

军工组

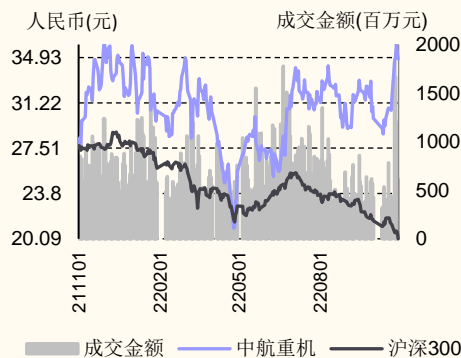
中航重机 (600765.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 34.80 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) | 512.36 |
| 年内股价最高最低(元) | 36.00/20.95 |
| 沪深 300 指数 | 3541 |
| 上证指数 | 2916 |



相关报告

- 1.《前三季度业绩延续高增,保交付推进产能释放-中航重机-三季报业...》, 2022.10.17
- 2.《航空锻造景气延续,提质增效助力业绩高增-中航重机中报点评》, 2022.8.24
- 3.《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

单季净利润再创新高,扩产加速助力长期发展

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 | 39.10 | 27.60 | 20.04 |
| P/B | 3.50 | 5.67 | 4.90 | 4.23 | 3.55 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2022 年三季报,前三季度实现营收 77.18 亿,同比+18.3%;归母净利润 9.16 亿,同比+50.5%。22Q3 实现营收 26.41 亿元,同比+26.3%、环比-12.3%;归母净利润 3.55 亿,同比+5.0%、环比+0.9%。

点评

- **同比增长延续,高基数下收入环比小幅下降。**公司为国内航空锻造龙头,受益军机和发动机批产旺盛需求,22Q3 收入及利润同比维持增长。Q2 高基数下,Q3 相对淡季,收入环比略有下降,利润环比仍小幅增长。各子公司开展大干四季度活动,全力保障生产交付,Q4 业绩有望加速。
- **产品结构优化,毛利率处于上行趋势。**公司前三季度毛利率 29.3%、同比+0.1pct;22Q3 毛利率 30.4%、环比+1.5pct,同比-2.3pct 系去年季度间波动较大、Q3 高毛利率基数导致。随着公司产品结构优化、高附加值产品比重增加,以及原材料端价格趋稳、供应改善,未来毛利率仍有提升空间。
- **费用压降成效显著,净利率水平不断攀升。**公司推进改革、费用压降效果显著,22Q3 期间费用率 8.5%、同比-3.6pct,其中管理费用率同比-2.5pct。前三季度净利率 11.9%、同比+2.5pct;22Q3 净利率 13.5%、环比+1.8pct,考虑到应收账款规模扩大下信用减值计提增加,公司实际经营情况更优。
- **募投推进有序,扩产加速助力长期发展。**公司积极扩产、募投项目推进顺利,三季度末在建工程余额 7.17 亿、较二季度末增长 24.9%,资本性支出连续两个季度超过 2 亿元。未来产能扩充到位,市场份额有望进一步提升。
- **内生外延打造平台型龙头,巩固竞争优势地位。**公司作为中航工业旗下锻造业务专业化平台,横向参股安吉精铸、加强精密铸造能力,上游延伸参股中航上大、加强对高温合金等关键原材料控制能力,下游推进航空锻件精密加工能力、为主机厂提供一体化解决方案,长期发展空间大。

盈利预测及估值

- 公司作为航空锻造龙头,积极推进业务延伸与产品升级,叠加规模效应及改革,业绩有望持续高增长。预计公司 2022 -2024 年归母净利润为 13.10 亿、18.57 亿、25.56 亿元,对应 PE 为 39/28/20 倍,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。

杨晨

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

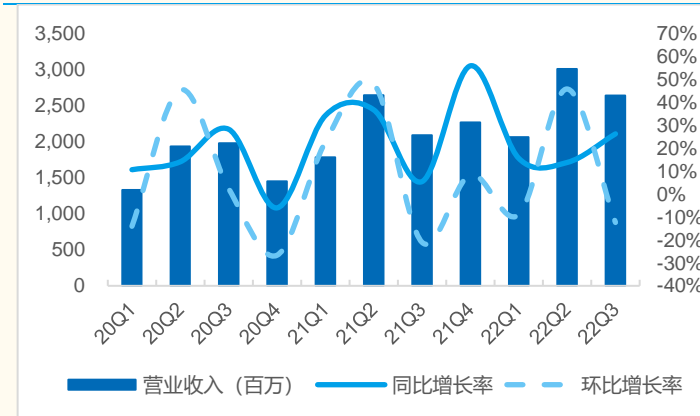
事件说明

- 公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 77.18 亿，同比+18.3%；归母净利润 9.16 亿，同比+50.5%。22Q3 实现营收 26.41 亿元，同比+26.3%、环比-12.3%；归母净利润 3.55 亿，同比+5.0%、环比+0.9%。

