

中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新品开发导入利润阶段性承压, 股权激励

励彰显长期信心

事件

2023年10月29日, 公司发布2023年三季报, 前三季度实现营业收入79.68亿元(同比+3.2%, 剔除卓越出表和税收政策调整同比+17.4%)、归母净利润10.27亿元(同比+12.2%); 23Q3实现营业收入24.64亿元(同比-6.7%)、归母净利润2.50亿元(同比-29.6%)。

点评

行业节奏放缓下龙头经营稳健, 新品拓展利润阶段性下滑。公司作为航空结构件供应商份额持续提升, 新品类拓展营收稳健增长。公司研发投入增加利润阶段性下滑, 但新产品研制和强链、固链、稳链投入增加为新增产品订单奠基, 支撑长期发展。

降本增效毛利率提升, 研发投入增加净利率承压。公司23Q1-Q3毛利率33.4%, 同比+4.1pct; 其中Q3毛利率31.0%, 同比+0.7pct。公司推进降本增效, 产品结构优化。公司23Q1-Q3归母净利率12.9%, 同比+1.0pct; 其中Q3归母净利率10.2%, 同比-3.3pct。公司加强大锻件等新产品、新市场开发, 公司前三季度研发投入5.5亿, 同比+156.6%; 其中Q3研发投入2.0亿, 同比+170.4%。

宏山并表完成产品验证推进, 积极备货静候新订单落地。公司23Q3固定资产39.9亿, 较期初+66.1%。宏山锻造进入并表范围推进产品验证, 大锻件产能扩充。公司23Q3存货37.6亿, 较期初+13.5%; 预付款项2.4亿, 较期初+128.9%; 合同负债5.3亿, 较期初-12.5%, 但环比降幅收窄。公司积极备货备产, 静候新订单下放。

股权激励方案落地, 彰显长期发展信心。公司二期股权激励预计授予高管及核心员工330人不超过1338.8万股, 占总股本0.91%, 授予价格13.2元/股。业绩考核目标为每年加权平均ROE分别不低于8.08%/8.18%/8.28%/8.38%、营收复合增速不低于12%、营业利润率分别不低于15.6%/16.0%/16.4%/16.8%, 且均不低于对标企业75分位值。方案覆盖人数扩大且解锁条件提高, 彰显长期发展信心。

盈利预测、估值与评级

公司作为国内航空锻造龙头横向拓展品类推进结构优化, 纵向延伸下游机加工及上游材料业务, 长期空间大。预计公司2023-2025年归母净利润分别为14.4/17.8/22.1亿, 同比增长20.2%、22.9%、24.3%, 对应PE分别为21.7/17.7/14.2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。

军工组

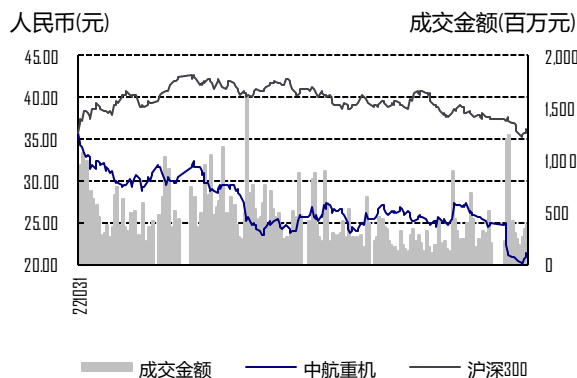
分析师: 杨晨 (执业S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 21.27元

相关报告:

- 《中航重机公司点评: 多因素影响下增速阶段性放缓, 高研发助力长期...》, 2023.10.12
- 《中航重机23年半年报点评: 业绩超预期, 盈利能力持续提升》, 2023.8.29
- 《中航重机点评: 定增预案落地, 收购宏山锻造80%股权完善产业链...》, 2023.6.5



