

中航重机 (600765.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

定增方案落地补齐大锻件，建设研究院业务拓展逐步兑现

事件

2023年6月2日公司披露定向增发预案，计划发行不超过9372万股，募集13.18亿元用于收购宏山锻造80%股权、建设技术研究院以及补充流动性资金。

点评

5万吨设备收购落地，补齐大锻件增量空间大。宏山锻造主要资产为5万吨、1.25万吨大锻机以及6000吨、2500吨锻压机，具备大锻件生产能力。公司收购80%股权后补齐生产短板并提升铝合金等生产能力，进一步提升锻造主业实力。公司通过技术研究院方式牵引合并管理，业务整合无忧。

成立研究院打造新生态，业务延伸逐步兑现。公司成立技术研究院，打造“材料研发及再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”新生态以及“研发+产业”新业态，业务延伸规划逐步兑现，长期上下游一体化平台定位清晰。通过研究院以主机需求为导向进行技术研发孵化，可提升公司产业链地位。

自购大锻机年底可落地，密集资本开支彰显发展信心。公司前次募投项目西安新区先进锻造产业基地建设项目预计年底达到可使用状态，主要系核心锻造设备采购慢于预期。西安新区自购大型锻造设备投入使用后，公司将成为国内唯一拥有2台4万吨以上锻机的企业，密集的大规模资本开支表示公司对未来发展有强烈信心，行业景气下锻造主业做强做大，“主力军工程”持续推进长期发展前景广阔。

盈利预测、估值与评级

公司立足锻造横向拓品类，纵向延伸下游机加及上游高温合金等关键材料，对标PCC打造主力军工程，预计公司23-25年归母净利润为15.7/20.7/28.3亿元，同比增长30%、32%、37%，对应PE为24/18/13倍，维持买入评级。

风险提示

新型号研发及批产进度不及预期、产能释放不及预期。

军工组

分析师：杨晨 (执业S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.86元

相关报告：

- 《中航重机公司点评：业绩高增长，结构优化叠加规模效应盈利能力提...》，2023.4.27
- 《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



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	24.30	18.35	13.44
P/B	5.67	4.40	3.24	2.80	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,698	8,790	10,570	12,997	16,474	21,246
增长率	31.2%	20.2%	23.0%	26.8%	29.0%	
主营业务成本	-4,914	-6,300	-7,479	-8,974	-11,296	-14,524
%销售收入	73.4%	71.7%	70.8%	69.0%	68.6%	68.4%
毛利	1,785	2,490	3,091	4,024	5,179	6,722
%销售收入	26.6%	28.3%	29.2%	31.0%	31.4%	31.6%
营业税金及附加	-35	-29	-30	-36	-43	-53
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-69	-73	-77	-104	-119	-149
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
管理费用	-595	-657	-757	-910	-1,087	-1,381
%销售收入	8.9%	7.5%	7.2%	7.0%	6.6%	6.5%
研发费用	-295	-346	-434	-585	-708	-850
%销售收入	4.4%	3.9%	4.1%	4.5%	4.3%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	792	1,384	1,793	2,389	3,222	4,289
%销售收入	11.8%	15.7%	17.0%	18.4%	19.6%	20.2%
财务费用	-128	-81	22	-25	-211	-264
%销售收入	1.9%	0.9%	-0.2%	0.2%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-230	-345	-293	-347	-340	-356
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	155	-17	40	21	27
%税前利润	10.4%	13.5%	n.a	1.9%	0.8%	0.7%
营业利润	517	1,140	1,536	2,075	2,730	3,729
营业利润率	7.7%	13.0%	14.5%	16.0%	16.6%	17.5%
营业外收支	-3	3	-2	0	-1	-1
税前利润	514	1,144	1,534	2,075	2,729	3,728
利润率	7.7%	13.0%	14.5%	16.0%	16.6%	17.5%
所得税	-87	-177	-204	-342	-450	-615
所得税率	17.0%	15.5%	13.3%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	426	967	1,330	1,733	2,279	3,113
少数股东损益	82	76	129	166	205	280
归属于母公司的净利润	344	891	1,202	1,567	2,074	2,833
净利率	5.1%	10.1%	11.4%	12.1%	12.6%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	426	967	1,330	1,733	2,279	3,113
少数股东损益	82	76	129	166	205	280
非现金支出	520	651	594	588	600	703
非经营收益	82	-82	74	67	164	167
营运资金变动	-370	-18	-1,224	-1,476	-705	-1,830
经营活动现金净流	658	1,518	774	911	2,338	2,153
资本开支	-452	-618	-877	-235	-579	-454
投资	235	46	-51	0	0	0
其他	1	290	10	40	21	27
投资活动现金净流	-216	-281	-918	-195	-558	-427
股权募资	42	2,192	0	0	0	0
债权募资	258	-324	-209	326	270	91
其他	-344	-25	-56	-326	-395	-398
筹资活动现金净流	-44	1,843	-265	0	-125	-307
现金净流量	390	3,075	-396	716	1,655	1,419

