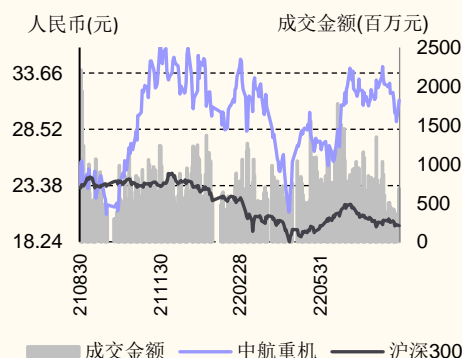


市场价格 (人民币): 31.18 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.72
已上市流通 A 股(亿股)	13.35
总市值(亿元)	459.06
年内股价最高最低(元)	35.99/20.74
沪深 300 指数	4090
上证指数	3241



相关报告

1.《航空锻造平台型龙头，产业链一体化拓展-航空锻造平台型龙头，产...》，2022.7.25

杨晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522060001
yangchen@gjzq.com.cn

航空锻造高景气延续，提质增效助力业绩高增

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,698	8,790	11,511	14,700	18,565
营业收入增长率	11.92%	31.23%	30.96%	27.70%	26.29%
归母净利润(百万元)	344	891	1,310	1,857	2,556
归母净利润增长率	24.91%	159.05%	47.14%	41.68%	37.67%
摊薄每股收益(元)	0.366	0.847	0.890	1.261	1.736
每股经营性现金流净额	0.70	1.44	0.40	0.93	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.12%	9.52%	12.54%	15.35%	17.69%
P/E	68.33	59.62	35.03	24.72	17.96
P/B	3.50	5.67	4.39	3.79	3.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 22 年中报，22H1 营收 50.77 亿元，同比+14.57%；归母净利润 5.60 亿元，同比+107.44%。22Q2 营收 30.13 亿元，同比+13.84%，环比+45.91%；归母净利润 3.52 亿元，同比+81.18%，环比+69.44%。

经营分析

- **航空锻造主业营收增长 28.06%，赛道高景气龙头核心受益。**公司 22H1 锻铸业务营收 41.56 亿元，同比+25.83%，其中航空业务营收 35.85 亿元，同比+28.06%。宏远公司航空装备市场批产型号订单大幅增长，安大公司稳定主力批产产品订货份额，积极开辟件号流水及新产品、新市场。公司作为国内航空锻造龙头，核心受益于军机、发动机和民机市场锻件持续旺盛需求。
- **规模效应带动毛利率提高，费用率压缩净利率水平显著提升。**公司 22H1 毛利率 28.74%，同比+1.19pct；净利率 12.01%，同比+4.61pct。22Q2 净利率 12.73%，同比+4.25pct，环比+1.78pct；净利率提升主要来自期间费用率下降，以及去年同期计提减值损失金额较高的影响。定增募集资金带来利息收入提高，22H1 期间费用率 8.94%，同比-2.10pct。
- **经营性净现金流改善明显，存货与应付款背离或表明生产提速。**公司 22Q2 经营性净现金流 4.91 亿元，收现比 73.28%，较 Q1 显著改善。随着订单交付，二季度末合同负债 5.33 亿元，较期初减少 35.7%。存货有所下降，但应付款项中材料款有大幅上升，或表明订单生产及交付速度快于预期。
- **顺应航空锻造高端、精密、大型化趋势，打造一体化产业平台。**公司募投项目进展顺利，景航 EP-8000T 生产线已交付投产，宏远已完成大型模锻液压机招标采购工作，补足大型锻件生产短板。参考国外先进锻铸企业形成从原材料、熔炼合金，到锻铸造、机加工和简装部装的完整产业链条，公司横纵拓展提升平台化供货能力，将进一步巩固竞争优势地位。

投资建议

- 公司作为航空锻造龙头积极推进产品升级，叠加业务延伸、规模效应及改革带来的盈利能力提升，业绩有望持续高增长。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润为 13.10 亿、18.57 亿、25.56 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 重点型号列装交付速度不及预期、产能释放不及预期、改革速度不及预期。