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,790	10,570	11,284	13,592	16,508
营业收入增长率	31.23%	20.25%	6.76%	20.45%	21.46%
归母净利润(百万元)	891	1,202	1,444	1,774	2,205
归母净利润增长率	159.05%	34.93%	20.17%	22.87%	24.29%
摊薄每股收益(元)	0.847	0.816	0.981	1.205	1.498
每股经营性现金流净额	1.44	0.53	1.21	1.27	1.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.52%	11.56%	12.43%	13.46%	14.53%
P/E	59.62	38.09	21.68	17.65	14.20
P/B	5.67	4.40	2.70	2.38	2.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	3
行业节奏放缓下龙头经营稳健，新品拓展利润阶段性下滑.....	3
降本增效毛利率提升，研发投入及税费增加净利率承压.....	3
宏山并表完成，积极备货静候新订单落地.....	4
股权激励方案落地，彰显长期发展信心.....	5
投资建议.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2023Q3 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2023Q3 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2023Q3 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2023Q3 各项费用率.....	4
图表 5： 2023Q3 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2023Q3 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2023Q3 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2023Q3 合同负债与预付款项变化.....	5
图表 9： 2023Q3 存货及周转天数.....	5
图表 10： 2023Q3 经营性现金流及收现比.....	5

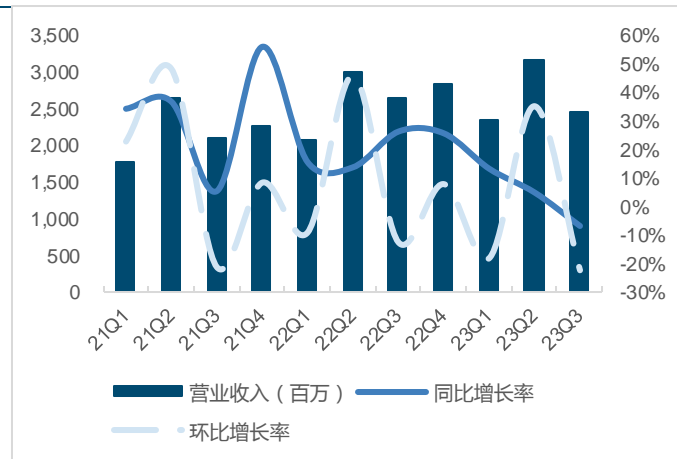
事件说明

2023年10月29日,公司发布2023年三季度报告,23年前三季度实现营收79.68亿元(同比+3.2%)、归母净利润10.27亿元(同比+12.2%);Q3实现营收24.64亿元(同比-6.7%、环比-22.1%)、归母净利润2.50亿元(同比-29.6%、环比-50.6%)。

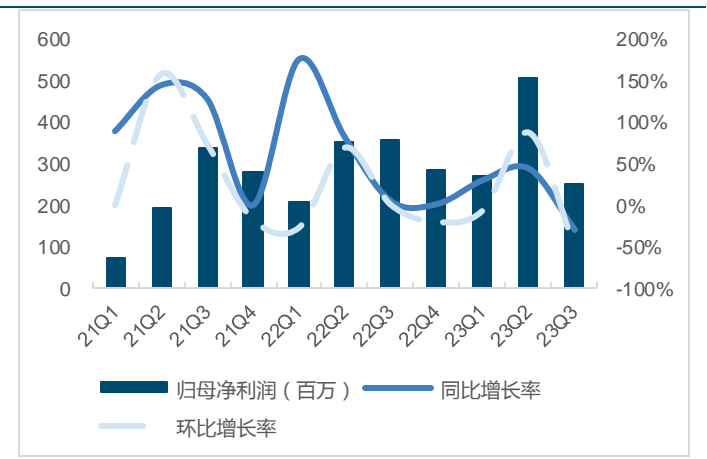
行业节奏放缓下龙头经营稳健,新品拓展利润阶段性下滑

23年前三季度实现营收79.68亿元,同比+3.2%,剔除卓越出表和税收政策调整同比+17.4%;Q3实现营收24.64亿元,同比-6.7%、环比-22.1%。公司23年前三季度归母净利润10.27亿元,同比+12.2%;Q3归母净利润2.50亿元,同比-29.6%、环比-50.6%。公司作为航空结构件供应商份额持续提升,新品类拓展营收稳健增长。公司研发投入增加利润阶段性下滑,但新产品研制和强链、固链、稳链投入增加为新增产品订单奠基,支撑长期发展。

