

分析师: 刘智
登记编码: S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

军工锻件需求增长叠加剥离不良资产提质增效, 盈利能力大幅提升

——中航重机(600765)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2022-03-16)

收盘价(元)	45.99
一年内最高/最低(元)	50.60/16.48
沪深 300 指数	4,156.08
市净率(倍)	5.17
流通市值(亿元)	437.72

基础数据(2021-12-31)

每股净资产(元)	8.90
每股经营现金流(元)	1.44
毛利率(%)	28.33
净资产收益率_摊薄(%)	9.52
资产负债率(%)	50.03
总股本/流通股(万股)	105,163.86/95,177.50
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 携宁数据、中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

中航重机 3 月 14 日晚间发布 2021 年年度业绩报告: 2021 年营业收入约 87.9 亿元, 同比增加 31.23%; 归属于上市公司股东的净利润盈利约 8.91 亿元, 同比增加 159.05%; 基本每股收益盈利 0.89 元, 同比增加 140.54%。

● 业绩超预期, 军工锻件高速增长成为核心业绩增长点

2021 年营业收入约 87.9 亿元, 同比增加 31.23%; 归属于上市公司股东的净利润盈利约 8.91 亿元, 同比增加 159.05%, 扣非归母净利润 7.24 亿元, 同比增长 166.60%。2021 年业绩高速增长, 超预期。

2021 年航空航天锻件实现营业收入 66.99 亿元, 同比增长 34.49%; 散热器实现营业收入 11.43 亿元, 同比增长 35.63%; 液压产品实现营业收入 9.05 亿元, 同比增长 10.79%。

军工锻件营业收入大幅增长, 军工锻件收入占营业收入比例已达 74.9%, 占公司毛利润比例 76.48%, 是公司最核心的业务。2021 年贡献了公司毛利润增长量的 75.1%。

2021 年共销售航空锻件 69153.95 吨, 同比增长-11.49%; 销售散热器 58.67 万套, 同比增长 75.79%; 销售液压产品 83014 套, 基本持平去年。从量看, 2021 年航空锻件销量同比略有下滑, 但营业收入增长 34.49%, 表明航空锻件单价有明显上涨。

● 公司盈利能力显著增强, 经营现金流良好, 合同负债大增

2021 年度公司整体销售毛利率 28.33%, 同比提升 1.69pct; 净利率 11.00%, 同比提升 4.64pct, 扣非净利率 8.24%, 同比提升 4.19pct。净利率提升主要原因是公司毛利率有所提升, 同时通过规模效应, 各项费用率明显下滑。2021 年公司四项费用率合计 13.18%, 同比下滑 3.02pct。

2021 年公司加权 ROE 为 11.05%, 比去年提升 5.58pct, 翻倍增长。

2021 年公司经营现金净流量 15.17 亿元, 同比下增长 130.48%, 公司经营现金流情况较好。2021 年货币资金 61.3 亿, 同比增长 100.83%。公司在手现金非常充裕。

2021 年报公司合同负债 8.29 亿, 同比增长 11.69 倍, 大幅增

长。存货 32.33 亿，同比增长 5.57%。

公司近年不断处置亏损资产，陆续剥离了大量的低效、亏损资产，过去几年平均每年有 3 亿的资产减值。通过这些减法操作公司不断提质增效，减负前行。

● **十四五军工锻件需求增长快速，公司是中航工业系统核心锻件资产上市平台充分受益**

公司始终坚持强军首责，突出主业，紧跟国内航空业发展的节奏，研制的产品几乎覆盖国内所有飞机、发动机型号，同时在此基础上为国外航空企业提供配套服务。

公司在航空锻造产品的研制生产方面积累了雄厚的技术实力。在整体模锻件、特大型钛合金锻件、难变形高温合金锻件、环形锻件精密轧制、等温精锻件、理化检测等方面的技术居国内领先水平，拥有多项专利；在高技术含量的航空材料（如各种高温合金、钛合金、特种钢、铝合金和高性能复合材料）应用工艺研究方面，居行业领先水平。

