

中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩高增长,结构优化叠加规模效应盈

利能力提升

事件

2023年4月26日,公司发布2023年一季度报告,23Q1实现营业收入23.4亿元(同比+13.3%、环比-17.9%、剔除卓越出表影响同比+20.67%)、归母净利润2.71亿元(同比+30.1%、环比-5.5%),业绩略超预期。

点评

实际营收增速高于去年同期,业绩高增长彰显韧性。23Q1剔除无锡卓越出表影响营收同比+20.67%,对比22Q1增速15.65%,收入加速增长表明公司已走入发展快车道。航发黎阳厂新型号批产在即,子公司安大一季度完成商品总产值同比+38.8%。23Q1税金及附加同比+141.47%,或反映开始缴纳增值税,23Q1归母同比+30.1%,体现下游高景气及公司强大抗冲击能力。

产品结构优化叠加规模效应,盈利能力持续改善。23Q1公司毛利率率31.7%,同比+3.2pct,环比+2.6pct,公司推进产品结构优化,高附加值产品占比提升,宏远3.65万吨设备以及安大2.5万吨设备产能打满规模效应显现,后续仍有提升空间。

大锻件研发投入力度加大,落地时间有望加快。23Q1研发费用1.13亿元(同比+99.7%)、研发费用率4.8%(同比+2.1pct),公司收购南山5万吨设备以及自购6万吨设备拓展大锻件产品,研发力度加大产品落地速度有望加快。

盈利预测、估值与评级

航空锻造下游高景气持续,公司作为国内航空锻造龙头,立足主业横向拓展品类推进结构优化,纵向延伸下游机加工及上游材料业务,长期发展对标美国PCC,投资价值凸显。预计公司2023-2025年归母净利润分别为15.7/20.7/28.3亿元,同比增长30.37%、32.38%、36.60%,对应PE分别为23.8/18.0/13.2倍,维持“买入”评级。

风险提示

重点型号列装交付速度不及预期、产能释放不及预期、改革速度不及预期

国金证券研究所

军工组

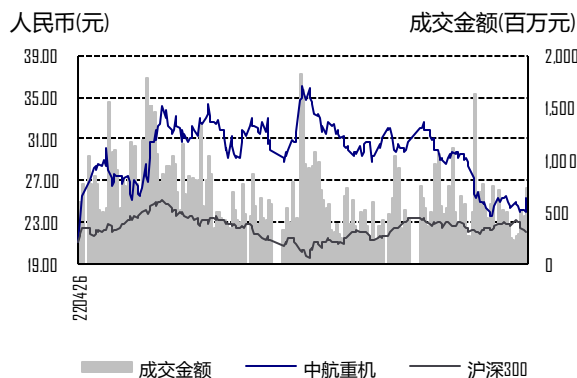
分析师:杨晨(执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价(人民币):25.35元

相关报告:

- 《中航重机22年年报点评:业绩符合预期,静待大锻业务推进》,2023.3.15
- 《筹划定增收购南山铝业锻造子公司,大锻业务有望超预期》,2023.1.17
- 《单季净利润再创新高,扩产加速助力长期发展-中航重机2022三...》,2022.10.31



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,790	10,570	12,997	16,474	21,246
营业收入增长率	31.23%	20.25%	22.97%	26.75%	28.96%
归母净利润(百万元)	891	1,202	1,567	2,074	2,833
归母净利润增长率	159.05%	34.93%	30.37%	32.38%	36.60%
摊薄每股收益(元)	0.847	0.816	1.064	1.409	1.925
每股经营性现金流净额	1.44	0.53	0.62	1.59	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.52%	11.56%	13.35%	15.25%	17.45%
P/E	59.62	38.09	23.82	17.99	13.17
P/B	5.67	4.40	3.18	2.74	2.30

来源:公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	3
剔除卓越出表影响收入增速高于同期，下游景气延续业绩高增长.....	3
盈利能力显著提升，研发投入力度加大.....	3
产品结构优化叠加规模效应，毛利率及净利率显著增长.....	3
研发力度显著加大，减值规模较小.....	4
固定资产、合同负债、经营性净现金流、募投项目.....	4
产能扩充持续推进，资本性支出增长显著.....	4
下游高景气合同负债增长显著，存货小幅增长.....	4
现金流情况好转，收现比优于去年同期.....	5
投资建议.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2023Q1 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2023Q1 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2023Q1 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2023Q1 各项费用率.....	4
图表 5： 2023Q1 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2023Q1 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2023Q1 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2023Q1 合同负债与预付款项变化.....	5
图表 9： 2023Q1 存货及增速.....	5
图表 10： 2023Q1 经营性现金流及收现比.....	5