图表1: 2023Q3 营收及同比、环比增速



图表2: 2023Q3 归母净利润及同比、环比增速



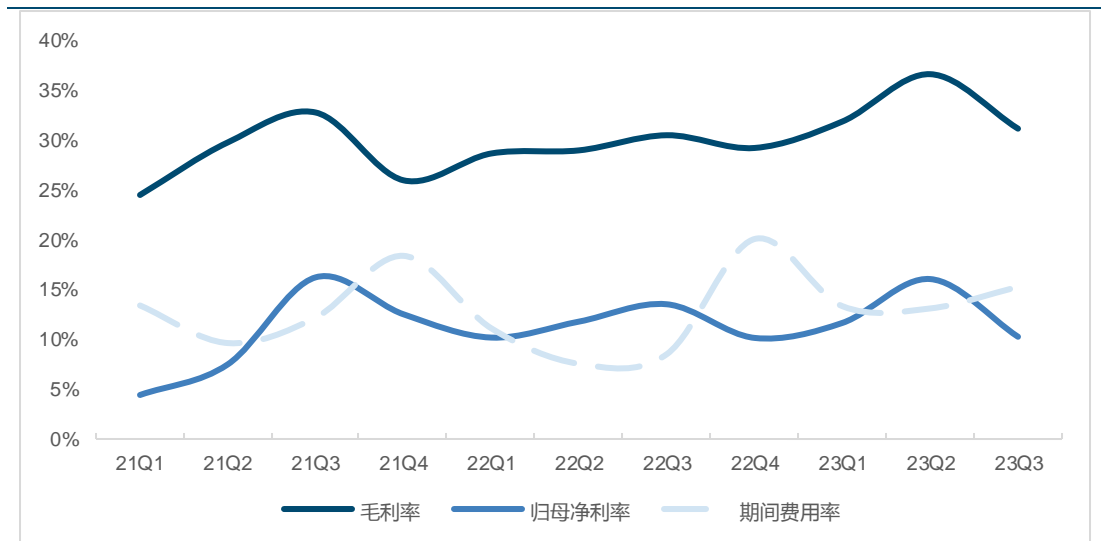
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

降本增效毛利率提升,研发投入及税费增加净利率承压

公司23年前三季度毛利率33.4%,同比+4.1pct;Q3毛利率31.0%,同比+0.7pct,环比-5.4pct;23年前三季度净利率12.9%,同比+1.0pct;Q3净利率10.2%,同比-3.3pct,环比-5.9pct。公司持续推进降本增效,产品结构优化,毛利率稳步提升。

图表3: 2023Q3 毛利率、净利率以及期间费用率



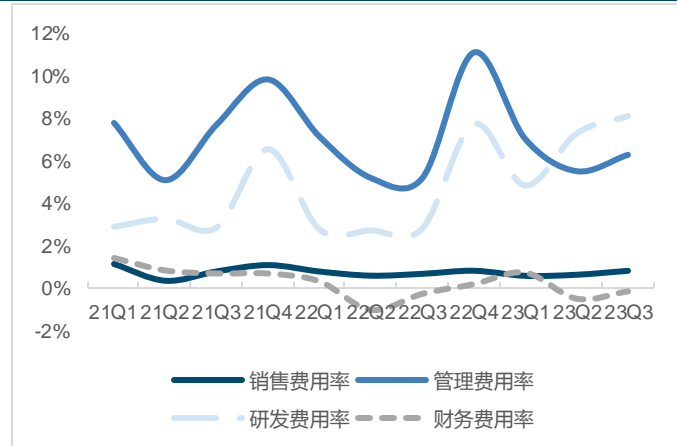
来源: wind, 国金证券研究所

公司23年前三季度期间费用率13.7%,同比+5.0pct;其中管理费用率6.2%,同比+0.5pct;销售费用率0.7%,同比持平;研发费用率6.8%,同比+4.1pct;财务费用率0.01%,同比+0.4pct。Q3期间费用率15.2%,同比+6.7pct,环比+2.1pct;其中管理费用率6.3%,同比+1.1pct,环比+0.8pct;销售费用率0.8%,同比+0.2pct,环比+0.2pct;研发费用率