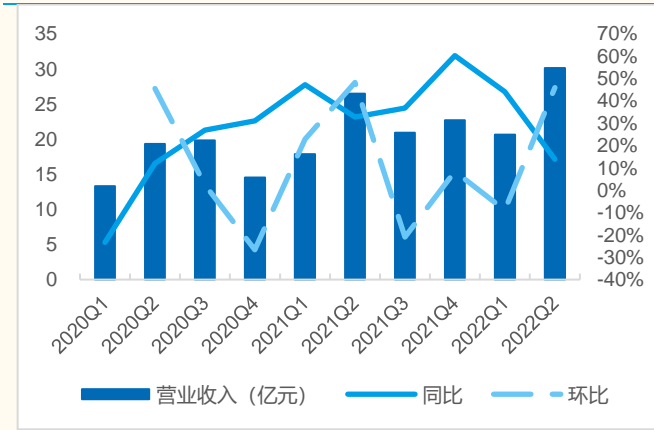
事件说明

- 公司发布 22 年中报，22H1 营收 50.77 亿元，同比+14.57%；归母净利润 5.60 亿元，同比+107.44%。22Q2 营收 30.13 亿元，同比+13.84%，环比+45.91%；归母净利润 3.52 亿元，同比+81.18%，环比+69.44%。

航空锻造高景气延续，营收及利润高速增长

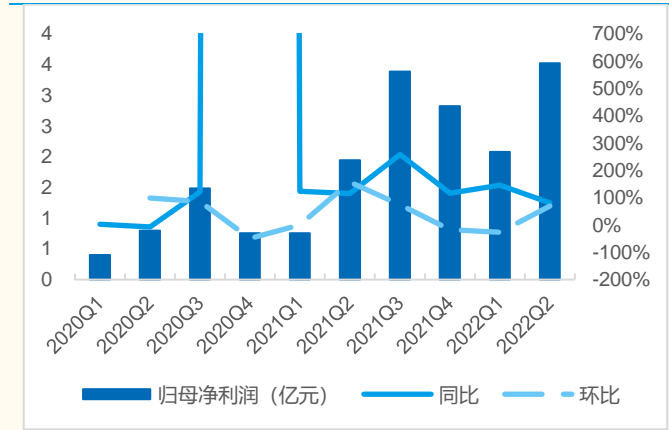
- 航空领域高景气下公司实现营收及利润高速增长。航空领域高景气，市场订单增长下公司营收快速增长。
 - 锻造业务：22H1 锻造业务营收 41.56 亿元，同比+25.83%，其中航空业务营收 35.85 亿元，同比+28.06%
 - 液压环控业务：22H1 营收 9.21 亿元，受力源液压（苏州）剥离影响同比-18.42%，其中航空业务营收 6.28 亿元，同比+3.61%。
- “十四五”期间我国空军主力战机及配套发动机进入批量生产阶段，公司作为航空锻造龙头受益于下游高景气，营收实现快速增长。

图表 1：22Q2 营收及同比、环比增速



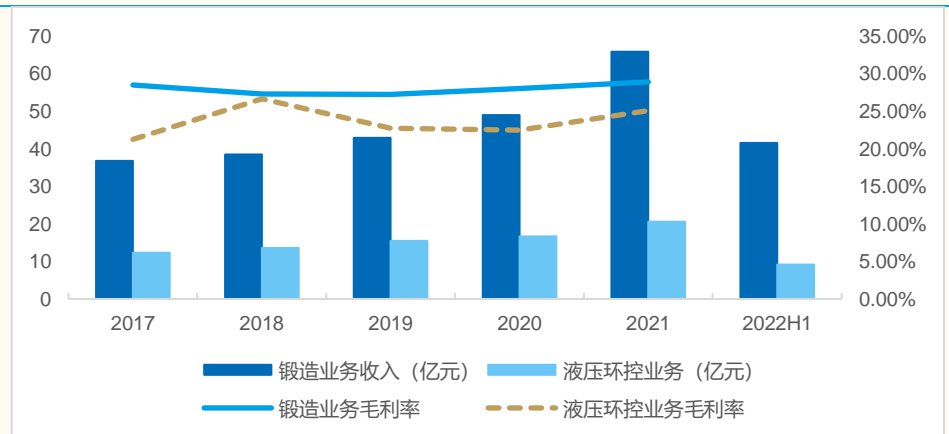
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：22Q2 归母净利润及同比、环比增速



