

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 中航重机(600765)

投资评级 买入

上次评级 买入

张润毅 军工行业首席分析师

执业编号: S1500520050003

联系电话: 15121025863

邮箱: zhangrunyi@cindasc.com

任旭欢 军工行业研究助理

联系电话: 18701785446

邮箱: renxuhuan@cindasc.com

## 相关研究

《中航重机: 中流砥柱展宏图, 百锻重器迎新机》2023.4

《中航重机: 锻造龙头价值重估, 全面赋能新一轮成长》2023.4

《中航重机: 产业链一体化提速, 驱动新一轮高成长》2023.6

《中航重机: 产业链一体化布局加速, 利润率提升明显》2023.8

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 中航重机: 被低估的航空锻造龙头, 长期趋势向好

2023年10月12日

**事件: 10月11日, 中航重机发布2023三季报预告, 业绩预增12.2%:** 1) **营收端:** 预计2023前三季度实现营收79.65亿(+3.2%); 23Q3单季实现营收24.61亿(-6.8%); 2) **利润端:** 2023前三季度实现归母净利润10.27亿(+12.21%), 扣非净利润10.25亿(+13.02%); 23Q3单季归母净利润2.5亿(-29.7%); 实现扣非净利润2.45亿(-30.4%)。

**点评:**

**短期波动不改长期向上趋势, 作为国内稀缺的航空锻造龙头, 中航重机步入产能爬坡关键期, 是成长确定性高、低估值的优质白马, 重申“买入”评级。**

1) 近期公司股价波动较大, 我们判断, 一方面与市场弱势震荡、军工板块整体回调较多有关, 另一方面市场可能对航空锻造行业的增速与竞争格局有所担忧, 但我们认为我国军用飞机、发动机锻件需求旺盛, 以C919为代表的民机也正快速放量, 锻造市场空间广阔。2) 随着公司新产能释放与产业链一体化加速布局, 我们预计2023-25年归母净利润16.03/22.21/30.16亿, CAGR为37.2%, 对应PE为19/14/10倍, 维持买入评级。

**受宏山锻造并表与加大研发投入等影响, 2023Q3业绩低于预期:** 1) **营收端符合预期:** 2023年前三季度营收79.65亿(+3.2%), 剔除无锡卓越出表和税收政策影响, 公司预计同口径增长19.25%; 2) **利润端:** 23Q3单季归母净利润2.5亿(-29.7%), 或因公司加大研发投入和宏山锻造导入期亏损所致; 3) **研发费用:** 2023前三季度研发费用5.45亿(+156%), 23Q3单季研发费用2亿(+169.3%), 研发费率8.13%(+5.3pct), 环比+0.8pct; 4) **宏山锻造:** 新进入合并报表范围, 正在开展新产品研发等投入, Q3单季预计亏损3500万; 5) 若剔除研发费用和宏山锻造亏损影响, 2023前三季度预计归母净利润13.88亿(+51.5%), Q3单季约4.15亿(+16.9%)。6) **增长新引擎:** 我们认为, 研发费用增加表明公司加大新市场、新产品开发力度, 宏山锻造或正处于产能导入、高端产品研发的关键期, 未来有望成为公司业绩增长的新引擎。

**公司或将进入产能爬坡关键阶段, 新产能或为公司成长注入新动能:** 1) **收购宏山锻造80%股权, 快速补齐500MN超大锻件产能和铝合金锻造工艺短板, 市占率有望持续提升:** 公司于23年7月与南山铝业签订协议, 拟以13.18亿现金收购宏山锻造80%股权, 并于8月完成该事项的工商变更。2) **持续推进高端产能建设:** 西安新区先进锻造产业基地建设等募投项目或将于23-24年达到预定可使用状态; 航空工业安大拟投入3.8亿以实施航空锻造产品生产能力提升建设项目。3) **推进材料研究与产能建设:** 拟投入4.6亿建设技术研究院, 未来有望实现钛合金棒材500吨/年、机械加工零件2500件/年的产能; 受托经营青海聚能钛, 围绕钛合金开展再生及熔炼业务研究。

