

中航重机（600765）

证券研究报告

2023 年 04 月 27 日

2023Q1 归母净利润+30.13%实现开门红，航空锻造专业化龙头盈利能力持续提升

事件：2023 年 4 月 26 日，公司发布 2023 年一季度报。

● 归母净利润+30.13%，盈利能力达历史同期最高水平

2023Q1 公司实现营收 23.4 亿，同比+13.34%（剔除卓越出表影响同口径增幅 20.67%），归母净利润 2.71 亿元，同比+30.13%（不受出表影响），主要原因为公司成本管控、管理效率提升显著，利润率得到提升。期内公司实现销售毛利率 31.74%，同比+3.19pcts，实现销售净利率 12.25%，同比+1.3pcts，均为历史同期最高水平，产品放量下，规模效应持续体现。

● 23 年关联交易预测金额大幅提升，公司业绩有望实现超预期增长

2022 年公司实际产生关联交易 99.06 亿元（完成度 82.90%），2023 年公司预计关联交易总额 141.50 亿元，较 22 年实际关联交易金额增长 42.84%。其中销售产品及提供劳务预计实现 45 亿元，较上年实际发生额增长 23.65%，采购货物及接受劳务 22 亿元，较上年实际发生额增长 48.37%。我们认为，关联交易预计金额或对公司 23 年生产经营情况起到一定指引作用，公司全年业绩有望实现超预期增长。

● 拟收购南山铝业锻造相关资产，大锻件产能落地加速

我们认为，伴随新一代战斗机和运输机的批产以及日后新一代轰炸机有望放量，飞机结构化设计一体化趋势明显，目前我国航空中大型结构锻件主要由德阳二重万航和三角防务承制。2021 年公司于陕西宏远投资航空精密模锻产业转型升级项目，重点建设大型精密模锻件生产能力，达产后对公司中大型结构锻件产能将形成明显拉动。1 月 10 日公司公布约定收购由南山铝业设立的锻造子公司的 80%股份，主要资产包含 5 万吨锻压设备，或于 2023 年开始贡献中大锻件承制能力，并为后续设备投入生产做前期技术导入准备工作，或将明显拉动公司中大型结构锻件产能，进一步提高公司盈利能力。

● 航空锻造龙头企业，新增产能释放在即

公司作为航空锻造龙头企业，生产飞机机身机翼结构锻件、航空发动机盘轴类和环形锻件、航天发动机环锻件、中小型锻件，或将充分受益于锻件需求扩张趋势。2018 年公司募集资金 13.27 亿元，用于建设先进锻造、民用航空环形锻件、关键液压基础件配套、高效热交换器产线，其中先进锻造产线预期于 2023 年底投产，其余产线已于 2022 年 12 月建设完成。2021 年公司募集资金 19.10 亿元，用于建设航空精密模锻产业转型升级项目与特种材料等温锻造生产线建设项目，预期均于 2024 年 12 月建设完成。我们认为，募投项目建设完成后，公司航空精密模锻件研制、生产配套能力有望得到加强，以实现公司产业转型升级。

盈利预测与评级：我们认为，公司核心业务将受益于我军航空装备升级换代，未来 3 年有望持续快速增长，同时公司正积极向下游纵向布局拓展机加工业务，看好产业链一体化布局能力和持续增长性，看好公司后续迎来业绩增长二次加速。我们预计公司在 2023-2024 年的归母净利润分别为 16.02/21.60/29.30 亿元，对应 P/E 为 23.87/17.70/13.05x，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动的风险，新型号装备研制不达预期的风险，募投项目进展及收益不达预期的风险，框架协议存在后续收购不成功的风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,789.90	10,569.69	13,098.87	17,146.02	22,264.67
增长率(%)	31.23	20.25	23.93	30.90	29.85
EBITDA(百万元)	2,355.00	2,558.21	3,009.81	3,888.59	4,951.90
归属母公司净利润(百万元)	890.64	1,201.77	1,601.59	2,159.61	2,929.72
增长率(%)	159.05	34.93	33.27	34.84	35.66
EPS(元/股)	0.61	0.82	1.09	1.47	1.99
市盈率(P/E)	42.92	31.81	23.87	17.70	13.05
市净率(P/B)	4.08	3.68	3.24	2.79	2.35
市销率(P/S)	4.35	3.62	2.92	2.23	1.72
EV/EBITDA	21.15	16.55	12.08	9.16	7.32

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,472.05
流通 A 股股本(百万股)	1,466.54
A 股总市值(百万元)	38,229.11
流通 A 股市值(百万元)	38,085.99
每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	49.92
一年内最高/最低(元)	41.41/23.17

