

通达股份 (002560)

航空装备/国防军工

发布时间: 2021-03-05

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

国内航空零件先进制造典范，受益军工高景气

报告摘要:

1、深耕电线电缆行业三十余载，收购航飞切入军工高景气赛道
公司专注电线电缆业务三十余年，底蕴深厚且规模优势明显，钢芯铝绞线生产规模在国内处于前列，已经发展成为国内主要的超、特高压架空导线的主要供应商。2016 年收购成都航飞切入军工高景气赛道，打造新的业绩增长点，成都航飞超额完成对赌业绩，助力公司盈利能力提升。另外，公司不断加大对成都航飞投入，提升公司在航空零部件生产制造领域的核心竞争力，把握军工行业重大发展机遇。

2、受益于特高压和轨交建设，电线电缆业务有望实现稳步增长
在国家新基建的环境下，特高压和城际高铁轨交等成为电线电缆行业新的发展动力。公司的钢芯铝绞线是我国特高压建设中主要采用的导线品种，铜合金接触网导线和承力索、特种电缆广泛应用于各类电气化铁路（包括高速铁路、普通铁路）以及地铁等城市轨道交通项目中。同时，公司加强高附加值新品研发和市场推广，有望提升公司电线电缆业务盈利能力。

3、成都航飞立足航空零件制造，发展前景广阔

成都航飞目前拥有国际最先进的航空零部件柔性加工生产线，且为国内民企独家，在精密复杂高难度零件加工能力方面远超同行业竞争对手，竞争优势明显，市场份额有望进一步提升。预计未来十年我国军机零部件生产制造市场空间约为 900 亿元，民机零部件生产制造市场空间约为 2075 亿元，市场空间广阔。公司立足军机和成飞配套，不断向民机和其他主机厂配套拓展，立足零件加工向部组件装配拓展，发展前景广阔。十四五期间公司有望充分受益于军机大规模放量和主机厂外协服务占比提升。

4、盈利预测与投资建议

预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 17.23/24.62/29.65 亿元，实现归母净利润分别为 1.22/1.89/2.59 亿元，EPS 分别为 0.23/0.36/0.49 元，对应 PE 分别为 31/20/15 倍。鉴于军工行业景气度持续提升，公司军工业务有望实现高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：军品和民品订单不及预期；盈利预测和估值判断不及预期。

股票数据

2021/03/04

6 个月目标价 (元)	12.24
收盘价 (元)	7.16
12 个月股价区间 (元)	5.94~11.72
总市值 (百万元)	3,771.11
总股本 (百万股)	527
A 股 (百万股)	527
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	17%	-17%	17%
相对收益	17%	-25%	-16%

相关报告

《行业基本面大幅改善预期持续强化，板块行情远未结束》

--20210131

《2021 年度国防军工策略报告：“需求井喷倒逼企业扩张”现象已现，拥抱军工新时代》

--20210129

《航空制造系列报告（一）：装备制造的尖端领域，千亿市场有望逐步打开》

--20200930

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,418	1,797	1,723	2,462	2,965
(+/-)%	45.30%	-25.68%	-4.11%	42.88%	20.41%
归属母公司净利润	-12	96	122	189	259
(+/-)%	-196.08%	928.48%	27.74%	54.61%	36.84%
每股收益 (元)	-0.02	0.18	0.23	0.36	0.49
市盈率	—	31.69	30.84	19.94	14.57
市净率	1.86	1.84	2.07	1.88	1.66
净资产收益率 (%)	-0.76%	5.81%	6.73%	9.42%	11.42%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	429	444	527	527	527

证券分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0550518080002

01058034580 chendr@nesc.cn

目 录

1.	深耕电缆业务三十余载，收购航飞切入军工高景气赛道.....	4
2.	国内电缆主要生产商，受益特高压输电和轨道交通建设.....	5
2.1.	钢芯铝绞线优势地位稳固，积极拓展高附加值产品	5
2.2.	特高压和轨交等产业发展带动电线电缆需求释放	10
3.	收购航飞公司拓展航空航天零部件制造业务	13
3.1.	积极布局航空制造业务，打造新的业绩增长点	13
3.2.	拥有国内最先进航空零部件机加生产线，竞争优势明显	14
3.3.	公司将受益于军机大幅放量和零件加工外包比例提升	17
3.4.	我国民用飞机生产制造市场空间广阔	19
3.5.	横向拓展下游客户群体，进一步挖掘配套潜力	21
3.6.	纵向布局飞机部组件装配业务，提升核心竞争力和产业地位	23
4.	实施股权激励深度绑定骨干员工，激发公司活力	24
5.	盈利预测与投资建议	25
6.	风险提示	25

图表目录

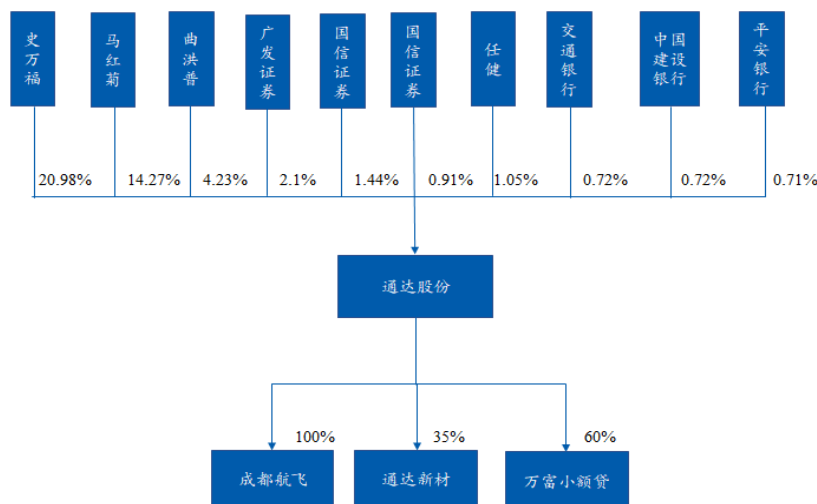
图 1：公司股权结构	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：公司近 5 年营业收入及增速情况	5
图 4：公司近 5 年归母净利润及增速情况	5
图 5：近 5 年期间费用率的变化	5
图 6：近 5 年各业务板块毛利率变化	5
图 7：公司三种主要电线电缆产品	6
图 8：公司各类电线电缆营业收入（百万元）	6
图 9：近年电线电缆业务营收及增速	7
图 10：近年电线电缆业务营收及其他业务营收	7
图 11：公司电线电缆产销存（吨）	7
图 12：2012-2020 年电线电缆行业规模	8
图 13：2019 年国内主要电线电缆公司营收情况（亿元）	9
图 14：2015-2019 国内主要电线电缆公司的 ROA 水平	9
图 15：2015-2019 国内主要电线电缆公司的毛利率水平	9
图 16：电线电缆产业上下游	10
图 17：1000kV 晋东南-南阳-荆门特高压交流示范工程.....	11
图 18：2013-2019 年中国特高压工程开工数量（条）	12
图 19：五年规划期间国家电网投资（万亿元）	12

图 20: 中国高铁、快铁、城铁年度通车里程 (公里)	13
图 21: 中国高铁建设中长期规划示意图 (2030 年)	13
图 22: 成都航飞 2016 年~2018 年对赌业绩	14
图 23: 公司各业务毛利率对比	14
图 24: 飞机结构示意图	14
图 25: 某 FMS 柔性生产线示意图	15
图 26: 全球主要现役四代机	17
图 27: 2019 年底全球主要国家军机数量	18
图 28: 2019 年底我国各类军机数量	18
图 29: 2020 年~2039 年中国民用客机需求量	20
图 30: 2020 年~2039 年全球民用客机需求量	20
图 31: 航空飞机制造行业产业链	21
图 32: 典型飞机结构分段	23
图 33: 某飞机机身中段下线	23
表 1: 特高压建设相关政策	11
表 2: 成都航飞竞争优势	16
表 3: 成都航飞主要竞争对手	16
表 4: 美、俄、中 2019 年战斗机数量	18
表 5: 2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测	18
表 6: 2019 年运输机数量	19
表 7: 预计 2020 年~2039 年波音、空客飞机国内采购量	20
表 8: 未来十年国际转包和国内分包中航空零部件市场空间	21
表 9: 中航工业下属飞机制造企业	22
表 10: 国内航空零部件主要生产制造企业概况	23
表 11: 股票期权激励计划解锁时间及解锁条件	24
表 12: 主营业务拆分与预测	25
表 13: 可比公司估值表 (3 月 2 日收盘数据)	25

1. 深耕电缆业务三十余载，收购航飞切入军工高景气赛道

公司前身是“河南通达电缆有限公司”，2011 年在深交所上市，公司的实际控制人为史万福和马红菊夫妇，持股比例分别为 20.98%和 14.27%。公司自成立以来一直专业从事电线电缆的研发、生产和销售，公司研发出了国内最高水平的应用于特高压的钢芯铝绞线等线缆，近年来又研发出了用于高铁、城轨的承力索、接触线以及多型特种电缆，公司的电线电缆产品不仅成功地配套了目前国内的特高压线路，还广泛出口于南美、中东、欧洲、东南亚、非洲等百余个国家和地区。

图 1：公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

2016 年 3 月公司与为多型歼击机、大型运输机、多型教练机、无人机、导弹等提供精密零件加工的成都航飞航空机械设备制造有限公司成功牵手，为实现公司军民融合发展战略迈出了坚实的一步。2018 年成都航飞成为国内第一家购进 DST 高速柔性智能生产线的民营企业，DST 高速柔性智能生产线是目前国际上最先进的航空零部件加工装备，是德国“工业 4.0”理念的产物，可大幅度提升航空零部件的制造精度，加工效率也可比单体设备提升 5-10 倍，同样加工量情况下，用工量相比单机设备巨幅下降。公司作为国内第一家成功引进世界最先进的德国智能化柔性生产线的民企，与国内主要军用飞机主机厂、分承制厂在复杂曲面零部件的高精度精密加工等方面建立起了广泛而深入的合作关系，目前公司的航空零部件产品涵盖了国内主要的多款军用机型。

