机器人系统集成业务毛利率较低, 但2020年半年报中已实现了扭亏为盈。2016-2018年, 公司毛利率呈现下降趋势主要系汇率变化、人工成本上升、原材料价格上涨所致。

图表7: 公司2016-2019年毛利率变化情况



来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- **公司产能利用率和产销率保持较高。**公司主要采用“以销定产+安全库存”销售模式。2019年度, 公司在手订单充足, 保持较高的产能利用率, 主要

产品产能利用率均大于 100%，主要系场地紧张所致，随着苏州沪工的落地达产将有效解决产能不足的问题。2019 年激光切割设备的产销率较低，系预投机备货增加。

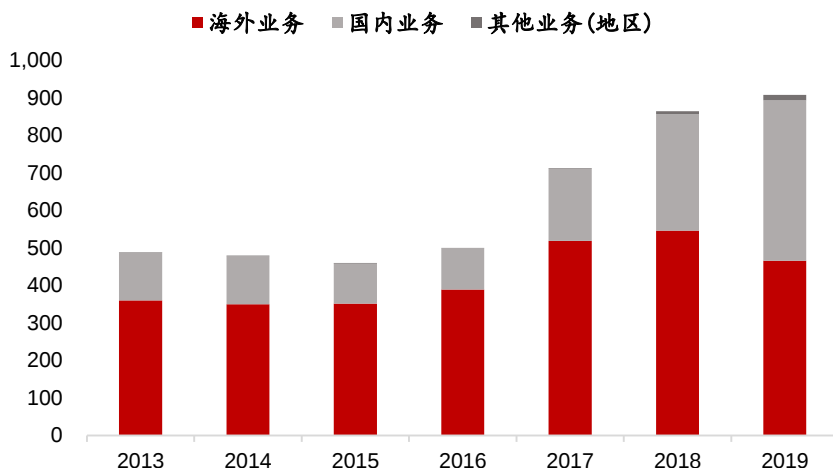
图表 8：公司 2017-2019 年主要产品产能利用率和产销率情况

产品	指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
弧焊设备	产能（万台）	89.43	94.14	67.64
	产量（万台）	81.47	97.48	77.57
	产能利用率	91.10%	103.56%	114.69%
	销量（万台）	83.72	88.07	75.56
	产销率	102.76%	90.34%	97.41%
自动化焊接（切割）成套设备	产能（台）	390	440	500
	产量（台）	460	525	534
	产能利用率	117.95%	119.32%	106.80%
	销量（台）	428	556	525
	产销率	93.04%	105.90%	98.31%
激光切割设备	产能（台）	27	42	46
	产量（台）	32	55	54
	产能利用率	118.52%	126.19%	117.39%
	销量（台）	31	48	36
	产销率	96.88%	90.57%	66.67%

来源：公司公告，中泰证券研究所注：激光切割设备产量数据包括当期生产的尚未转入销售的预投机；由于子公司秦星机器人、沪航卫星的业务按项目归集，不能按数量（台）计量，产销量情况分析对其不适用；航天华宇是军工行业，因涉密豁免披露。

- **公司自 2013 年起进军海外**，海外销售根据海外客户订单下达生产指令，国内销售根据市场预测情况及客户需求下达生产指令，并采用世界知名的 OracleERP 系统进行信息流控制，实现实时数据的传递和共享。
- 通过多年的积累，公司目前在海外市场建立了较强的竞争力，掌握核心技术，成为全球前三位的焊接与切割设备制造商的优质供应商，产品远销全球 110 个国家和地区，产品出口额多年位居行业第一。2013-2019 年，海外业务营收占公司营收比超过 50%，

图表 9：2013-2019 年各地区营收（百万元）

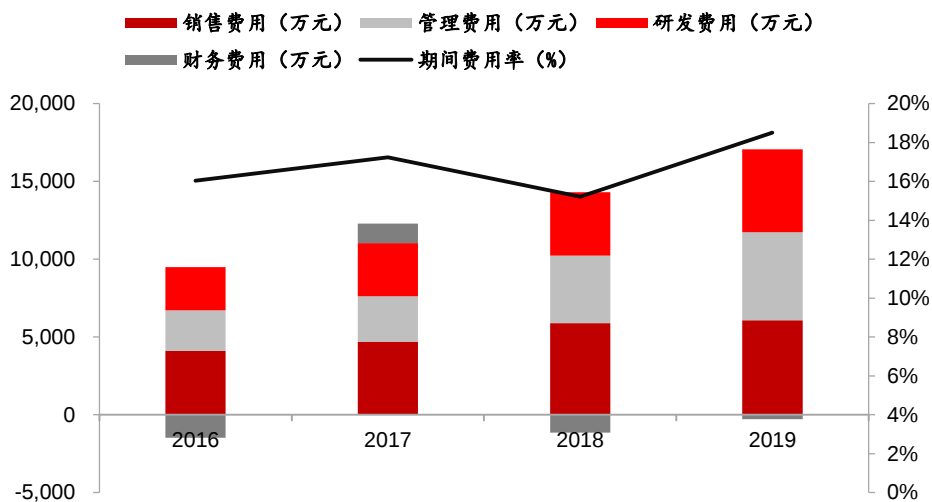


来源：Wind，中泰证券研究所

研发投入不断加大，募投扩产进一步提升公司竞争力

- 期间费用率略有提升，研发投入不断加大。2016-2019 年公司销售费用率和管理费用率较为稳定，财务费用率始终保持在-2%至 3%的健康水平。2019 年，公司的期间费用率为 18.50%，同比增长 3.28 个百分点，主要系公司在业务量拓展、研发技术等方面加大投入。
- 公司注重提高生产技术先进性，2019 年公司研发费用为 5334 万元，同比增长 31.14%。2019 年，沪工技术实验室已获得国际权威机构授权实验室的认证，并成功参与了多颗卫星的生产任务，以及卫星相关零部件的生产研制任务，得到了用户单位的赞扬与嘉奖，为后续的业务开展奠定了坚实的基础。

图表 10：期间费用变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

- 发行可转债募投项目，扩大产能建设。2020 年 7 月，公司发布可转债说明书，本次发行可转债规模为 4 亿元，用于投资精密数控激光切割装备扩产

项目、航天装备制造基地一期建设项目，以及补充流动资金。

- 精密数控激光切割装备扩产项目投资总额为 1.33 亿元，税后财务内部收益率为 13.74%。项目旨在实现产品结构由中低功率向中高功率的转化升级，符合激光产业未来发展趋势；同时，提高公司整体激光切割装备的产能。中高功率激光切割装备，在技术上将直接提升切割效率及切面光滑度、提高经济性及切割质量，满足金属厚板切割、打孔等工艺需求，应用于轨道机车、船舶行业、汽车零部件制造、重型机械等行业。
- 航天装备制造基地一期建设项目投资总额为 2.46 亿元，税后财务内部收益率为 15.20%。公司航天业务板块的规划产能已经饱和，开发的新工艺对于生产场地和空间的要求也更高，需要较为完整的空间完成生产线组装，以提高生产效率。因此，项目旨在扩大航天业务生产空间，突破生产场所及产能对业务发展的限制，为公司进一步的发展奠定基础。

图表 11：可转债募投项目情况（亿元）

项目名称	投资总额	以募集资金投入	达产年均 营业收入	达产年均 毛利率	达产年均 利润总额	达产年均 净利润	内部收益率
精密数控激光切割 装备扩产项目	1.33	0.90	2.93	26.45%	0.35	0.26	13.74%
航天装备制造基地 一期建设项目	2.46	1.90	2.34	31.92%	0.55	0.41	15.20%
补充流动资金项目	1.20	1.20					
合计	4.99	4.00					

