

中航重机 (600765.SH)

盈利能力显著提升，超额完成“双过半”

核心观点：

- **事件：**公司公告 2021 年半年度报告，实现营业收入 44.32 亿元，同比增长 35.80%，实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 125.42%。
- **点评：**盈利能力显著提升，超额完成“双过半”任务。营收端，受益本期市场订单增加，锻铸和液压环控业务实现营收 33.03、11.29 亿元，分别同比增长 35.92%、35.47%。锻铸业务，航空、非航业务实现营收 27.99、5.04 亿元，同比增长 36.79%、31.30%，上半年公司优化经营业绩激励机制，加大市场开拓力度，公司在维持现有客户订单的基础上努力扩大市场份额，实现国内市场份额稳步增长，宏远、安大、景航三家子公司报告期内营收分别增长 48.11%、27.58%、31.46%，利润总额分别增长 66.96%、28.29%、71.28%，利润总额分别提升 1.28、0.07、4.03pct。液压环控方面，航空、非航业务实现营收 6.06、5.23 亿元，同比增长 49.78%、21.96%，力源公司军品业务订单同比实现较大增长。**利润端**，毛利率方面，上半年毛利率为 27.55%，比去年同期减少 1.32 个 pct，其中本期将履行合同约定发生的运输费计入营业成本核算。**归母净利润增速快于营收增速**，主要系成本费用管控能力提升、其他收益增加、非经营性项目收入增加、信用减值损失减少等，**本期归母净利润率 7.40% 创 2016 年上半年以来新高**。资产负债表端，合同负债为 6.25 亿元，同比增长 956.36%，主要是本期收到客户大额预付款；本期末存货账面价值 29.30 亿元，同比增长 14.94%。
- **盈利预测与投资建议：**预计 21-23 年业绩分别为 0.59 元/股、0.78 元/股、0.97 元/股。考虑集团地位、产品谱系化特征、先发布局及潜在资产及盈利结构优化等，我们认为适合给予公司 22 年 50 倍合理 PE 估值，对应合理价值为 38.75 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：**疫情超预期；装备交付不及预期；重大政策调整风险等

盈利预测：

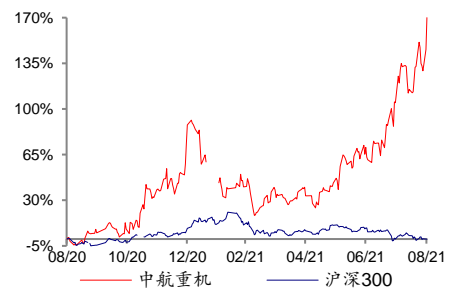
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,985	6,698	8,133	9,593	11,089
增长率 (%)	9.9	11.9	21.4	18.0	15.6
EBITDA (百万元)	989	1,082	1,237	1,532	1,861
归母净利润 (百万元)	275	344	622	815	1,020
增长率 (%)	-17.4	24.9	80.9	31.0	25.2
EPS (元/股)	0.29	0.37	0.59	0.78	0.97
市盈率 (P/E)	34.70	68.33	60.66	46.29	36.98
ROE (%)	4.5	5.1	6.6	7.9	8.7
EV/EBITDA	10.16	21.85	28.98	23.21	18.83

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	35.88 元
合理价值	38.75 元
前次评级	增持
报告日期	2021-08-31

相对市场表现



分析师：



孟祥杰

SAC 执证号：S0260521040002

SFC CE No. BRF275

010-59136693

mengxiangjie@gf.com.cn

相关研究：

- 中航重机 (600765.SH) :扭亏增盈迈出重要举措，关注盈利端改善 2021-06-28
- 中航重机 (600765.SH) :资产结构优化，看好锻造龙头长期发展 2021-05-06

联系人：

吴坤其 020-59136728

wukunqi@gf.com.cn

一、半年报业绩点评

事件：公司公告2021年半年度报告，实现营业收入44.32亿元，同比增长35.80%，实现归母净利润2.70亿元，同比增长125.42%。

点评：盈利能力显著提升，超额完成“双过半”任务。

营收端，受益本期市场订单增加，锻铸和液压环控业务实现营收33.03、11.29亿元，分别同比增长35.92%、35.47%。锻铸业务，航空、非航业务实现营收27.99、5.04亿元，同比增长36.79%、31.30%，上半年公司优化经营业绩激励机制，加大市场开拓力度，公司在维持现有客户订单的基础上努力扩大市场份额，实现国内市场份额稳步增长，宏远、安大、景航三家子公司报告期内营收分别增长48.11%、27.58%、31.46%，利润总额分别增长66.96%、28.29%、71.28%，利润总额分别提升1.28、0.07、4.03pct。液压环控方面，航空、非航业务实现营收6.06、5.23亿元，同比增长49.78%、21.96%，力源公司军品业务订单同比实现较大增长。**利润端**，毛利率方面，上半年毛利率为27.55%，比去年同期减少1.32个pct，其中本期将履行合同约定发生的运输费计入营业成本核算。归母净利润增速快于营收增速，主要系成本费用管控能力提升、其他收益增加、非经营性项目收入增加、信用减值损失减少等，本期归母净利率达7.40%创2016年上半年以来新高。资产负债表端，合同负债为6.25亿元，同比增长956.36%，主要是本期收到客户大额预付款；本期末存货账面价值29.30亿元，同比增长14.94%。

经营情况方面，锻铸业务，宏远、安大、景航公司维持现有客户订单的基础上并努力扩大市场份额，实现国内市场份额稳步增长；其中：安大公司荣获中国航发黎明公司“2020年度金牌供应商”；景航公司荣获成飞“优秀供应商”和“金牌供应商”双荣誉，获沈飞、哈飞、洪都、西飞“金牌供应商”。液压环控业务，子公司力源公司上半年军品订单签订金额同比实现较大增长，综合产能也得到显著提升；永红公司在中国航发湖南动力机械研究所等单位 and 舰船领域取得了型号配套新的突破。

二、盈利预测与投资建议

当前国内高端航空市场装备更迭、技术发展更新等景气向上，公司为国内锻铸领域传统优势供应商，考虑公司正积极拓展高端装备高附加值锻铸领域、处理低效资产并聚焦航空主业，我们看好公司凭借领先技术优势及长期配套的先发优势或率先受益，我们预计2021-23年公司合并口径营业收入分别达81.33/95.93/110.89亿元，分别同比增长21.42%/17.96%/15.60%，预计未来三年整体毛利率分别为27.26%/28.20%/28.26%。

具体来看：

(1) **锻造产品方面**，公司作为国内传统高端装备锻铸产品供应商，在飞机及发动机领域具有领先布局及谱系化配套的优势，预计将在装备现代化建设和发动机市场国产替代中率先受益，我们预计2021-23年该业务营收分别同比增长28.00%/21.00%/18.00%，预计随着产品结构的优化毛利率或企稳回升，预计2021-23年该业务毛利率分别为28%/29%/29%。

(2) **散热器方面**，公司广泛为国内航空航天、工程机械、空压机、医疗、风电等民用领域配套，民用产品实现批量出口，有望受益下游市场产业化升级及高端产品国产化替代机遇，预计2021-23年该业务营收分别同比增长9%/8%/7%，预计毛利率企稳，预计2021-23年该业务毛利率分别为29%/29%/29%。

(3) **液压产品方面**，公司持续减亏聚焦高盈利业务，航空产品方面提升配套交付能力，非航业务方面逐步完成名业务整合持续开拓高端市场，非开挖机械市场成为新的增长点，预计2021-23年该业务营收分别同比增长0%/10%/8%，预计毛利率分别为20%/21%/21%

(4) **其他业务**，公司正积极聚焦主业、提质增效、控亏减亏，我们预计该业务未来将进一步压缩，预计2021-23年该业务营收增速分别为-10.00%/-10.00%/-10.00%，预计未来三年毛利率分别为25%/25%/25%。

综上，预计2021-2023年，中航重机收入分别为81.33/95.93/110.89亿元，分别同比增长21.42%/17.96%/15.60%；归母净利润6.22/8.15/10.20亿元，同比增长80.9%/31.0%/25.2%，2021/2022/2023年EPS分别为0.59/0.78/0.97元。

表1：分业务预测表（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
锻造产品				
收入	4901.24	6273.59	7591.04	8957.43
增长率 (%)	14.16	28.00	21.00	18.00
成本	3526.53	4516.98	5389.64	6359.77
毛利	1374.71	1756.60	2201.40	2597.65
毛利率 (%)	28.05	28.00	29.00	29.00
散热器				
收入	842.81	918.66	992.16	1061.61
增长率 (%)	4.72	9.00	8.00	7.00
成本	597.94	652.25	704.43	753.74
毛利	244.87	266.41	287.73	307.87
毛利率 (%)	29.05	29.00	29.00	29.00
液压产品				
收入	816.65	816.65	898.32	970.18
增长率 (%)	11.66	0.00	10.00	8.00
成本	686.12	653.32	709.67	766.44
毛利	130.54	163.33	188.65	203.74
毛利率 (%)	15.98	20.00	21.00	21.00
其他				
收入	137.46	123.71	111.34	100.21
增长率 (%)	-11.53	-10.00	-10.00	-10.00
成本	102.98	92.79	83.51	75.16
毛利	34.48	30.93	27.84	25.05
毛利率 (%)	25.08	25.00	25.00	25.00
合计				
收入	6698.16	8132.61	9592.85	11089.42

增长率 (%)	11.92	21.42	17.96	15.60
成本	4913.57	5915.34	6887.25	7955.11
毛利	1784.60	2217.28	2705.61	3134.31
毛利率 (%)	26.64	27.26	28.20	28.26

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

可比公司估值: 在航空锻铸行业, 上市公司除了中航重机, 另外主要有三角防务。前者, 三角防务产品以新一代装备为主, 覆盖飞机机身、起落架及发动机等, 产品附加值(体现在毛利率上)相对中航重机较高。报告期内, 公司主要业务市场开拓顺利, 如主要子公司景航、宏远、安大在维持现有客户订单的基础上努力扩大市场份额, 实现国内市场份额稳步增长; 盈利能力提升显著, 如公司本期归母净利率达7.40%创2016年上半年以来新高, 体现老牌锻造国企较为显著的规模经济性。综合考虑中航重机的集团优势、谱系化优势、先发优势及潜在的资产结构优化等, 并结合当期公司超预期的经营表现, 我们认为适合22年50倍合理PE估值, 对应合理价值为38.75元/股, 维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值表 (市值选取2021/8/31收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
三角防务	300775.SZ	锻件产品等	262	204	436	617	96	60	42
航宇科技	688239.SH	锻件产品等	94	73	126	172	-	75	55

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (盈利预测均取自 wind 一致预测)

三、风险提示

(一) 疫情发展超出预期

军工上市企业生产地较为集中, 同时多数公司重资产属性特征明显、且所需人力成本较高, 疫情反复对相关企业影响较大。

(二) 重点装备列装需求及交付不及预期

军工行业买方具有唯一性特征, 且越往下游军工企业的垄断性越为明显, 部分规模较小企业或配套装备型号较为单一, 若此类型号生产及需求计划发生改变, 则对相关客户需求单一的企业影响较大。

(三) 重大行业政策调整的风险

军工行业属于典型的To G行业, 考虑生产计划的保密性、战略性等, 无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整(如影响较大的定价政策、采购政策)等, 则易对板块产生一定系统性冲击。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,104	11,519	15,348	17,440	19,914	经营活动现金流	783	658	511	748	1,044
货币资金	2,674	3,052	5,228	5,668	6,402	净利润	320	426	771	1,010	1,265
应收及预付	4,632	4,751	5,767	6,800	7,861	折旧摊销	284	290	309	342	383
存货	2,449	3,062	3,686	4,291	4,957	营运资金变动	-138	-370	-645	-673	-666
其他流动资产	349	654	667	680	694	其它	317	312	76	68	62
非流动资产	4,276	4,147	4,267	4,518	4,867	投资活动现金流	-248	-216	-213	-308	-365
长期股权投资	376	389	389	389	389	资本支出	-262	-452	-278	-385	-453
固定资产	2,613	2,625	2,631	2,677	2,777	投资变动	13	235	0	0	0
在建工程	476	405	506	695	928	其他	1	1	65	76	88
无形资产	258	270	283	299	314	筹资活动现金流	1,055	-44	1,878	0	55
其他长期资产	553	459	459	459	459	银行借款	1,862	3,789	146	145	205
资产总计	14,380	15,666	19,616	21,958	24,781	股权融资	1,304	42	112	0	0
流动负债	6,106	6,054	7,208	8,332	9,611	其他	-2,111	-3,876	1,620	-145	-150
短期借款	1,759	1,107	1,253	1,398	1,603	现金净增加额	1,591	390	2,176	440	734
应付及预收	3,940	4,561	5,490	6,393	7,384	期初现金余额	1,045	2,636	3,052	5,228	5,668
其他流动负债	408	386	464	541	624	期末现金余额	2,636	3,026	5,228	5,668	6,402
非流动负债	1,750	2,441	2,441	2,441	2,441						
长期借款	1,302	2,100	2,100	2,100	2,100						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	448	342	342	342	342						
负债合计	7,857	8,495	9,649	10,773	12,052						
股本	934	940	1,052	1,052	1,052						
资本公积	2,849	3,175	4,935	4,935	4,935						
留存收益	2,356	2,793	3,567	4,591	5,889						
归属母公司股东权益	6,129	6,712	9,358	10,381	11,680						
少数股东权益	394	460	609	804	1,049						
负债和股东权益	14,380	15,666	19,616	21,958	24,781						

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,985	6,698	8,133	9,593	11,089
营业成本	4,419	4,914	5,915	6,887	7,955
营业税金及附加	24	35	42	50	58
销售费用	116	69	83	98	113
管理费用	518	595	699	854	920
研发费用	203	295	464	514	566
财务费用	138	128	99	90	90
资产减值损失	-95	-109	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	53	65	76	88
营业利润	401	517	929	1,218	1,524
营业外收支	7	-3	0	0	0
利润总额	408	514	929	1,218	1,524
所得税	88	87	158	207	259
净利润	320	426	771	1,010	1,265
少数股东损益	45	82	149	195	245
归属母公司净利润	275	344	622	815	1,020
EBITDA	989	1,082	1,237	1,532	1,861
EPS (元)	0.29	0.37	0.59	0.78	0.97

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	9.9%	11.9%	21.4%	18.0%	15.6%
营业利润增长	42.3%	29.1%	79.8%	31.0%	25.2%
归母净利润增长	-17.4%	24.9%	80.9%	31.0%	25.2%
获利能力					
毛利率	26.2%	26.6%	27.3%	28.2%	28.3%
净利率	5.4%	6.4%	9.5%	10.5%	11.4%
ROE	4.5%	5.1%	6.6%	7.9%	8.7%
ROIC	5.7%	6.3%	5.8%	6.7%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	54.6%	54.2%	49.2%	49.1%	48.6%
净负债比率	120.4%	118.5%	96.8%	96.3%	94.7%
流动比率	1.65	1.90	2.13	2.09	2.07
速动比率	1.22	1.37	1.59	1.55	1.53
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.43	0.41	0.44	0.45
应收账款周转率	2.34	2.86	2.86	2.86	2.86
存货周转率	2.44	2.19	2.21	2.24	2.24
每股指标 (元)					
每股收益	0.29	0.37	0.59	0.78	0.97
每股经营现金流	0.84	0.70	0.49	0.71	0.99
每股净资产	6.56	7.14	8.90	9.87	11.11
估值比率					
P/E	34.70	68.33	60.66	46.29	36.98
P/B	1.56	3.50	4.03	3.63	3.23
EV/EBITDA	10.16	21.85	28.98	23.21	18.83

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：研究助理，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。