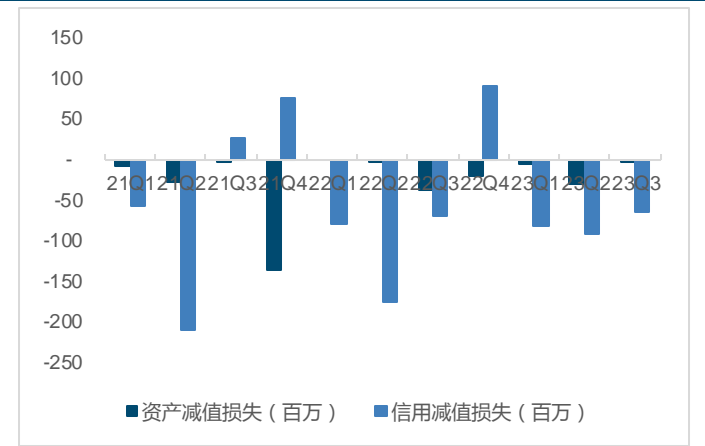
8.2%，同比+5.3pct，环比+0.8pct；财务费用率-0.1%，同比+0.1pct，环比+0.3pct。公司加强大锻件等新产品、新市场开发，前三季度累计研制新品百余件，近半数投入生产试制。军品增值税政策调整，公司相关税费支出增加，前三季度税金及附加 0.5 亿，同比+157.4%；其中 Q3 税金及附加 0.13 亿，同比+116.9%。

23 年前三季度共计提资产减值损失 4172 万元，信用减值损失 23896 万元；其中 Q3 计提资产减值损失 405 万元，信用减值损失 6505 万元，结合军品销售及回款特征，后续有望转回。

图表4：2023Q3 各项费用率



图表5：2023Q3 资产减值及信用减值



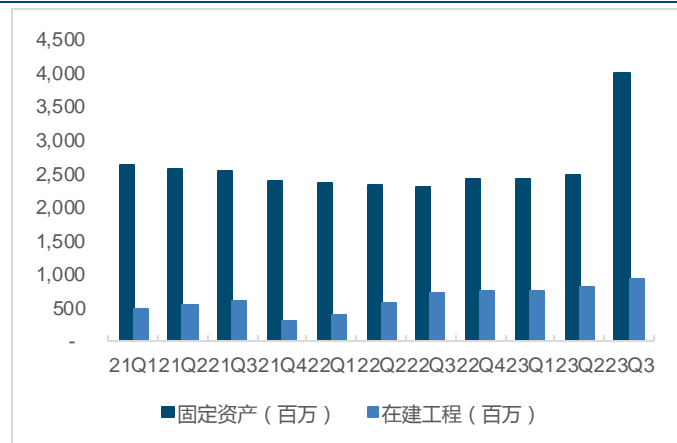
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

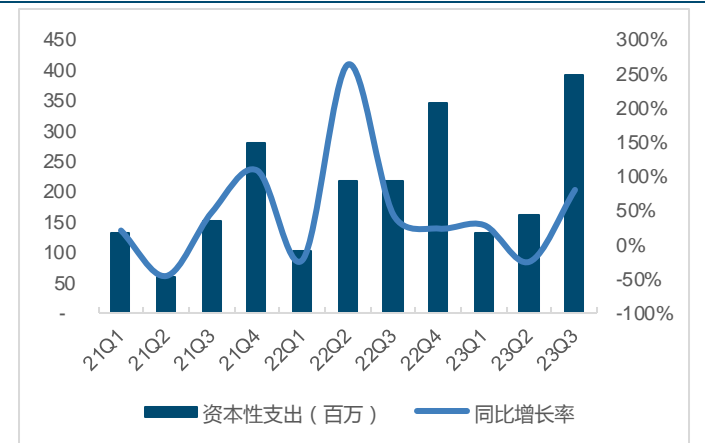
宏山并表完成，积极备货静候新订单落地

公司 23 年 Q3 固定资产 39.92 亿元，较期初+66.08%；在建工程 9.15 亿元，较期初+25.54%；资本性支出 6.81 亿元，同比+27.9%。公司持续推进产能扩充，宏山锻造并表完成，大锻件业务补足，资本性支出同比增长显著，支撑长期发展。