来源：公司公告，中泰证券研究所

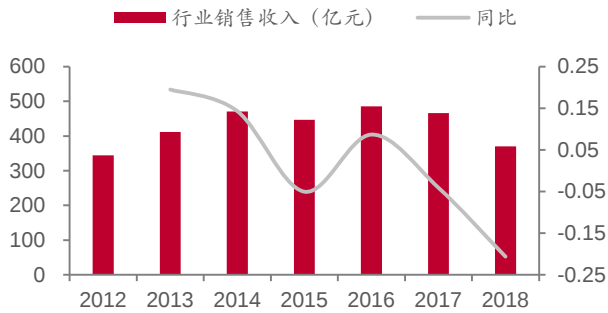
公司深耕焊接切割设备领域，激光切割设备打开新空间

焊接与切割设备行业历经调整，激光切割设备需求保持景气

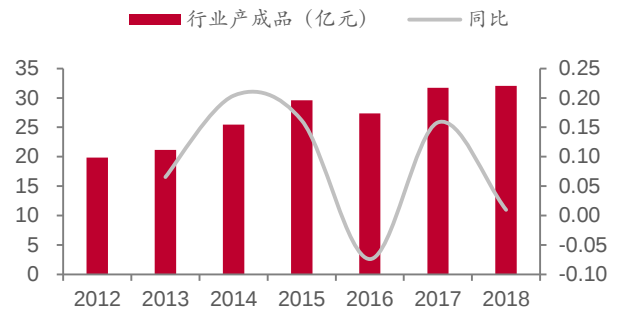
- 焊接与切割设备，是指将电能及其他形式的能量转化为焊接和切割能量并对金属进行连接或切割成为具有给定功能结构的制造设备。焊接与切割技术是一种集机械学、电工电子学、工程力学、材料学、自动化控制技术以及计算机技术等多种学科的综合性先进技术。
- 目前我国经济处于结构性调整时期，制造业的发展速度有所放缓，焊割设备行业近几年有所调整。2015 年之前，行业销售收入与产成品整体呈现增长趋势。2015 年开始，行业销售收入规模出现下滑，随后处于调整状态，2018 年，焊割设备行业全年销售收入为 369.89 亿元，同比下降 20.62%；产成品为 32.04 亿元，同比增长 0.98%。我们认为此轮下行周期行业或已得到调整，未来有望恢复增长趋势。

图表 12：2012-2018 年焊割设备行业销售收入

图表 13：2012-2018 年焊割设备行业产成品



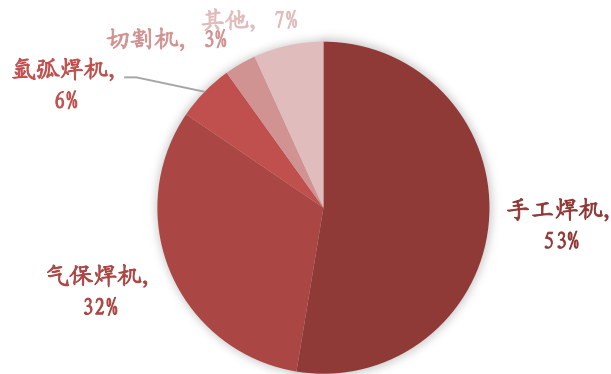
来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

- 根据前瞻产业研究院，从不同种类的焊割设备产品来看，手工焊所占比例最大，销售数量比重为 52.60%；其次是气保焊，占 31.9%；氩弧焊、切割机和其他产品占销售数量比重分别为 5.60%、3.10%和 6.80%。但随着我国焊接设备工艺的提高以及环保的要求，国内企业将向生产高效、节能、机电一体化和成套焊接设备方向发展，自动化焊接技术及设备发展前景广阔。
- 目前，高效设备的新工艺的成熟与普及，航天工业等国家大型基础工程的发展和国内汽车工业的崛起，都有力地促进了焊接工艺特别是焊接自动化技术的发展与进步，使焊接机器人及智能焊接的应用更为广泛，高附加值产品有望获得更高的市占率。

图表 14：焊割设备产品销售数量占比

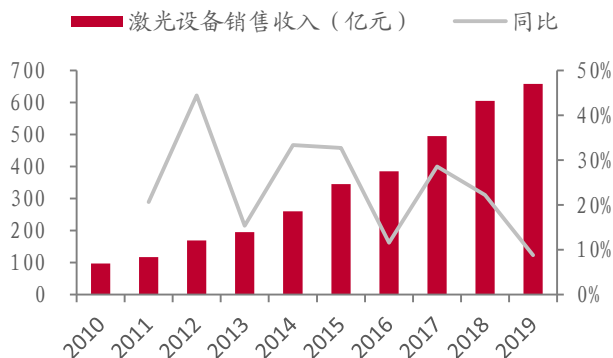


来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

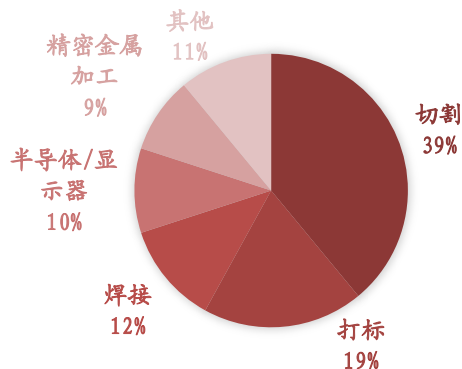
- 公司此次发行可转债的募投项目之一为激光切割设备。根据前瞻产业研究院，2019 年，我国工业激光设备行业销售收入达到 658 亿元，同比增长 8.76%，其中，激光切割应用最为广泛，占比达到 39%，行业规模约为 257 亿元。

图表 15：激光设备行业销售收入

图表 16：2019 年工业用激光设备市场结构



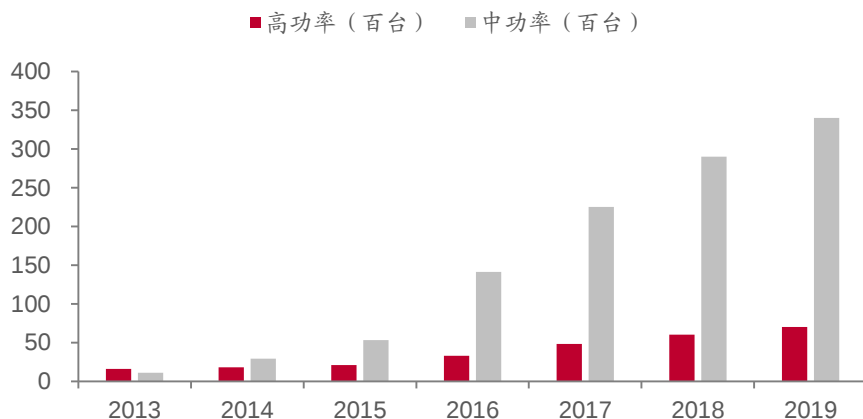
来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

- 从激光切割设备销量来看，2013-2019 年间，高功率与中功率激光切割设备均实现稳定明显的增长，其中，中功率激光切割设备销售量增幅远高于高功率。2019 年中国销售了约 7000 台高功率激光切割设备，同比增长 16.7%；2019 年中国销售了约 34000 台中功率激光切割系统，同比增长 17.24%。我们认为未来激光切割设备有望保持持续增长趋势。

图表 17：激光切割设备分功率销量



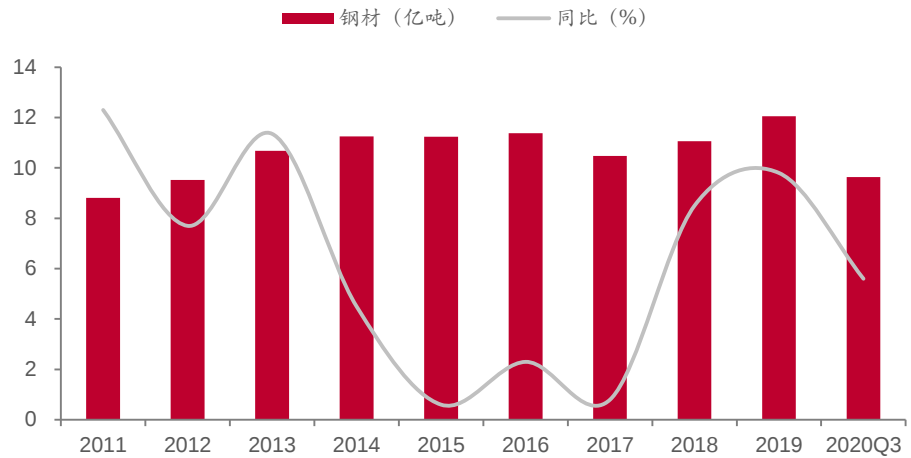
来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