**航空锻造龙头, 军民并进, 有望演绎强者恒强:** 1) **巩固军用领域市场优势:** 公司于8月与中航工业续签《关联交易框架协议》, 我们认为, 此举或有利于充分利用集团公司拥有的资源和优势, 增强公司竞争力。2) **优化民用航空产业布局, 以C919为代表的民航市场空间有望持续打开:** 与上海飞机制造有限公司围绕ARJ21及C919等型号签订了业务合作协议; 安大公司与中国航发航材院合作项目获得中国航发科技进步特等奖, 新开发C919配套锻件12项, 获中国商飞“C919TC取证先进集体”; 景航公司商飞认证按计划完成阶段性工作。3) **持续拓展国际航空外贸转包业务:** 宏远公司国际民航业务订货快速增长, 完成波音公司11项新品首件认证, 荣获霍尼韦尔公司“2022年优秀供应商奖”, 在国际航空发动机锻件领域取得实质性突破。

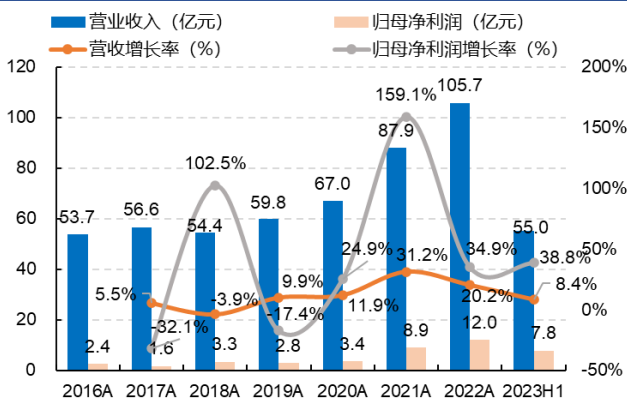
**风险提示:** 新产能释放进度不及预期; 宏山锻造产能导入进度不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	87.90	105.70	111.90	139.34	181.90
增长率 YoY %	31.2%	20.2%	5.9%	24.5%	30.5%
归属母公司净利润(亿元)	8.91	12.02	16.03	22.21	30.16
增长率 YoY%	159.1%	34.9%	33.4%	38.5%	35.8%
毛利率%	28.3%	29.2%	34.7%	35.3%	36.2%
净资产收益率ROE%	9.5%	11.6%	13.6%	15.8%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.82	1.09	1.51	2.05
市盈率 P/E(倍)	35.06	25.98	19.47	14.06	10.35
市净率 P/B(倍)	3.34	3.00	2.64	2.22	1.83

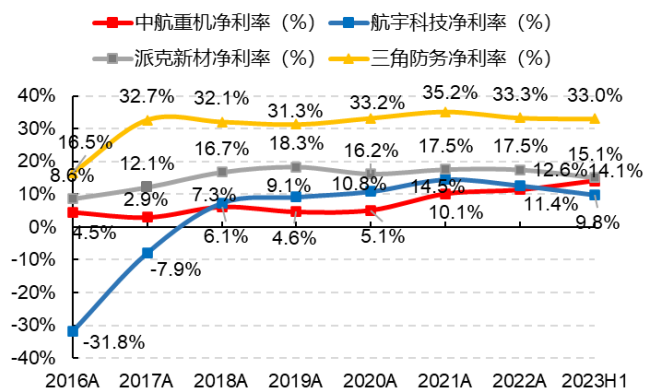
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 12 日收盘价

图表 1: 2019-2022 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 20.87%、63.44%