航空锻造下游高景气持续，公司业绩创新高

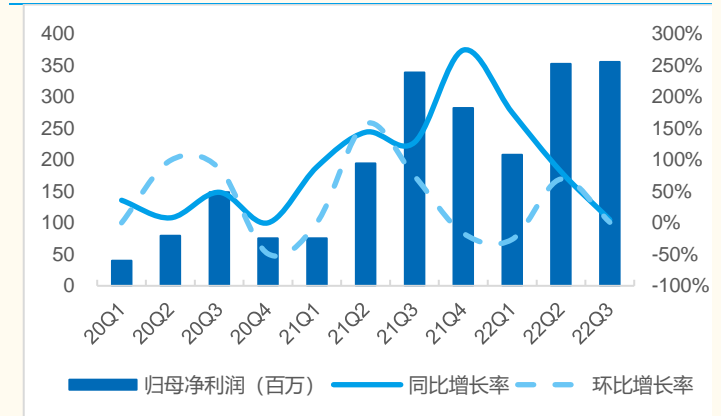
- 同比增长延续，高基数下收入环比小幅下降。航空锻造高景气持续，公司作为国内航空锻造龙头，受益军机和发动机批产旺盛需求，22Q3 收入及利润同比维持增长。Q3 为相对淡季、收入环比略有下降，利润端在 Q2 高基数下、环比仍小幅增长。各子公司开展大干四季度活动、全力保障生产交付，Q4 业绩有望加速。

图表 1：单季度营收及同、环比增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：单季度归母净利润及同、环比增速

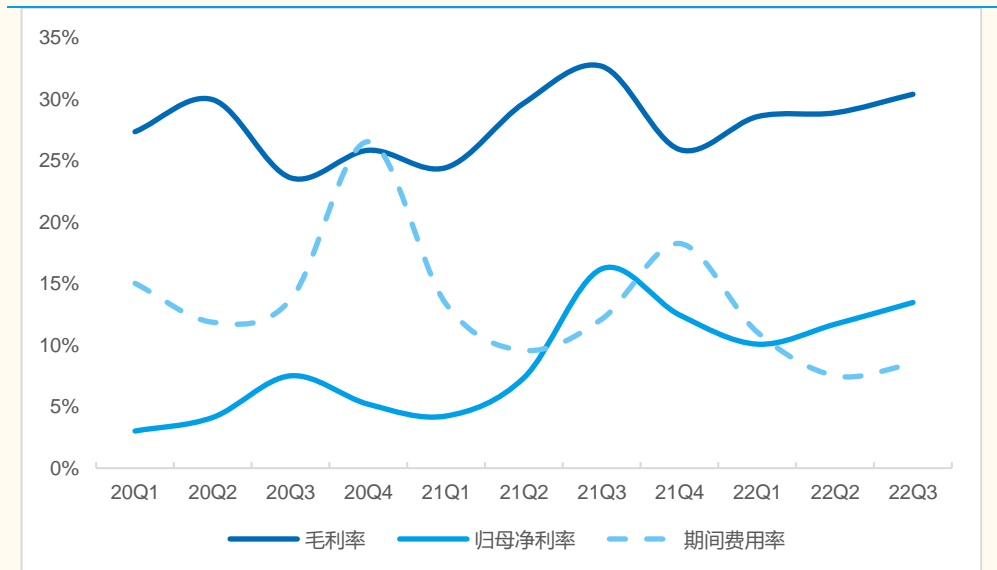


来源：wind，国金证券研究所

产品结构优化毛利率上行，费用率压降净利率提升

- 产品结构优化，毛利率处于上行趋势。公司前三季度毛利率 29.3%、同比+0.1pct；22Q3 毛利率 30.4%、环比+1.5pct，同比-2.3pct 系去年季度间波动较大、Q3 高毛利率基数导致。随着公司产品结构优化、高附加值产品比重增加，以及原材料端价格趋稳、供应改善，未来毛利率仍有提升空间。