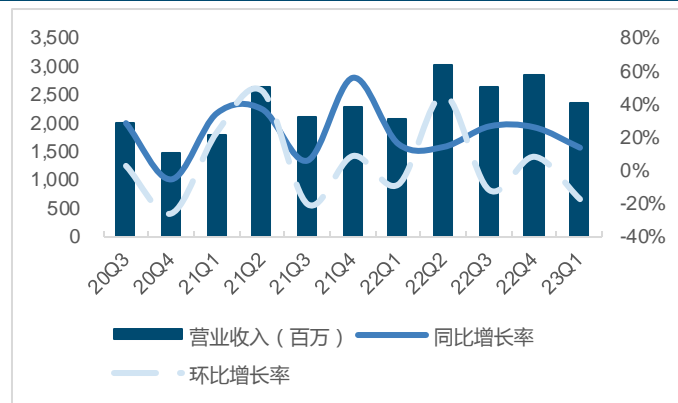
事件说明

2023年4月26日,公司发布2023年一季度报告,23Q1实现营收23.4亿元(同比+13.3%、环比-17.9%、剔除卓越出表影响同比+20.67%)、归母净利润2.71亿元(同比+30.1%、环比-5.5%),业绩略超预期。

剔除卓越出表影响收入增速高于同期,下游景气延续业绩高增长

公司23Q1收入23.4亿元,同比+13.3%,环比-17.9%,若提出卓越22年12月出表影响则同比+20.67%,收入加速增长表征公司已走上发展快车道。公司23Q1归母净利润2.71亿元,同比+30.1%,环比-5.5%,同比高增长表征下游高景气,环比下降系季度间波动影响。航空锻造下游高景气持续,新型军机持续列装,国产军用航发谱系完善,安大一季度完成商品总产值+38.8%,带动业绩持续高增长。

图表1: 2023Q1 营收及同比、环比增速



图表2: 2023Q1 归母净利润及同比、环比增速



来源: wind, 国金证券研究所

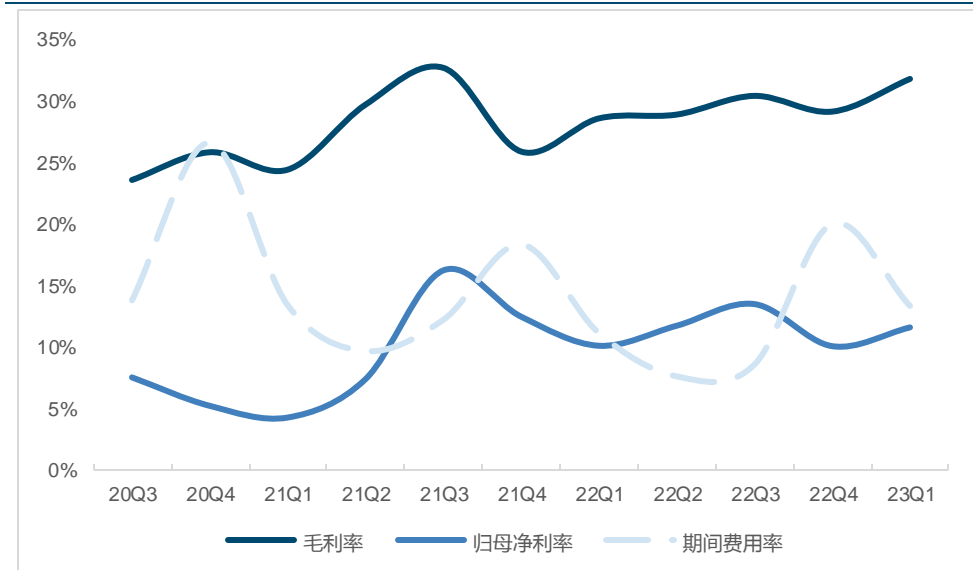
来源: wind, 国金证券研究所

盈利能力显著提升,研发投入力度加大

产品结构优化叠加规模效应,毛利率及净利率显著增长

公司23Q1毛利率31.7%,同比+3.2pct,环比+2.6pct;净利率11.6%,同比+1.5pct,环比+1.5pct。公司持续推进产品结构优化,高附加值产品占比提升,大型设备产能打满规模效应显现,毛利率及净利率稳定提升。