图表 2: 参考同行, 中航重机盈利能力仍有较大提升空间

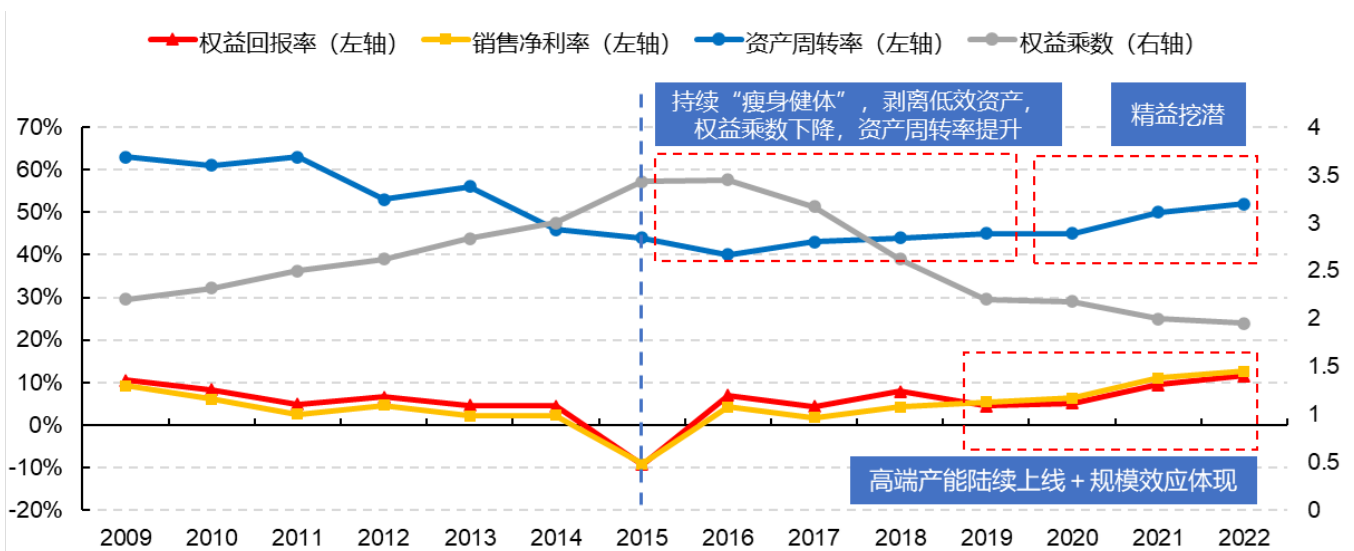


资料来源: WIND, 信达证券研发中心



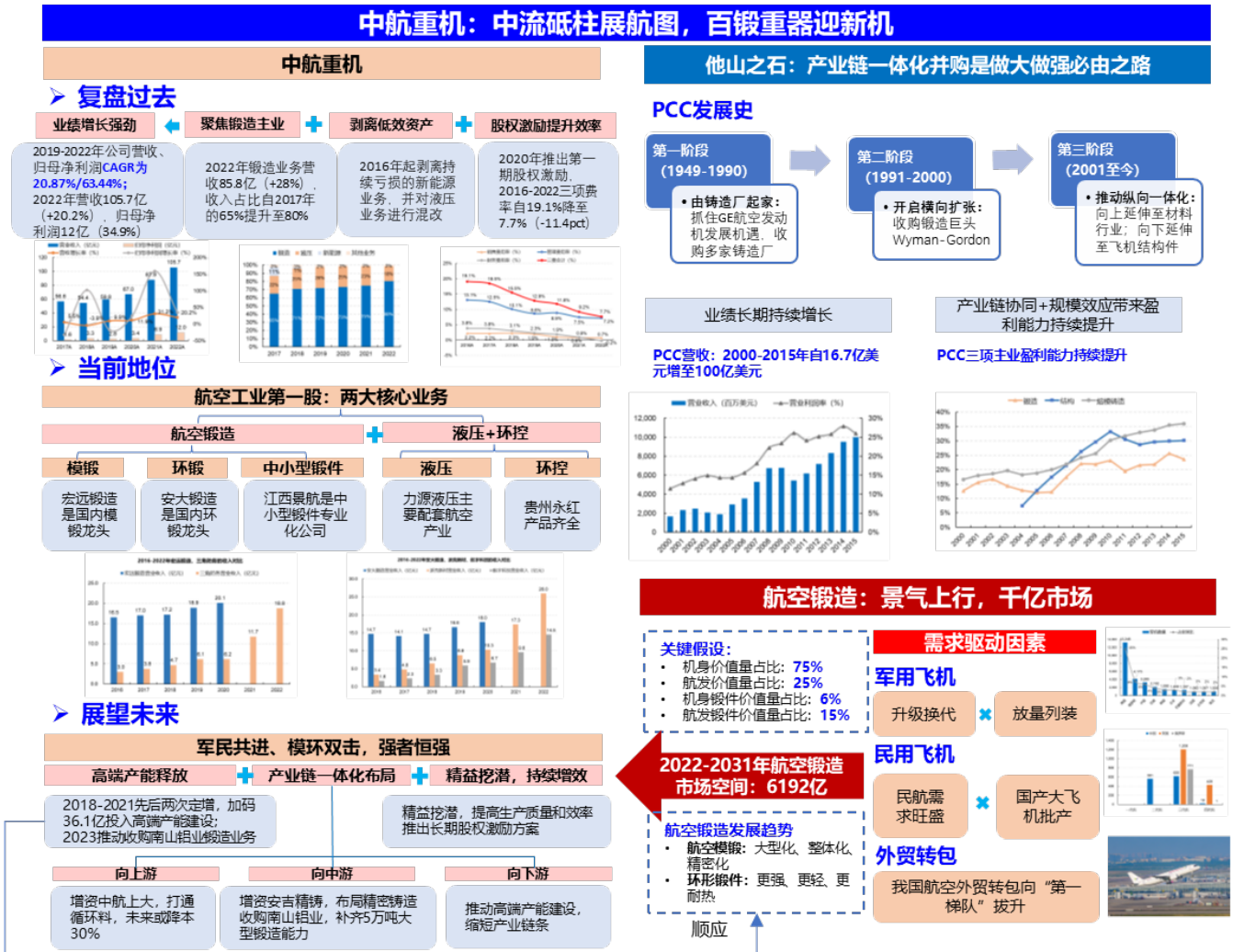
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图表 3: 2009-2022 年中航重机销售净利率、总资产周转率、权益乘数和 ROE 表现



