

中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

筹划定增收购南山铝业锻造子公司,大锻业务有望超预期

事件

2023年1月16日,公司发布公告,筹划非公开发行股票,募集资金用途之一拟用于收购南山铝业全资子公司宏山锻造80%股权。此前在1月10日公司公告与南山铝业签署《合作框架意向协议》,约定由南山铝业设立全资子公司,并将南山铝业锻造分公司相关资产转入其中,后续由公司收购锻造子公司80%股权。

点评

借力南山铝业大型锻造设备,内生外延大锻业务发展提速:南山铝业旗下南山锻造拥有5万吨以及1.25万吨模锻压机,可生产机身及发动机90%以上锻件,拥有1.4万吨大型精密锻件产能。公司在21年定增建设宏远公司航空精密模锻产业转型升级项目,目前已完成主设备大型模锻液压机采购,设备基础本体浇筑完工。此次与南山铝业合作,现有设备所需调试和磨合时间大幅减少,有望在23年形成大锻产值、节奏超预期。

顺应下游需求提升大锻能力,助力公司份额与毛利率提升:结构强度及机身减重要求一体化锻造,新型战机和运输机大锻件市场需求广阔,三角防务和二重万航凭借4万吨和8万吨大型设备优势、为当前主承制单位。公司大锻设备扩充后,将补齐前期部分件号短板,提升机身锻造、尤其在新型号中的整体份额;同时参考三角防务45%+毛利率水平,大锻业务预期带动公司毛利率提升。

规模优势筑基打造一体化发展,航空锻铸造龙头强者恒强:公司在双龙新区投资建设航空产业园,以“1+6”形式统筹规划建设本部及研究院+6个产业基地,同时拓展精密铸造、机加及材料业务。作为国内航空锻铸造龙头,规模优势下一体化发展具备基础,对照PCC发展路径,长期空间充分打开。

盈利预测、估值与评级

公司作为国内航空锻铸造龙头,积极推进业务延伸与产品升级,叠加改革带来利润率提升。不考虑本次收购情况下,预计公司2022-2024年归母净利润为12.46亿、17.56亿、23.82亿元,对应PE为36/25/19倍,维持“买入”评级。

风险提示

资源整合与大锻产能释放不及预期、改革速度不及预期。

军工组

分析师:杨晨(执业S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

联系人:黄怡文

huangyiwen@gjzq.com.cn

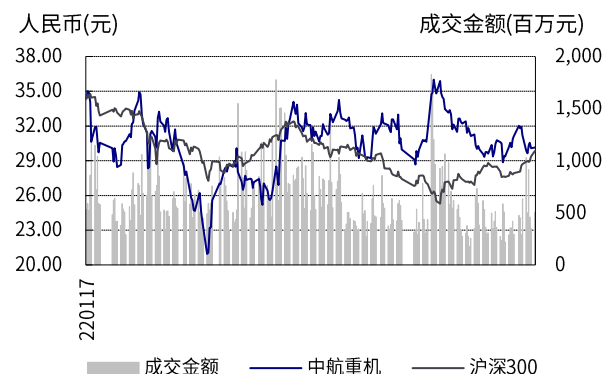
市价(人民币):30.14元

相关报告:

1.《单季净利润再创新高,扩产加速助力长期发展-中航重机2022三...》,2022.10.31

2.《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

3.《航空锻造高景气延续,提质增效助力业绩高增-中航重机中报点评》,2022.8.31



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	10,581	13,250	17,111
营业收入增长率	11.92%	31.23%	20.38%	25.22%	29.14%
归母净利润(百万元)	344	891	1,246	1,756	2,382
归母净利润增长率	24.91%	159.05%	39.90%	40.94%	35.61%
摊薄每股收益(元)	0.366	0.847	0.846	1.193	1.618
每股经营性现金流净额	0.70	1.44	0.80	1.26	1.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.12%	9.52%	11.99%	14.72%	16.88%
P/E	68.33	59.62	35.61	25.27	18.63
P/B	3.50	5.67	4.27	3.72	3.14