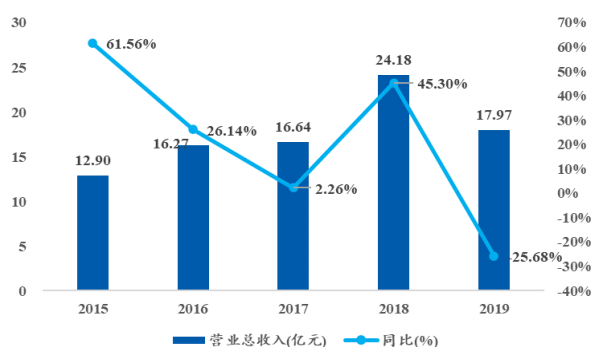
图 2：公司发展历程



数据来源：东北证券，公司公告

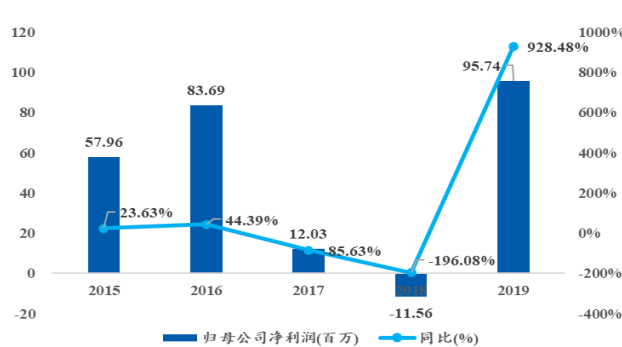
传统业务发展稳定，军工业务开始发力。2015-2019 年，公司营业收入从 12.9 亿元增长到 17.97 亿元，年复合增长率为 6.85%；归母净利润从 0.58 亿元增长到 0.96 亿元，年复合增长率为 10.6%，近 5 年，营业收入和归母净利润总体保持稳步增长，费用水平保持合理水平。逐年看，从 2014 年开始，公司营收和净利润开始连续三年增长，2015 年营收增速超 70%；2016 年中公司收购成都航飞开拓军工市场，2017 年投入资源整合成都航飞，2018 年以亏损换取市场份额，由此也给公司的营收和净利率造成不同程度的影响；2019 年开始，公司营业收入和净利润均回到正轨。公司结合市场及公司实际情况加大军工业务投入，深度布局航空零部件制造领域，大幅提高公司航空零部件生产效率和生产规模，2020 年上半年，航空零部件制造基地已累计投入 2.7 亿元并募集资金 6 亿元用于航空零部件扩大产能。

图 3：公司近 5 年营业收入及增速情况



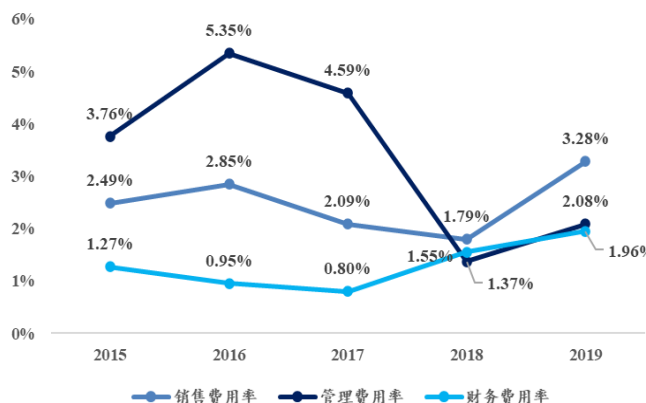
数据来源：东北证券，Wind

图 4：公司近 5 年归母净利润及增速情况



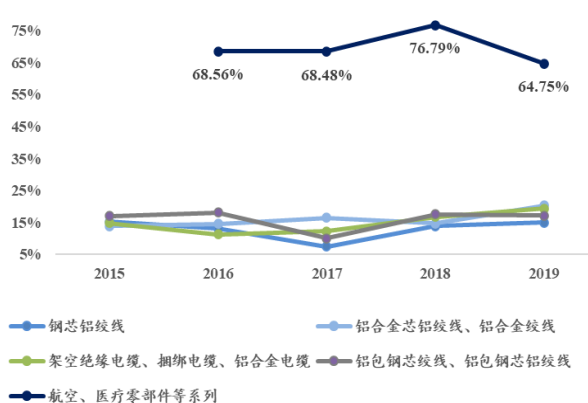
数据来源：东北证券，Wind

图 5：近 5 年期间费用率的变化



数据来源：东北证券，Wind

图 6：近 5 年各业务板块毛利率变化



数据来源：东北证券，Wind

2. 国内电缆主要生产商，受益特高压输电和轨道交通建设

2.1. 钢芯铝绞线优势地位稳固，积极拓展高附加值产品

公司的钢芯铝绞线生产规模在国内处于前列，已经发展成为国内主要的超、特高压架空导线的主要供应商。公司的电线电缆产品主要分为三大类：第一类为特高压、超高压用钢芯铝绞线系列、铝合金绞线系列及铝包钢绞线系列等架空导线产品；第

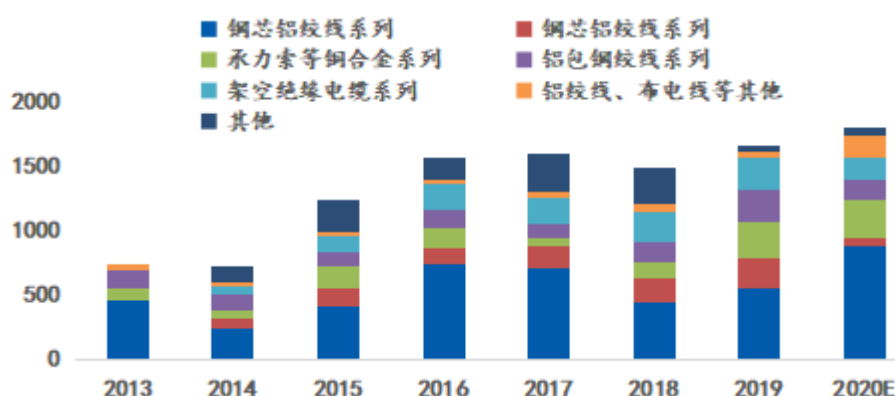
二类为电气化铁路（包括高速铁路和普速铁路）、城市轨道交通及地铁用铜合金接触线及承力索及相关的特种电缆、导线；第三类为配网及建筑用架空绝缘电缆系列产品。公司先后投产铝包钢系列绞线、铝合金系列绞线、铜合金绞线、接触线（铜合金接触网导线、铜合金接触网承力索）等新产品，产品结构更加丰富。

图 7：公司三种主要电线电缆产品



数据来源：东北证券，公司公告

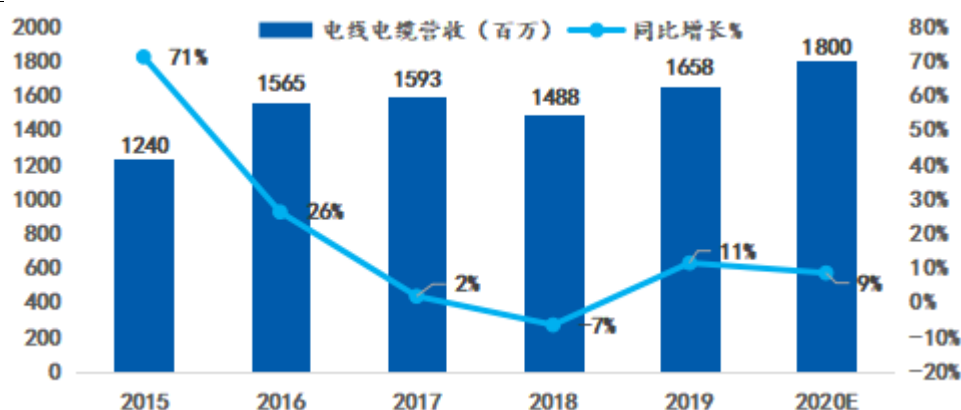
图 8：公司各类电线电缆营业收入（百万元）



数据来源：东北证券，公司公告

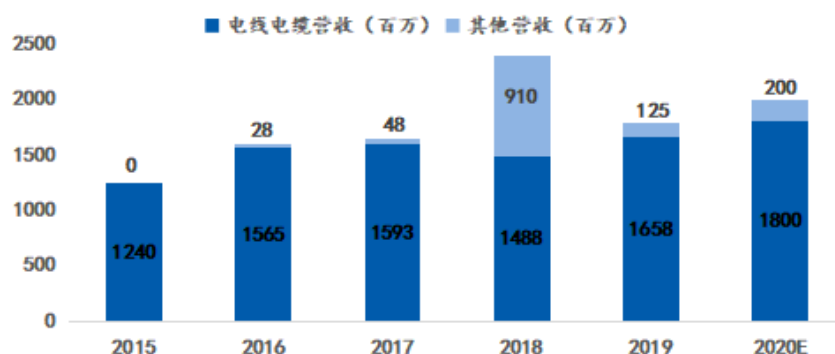
公司自成立以来专业从事电缆业务，拳头产品钢芯铝绞线的销售收入曾一度占公司主营业务收入比例 95%及以上。2016 年公司收购成都航飞开始了军工新业务的发展，2018 年随着投入新业务的规模增长，电线电缆业务营收占比降至 60%。电线电缆业务毛利率除 2017 年因原材料铜、铝价格大幅上涨而低至 6.5%外，其余年份均稳定在 14%左右，毛利率处于行业中等水平。