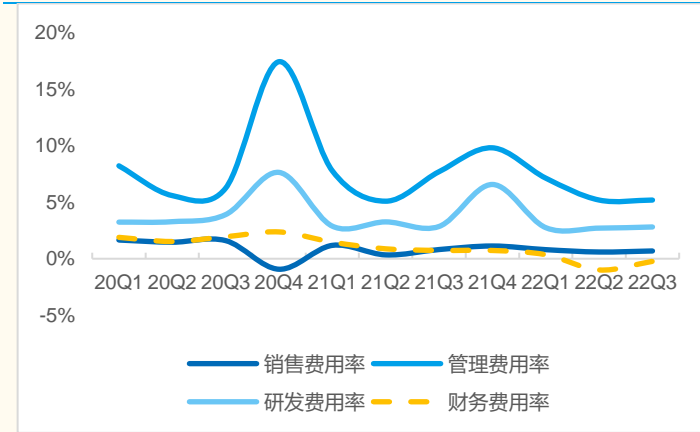
图表 3：单季度毛利率、净利率和期间费用率变化



来源：wind，国金证券研究所

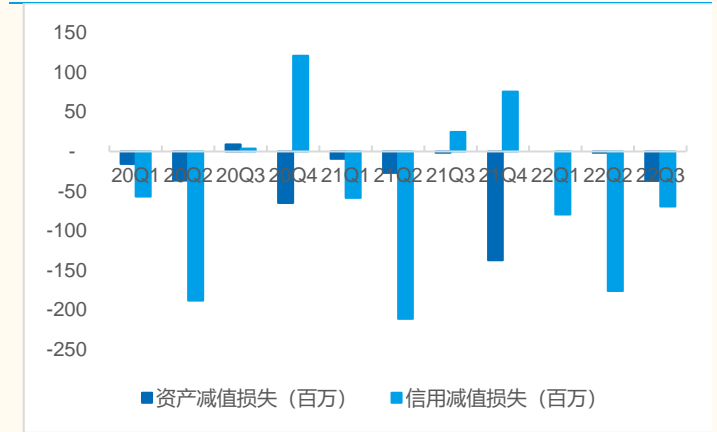
- 费用压降成效显著，净利率水平不断攀升。公司推进改革、费用压降效果显著，22Q3 期间费用率 8.5%、同比-3.6pct，其中管理费用率同比-2.5pct。前三季度净利率 11.9%、同比+2.5pct；22Q3 净利率 13.5%、环比+1.8pct，考虑到应收账款规模扩大下信用减值计提增加，公司实际经营情况更优。

