

通达股份 (002560) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2023年5月11日

评级：买入（维持）

市场价格：7.76元/股

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,355 | 5,499 | 6,598 | 8,021 | 10,028 |
| 增长率 yoy% | 22% | 134% | 20% | 22% | 25% |
| 净利润(百万元) | 24 | 122 | 241 | 353 | 506 |
| 增长率 yoy% | -80% | 399% | 98% | 47% | 43% |
| 每股收益(元) | 0.05 | 0.23 | 0.46 | 0.67 | 0.96 |
| 每股现金流量 | -0.31 | -0.42 | 0.38 | 0.52 | 1.10 |
| 净资产收益率 | 1% | 5% | 9% | 11% | 14% |
| P/E | 168.0 | 33.7 | 17.0 | 11.6 | 8.1 |
| P/B | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| PEG | -2.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

备注：股价为5月10日收盘价

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 529 |
| 流通股本(百万股) | 453 |
| 市价(元) | 7.76 |
| 市值(百万元) | 4,102 |
| 流通市值(百万元) | 3,516 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报和2023年一季报，公司2022全年实现营收54.99亿元，同比增长133.53%，实现归母净利润1.22亿元，同比增长398.96%，实现扣非归母净利润0.92亿元，同比增长407.21%。公司2023Q1实现营收12.03亿元，同比增长17.31%，实现归母净利润0.35亿元，同比增长188.57%，实现扣非归母净利润0.35亿元，同比增长259%。
- 电线电缆业务取得开门红，业绩持续高增长。**收入端，2022年全年整体呈现高速增长，一方面系电线电缆业务增长较快，其中架空绝缘电缆收入同比增加77.99%，钢芯铝绞线系收入同比增加64.19%，铝包钢绞线收入同比增加63.72%；另一方面系并表通达新材料公司，有色金属业务（主要为铝板带）成为公司新的业绩增长点。利润端，2022年全年归母净利润增速高达398.96%，主要原因包括：1) 电线电缆业务营收高增长；2) 盈利能力大幅提升，电线电缆毛利率同比提升5.36pct；3) 并表通达新材料公司。2023Q1取得开门红，铜、铝等原材料价格较上年同期波动幅度显著降低，同时公司加强经营管理，提升生产效率，积极推进降本增效，使得公司线缆产品毛利率提高，实现经营业绩持续高增长。
- 明确“立足主业、深耕军工”发展战略，“五一一”发展规划目标实现可期。**1) 重视产品研发和业务拓展。立足裸导线研发生产，不断向轨交和新能源电缆研发生产拓展，多年来，公司生产的裸导线类产品在标准、质量和产能规模上均持续处于国内优势地位。在中低压电缆以及特种电缆产品方面，公司目前相继研发了应用于轨道交通的阻燃B1级别电缆、70年长寿命电缆、太阳能光伏电缆、各种类型防火电缆，在行业内保持领先地位。2) 加强市场拓展和销售队伍优化。新能源汽车用车载高压线缆产品已完成部分头部客户产品验证、考察审厂工作，新型综合阻水型中压电力电缆已完成小批量产品制作。优化调整销售队伍，将原销售部、外贸部优化为国际事业部、电网事业部、轨交事业部、项目事业部和市场部，加强优质新客户开发。3) 实施员工长效激励机制。基于探索长效激励体系的目的，本年度计划实施第二期员工持股计划，以2022年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于70%实现100%解锁。4) 拟定增募投6.5亿元大力发展新能源特种线缆项目。
- 军工业务拓展取得重大突破，奠定长期发展基础。**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。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，已取得重大突破，发展前景广阔。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。
- 投资建议：**考虑公司线缆业务进展顺利，我们上调盈利预测，预计2023-2024年营业收入65.98/80.21亿元（原值2023-2024年55.98/60.40亿元），新增2025年收入100.28亿元；预计2023-2024年归母净利润2.41/3.53亿元（原值2023-2024年1.63/1.89亿元），新增2025年归母净利润5.06亿元，对应PE分别为17X、12X、8X，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**电线电缆业务发展不及预期；军品发展不及预期；盈利预测不及预期。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|--------|--------|-------|--------|---------------|--------|-------|-------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 1,572 | 1,980 | 2,406 | 3,009 | 营业收入 | 5,499 | 6,598 | 8,021 | 10,028 |
| 应收票据 | 48 | 51 | 78 | 121 | 营业成本 | 5,059 | 6,007 | 7,283 | 9,087 |
| 应收账款 | 1,352 | 2,275 | 2,787 | 3,435 | 税金及附加 | 11 | 20 | 26 | 28 |
| 预付账款 | 98 | 250 | 259 | 286 | 销售费用 | 58 | 73 | 80 | 80 |
| 存货 | 637 | 1,040 | 1,226 | 1,477 | 管理费用 | 79 | 92 | 100 | 115 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 110 | 145 | 168 | 201 |
| 其他流动资产 | 238 | 841 | 911 | 978 | 财务费用 | 23 | 6 | 17 | 33 |
| 流动资产合计 | 3,945 | 6,436 | 7,666 | 9,305 | 信用减值损失 | -64 | -22 | 0 | 0 |