图 9：近年电线电缆业务营收及增速



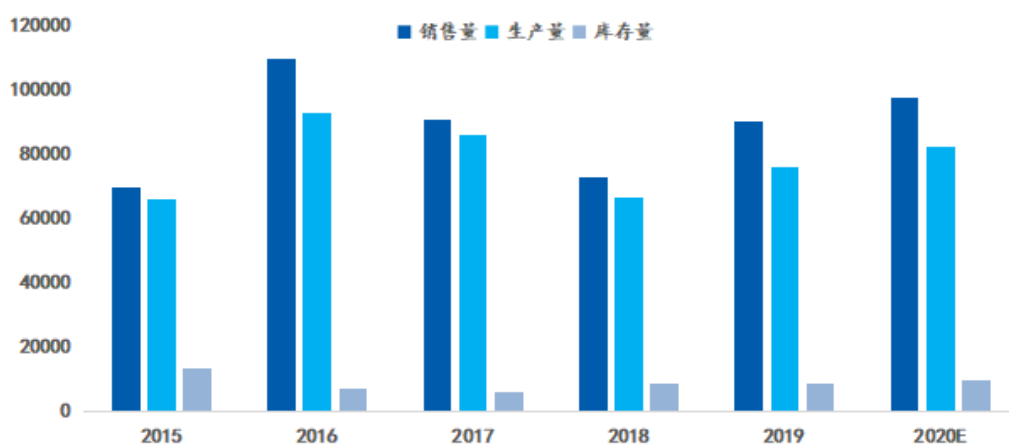
数据来源：东北证券，公司公告

图 10：近年电线电缆业务营收及其他业务营收



数据来源：东北证券，公司公告

图 11：公司电线电缆产销存（吨）



数据来源：东北证券，公司公告

公司专注电线电缆业务三十余年，底蕴深厚且规模优势明显，钢芯铝绞线生产规模处于国内前列，规模化生产与采购使得公司规模优势日益凸显，通过长期供货合同及日益强化的成本控制能力有效降低产品采购及制造成本。公司以马红菊为首的管理团队是在公司创业和发展过程中逐渐形成的一个业务精良、合作紧密的专业管理团队，成员长期以来保持稳定，有利于公司的长远发展，在管理团队的齐心协力之

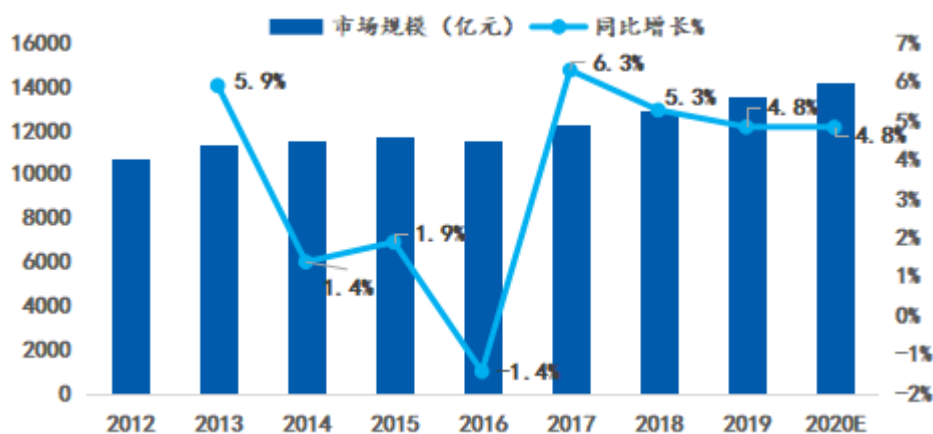
下，管理费用和财务费用也在稳步下降。

重视研发投入，加强高附加值新产品研发。2002 年公司成功研发代表当时国内同行业最高水平的 ACSR-720/50 型钢芯铝绞线，2009 年制成大截面 JL/G3A-900/40-72/7 和 JL/G3A-900/40-72/7 产品，多年来，公司生产的钢芯铝绞线在标准、质量和产能规模上均持续处于国内优势地位。公司持续进行技术创新和新品研发，目前已开发出应用于电气化轨道交通及地铁领域的 B-1 级阻燃电缆。公司研发投入同样一路走高，2020 年预计达到历史最高水平，研发投入超 7000 万元。

客户群体稳定，坐拥存量市场开拓增量空间。公司的主要客户为国家电网、南方电网、中国铁路总公司，这些大客户具有经济实力强、商业信誉好、回款及时的特点。且有这些公司及重大项目业务经验对提高客户的认可度和忠诚度至关重要。随着新基建概念提出，特高压、城际铁路与城轨发展将持续创造部分增量业务。

近年来，由于我国电网建设加快和特高压工程相继投入建设，电线电缆行业需求稳步增长。我国电线电缆行业在大量的技术引进、消化吸收以及自主研发的基础上，已经形成巨大的生产能力，与之配套的电缆材料、电缆设备制造业也初步形成了较完整的配套体系。近 15 年来，电线电缆行业年均增长达 15% 以上，目前我国电线电缆行业总产值已超过美国，成为世界上最大电线电缆生产国。行业主要呈现以下特征：1) 大型企业在市场竞争力方面具有明显的优势，赢利能力较强；2) 中小型企业资产营运能力较好；3) 民营企业市场化运作机制灵活，发展迅速，以资产计算，目前国有经济成份仅占 15%，三资企业占近 25%，而民营经济成份达 60% 以上。中国电线电缆行业从 2017 年开始恢复增长，近 4 年年增长率在 5% 左右，预计 2020 年行业规模 1.42 万亿元。

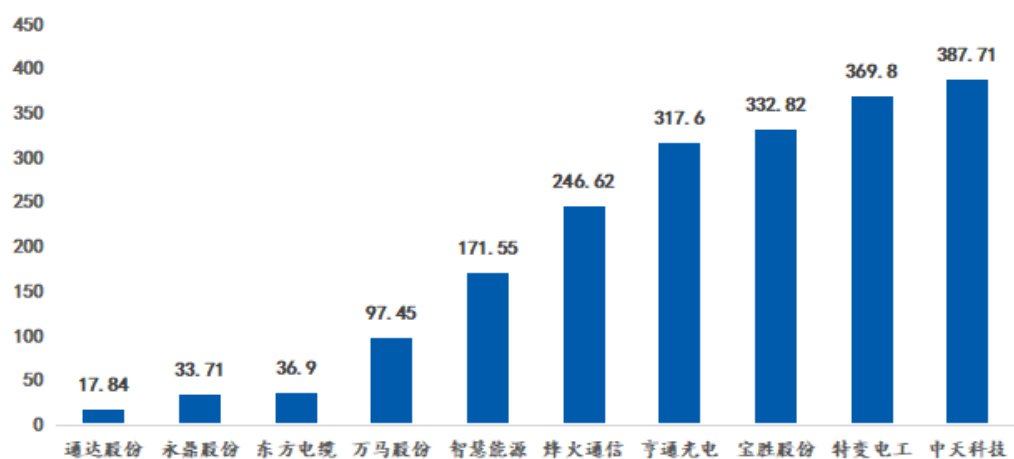
图 12：2012-2020 年电线电缆行业规模



数据来源：东北证券，中国产业信息网

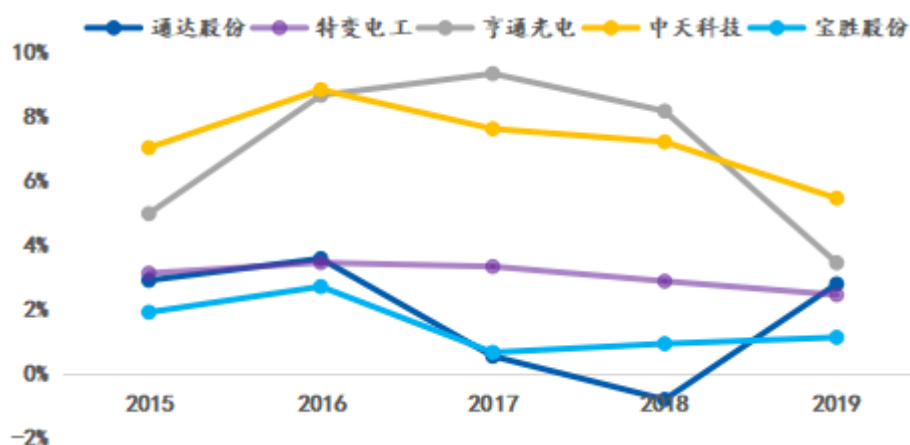
在电线电缆行业几家代表性公司的对比中，通达股份的总资产净利润率除 2018 年外，其他年份处于中等水平，总资产收益率为 3% 左右。