图表 4：单季度期间费用率各项变化



来源：wind，国金证券研究所；

图表 5：单季度资产减值及信用减值

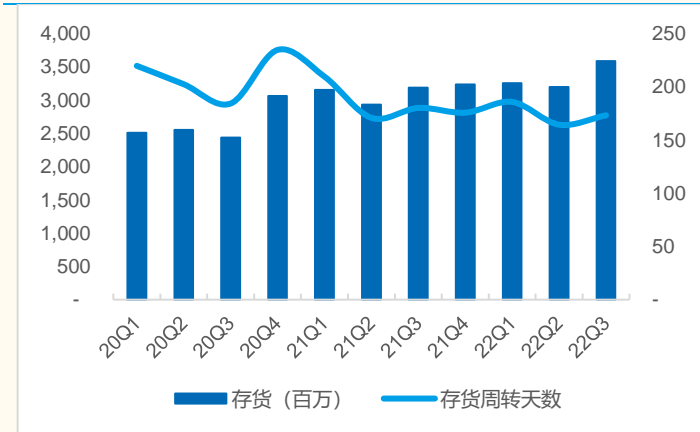


来源：wind，国金证券研究所

存货与合同负债金额提升，扩产加速助力长期发展

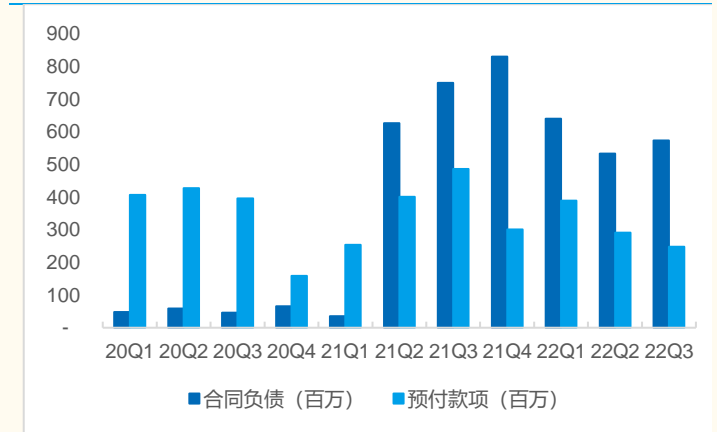
- 积极排产备货充分，存货高位仍有小幅提升。公司三季度末存货金额 35.9 亿元、较二季度末增长 12.3%，或为四季度及明年年初生产充分备货、后续交付节奏有望再提速。三季度末合同负债金额 5.73 亿元，随着订单交付结转顺利、较年初下降 30.9%，同时下游景气持续，合同负债仍处于较高水平、并较 Q2 小幅提升 0.4 亿元。

图表 6：存货金额变化



来源：wind，国金证券研究所；

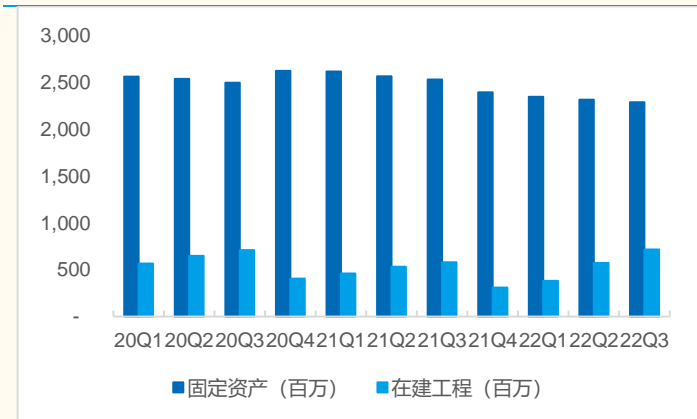
图表 7：合同负债与预付款项金额变化



来源：wind，国金证券研究所

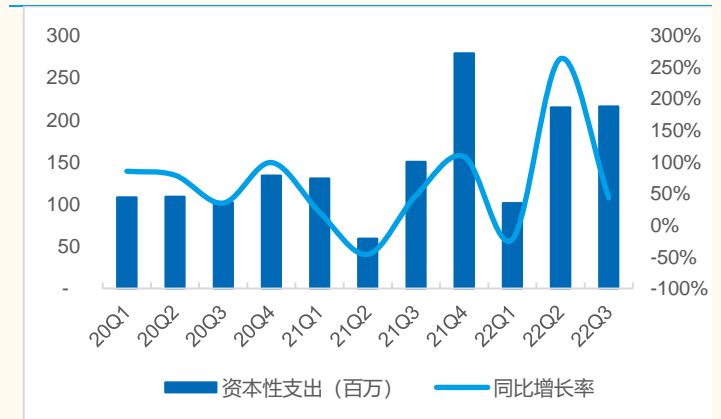
- 产能扩张加速，核心设备产能释放助力长期发展。公司积极扩产，三季度末在建工程余额 7.17 亿，较年初增长 132.4%、较二季度末增长 24.9%。资本性支出连续两个季度超过 2 亿元，前三季度资本开支 5.3 亿元、同比增长 56.6%。宏远公司围绕核心设备持续推进技改项目，万吨锻造设备产能充分释放；募投项目推进顺利，主设备大型模锻液压机完成招标。未来产能扩充到位，公司市场份额有望进一步提升。

图表 6: 固定资产与在建工程金额变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 资本性支出及同比增速



