

**公司点评**
**中航重机 (600765)**
**国防军工 | 航空装备**
**公司盈利能力大幅提升, 订单饱满正在积极备产**

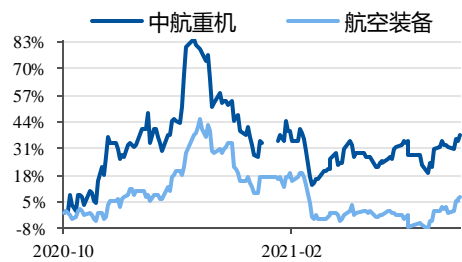
2021年10月25日

**评级 推荐**

评级变动 首次

**合理区间 48.60-56.16 元**
**交易数据**

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前价格(元)    | 37.77       |
| 52周价格区间(元) | 15.06-38.20 |
| 总市值(百万)    | 39720.39    |
| 流通市值(百万)   | 32384.08    |
| 总股本(万股)    | 105163.86   |
| 流通股(万股)    | 85740.22    |

**涨跌幅比较**


| %    | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 中航重机 | 13.08 | 48.76 | 179.53 |
| 航空装备 | -1.73 | 4.41  | 40.81  |

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@cfzq.com

**张看**

zhangkan@cfzq.com

**分析师**

0731-84779574

**研究助理**
**相关报告**

| 预测指标      | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E    | 2023E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 5984.91 | 6698.16 | 8841.58 | 11317.22 | 14033.35 |
| 净利润(百万元)  | 275.26  | 343.81  | 874.10  | 1139.16  | 1414.70  |
| 每股收益(元)   | 0.26    | 0.33    | 0.83    | 1.08     | 1.35     |
| 每股净资产(元)  | 5.83    | 6.38    | 7.11    | 8.05     | 9.22     |
| P/E       | 144.30  | 115.53  | 45.44   | 34.87    | 28.08    |
| P/B       | 6.48    | 5.92    | 5.32    | 4.69     | 4.10     |

资料来源: iFinD, 财信证券

**投资要点:**

- 事件:** 公司发布2021年三季报, 前三季度共实现营收65.22亿元, 同比增长24.36%; 实现归母净利润6.09亿元, 同比增长126.72%。分季度看, 公司第三季度实现营收20.90亿元, 同比增长5.5%; 归母净利润3.38亿元, 同比增长127.76%。
- 剥离亏损子公司, 聚焦主业带来盈利能力提升。** 公司贯彻落实“国有企业改革三年行动”方案, 剥离全资子公司力源液压苏州公司(2020年净利润-1.1亿元)。公司持续聚焦主业, 锻铸业务2020年营收占比高达74.35%, 连续5年持续提升(比2015年提升9.9pct)。分季度看, 公司Q3毛利率32.64%, 同比+9.06pct、环比+2.98pct; 公司Q3净利率19.06%, 同比+10.16pct、环比+10.58pct, 公司单季度毛利率与净利率达到近3年来最高水平。
- 公司订单饱满, 正在积极备产。** 公司前三季度合同负债7.49亿元, 比上年同期(0.46亿元)增加7.03亿元; 公司存货31.86亿元, 同比增长30.73%; 预付款项4.85亿元, 同比增长22.78%; 公司经营活动产生的现金流量净额10.35亿元, 同比增长422.73%。公司合同负债比往年同期大幅增长反映出公司下游飞机与发动机主机厂的旺盛需求, 且公司订单饱满, 正在积极备产。10月18日, 公司在贵阳召开2021年三季度经济运行分析会, 提到“统筹生产能力, 全力冲刺”, 我们预计公司全年业绩将更为亮眼。
- 股权激励加速业绩释放, 定增募投项目扩大产能。** 公司2020年6月发布股权激励计划, 以6.89元/股价格授予董事、高管、核心技术人员等115名员工777万股(占总股本0.83%)限制性股票, 有望助力公司业绩加速释放。同时公司于2018、2020年分别募集13.27亿元、19.1亿元用于锻造、液压和热交换器项目建设, 公司主营业务产能有望进一步提升。
- 盈利预测:** 预计2021~2023年公司实现归母净利润分别为8.74亿元、11.39亿元、14.14亿元, EPS分别为0.83元、1.08元、1.35元。公司是国内航空锻铸领域龙头企业, 与航空工业集团、中国航发集团旗下主机厂深度合作, 有望受益于下游军机、民机、与发动机对锻铸件需求的快速增长。给予公司2022年45~52倍PE估值, 对应价格区间为48.60~56.16元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- 风险提示:** 产能释放不及预期, 下游需求不及预期, 疫情反复。