来源:公司年报、国金证券研究所

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	10,581	13,250	17,111
增长率		11.9%	31.2%	20.4%	25.2%	29.1%
主营业务成本	-4,419	-4,914	-6,300	-7,483	-9,191	-11,754
%销售收入	73.8%	73.4%	71.7%	70.7%	69.4%	68.7%
毛利	1,566	1,785	2,490	3,098	4,059	5,357
%销售收入	26.2%	26.6%	28.3%	29.3%	30.6%	31.3%
营业税金及附加	-24	-35	-29	-30	-34	-43
%销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-116	-69	-73	-85	-95	-120
%销售收入	1.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
管理费用	-518	-595	-657	-741	-875	-1,112
%销售收入	8.6%	8.9%	7.5%	7.0%	6.6%	6.5%
研发费用	-203	-295	-346	-402	-477	-599
%销售收入	3.4%	4.4%	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	705	792	1,384	1,841	2,578	3,483
%销售收入	11.8%	11.8%	15.7%	17.4%	19.5%	20.4%
财务费用	-138	-128	-81	-42	-151	-208
%销售收入	2.3%	1.9%	0.9%	0.4%	1.1%	1.2%
资产减值损失	-199	-230	-345	-287	-296	-309
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	15	53	155	125	146	140
%税前利润	3.8%	10.4%	13.5%	7.6%	6.3%	4.5%
营业利润	401	517	1,140	1,649	2,309	3,132
营业利润率	6.7%	7.7%	13.0%	15.6%	17.4%	18.3%
营业外收支	7	-3	3	1	2	2
税前利润	408	514	1,144	1,650	2,311	3,134
利润率	6.8%	7.7%	13.0%	15.6%	17.4%	18.3%
所得税	-88	-87	-177	-272	-381	-517
所得税率	21.5%	17.0%	15.5%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	320	426	967	1,378	1,930	2,617
少数股东损益	45	82	76	132	173	235
归属于母公司的净利润	275	344	891	1,246	1,756	2,382
净利率	4.6%	5.1%	10.1%	11.8%	13.3%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	320	426	967	1,378	1,930	2,617
少数股东损益	45	82	76	132	173	235
非现金支出	484	520	651	528	592	727
非经营收益	118	82	-82	-12	-72	-74
营运资金变动	-138	-370	-18	-709	-588	-1,591
经营活动现金净流	783	658	1,518	1,185	1,861	1,679
资本开支	-262	-452	-618	-401	-1,375	-276
投资	13	235	46	0	0	0
其他	1	1	290	125	146	140
投资活动现金净流	-248	-216	-281	-276	-1,229	-136
股权募资	1,304	42	2,192	6	0	0
债权募资	-69	258	-324	-1,418	-213	-48
其他	-181	-344	-25	-338	-287	-273
筹资活动现金净流	1,055	-44	1,843	-1,749	-500	-321
现金净流量	1,591	390	3,075	-840	133	1,222

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	5,266	5,382	6,591
应收款项	4,685	5,012	5,595	5,394	6,374	7,791
存货	2,449	3,062	3,232	3,276	3,606	4,343
其他流动资产	296	393	426	371	434	526
流动资产	10,104	11,519	15,384	14,308	15,795	19,251
%总资产	70.3%	73.5%	78.2%	76.2%	74.0%	78.1%
长期投资	702	609	760	760	760	760
固定资产	3,089	3,029	2,705	3,005	4,051	3,877
%总资产	21.5%	19.3%	13.7%	16.0%	19.0%	15.7%
无形资产	262	273	377	419	460	500
非流动资产	4,276	4,147	4,301	4,463	5,544	5,405
%总资产	29.7%	26.5%	21.8%	23.8%	26.0%	21.9%
资产总计	14,380	15,666	19,685	18,771	21,339	24,656
短期借款	1,872	1,109	746	365	250	303
应付款项	4,068	4,713	4,731	5,113	6,095	7,119
其他流动负债	165	232	1,837	822	920	861
流动负债	6,106	6,054	7,314	6,300	7,265	8,282
长期贷款	1,302	2,100	2,104	1,104	1,004	904
其他长期负债	448	342	431	369	355	341
负债	7,857	8,495	9,849	7,773	8,624	9,528
普通股股东权益	6,129	6,712	9,360	10,389	11,934	14,112
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	4,343	5,888	8,066
少数股东权益	394	460	476	608	782	1,017
负债股东权益合计	14,380	15,666	19,685	18,771	21,339	24,656

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.295	0.366	0.847	0.846	1.193	1.618
每股净资产	6.565	7.142	8.900	7.056	8.106	9.585
每股经营现金净流	0.839	0.701	1.443	0.805	1.264	1.140
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%	11.99%	14.72%	16.88%
总资产收益率	1.91%	2.19%	4.52%	6.64%	8.23%	9.66%
投入资本收益率	5.69%	6.30%	9.20%	12.30%	15.37%	17.77%
增长率						
主营业务收入增长率	9.94%	11.92%	31.23%	20.38%	25.22%	29.14%
EBIT 增长率	38.22%	12.37%	74.83%	32.99%	40.00%	35.14%
净利润增长率	-17.38%	24.91%	159.05%	39.90%	40.94%	35.61%
总资产增长率	19.14%	8.95%	25.65%	-4.64%	13.69%	15.54%
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	130.0	120.0
固定资产周转天数	159.3	143.0	99.5	81.8	85.2	74.5
偿债能力						
净负债/股东权益	7.68%	2.18%	-33.35%	-34.53%	-32.46%	-35.59%
EBIT 利息保障倍数	5.1	6.2	17.0	43.6	17.0	16.8
资产负债率	54.64%	54.22%	50.03%	41.41%	40.41%	38.64%

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	二个月内	三月内	六月内
----	-----	-----	------	-----	-----

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
4	2022-10-31	买入	34.80	N/A

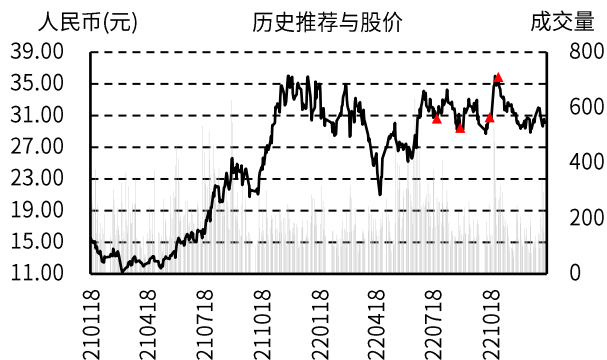
来源：国金证券研究所

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。

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402