

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司点评报告**
**中航重机 (600765)**
**投资评级** 买入

**上次评级** 买入

张润毅 军工行业首席分析师

执业编号: S1500520050003

联系电话: 15121025863

邮箱: zhangrunyi@cindasc.com

任旭欢 军工行业研究助理

联系电话: 18701785446

邮箱: renxuhuan@cindasc.com

**相关研究**

《中航重机: 中流砥柱展宏图, 百锻重器迎新机》2023.4

《锻造龙头价值重估, 全面赋能新一轮成长》2023.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 中航重机: 产业链一体化提速, 驱动新一轮高成长

2023年06月13日

**事件:** 中航重机拟受托管理聚能钛日常经营: 6月12日晚间, 公司发布公告, 公司于6月10日与青海水电集团、青海聚能钛签订受托经营管理协议。  
**点评:**

**公司有望加速打通钛合金返回料体系, 产业链一体化布局迈出关键一步。**市场可能担心行业增速放缓造成竞争加剧, 但我们认为, 我国军用机身、发动机锻件市场空间广阔, 而以C919、ARJ21为代表的民机陆续取得突破, 行业天花板言之尚早。我们判断, 公司作为国内稀缺的航空锻造龙头, 持续聚焦锻铸主业, 正在加速形成“材料研发与再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”的新生态配套环境, 景气上行焕发新机, 有望迎来新一轮高成长。我们维持公司盈利预测: 2023-2025年归母净利润为16.2/22.68/30.64亿元, CAGR37.5%, 对应PE为22/16/12倍, 维持“买入”评级。

**向上游加速打通原材料循环体系, 成本有望持续降低:** 1) 受托管理聚能钛, 钛合金循环体系搭建有望提速: 聚能钛集钛矿资源开发利用、钛及钛合金熔铸、加工及销售于一身, 有望促进公司开展钛合金材料再生及熔炼业务研究。2) 高返回比再生高温合金制备工艺取得重要进展, “提质”+“降本”双管齐下: 公司联营企业中航上大应用70%返回料的GH4169产品已通过现役主力航空发动机型号验证评审, 并开始批产供货。

**向中游推进高端产能建设, 盈利能力与市场份额有望提升:** 1) 推动大型化、精密化、整体化产能建设, 核心竞争力有望持续提升: 2018-2023年, 公司先后三次定增募资合计58.2亿, 用于西安新区先进锻造产业基地等项目建设, 我们预计2023-2026年是产能释放高峰期, 规模效应有望进一步凸显。2) 补齐大锻件产能短板, 市场份额有望提升: 公司6月2日发布公告收购宏山锻造80%股权, 交割基准日暂定为6月30日, 有望整合宏山锻造500MN锻机及铝合金锻造优势; 公司2021年募投项目投入的大型模锻液压机有望在2023年底投产。3) 布局铸造行业, 推动横向扩张: 公司于2022年对参股子公司安吉精铸增资5000万, 提升其关键核心产品制造工艺水平和产能。

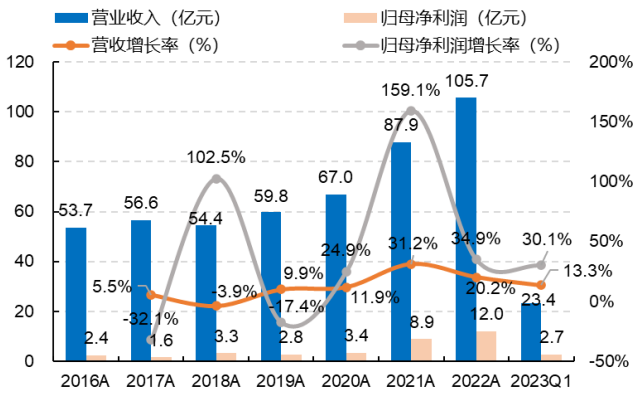
**向下游打造“研发+产业”新业态, 公司产业链地位有望提升:** 1) 顺应客户零部件交付需求, 推动技术研究院建设: 建设“原材料制备-锻铸件成形-零部件加工-部组件装配”的全流程循环制造业态, 形成整体优势, 有望提升客户粘性, 降低生产成本。2) 加强精加工产能建设, 缩短下游产业链条: 2022年公司对子公司永红和力源投入大量机加工设备, 我们认为, 精加工产能建设有助于提高产品附加值, 亦有利于加强对切屑/废料的控制, 促进材料循环体系的打通。