图表3: 2023Q1 毛利率、净利率以及期间费用率

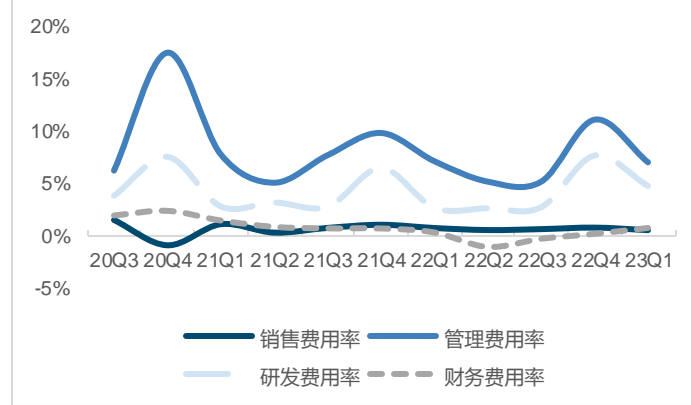


来源: wind, 国金证券研究所

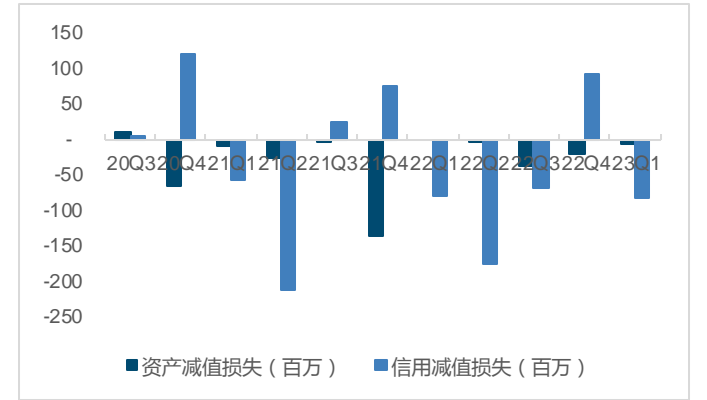
研发力度显著加大，减值规模较小

公司作为大型国企，积极响应中央国企改革号召，进行提质增效，23Q1 期间费用率 13.2%，同比+2.2pct，其中管理费用率 7.0%，同比下降 0.1pct；销售费用率 0.6%，同比下降 0.2pct；研发费用率 4.8%，同比+2.1pct。23Q1 共计提资产减值损失 702 万元，信用减值损失 8214 万元，结合军品销售特征，后续有望转回。

