

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”形式统筹规划建设总部及研究院+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:

- 《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
- 《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...》，2022.10.17
- 《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)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	货币资金	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
	5,985	6,698	8,790	10,581	13,250	17,111	应收账款	2,674	3,052	6,130	5,266	5,382	6,591
增长率			11.9%	31.2%	20.4%	25.2%	存货	4,685	5,012	5,595	5,394	6,374	7,791
主营业务成本	-4,419	-4,914	-6,300	-7,483	-9,191	-11,754	其他流动资产	2,449	3,062	3,232	3,276	3,606	4,343
%销售收入	73.8%	73.4%	71.7%	70.7%	69.4%	68.7%	流动资产	296	393	426	371	434	526
毛利	1,566	1,785	2,490	3,098	4,059	5,357	%总资产	10,104	11,519	15,384	14,308	15,795	19,251
%销售收入	26.2%	26.6%	28.3%	29.3%	30.6%	31.3%	长期投资	70.3%	73.5%	78.2%	76.2%	74.0%	78.1%
营业税金及附加	-24	-35	-29	-30	-34	-43	固定资产	702	609	760	760	760	760
%销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	%总资产	3,089	3,029	2,705	3,005	4,051	3,877
销售费用	-116	-69	-73	-85	-95	-120	无形资产	21.5%	19.3%	13.7%	16.0%	19.0%	15.7%
%销售收入	1.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	非流动资产	262	273	377	419	460	500
管理费用	-518	-595	-657	-741	-875	-1,112	%总资产	4,276	4,147	4,301	4,463	5,544	5,405
%销售收入	8.6%	8.9%	7.5%	7.0%	6.6%	6.5%	资产总计	29.7%	26.5%	21.8%	23.8%	26.0%	21.9%
研发费用	-203	-295	-346	-402	-477	-599		14,380	15,666	19,685	18,771	21,339	24,656
%销售收入	3.4%	4.4%	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%	短期借款	1,872	1,109	746	365	250	303
息税前利润 (EBIT)	705	792	1,384	1,841	2,578	3,483	应付账款	4,068	4,713	4,731	5,113	6,095	7,119
%销售收入	11.8%	11.8%	15.7%	17.4%	19.5%	20.4%	其他流动负债	165	232	1,837	822	920	861
财务费用	-138	-128	-81	-42	-151	-208	流动负债	6,106	6,054	7,314	6,300	7,265	8,282
%销售收入	2.3%	1.9%	0.9%	0.4%	1.1%	1.2%	长期贷款	1,302	2,100	2,104	1,104	1,004	904
资产减值损失	-199	-230	-345	-287	-296	-309	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	7,773	8,624	9,528
投资收益	15	53	155	125	146	140	普通股股东权益	6,129	6,712	9,360	10,389	11,934	14,112
%税前利润	3.8%	10.4%	13.5%	7.6%	6.3%	4.5%	其中：股本	934	940	1,052	1,472	1,472	1,472
营业利润	401	517	1,140	1,649	2,309	3,132	未分配利润	2,229	2,651	3,288	4,343	5,888	8,066
营业利润率	6.7%	7.7%	13.0%	15.6%	17.4%	18.3%	少数股东权益	394	460	476	608	782	1,017
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	18,771	21,339	24,656
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							
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							
股权融资	1,304	42	2,192	6	0	0							
债权融资	-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							

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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

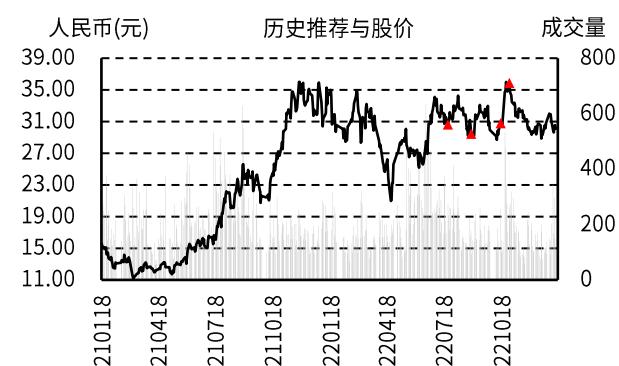
市场中相关报告评级比率分析说明：

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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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

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：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

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