**风险提示:** 新产能释放进度不及预期; 收购宏山锻造不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	87.90	105.70	130.20	165.90	211.70
增长率 YoY %	31.2%	20.2%	23.2%	27.4%	27.6%
归属母公司净利润(亿元)	8.91	12.02	16.20	22.68	30.64
增长率 YoY%	159.1%	34.9%	34.8%	40.0%	35.1%
毛利率%	28.3%	29.2%	29.9%	30.8%	31.5%
净资产收益率ROE%	9.5%	11.6%	13.7%	16.1%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.82	1.10	1.54	2.08
市盈率 P/E(倍)	39.67	29.40	21.81	15.57	11.53
市净率 P/B(倍)	3.77	3.40	2.99	2.51	2.06

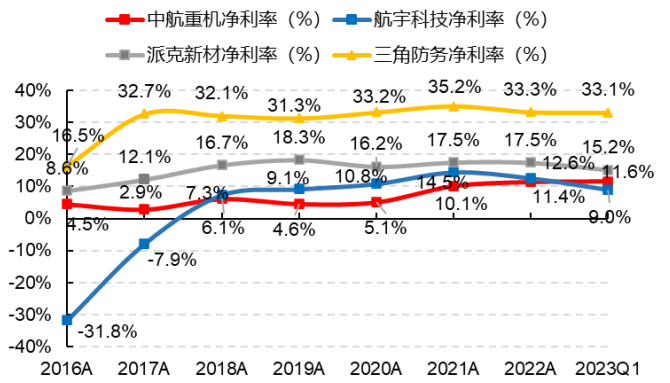
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年06月12日收盘价

图表 1: 2019-2022 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 20.87%、63.44%



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图表 2: 参考同行, 中航重机盈利能力仍有较大提升空间



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图表 3: 中航重机逻辑图

### 中航重机：中流砥柱展航图，百锻重器迎新机

#### 复盘过去

- 业绩增长强劲**: 2019-2022年公司营收、归母净利润CAGR为20.87%/63.44%; 2022年营收105.7亿(+20.2%)，归母净利润12亿(34.9%)
- 聚焦锻造主业**: 2022年锻造业务营收85.8亿(+28%)，收入占比自2017年的65%提升至80%
- 剥离低效资产**: 2016年起剥离持续亏损的新能源业务，并对液压业务进行混改
- 股权激励提升效率**: 2020年推出第一期股权激励，2016-2022三项费率自19.1%降至7.7%(-11.4pct)

#### 当前地位

**航空工业第一股：两大核心业务**

**航空锻造**

模锻: 宏远锻造是国内模锻龙头

环锻: 安大锻造是国内环锻龙头

中小型锻件: 江西航锻是中小型锻件专业化公司

**液压+环控**

液压: 力源液压主要配套航空产业

环控: 贵州永红产品齐全

#### 展望未来

**军民共进、模环双击，强者恒强**

- 高端产能释放: 2018-2021先后两次定增，加码36.1亿投入高端产能建设; 2023推动收购南山铝业锻造业务
- 产业链一体化布局: 精益挖潜，提高生产质量和效率推出长期股权激励方案
- 精益挖潜，持续增效

**向上游**

增资中航上大，打通循环料，未来或降本30%

**向中游**

增资安吉精铸，布局精密铸造收购南山铝业，补齐5万吨大型锻造能力

**向下游**

推动高端产能建设，缩短产业链条

#### 他山之石：产业链一体化并购是做大做强必由之路

#### PCC发展史

- 第一阶段 (1949-1990)**: 由铸造厂起家: 抓住GE航空发动机发展机遇，收购多家铸造厂
- 第二阶段 (1991-2000)**: 开启横向扩张: 收购锻造巨头 Wyman-Gordon
- 第三阶段 (2001至今)**: 推动纵向一体化: 向上延伸至材料行业; 向下延伸至飞机结构件