图表4：2023Q1 各项费用率



图表5：2023Q1 资产减值及信用减值



来源：wind，国金证券研究所

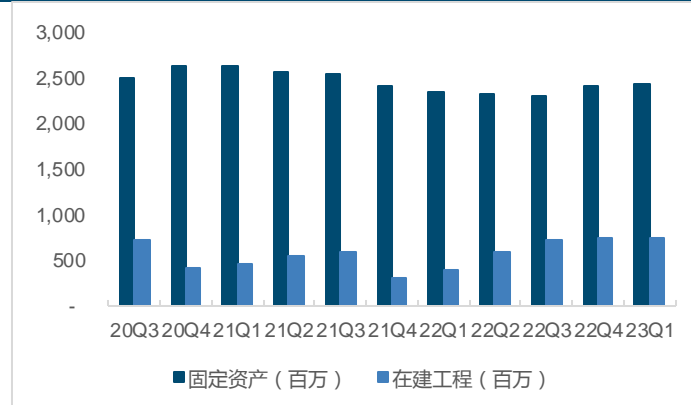
来源：wind，国金证券研究所

固定资产、合同负债、经营性净现金流、募投资项目

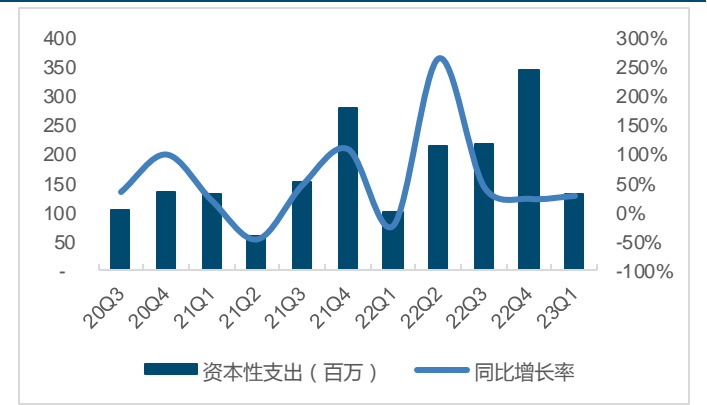
产能扩充持续推进，资本性支出增长显著

公司 23Q1 固定资产 24.17 亿元，较期初+0.56%；在建工程 7.46 亿元，较期初+2.29%；资本性支出 1.31 亿元，同比+28.5%。公司持续推进产能扩充，资本性支出同比增长显著，支撑长期发展。

图表6：2023Q1 固定资产和在建工程变化



图表7：2023Q1 资本性支出及同比增速



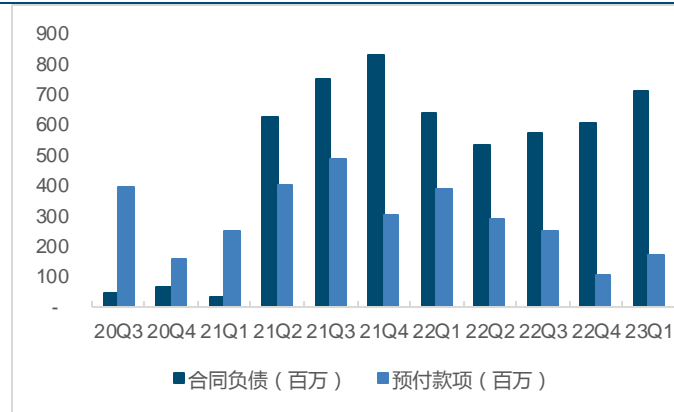
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

