

证券研究报告—动态报告

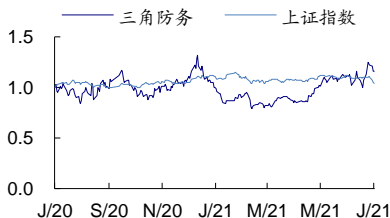
国防军工

航空军工

三角防务 (300775)
买入
2021 年中报点评

(首次评级)

2021 年 07 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	496/264
总市值/流通(百万元)	19,572/10,428
上证综指/深圳成指	3,362/14,086
12 个月最高/最低(元)	45.08/26.60

证券分析师: 花超

 E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
锻件领先企业, 加速向航空零部件制造全产业链进军
● 收入利润增速同比、环比均有大幅提升, 符合预期

2021H1 公司实现收入 4.67 亿, 同比增长 45.28%, 归母净利 1.65 亿, 同比增长 64.06%。收入端看, 占收入比重 95% 的模锻件产品同比大幅增长 71.40%, 可以判断下游成都方向的高景气度继续体现, 自由锻件占比很小, 季度波动较大, 参考意义不大。单季度看, 收入 2.78 亿, 同比增长 56.5%, 单季度归母利润 0.9 亿, 同比增长 43%, 都是历史新高状态。H1 销售毛利率 46.9%, 销售净利率 35.3%, 较去年同期分别提高 3.7 个百分点, 4.1 个百分点, 规模效应继续体现。

● 资产负债表端超市场预期, 亮点在于存货指标继续高增

公司存货持续增加, 期末存货 8.58 亿, 较期初增加 0.94 亿, 增加 12.3%。其中拆分看, 原材料减少 0.45 亿; 在产品增加 0.6 亿, 库存商品增加 0.46 亿; 发出商品 2.56 亿, 大幅增加 0.71 亿, 充分可说明公司还存有大量未确认收入的发出商品, 现军工确认节奏加快, 一旦确认收入公司存货降低至过往水平, 资产负债表向利润表的转化会带来较大的利润弹性。

● 锻件领先企业, 加速向先进航空零部件制造全产业链进军

公司目前是四代隐身战机、大运等先进机型大锻件环节的最受益标的, 四代隐身战机是航空领域最强赛道, 最强需求爆发阶段, 作为该机型的大中型锻件的供应商, 未来将核心受益于十四五期间军机换装列装进程的加速。可转债募资投入零部件制造和蒙皮镜像, 可形成从材料到部件的垂直一体化交付能力, 交付的产品价值量也有望倍数增长。公司战略眼光具备前瞻性, 大型锻压机如此, 镜像铣技术更着力长远。项目投产后, 公司将在蒙皮镜像铣领域占据国内领先地位, 争取新订单有较大优势, 新增产能将会得到有效消化。未来潜在的增长点(发动机盘环件、机加工及飞机蒙皮)也比较多。

● 投资建议:

公司作为军工产业锻件核心供应商, 为我国新型战机、运输机提供了关键部件, 核心受益于十四五期间军机换装列装进程加速、民用机型放量以及飞机结构整体化发展趋势。同时公司新建的精密零件数字化与蒙皮镜像铣生产线将为公司提供新的业务增长点, 进一步巩固其产业地位。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.7/6.8/9.0 亿元, 同比增速 130/45/32%, 当前股价对应 PE=42/ 29/22x, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 军品业务放量不及预期; 民品业务拓展不及预期
盈利预测和财务指标