图 13：2019 年国内主要电线电缆公司营收情况（亿元）



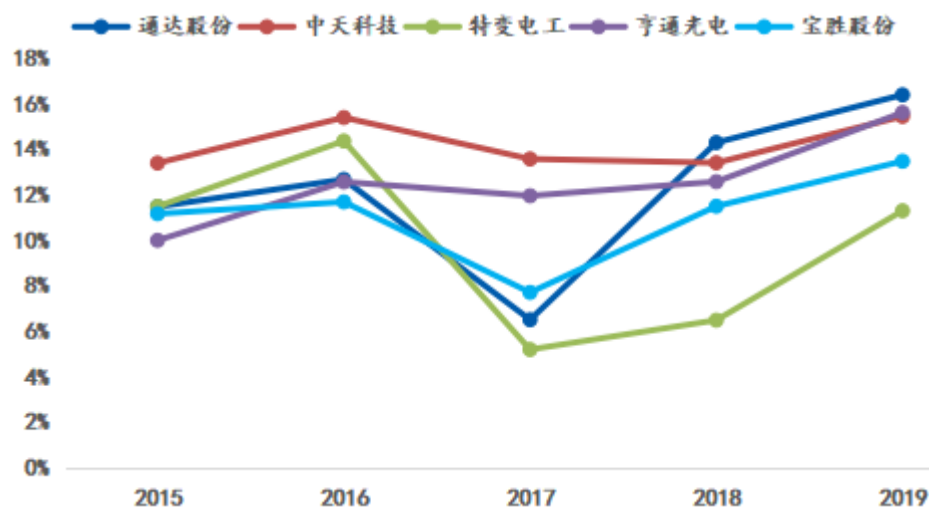
数据来源：东北证券，公司公告

图 14：2015-2019 国内主要电线电缆公司的 ROA 水平



数据来源：东北证券，Wind

图 15：2015-2019 国内主要电线电缆公司的毛利率水平

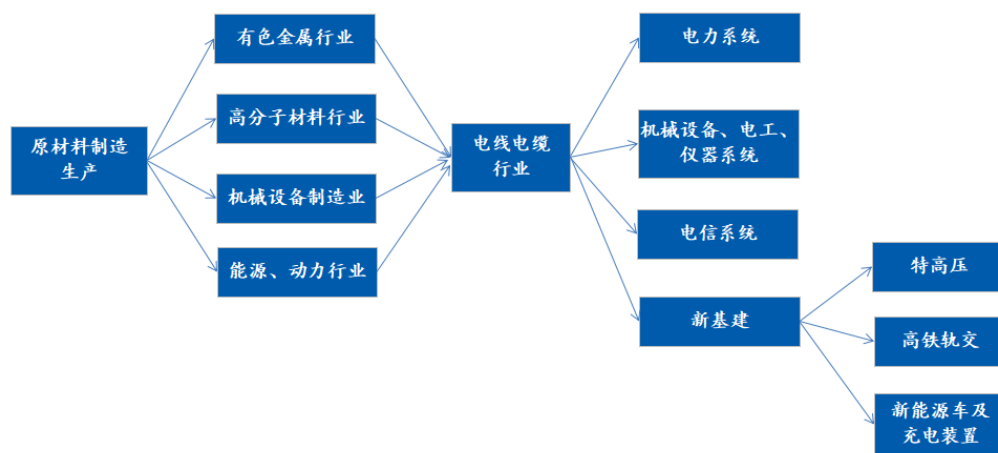


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 特高压和轨交等产业发展带动电线电缆需求释放

国家“十四五”构建新发展格局，有四个方面考虑，其中之一是要努力打造原创技术策源地。融入国家基础研究创新体系，主动承担重大项目，进一步加大原创技术的研发投入，在信息、能源、材料等方向加快布局一批基础应用技术，在人工智能、5G 通信、装备制造等方面加快突破一批前沿技术，在电力装备、通信设备、高铁核电、新能源等领域加快锻造一批长板技术，不断增强行业的共性技术供给。在国家新基建的环境下，特高压、城际高铁轨交、新能源车及充电装置等成为电线电缆行业新的发展动力。公司生产的优势产品钢芯铝绞线是我国三峡工程、“西电东送”及特高压建设中主要采用的导线品种；公司生产的铜承力索和接触网、特种电缆广泛应用于各类电气化铁路（包括高速铁路、普通铁路）以及地铁等城市轨道交通项目中。新基建的提出和推行，对公司发展是巨大的历史机遇，管理层将会带领公司紧跟国家政策，积极组织生产为新基建贡献力量。

图 16：电线电缆产业上下游



数据来源：东北证券，互联网

早在 2006 年 2 月 9 日，国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》中就提出，要重点研究开发大容量远距离直流输电技术和特高压交流输电技术与装备，间歇式电源并网及输配技术，电能质量监测与控制技术，大规模互联电网的安全保障技术等。我们就国家层面已发布的有关特高压项目的主要政策梳理如下：

表 1：特高压建设相关政策

时间	部门	文件	主要内容
2020 年 2 月	发改委	《国家电网有限公司 2020 年重点工作任务》	在特高压领域明确了新一批年内核准、开工、建成的特高压项目。
2018 年	能源局	《关于加快推进一批输变电重点工程规划建设工作的通知》	共规划了 12 条特高压工程，包括 5 条支流特高压项目，7 条交流特高压项目，有望拉动 2000-2200 亿元投资规模，其中核心设备超过 500 亿元的投资机会。
	国务院	《中国智造 2025 能源装备实施方案》	在特高压输电工程项目中采用自主研制的特高压输变电装备。
2017 年	发改委、工信部	《配电变压器能效提升计划》	强调要开展新型高效配电变压器技术研究，全面提高配电变压器的能效水平，引导现有变压器制造企业逐步转型生产高效配电变压器，推动高效变压器的推广应用。
	发改委、工信部	《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》	推进配电网设备标准化，更新配电开关，推进开关设备智能化发展，提升配电网开关设备动作准确率，开展开关设备核心技术与关键部件的技术研发。
2015 年	发改委、工信部	《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》	推进配电网设备标准化，更新配电开关，推进开关设备智能化发展，提升配电网开关设备动作准确率，开展开关设备核心技术与关键部件的技术研发。

数据来源：东北证券，互联网

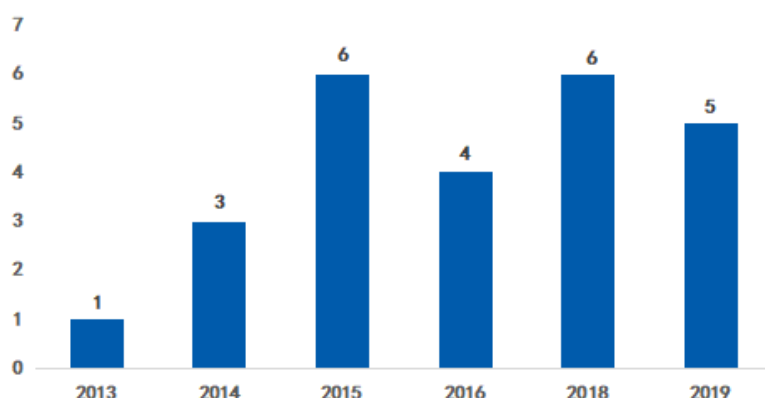
2020 年，国家电网全年特高压建设项目明确投资规模 1811 亿元，这些重点项目，投资规模大，产业链长，带动能力强，将有效带动上下游产业发展，拉动社会投资 3600 亿元，总体规模近 5411 亿元。特高压的迅猛发展也将带动国内电线电缆行业迎来发展机遇。通达股份的产品架空导线被广泛应用在国家特高压重点工程中，至今公司产品已在 300 多条特高压、超高压、高压输电线路中服役。

图 17：1000kV 晋东南-南阳-荆门特高压交流示范工程



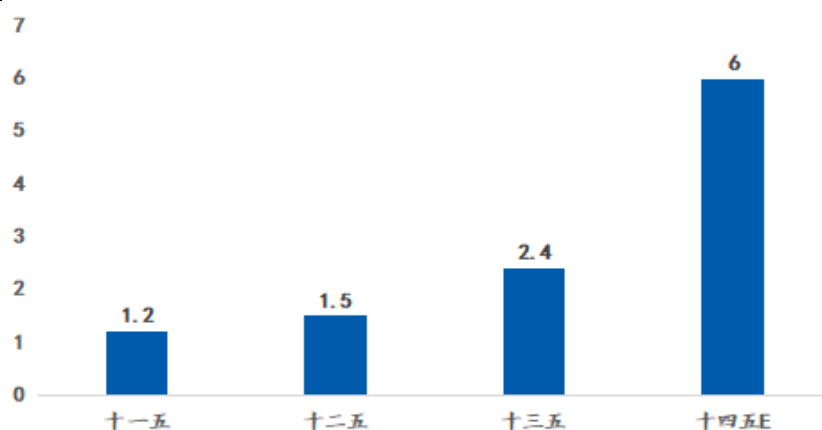
数据来源：东北证券，互联网

图 18：2013-2019 年中国特高压工程开工数量（条）



数据来源：东北证券，国家电网

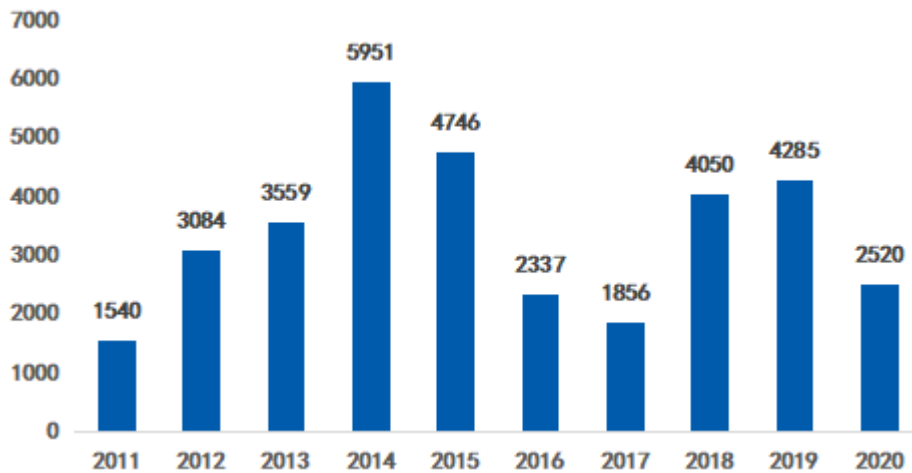
图 19：五年规划期间国家电网投资（万亿元）



数据来源：东北证券，国家电网

我国加快发展的高速铁路正在构建一个越来越密集的铁路网络，同时我国城市轨道交通迎来黄金发展期，我国高铁产业和城市轨道交通产业将飞速发展。目前我国高铁通车里程已超过 3 万 5 千公里，远远领先于世界其他国家，且在我国辽阔的幅员中，高铁的建设将持续进行。与此同时，高铁建设已走出国门，在国家“一带一路”的战略规划下，高铁建设市场空间广阔。城际轨交地铁方面，大城市快捷交通体系发展需求、疫情冲击下提振经济需要等多因素将加速我国城轨发展进程，预期“十四五”期间城市轨道交通将产生 2.5 万节以上的车辆需求，并带动电缆市场需求。高铁和城市轨道交通的快速发展也将带动一系列相关产业的发展，其中就包括电缆行业。目前公司的电线电缆产品已开始向轨道交通应用拓展，并取得重大突破，未来有望受益于轨道交通产业发展。