焊接与切割设备用途广泛，下游需求呈现恢复趋势

- 焊接与切割设备被分别称为“钢铁缝纫机”和“钢铁剪刀”，是现代工业化生产中不可缺少的基础加工设备，只要用到金属材料加工的工业领域，就需要焊接与切割设备，其被广泛应用于汽车制造、海洋工程、电力电站、航空航天、石化装备、管道建设、轨道交通、建筑工程、机械制造、桥梁建设、压力容器、船舶制造、通用设备制造、新能源、动力电池、3C 产业等诸多行业。
- 从下游钢材产量来看，同样从 2015 年开始，钢材产量增速出现放缓趋势，2018 年增速开始恢复，2019 年我国钢材产量 12.05 亿吨，同比增长 9.8%，2020 年前 9 个月，我国钢材产量为 9.64 亿吨，同比增长 5.60%。根据世界钢铁协会统计，全球 2000 年粗钢的产量为 8.50 亿吨，2018 年则增长至 18.09 亿吨，复合增长率达 4.54%。根据国家统计局统计，我国的粗钢产量从 2000 年的 1.29 亿吨快速增长至 2019 年的 9.96 亿吨，复合增长率达

11.38%。

图表 18：中国钢材产量



来源：国家统计局，中泰证券研究所

- 根据相关部门出台的各自行业的“十三五规划”，焊接与切割设备制造行业主要的下游应用行业“十三五”期间的发展规划具体如下。焊接与切割设备制造行业有望在下游需求的推动下实现恢复性发展。

图表 19：下游“十三五”发展规划

行业	“十三五”期间的行业发展规划
石化和化学行业	到 2020 年，石化和化学工业总产值增长到 16 万亿元左右，年均增长 8% 左右。销售利润率小幅提高，2020 年达到 4.9%
电力行业	到 2020 年，常规水电装机达到 3.4 亿千瓦；核电投产约 3,000 万千瓦、开工建设 3000 万千瓦以上；气电新增投产 5000 万千瓦；煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内
建筑钢结构行业	2020 年，全国钢结构用量达到 8000 万吨-1 亿吨，占粗钢产量的比例超过 10%
通用机械行业	到 2020 年，行业总产值达到 1.3 万亿元，增速保持 5-6%
船舶制造	到 2020 年，造船产量占全球份额 40% 以上，力争达到 50%；高技术船舶、海工装备核心技术主要产品国际市场占有率达到 30% 以上，海洋油气开发装备关键系统和设备本土化率达 30% 以上
建筑装饰行业	“十三五”期间，工程年总产值由 2015 年的 3.4 万亿元增长到年总产值 4.7 万亿元
家用电器工业	推进智能制造，推动家电制造转型升级，到“十三五”末成为家电强国

来源：公司可转债募集说明书，中泰证券研究所

公司深耕弧焊设备领域，产品远销全球

- 根据前瞻产业研究院，据不完全统计，2018 年，我国焊割设备制造及销售企业共有 3600 余家，其中规模以上企业只有 366 家，营业收入超过亿元企业在 10 到 15 家之间。
- 我国焊割设备行业企业数量较多，但企业资质良莠不齐，企业规模差距较大。绝大多数的小规模焊接企业停留在仿制等较低层次的竞争上，仅为数不多的企业真正掌握核心技术，目前行业市场集中度较低。
- 上海沪工是中国特大焊接与切割设备研发和制造基地。根据官网，集团企业拥有 62 年的专业焊接与切割装备研发和制造经验，从 1958 年开始研发

生产直线切割机、半自动切割机、钢管桩氧乙炔内切割机、快速割嘴、计算机数控切割机、管孔切割机、大功率钢材预热装置，是焊接设备行业内龙头企业。

- 公司旗下拥有沪工、沪工之星两大品牌，主营弧焊设备、数控切割设备、机器人系统和激光切割设备。通过多年的积累，公司在焊接与切割等相关领域已经掌握了核心技术，具备了较强的国际竞争力，公司在焊接电源、焊接工艺等相关领域已经掌握了核心技术，具备了国际竞争能力。
- 根据公告，公司产品远销全球 110 个国家和地区，公司 2013 年至 2018 年出口金额连续位居行业第一；公司已与国内外多家世界五百强企业、多家大洲级和数百家国家级别的顶尖工业集团、数千家重要伙伴保持了长期合作。
- 公司在弧焊设备系列产品、自动化焊接（切割）系列产品领域主要竞争对手情况如下：

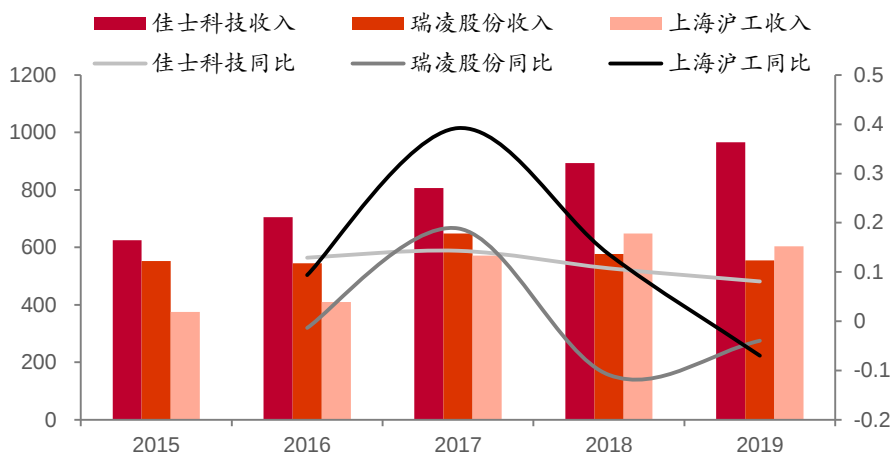
图表 20：智能制造产品主要竞争对手

产品类别	企业名称	简要情况
弧焊设备系列产品	CEA COSTRUZIONIELETTROMECCANICHE ANNETTONIS.p.A	意大利 CEA 公司是欧洲最大的专业焊接设备制造商之一。公司产品包括：手工弧焊机、气体保护焊机、TIG 焊机、等离子切割机等，在欧洲及受欧洲影响的国家有较大的影响力。
	Hobart Welding	ITW 集团下除米勒外的另一电焊机品牌，是美国国内较大的焊接设备制造商，产品主要包括手工弧焊机、气体保护焊机、等离子切割机等。
	唐山松下产业机器有限公司	该公司是行业内首家中外合资企业，产品主要有气体保护焊机、氩弧焊机、交直流手工弧焊机、等离子切割机、电阻焊以及焊接机器人等。
	瑞凌股份 300154.SZ	主要产品包括各逆变类直流手工弧焊机、氩弧焊机、半自动气体保护焊机、等离子切割机以及焊接小车等。
	佳士科技 300193.SZ	主要产品包括各类逆变电焊机、内燃电焊机、专用电焊机。
自动化焊接(切割)成套设备	梅塞尔切割焊接(中国)有限公司	该公司的主要产品是数控等离子(火焰)切割机。
	江苏博大数控成套设备有限公司	国内专业制造数控切割设备的企业，主要产品包括数控等离子(火焰)切割机、数控相贯线切管机等。
	大族激光 002008.SZ	产品主要包括激光标记、激光切割、激光焊接设备、PCB 专用设备、机器人、自动化设备，并提供配套的系统解决方案。
	亚威股份 002559.SZ	主要业务包括金属成形机床业务、激光加工装备业务、智能制造解决方案业务，其中激光加工装备业务主要产品包括二维激光切割机、二维激光柔性切割单元、三维激光切割系统、激光焊接系统及自动化成套生产线等。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 将公司业务规模最大的弧焊设备与可比公司进行对比，2018 年后，行业公司增速皆有一定程度下滑，上海沪工业务增速下滑幅度较大，但 2015-2019 年业务整体增速高于可比公司，上海沪工弧焊设备 CAGR 为 12.63%，高于佳士科技的 11.49%与瑞凌股份的 0.10%。