**财务预测摘要**

| 资产负债表            | 2019A           | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           | 利润表           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 2673.87         | 3052.44         | 2099.55         | 2263.44         | 2806.67         | 营业收入          | 5984.91      | 6698.16      | 8841.58      | 11317.22     | 14033.35     |
| 应收票据及账款          | 4647.10         | 4950.53         | 6992.44         | 8950.32         | 11098.40        | 营业成本          | 4419.25      | 4913.57      | 6189.10      | 7922.05      | 9823.35      |
| 预付账款             | 193.26          | 158.32          | 240.06          | 307.27          | 381.02          | 营业税金及附加       | 23.73        | 34.76        | 43.21        | 55.31        | 68.59        |
| 其他应收款            | 37.68           | 61.53           | 58.20           | 74.49           | 92.37           | 销售费用          | 116.19       | 68.53        | 88.42        | 169.76       | 210.50       |
| 存货               | 2449.46         | 3061.60         | 3567.00         | 4565.76         | 5661.54         | 管理费用          | 517.55       | 594.54       | 725.01       | 905.38       | 1122.67      |
| 其他流动资产           | 102.64          | 234.91          | 205.38          | 262.89          | 325.98          | 研发费用          | 203.49       | 294.92       | 309.46       | 373.47       | 463.10       |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>10104.00</b> | <b>11519.32</b> | <b>13162.62</b> | <b>16424.18</b> | <b>20365.98</b> | 财务费用          | 137.76       | 127.59       | 78.05        | 56.27        | 60.47        |
| 长期股权投资           | 376.46          | 388.79          | 388.79          | 388.79          | 388.79          | 资产减值损失        | -95.09       | -108.96      | -278.60      | -356.61      | -442.19      |
| 固定资产             | 2612.81         | 2624.83         | 2481.31         | 2498.89         | 2216.74         | 信用减值损失        | -104.21      | -120.92      | -104.52      | -133.79      | -165.89      |
| 在建工程             | 475.90          | 404.60          | 587.17          | 519.74          | 202.30          | 其他经营损益        | -0.00        | 0.00         | -0.00        | -0.00        | -0.00        |
| 无形资产             | 257.88          | 270.11          | 225.09          | 180.07          | 135.05          | 投资收益          | 15.40        | 53.31        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期待摊费用           | 2.93            | 1.88            | 0.94            | 0.00            | 0.00            | 公允价值变动损益      | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他非流动资产          | 550.04          | 456.81          | 456.81          | 456.81          | 456.81          | 资产处置收益        | -0.54        | 0.12         | 1.45         | 1.45         | 1.45         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>4276.02</b>  | <b>4147.01</b>  | <b>4140.10</b>  | <b>4044.29</b>  | <b>3399.69</b>  | 其他收益          | 18.02        | 29.07        | 20.89        | 20.89        | 20.89        |
| <b>资产总计</b>      | <b>14380.02</b> | <b>15666.34</b> | <b>17302.73</b> | <b>20468.48</b> | <b>23765.68</b> | 营业利润          | 400.52       | 516.88       | 1047.54      | 1366.92      | 1698.92      |
| 短期借款             | 1758.66         | 1107.00         | 0.00            | 42.22           | 250.16          | 营业外收入         | 8.81         | 5.36         | 11.53        | 11.53        | 11.53        |
| 应付票据及账款          | 3890.77         | 4560.62         | 5552.99         | 7107.83         | 8813.71         | 营业外支出         | 1.36         | 8.65         | 5.86         | 5.86         | 5.86         |
| 其他流动负债           | 456.86          | 386.14          | 1410.26         | 2031.63         | 2238.56         | 其他非经营损益       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>6106.30</b>  | <b>6053.76</b>  | <b>6963.25</b>  | <b>9181.68</b>  | <b>11302.42</b> | 利润总额          | 407.97       | 513.59       | 1053.21      | 1372.58      | 1704.59      |
| 长期借款             | 1302.49         | 2099.57         | 2099.57         | 2099.57         | 2099.57         | 所得税           | 87.59        | 87.37        | 213.16       | 277.80       | 345.00       |
| 其他非流动负债          | 447.86          | 341.64          | 341.64          | 341.64          | 341.64          | 净利润           | 320.38       | 426.21       | 840.05       | 1094.78      | 1359.59      |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>1750.35</b>  | <b>2441.22</b>  | <b>2441.22</b>  | <b>2441.22</b>  | <b>2441.22</b>  | 少数股东损益        | 45.12        | 82.41        | -34.05       | -44.38       | -55.11       |
| <b>负债合计</b>      | <b>7856.65</b>  | <b>8494.97</b>  | <b>9404.46</b>  | <b>11622.89</b> | <b>13743.64</b> | 归母净利润         | 275.26       | 343.81       | 874.10       | 1139.16      | 1414.70      |
| 股本               | 933.60          | 939.68          | 939.68          | 939.68          | 939.68          | EBITDA        | 830.07       | 931.46       | 1638.17      | 2024.66      | 2409.66      |
| 资本公积             | 2849.01         | 3174.92         | 3174.92         | 3174.92         | 3174.92         | NOPLAT        | 423.14       | 535.27       | 896.63       | 1133.99      | 1402.15      |