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图表 4: 中航重机逻辑图



资料来源：WIND, Bloomberg, COMAC, PCC 官网等，信达证券研发中心整理

**图表：公司财务数据**

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位: 亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>153.84</b>	<b>160.57</b>	<b>168.54</b>	<b>207.28</b>	<b>262.43</b>	<b>营业总收入</b>	<b>87.90</b>	<b>105.70</b>	<b>111.90</b>	<b>139.34</b>	<b>181.90</b>
货币资金	61.30	57.35	74.01	93.75	118.72	营业成本	63.00	74.79	73.03	90.13	116.02
应收票据	27.44	27.59	27.04	32.13	40.42	营业税金及附加	0.29	0.30	0.58	0.56	0.89
应收账款	26.35	38.35	31.39	38.71	50.02	销售费用	0.73	0.77	0.87	0.88	1.27
预付账款	3.01	1.05	2.07	2.42	2.92	管理费用	6.57	7.57	8.50	9.89	12.82
存货	32.32	33.16	30.28	35.95	44.62	研发费用	3.46	4.34	7.82	9.20	12.10
其他	3.41	3.08	3.75	4.33	5.73	财务费用	0.81	-0.22	-0.16	0.03	0.08
<b>非流动资产</b>	<b>43.01</b>	<b>50.28</b>	<b>57.71</b>	<b>63.96</b>	<b>69.66</b>	减值损失合计	-1.75	-0.59	-0.43	-0.33	-0.32
长期股权投资	7.31	8.54	10.32	12.18	13.91	投资净收益	1.51	-0.11	0.07	0.13	0.21
固定资产(合计)	23.97	24.04	28.43	32.74	36.87	其他	-1.38	-2.09	0.14	0.25	0.43
无形资产	3.32	3.02	3.09	3.13	3.12	<b>营业利润</b>	<b>11.40</b>	<b>15.36</b>	<b>21.03</b>	<b>28.71</b>	<b>39.03</b>
其他	8.41	14.68	15.88	15.92	15.76	营业外收支	0.03	-0.02	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>196.85</b>	<b>210.85</b>	<b>226.25</b>	<b>271.24</b>	<b>332.10</b>	<b>利润总额</b>	<b>11.44</b>	<b>15.34</b>	<b>21.03</b>	<b>28.71</b>	<b>39.03</b>
<b>流动负债</b>	<b>73.14</b>	<b>95.30</b>	<b>83.76</b>	<b>99.05</b>	<b>121.28</b>	所得税	1.77	2.04	3.08	4.11	5.56
短期借款	5.35	2.72	6.72	9.72	11.72	<b>净利润</b>	<b>9.67</b>	<b>13.30</b>	<b>17.95</b>	<b>24.60</b>	<b>33.47</b>
应付票据	22.85	30.96	24.65	30.80	39.84	少数股东损益	0.76	1.29	1.92	2.40	3.30
应付账款	22.91	27.61	28.93	34.12	43.81	<b>归属母公司净利润</b>	<b>8.91</b>	<b>12.02</b>	<b>16.03</b>	<b>22.21</b>	<b>30.16</b>
其他	22.03	34.01	23.46	24.41	25.91	EBITDA	13.91	18.27	22.84	31.02	41.70
<b>非流动负债</b>	<b>25.35</b>	<b>7.60</b>	<b>18.42</b>	<b>23.42</b>	<b>28.42</b>	EPS(当年)(元)	0.64	0.82	1.09	1.51	2.05
长期借款	21.04	3.36	13.36	18.36	23.36						
其他	4.31	4.24	5.06	5.06	5.06						
<b>负债合计</b>	<b>98.49</b>	<b>102.90</b>	<b>102.19</b>	<b>122.47</b>	<b>149.71</b>						
少数股东权益	4.76	4.02	5.94	8.34	11.64						
归属母公司股东权益	93.60	103.93	118.13	140.43	170.75						
<b>负债和股东权益</b>	<b>196.85</b>	<b>210.85</b>	<b>226.25</b>	<b>271.24</b>	<b>332.10</b>						