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,052	6,130	5,735	6,430	8,069	9,477
应收款项	5,012	5,595	6,891	6,984	8,222	9,835
存货	3,062	3,232	3,316	3,929	4,456	5,428
其他流动资产	393	426	116	371	430	529
流动资产	11,519	15,384	16,057	17,714	21,178	25,269
%总资产	73.5%	78.2%	76.2%	77.9%	79.9%	82.3%
长期投资	609	760	882	882	882	882
固定资产	3,029	2,705	3,133	3,432	3,714	3,785
%总资产	19.3%	13.7%	14.9%	15.1%	14.0%	12.3%
无形资产	273	377	347	391	434	475
非流动资产	4,147	4,301	5,028	5,022	5,340	5,447
%总资产	26.5%	21.8%	23.8%	22.1%	20.1%	17.7%
资产总计	15,666	19,685	21,085	22,736	26,518	30,715
短期借款	1,109	746	2,273	2,625	2,895	2,986
应付款项	4,713	4,731	6,012	6,087	7,434	8,724
其他流动负债	232	1,837	1,245	1,005	1,117	1,037
流动负债	6,054	7,314	9,530	9,717	11,446	12,747
长期贷款	2,100	2,104	336	336	336	336
其他长期负债	342	431	424	375	359	348
负债	8,495	9,849	10,290	10,428	12,142	13,431
普通股股东权益	6,712	9,360	10,393	11,740	13,603	16,232
其中：股本	940	1,052	1,472	1,472	1,472	1,472
未分配利润	2,651	3,288	4,259	5,635	7,498	10,127
少数股东权益	460	476	402	568	773	1,052
负债股东权益合计	15,666	19,685	21,085	22,736	26,518	30,715

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.366	0.847	0.816	1.064	1.409	1.925
每股净资产	7.142	8.900	7.059	7.975	9.241	11.027
每股经营现金净流	0.701	1.443	0.526	0.619	1.588	1.462
每股股利	0.045	0.050	0.170	0.130	0.143	0.139
回报率						
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
7	2023-04-27	买入	25.35	N/A

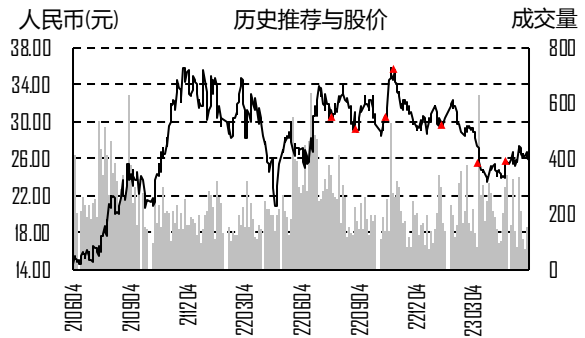
来源：国金证券研究所

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806