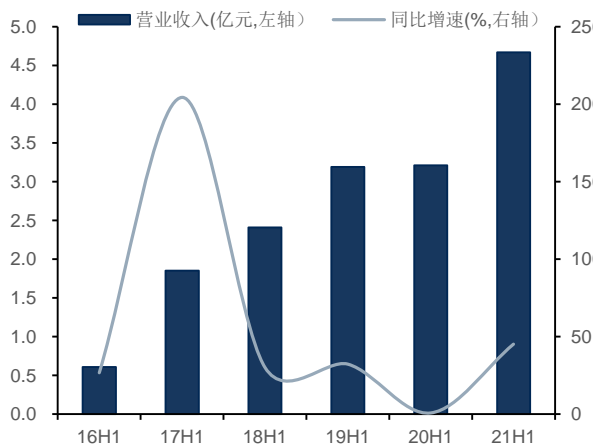
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	614	615	1,293	1,857	2,448
(+/-%)	31.8%	0.2%	110.3%	43.6%	31.8%
净利润(百万元)	192	204	471	682	899
(+/-%)	28.5%	6.4%	130.3%	44.8%	31.9%
每股收益(元)	0.39	0.41	0.95	1.38	1.81
EBIT Margin	34.9%	35.4%	39.3%	40.0%	40.1%
净资产收益率 (ROE)	10.8%	10.6%	20.7%	24.4%	25.9%
市盈率 (PE)	101.8	95.7	41.6	28.7	21.8
EV/EBITDA	81.9	81.2	35.9	25.6	20.0
市净率 (PB)	11.05	10.16	8.59	7.01	5.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

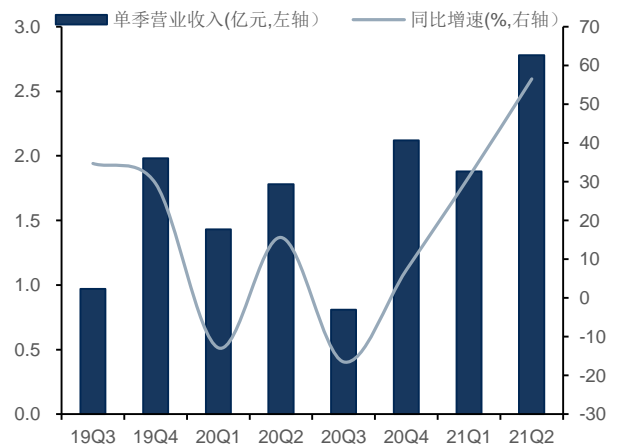
收入利润增速同比、环比均有大幅提升，符合预期。21H1 实现营收 4.67 亿元 (+45.28%)，归母净利润 1.65 亿元 (+64.06%)，扣非归母净利润 1.59 亿元 (+84.29%)，均创历史新高。主要系下游需求放量，公司所参研生产的军品逐步定型量产，在手订单饱满。同时公司基于自身技术研发优势和不断提升成本控制水平，使得盈利能力不断提高；单季度来看，21Q2 实现营收 2.78 亿元 (+56.54%)，归母净利润 0.91 亿元 (+43.12%)，扣非归母净利润 0.89 亿元 (+61.69%)，都是历史新高状态。

图 1：三角防务半年度营业收入及增速



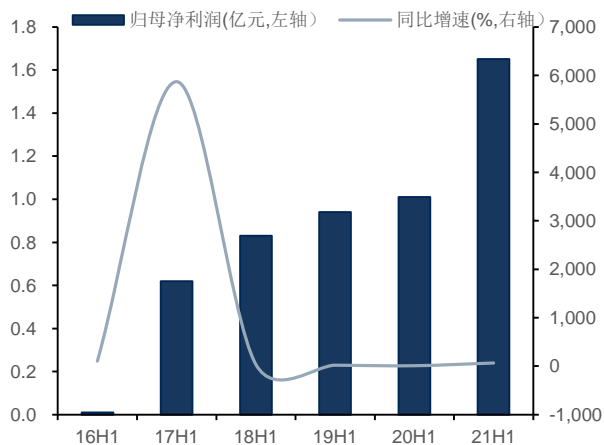
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：三角防务单季营业收入及增速



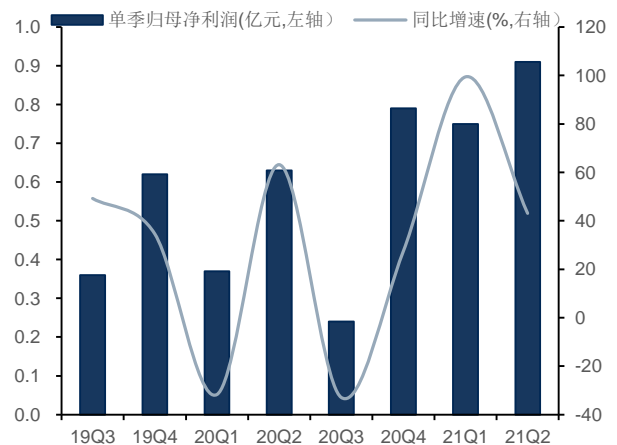
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：三角防务半年度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