来源：wind，国金证券研究所；注：2020Q4 同比增速为 45934.97%

图表 3：分业务营收及毛利率



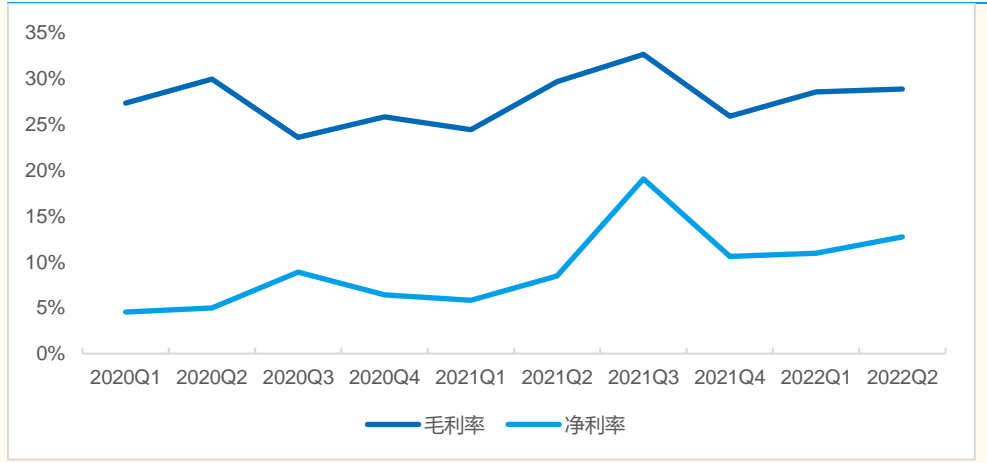
来源：wind，国金证券研究所

规模效应持续释放带动毛利率提升，费用压缩下净利率同比提高

- 规模效应作用下毛利率有所提高，费用压缩下净利率同比提升。公司 22H1 毛利率 28.74%，同比+1.19pct；22Q2 毛利率 28.86%，同比-

0.79pct，环比+0.31pct。营收高速增长下公司规模效应持续显现，盈利能力预计仍有提升空间。净利率方面，公司 22H1 净利率 11.03%，同比提升 4.94pct，22Q2 净利率 12.73%，同比提升 4.26pct，主要由于财务费用率下降。

