

航空航发锻造龙头，持续受益于军备大换装 买入（首次）

2022年01月18日

证券分析师 苏立赞

执业证号：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证号：S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

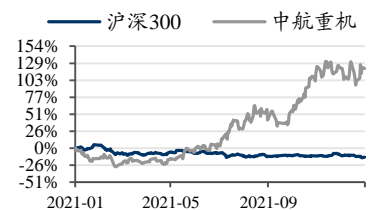
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6698	8814	11007	13514
同比（%）	11.92	31.59	24.89	22.77
归母净利润（百万元）	344	837	1174	1438
同比（%）	24.91	143.41	40.26	22.55
每股收益（元/股）	0.37	0.80	1.12	1.37
P/E（倍）	67.57	60.71	43.28	35.32

事件：2022年1月12日，航空工业集团在北京召开2022年工作会。

投资要点

- **航空工业集团定新一年业绩目标，公司将充分收益。**1月12日航空工业集团在京召开2022年工作会，将2022年考核目标定为：净利润168.3亿元，利润总额219.9亿元，EVA103.5亿元，分别同比增长8%、6%和23.7%，表明集团对于航空产业稳定高速增长充满信心，公司作为航发产业链核心供应商将充分收益。
- **航空航发锻造龙头，受益于军工行业高景气。**公司主要经营锻铸件、液压件和散热器等业务，锻件作为航空及航发整机中的关键部件，在整机中占比较高，公司凭借技术优势建立高深的行业壁垒。公司坚持强军首责，突出主业，紧跟国内航空业发展的节奏，研制的产品覆盖国内大部分飞机、发动机型号，在十四五军备大换装以及建军百年目标的背景下，我国有大量的二代机需更换为三代机，同时四代机加速放量，给公司带来广阔需求，推动公司业绩快速增长。
- **剥离低效资产，改革焕发新生。**十三五期间，公司将总部从北京搬回贵州，剥离新能源、燃机等非航空民品业务，清理亏损严重和困难企业，做实企业总部，狠抓产业协同发展，加快锻铸业务军品研发平台建设，逐步建立中航重机技术研究院等科研实体，开展国际先进的智能锻造及环轧模拟能力应用研究，努力提升中航重机在军品领域的研保能力和在行业中的卓越竞争力，为航空武器装备科研生产提供有力保障。公司强化市场和服务协同，成立营销区域协调中心，聚焦航空军品和民用航空两大市场。
- **民用业务增长迅速，有力增厚公司业绩。**公司为罗罗、ITP、GE等国际知名企业配套航空及航发锻件，未来随着航空零部件转包市场规模的不断增长，叠加上全球民航业的复苏，锻件等零部件需求不断上升，有力提升公司外贸转包业务业绩。公司是国产大飞机C919锻件核心供应商，随着飞机取证和量产节点将至，未来成长空间有望进一步打开。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司军用和民用业务发展前景，我们预计2021-2023年归母净利润分别为8.37/11.74/14.38亿元，对应EPS分别为0.80元、1.12元及1.37元，对应PE分别为61/43/35倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.31
一年最低/最高价	15.10/53.99
市净率(倍)	5.55
流通 A 股市值(百万元)	45980.25

基础数据

每股净资产(元)	8.70
资产负债率(%)	50.50
总股本(百万股)	1051.64
流通 A 股(百万股)	951.78

中航重机三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11,519	15,096	17,461	21,014	营业收入	6,698	8,814	11,007	13,514
现金	3,052	5,354	5,408	6,327	减:营业成本	4,914	5,985	7,529	9,311
应收账款	2,339	2,777	3,468	4,258	营业税金及附加	35	46	57	70
存货	3,062	3,647	4,485	5,419	营业费用	69	203	154	189
其他流动资产	3,066	3,317	4,100	5,010	管理费用	595	881	969	1,189
非流动资产	4,147	4,292	4,374	4,433	研发费用	295	617	484	595
长期股权投资	389	401	414	426	财务费用	128	176	136	105
固定资产	2,625	2,732	2,777	2,797	资产减值损失	109	0	0	0
在建工程	405	430	455	480	加:投资净收益	53	397	110	135
无形资产	270	271	271	272	其他收益	29	44	55	68
其他非流动资产	459	459	459	459	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	15,666	19,388	21,836	25,447	营业利润	517	1,346	1,843	2,257
流动负债	6,054	8,626	9,619	11,447	加:营业外净收支	-3	1	-1	0
短期借款	1,107	710	200	200	利润总额	514	1,347	1,842	2,257
应付账款	2,838	3,466	4,360	5,387	减:所得税费用	87	310	387	474
其他流动负债	2,108	4,450	5,059	5,860	少数股东损益	82	201	281	345
非流动负债	2,441	2,441	2,441	2,441	归属母公司净利润	344	837	1,174	1,438
长期借款	2,100	2,100	2,100	2,100	EBIT	594	1,323	1,697	2,018
其他非流动负债	342	342	342	342	EBITDA	884	1,626	2,003	2,328
负债合计	8,495	11,067	12,060	13,888	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	460	660	942	1,286	每股收益(元)	0.37	0.80	1.12	1.37
归属母公司股东权益	6,712	7,660	8,834	10,273	每股净资产(元)	6.38	7.28	8.40	9.77
负债和股东权益	15,666	19,388	21,836	25,447	发行在外股份(百万股)	940	1,052	1,052	1,052
					ROIC(%)	4.75	9.15	11.10	11.50
					ROE(%)	5.12	10.92	13.29	14.00
					毛利率(%)	26.64	32.09	31.60	31.10
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	5.13	9.49	10.66	10.64
经营活动现金流	658	830	1,013	1,309	资产负债率(%)	54.22	57.08	55.23	54.58
投资活动现金流	-216	-50	-279	-233	收入增长率(%)	11.92	31.59	24.89	22.77
筹资活动现金流	-44	1,523	-680	-157	净利润增长率(%)	24.91	143.41	40.26	22.55
现金净增加额	390	2,302	54	919	P/E	67.57	60.71	43.28	35.32
折旧和摊销	290	303	306	310	P/B	3.92	6.63	5.75	4.95
资本开支	-452	-435	-377	-356	EV/EBITDA	26.74	29.69	23.81	20.10
营运资本变动	-370	-305	-809	-806					

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更在不同时期本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载需征得东吴证券研究所同意并注明出处为东吴证券研究所且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>