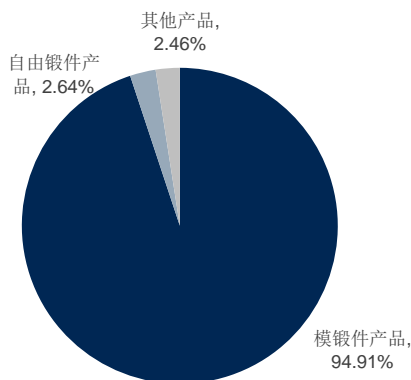
图 4：三角防务单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

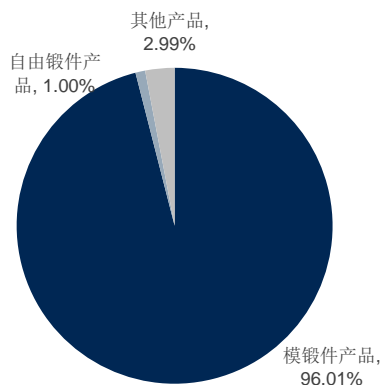
模锻件增长迅速，可以判断下游成都方向的高景气度继续体现。细分看，21H1 模锻件产品收入 4.43 亿元 (+71.40%)，占主营收入 94.91%，毛利率为 47.44%，可以判断下游成都方向的高景气度继续体现。自由锻件产品收入 0.12 亿元 (-75.67%)，占主营收入 2.64%，毛利率为 17.75%。由于其占比很小，季度波动较大，因此参考意义不大。其他产品收入 0.11 亿元 (-6.61%)，占主营收入 2.46%，毛利率为 57.16%。

图 5：三角防务分业务产品收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

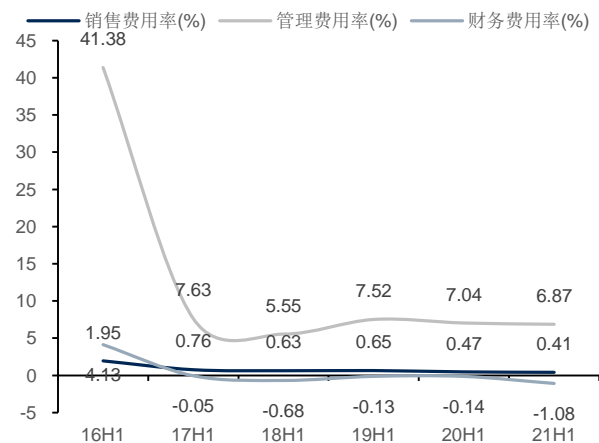
图 6：三角防务分业务产品毛利



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

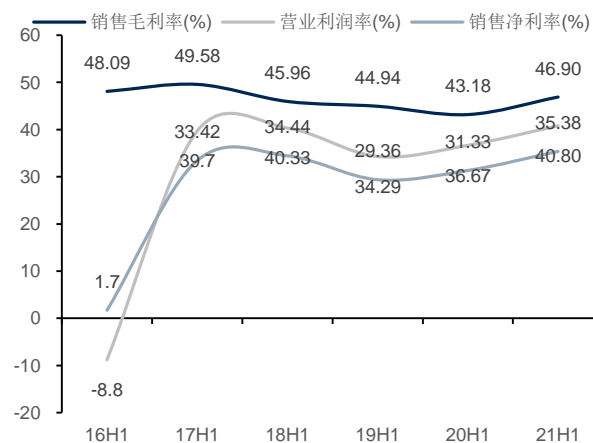
受益于下游需求放量，业绩持续增长，规模效应继续体现。公司 21H1 毛利率 46.9%，同比提高了 3.72pct；净利率 35.38%，同比提高 4.05pct，主要系公司产品规模的日益提高以及通过先进设备的使用有效提高了工作效率，实现了规模效应，成本控制方面效果明显。期间费用方面，公司占比最大的管理费用率为 6.87%，同比改善 0.17pct，销售费用率为 0.41%，同比下降 0.06pct，财务费用率为 -1.08%，同比下降 0.94pct，公司的管理水平和规模效应体现明显。

