中航重机（600765）

证券研究报告
2021 年 06 月 28 日

航空航发锻造龙头，持续瘦身健体实现轻装上阵

事件： 6 月 26 日，公司发布公告，控股子公司中航力源液压股份有限公司拟对其全资子公司力源液压（苏州）有限公司采用股权转让与增资的方式进行混改。

- **推动国企混改，积极瘦身健体，力保扭亏减亏**

公司孙公司中航力源液压（苏州）有限公司自“高端核心液压基础件研发及产业化生产项目”于 2018 年验收后，未能实现预期增长，**2018-2020 年净利润亏损分别为 0.97/0.84/1.10 亿元。**公司积极**贯彻落实“国有企业改革三年行动”方案，按照国资委“瘦身健体”、“扭亏减亏”专项工作要求**，结合苏州公司短期内难以扭亏的实际情况，加快引进市场化经营机制，拟对苏州公司采用股权转让与增资的方式进行混改。**此次混改有利于推动苏州公司激发企业活力，实现扭亏增盈高质量发展，有利于推进公司管理经营制度创新，为公司完成“国有企业改革三年行动”目标起到指引示范作用。**

- **去芜存菁进入尾声，聚焦核心主业，经营效率提升**

从 2012 年开始，**公司主动剥离新能源、燃机等非主业亏损低效业务。相继处置或出让**深圳福田燃机电力 35%股权，腾锦洁净能源 30%股权无锡华达燃机发电公司 20%股权，中航粤海风力发电 32%股权等 **13 项低效业务板块**。公司 2015 年-2020 年平均每年计提资产减值 3.03 亿。主要系剥离新能源业务资产，累计的存货和坏账计提资产减值较多；**目前 15 家子公司和联营企业集中锻铸造、液压环控业务，低效业务剥离殆尽，公司计提资产减值损失情况有望改善。**2020 年公司管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为 8.88%/1.91%/1.03%，较 2016 年 9.85%/3.82%/2.2%下降明显。2020 年公司核心业务锻造产品业务的毛利率为 28.05%，五年内提高了 4.48%。**公司未来战略聚焦高端航空锻铸造、液压环控主营业务，经营效率有望持续改善，未来较高营收增长辅以经营效率提升，盈利能力持续提升。**

- **股权激励彰显公司信心，未来三年业绩增长可期**

公司 2020 年 6 月完成股权激励计划，以 6.89 元/股价格授予公司核心 115 名员工限制性股票。**解锁条件对应 2021/2022/2023 年营收复合增长率不低于 6.4%/6.5%/6.6%，加权平均 ROE 不低于 4.7%4.9%/5.1%，营业利润率不低于 5.3%/5.4%/5.5%。**本次股权激励能够给公司管理层建立长效约束机制，有效助力公司未来净利润增长。

- **飞机&航发锻件需求扩张，定增募投增强核心业务能力建设**

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，**将充分受益于锻件需求扩张趋势。**为了迎接军用航空器武器装备换装和国产民机发展的双驱动高景气周期。**公司分别于 2018 年和 2021 年募集资金 13.27 亿和 19.1 亿元，**用于先进锻造、民用航空环形锻件、关键液压基础件配套、高效热交换器、航空精密模锻和等温锻造生产线项目建设，**以提高公司航空精密模锻件研制、生产配套能力，实现公司产业转型升级，满足国内军用飞机、商用飞机及国际商用飞机大型精密模锻件市场需求。**随着公司募投项目在 2023-2025 年陆续完工达产，公司生产能力将得到提升，进一步巩固并加强公司在锻造领域的行业龙头地位。**