图 20：中国高铁、快铁、城铁年度通车里程（公里）



数据来源：东北证券，中国产业信息网

图 21：中国高铁建设中长期规划示意图（2030 年）



数据来源：东北证券，中国铁路总公司

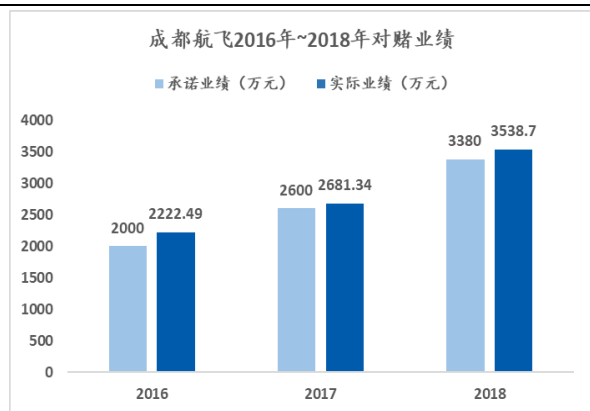
3. 收购航飞公司拓展航空航天零部件制造业务

3.1. 积极布局航空制造业务，打造新的业绩增长点

成都航飞超额完成对赌业绩，助力公司盈利能力提升。2016 年 3 月，公司以 2.9 亿元现金完成了对成都航飞航空的收购，成功拓展军工业务。成都航飞航空机械设备制造有限公司成立于 2008 年，注册资本 9100 万元，地址位于成都市温江区成都海峡两岸科技产业开发园金马街道尚石路南段 2139 号，是一家从事飞机零部件、飞机工艺装备、医疗器械零部件生产的专业厂家。成都航飞 2016-2018 年承诺业绩（业绩为扣除非经常性损益的税后利润加上政府的补贴和奖励之和）2000 万、2600 万、3380 万元，最终分别实现净利润 2222.49 万、2681.34 万、3538.7 万元，超额完成对赌业绩。自收购成都航飞后，公司整体毛利率水平有一定提升，一方面由于公司电线电缆业务高附加值业务占比的提升，另一方面由于高毛利率航空零件加工业务

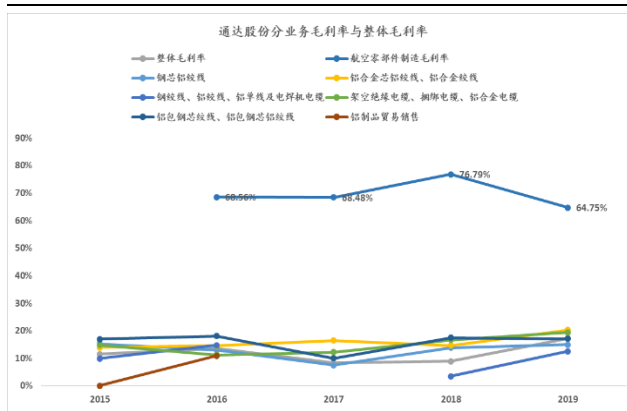
的增长，航空零部件加工业务的营收占比提升已从 2016 年的 1.72% 提升至 2019 年的 2.87%。

图 22：成都航飞 2016 年~2018 年对赌业绩



数据来源：东北证券，公司公告

图 23：公司各业务毛利率对比



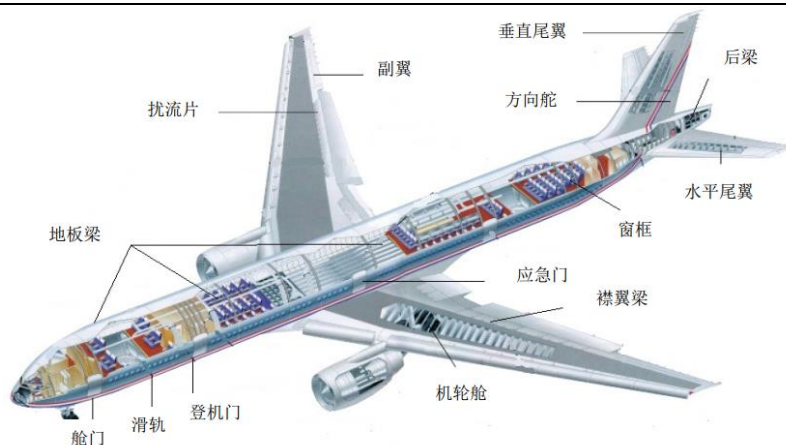
数据来源：东北证券，公司公告

加大对成都航飞投入，进一步提升航空零件制造业务核心竞争力。2016 年 10 月，公司决定以成都航飞为载体，启动航空零部件制造基地建设项目，投资总额超 6.22 亿元。截止目前，项目一期已建成验收，一期投资额 2.6 亿元，产能为年产飞机结构件 1 万件，设备新增 15 台（套）（22400 万元），主要设备为德国 DST 柔性生产线，该生产线主要用于飞机零件的柔性化加工。另外，公司 2020 年完成 6 亿定增募资，进一步提升航空零件加工产能，航空零件制造业务迎来重大发展机遇期，有望成为公司新的业绩增长点。

3.2. 拥有国内最先进航空零部件机加生产线，竞争优势明显

飞机机体是指构成飞机外部形状和主要受力的部分，包括机身、机翼、尾翼、起落架等主要部件，并广泛涉及大梁、桁条、翼梁、翼肋、框类等主要零部件。成都航飞深耕航空零部件制造领域多年。在飞机制造行业中处于中上游，主要的行业客户包括中航工业成飞、中航工业贵飞、中航沈飞和中国商飞以及中航国际等，为国内主流军用及民用飞机提供零部件加工生产配套。

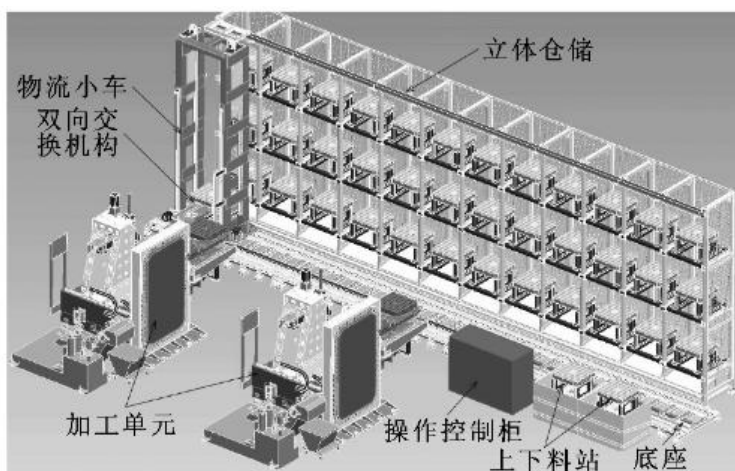
图 24：飞机结构示意图



数据来源：东北证券，爱乐达招股说明书

航空零部件生产制造要求严苛，准入门槛较高。航空零部件可以按照材料的不同分成金属材料制品（不锈钢、镁合金、钛合金、铝合金、结构钢、高温合金等）和非金属材料制品（航空陶瓷、特种陶瓷、特种橡胶、碳纤维等）。为了实现航空零部件的高强度和减重要求，钛合金、铝合金和各种复合材料在机身加强框、机翼翼梁和加强肋等零部件的制造中得到广泛应用。一架飞机有几万到几百万个零件，需要数千家配套供应商生产，在国家大力发展航空事业的背景下，航空零部件制造具有广阔的发展前景。成都航飞深耕航空零部件加工领域多年，在行业内积累了丰富的加工经验以及相当的客户资源，对比国内同行，成都航飞的竞争优势主要体现在：具备先进战机大尺寸高复杂度结构件精密加工的能力，拥有全球领先的 DST 智能柔性五轴加工设备，军品配套的图号垄断地位。

图 25：某 FMS 柔性生产线示意图



数据来源：东北证券，网络公开资料

德国 DST 柔性生产线是虚拟五轴生产线，主要由虚拟五轴摆动和柔性线组成。（1）虚拟五轴摆动：为 DST 公司专利技术的 Sprint Z3 主轴头，由三个线性运动插补实现 $\pm 45^\circ$ 的摆动，经内部程序的矢量运算，完全避免了传统机床需要齿轮或蜗轮传动、速度慢、刚性差等的架构局限。（2）柔性线：具有现代 FMS 系统的所有优点，在柔性制造系统中，夹具和工件可以在装载站被装夹到交换工作台上并通过轨道车自动输送到机床或临时存储位置。通过柔性制造系统，可以根据下达的生产计划，合理安排加工顺序，分析、优化生产进程、分析停机原因等。同时，所有数据都可以进行备份或存储，以便进行更深入的分析。

成都航飞引进的该条生产线，是目前国际上最先进的智能化柔性生产线，也是国内民营同类型企业中目前唯一一条柔性生产线，公司引进该生产线后使得铝合金结构件的加工更高效、精度更高，并可获得完美的表面加工光洁度。加工效率至少是传统机床的 5~6 倍，加上 DST 公司几十年来与刀具制造商研制开发的特殊刀具，以及对加工工艺、程序、路径的优化，效率甚至可以达到传统机床的十几倍，从而保障了公司加工产品的及时交付和外观质量。该生产线将完全改变国内此行业单人单机、人员密集、效率低下的传统模式，进而实现无人化、数字化、集约化、效能化的智能高效生产，显著提升公司在航空零部件制造领域的地位，进一步提高公司军机、民机零部件生产的智能化水平，大幅提升公司航空零部件的生产效率和规模，使公司在电线电缆行业和航空零部件制造业协同发展，进而使上市公司盈利规模和盈利

能力实现显著提升。

表 2：成都航飞竞争优势

竞争优势	概述
大尺寸高复杂度结构件精密加工能力	大框是飞机制造中加工难度最大、精度要求最高的结构件之一，目前所有战机眼镜框的精密加工业务均在成飞、沈飞和成都航飞完成，新型战机的眼镜框结构件加工配套，航飞占比近 70%。
DST 智能柔性五轴加工设备	全球最先进的柔性加工设备，加工效率提升至传统机床的 5~6 倍，未来可预测的两年内，国内厂家中也仅沈飞、航飞和成飞拥有该设备。
图号垄断	军工行业对产品有着极高的质量稳定性和供货及时性的要求，对每个零部件图号都会采用双流水或三流水的分配机制，公司已经获得的图号很难被其他竞争者取代，成都航飞拥有多个图号，垄断地位牢固。

数据来源：东北证券，公开资料整理

在航空零部件机加工领域，与成都航飞存在一定竞争关系的国内企业主要包括爱乐达、明日宇航、驰达飞机、西子航空、沈阳国泰飞机制造有限公司、成都交大普尔实业有限公司、成都德坤航空设备制造有限公司等。