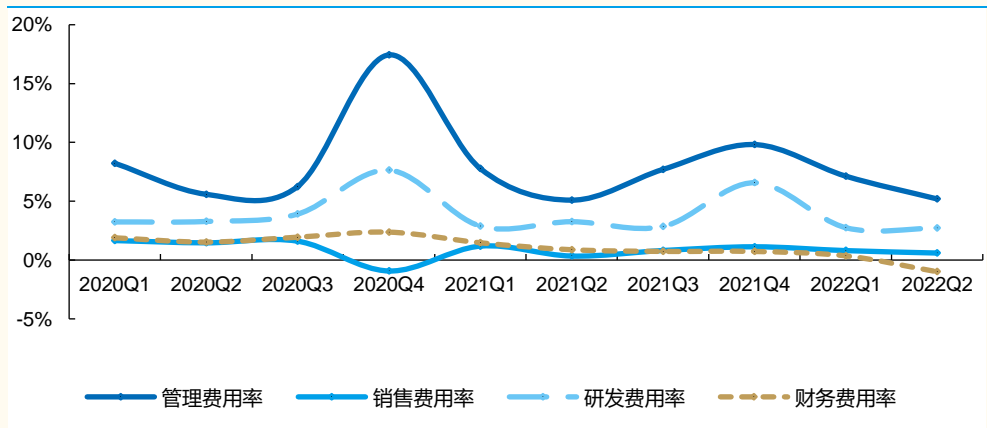
图表 4: 22Q2 毛利率及净利率



来源: wind, 国金证券研究所

- 财务费用改善带动期间费用率下降，销售规模扩大下销售服务费提升。公司 22H1 期间费用率 8.94%，同比-2.10pct；22Q2 期间费用率 7.50%，同比-2.07pct，费用率下降主要由于定增募集资金带来的财务费用率下降。其中销售费用中三包损失大幅提高，或由于公司获取订单数额较多，预计未来收入有进一步增长动力。

图表 5: 22Q2 各项费用率

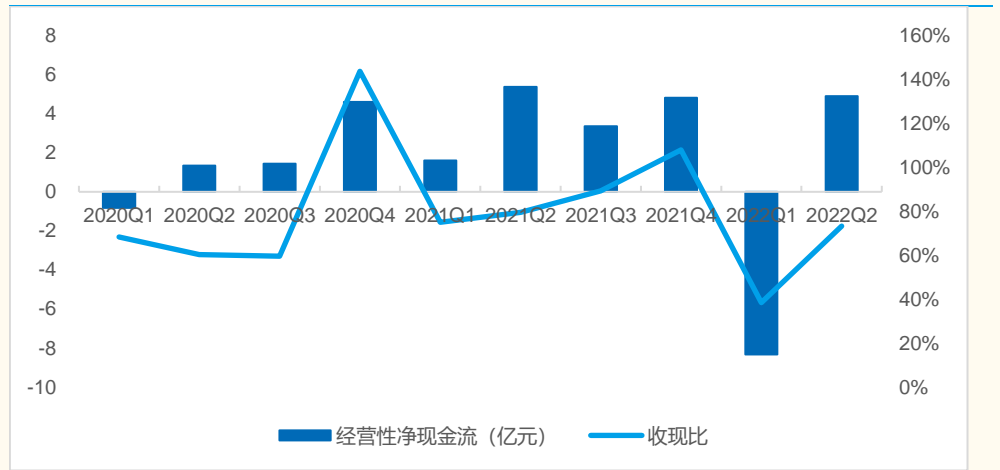


来源: wind, 国金证券研究所

大锻机完成招标采购工作，经营现金流出现好转

- Q2 经营性现金流有所好转。公司 22Q2 经营性净现金流 4.91 亿元，收现比 73.28%，较 Q1 有明显好转。22H1 经营性净现金流-3.42 亿元，收现比 43.48%，主要由于现金回款较少以及应付账款集中到期所致。

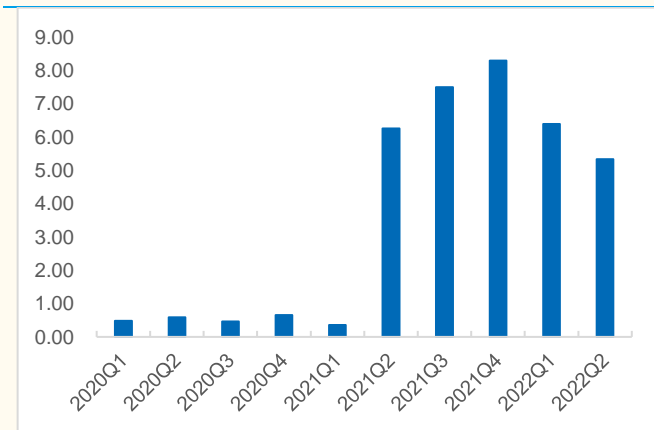
图表 6: 22Q2 经营性净现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