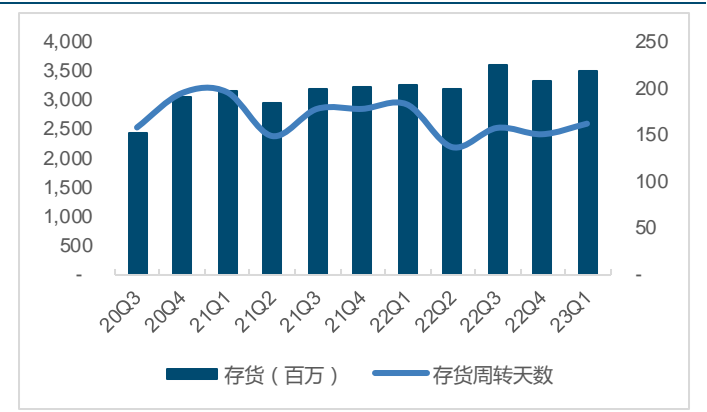
下游高景气合同负债增长显著，存货小幅增长

公司 23Q1 合同负债 7.13 亿元，较期初+17.74%，表征下游高景气延续；存货 34.79 亿元，较期初+4.93%，积极备货备产。

图表8: 2023Q1 合同负债与预付款项变化



图表9: 2023Q1 存货及增速



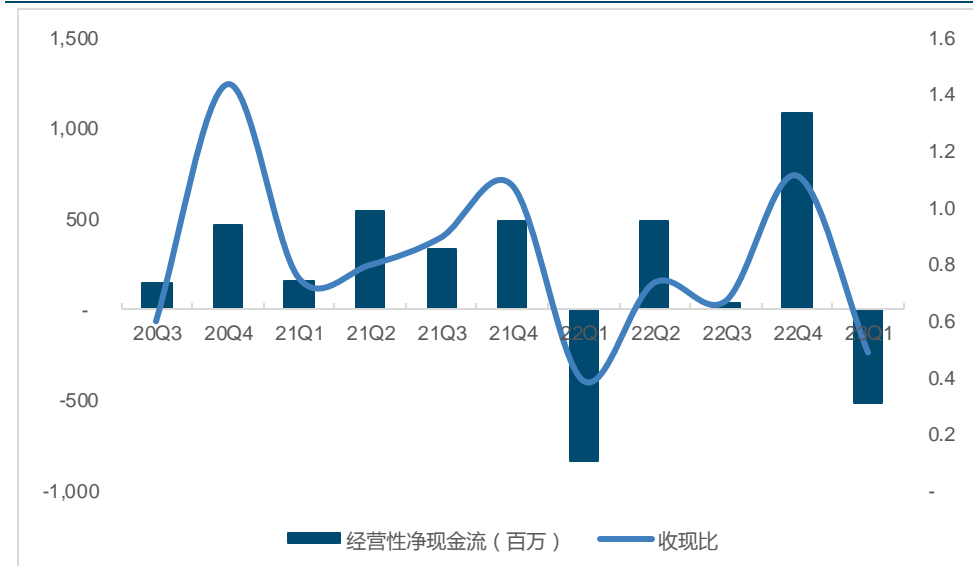
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

现金流情况好转, 收现比优于去年同期

公司 23Q1 经营性净现金流-5.2 亿元, 较去年同期增加 3.1 亿元; 收现比 0.5, 较去年同期提升 0.1, 现金流情况有所好转。

图表10: 2023Q1 经营性现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

投资建议

航空锻造下游景气持续, 公司作为国内航空锻造龙头, 立足主业横向拓展品类推进结构优化, 纵向延伸下游机加工及上游材料业务, 长期发展对标美国 PCC, 投资价值凸显。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.7/20.7/28.3 亿元, 同比增长 30.37%/32.38%/36.60%, 对应 PE 分别为 23.8/18.0/13.2 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

下游主机型号列装交付速度不及预期: 航空发动机的研制生产节奏存在不确定性, 若航空整机装备研制生产出现拖延, 可能导致列装交付速度不及预期, 对公司产生不利影响。