表 3：成都航飞主要竞争对手

序号	竞争对手	企业介绍
1	爱乐达	成立于 2004 年 3 月，主要从事军用飞机和民用客机零部件的精密加工业务。公司设立十余年来，累积参与了多种型号涉及 3,000 余项航空零部件的配套研制及生产，积累了丰富的精密加工技术和经验，并形成了一批广泛应用于公司主营业务的核心技术和专利。2017 年 8 月在深交所挂牌上市。
2	明日宇航	成立于 2009 年 12 月，主要从事钣金成型、特种焊接、数控加工及工装模具设计与制造，是飞行器零部件专业制造商。其以飞行器减重技术开发和钛合金钣金零件特种加工为主，参与了国内 30 多个型号的航空航天飞行器配套研制任务，涉及零件 6,000 多项，组件 400 多项。2015 年 8 月，明日宇航被上市公司新研股份收购。
3	驰达飞机	成立于 2010 年 2 月，主要业务为军用、民用飞机机身、机翼及尾翼用金属零件、复合材料零件的研发、生产。从业务种类上主要有金属材料零件数控加工，碳纤维复合材料零件成型加工，部件装配和其他业务。驰达飞机于 2016 年 1 月在新三板挂牌
4	西子航空	西子航空旗下有浙江西子和沈阳西子两家公司，浙江西子目前主要承担 C919 大型客机航空结构件的研制生产及飞机零部件制造等业务。沈阳西子主要承担美国塞斯纳 L162 飞机的数控机加零件、热处理、表处理、复合材料制件和部件装配业务，并承担空客、波音、加拿大庞巴迪、美国普美等国际航空制造商的零部件转包生产业务。
5	沈阳国泰飞机制造有限公司	成立于 2005 年初，专业从事国际国内飞机零部件转包生产等业务。于 2007 年建立了特殊工艺生产线（包含无损检测生产线、阳极化生产线、喷漆生产线、喷丸生产线、铝合金热处理及配套实验室）、钣金生产线和装配生产线。
6	成都交大普尔实业有限公司	成立于 2001 年，主要从事航空等机械零部件数控加工、汽车模具、夹具制造，是多家大型航空制造企业的合格供应商。
7	德坤航空	成立于 2008 年，主要从事航空飞行器零部件开发制造，业务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。2015 年 9 月，被上市公司利君股份收购。

数据来源：东北证券，爱乐达招股说明书

3.3. 公司将受益于军机大幅放量和零件加工外包比例提升

空军是现代化战争中的战略军种之一，先进战机作为我国空军主战装备亟待批量列装。军用航空器主要包括战斗机（又称歼击机）、攻击机（又称强击机）、轰炸机、武装直升机、军用运输机、预警指挥机、空中加油机、侦察机、教练机和无人机等。在军用航空领域，由于世界格局不断变化、周边环境仍存在不确定及不稳定因素，我国持续保持相对较高的国防投入，进行军队体制改革以适应国防和军队战略要求，提升军队战斗力。根据财政部发布的《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》，2019 年我国国防预算将增长 6.6%，达到 12684.08 亿元。国防投入持续增加，其中空军作为重要的战略军种之一，其现代化建设进入快车道，决定军用航空领域市场需求将在一段较长周期内持续旺盛。

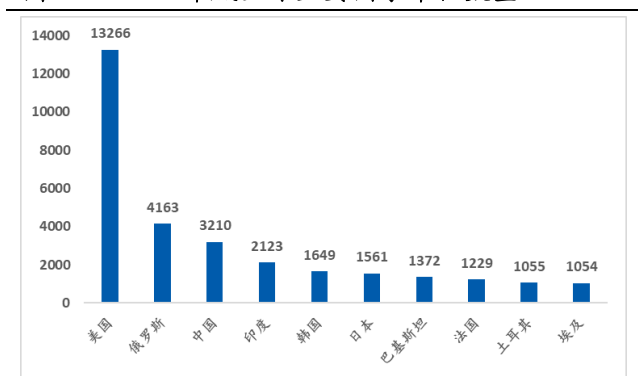
图 26：全球主要现役四代机



数据来源：东北证券，网络公开资料

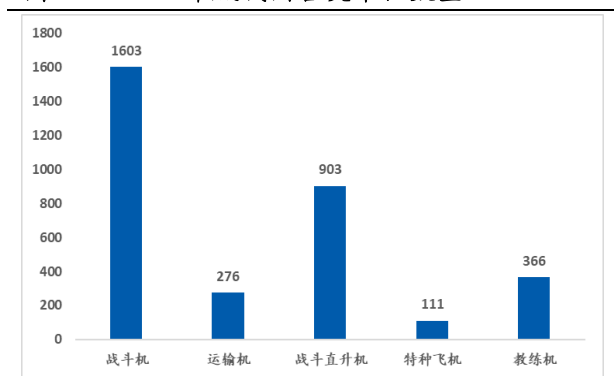
我国军机总量与美国存在较大差距，对标世界一流军队，军机增补空间很大。截至 2019 年底，美国拥有军用飞机 13266 架，占比 25%，数量居全球第一；其次是俄罗斯，数量达 4163 架，占比 8%；我国拥有军机数量为 3210 架，占比约为 6%，其中战斗机 1603 架、直升机 903 架、运输机 276 架、教练机 366 架、特种飞机 111 架，同美国存在较大差距。建设一流军队已成为国家发展战略，对标美国，我国军机尤其是先进战机在数量上存在很大增补空间，以“20 系列”为代表的国产先进战机已进入批产列装阶段，订单有望加速释放，带动我国航空产业景气度进一步提升。从战斗机的代际结构上看，中国战斗机中大量存在着歼-7、歼-8 等老旧二代机型，三代机、四代机数量占比远低于美国、俄罗斯两个世界强国。J-7、J-8 等二代机均为上世纪 90 年代以前的主流机型，服役时间较长，未来将逐步升级为 J-10、J-16、J-20 等三代半或四代新机型。此外随着国内新型直升机、教练机、运输机的成熟，相关飞机也面临着大量的列装、换装需求。

图 27：2019 年底全球主要国家军机数量



数据来源：东北证券，World Air Force 2020

图 28：2019 年底我国各类军机数量



数据来源：东北证券，World Air Force 2020

表 4：美、俄、中 2019 年战斗机数量

飞机种类	美国	俄罗斯	中国
战斗机	2657	1616	1603
特殊用途飞机	724	127	111
大型加油机	614	19	3
运输机	945	424	224
武装直升机	5471	1481	903
训练用机	2835	496	366
合计	13246	4163	3210

数据来源：东北证券，《World Air Force 2020》

我国空军目前正在向战略空军转型，未来 10 年带来军机需求规模约 1.98 万亿元。

当前我国军用飞机正处于更新换代的关键时期，未来 10 年现有绝大部分老旧机型将退役，歼-10、歼-11、歼-15、歼-16 和歼-20 等将成为空中装备主力，新一代先进机型也将有一定规模列装，运输机、轰炸机、预警机及无人机等军机也将有较大幅度的数量增长及更新换代需要。

表 5：2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测

机种	飞机数量（架）	单价（亿元）	合计（亿元）
固定翼飞机	歼-10/歼-11	800	2.1
	歼-10C	400	3.5
	歼-15	240	4.2
	歼-16	600	3.5
	歼-20	800	10
	作战支援飞机	300	2.8
	大型运输机	200	12
直升机	武装直升机	600	1.3
	通用/运输直升机	1000	1.6
	合计	-	-
			19808

数据来源：东北证券，中国产业信息网

按照飞机机身零部件占到飞机总价值量的 30% 计算，预计 2021-2030 年十年间我国军机列装带来的航空零部件的市场规模约为 6000 亿元，按照加工服务费用占零部件价值的 15% 计算，航空零部件生产制造服务市场空间约为 900 亿元，年均约为 90 亿元。

以新型战机为代表的主战装备有望加速放量，一方面军机放量将带动军用航空零件加工服务市场大幅扩张，另一方面主机厂受迫于产能不足将生产能力向装配环节倾斜，进一步提升零件加工外包比例，公司作为中航工业主要航空零件生产配套商有望充分受益。

3.4. 我国民用飞机生产制造市场空间广阔

随着我国现代制造业的发展，民用航空国际转包已经发展到新的高度。我国民用航空事业起步较晚，并且在零部件的生产中，大都是以国际转包的形式为先进的民用飞机提供零部件产品。近些年来，我国航空企业一直通过国际航空转包生产以及大量合资企业建设的方式，不断提升国际主力机型结构部件、金属型材、金属零部件等方面的生产能力和产品质量，逐步成为世界航空产业重要的组成部分，提升了国际化发展能力。我国的航空零部件转包最初主要是通过“三来加工”的形式出现，即客户来图、来料和来样，企业根据客户的图纸对零部件进行生产和装配。在国际转包业务配套过程中，国内航空零部件生产企业的技术实力明显得到提升，业务规模不断扩大。我国现有的民机国际转包体量远低于发达国家所获得的国际贸易补偿的平均标准。究其原因，一方面我国航空零部件的国际转包业务中，除西子航空等极个别公司直接承接了空客等整机厂的少量订单外，均由中航工业及其下属公司总揽承包并分包，但中航工业作为我国航空事业的中坚力量，主要精力更多投向自主机型的研发及生产；另一方面，民营企业虽有较强的国际转包业务承接意愿，碍于波音、空客一级供应商认证的严苛条件，民营企业极难直接从波音、空客取得订单。未来伴随着波音、空客国际采购趋势的加深和国内航空零部件制造主体的多元化特征凸显，一批实力雄厚、工艺完整、技术质量过关的民营企业将可能获得波音、空客一级供应商认证，突破现有制造格局。成都航飞作为航空零部件制造领域的优势民营企业，随着自身加工实力和产品质量的不断提升，将优先受益于行业格局的调整。中国民用航空业发展迅速，2019 年底，通用航空在册运输飞机总数达到 3818 架，比上年底增加 179 架。

表 6：2019 年运输机数量

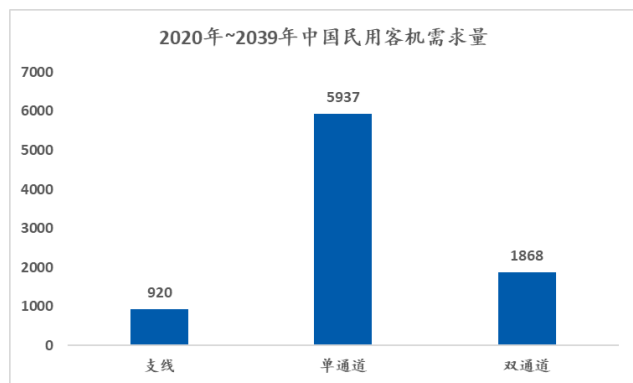
种类	数量	比上年增加	在运输机中占比
客运飞机	宽体飞机	457	48
	窄体飞机	2997	114
	支线客机	191	4
货运飞机	173	13	4.5%
合计	3818	179	100%