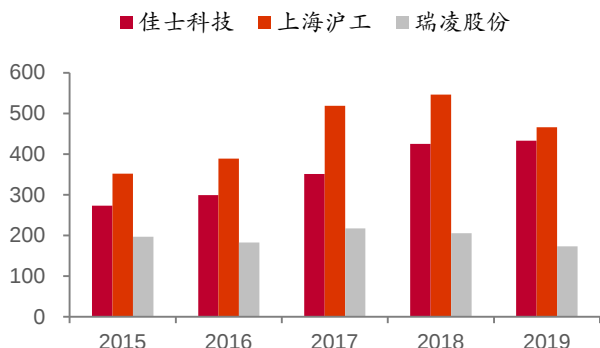
图表 21: 可比公司弧焊设备业务规模与增速对比 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所; 注: 上海沪工口径为弧焊设备, 其他可比公司为整体口径

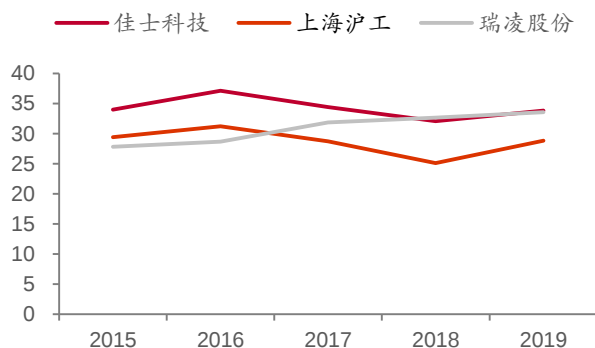
- 此外, 相较于可比公司, 上海沪工海外营业收入保持领先竞争对手的趋势 (此处采用整体海外营收口径, 上海沪工航天军工业务 2018 年开始并表, 我们认为公司航天军工业务主要下游为国内单位, 海外业务相对较少)。但公司海外业务毛利率相对更低, 2019 年公司海外业务毛利率为 26.72%, 低于瑞凌股份的 35.56% 与佳士科技的 38.60%, 拉低了公司弧焊设备整体毛利率水平。

图表 22: 可比公司海外营收对比 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 可比公司弧焊设备毛利率对比 (%)



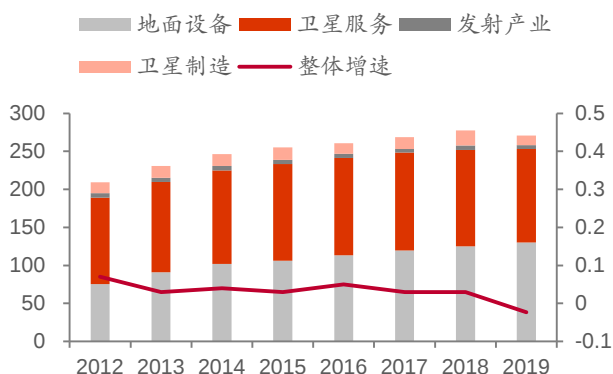
来源: wind, 中泰证券研究所; 注: 上海沪工口径为弧焊设备, 其他可比公司为整体口径

切入航天军工领域, 空天互联网带来广阔空间

全球卫星发射活动逐渐增多, 航天科技集团 2020 发射活动领先

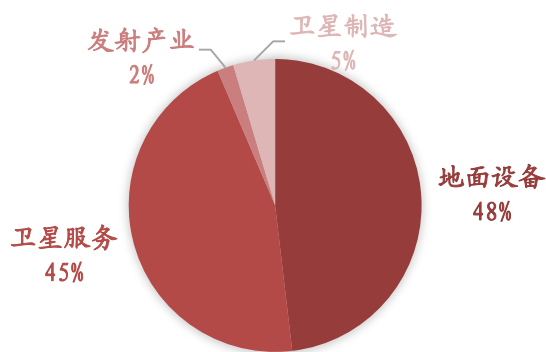
- 根据 Satellite Industry Association (SIA) 年度报告, 近些年卫星产业规模整体保持增长趋势, 2018 年, 全球卫星产业规模达到 2774 亿美元, 同比增长 3%, 2019 年全球卫星产业规模为 2710 亿美元, 下滑 2%。
- 其中地面设备产业规模最大, 占比高达 48%, 其次为卫星服务产业, 占比达到 45%。发射产业与卫星制造产业占比相对较小, 2019 年两者产业规模合计约 174 亿美元。

图表 24：全球卫星产业规模（十亿美元）



来源：SIA，中泰证券研究所

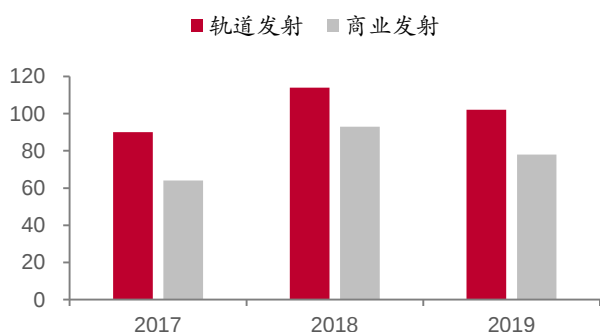
图表 25：2019 年度卫星产业细分市场结构



来源：SIA，中泰证券研究所

- 根据 SIA 报告，2018 年全球卫星轨道发射活动达到了 114 次，相较于 2017 年的 90 次有较大提升，2019 年发射活动为 102 次。其中，商业卫星发射活动占多数，2019 年商业发射活动次数为 78 次，占比 76.47%。
- 在偏上游的卫星制造与卫星发射产业中，2018 年，两者皆实现了较大规模的增长，发射产业规模达到 62 亿美元，同比增长 34%，卫星制造产业达到 195 亿美元，同比增长 26%；在 2019 年随着发射活动的减少，两者出现了一定程度的下滑。

图表 26：发射活动次数



来源：SIA，中泰证券研究所

图表 27：发射产业与卫星制造规模（十亿美元）



来源：SIA，中泰证券研究所

- 根据 Union of Concerned Scientists，截止 2020 年 7 月 31 日，正常在轨运行卫星共有 2787 颗。其中，美国是拥有卫星数量最多的国家，中国、俄罗斯次之。在各运行轨道中，低轨卫星（LEO）数量最多，占卫星总数的 66%，其次是地球静止轨道卫星。

图表 28：各国卫星数量

国家	卫星数量/颗
美国	民用 33
	商用 1011
	政府用 173
	军用 208
中国	382
俄罗斯	172
其他国家	808

图表 29：不同轨道卫星数量

轨道高度	卫星数量/颗
低轨卫星	2032
中高轨卫星	137
椭圆轨道卫星	58
静止轨道卫星	560

合计 2787

合计 2787

来源：Union of Concerned Scientists，中泰证券研究所

来源：Union of Concerned Scientists，中泰证券研究所

- 我国卫星发射场数量位居世界第二，2018 年卫星发射数量世界第一。当前全球主要航天国家已建成或在建发射场共计 25 个。我国目前拥有酒泉卫星发射中心、西昌卫星发射中心、太原卫星发射中心和海南文昌航天发射中心四个航天发射场地，数量与俄罗斯相同并列第二位，仅次于美国。

图表 30：各国发射场数量对比

国家	发射场数量	发射场名称
美国	5	肯尼迪航天中心、卡纳维拉尔角空军基地、范登堡空军基地、斯坦尼斯航空中心、瓦罗普斯飞行研究所
中国	4	酒泉卫星发射中心、西昌卫星发射中心、太原卫星发射中心、文昌航天发射中心
俄罗斯	4	拜科努尔航天发射场、普列谢茨克航天发射场、卡普斯京亚尔靶场、东方航天发射场
日本	2	种子岛宇宙中心、鹿儿岛航天中心
印度	2	顿巴赤道火箭发射场、萨迪什·达万航空中心
欧洲航天局	1	圭亚那太空中心
法国	1	圭亚那太空中心
英国	1	乌美拉沙漠实验场
以色列	1	帕勒马希姆空军试验基地
伊朗	1	塞姆南航天发射中心
韩国	1	罗老宇宙中心
朝鲜	1	西海卫星发射场
巴西	1	阿尔坎塔拉发射中心