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；同时随着我国大飞机项目的逐步落地，公司民机锻铸件产品有望实现跨越式放量增长。在此假设下，我们预计公司在 2021-2023 年的营收增速为 20.20%/23.13%/22.72%，对应的营收分别为 80.51/99.13/121.65 亿元，对应的归母净利润分别为 5.49/6.94/8.84 亿元，EPS 预计为 0.58/0.74/0.94 元/股，对应 P/E 为 37.51/29.68/23.31x，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高的风险；市场竞争力下降的风险；公司军品业务波动的风险；原材料供应风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,984.91	6,698.16	8,050.90	9,913.00	12,164.94
增长率(%)	9.94	11.92	20.20	23.13	22.72
EBITDA(百万元)	1,301.53	1,538.02	1,249.40	1,464.14	1,807.07
净利润(百万元)	275.26	343.81	549.19	693.88	883.54
增长率(%)	(17.38)	24.91	59.74	26.35	27.33
EPS(元/股)	0.29	0.37	0.58	0.74	0.94
市盈率(P/E)	74.83	59.91	37.51	29.68	23.31
市净率(P/B)	3.36	3.07	2.79	2.57	2.35
市销率(P/S)	3.44	3.08	2.56	2.08	1.69
EV/EBITDA	7.60	15.38	16.83	14.23	11.97

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
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	939.68
流通 A 股股本(百万股)	857.40
A 股总市值(百万元)	21,490.50
流通 A 股市值(百万元)	19,608.79
每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	55.31
一年内最高/最低(元)	26.00/9.76

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com
刘明洋 联系人
liumingyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《中航重机-首次覆盖报告:航空航发锻造龙头，股权激励+募投扩产备战高景气》 2021-05-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,673.87	3,052.44	805.09	991.30	1,216.49
应收票据及应收账款	4,438.38	4,593.17	6,141.35	7,075.98	9,143.94
预付账款	193.26	158.32	263.74	258.25	378.26
存货	2,449.46	3,061.60	3,431.63	4,598.93	5,193.48
其他	349.03	653.79	539.75	502.57	557.98
流动资产合计	**10,104.00**	**11,519.32**	**11,181.55**	**13,427.03**	**16,490.16**
长期股权投资	376.46	388.79	388.79	388.79	388.79
固定资产	2,612.81	2,624.83	2,609.07	2,577.60	2,533.94
在建工程	475.90	404.60	278.76	227.26	184.35
无形资产	257.88	270.11	253.23	236.36	219.48
其他	552.97	458.68	401.72	400.86	400.86
非流动资产合计	**4,276.02**	**4,147.01**	**3,931.57**	**3,830.87**	**3,727.43**
资产总计	**14,380.02**	**15,666.34**	**15,113.13**	**17,257.90**	**20,217.58**
短期借款	1,758.66	1,107.00	974.98	801.45	1,478.09
应付票据及应付账款	3,890.77	4,560.62	5,179.22	6,866.61	7,822.00
其他	456.86	386.14	670.77	537.59	758.90
流动负债合计	**6,106.30**	**6,053.76**	**6,824.97**	**8,205.65**	**10,058.99**
长期借款	1,302.49	2,099.57	0.00	0.00	127.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	447.86	341.64	300.00	280.00	260.00
非流动负债合计	**1,750.35**	**2,441.22**	**300.00**	**280.00**	**387.95**
负债合计	**7,856.65**	**8,494.97**	**7,124.97**	**8,485.65**	**10,446.94**
少数股东权益	394.32	459.71	597.00	770.47	991.36
股本	933.60	939.68	939.68	939.68	939.68
资本公积	2,849.01	3,174.92	3,174.92	3,174.92	3,174.92
留存收益	5,204.81	5,968.19	6,451.47	7,062.09	7,839.61
其他	(2,858.38)	(3,371.14)	(3,174.92)	(3,174.92)	(3,174.92)
股东权益合计	**6,523.36**	**7,171.36**	**7,988.16**	**8,772.24**	**9,770.65**
负债和股东权益总计	**14,380.02**	**15,666.34**	**15,113.13**	**17,257.90**	**20,217.58**