图 7：三角防务半年度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：三角防务半年度毛利率、净利率变化情况



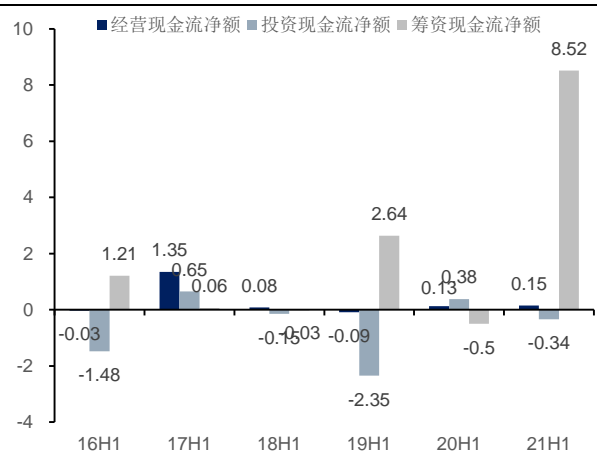
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表端继续超市场预期，亮点在于存货指标继续高增。21H1 占比较大的货币资金为 12 亿元，较期初增长 227%，占总资产比为 33.47%，主要是公司发行可转债募集资金；应收账款 5.66 亿元，较期初增长 36.62%，主要系公司本季度交付增加；应付账款 2.37 亿元，较期初增长 70.16%，或主要因公司业务增长，采购随之增加，反映出公司业务良好，在手订单饱满。

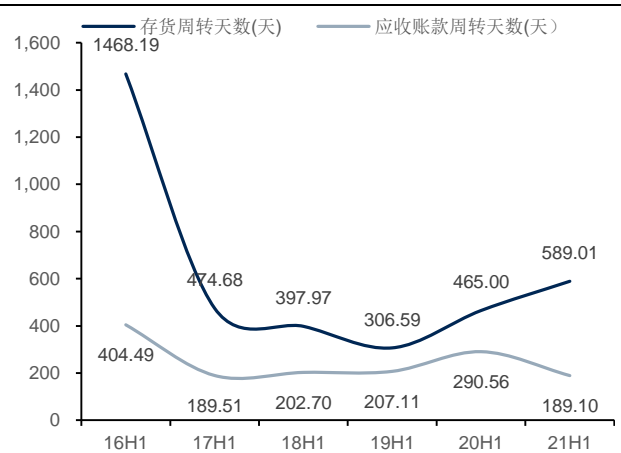
公司 21H1 存货持续增加，期末存货 8.58 亿，较期初增加 0.94 亿，增加 12.3%。其中拆分看，原材料减少 0.45 亿；在产品增加 0.6 亿，库存商品增加 0.46 亿；发出商品 2.56 亿，大幅增加 0.71 亿，充分可说明公司还存有大量未确认收入

的发出商品，现军工确认节奏加快，一旦确认收入公司存货降低至过往水平，资产负债表向利润表的转化会带来较大的利润弹性。

21H1 年公司经营活动产生的现金流量净额 0.15 亿元 (+18.89%)，主要系营收的大幅增长带来持续稳定的现金流。投资活动产生的现金流量净额-0.34 亿元 (-189%)，主要系去年末收到 10.8 亿投资回报所致。筹资活动产生的现金流量净额 8.52 亿元 (+1804%)，主要系发行可转债募集资金 8.9 亿元所致。

图 5：三角防务半年度经营性现金流情况 (亿元)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：三角防务半年度主要流动资产周转情况 (天数)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

模锻件方面，公司是我国航空航天产业锻件的核心供应商，其 400MN 模锻液压机是世界上最大的单缸精密模锻液压机，也是我国少有的几台具备大型整体结构件生产能力的液压机设备之一，其批量生产的锻件一致性高，在大型运输机、新一代战斗机、民用客各类框、梁整体化生产上具有较强的竞争力。公司目前参与了我国新型战斗机与运输机等机型的中大型模锻件研制任务，未来将核心受益于十四五期间军机换装列装进程加速、民用机型放量以及飞机结构整体化发展趋势，我们预计公司 2021-2023 年模锻件业务业务增速为 128.1%、45.3%、32.8%；模锻件业务毛利率一直维持在较高水平，我们认为未来将依旧保持稳定。