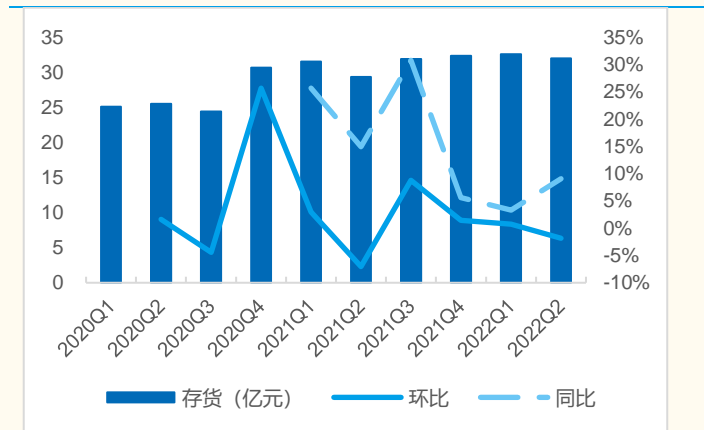
- 合同负债有所下降, 存货与应付款出现背离或表明公司生产及交付快于预期。公司 22H1 合同负债 5.33 亿元, 随订单交付而有所下降, 较期初下降 36%。公司 22H1 存货 31.95 亿元, 同比增长 9.06%, 较期初下降 1.13%, 但应付款中材料款较期初增长 26.32%, 两者出现背离或表明公司生产及交付均快于预期。

图表 7: 22Q2 合同负债



来源: wind, 国金证券研究所; 单位: 亿元

图表 8: 22Q2 存货及同比、环比增速



来源: wind, 国金证券研究所

- 募投项目进展顺利, 大锻机已完成招标采购工作。公司于 18 年和 21 年分别进行定增募投用于产线建设及升级, 目前募投项目进展顺利, 其中 21 年募投项目中大型模锻液压机的招标采购工作已完成, 预计可补足公司大锻机生产能力, 进一步强化公司平台型龙头地位。

图表 9: 公司重点在建工程项目进展情况

项目名称	项目内容	投资总额 (百万元)	投资进度 (%)	项目进度描述
西安新区先进锻造产业基地建设项目	项目主要是围绕等温锻造、精密锻造两大生产线和数值仿真模拟中心建设, 配套热处理、大型模具制造等相关生产线及辅助、配套设施	751.54	51.86	完成 201、206、208、209、210 号厂房建设; 202 号检测试验厂房、208a 精锻厂房完成主体建设工程, 启动了 206a、211 厂房施工; 完成了 118 台工艺设备采购。
民用航空环形锻件生产线建设项目	新建建筑面积 24320 m ² , 新增工艺设备 28 台 (套)。	400.00	95.34	完成厂房主体工程以及室内外工程的建设, 具备试生产条件; 完成批复的工艺设备采购及安装、

项目名称	项目内容	投资总额 (百万元)	投资进度 (%)	项目进度描述
国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目	新增各类工艺设备 87 台(套)。新建 110、110a 号厂房。新增建筑面积分别为 6900 m ² 和 1100 m ² , 共 8000 平方米。	100.00	100.06	调试, 其中: 主设备数控碾环机已完成热试、处于试生产阶段 完成 110、110a 号厂房建设并交付使用; 完成工艺设备 79 台的采购, 其中: 完成了 62 台工艺设备安装调试并投入使用。
军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目	新增工艺设备共 69 台(套)、厂房适应性改进。	50.00	100.00	完成工艺设备 59 (套) 采购、安装调试并投入使用。
航空精密模锻产业转型升级项目	项目新增模锻液压机、高温电炉、天然气加热炉、3t 曲臂机械手、桥式龙门加工中心等工艺设备 36 台(套)。新建 203 号厂房, 用于飞机框、梁、起落架等整体化模锻件的锻造成形、热处理及配套模具的粗加工。	805.00	19.27	完成了主设备大型模锻液压机的招投标采购工作; 203 号厂房已开工建设