业绩长期持续增长

PCC营收: 2000-2015年自16.7亿美元增至100亿美元

产业链协同+规模效应带来盈利能力持续提升

PCC三项主业盈利能力持续提升

#### 航空锻造：景气上行，千亿市场

**关键假设:**

- 机身价值量占比: 75%
- 航发价值量占比: 25%
- 机身锻件价值量占比: 6%
- 航发锻件价值量占比: 15%

**2022-2031年航空锻造市场空间: 6192亿**

**航空锻造发展趋势:**

- 航空模锻: 大型化、整体化、精密化
- 环形锻件: 更强、更轻、更耐热

**需求驱动因素**

**军用飞机**: 升级换代 \* 放量列装

**民用飞机**: 民航需求旺盛 \* 国产大飞机批产

**外贸转包**: 我国航空外贸转包向“第一梯队”拔升

资料来源: WIND, Bloomberg, COMAC, PCC 官网等, 信达证券研发中心整理

**图表：公司财务数据**

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>153.84</b>	<b>160.57</b>	<b>187.82</b>	<b>231.79</b>	<b>290.80</b>	<b>营业总收入</b>	<b>87.90</b>	<b>105.70</b>	<b>130.20</b>	<b>165.90</b>	<b>211.70</b>
货币资金	61.30	57.35	75.01	93.35	119.37	营业成本	63.00	74.79	91.29	114.82	144.96
应收票据	27.44	27.59	31.47	38.25	47.04	营业税金及附加	0.29	0.30	0.68	0.85	1.04
应收账款	26.35	38.35	36.53	46.08	58.22	销售费用	0.73	0.77	1.02	1.18	1.44
预付账款	3.01	1.05	2.59	3.08	3.65	管理费用	6.57	7.57	9.90	12.03	14.88
存货	32.32	33.16	37.89	45.90	55.88	研发费用	3.46	4.34	6.02	7.75	9.91
其他	3.41	3.08	4.34	5.14	6.65	财务费用	0.81	-0.22	-0.16	0.02	0.08
<b>非流动资产</b>	<b>43.01</b>	<b>50.28</b>	<b>57.12</b>	<b>63.37</b>	<b>69.07</b>	减值损失合计	-1.75	-0.59	-0.43	-0.33	-0.32
长期股权投资	7.31	8.54	10.32	12.18	13.91	投资净收益	1.51	-0.11	0.07	0.13	0.21
固定资产(合计)	23.97	24.04	28.43	32.74	36.87	其他	-1.38	-2.09	0.14	0.25	0.43
无形资产	3.32	3.02	3.09	3.13	3.12	<b>营业利润</b>	<b>11.40</b>	<b>15.36</b>	<b>21.25</b>	<b>29.32</b>	<b>39.71</b>
其他	8.41	14.68	15.29	15.32	15.16	营业外收支	0.03	-0.02	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>196.85</b>	<b>210.85</b>	<b>244.94</b>	<b>295.16</b>	<b>359.87</b>	<b>利润总额</b>	<b>11.44</b>	<b>15.34</b>	<b>21.25</b>	<b>29.32</b>	<b>39.71</b>
<b>流动负债</b>	<b>73.14</b>	<b>95.30</b>	<b>103.07</b>	<b>123.08</b>	<b>148.60</b>	所得税	1.77	2.04	3.11	4.20	5.66
短期借款	5.35	2.72	6.72	9.72	11.72	<b>净利润</b>	<b>9.67</b>	<b>13.30</b>	<b>18.14</b>	<b>25.12</b>	<b>34.04</b>
应付票据	22.85	30.96	30.82	39.24	49.77	少数股东损益	0.76	1.29	1.94	2.43	3.40
应付账款	22.91	27.61	36.17	43.46	54.74	<b>归属母公司净利润</b>	<b>8.91</b>	<b>12.02</b>	<b>16.20</b>	<b>22.68</b>	<b>30.64</b>
其他	22.03	34.01	29.37	30.66	32.36	EBITDA	13.91	18.27	23.06	31.62	42.39
<b>非流动负债</b>	<b>25.35</b>	<b>7.60</b>	<b>17.81</b>	<b>22.81</b>	<b>27.81</b>	EPS(当年)(元)	0.64	0.82	1.10	1.54	2.08
长期借款	21.04	3.36	13.36	18.36	23.36						
其他	4.31	4.24	4.45	4.45	4.45						
<b>负债合计</b>	<b>98.49</b>	<b>102.90</b>	<b>120.89</b>	<b>145.89</b>	<b>176.41</b>						
少数股东权益	4.76	4.02	5.96	8.39	11.79						
归属母公司股东权益	93.60	103.93	118.09	140.88	171.67						
<b>负债和股东权益</b>	<b>196.85</b>	<b>210.85</b>	<b>244.94</b>	<b>295.16</b>	<b>359.87</b>						

