

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

《中航重机: 2023 年一季报点评: 锻造龙头价值重估, 全面赋能新一轮成长》2023. 4

《中航重机: 产业链一体化提速, 驱动新一轮高成长》2023. 6

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: 产业链一体化布局加速, 利润率提升明显

2023 年 08 月 29 日

**事件:** 8月28日晚, 中航重机(600765)发布2023半年报, 营收+8.4%, 归母净利润+38.8%, 扣非净利润+40.4%。1) 23H1 公司营收 55.04 亿(+8.41%), 归母净利润 7.77 亿(+38.75%), 扣非净利润 7.8 亿(+40.44%); 2) 单季来看, 23Q2 营收 31.64 亿(+5%), 环比+35.2%, 归母净利润 5.07 亿(+43.8%), 环比+87.3%, 扣非净利润 5.12 亿(+46.2%), 环比+90.7%。

## 点评:

**中航重机 2023H1 业绩高增 38.8%, 稳健成长的航空锻造龙头, 有望迎来价值重估, 重申“买入”评级。** 市场可能担心行业增速放缓导致竞争加剧, 但我们认为: **1) 公司成长空间大、投资逻辑清晰:** 我国军用飞机、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。**2) 航空结构件“小批量, 多批次”特征要求配套厂商具备产业化、一体化供应能力, 未来行业或向头部集中。** **3) 我们判断, 公司正加速形成“材料研发和再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”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。** **4) 盈利预测:** 2023-2025 年归母净利润为 16.59/22.96/31.22 亿元, CAGR37.2%, 对应 PE23/16/12 倍, 维持“买入”评级。

**中报亮点: 聚焦主业、结构优化、利润率提升明显:** **1) Q2 单季度看,** 23Q2 营收 31.64 亿(+5%), 归母净利润 5.07 亿(+43.8%), 增速较 23Q1 提升 12.7pct。**2) 盈利能力持续提升:** 23Q2 毛利率 36.46%(+7.6pct)创 2007Q4 以来单季最高水平, 归母净利率 16.02%(+4.3pct)持续提升; 三项费率 5.7%环比下降 2.7pct。**3) 业务结构进一步向航空主业聚焦:** 23H1 公司锻铸业务营收 45.03 亿(+8.4%), 占比 81.8%维持稳定, 其中航空及防务业务实现 42.93 亿(+19.75%), 占比 95.34%; 液压环控业务营收 10.01 亿(+8.69%), 其中航空及防务业务收入 6.98 亿(+11.15%), 占比 69.73%。

**持续推进产业链一体化, 公司平台化布局有望提速:** **1) 向上游: 打通原材料循环体系, 成本有望持续降低:** 受托经营青海聚能钛, 围绕钛合金材料开展材料再生及熔炼业务研究。**2) 向中游: 加速平台化布局, 锻造+铸造+3D 打印齐头并进:** 推动收购宏山锻造 80%股权, 有望快速补足 500MN 超大锻件产能短板, 同时整合其铝合金锻件工艺, 公司市占率有望持续提升; 收购激光公司 43.76%股权, 直接持有其 61.95%股权, 提升激光公司 3D 打印工艺水平和生产能力, 未来有望与锻造业务形成互补。**3) 向下游: 布局精加工业务, 缩短下游产业链条:** 推动对力源液压(贵阳)100%间接控股, 并将其更名为安飞公司, 融入力源公司的机加业务, 进一步推进精加工产业布局。**4) 做实中航重机研究院, 构建“研究院+企业”新业态:** 通过对宏远公司和安大公司减资提升安大宇航和检测公司层级。

**拓展民用航空产业化布局, 以 C919 为代表的民航市场空间有望持续打开:** **1) 优化民用航空产业布局:** 与上海飞机制造有限公司围绕 ARJ21 及 C919 等型号签订了业务合作协议; 安大公司与中航发航材院合作项目获得中国航发科技进步特等奖, 新开发 C919 配套锻件 12 项, 获中国商飞“C919TC 取证先进集体”; 景航公司商飞认证按计划完成阶段性工作。**2) 持续拓展国际航空外贸转包业务:** 宏远公司国际民航业务订货快速增长, 完成波音公司 11 项新品首件认证, 荣获霍尼韦尔公司“2022 年优秀供应商奖”, 在国际航空发动机锻件领域取得实质性突破。

**风险提示:** 全球宏观经济增长放缓的风险; 大型锻造设备能力不足的风险

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	87.90	105.70	115.70	144.08	188.25
增长率 YoY%	31.2%	20.2%	9.5%	24.5%	30.7%
归属母公司净利润(亿元)	8.91	12.02	16.59	22.96	31.22
增长率 YoY%	159.1%	34.9%	38.0%	38.4%	36.0%
毛利率%	28.3%	29.2%	34.7%	35.3%	36.2%
净资产收益率ROE%	9.5%	11.6%	14.0%	16.2%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.82	1.13	1.56	2.12
市盈率 P/E(倍)	42.01	31.14	22.56	16.30	11.99
市净率 P/B(倍)	4.00	3.60	3.15	2.64	2.16