来源: wind, 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, 积极推进业务延伸与产品升级, 叠加规模效应及改革, 业绩有望持续高增长。预计公司 2022 -2024 年归母净利润为 13.10 亿、18.57 亿、25.56 亿元, 对应 PE 为 39/28/20 倍, 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)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 5,985 | 6,698 | 8,790 | 11,511 | 14,700 | 18,565 |
| 增长率 | | 11.9% | 31.2% | 31.0% | 27.7% | 26.3% |
| 主营业务成本 | -4,419 | -4,914 | -6,300 | -8,039 | -10,186 | -12,730 |
| %销售收入 | 73.8% | 73.4% | 71.7% | 69.8% | 69.3% | 68.6% |
| 毛利 | 1,566 | 1,785 | 2,490 | 3,472 | 4,513 | 5,834 |
| %销售收入 | 26.2% | 26.6% | 28.3% | 30.2% | 30.7% | 31.4% |
| 营业税金及附加 | -24 | -35 | -29 | -45 | -55 | -71 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.5% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 销售费用 | -116 | -69 | -73 | -92 | -110 | -130 |
| %销售收入 | 1.9% | 1.0% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.7% |
| 管理费用 | -518 | -595 | -657 | -806 | -955 | -1,114 |
| %销售收入 | 8.6% | 8.9% | 7.5% | 7.0% | 6.5% | 6.0% |
| 研发费用 | -203 | -295 | -346 | -518 | -632 | -724 |
| %销售收入 | 3.4% | 4.4% | 3.9% | 4.5% | 4.3% | 3.9% |
| 息税前利润 (EBIT) | 705 | 792 | 1,384 | 2,010 | 2,760 | 3,796 |
| %销售收入 | 11.8% | 11.8% | 15.7% | 17.5% | 18.8% | 20.4% |
| 财务费用 | -138 | -128 | -81 | -154 | -317 | -390 |
| %销售收入 | 2.3% | 1.9% | 0.9% | 1.3% | 2.2% | 2.1% |
| 资产减值损失 | -199 | -230 | -345 | -310 | -201 | -253 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 15 | 53 | 155 | 121 | 132 | 128 |
| %税前利润 | 3.8% | 10.4% | 13.5% | 7.1% | 5.5% | 3.9% |
| 营业利润 | 401 | 517 | 1,140 | 1,698 | 2,405 | 3,312 |
| 营业利润率 | 6.7% | 7.7% | 13.0% | 14.7% | 16.4% | 17.8% |
| 营业外收支 | 7 | -3 | 3 | 1 | 2 | 2 |
| 税前利润 | 408 | 514 | 1,144 | 1,699 | 2,407 | 3,314 |
| 利润率 | 6.8% | 7.7% | 13.0% | 14.8% | 16.4% | 17.9% |
| 所得税 | -88 | -87 | -177 | -255 | -361 | -497 |
| 所得税率 | 21.5% | 17.0% | 15.5% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 320 | 426 | 967 | 1,444 | 2,046 | 2,817 |
| 少数股东损益 | 45 | 82 | 76 | 134 | 189 | 261 |
| 归属于母公司的净利润 | 275 | 344 | 891 | 1,310 | 1,857 | 2,556 |
| 净利率 | 4.6% | 5.1% | 10.1% | 11.4% | 12.6% | 13.8% |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,674 | 3,052 | 6,130 | 6,664 | 7,348 | 8,659 |
| 应收款项 | 4,685 | 5,012 | 5,595 | 6,329 | 7,536 | 8,865 |
| 存货 | 2,449 | 3,062 | 3,232 | 3,520 | 4,108 | 4,865 |
| 其他流动资产 | 296 | 393 | 426 | 391 | 470 | 562 |
| 流动资产 | 10,104 | 11,519 | 15,384 | 16,903 | 19,462 | 22,951 |
| %总资产 | 70.3% | 73.5% | 78.2% | 79.1% | 80.3% | 82.7% |
| 长期投资 | 702 | 609 | 760 | 760 | 760 | 760 |
| 固定资产 | 3,089 | 3,029 | 2,705 | 3,005 | 3,287 | 3,264 |
| %总资产 | 21.5% | 19.3% | 13.7% | 14.1% | 13.6% | 11.8% |
| 无形资产 | 262 | 273 | 377 | 419 | 460 | 500 |
| 非流动资产 | 4,276 | 4,147 | 4,301 | 4,463 | 4,780 | 4,792 |
| %总资产 | 29.7% | 26.5% | 21.8% | 20.9% | 19.7% | 17.3% |
| 资产总计 | 14,380 | 15,666 | 19,685 | 21,366 | 24,242 | 27,743 |
| 短期借款 | 1,872 | 1,109 | 746 | 1,468 | 1,706 | 1,884 |
| 应付款项 | 4,068 | 4,713 | 4,731 | 5,495 | 6,199 | 7,013 |
| 其他流动负债 | 165 | 232 | 1,837 | 866 | 980 | 890 |
| 长期贷款 | 6,106 | 6,054 | 7,314 | 7,829 | 8,885 | 9,786 |
| 其他长期负债 | 448 | 342 | 431 | 369 | 355 | 341 |
| 负债 | 7,857 | 8,495 | 9,849 | 10,303 | 11,344 | 12,232 |
| 普通股股东权益 | 6,129 | 6,712 | 9,360 | 10,454 | 12,099 | 14,451 |
| 其中：股本 | 934 | 940 | 1,052 | 1,472 | 1,472 | 1,472 |
| 未分配利润 | 2,229 | 2,651 | 3,288 | 4,407 | 6,053 | 8,405 |
| 少数股东权益 | 394 | 460 | 476 | 610 | 799 | 1,060 |
| 负债股东权益合计 | 14,380 | 15,666 | 19,685 | 21,366 | 24,242 | 27,743 |