现金流量表					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>15.18</b>	<b>7.74</b>	<b>14.81</b>	<b>19.54</b>	<b>28.13</b>
净利润	9.67	13.30	18.14	25.12	34.04
折旧摊销	3.06	3.01	1.98	2.28	2.60
财务费用	1.19	0.91	0.41	0.77	1.01
投资损失	-1.51	0.11	-1.51	0.11	-0.07
营运资金变动	-0.18	-12.24	-5.94	-8.82	-9.63
其它	2.95	2.65	0.30	0.32	0.32
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2.81</b>	<b>-9.18</b>	<b>-8.64</b>	<b>-8.42</b>	<b>-8.10</b>
资本支出	-6.18	-8.77	-6.65	-6.63	-6.53
长期投资	0.46	-0.51	-1.83	-1.92	-1.78
其他	2.90	0.10	-0.17	0.13	0.21
<b>筹资活动现金流</b>	<b>18.43</b>	<b>-2.65</b>	<b>11.52</b>	<b>7.23</b>	<b>5.99</b>
吸收投资	21.92	0.00	0.09	0.00	0.00
借款	9.06	5.08	14.00	8.00	7.00
支付利息或股息	-1.90	-2.95	-2.84	-0.77	-1.01
<b>现金流净增加额</b>	<b>30.75</b>	<b>-3.96</b>	<b>17.66</b>	<b>18.34</b>	<b>26.02</b>

重要财务指标					
单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	87.90	105.70	130.20	165.90	211.70
同比(%)	31.2%	20.2%	23.2%	27.4%	27.6%
归属母公司净利润	8.91	12.02	16.20	22.68	30.64
同比(%)	159.1	34.9%	34.8%	40.0%	35.1%
毛利率(%)	28.3%	29.2%	29.9%	30.8%	31.5%
ROE%	9.5%	11.6%	13.7%	16.1%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.82	1.10	1.54	2.08
P/E	39.67	29.40	21.81	15.57	11.53
P/B	3.77	3.40	2.99	2.51	2.06
EV/EBITDA	35.88	23.39	13.84	9.77	6.84

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

## 研究团队简介

张润毅 (S1500520050003)，信达证券军工&中小盘首席分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验 10 年。2020 年 4 月加盟信达证券，2013-2020 年先后供职于国泰君安证券、国盛证券，担任军工首席分析师；曾荣获 2014 年新财富最佳分析师第 4 名、金牛奖第 1 名；2015 年新财富第 2 名、金牛奖第 3 名；2016 年新财富第 4 名、金牛奖第 1 名、第一财经最佳分析师第 1 名；多次入围新财富、水晶球等奖项，具备扎实的航空航天+金融数学复合专业背景、机械/能源/军工等行业研究经验，善于把握行业发展趋势和重大拐点。

任旭欢 (S1500121120018)，信达证券军工&中小盘研究助理，同济大学硕士，西北工业大学学士，CMA，中级会计师，COMAC 注册系统工程师。曾供职中国商飞公司，从事成本工程工作，5 年产业工作经验。2021 年 11 月加入信达证券研究开发中心，从事军工&中小盘行业研究工作。

祝小茜 (S1500122080010)，信达证券军工&中小盘研究助理，本硕均就读于中央财经大学，经济学硕士。具备扎实的国防军工、经济学基础，曾在国家财政部有关军事事务财政支持的委托性课题中承担重要角色。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，侧重军工电子研究。

冯钰博 (S1500123010012)，信达证券军工&中小盘团队成员，美国伊利诺伊大学香槟分校硕士，西南财经大学学士。2023 年 1 月加入信达证券研究开发中心，从事军工&中小盘行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙憧	18610826885	suncong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。