2021 年公司通过定增募资 19.1 亿扩充高端、大型整体化锻件产能、特种材料等温模锻件产能，产能达产后预计大幅增强公司行业竞争力，提升企业经营效益。

十四五期间航空装备升级换代加速，无论是军机还是航空发动机的需求都有明显的提升。公司作为中航工业系统锻件国家队，是最受益的公司。

● **盈利预测与估值**

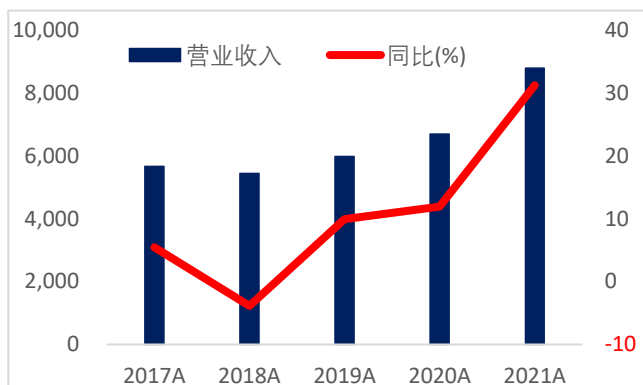
我们预测公司 2022 年-2024 年营业收入分别为 108.48 亿、137.4 亿、174.45 亿，归母净利润分别为 12.65 亿、16.71 亿、22.27 亿，对应的 PE 分别为 38.23X、28.95X、21.72X，估值较为合理，与公司未来几年业绩增速匹配，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：1：军机需求、交付进度不及预期；2：国防开支预算增速不及预期；3：原材料价格上涨；4：行业竞争加剧；5：继续剥离不良资产可能产生资产减值。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6698	8790	10848	13740	17445
增长比率（%）	11.92%	31.23%	23.41%	26.66%	26.97%
净利润（百万元）	344	891	1265	1671	2227
增长比率（%）	24.91%	159.05%	42.04%	32.07%	33.29%
每股收益（元）	0.37	0.89	1.20	1.59	2.12
市盈率（倍）	67.57	56.73	38.23	28.95	21.72