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	153.84	160.57	171.12	211.12	268.22	
货币资金	61.30	57.35	73.38	93.72	119.47	
应收票据	27.44	27.59	27.96	33.22	41.83	
应收账款	26.35	38.35	32.46	40.02	51.77	
预付账款	3.01	1.05	2.14	2.50	3.02	
存货	32.32	33.16	31.31	37.19	46.19	
其他	3.41	3.08	3.87	4.47	5.92	
<b>非流动资产</b>	43.01	50.28	57.71	63.96	69.66	
长期股权投资	7.31	8.54	10.32	12.18	13.91	
固定资产(合计)	23.97	24.04	28.43	32.74	36.87	
无形资产	3.32	3.02	3.09	3.13	3.12	
其他	8.41	14.68	15.88	15.92	15.76	
<b>资产总计</b>	196.85	210.85	228.83	275.09	337.88	
<b>流动负债</b>	73.14	95.30	85.72	101.43	124.44	
短期借款	5.35	2.72	6.72	9.72	11.72	
应付票据	22.85	30.96	25.48	31.85	41.22	
应付账款	22.91	27.61	29.91	35.28	45.34	
其他	22.03	34.01	23.61	24.59	26.15	
<b>非流动负债</b>	25.35	7.60	18.42	23.42	28.42	
长期借款	21.04	3.36	13.36	18.36	23.36	
其他	4.31	4.24	5.06	5.06	5.06	
<b>负债合计</b>	98.49	102.90	104.15	124.86	152.86	
少数股东权益	4.76	4.02	6.00	8.48	11.90	
归属母公司股东权益	93.60	103.93	118.68	141.74	173.12	
<b>负债和股东权益</b>	196.85	210.85	228.83	275.09	337.88	

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	115.70	144.08	188.25	
同比(%)	31.2%	20.2%	9.5%	24.5%	30.7%	
归属母公司净利润	8.91	12.02	16.59	22.96	31.22	
同比(%)	159.1%	34.9%	38.0%	38.4%	36.0%	
毛利率(%)	28.3%	29.2%	34.7%	35.3%	36.2%	
ROE%	9.5%	11.6%	14.0%	16.2%	18.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.82	1.13	1.56	2.12	
P/E	42.01	31.14	22.56	16.30	11.99	
P/B	4.00	3.60	3.15	2.64	2.16	
EV/EBITDA	35.88	23.39	14.29	10.13	7.10	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	87.90	105.70	115.70	144.08	188.25	
营业成本	63.00	74.79	75.49	93.19	120.07	
营业税金及附加	0.29	0.30	0.60	0.58	0.92	
销售费用	0.73	0.77	0.90	0.91	1.32	
管理费用	6.57	7.57	8.79	10.23	13.27	
研发费用	3.46	4.34	8.09	9.51	12.52	
财务费用	0.81	-0.22	-0.16	0.04	0.08	
减值损失合计	-1.75	-0.59	-0.43	-0.33	-0.32	
投资净收益	1.51	-0.11	0.07	0.13	0.21	
其他	-1.38	-2.09	0.14	0.25	0.43	
<b>营业利润</b>	11.40	15.36	21.75	29.69	40.40	
营业外收支	0.03	-0.02	0.00	0.00	0.00	
<b>利润总额</b>	11.44	15.34	21.75	29.69	40.40	
所得税	1.77	2.04	3.18	4.25	5.76	
<b>净利润</b>	9.67	13.30	18.57	25.44	34.64	
少数股东损益	0.76	1.29	1.98	2.48	3.42	
<b>归属母公司净利润</b>	8.91	12.02	16.59	22.96	31.22	
EBITDA	13.91	18.27	23.57	32.01	43.07	
EPS(当年)(元)	0.64	0.82	1.13	1.56	2.12	

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>	15.18	7.74	17.82	21.53	27.87	
净利润	9.67	13.30	18.57	25.44	34.64	
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	-1.51	0.11	-0.07	-0.13	
营运资金变动	-0.18	-12.24	-3.28	-7.15	-10.49	
其它	2.95	2.65	0.21	0.32	0.32	
<b>投资活动现金流</b>	-2.81	-9.18	-9.13	-8.42	-8.10	
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	-0.65	0.13	0.21	
<b>筹资活动现金流</b>	18.43	-2.65	7.28	7.23	5.99	
吸收投资	21.92	0.00	0.16	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>	30.75	-3.96	16.03	20.34	25.75	

## 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。

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人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。

## 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。