来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 公司作为航空锻造龙头积极推进产品升级, 叠加业务延伸、规模效应及改革带来的盈利能力提升, 业绩有望持续高增长。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润为 13.10 亿、18.57 亿、25.56 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 下游主机型号列装交付速度不及预期: 飞机和航空发动机的研制生产节奏存在不确定性, 若航空整机装备研制生产出现拖延, 可能导致列装交付速度不及预期, 对公司产生不利影响。
- 公司产能释放速度不及预期: 大型锻造设备及等温锻造设备是公司未来发展的重要助力, 若设备产能释放速度不及预期, 会对公司产生不利影响。
- 内部改革速度不及预期: 公司作为大型老牌国企, 推行改革存在难度, 影响成本费用改善力度, 若改革不及预期则对公司会产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,985	6,698	8,790	11,511	14,700	18,565	货币资金	2,674	3,052	6,130	6,664	7,348	8,659
增长率		11.9%	31.2%	31.0%	27.7%	26.3%	应收款项	4,685	5,012	5,595	6,329	7,536	8,865
主营业务成本	-4,419	-4,914	-6,300	-8,039	-10,186	-12,730	存货	2,449	3,062	3,232	3,520	4,108	4,865
%销售收入	73.8%	73.4%	71.7%	69.8%	69.3%	68.6%	其他流动资产	296	393	426	391	470	562
毛利	1,566	1,785	2,490	3,472	4,513	5,834	流动资产	10,104	11,519	15,384	16,903	19,462	22,951
%销售收入	26.2%	26.6%	28.3%	30.2%	30.7%	31.4%	%总资产	70.3%	73.5%	78.2%	79.1%	80.3%	82.7%
营业税金及附加	-24	-35	-29	-45	-55	-71	长期投资	702	609	760	760	760	760
%销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	3,089	3,029	2,705	3,005	3,287	3,264
销售费用	-116	-69	-73	-92	-110	-130	%总资产	21.5%	19.3%	13.7%	14.1%	13.6%	11.8%
%销售收入	1.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	无形资产	262	273	377	419	460	500
管理费用	-518	-595	-657	-806	-955	-1,114	非流动资产	4,276	4,147	4,301	4,463	4,780	4,792
%销售收入	8.6%	8.9%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	%总资产	29.7%	26.5%	21.8%	20.9%	19.7%	17.3%
研发费用	-203	-295	-346	-518	-632	-724	资产总计	14,380	15,666	19,685	21,366	24,242	27,743
%销售收入	3.4%	4.4%	3.9%	4.5%	4.3%	3.9%	短期借款	1,872	1,109	746	1,468	1,706	1,884
息税前利润 (EBIT)	705	792	1,384	2,010	2,760	3,796	应付款项	4,068	4,713	4,731	5,495	6,199	7,013
%销售收入	11.8%	11.8%	15.7%	17.5%	18.8%	20.4%	其他流动负债	165	232	1,837	866	980	890
财务费用	-138	-128	-81	-154	-317	-390	流动负债	6,106	6,054	7,314	7,829	8,885	9,786
%销售收入	2.3%	1.9%	0.9%	1.3%	2.2%	2.1%	长期贷款	1,302	2,100	2,104	2,104	2,104	2,104
资产减值损失	-199	-230	-345	-310	-201	-253	其他长期负债	448	342	431	369	355	341
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	7,857	8,495	9,849	10,303	11,344	12,232
投资收益	15	53	155	121	132	128	普通股股东权益	6,129	6,712	9,360	10,454	12,099	14,451
%税前利润	3.8%	10.4%	13.5%	7.1%	5.5%	3.9%	其中：股本	934	940	1,052	1,472	1,472	1,472