来源：《中国卫星通信产业发展白皮书》，中泰证券研究所

- 从发射数量来看，2018 年我国航天发射再创佳绩，以全年发射 39 次位列世界第一，占全球发射总量的 30%以上。

图表 31：2018 年各国发射活动

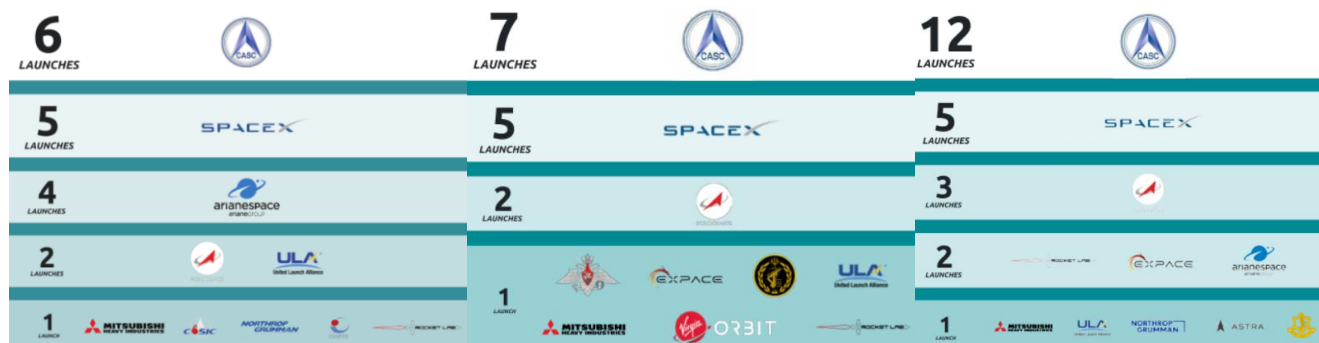
国家	发射次数	航天器数量
美国	34	211
中国	39	95
欧洲	8	56
俄罗斯	20	24
日本	6	15
印度	7	10
其他	0	50

来源：《中国卫星通信产业发展白皮书》，中泰证券研究所

- 2020 年，截至前三季度，根据 Bryce 报告，我国航天科技集团实现了最多

的发射活动，共计 25 次；其次为 space X，共计 15 次发射活动，表明我国卫星发射活动持续活跃。

图表 32：2020 年 1-3 季度（从左到右）各单位发射活动次数

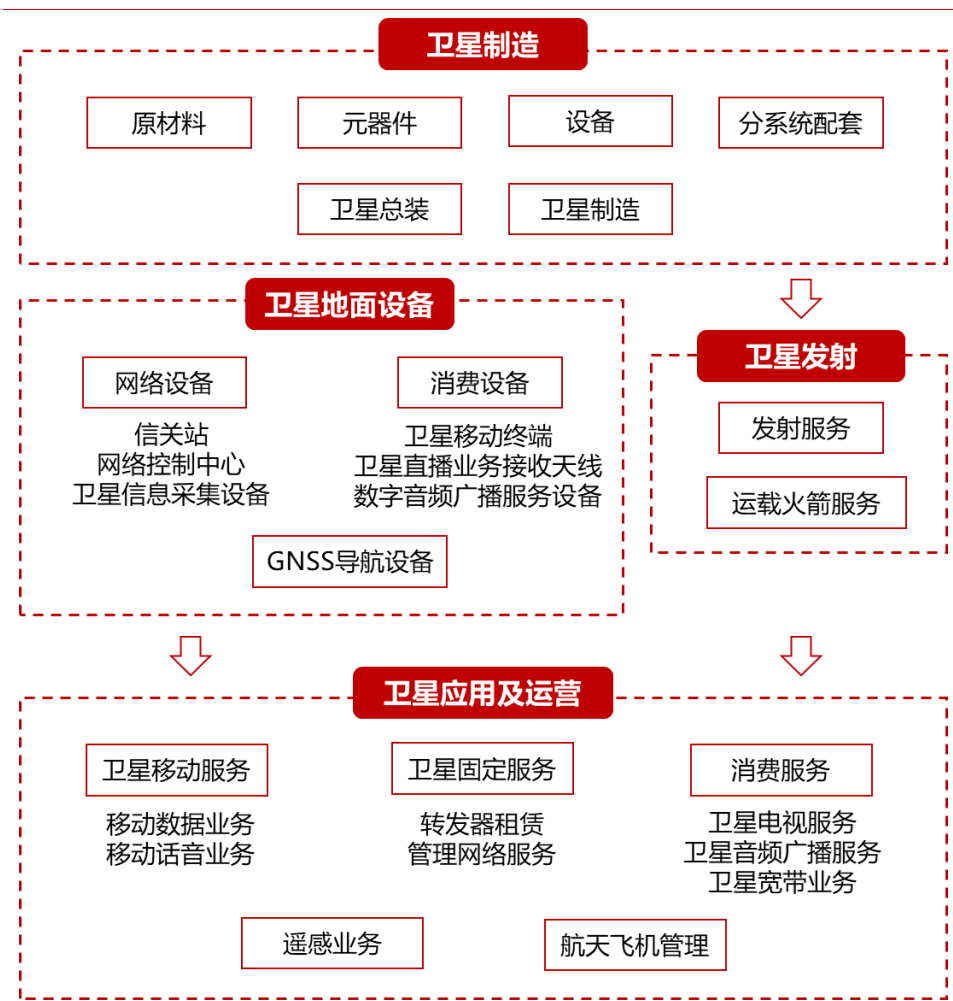


来源：Bryce，中泰证券研究所

我国卫星产业链形成，空天互联网建设前景广阔

- 目前我国已形成完整自主的卫星产业链，涵盖卫星制造、卫星发射、地面设备制造、运营与服务几个环节。卫星制造包括卫星整体制造、部组件和分系统制造等环节，卫星发射包括发射服务和火箭服务，卫星地面设备包括网络设备和终端消费设备。卫星应用及运营场景广泛，包括远程教育、新闻采集、宽带接入、卫星电视直播业务等。近年来，卫星产业链各环节不断开拓创新，处于产业成长期。

图表 33：空天互联网产业链



来源：《中国卫星通信产业发展白皮书》，中泰证券研究所

- 在军民融合政策和商业航天、天地一体网络大潮的推动下，我国航天、电子、中科院、高校等众多单位都在积极参与低轨星座系统的建设。根据《2019全球卫星通信产业发展前沿报告》，2014年，北京信威公司和清华大学在联合研制和发射的灵巧卫星上进行了智能天线、处理与交换、天地组网等技术试验。2018年，航天科技和航天科工集团分别发射了一颗低轨高通量实验星鸿雁1号和虹云1号。鸿雁星座系统属于窄宽带融合系统，具有移动通信、导航增强、ADS-B、AIS等综合功能。虹云星座是宽带系统具备通信、导航和遥感一体化服务功能。2018年4月23日，电科集团发布了天地一体化信息网络重大专项中的首个成果——“地面信息港”，其中融合了网络、遥感、地理信息、导航定位等功能。
- “鸿雁星座”是航天科技集团研发的集通信、导航增强一体的低轨卫星星座，是具有重大意义的商业航天项目。“鸿雁星座”项目突破商业化运营常规模式，依托东方红公司开展卫星传输服务。2019年12月16日，全球低轨卫星移动通信与空间互联网系统项目启动运营活动在重庆两江新区举行。全球低轨卫星移动通信与空间互联网系统项目由东方红卫星移动通信有限公司具体实施，将建设覆盖全球的星座及运营系统，提供各种终端产品，构建海、陆、空、天一体化新型信息网络，实现面向全球的移动通信、物联网、导航增强、宽带互联网等运营服务。该项目将以航天产业引领，吸引和带动产业集群发展。