自由锻件与其他业务方面，主要是为模锻件业务配套，用于新一代飞机模锻件定型阶段前的锻件生产，还为相关材料研究所、型号设计所、材料研制生产和使用单位提供新材料的自由锻服务。尽管自由锻件与其他业务并非公司主要收入来源，但公司可以通过其服务掌握各材料的研发动态和相应的工艺，有助于公司保持技术的先进性。由于自由锻件业务的配套性质，未来随着模锻件业务的增长，其前端制模制坯需求也将随之增加，叠加新机增量带动的非标准化锻件需求扩大，我们预计公司 2021-2023 年自由锻件业务增速为-20.2%、13.9%、5.9%；其他主营业务增速为 20.3%、20.2%、20.1%；毛利率方面，随着我国新机型用部件定型，公司自由锻件和其他主营业务单位收入将提升，带动毛利率升高。

公司期间费用一方面伴随营收带动增长，公司的规模效应逐步体现、人员不会大幅度增加，人均创收目标仍在增长，因此期间费用率中管理费用率、财务费用率及销售费用率均呈现下降趋势，随着下游需求放量，公司规模化效应进一步凸显，整体期间费用率将进一步改善。

表 1: 公司 3 年营业收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
模锻件业务					
收入	502	534	1218	1770	2350
增速 (%)	20.9	6.4	128.1	45.3	32.8
毛利率 (%)	47.6	46.0	46.3	47	47.4
自由锻件业务					
收入	78	55	44	50	53
增速 (%)	182.7	-29.9	-20.2	13.9	5.9
毛利率 (%)	22.2	26.5	26.7	26.5	27
其他主营业务					
收入	34	26	32	38	46
增速 (%)	154.6	-23.3	20.3	20.2	20.1
毛利率 (%)	59.5	61.7	62	62.2	62.4
合计收入	614	615	1293	1857	2448
增速 (%)	31.8	0.2	110.3	43.6	31.8
毛利率 (%)	45.0	45.0	46.0	46.8	47.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表 2: 未来 3 年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	615	1293	1857	2448
营业成本	338	698	988	1293
销售费用	4	6	9	12
管理费用	51	74	107	150
财务费用	(6)	(3)	(4)	(10)
营业利润	232	529	766	1010
利润总额	232	529	766	1010
归属于母公司净利润	204	471	682	899
EPS	0.41	0.95	1.38	1.81
ROE	11%	21%	24%	26%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

按假设前提, 我们预计公司 21-23 年归属于母公司净利润分别为 4.7/6.8/9.0 亿元, 同比增速 130/45/32%, 每股收益分别为 0.95/1.38/1.81 元。

锻件领先企业, 加速向先进航空零部件制造全产业链进军

1) 公司目前是四代隐身战机、大运等先进机型大锻件环节的最受益标的, 四代隐身战机是航空领域最强赛道, 最强需求爆发阶段, 而公司多次获得航空工业集团及主机厂商“优秀供应商”称号, 作为该机型的大中型锻件的供应商, 未来将核心受益于十四五期间军机换装列装进程的加速, 同时伴随着上市募投项目的建设, 产能逐步释放, 公司航空锻件业务业绩具备较高弹性。

2) 公司 2021 年 5 月通过发行可转债募集资金 9.04 亿元, 外加自有资金合计投资 12.8 亿元用于零部件制造和蒙皮镜像, 可形成从材料到部件的垂直一体化交付能力, 交付的产品价值量也有望倍数增长。其中, 航空精密零件数字化智能制造生产线可满足航空结构件从毛坯到粗加工件、到半精加工件、到最终零件等不同交付状态的加工需求, 产品附加值更高。而飞机蒙皮镜像铣智能制造生产线则是对运输机、战斗机、客机等飞机的机身壁板蒙皮、机翼蒙皮、登机门蒙皮等进行加工。投产后将建成国内最大的蒙皮镜像铣生产线, 先发优势和