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

张明磊 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020002
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中航重机-年报点评报告:2022 年归母净利润同比增长 34.93%，公司业绩增长二次加速可期》 2023-03-18
- 《中航重机-公司点评:拟收购南山铝业锻造资产，加速提升中大锻件承制能力》 2023-01-12
- 《中航重机-半年报点评:归母净利润同比+107.44%，高增长稳定性凸显》 2022-09-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,130.36	5,734.80	4,756.26	5,760.85	5,646.09
应收票据及应收账款	5,379.51	6,593.87	7,960.44	11,090.70	13,647.83
预付账款	300.79	105.20	342.73	240.60	512.97
存货	3,232.11	3,315.63	4,149.89	5,248.15	6,474.12
其他	341.05	307.65	380.64	287.86	381.76
流动资产合计	15,383.82	16,057.16	17,589.97	22,628.16	26,662.78
长期股权投资	731.01	853.93	953.93	1,023.93	1,073.93
固定资产	2,396.88	2,403.86	2,136.45	1,869.04	1,601.63
在建工程	308.29	729.01	929.01	1,029.01	1,079.01
无形资产	332.49	301.54	286.78	272.02	257.26
其他	532.26	739.16	353.93	281.89	231.89
非流动资产合计	4,300.93	5,027.51	4,660.11	4,475.90	4,243.73
资产总计	19,684.75	21,084.67	22,250.07	27,104.06	30,906.51
短期借款	535.45	272.05	487.21	443.36	403.46
应付票据及应付账款	4,575.76	5,857.13	6,087.71	8,819.53	9,601.18
其他	1,374.17	2,795.33	802.11	767.41	767.89
流动负债合计	6,485.38	8,924.52	7,377.03	10,030.31	10,772.54
长期借款	2,104.12	335.99	1,935.77	1,780.91	1,638.44
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	430.60	423.79	400.00	380.00	360.00
非流动负债合计	2,534.72	759.78	2,335.77	2,160.91	1,998.44
负债合计	9,848.96	10,289.96	9,712.80	12,191.22	12,770.97
少数股东权益	476.17	401.95	754.30	1,229.42	1,873.96
股本	1,051.64	1,472.05	1,472.05	1,472.05	1,472.05
资本公积	4,870.67	4,452.32	4,452.78	4,452.78	4,452.78
留存收益	3,447.47	4,468.74	5,878.14	7,778.60	10,356.75
其他	(10.16)	(0.35)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
股东权益合计	9,835.78	10,794.72	12,537.27	14,912.84	18,135.53
负债和股东权益总计	19,684.75	21,084.67	22,250.07	27,104.06	30,906.51

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	966.68	1,330.45	1,601.59	2,159.61	2,929.72
折旧摊销	299.49	285.12	282.17	282.17	282.17
财务费用	118.80	91.18	9.68	54.87	37.77
投资损失	(150.88)	10.96	(64.41)	(68.11)	(40.52)
营运资金变动	1,160.14	(1,777.94)	(2,726.40)	(1,352.78)	(3,422.28)
其它	(876.62)	834.62	400.40	539.90	732.43
经营活动现金流	1,517.59	774.38	(496.98)	1,615.66	519.30
资本支出	329.37	809.03	223.79	120.00	70.00
长期投资	342.21	122.92	100.00	70.00	50.00
其他	(952.99)	(1,849.50)	(459.38)	(221.89)	(129.48)
投资活动现金流	(281.41)	(917.55)	(135.59)	(31.89)	(9.48)
债权融资	(439.84)	(219.39)	(86.54)	(255.24)	(185.12)
股权融资	1,814.97	11.88	(259.43)	(323.94)	(439.46)
其他	467.82	(57.41)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,842.95	(264.93)	(345.97)	(579.18)	(624.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,079.13	(408.09)	(978.54)	1,004.59	(114.76)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,789.90	10,569.69	13,098.87	17,146.02	22,264.67
营业成本	6,299.96	7,478.70	8,958.63	11,666.54	15,071.50
营业税金及附加	29.19	29.97	52.40	68.58	89.06
销售费用	72.65	76.70	91.69	120.02	155.85
管理费用	657.28	756.84	923.47	1,183.08	1,525.13
研发费用	346.45	434.15	523.95	685.84	890.59
财务费用	81.33	(22.08)	9.68	54.87	37.77
资产/信用减值损失	(345.17)	(293.11)	(289.39)	(309.22)	(297.24)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	150.88	(10.96)	64.41	68.11	40.52
其他	357.12	583.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,140.21	1,536.43	2,314.07	3,125.98	4,238.06
营业外收入	10.38	3.88	7.52	3.80	2.97
营业外支出	6.98	5.85	7.16	8.96	7.32
利润总额	1,143.61	1,534.45	2,314.43	3,120.82	4,233.70
所得税	176.94	204.00	312.45	421.31	571.55
净利润	966.68	1,330.45	2,001.99	2,699.51	3,662.15
少数股东损益	76.04	128.68	400.40	539.90	732.43
归属于母公司净利润	890.64	1,201.77	1,601.59	2,159.61	2,929.72
每股收益（元）	0.61	0.82	1.09	1.47	1.99

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	31.23%	20.25%	23.93%	30.90%	29.85%
营业利润	120.60%	34.75%	50.61%	35.09%	35.58%
归属于母公司净利润	159.05%	34.93%	33.27%	34.84%	35.66%
获利能力					
毛利率	28.33%	29.24%	31.61%	31.96%	32.31%
净利率	10.13%	11.37%	12.23%	12.60%	13.16%
ROE	9.52%	11.56%	13.59%	15.78%	18.02%
ROIC	15.03%	21.65%	28.84%	27.79%	33.40%
偿债能力					
资产负债率	50.03%	48.80%	43.65%	44.98%	41.32%
净负债率	-33.35%	-28.96%	-17.74%	-23.00%	-19.09%
流动比率	2.10	1.68	2.38	2.26	2.48
速动比率	1.66	1.34	1.82	1.73	1.87
营运能力					
应收账款周转率	1.76	1.77	1.80	1.80	1.80
存货周转率	2.79	3.23	3.51	3.65	3.80
总资产周转率	0.50	0.52	0.60	0.69	0.77
每股指标（元）					
每股收益	0.61	0.82	1.09	1.47	1.99
每股经营现金流	1.03	0.53	-0.34	1.10	0.35
每股净资产	6.36	7.06	8.00	9.30	11.05
估值比率					
市盈率	42.92	31.81	23.87	17.70	13.05
市净率	4.08	3.68	3.24	2.79	2.35
EV/EBITDA	21.15	16.55	12.08	9.16	7.32
EV/EBIT	24.21	18.61	13.33	9.88	7.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com