- “虹云工程”是航天科工集团五大商业航天工程之一。目前，虹云工程已先后完成了不同天气条件、不同载体、不同业务场景等多种工况下的全部功能与性能测试，形成了低轨宽带通信卫星、Ka 频段透明转发载荷、低轨宽带卫星通信协议、低轨宽带卫星信关站、发射面用户终端、相控阵用户终端等一批关键产品，**为中国卫星互联网建设奠定了良好基础**。根据中国新闻网报道，作为中国首颗低轨宽带通信技术试验卫星，目前虹云工程首星在预定轨道上飞行近 5000 圈，稳定运行超过 8800 个小时，执行超过 5000 条指令，完成 180 余次通信试验，开展 20 余次光谱测温仪在轨观测试验，获取了超过 70GB 图像数据
- 按照规划，虹云工程将在 2020 年完成业务试验系统建设，开展业务试运营；“十四五”期间完成星座部署，具备全面运营条件，实现全球连续、无缝覆盖的宽带卫星互联网接入。
- 仅此两项工程将产生 456 颗卫星需求，我国商业卫星未来发展空间广阔。

图表 34：鸿雁和虹云星座计划

星座计划	用途	所属单位	规模	轨道	单星质量 (kg)	启动时间
鸿雁星座	宽带互联网	航天科技	300	近地（球）轨道	~500	2018年
虹云工程	宽带互联网	航天科工	156	近地（球）轨道	~300	2019年

来源：航天科工、航天科技官网，中泰证券研究所

沪航卫星为八院子公司唯一合作商，稀缺性显著

- 公司设立沪航卫星全资子公司，进军卫星领域。2018 年，公司出资 8000 万元全资设立沪航卫星，主要从事商业卫星总装集成、航天产品核心部件设计及制造等服务，并拥有该领域国内高标准建设的生产场地，是国内少数具有 500kg 以上卫星 AIT 场地的民营卫星公司。2018 年，沪航卫星实现归母净利润 49.11 万元；2019 年实现归母净利润 116.88 万元，同比增长 138%。
- 沪航卫星控股子公司上海璩宇机电有限公司成立于 2013 年，是一家以卫星电子装联、热控实施、射频组件生产的产品供应商，用户广泛分布于以卫星任务研制为主的航天军工单位中。
- 沪航卫星合作方上海利正卫星应用技术有限公司为航天科技八院子公司。上海利正负责商业卫星市场开拓、项目立项和抓总研制，负责商业卫星及其配套部件的方案论证和设计开发，沪航卫星负责商业卫星 AIT（总装、测试及实验）生产线的建设和运营，负责商业卫星配套部件的研制、配合完成商业卫星制造。根据公司公告，**在商业卫星的总装制造及部分核心部件的业务领域，上海利正确定沪航卫星为相关产品和服务的唯一合作商**。双方通过设立联合实验室的形式，构建“产学研”合作平台，不断地培养出优秀人才，推进新技术、新工艺、新产品的研究和开发，共享研究成果，争取各项政策支持、增强国内外市场的竞争力。

航天华宇业绩稳定增长，迎来国防建设景气周期

- 公司并购航天华宇 100% 股权，拓展业务布局。公司通过发行股份和现金支

付方式以总价 5.8 亿元并购航天华宇,原航天华宇实际控制人许宝瑞及其一致行动人冯立合计持有上海沪工 6.95%股份。2018 年 11 月 16 日,航天华宇完成工商变更登记手续。

- 在军民融合、国防军备体制深入改革以及工业制造升级的背景下,此次并购使得公司业务产品的结构更加多元化,加快航天军工行业军民技术融合,有助于深入焊接与切割产品在下游行业的应用范围,实现经营规模的外延式扩张,进一步提升公司抗风险能力和盈利能力。
- 航天华宇是航天装备制造平台,主要从事航天系统装备及相关产品的研发、生产等。下属全资子公司河北诚航是我国航空航天与国防装备零部件制造商,是“四证齐全”的军工类生产企业。主要从事航天飞行器结构件和直属件的生产、装配和试验测试,其制造的部件主要为导弹和运载火箭的结构件和直属件,是我国多家航天总装单位的核心供应单位。

图表 35: 航天华宇业务情况

业务种类	业务名称	河北诚航业务简介
军品	结构件加工	构成飞行器骨架和气动外形的主要组成部分,如导弹弹体和火箭新体等。
	直属件加工	导弹和火箭内部连接各个设备,并将其固定在弹体、前体内部的重要零件。河北诚航通过精密设备加工、热处理、特种焊接、组合装配等技术手段,形成了以钛合金、铝合金、钢材料、复合材料等为加工对象的装备零部件综合制造体系。
	协助研制新型编比导弹	对于预研缩比试验类产品及在研外贸型号,河北诚航主要开展协助生产、生产加工,部分装配及试验测试服务。
	其他产品	各类模具、工具、夹具、型架、架车等。
民品	小批量生产加工业务	如为北京地铁车辆装备有限公司提供管路系统和其他零配件的加工服务。

来源:公司公告,中泰证券研究所

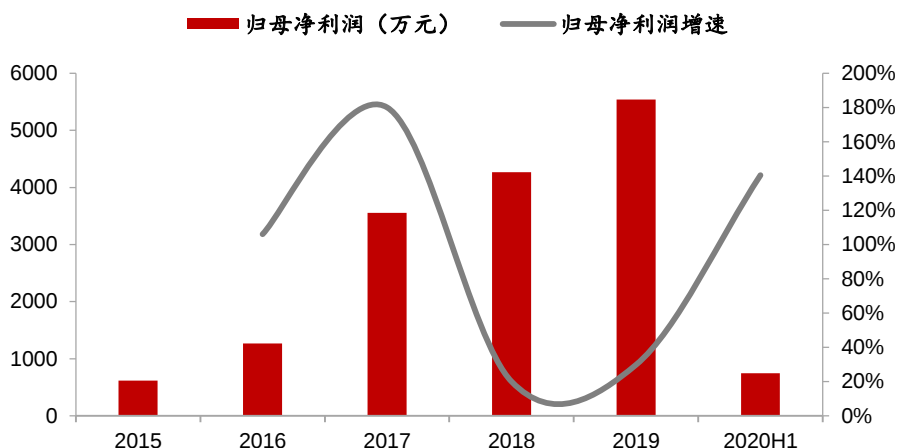
图表 36: 航天飞行器的结构件和直属件市场竞争情况

产品类别	企业名称	业务情况
航天飞行器的结构件和直属件	四川明日宇航工业有限责任公司	该公司主要从事航空航天飞行器结构件减重工程的应用和开发,零部件制造服务,是我国多家航空航天企业的配套零部件制造服务商。该公司所制造的航空航天零部件主要为飞机、导弹、运载火箭、航天飞船等飞行器结构件。
	成都德坤航空设备制造有限公司	该公司主要从事航空飞行器零部件开发制造,涵盖航空钣金零件的开发制造;航空精密零件数控加工;工装、模具设计制造及装配;航空试验件及非标产品制造等,是国内航空产业的配套零部件制造服务商,产品应用于多型号军用飞机、大型运输机、无人机、导弹等。
	西安嘉业航空科技有限公司	该公司主要为航空航天及轨道交通(高铁、地铁)行业提供工装、结构件以及总成产品,其下游客户主要集中在由中航工业、航天科技集团、航天科工集团及中国商飞组成的航空航天工业体系和主要由中国南车集团和中国北车集团(现已合并为中国中车集团)组成的整车制造体系内。

来源:公司公告,中泰证券研究所

- 2019 年,航天华宇实现净归母净利润 5540 万元,同比增长 29.80%;2020 年上半年,实现归母净利润 746.79 万元,同比增长 140.50%。2017-2019 年,航天华宇业绩承诺均顺利达成,2020 年其业绩承诺为 6700 万元,有望继续贡献增量。

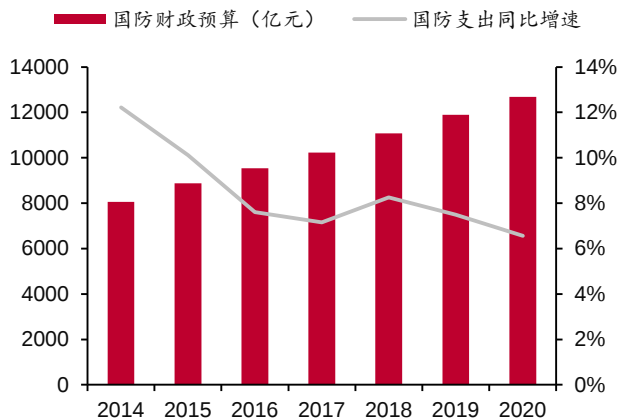
图表 37：2015-2020H1 航天华宇归母净利润与同比增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

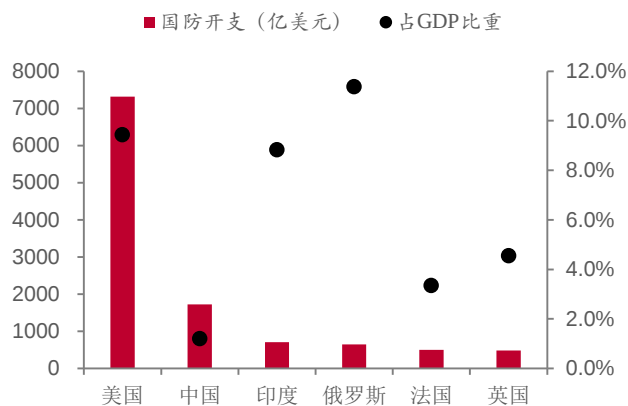
- 目前国防财政支出处于相对较低水平，终端投入规模仍有上升空间，带动上游航天器配套需求增长。据国家统计局数据，2014 至 2020 年，我国国防支出预算从 8054 亿元增长至 12680 亿元，复合增速 7.86%。尽管如此，我国与美国在军事方面的支出仍相差较大。据 SIPRI 统计，2019 年美国军费支出为 7317 亿美元，占 GDP 比重为 9.4%，其国防开支规模与占比均远高于中国，我们认为未来我国国防支出仍有上涨空间。

图表 38：2014-2020 我国国防支出预算及同比增速



来源：中国统计局，中泰证券研究所

图表 39：2019 年世界部分国家军费支出



来源：SIPRI，国家统计局，财政部，中泰证券研究所；注：除中国外，其他国家国防开支及占比数据均源于 SIPRI

- 下游航天器或将加速列装，扩产迎来高景气周期。河北诚航作为我国多家航天总装单位导弹和运载火箭的结构件和直属件的核心供应单位，有望充分受益我国国防现代化建设对航天飞行器装备列装需求规模的扩大。此外，跟根据公司公告，公司在江西南昌建设航天装备制造基地，其中一期首批用于航天飞行器及配套产品的生产制造的 200 亩投资用地已基本建成，这将有效缓解公司产能不足的问题，为公司在航天军工领域进一步的发展奠定基础。

盈利预测与估值

盈利预测与投资建议

■ **未来业务规模增长方面：**（1）**航天军工：**航天华宇近些年业绩保持高速增长，2020 年上半年净利润同比高达 140%，且其 2020 年业绩承诺为 6700 万元，根据该子公司历史经营情况，我们认为其业绩承诺有望顺利完成，为公司贡献业绩增量；**沪航卫星** 2019 年业绩同样实现较高增长，根据我国目前卫星产业的高速发展趋势，我们认为沪航卫星作为商业卫星总装平台，航天八院子公司唯一合作商，具备稀缺性，未来有望充分受益卫星产业发展。此外，**募投项目**中，根据公告，公司在江西南昌建设航天装备制造基地，其中一期首批用于航天飞行器及配套产品的生产制造 200 亩投资用地已基本建成，**根据公司测算其开始投产前两年分别能为公司带来 1.17 亿元与 1.87 亿元收入，达产后平均年收入为 2.34 亿。**我们认为未来公司航天军工业务仍将保持 30%以上的高增速，假设 2021 年与 2022 年目前产能下的军工业务在 2020 年收入基础上实现复合 35%的增速，加上募投项目开始投产前两年的收入，在 2021 与 2022 年合计约能带来 4.57 亿元与 6.46 亿元的总收入。

（2）**智能制造：**公司深耕弧焊设备领域，为行业内领先企业，产品远销全球，弧焊设备产品销售规模 2015-2019 年 CAGR 为 12.63%，处于领先水平，2020 年前三季度公司营收同比上升 11.82%，归母净利润同比上升 30.52%。由于军工业务主要在第四季度确认收入，因此我们认为前三季度的增长主要为公司智能制造业务的增长贡献。此外，去年机器人公司为亏损状态，今年上半年机器人公司已经实现扭亏为盈，2020 年有望贡献业绩增量。此外，募投项目激光切割设备项目在稳步推进中，根据公告，**新建激光切割机生产线投产前两年将分别贡献 1.48 亿元与 2.34 亿元收入，达产后将年均带来 2.93 亿元的营收贡献，我们认为未来智能制造板块业绩有望实现 20%以上的稳定增长。**

■ **毛利率方面：**我们认为智能制造板块随着机器人公司的扭亏与募投项目投产带来的规模效应，未来有望保持稳定小幅提升趋势；**航天军工板块**根据募投项目毛利率约为 32%的测算，我们认为可能将拉低目前的高毛利水平，2021 年募投项目开始投产后将经历一个逐步下降的过程。

图表 40：业绩拆分

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计	营业总收入（百万元）	863.80	907.48	1,163.46	1,596.82	2,034.25
	yoy	14.50%	26.38%	28.21%	37.25%	27.39%
	毛利率	24.71%	29.88%	30.39%	32.63%	32.94%
航天军工	营业收入（百万元）	49.46	189.32	252.06	457.31	646.00
	yoy		282.77%	33.14%	81.43%	41.26%
	毛利率	38.25%	47.44%	47.67%	45.93%	44.54%
智能制造	营业收入（百万元）	806.73	703.64	888.42	1103.68	1335.67
	yoy	20.24%	-12.78%	26.26%	24.23%	21.02%
	毛利率	23.76%	24.90%	25.17%	26.71%	26.83%
其他	营业收入（百万元）	7.61	14.52	22.98	35.82	52.57
	yoy	306.95%	90.80%	58.28%	55.87%	46.76%

毛利率	36.93%	42.42%	42.83%	45.24%	45.73%
-----	--------	--------	--------	--------	--------

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **期间费率与营业外开支方面:** 随着公司军工业务占比逐步提高, 军品主要为以销定产, 相较于新研股份(子公司明日宇航)、利君股份(子公司德坤航空)、爱乐达、中国卫星等军品业务可比公司, 我们认为公司销售费用率有望实现降低, 尤其在 2021 年军品大幅提升阶段; 此外, 募投项目逐渐达产, 收入或将迎来较快增长, 我们认为管理费用等费用开支或将慢于公司业务规模扩大幅度, 占比逐渐降低, 同时公司在 2018 年新设与并购子公司, 我们认为未来公司与子公司之间管理磨合成本亦有望逐渐降低; 军品业务亦有望获得退税等政府补助。

图表 41: 销售费率军品领域可比公司对比

上海沪工	新研股份	利君股份	爱乐达	中国卫星
6.70%	3.11%	6.64%	0.37%	1.37%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **盈利预测:** 根据上述假定, 随着业务规模的加速增长, 对整体固定成本的摊薄, 机器人公司的扭亏, 智能制造主业毛利率的提升, 以及军工业务占比增大有望带动销售费率下降, 我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 11.63 /15.97/ 20.34 亿元, 同比增长 28.21%/ 37.25%/ 27.39%; 实现归母净利润 1.42/ 2.38/ 3.32 亿元, 同比增长 49.08%/ 67.41%/ 39.61%, 对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45/ 0.75 /1.04 元, 对应 PE 分别为 55 / 33/ 24 倍。

相对估值

- 我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 11.63 /15.97/ 20.34 亿元, 同比增长 28.21%/ 37.25%/ 27.39%; 实现归母净利润 1.42/ 2.38/ 3.32 亿元, 同比增长 49.08%/ 67.41%/ 39.61%, 对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45/ 0.75 /1.04 元, 对应 PE 分别为 55 / 33/ 24 倍。
- **市值测算:** 以 2021 年公司募投项目开始达产年为基准进行市值测算, 2021 年智能制造板块毛利润约为 2.95 亿元, 加之 2020 年上半年机器人公司已实现扭亏为盈, 我们认为该板块 2021 年净利润约为 1.00 亿元, 对比智能制造板块的佳士科技, 给予公司智能制造板块 15-18 倍估值区间, 市值区间约为 15-18 亿元; 2021 年航天军工毛利润约为 2.10 亿元, 由于军工板块业务基数较小, 未来规模增速较快, 管理费用、销售费用等人工设备成本有望实现有效分摊, 整体费率实现明显降低, 我们认为该板块 2021 年净利润约为 1.38 亿元, 对比军品航空结构件制造领域的利君股份(德坤航空为其子公司)与爱乐达, 以及卫星总装厂中国卫星, 给予公司航天军工业务 55-58 倍估值, 对应市值区间约为 76-80 亿元。综合算得公司市值区间约为 91-98 亿元。首次覆盖, 考虑到公司未来募投项目的投产带来的业绩增量与竞争力的提升, 以及航天军工板块子公司的平台地位, 给予“买入”评级。