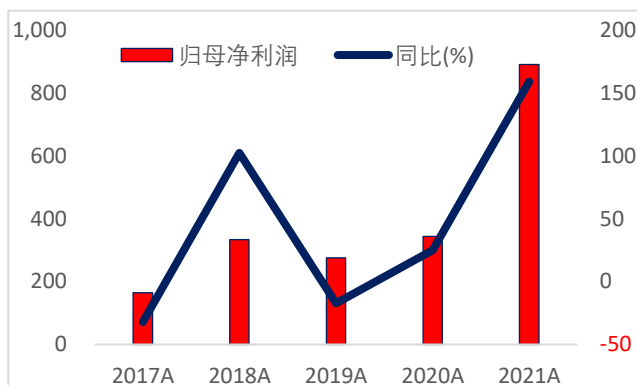
资料来源：携宁数据、中原证券

图 1：公司营业收入（百万元）



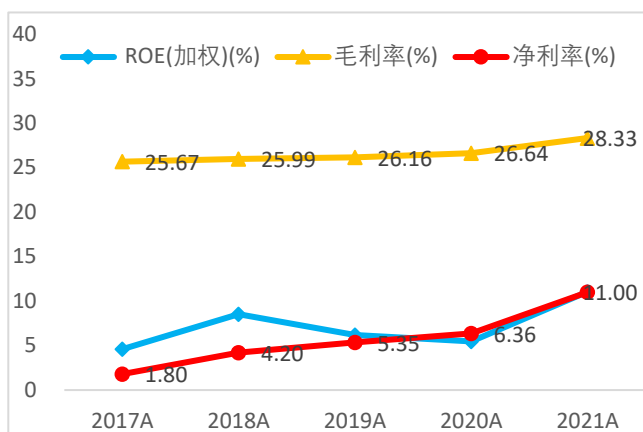
资料来源：wind、中原证券

图 2：公司归母净利润（百万元）



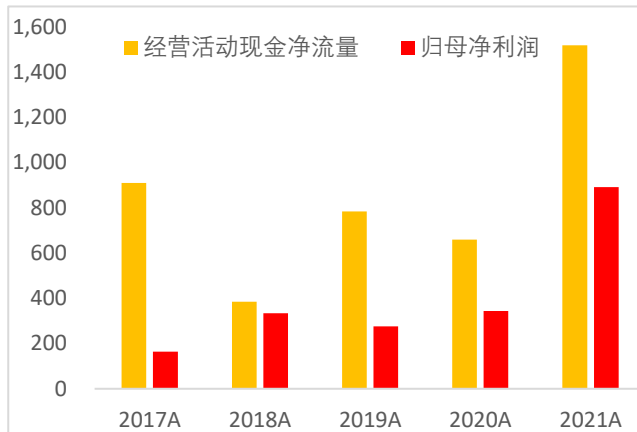
资料来源：wind、中原证券

图 3：公司盈利能力指标



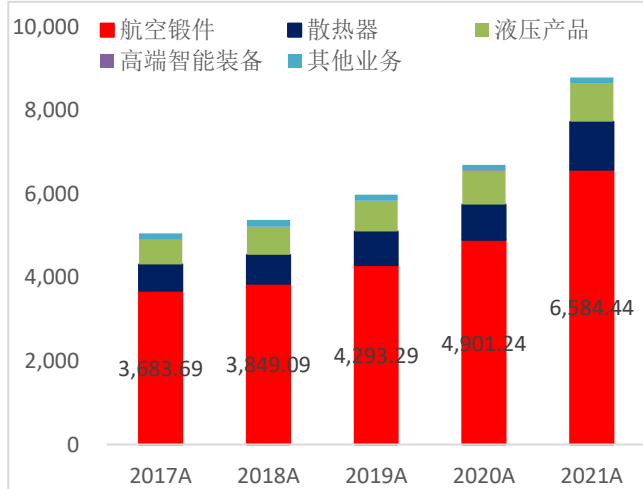
资料来源：wind、中原证券

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



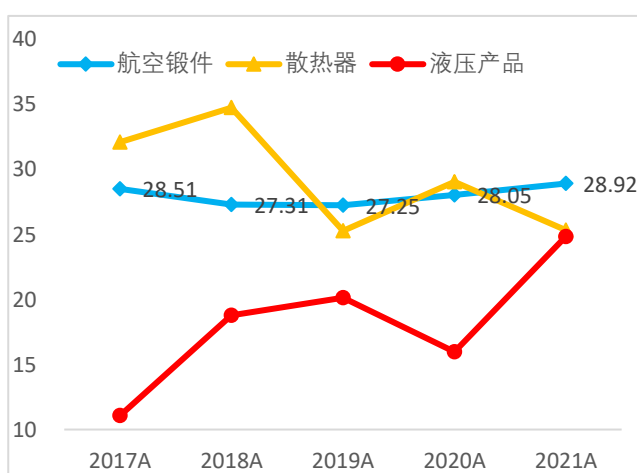
资料来源：wind、中原证券

图 5：公司营业收入构成（百万元）



资料来源：wind、中原证券

图 6：公司主要产品毛利率 (%)