| 留存收益             | 2346.43         | 2597.05         | 3358.00         | 4349.70         | 5581.27         | EPS(元)        | 0.26         | 0.33         | 0.83         | 1.08         | 1.35         |
| 归属母公司权益          | 6129.04         | 6711.66         | 7472.60         | 8464.30         | 9695.87         | <b>主要财务比率</b> | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 少数股东权益           | 394.32          | 459.71          | 425.66          | 381.28          | 326.17          | <b>成长能力</b>   |              |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6523.36</b>  | <b>7171.36</b>  | <b>7898.26</b>  | <b>8845.58</b>  | <b>10022.04</b> | 营收增长率         | 9.94%        | 11.92%       | 32.00%       | 28.00%       | 24.00%       |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>14380.02</b> | <b>15666.34</b> | <b>17302.73</b> | <b>20468.48</b> | <b>23765.68</b> | 营业利润增长率       |              |              | 102.67%      |              |              |
| <b>现金流量表</b>     | <b>2019A</b>    | <b>2020A</b>    | <b>2021E</b>    | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    | EBIT 增长率      | 17.55%       | 17.49%       | 76.43%       | 26.31%       | 23.53%       |
| 税后经营利润           | 320.38          | 426.21          | 817.72          | 1072.45         | 1337.26         | EBITDA 增长率    | 8.83%        | 12.22%       | 75.87%       | 23.59%       | 19.02%       |
| 折旧与摊销            | 284.34          | 290.28          | 506.91          | 595.81          | 644.60          | 归母净利润增长率      | -17.38%      | 24.91%       | 154.24%      | 30.32%       | 24.19%       |
| 财务费用             | 137.76          | 127.59          | 78.05           | 56.27           | 60.47           | 经营现金流增长率      | 50.88%       | -45.75%      | 34.69%       | -2.48%       | -44.29%      |
| 投资损失             | 12.30           | -28.65          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>盈利能力</b>   |              |              |              |              |              |
| 营运资金变动           | -135.49         | -377.69         | -579.70         | -921.45         | -1485.77        | 毛利率           | 26.16%       | 26.64%       | 30.00%       | 30.00%       | 30.00%       |
| 其他经营现金流          | 164.15          | 99.77           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 净利率           | 5.35%        | 6.36%        | 9.50%        | 9.67%        | 9.69%        |
| <b>经营性现金净流量</b>  | <b>783.44</b>   | <b>537.52</b>   | <b>822.98</b>   | <b>803.08</b>   | <b>556.56</b>   | 营业利润率         | 6.69%        | 7.72%        | 11.85%       | 12.08%       | 12.11%       |
| 资本支出             | 183.56          | 559.86          | 500.00          | 500.00          | 0.00            | ROE           | 4.49%        | 5.12%        | 11.70%       | 13.46%       | 14.59%       |
| 长期投资             | 0.09            | 180.33          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA           | 1.91%        | 2.19%        | 5.05%        | 5.57%        | 5.95%        |
| 其他投资现金流          | -431.83         | -956.34         | -977.67         | -977.67         | 22.33           | ROIC          | 5.46%        | 6.87%        | 10.61%       | 11.99%       | 13.01%       |
| <b>投资性现金净流量</b>  | <b>-248.18</b>  | <b>-216.15</b>  | <b>-477.67</b>  | <b>-477.67</b>  | <b>22.33</b>    | <b>估值倍数</b>   |              |              |              |              |              |
| 短期借款             | 257.50          | -651.66         | -1107.00        | 42.22           | 207.94          | P/E           | 144.30       | 115.53       | 45.44        | 34.87        | 28.08        |
| 长期借款             | -342.86         | 797.08          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/S           | 6.64         | 5.93         | 4.49         | 3.51         | 2.83         |
| 普通股增加            | 155.60          | 6.08            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/B           | 6.48         | 5.92         | 5.32         | 4.69         | 4.10         |
| 资本公积增加           | 1167.70         | 325.92          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 股息率           | 0.11%        | 0.12%        | 0.28%        | 0.37%        | 0.46%        |
| 其他筹资现金流          | -183.36         | -521.68         | -191.20         | -203.73         | -243.60         | EV/EBIT       | 67.66        | 58.07        | 33.13        | 26.46        | 21.50        |
| <b>筹资性现金净流量</b>  | <b>1054.57</b>  | <b>-44.26</b>   | <b>-1298.20</b> | <b>-161.51</b>  | <b>-35.66</b>   | EV/EBITDA     | 44.48        | 39.97        | 22.88        | 18.67        | 15.75        |
| <b>现金流量净额</b>    | <b>1591.20</b>  | <b>269.07</b>   | <b>-952.89</b>  | <b>163.90</b>   | <b>543.23</b>   | EV/NOPLAT     | 87.26        | 69.56        | 41.80        | 33.34        | 27.07        |

资料来源: iFinD, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上       |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上       |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上      |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438