数据来源：东北证券，《2019 年民航行业发展统计公报》

从上世纪 80 年代开始，全球航空行业景气度持续上升，航空客运量持续走高，各国对飞机的需求量保持持续增长。未来 20 年，全球航空旅客周转量（RPKs）将以平均每年 3.73% 的速度递增，预计将有 40664 架新机交付，价值约 6 万亿美元（以 2019 年目录价格为基础），同时，根据波音公司最新发布的全球民航市场未来 20 年

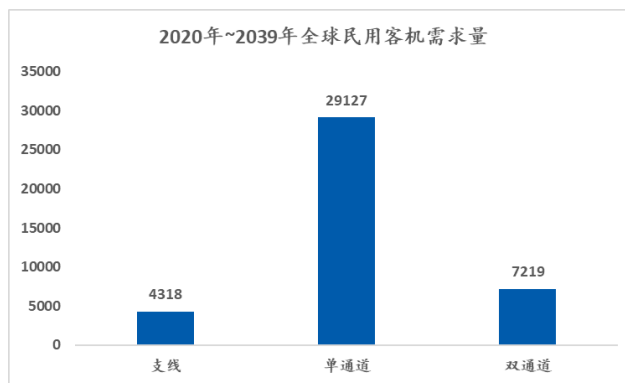
展望，中国民航飞机交货量将达到 8600 架。根据《中国商飞公司市场预测年报（2020-2039）》，到 2039 年中国机队规模将达到 9641 架，未来二十年，中国航空市场将接收 50 座以上客机 8725 架，价值约 1.3 万亿美元。

图 29：2020 年~2039 年中国民用客机需求量



数据来源：东北证券，中国商飞市场预测年报（2020-2039 年）

图 30：2020 年~2039 年全球民用客机需求量



数据来源：东北证券，中国商飞市场预测年报（2020-2039 年）

按照我国对外采购干线飞机数量及最低 5% 的贸易补偿标准，以及国产飞机已取得订单的情况，按飞机零部件约占飞机总价值 30% 的比例测算，我国民用航空零部件国际转包市场规模约 1000 亿元。

表 7：预计 2020 年~2039 年波音、空客飞机国内采购量

机种	飞机数量 (架)	价值合计 (亿元)
双通道客机	1479	64586
单通道客机	4478	
支线客机	908	
合计	6865	

数据来源：东北证券，中国产业信息网

以 ARJ21 和 C919 为代表的国产民航飞机批产在即，有望打开航空零部件国内分包市场空间。我国继运-10 后自主研发的第二种大型客机 C919 已于 2017 年 5 月实现首飞。据中国商飞官网显示，目前 C919 的全球客户达到 28 家，订单总数达到 815 架，中航工业及下属成飞民机、沈飞民机等承担了 C919 大部分机身部件的生产工作，预计占飞机总价值量 15% 左右。此外，截止 2020 年 3 月我国 ARJ21、新舟 60 和新舟 600、新舟 700 分别获得订单 724 架、524 架（根据 2016 年的 343 架推测）和 285 架，按照各自售价及零部件占飞机总价值 30% 左右的比例计算，国产飞机已有订单可为零部件制造带来分包收入约为 1600 亿元。

表 8：未来十年国际转包和国内分包中航空零部件市场空间

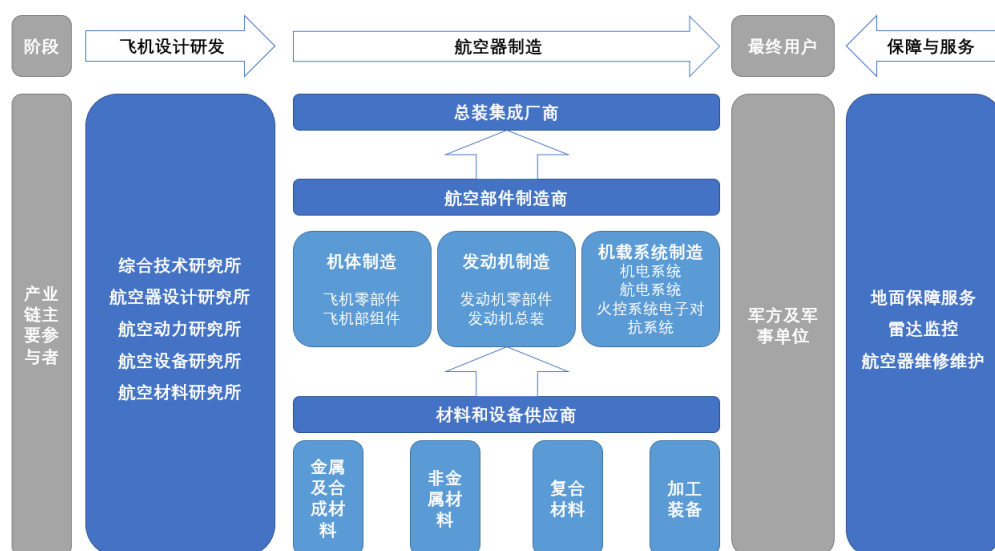
	制造商/型号	订单量（架）	订单规模（亿元）	零部件转包市场规模（亿元）
国际转包市场	波音、空客	3433	32293	484.40
	新舟 60、600	524	550.20	165.06
国内分包市场	新舟 700	285	370.50	111.15
	ARJ21	724	1484.20	445.26
	C919	815	2811.75	843.53
合计	——	9213	37509.65	2074.60

数据来源：东北证券，中国产业信息网

3.5. 横向拓展下游客户群体，进一步挖掘配套潜力

飞机制造业通常采取“整机制造商—多级供应商”的制造模式。产业链的第一级为整机制造商，主要从事产品设计、总装制造、市场营销、客户服务和适航取证环节；第二级为关键航空子系统制造商，所提供的子系统包括机体、发动机、航空电子等主要机载设备；第三级主要包括众多为产业链上层的整机与子系统制造商提供零部件与材料的供应商。航空航天零部件制造是航空航天制造业的基础性子行业，是实现航空航天材料向关键子系统和整机制造转变的重要环节，具有产品门类繁多、工艺路线复杂和产品精密度高的特点。从军民融合与资产专用性角度，零部件制造业较专用于子系统及整机组装，在不同机型及军民应用领域之间具有更广泛的通用性及下游市场；同时，由于零部件产品的高度定制化，零部件制造商易与整机及子系统制造商形成较深入的合作关系。

图 31：航空飞机制造行业产业链



数据来源：东北证券，立航科技招股说明书

当前我国航空制造产品仍然以军用飞机为主，中航工业集团基本垄断国内所有军机型号的生产。中航工业集团公司设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机

载系统、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、专用装备、汽车零部件、资产管理、金融、工程建设等产业。中航工业集团下辖 100 余家成员单位，覆盖了从研发设计、零部件制造到子系统与整机组装的全产业链，其中整机制造企业主要包括沈飞集团、成飞集团、洪都航空、西飞集团、哈飞集团等，产品涵盖歼击机、歼击轰炸机、轰炸机、运输机、教练机、侦察机、直升机、强击机、通用飞机、无人机等飞行器，以及空空、空地、地空导弹。

表 9：中航工业下属飞机制造企业

序号	企业名称	简介	代表性产品
1	西安飞机工业(集团)有限责任公司	我国大中型军民用飞机研制生产的重要基地，是中国民机的先行者，也是国际航空产业合作和航空产业海外投资的开拓者。	H-6、Y-20
2	陕西飞机工业(集团)有限公司	研制、生产大、中型军民用运输机的大型国有军工企业。	Y-8、Y-9
3	中航沈飞股份有限公司	航空产品制造为核心主业，集科研、生产、试验、试飞、服务保障为一体的大型现代化飞机制造企业，被誉为“中国歼击机的摇篮”。	J-11、J-15、J-16
4	成都飞机工业(集团)有限责任公司	我国航空武器装备研制生产和出口主要基地、民机零部件重要制造商	J-10、J-20
5	江西洪都航空工业集团有限责任公司	初、中、高级全系列教练机的专业航空研发制造企业	L-15、K-8、PT-6
6	贵州飞机有限责任公司	从事教练机/无人机研制、生产的国有大型军工企业	FTC-2000G
7	哈尔滨飞机工业集团有限责任公司	我国直升机、通用飞机、先进复合材料构件的主要研发制造基地	Z-9、Z-19、Z-20
8	昌河飞机工业(集团)有限责任公司	备研制和批量生产多品种、多系列、多型号直升机和航空产品零部件的能力，是中国直升机科研生产基地和航空工业骨干企业	Z-8、Z-10
9	中航通用飞机有限责任公司	国内最大的以通用飞机研发制造、运营服务为主业的多元化公司	AG-600
10	石家庄飞机工业有限责任公司	通用飞机主机生产厂，具备通用飞机的研发制造、通用航空运营、航空器维修等综合能力	Y-5B

数据来源：东北证券，各集团公司官网

我国飞机制造业历经数次战略性和专业化重组，目前形成了以中航工业及其下属单位、以及中国商飞为主的制造格局，各企业依据自身实力和技术研发格局，承接不同类型航空器产品的研发和制造。围绕航空工业的产业布局，我国航零部件制造行业形成了内部配套企业为主，科研机构、合资企业和民营企业有效补充的市场竞争格局。

表 10：国内航空零部件主要生产制造企业概况

	企业类型	代表企业	基本情况
第一类	内部配套企业	主机厂内部普遍设立了多个车间、分厂或者子公司等附属单位	具有一定的生产经验和生产能力，除为自有整机生产做配套外，还承接部分国际转包订单，是目前国内航空零部件生产的主要参与者。
第二类	科研机构	中航工业北京航空制造工程研究所、北京航空工艺研究所等	在从事航空器特种材料、特殊工艺的研发过程中，国内部分科研院所也逐渐形成了一定规模的零部件生产能力；技术优势多体现在部分高技术含量零部件上，并主要为自有研发活动做配套
第三类	合资企业	新宇航空制造（苏州）有限公司、尤纳森引擎部件（苏州）有限公司等	管理水平、技术能力较高，生产设备先进，其主要服务于国际转包业务
第四类	民营企业	爱乐达、明日宇航、德坤航空、安德科技、航飞公司、三角防务、铂力特等	为特定的主机厂提供定向配套服务