图表 42: 近三年 PE(TTM)
图表 43: 近三年 PS



来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 44: 近三年PB


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 45: 可比公司估值对比

股票代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB (LF)
		2020/11/29	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002651.SZ	利君股份	101.80	2.24	3.19	4.74	45.44	31.91	21.48	4.42
300696.SZ	爱乐达	93.73	1.31	1.81	2.42	71.50	51.74	38.73	10.22
600118.SH	中国卫星	403.94	4.14	4.85	5.71	97.57	83.29	70.74	6.97
航天军工板块平均值						71.51	55.64	43.65	7.20
300193.SZ	佳士科技	40.15	2.33	2.62	2.86	17.23	15.34	14.02	1.81

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **原材料价格波动风险。**公司主要原材料包括钢材、有色金属（主要为铜材、铝材）、线材（包括铜线、铝线、电缆线）、电子元器件和电器等。若相关材料价格上涨，对公司产品成本的影响较大，将降低公司的盈利能力。

- **军费下降或采购规模下降风险。**公司的航天业务与我国航空航天及国防装备产业政策和规划密切相关。若我国国防预算费用因国家政策调整而大幅度减少，或者结构性调整而导致对航天飞行器结构件和直属件的采购规模下降，则将会对航天华宇与沪航卫星的经营业绩产生不利影响。
- **重组整合风险。**并购航天华宇过程中，可能会出现不能有效利用双方优势、或不能充分发挥协同效应的情况。能否通过整合既保证上市公司对航天华宇的控制力，又保持其原有竞争优势并充分发挥协同效应，具有不确定性。
- **新冠疫情风险。**随着新型冠状病毒肺炎疫情在全球的蔓延，海外市场受疫情影响面临需求下降的风险，对公司境外销售将产生一定的不利影响。此外，疫情可能导致宏观经济波动，或为公司经营带来一定的风险。
- **募集资金投资项目效益不能达到预期的风险。**公司发行可转债募集资金所投项目与市场供求、国家产业政策、行业竞争情况、技术进步、公司管理及人才等因素密切相关，上述任何因素的变动都可能直接影响项目的经济效益。在实际运营过程中，由于市场本身具有的不确定因素，如果未来业务市场需求增长低于预期，或业务市场推广进展与公司预测产生偏差，可能存在募集资金投资项目实施后达不到预期效益的风险。
- **航天军工业务拓展不及预期风险。**航天军工产品由于其特殊性，产品一旦出现问题或将造成重大后果，公司2018年开始布局航天军工领域，业务发展尚未完全成熟，产品未来一旦出现问题或将失去军工业务资质。
- **汇率波动的风险。**公司在海外销售的主要结算货币为美元，人民币对美元等世界主要货币汇率的大幅波动，将为公司带来汇率风险。

图表 46: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	864	907	1,163	1,597	2,034
增长率	21.2%	5.1%	28.2%	37.2%	27.4%
营业成本	-650	-636	-810	-1,076	-1,364
% 销售收入	75.3%	70.1%	69.6%	67.4%	67.1%
毛利	213	271	354	521	670
% 销售收入	24.7%	29.9%	30.4%	32.6%	32.9%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-6	-6
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
营业费用	-59	-61	-81	-104	-128
% 销售收入	6.8%	6.7%	7.0%	6.5%	6.3%
管理费用	-43	-57	-92	-128	-163
% 销售收入	5.0%	6.2%	7.9%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	109	151	176	284	373
% 销售收入	12.6%	16.6%	15.1%	17.8%	18.3%
财务费用	12	3	4	2	5
% 销售收入	-1.3%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	2	-10	10	8	6
公允价值变动收益	1	4	0	0	0
投资收益	-1	1	-2	1	2
% 税前利润	—	0.5%	—	0.3%	0.5%
营业利润	123	149	188	294	386
营业利润率	14.2%	16.4%	16.2%	18.4%	19.0%
营业外收支	4	1	-4	-4	9
税前利润	127	150	184	290	395
利润率	14.7%	16.5%	15.8%	18.2%	19.4%
所得税	-9	-13	-22	-37	-51
所得税率	6.8%	8.5%	12.0%	12.7%	13.0%
净利润	76	88	142	238	332
少数股东损益	2	-7	0	0	0
归属于母公司的净利润	74	95	142	238	332
净利率	8.6%	10.5%	12.2%	14.9%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	76	88	142	238	332
加: 折旧和摊销	13	26	28	30	33
资产减值准备	2	10	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-4	0	0	0
财务费用	-8	0	-4	-2	-5
投资收益	1	-1	2	-1	-2
少数股东损益	2	-7	0	0	0
营运资金的变动	1	-120	-130	-53	-160
经营活动现金净流	60	70	37	213	197
固定资本投资	-98	-79	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-195	-133	-56	-53	-42
股利分配	-23	-23	-35	-63	-83
其他	-19	193	172	102	129
筹资活动现金净流	-42	170	137	39	45
现金净流量	-177	107	117	199	200

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	302	416	533	732	932
应收款项	266	264	416	518	672
存货	175	175	270	322	429
其他流动资产	19	61	64	73	77
流动资产	762	917	1,283	1,644	2,109
% 总资产	56.3%	56.6%	63.8%	68.6%	73.4%
长期投资	3	0	-2	-6	-9
固定资产	219	219	225	229	230
% 总资产	16.2%	13.5%	11.2%	9.6%	8.0%
无形资产	78	75	68	60	53
非流动资产	591	702	728	751	763
% 总资产	43.7%	43.4%	36.2%	31.4%	26.6%
资产总计	1,353	1,619	2,011	2,395	2,871
短期借款	11	11	44	105	183
应付款项	262	251	369	478	583
其他流动负债	39	50	50	50	50
流动负债	311	312	463	634	816
长期贷款	0	58	58	58	58
其他长期负债	16	15	15	15	15
负债	327	385	536	706	889
普通股股东权益	1,007	1,224	1,465	1,678	1,972
少数股东权益	18	10	10	10	10
负债股东权益合计	1,353	1,619	2,011	2,395	2,871

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.23	0.30	0.45	0.75	1.04
每股净资产 (元)	3.17	3.85	4.61	5.28	6.20
每股经营现金净流 (元)	0.19	0.22	0.12	0.67	0.62
每股股利 (元)	0.07	0.07	0.11	0.20	0.26
回报率					
净资产收益率	7.37%	7.78%	9.69%	14.16%	16.82%
总资产收益率	5.64%	5.46%	7.06%	9.92%	11.56%
投入资本收益率	32.21%	11.83%	17.09%	24.22%	29.88%
增长率					
营业总收入增长率	21.22%	5.06%	28.21%	37.25%	27.39%
EBIT 增长率	16.23%	55.80%	-0.92%	68.90%	33.30%
净利润增长率	8.46%	28.29%	49.08%	67.41%	39.61%
总资产增长率	48.93%	19.66%	24.24%	19.10%	19.88%
资产管理能力					
应收账款周转天数	74.0	101.1	101.1	101.1	101.1
存货周转天数	63.6	69.4	68.9	66.7	66.4
应付账款周转天数	90.2	102.4	96.3	99.3	97.8
固定资产周转天数	71.6	86.8	68.8	51.2	40.7
偿债能力					
净负债/股东权益	-39.29%	-37.44%	-42.55%	-45.41%	-47.61%
EBIT 利息保障倍数	-9.2	-59.6	-39.3	-180.8	-73.6
资产负债率	24.21%	23.77%	26.63%	29.49%	30.95%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。