图表6：2023Q3 固定资产和在建工程变化



图表7：2023Q3 资本性支出及同比增速

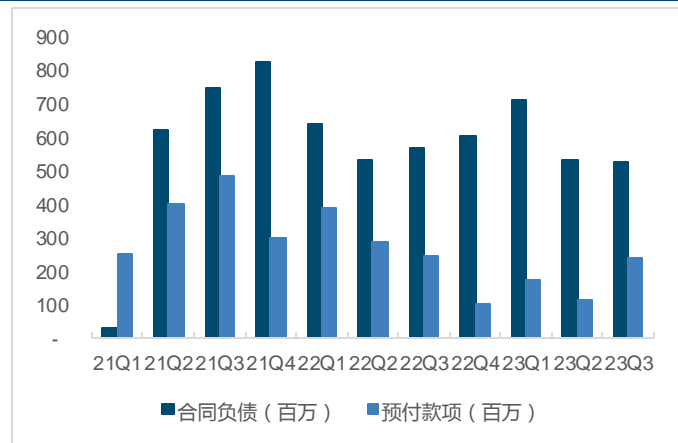


来源：wind，国金证券研究所

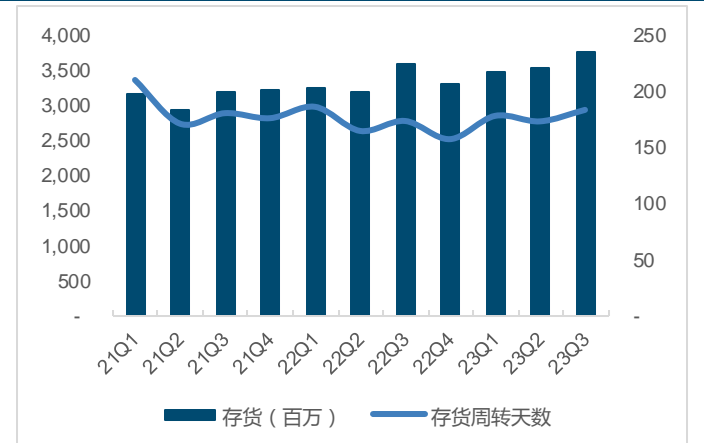
来源：wind，国金证券研究所

公司 23Q3 合同负债 5.30 亿元，较期初-12.46%；存货 37.62 亿元，较期初+13.47%，积极备货备产，静候新订单落地。

图表8: 2023Q3 合同负债与预付款项变化



图表9: 2023Q3 存货及周转天数

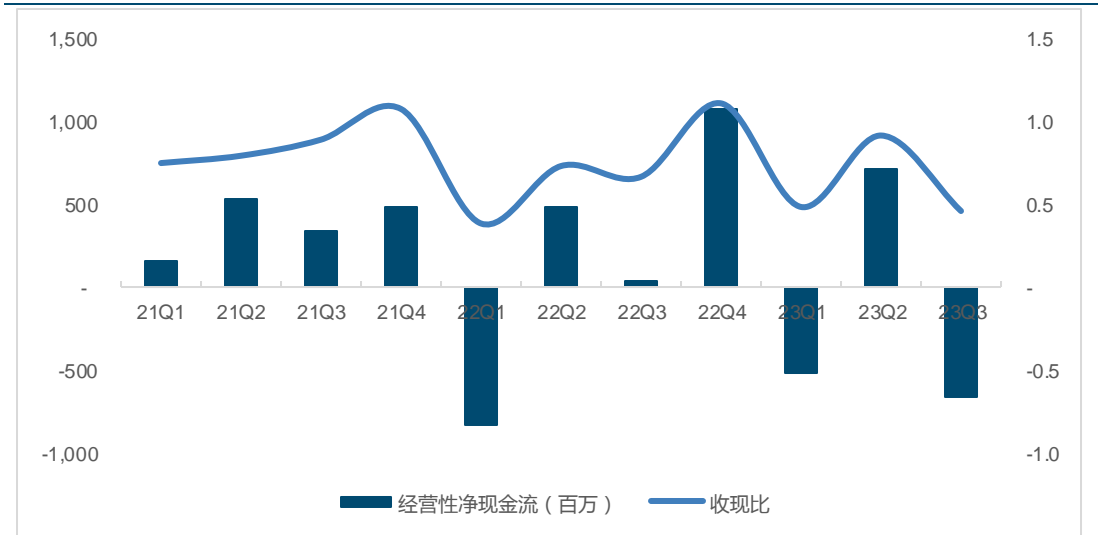


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

公司 23Q3 经营性净现金流-6.6 亿元, 较去年同期减少 6.9 亿元; 收现比 0.5, 现金回款情况有所下降。

图表10: 2023Q3 经营性现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

股权激励方案落地, 彰显长期发展信心

公司发布二期股权激励草案, 预计授予高管及核心员工共 330 人不超过 1338.8 万股, 占总股本 0.91%, 授予价格 13.23 元/股。股份解锁业绩考核目标为每年加权平均 ROE 分别不低于 8.08%/8.18%/8.28%/8.38%、营收复合增速均不低于 12%、营业利润率分别不低于 15.6%/16.0%/16.4%/16.8%, 且三个指标均不低于对标企业 75 分位值。二期股权激励覆盖人数扩大, 解锁条件提高, 解锁期延长, 彰显公司长期发展信心。