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**5,984.91**	**6,698.16**	**8,050.90**	**9,913.00**	**12,164.94**
营业成本	4,419.25	4,913.57	5,843.90	7,227.50	8,813.17
营业税金及附加	23.73	34.76	36.23	44.61	54.74
营业费用	116.19	68.53	161.02	198.26	243.30
管理费用	517.55	594.54	724.58	892.17	1,094.84
研发费用	203.49	294.92	354.24	436.17	535.26
财务费用	137.76	127.59	71.96	29.81	41.50
资产减值损失	(95.09)	(108.96)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.40	53.31	0.00	0.00	0.00
其他	246.10	203.02	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	**400.52**	**516.88**	**858.96**	**1,084.48**	**1,382.13**
营业外收入	8.81	5.36	5.00	5.00	5.00
营业外支出	1.36	8.65	5.86	5.29	6.60
利润总额	**407.97**	**513.59**	**858.10**	**1,084.19**	**1,380.53**
所得税	87.59	87.37	171.62	216.84	276.11
净利润	**320.38**	**426.21**	**686.48**	**867.35**	**1,104.43**
少数股东损益	45.12	82.41	137.30	173.47	220.89
归属于母公司净利润	**275.26**	**343.81**	**549.19**	**693.88**	**883.54**
每股收益（元）	0.29	0.37	0.58	0.74	0.94

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	320.38	426.21	549.19	693.88	883.54
折旧摊销	284.34	290.28	318.48	349.85	383.44
财务费用	147.87	125.61	71.96	29.81	41.50
投资损失	(15.40)	(53.31)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(608.90)	(556.60)	(1,058.58)	(516.40)	(1,663.92)
其它	655.16	426.25	137.30	173.47	220.89
经营活动现金流	**783.44**	**658.44**	**18.35**	**730.61**	**(134.55)**
资本支出	282.27	360.49	201.64	270.00	300.00
长期投资	13.85	12.33	0.00	0.00	0.00
其他	(544.31)	(588.97)	(361.64)	(520.00)	(580.00)
投资活动现金流	**(248.18)**	**(216.15)**	**(160.00)**	**(250.00)**	**(280.00)**
债权融资	3,174.88	3,208.57	1,044.53	863.21	1,650.48
股权融资	1,150.26	24.00	130.69	(23.37)	(35.05)
其他	(3,270.58)	(3,276.83)	(3,280.92)	(1,134.24)	(975.68)
筹资活动现金流	**1,054.57**	**(44.26)**	**(2,105.69)**	**(294.40)**	**639.74**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**1,589.83**	**398.03**	**(2,247.35)**	**186.21**	**225.19**

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.94%	11.92%	20.20%	23.13%	22.72%
营业利润	42.32%	29.05%	66.18%	26.25%	27.45%
归属于母公司净利润	-17.38%	24.91%	59.74%	26.35%	27.33%
获利能力					
毛利率	26.16%	26.64%	27.41%	27.09%	27.55%
净利率	4.60%	5.13%	6.82%	7.00%	7.26%
ROE	4.49%	5.12%	7.43%	8.67%	10.06%
ROIC	6.43%	8.26%	10.84%	11.39%	13.81%
偿债能力					
资产负债率	54.64%	54.22%	47.14%	49.17%	51.67%
净负债率	7.68%	2.18%	3.00%	-1.46%	4.44%
流动比率	1.65	1.90	1.64	1.64	1.64
速动比率	1.25	1.40	1.14	1.08	1.12
营运能力					
应收账款周转率	1.31	1.48	1.50	1.50	1.50
存货周转率	2.56	2.43	2.48	2.47	2.48
总资产周转率	0.45	0.45	0.52	0.61	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.37	0.58	0.74	0.94
每股经营现金流	0.83	0.70	0.02	0.78	-0.14
每股净资产	6.52	7.14	7.87	8.52	9.34
估值比率					
市盈率	74.83	59.91	37.51	29.68	23.31
市净率	3.36	3.07	2.79	2.57	2.35
EV/EBITDA	7.60	15.38	16.83	14.23	11.97
EV/EBIT	9.71	18.93	22.59	18.70	15.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com