比率分析

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.295 | 0.366 | 0.847 | 0.890 | 1.261 | 1.736 |
| 每股净资产 | 6.565 | 7.142 | 8.900 | 7.100 | 8.218 | 9.815 |
| 每股经营现金净流 | 0.839 | 0.701 | 1.443 | 0.398 | 0.929 | 1.250 |
| 每股股利 | 0.045 | 0.050 | 0.170 | 0.130 | 0.143 | 0.139 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 4.49% | 5.12% | 9.52% | 12.54% | 15.35% | 17.69% |
| 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% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 9.94% | 11.92% | 31.23% | 30.96% | 27.70% | 26.29% |
| EBIT 增长率 | 38.22% | 12.37% | 74.83% | 45.22% | 37.30% | 37.51% |
| 净利润增长率 | -17.38% | 24.91% | 159.05% | 47.14% | 41.68% | 37.67% |
| 总资产增长率 | 19.14% | 8.95% | 25.65% | 8.54% | 13.46% | 14.44% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 174.3 | 133.3 | 103.3 | 90.0 | 85.0 | 80.0 |
| 存货周转天数 | 192.9 | 204.7 | 182.3 | 170.0 | 160.0 | 155.0 |
| 应付账款周转天数 | 207.8 | 200.7 | 148.6 | 130.0 | 110.0 | 100.0 |
| 固定资产周转天数 | 159.3 | 143.0 | 99.5 | 75.2 | 57.8 | 56.6 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 7.68% | 2.18% | -33.35% | -27.95% | -27.43% | -30.12% |
| EBIT 利息保障倍数 | 5.1 | 6.2 | 17.0 | 13.0 | 8.7 | 9.7 |
| 资产负债率 | 54.64% | 54.22% | 50.03% | 48.22% | 46.79% | 44.09% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 320 | 426 | 967 | 1,444 | 2,046 | 2,817 |
| 少数股东损益 | 45 | 82 | 76 | 134 | 189 | 261 |
| 非现金支出 | 484 | 520 | 651 | 551 | 461 | 595 |
| 非经营收益 | 118 | 82 | -82 | 94 | 119 | 136 |
| 营运资金变动 | -138 | -370 | -18 | -1,503 | -1,258 | -1,707 |
| 经营活动现金净流 | 783 | 658 | 1,518 | 586 | 1,368 | 1,840 |
| 资本开支 | -262 | -452 | -618 | -401 | -575 | -350 |
| 投资 | 13 | 235 | 46 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | 1 | 290 | 121 | 132 | 128 |
| 投资活动现金净流 | -248 | -216 | -281 | -280 | -443 | -222 |
| 股权募资 | 1,304 | 42 | 2,192 | 6 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -69 | 258 | -324 | 685 | 240 | 177 |
| 其他 | -181 | -344 | -25 | -440 | -465 | -471 |
| 筹资活动现金净流 | 1,055 | -44 | 1,843 | 251 | -224 | -294 |
| 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 | 1 | 4 | 17 | 21 | 64 |
| 增持 | 0 | 1 | 4 | 7 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.20 | 1.19 | 1.25 | 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 |
| 2 | 2022-08-31 | 买入 | 30.39 | N/A |
| 3 | 2022-10-17 | 买入 | 29.95 | N/A |

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。

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，而不应对本报告为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