数据来源：东北证券，公开资料整理

成都航飞目前主要配套的客户包括中航成飞和中航贵飞，配套的下游产品涵盖我国现阶段正在加速列装的战斗机和教练机等。同时，公司依托自身在航空零部件加工制造领域的独特优势，积极拓展包括中航沈飞、中航西飞以及航发集团在内的国内优质主机厂客户。

3.6. 纵向布局飞机部组件装配业务，提升核心竞争力和产业地位

由于飞机部件的构造复杂，零件及连接件数量多，大多数零件在自身重量下刚度较小，而组合的外形又有严格的技术要求，因此其装配内容繁多、工作量大，在装配过程后期，机体结构比较封闭、劳动条件较差。因此在飞机成批生产时，通常将部件进一步划分为段件，段件再进一步划分为板件、组合件等各种装配单元，简化部件或段件装配型架结构，使装配工作分散、工作环境开敞从而缩短装配周期，改善装配工作的劳动条件。

图 32：典型飞机结构分段



数据来源：东北证券，西子航空

图 33：某飞机机身中段下线



数据来源：东北证券，网络公开资料

部件装配过程大致可划分成以下几个阶段：组合件、板件装配；段件、部件装配。按照分散装配原则划分出来的板件、组合件的铆接工作可以通过机械化或自动化的

手段，提高连接质量和劳动生产率。段件和部件的装配可按工艺归纳为三组：（1）为非板件化结构的段部件，通常由许多分散的单个零件和较小的组合件装配而成，而且需要复杂的、比较庞大笨重的装配型架；（2）板件化的段部件，主要由装配或加工成的板件和组合件装配而成，而所用的段部件装配型架较简单，而且扩大平行工作面和实现装配工作机械化的可能性较大；（3）分成段件的部件，实质上是预先装配好的各段连接，以及分离面处各系统的连接工作。

部件组装是根据尺寸协调原则，将飞机零件按照设计和技术要求进行组合、链接形成更高以及的装配件或整机的过程，它是航空制造产业链中较为核心的一个环节。受结构特点和结构刚性等以因素影响，飞机部件装配中大量采用铆接和螺接等连接手段，同时，为了保证装配协调及外形准确度的要求，并保证装配过程中组件、部件具有一定的结构刚度，飞机部件装配中大量采用了结构复杂、准确度高的装配型架。这样的要求，使得从事部装的企业需要具备一定的高精度加工能力和成熟的航空制造配套资质。

随着十四五军机和民机的持续放量，部装将成为限制主机厂产能的主要瓶颈，因而将这部分工序外协将成为主机厂的必然选择。部装同时是民营企业进入军用飞机配套的最高层级，目前国内在这一业务领域有布局的主要有利君股份、立航科技、上飞装备、西子航空和爱乐达等。成都航飞借助在航空制造领域的良好口碑和全面的技术积累已开始加速布局部装业务领域，为各大主机厂解决产能限制提供优选方案。

4. 实施股权激励深度绑定骨干员工，激发公司活力

为了激励公司及子公司中、高层管理人员和核心骨干员工，公司继 2015 年限制性股票激励计划后，于 2021 年 1 月再次推出股权激励计划，本次向 166 名激励对象授予限制性股票 999.87 万股，占计划实施时公司总股本的 1.93%。本次股权激励将分两期解锁，并从母公司和上市公司全资子公司成都航飞层面进行业绩考核，2021—2022 年母公司净利润考核目标为较 2019 年增长率分别不低于 30%、50%。子公司成都航飞层面业绩考核以成都航飞 2019 年净利润为业绩基数，2021-2022 年度相比业绩基数的净利润增长率分别不低于 180%和 230%。公司的股票期权激励计划将员工个人利益与公司发展绑定，也明确提出了公司未来几年的经营目标，这将有效激发员工积极性和公司活力。

激励计划授予限制性股票的行权考核年度为 2021-2022 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，各年度业绩考核目标如下表所示：

表 11：股票期权激励计划解锁时间及解锁条件

解锁期	解锁时间	可解锁比例	业绩考核目标
第一解锁期	自首次授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%	1) 母公司层面: 上市公司母公司营业收入相对于 2019 年的增长率不低于 30% 2) 子公司成都航飞层面: 以成都航飞 2019 年净利润为业绩基数, 子公司成都航飞净利润相对于 2019 年的增长率不低于 180%
第二解锁期	自首次授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	1) 母公司层面: 上市公司母公司营业收入相对于 2019 年的增长率不低于 50% 2) 子公司成都航飞层面: 以成都航飞 2019 年净利润为业绩基数, 子公司成都航飞净利润相对于 2019 年的增长率不低于 230%

数据来源：东北证券，公司公告

5. 盈利预测与投资建议

预计公司 2020/21/22 年实现营业收入 17.23/24.62/29.65 亿元，实现归母净利润分别为 1.22/1.89/2.59 亿元，EPS 分别为 0.23/0.36/0.49 元，对应 PE 分别为 31/20/15 倍，鉴于军工行业景气度持续提升，公司军工业务有望实现高速增长，可比公司 2021 年平均 PE 为 34 倍，给予公司 34 倍合理估值，对应 2021 年目标价为 12.24 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：主营业务拆分与预测

		2019	2020E	2021E	2022E
电线电缆	营业收入（百万元）	1620.26	1594.07	2224.52	2612.63
	同比增速	-	-1.62%	39.55%	17.45%
	毛利率（%）	16.42%	16.69%	16.70%	16.79%
航空零部件	营业收入（百万元）	42.63	119.36	226.79	340.19
	同比增速	-	180%	90%	50%
	毛利率（%）	72.85%	45.00%	40.00%	40.00%

数据来源：东北证券，Wind

表 13：可比公司估值表（3 月 2 日收盘数据）

股票代码	股票简称	当前 股价 (元)	EPS/元		PE	
			2021E	2022E	2021E	2022E
利君股份	002651.SZ	11.90	0.37	0.57	32	21
华伍股份	300095.SZ	9.91	0.63	0.90	16	11
爱乐达	300696.SZ	43.01	0.74	1.03	58	42
光韵达	300227.SZ	10.74	0.37	0.51	29	21
平均值					34	24
通达股份	002560.SZ	7.16	0.36	0.49	20	15

数据来源：东北证券，Wind 注：可比公司盈利预测和估值采用 Wind 一致预期

6. 风险提示

军品订单不及预期；民品发展不及预期；盈利预测和估值判断不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	521	427	441	399
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	596	627	828	1,019
存货	283	232	317	411
其他流动资产	371	375	422	448
流动资产合计	1,771	1,660	2,009	2,277
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	390	463	550	631
无形资产	58	78	83	91
商誉	263	263	263	263
非流动资产合计	1,209	1,326	1,439	1,552
资产总计	2,980	2,987	3,447	3,829
短期借款	271	271	271	271
应付款项	529	397	630	725
预收款项	53	42	67	77
一年内到期的非流动负债	84	84	84	84
流动负债合计	989	826	1,097	1,220
长期借款	223	223	223	223
其他长期负债	13	13	13	13
长期负债合计	236	236	236	236
负债合计	1,225	1,062	1,333	1,456
归属于母公司股东权益合计	1,647	1,818	2,007	2,265
少数股东权益	107	107	108	108
负债和股东权益总计	2,980	2,987	3,447	3,829

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,797	1,723	2,462	2,965
营业成本	1,476	1,401	1,997	2,387
营业税金及附加	12	10	17	21
资产减值损失	-1	-48	-19	-27
销售费用	59	43	76	89
管理费用	37	41	85	89
财务费用	35	20	21	21
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	11	11	15	18
营业利润	85	128	197	270
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	86	128	197	270
所得税	5	5	8	11
净利润	82	122	189	259
归属于母公司净利润	96	122	189	259
少数股东损益	-14	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	82	122	189	259
资产减值准备	54	48	19	27
折旧及摊销	24	22	22	21
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	30	25	25	25
投资损失	-4	-11	-15	-18
运营资本变动	93	-147	-72	-203
其他	1	0	0	-1
经营活动净现金流量	279	59	169	112
投资活动净现金流量	-147	-127	-129	-129
融资活动净现金流量	-70	-25	-25	-25
企业自由现金流	-257	203	157	353

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.18	0.23	0.36	0.49
每股净资产 (元)	3.13	3.45	3.81	4.30
每股经营性现金流量 (元)	0.53	0.11	0.32	0.21
成长性指标				
营业收入增长率	-25.7%	-4.1%	42.9%	20.4%
净利润增长率	928.5%	27.7%	54.6%	36.8%
盈利能力指标				
毛利率	17.9%	18.7%	18.9%	19.5%
净利润率	5.3%	7.1%	7.7%	8.7%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	121.02	121.55	113.63	118.73
存货周转率 (次)	70.03	60.36	57.97	62.79
偿债能力指标				
资产负债率	41.1%	35.5%	38.7%	38.0%
流动比率	1.79	2.01	1.83	1.87
速动比率	1.33	1.53	1.35	1.34
费用率指标				
销售费用率	3.3%	2.5%	3.1%	3.0%
管理费用率	2.1%	2.4%	3.5%	3.0%
财务费用率	1.9%	1.2%	0.9%	0.7%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	31.69	30.84	19.94	14.57
P/B (倍)	1.84	2.07	1.88	1.66
P/S (倍)	1.77	2.19	1.53	1.27
净资产收益率	5.8%	6.7%	9.4%	11.4%

资料来源：东北证券

分析师简介:

陈鼎如：清华大学精仪系硕士，华中科技大学机械学院本科，现任东北证券军工组组长。3年航天装备研发工作经验，1年金融信息安全领域工作经验，证券从业经历4年。2019年Wind国防军工行业“金牌分析师”第4名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn