

中航重机 (600765)

证券研究报告
2021年09月01日

合同负债大增 857.08%，航空航发锻造龙头现净利率拐点

● 主营锻铸件业务持续增长，二季度产品交付提速

公司发布 21H1 中报，期内公司实现营业收入 44.32 亿元，同比增长 35.80%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 125.42%。其中，二季度单季实现收入 26.46 亿元，同比+36.82%，环比+48.23%，归母净利润 1.94 亿元，同比+143.84%，环比 157.13%。公司二季度产品交付显著提速，收入和净利润均获得大幅提升。分业务来看，21H1 期内锻铸件业务实现收入 33.03 亿元，同比增长 35.92%。其中，航空业务实现收入 27.99 亿元，同比增长 36.79%，占锻铸板块收入比为 84.74%；非航空业务实现收入 5.04 亿元，同比增长 31.3%，占锻铸板块收入比为 15.26%；液压环控业务实现收入 11.29 亿元，同比增长 35.47%；其中，航空业务实现收入 6.06 亿元，同比增长 49.78%，占液压环控收入比为 53.68%；非航空业务实现收入 5.23 亿元，同比增长 21.96%，占液压环控收入比为 46.32%。

● 期间费用率下降明显，净利率迎来拐点创新高

21H1 期内公司毛利率 27.55%，较上年同期略降 1.32pct，计提资产减值损失+信用减值损失共计 3.06 亿元，较上年同期持平。在期间费用方面，期内公司发生销售费用 (0.3 亿元，-40.08%)，主要系本期将履行合同约定发生的运输费计入营业成本核算；管理费用 (2.74 亿元，+25.87%)，主要系管理人员薪酬、修理费、安全生产费等费用增加所致；财务费用 (0.49 亿元，-9.5%)，主要是利息支出减少、利息收入增加所致；研发费用 (1.38 亿元，+29.34%)，主要是公司为了拓展市场，对新产品的研发投入增加所致。公司 21H1 期间费用率 11.08%，同比下降 2.06pct。受此影响，净利率达到 7.40%，较去年同期提升 2.6pct，创历史新高，盈利能力实现显著提升。公司是典型重资产行业，预计随着产品交付规模上升，规模效应将不断显现，公司盈利能力有望持续改善。

● 合同负债大增 857.08%，充裕现金流促进经营质量改善

21H1 期末公司合同负债达 6.25 亿元，较期初+857.08%，主要是收到客户大额预付款所致。受此影响，当期经营活动产生现金流 6.99 亿，较上年同期增长 1,211.85%，实现大幅提升，充裕的现金流将全面提高公司的管理经营质量，保证扩产规划和新品研制顺利进行，降低财务费用，提升盈利能力。同时，公司期末预付款项 4 亿元，较去年同期+152.95%，主要是预付采购材料款增加，表明公司正处于积极备产备货阶段，看好产品交付速度进一步提升。

● 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%，且三项指标均不低于同行业对标企业 75 分位值。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&航发锻件需求扩展，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 2022 年底-2024 年底陆续完工达产，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 年的归母净利润由 5.49/6.94/8.84 亿元上调至 6.01/8.08/10.67 亿元，对应 EPS 调整为 0.57/0.77/1.01 元/股，对应 P/E 调整为 63.05/46.86/35.50x，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高的风险；市场竞争能力下降的风险；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	8,875.85	11,353.02	14,349.59
增长率(%)	9.94	11.92	32.51	27.91	26.39
EBITDA(百万元)	1,301.53	1,538.02	1,327.58	1,626.56	2,065.36
净利润(百万元)	275.26	343.81	600.63	808.21	1,066.85
增长率(%)	(17.38)	24.91	74.70	34.56	32.00
EPS(元/股)	0.26	0.33	0.57	0.77	1.01
市盈率(P/E)	137.58	110.15	63.05	46.86	35.50
市净率(P/B)	6.18	5.64	4.07	3.78	3.45
市销率(P/S)	6.33	5.65	4.27	3.34	2.64
EV/EBITDA	7.60	15.38	27.98	22.53	18.48

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	35.88 元
目标价格	元

基本数据

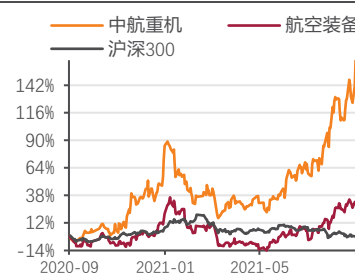
A 股总股本(百万股)	1,051.64
流通 A 股股本(百万股)	857.40
A 股总市值(百万元)	37,732.79
流通 A 股市值(百万元)	30,763.59
每股净资产(元)	8.38
资产负债率(%)	50.65
一年内最高/最低(元)	35.88/12.40

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中航重机-公司点评:航空航发锻造龙头，持续瘦身健体实现轻装上阵》 2021-06-28
- 《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	2,177.61	2,093.21	1,434.96
应收票据及应收账款	4,438.38	4,593.17	7,241.30	7,896.07	11,236.72
预付账款	193.26	158.32	308.76	293.10	463.84
存货	2,449.46	3,061.60	4,124.33	5,134.99	6,510.23
其他	349.03	653.79	560.37	517.15	590.19
流动资产合计	10,104.00	11,519.32	14,412.37	15,934.51	20,235.94
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	18,343.94	19,765.38	23,963.37
短期借款	1,758.66	1,107.00	400.00	400.00	913.33
应付票据及应付账款	3,890.77	4,560.62	6,218.26	7,670.72	9,797.12
其他	456.86	386.14	726.08	580.01	864.06
流动负债合计	6,106.30	6,053.76	7,344.34	8,650.72	11,574.51
长期借款	1,302.49	2,099.57	778.21	0.00	88.66
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	1,078.21	280.00	348.66
负债合计	7,856.65	8,494.97	8,422.56	8,930.72	11,923.17
少数股东权益	394.32	459.71	609.87	811.92	1,078.63
股本	933.60	939.68	1,051.64	1,051.64	1,051.64
资本公积	2,849.01	3,174.92	4,938.06	4,938.06	4,938.06
留存收益	5,204.81	5,968.19	8,259.88	8,971.10	9,909.93
其他	(2,858.38)	(3,371.14)	(4,938.06)	(4,938.06)	(4,938.06)
股东权益合计	6,523.36	7,171.36	9,921.38	10,834.66	12,040.20
负债和股东权益总计	14,380.02	15,666.34	18,343.94	19,765.38	23,963.37

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	320.38	426.21	600.63	808.21	1,066.85
折旧摊销	284.34	290.28	318.48	349.85	383.44
财务费用	147.87	125.61	69.75	13.60	13.36
投资损失	(15.40)	(53.31)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(608.90)	(556.60)	(1,822.51)	(311.53)	(2,551.89)
其它	655.16	426.25	150.16	202.05	266.71
经营活动现金流	783.44	658.44	(683.49)	1,062.18	(821.53)
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	1,247.76	461.76	1,046.42
股权融资	1,150.26	24.00	2,007.99	(7.15)	(6.92)
其他	(3,270.58)	(3,276.83)	(3,287.09)	(1,351.19)	(596.22)
筹资活动现金流	1,054.57	(44.26)	(31.33)	(896.58)	443.28
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	(874.82)	(84.40)	(658.25)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,984.91	6,698.16	8,875.85	11,353.02	14,349.59
营业成本	4,419.25	4,913.57	6,467.33	8,333.39	10,480.70
营业税金及附加	23.73	34.76	39.94	51.09	64.57
营业费用	116.19	68.53	44.38	79.47	100.45
管理费用	517.55	594.54	798.83	1,021.77	1,291.46
研发费用	203.49	294.92	266.28	340.59	430.49
财务费用	137.76	127.59	69.75	13.60	13.36
资产减值损失	(95.09)	(108.96)	250.00	250.00	300.00
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	939.35	1,263.12	1,668.56
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	938.49	1,262.83	1,666.96
所得税	87.59	87.37	187.70	252.57	333.39
净利润	320.38	426.21	750.79	1,010.26	1,333.57
少数股东损益	45.12	82.41	150.16	202.05	266.71
归属于母公司净利润	275.26	343.81	600.63	808.21	1,066.85
每股收益(元)	0.26	0.33	0.57	0.77	1.01

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.94%	11.92%	32.51%	27.91%	26.39%
营业利润	42.32%	29.05%	81.74%	34.47%	32.10%
归属于母公司净利润	-17.38%	24.91%	74.70%	34.56%	32.00%
获利能力					
毛利率	26.16%	26.64%	27.14%	26.60%	26.96%
净利率	4.60%	5.13%	6.77%	7.12%	7.43%
ROE	4.49%	5.12%	6.45%	8.06%	9.73%
ROIC	6.43%	8.26%	11.75%	11.89%	15.28%
偿债能力					
资产负债率	54.64%	54.22%	45.91%	45.18%	49.76%
净负债率	7.68%	2.18%	-9.37%	-15.06%	-3.23%
流动比率	1.65	1.90	1.96	1.84	1.75
速动比率	1.25	1.40	1.40	1.25	1.19
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	2.47	2.45	2.46
总资产周转率	0.45	0.45	0.52	0.60	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.33	0.57	0.77	1.01
每股经营现金流	0.74	0.63	-0.65	1.01	-0.78
每股净资产	5.83	6.38	8.85	9.53	10.42
估值比率					
市盈率	137.58	110.15	63.05	46.86	35.50
市净率	6.18	5.64	4.07	3.78	3.45
EV/EBITDA	7.60	15.38	27.98	22.53	18.48
EV/EBIT	9.71	18.93	36.81	28.71	22.69

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