| 其他长期投资 | 29 | 29 | 29 | 29 | 资产减值损失 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 39 | 27 | 33 | 33 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 765 | 898 | 1,120 | 1,422 | 投资收益 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 41 | 41 | 141 | 141 | 其他收益 | 8 | 3 | 0 | 12 |
| 无形资产 | 60 | 56 | 53 | 51 | 营业利润 | 121 | 237 | 347 | 497 |
| 其他非流动资产 | 353 | 491 | 447 | 446 | 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 1,287 | 1,542 | 1,823 | 2,121 | 营业外支出 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产合计 | 5,232 | 7,978 | 9,489 | 11,427 | 利润总额 | 120 | 237 | 347 | 497 |
| 短期借款 | 721 | 1,310 | 1,821 | 2,172 | 所得税 | 22 | 42 | 62 | 88 |
| 应付票据 | 1,399 | 1,683 | 1,970 | 2,414 | 净利润 | 98 | 195 | 285 | 409 |
| 应付账款 | 136 | 1,802 | 2,207 | 2,781 | 少数股东损益 | -23 | -46 | -68 | -97 |
| 预收款项 | 1 | 49 | 16 | 24 | 归属母公司净利润 | 121 | 241 | 353 | 506 |
| 合同负债 | 86 | 119 | 144 | 181 | NOPLAT | 118 | 200 | 299 | 436 |
| 其他应付款 | 62 | 44 | 45 | 56 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.23 | 0.46 | 0.67 | 0.96 |
| 一年内到期的非流动负债 | 74 | 53 | 46 | 46 | | | | | |
| 其他流动负债 | 36 | 42 | 47 | 48 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 2,515 | 5,103 | 6,296 | 7,722 | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 103 | 92 | 59 | 56 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 133.5% | 20.0% | 21.6% | 25.0% |
| 其他非流动负债 | 82 | 37 | 43 | 48 | EBIT增长率 | 326.6% | 69.8% | 49.7% | 45.8% |
| 非流动负债合计 | 184 | 128 | 101 | 104 | 归母公司净利润增长率 | 399.0% | 97.7% | 46.6% | 43.3% |
| 负债合计 | 2,699 | 5,231 | 6,397 | 7,826 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 2,490 | 2,731 | 3,084 | 3,590 | 毛利率 | 8.0% | 9.0% | 9.2% | 9.4% |
| 少数股东权益 | 43 | 16 | 8 | 11 | 净利率 | 1.8% | 2.9% | 3.6% | 4.1% |
| 所有者权益合计 | 2,532 | 2,747 | 3,092 | 3,601 | ROE | 4.8% | 8.8% | 11.4% | 14.0% |
| 负债和股东权益 | 5,232 | 7,978 | 9,489 | 11,427 | ROIC | 4.9% | 6.8% | 8.2% | 10.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 资产负债率 | 51.6% | 65.6% | 67.4% | 68.5% |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 债务权益比 | 38.7% | 54.3% | 63.6% | 64.5% |
| 经营活动现金流 | -222 | 200 | 274 | 583 | 流动比率 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 现金收益 | 183 | 274 | 386 | 545 | 速动比率 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 存货影响 | -251 | -402 | -187 | -250 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -359 | -1,079 | -547 | -719 | 总资产周转率 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 经营性应付影响 | 912 | 1,980 | 660 | 1,037 | 应收账款周转天数 | 78 | 99 | 114 | 112 |
| 其他影响 | -708 | -573 | -39 | -30 | 应付账款周转天数 | 9 | 58 | 99 | 99 |
| 投资活动现金流 | -85 | -305 | -305 | -301 | 存货周转天数 | 36 | 50 | 56 | 54 |
| 资本支出 | -244 | -203 | -403 | -403 | 每股指标(元) | | | | |
| 股权投资 | -5 | 12 | -7 | 0 | 每股收益 | 0.23 | 0.46 | 0.67 | 0.96 |
| 其他长期资产变化 | 164 | -114 | 105 | 102 | 每股经营现金流 | -0.42 | 0.38 | 0.52 | 1.10 |
| 融资活动现金流 | 282 | 512 | 458 | 320 | 每股净资产 | 4.71 | 5.17 | 5.83 | 6.79 |
| 借款增加 | 440 | 557 | 470 | 349 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -37 | -46 | -67 | -83 | P/E | 34 | 17 | 12 | 8 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 其他影响 | -121 | 1 | 55 | 54 | EV/EBITDA | 277 | 179 | 127 | 90 |

来源: wind, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。