公司产能释放速度不及预期: 大型锻造设备及等温锻造设备是公司未来发展的重要助力, 若设备产能释放速度不及预期, 会对公司产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	6,698	8,790	10,570	12,997	16,474	21,246	货币资金	3,052	6,130	5,735	6,430	8,069	9,477	
增长率	31.2%	20.2%	23.0%	26.8%	29.0%		应收款项	5,012	5,595	6,891	6,984	8,222	9,835	
主营业务成本	-4,914	-6,300	-7,479	-8,974	-11,296	-14,524	存货	3,062	3,232	3,316	3,929	4,456	5,428	
%销售收入	73.4%	71.7%	70.8%	69.0%	68.6%	68.4%	其他流动资产	393	426	116	371	430	529	
毛利	1,785	2,490	3,091	4,024	5,179	6,722	流动资产	11,519	15,384	16,057	17,714	21,178	25,269	
%销售收入	26.6%	28.3%	29.2%	31.0%	31.4%	31.6%	%总资产	73.5%	78.2%	76.2%	77.9%	79.9%	82.3%	
营业税金及附加	-35	-29	-30	-36	-43	-53	长期投资	609	760	882	882	882	882	
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	3,029	2,705	3,133	3,432	3,714	3,785	
销售费用	-69	-73	-77	-104	-119	-149	%总资产	19.3%	13.7%	14.9%	15.1%	14.0%	12.3%	
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	无形资产	273	377	347	391	434	475	
管理费用	-595	-657	-757	-910	-1,087	-1,381	非流动资产	4,147	4,301	5,028	5,022	5,340	5,447	
%销售收入	8.9%	7.5%	7.2%	7.0%	6.6%	6.5%	%总资产	26.5%	21.8%	23.8%	22.1%	20.1%	17.7%	
研发费用	-295	-346	-434	-585	-708	-850	资产总计	15,666	19,685	21,085	22,736	26,518	30,715	
%销售收入	4.4%	3.9%	4.1%	4.5%	4.3%	4.0%	短期借款	1,109	746	2,273	2,625	2,895	2,986	
息税前利润 (EBIT)	792	1,384	1,793	2,389	3,222	4,289	应付款项	4,713	4,731	6,012	6,087	7,434	8,724	
%销售收入	11.8%	15.7%	17.0%	18.4%	19.6%	20.2%	其他流动负债	232	1,837	1,245	1,005	1,117	1,037	
财务费用	-128	-81	22	-25	-211	-264	流动负债	6,054	7,314	9,530	9,717	11,446	12,747	
%销售收入	1.9%	0.9%	-0.2%	0.2%	1.3%	1.2%	长期贷款	2,100	2,104	336	336	336	336	
资产减值损失	-230	-345	-293	-347	-340	-356	其他长期负债	342	431	424	375	359	348	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	8,495	9,849	10,290	10,428	12,142	13,431	
投资收益	53	155	-17	40	21	27	普通股股东权益	6,712	9,360	10,393	11,740	13,603	16,232	
%税前利润	10.4%	13.5%	n.a	1.9%	0.8%	0.7%	其中：股本	940	1,052	1,472	1,472	1,472	1,472	
营业利润	517	1,140	1,536	2,075	2,730	3,729	未分配利润	2,651	3,288	4,259	5,635	7,498	10,127	
营业利润率	7.7%	13.0%	14.5%	16.0%	16.6%	17.5%	少数股东权益	460	476	402	568	773	1,052	
营业外收支	-3	3	-2	0	-1	-1	负债股东权益合计	15,666	19,685	21,085	22,736	26,518	30,715	
税前利润	514	1,144	1,534	2,075	2,729	3,728	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	7.7%	13.0%	14.5%	16.0%	16.6%	17.5%	每股指标							
所得税	-87	-177	-204	-342	-450	-615	每股收益	0.366	0.847	0.816	1.064	1.409	1.925	
所得税率	17.0%	15.5%	13.3%	16.5%	16.5%	16.5%	每股净资产	7.142	8.900	7.059	7.975	9.241	11.027	
净利润	426	967	1,330	1,733	2,279	3,113	每股经营现金净流	0.701	1.443	0.526	0.619	1.588	1.462	
少数股东损益	82	76	129	166	205	280	每股股利	0.045	0.050	0.170	0.130	0.143	0.139	
归属于母公司的净利润	344	891	1,202	1,567	2,074	2,833	回报率							
净利率	5.1%	10.1%	11.4%	12.1%	12.6%	13.3%	净资产收益率	5.12%	9.52%	11.56%	13.35%	15.25%	17.45%	
							总资产收益率	2.19%	4.52%	5.70%	6.89%	7.82%	9.22%	
							投入资本收益率	6.30%	9.20%	11.57%	13.03%	15.25%	17.35%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	11.92%	31.23%	20.25%	22.97%	26.75%	28.96%	
							EBIT增长率	12.37%	74.83%	29.54%	33.19%	34.88%	33.14%	
							净利润增长率	24.91%	159.05%	34.93%	30.37%	32.38%	36.60%	
							总资产增长率	8.95%	25.65%	7.11%	7.83%	16.64%	15.83%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	133.3	103.3	111.7	90.0	85.0	80.0	
							存货周转天数	204.7	182.3	159.8	170.0	160.0	155.0	
							应付账款周转天数	200.7	148.6	123.3	130.0	130.0	120.0	
							固定资产周转天数	143.0	99.5	83.0	66.8	51.7	51.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	2.18%	-33.35%	-28.96%	-28.18%	-33.65%	-35.61%	
							EBIT利息保障倍数	6.2	17.0	-81.2	96.8	15.3	16.3	
							资产负债率	54.22%	50.03%	48.80%	45.86%	45.79%	43.73%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-25	买入	31.53	40.00~50.00
2	2022-08-31	买入	30.39	N/A
3	2022-10-17	买入	29.95	N/A
4	2022-10-31	买入	34.80	N/A
5	2023-01-17	买入	30.14	N/A
6	2023-03-15	买入	27.23	N/A

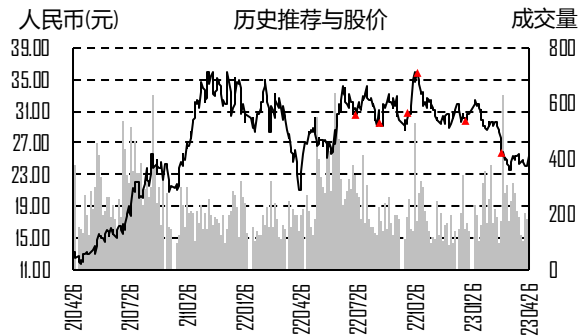
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402