资料来源：wind、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11519	15384	17230	20822	25555
现金	3052	6130	6369	7484	9195
应收票据及应收账款	4593	5380	6211	7641	9368
其他应收款	62	16	36	56	54
预付账款	158	301	350	408	557
存货	3062	3232	3835	4695	5787
其他流动资产	592	325	429	538	595
非流动资产	4147	4301	4337	4421	4546
长期投资	389	731	854	1013	1221
固定资产	2625	2397	2323	2232	2108
无形资产	270	332	354	386	425
其他非流动资产	863	841	806	790	793
资产总计	15666	19685	21568	25243	30102
流动负债	6054	7314	7824	9686	12128
短期借款	1107	535	0	0	0
应付票据及应付账款	4561	4576	5439	6919	8831
其他流动负债	386	2203	2385	2768	3296
非流动负债	2441	2535	2535	2535	2535
长期借款	2100	2104	2104	2104	2104
其他非流动负债	342	431	431	431	431
负债合计	8495	9849	10359	12221	14662
少数股东权益	460	476	584	727	917
股本	940	1052	1052	1052	1052
资本公积	3175	4871	4871	4871	4871
留存收益	2793	3447	4713	6383	8610
归属母公司股东权益	6712	9360	10625	12295	14522
负债和股东权益	15666	19685	21568	25243	30102

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	658	1518	799	1055	1542
净利润	426	967	1373	1813	2417
折旧摊销	290	306	116	59	49
财务费用	126	119	0	0	0
投资损失	-53	-151	-130	-206	-349
营运资金变动	-370	-18	-563	-615	-580
其他经营现金流	240	295	3	4	5
投资活动现金流	-216	-281	-25	60	169
资本支出	-452	-618	-29	18	35
长期投资	235	46	-126	-164	-214
其他投资现金流	1	290	130	206	349
筹资活动现金流	-44	1843	-535	0	0
短期借款	-652	-572	0	0	0
长期借款	797	5	0	0	0
普通股增加	6	112	0	0	0
资本公积增加	326	1696	0	0	0
其他筹资现金流	-522	602	-535	0	0
现金净增加额	390	3075	239	1115	1712

资料来源：携宁数据、中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6698	8790	10848	13740	17445
营业成本	4914	6300	7777	9793	12426
营业税金及附加	35	29	36	54	61
营业费用	69	73	108	137	174
管理费用	595	657	846	1072	1343
研发费用	295	346	597	756	959
财务费用	128	81	0	0	0
资产减值损失	-109	-175	-3	-4	-5
其他收益	29	30	43	55	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	53	151	130	206	349
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	517	1140	1654	2185	2912
营业外收入	5	10	0	0	0
营业外支出	9	7	0	0	0
利润总额	514	1144	1654	2185	2912
所得税	87	177	281	371	495
净利润	426	967	1373	1813	2417
少数股东损益	82	76	108	143	190
归属母公司净利润	344	891	1265	1671	2227
EBITDA	882	1391	1599	1986	2530
EPS (元)	0.37	0.89	1.20	1.59	2.12

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	11.92%	31.23%	23.41%	26.66%	26.97%
营业利润 (%)	29.05%	120.60%	45.08%	32.07%	33.29%
归属母公司净利润 (%)	24.91%	159.05%	42.04%	32.07%	33.29%
获利能力					
毛利率 (%)	26.64%	28.33%	28.31%	28.72%	28.77%
净利率 (%)	6.36%	11.00%	12.66%	13.20%	13.86%
ROE (%)	5.12%	9.52%	11.91%	13.59%	15.33%
ROIC	4.73%	7.18%	9.05%	10.37%	11.54%
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.22%	50.03%	48.03%	48.41%	48.71%
净负债比率 (%)	118.46%	100.13%	92.42%	93.85%	94.97%
流动比率	1.90	2.10	2.20	2.15	2.11
速动比率	1.37	1.62	1.67	1.62	1.58
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.45	0.50	0.54	0.58
应收账款周转率	2.86	3.34	3.58	3.65	3.80
应付账款周转率	1.73	2.75	2.77	2.81	2.77
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.89	1.20	1.59	2.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.70	1.44	0.76	1.00	1.47
每股净资产 (最新摊薄)	7.14	8.90	10.10	11.69	13.81
估值比率					
P/E	67.57	56.73	38.23	28.95	21.72
P/B	3.50	5.67	4.55	3.93	3.33
EV/EBITDA	26.82	35.88	27.76	21.79	16.43

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。