规模优势明显，将为公司打开新的成长空间。

3) 公司的战略眼光非常具备前瞻性。早期公司提前布局 400MN 模锻液压机，其目前是世界上最大的单缸精密模锻液压机，也是我国少有的几台具备大型整体结构件生产能力的液压机设备之一，核心设备优势明显，短期对新进入企业形成较高技术壁垒。而镜像铣技术更着力长远。镜像铣生产线价格昂贵，资金投入大，具有较高的资金壁垒，一般机加企业难以投入。项目投产后，公司将在蒙皮镜像铣领域占据国内领先地位，争取新订单有较大优势，新增产能将会得到有效消化。未来潜在的增长点（发动机盘环件、机加工及飞机蒙皮）也比较多。

投资建议：

公司作为军工产业锻件核心供应商，为我国新型战机、运输机提供了关键部件，核心受益于十四五期间军机换装列装进程加速、民用机型放量以及飞机结构整体化发展趋势。同时公司新建的精密零件数字化与蒙皮镜像铣生产线将为公司提供新的业务增长点，进一步巩固其产业地位。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.7/6.8/9.0 亿元，同比增速 130/45/32%，当前股价对应 PE=42/ 29/ 22x，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	368	600	800	1325	营业收入	615	1293	1857	2448
应收款项	641	1063	1323	1476	营业成本	338	698	988	1293
存货净额	764	705	917	1078	营业税金及附加	4	6	9	12
其他流动资产	67	19	26	29	销售费用	4	6	9	12
流动资产合计	1840	2387	3066	3908	管理费用	51	74	107	150
固定资产	681	804	935	1079	财务费用	(6)	(3)	(4)	(10)
无形资产及其他	61	58	55	52	投资收益	14	9	11	11
投资性房地产	13	13	13	13	资产减值及公允价值变动	6	9	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(12)	0	0	0
资产总计	2595	3262	4070	5052	营业利润	232	529	766	1010
短期借款及交易性金融负债	0	81	36	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	370	740	1044	1348	利润总额	232	529	766	1010
其他流动负债	223	86	125	167	所得税费用	27	58	84	111
流动负债合计	592	907	1205	1514	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	204	471	682	899
其他长期负债	76	76	74	73					
长期负债合计	76	76	74	73					
负债合计	669	983	1279	1588					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	1926	2279	2790	3464					
负债和股东权益总计	2595	3262	4070	5052					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	204	471	682	899
资产减值准备	35	2	2	3
折旧摊销	31	65	71	78
公允价值变动损失	(6)	(9)	(7)	(7)
财务费用	(6)	(3)	(4)	(10)
营运资本变动	(278)	(80)	(135)	30
其它	(35)	(2)	(2)	(3)
经营活动现金流	(48)	447	611	1000
资本开支	(139)	(178)	(195)	(215)
其它投资现金流	415	0	0	0
投资活动现金流	276	(178)	(195)	(215)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(50)	(118)	(170)	(225)
其它融资现金流	16	81	(45)	(36)
融资活动现金流	(83)	(37)	(215)	(260)
现金净变动	145	232	200	525
货币资金的期初余额	223	368	600	800
货币资金的期末余额	368	600	800	1325
企业自由现金流	(194)	260	402	767
权益自由现金流	(177)	343	361	740

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.41	0.95	1.38	1.81
每股红利	0.10	0.24	0.34	0.45
每股净资产	3.89	4.60	5.63	6.99
ROIC	12%	21%	26%	28%
ROE	11%	21%	24%	26%
毛利率	45%	46%	47%	47%
EBIT Margin	35%	39%	40%	40%
EBITDA Margin	41%	44%	44%	43%
收入增长	0%	110%	44%	32%
净利润增长率	6%	130%	45%	32%
资产负债率	26%	30%	31%	31%
息率	0.3%	0.6%	0.9%	1.1%
P/E	95.7	41.6	28.7	21.8
P/B	10.2	8.6	7.0	5.6
EV/EBITDA	81.2	35.9	25.6	20.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行為。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032