营业利润	401	517	1,140	1,698	2,405	3,312	未分配利润	2,229	2,651	3,288	4,407	6,053	8,405
营业利润率	6.7%	7.7%	13.0%	14.7%	16.4%	17.8%	少数股东权益	394	460	476	610	799	1,060
营业外收支	7	-3	3	1	2	2	负债股东权益合计	14,380	15,666	19,685	21,366	24,242	27,743
税前利润	408	514	1,144	1,699	2,407	3,314	比率分析						
利润率	6.8%	7.7%	13.0%	14.8%	16.4%	17.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-88	-87	-177	-255	-361	-497	每股指标						
所得税率	21.5%	17.0%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.295	0.366	0.847	0.890	1.261	1.736
净利润	320	426	967	1,444	2,046	2,817	每股净资产	6.565	7.142	8.900	7.100	8.218	9.815
少数股东损益	45	82	76	134	189	261	每股经营现金净流	0.839	0.701	1.443	0.398	0.929	1.250
归属于母公司的净利润	275	344	891	1,310	1,857	2,556	每股股利	0.045	0.050	0.170	0.130	0.143	0.139
净利率	4.6%	5.1%	10.1%	11.4%	12.6%	13.8%	回报率						
							净资产收益率	4.49%	5.12%	9.52%	12.54%	15.35%	17.69%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.91%	2.19%	4.52%	6.13%	7.66%	9.21%
							投入资本收益率	5.69%	6.30%	9.20%	11.65%	14.02%	16.52%
净利润	320	426	967	1,444	2,046	2,817	增长率						
少数股东损益	45	82	76	134	189	261	主营业务收入增长率	9.94%	11.92%	31.23%	30.96%	27.70%	26.29%
非现金支出	484	520	651	551	461	595	EBIT 增长率	38.22%	12.37%	74.83%	45.22%	37.30%	37.51%
非经营收益	118	82	-82	94	119	136	净利润增长率	-17.38%	24.91%	159.05%	47.14%	41.68%	37.67%
营运资金变动	-138	-370	-18	-1,503	-1,258	-1,707	总资产增长率	19.14%	8.95%	25.65%	8.54%	13.46%	14.44%
经营活动现金净流	783	658	1,518	586	1,368	1,840	资产管理能力						
资本开支	-262	-452	-618	-401	-575	-350	应收账款周转天数	174.3	133.3	103.3	90.0	85.0	80.0
投资	13	235	46	0	0	0	存货周转天数	192.9	204.7	182.3	170.0	160.0	155.0
其他	1	1	290	121	132	128	应付账款周转天数	207.8	200.7	148.6	130.0	110.0	100.0
投资活动现金净流	-248	-216	-281	-280	-443	-222	固定资产周转天数	159.3	143.0	99.5	75.2	57.8	56.6
股权募资	1,304	42	2,192	6	0	0	偿债能力						
债权募资	-69	258	-324	685	240	177	净负债/股东权益	7.68%	2.18%	-33.35%	-27.95%	-27.43%	-30.12%
其他	-181	-344	-25	-440	-465	-471	EBIT 利息保障倍数	5.1	6.2	17.0	13.0	8.7	9.7
筹资活动现金净流	1,055	-44	1,843	251	-224	-294	资产负债率	54.64%	54.22%	50.03%	48.22%	46.79%	44.09%
现金净流量	1,591	390	3,075	558	701	1,324							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	12	22	64
增持	0	3	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.75	1.37	1.27	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-25	买入	31.53	40.00 ~ 50.00

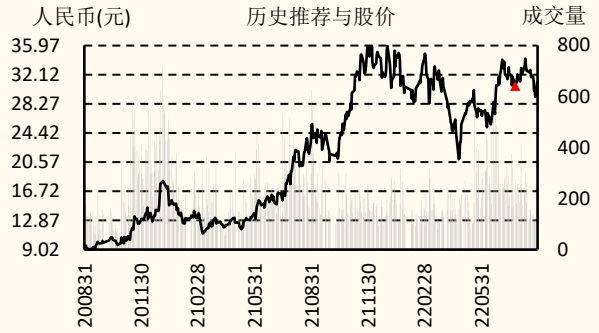
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402