现金流量表					
单位: 亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>15.18</b>	<b>7.74</b>	<b>18.45</b>	<b>20.93</b>	<b>27.09</b>
净利润	9.67	13.30	17.95	24.60	33.47
折旧摊销	3.06	3.01	1.98	2.28	2.60
财务费用	1.19	0.91	0.41	0.77	1.01
投资损失	-1.51	0.11	-1.51	0.11	-0.07
营运资金变动	-0.18	-12.24	-2.03	-6.91	-10.10
其它	2.95	2.65	0.21	0.32	0.32
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2.81</b>	<b>-9.18</b>	<b>-9.13</b>	<b>-8.42</b>	<b>-8.10</b>
资本支出	-6.18	-8.77	-6.65	-6.63	-6.53
长期投资	0.46	-0.51	-1.83	-1.92	-1.78
其他	2.90	0.10	-0.65	0.13	0.21
<b>筹资活动现金流</b>	<b>18.43</b>	<b>-2.65</b>	<b>7.28</b>	<b>7.23</b>	<b>5.99</b>
吸收投资	21.92	0.00	0.16	0.00	0.00
借款	9.06	5.08	14.00	8.00	7.00
支付利息或股息	-1.90	-2.95	-2.84	-0.77	-1.01
<b>现金流净增加额</b>	<b>30.75</b>	<b>-3.96</b>	<b>16.66</b>	<b>19.74</b>	<b>24.97</b>

重要财务指标					
单位: 亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	87.90	105.70	111.90	139.34	181.90
同比(%)	31.2%	20.2%	5.9%	24.5%	30.5%
归属母公司净利润	8.91	12.02	16.03	22.21	30.16
同比(%)	159.1	34.9%	33.4%	38.5%	35.8%
毛利率(%)	28.3%	29.2%	34.7%	35.3%	36.2%
ROE%	9.5%	11.6%	13.6%	15.8%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.82	1.09	1.51	2.05
P/E	35.06	25.98	19.47	14.06	10.35
P/B	3.34	3.00	2.64	2.22	1.83
EV/EBITDA	35.88	23.39	12.00	8.46	5.86

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

## 研究团队简介

张润毅 (S1500520050003)，信达证券军工&中小盘首席分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验 10 年。2020 年 4 月加盟信达证券，2013-2020 年先后供职于国泰君安证券、国盛证券，担任军工首席分析师；曾荣获 2014 年新财富最佳分析师第 4 名、金牛奖第 1 名；2015 年新财富第 2 名、金牛奖第 3 名；2016 年新财富第 4 名、金牛奖第 1 名、第一财经最佳分析师第 1 名；多次入围新财富、水晶球等奖项，具备扎实的航空航天+金融数学复合专业背景、机械/能源/军工等行业研究经验，善于把握行业发展趋势和重大拐点。

任旭欢 (S1500121120018)，信达证券军工&中小盘研究助理，同济大学硕士，西北工业大学学士，CMA，中级会计师，COMAC 注册系统工程师。曾供职中国商飞公司，从事成本工程工作，5 年产业工作经验。2021 年 11 月加入信达证券研究开发中心，从事军工&中小盘行业研究工作。

祝小茜 (S1500122080010)，信达证券军工&中小盘研究助理，本硕均就读于中央财经大学，经济学硕士。具备扎实的国防军工、经济学基础，曾在国家财政部有关军人事务财政支持的委托性课题中承担重要角色。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，侧重军工电子研究。

冯钰博 (S1500123010012)，信达证券军工&中小盘团队成员，美国伊利诺伊大学香槟分校硕士，西南财经大学学士。2023 年 1 月加入信达证券研究开发中心，从事军工&中小盘行业研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。