投资建议

航空锻造下游高景气持续, 公司作为国内航空锻造龙头, 立足主业横向拓展品类推进结构优化, 纵向延伸下游机加工及上游材料业务, 长期发展对标美国 PCC, 投资价值凸显。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.4/17.8/22.1 亿, 同比增长 20.2%/22.9%/24.3%, 对应 PE 分别为 21.7/17.7/14.2 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

下游型号列装交付速度不及预期: 若航空整机装备列装速度不及预期, 会对产生不利影响。
公司产能释放速度不及预期: 若设备产能释放速度不及预期, 会对公司产生不利影响。

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,698	8,790	10,570	11,284	13,592	16,508	货币资金	3,052	6,130	5,735	6,082	7,266	8,740
增长率	31.2%	20.2%	6.8%	20.4%	21.5%		应收款项	5,012	5,595	6,891	6,073	7,112	8,401
主营业务成本	-4,914	-6,300	-7,479	-7,708	-9,255	-11,220	存货	3,062	3,232	3,316	2,838	3,065	3,338
%销售收入	73.4%	71.7%	70.8%	68.3%	68.1%	68.0%	其他流动资产	393	426	116	333	370	432
毛利	1,785	2,490	3,091	3,576	4,337	5,288	流动资产	11,519	15,384	16,057	15,326	17,814	20,911
%销售收入	26.6%	28.3%	29.2%	31.7%	31.9%	32.0%	%总资产	73.5%	78.2%	76.2%	75.3%	76.9%	79.1%
营业税金及附加	-35	-29	-30	-56	-68	-83	长期投资	609	760	882	882	882	882
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,029	2,705	3,133	3,432	3,714	3,880
销售费用	-69	-73	-77	-79	-82	-83	%总资产	19.3%	13.7%	14.9%	16.9%	16.0%	14.7%
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	无形资产	273	377	347	391	434	475
管理费用	-595	-657	-757	-677	-775	-908	非流动资产	4,147	4,301	5,028	5,022	5,340	5,542
%销售收入	8.9%	7.5%	7.2%	6.0%	5.7%	5.5%	%总资产	26.5%	21.8%	23.8%	24.7%	23.1%	20.9%
研发费用	-295	-346	-434	-790	-911	-1,073	资产总计	15,666	19,685	21,085	20,348	23,154	26,453
%销售收入	4.4%	3.9%	4.1%	7.0%	6.7%	6.5%	短期借款	1,109	746	2,273	1,373	1,554	2,132
息税前利润 (EBIT)	792	1,384	1,793	1,974	2,502	3,142	应付款项	4,713	4,731	6,012	5,232	6,094	6,743
%销售收入	11.8%	15.7%	17.0%	17.5%	18.4%	19.0%	其他流动负债	232	1,837	1,245	863	905	774
财务费用	-128	-81	22	9	-147	-217	流动负债	6,054	7,314	9,530	7,468	8,553	9,649
%销售收入	1.9%	0.9%	-0.2%	-0.1%	1.1%	1.3%	长期贷款	2,100	2,104	336	336	336	336
资产减值损失	-230	-345	-293	-174	-136	-149	其他长期负债	342	431	424	375	359	348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	8,495	9,849	10,290	8,178	9,249	10,333
投资收益	53	155	-17	40	45	43	普通股股东权益	6,712	9,360	10,393	11,618	13,181	15,182
%税前利润	10.4%	13.5%	n.a	2.1%	2.0%	1.5%	其中：股本	940	1,052	1,472	1,472	1,472	1,472
营业利润	517	1,140	1,536	1,876	2,290	2,846	未分配利润	2,651	3,288	4,259	5,512	7,075	9,077
营业利润率	7.7%	13.0%	14.5%	16.6%	16.9%	17.2%	少数股东权益	460	476	402	552	724	937
营业外收支	-3	3	-2	0	-1	-1	负债股东权益合计	15,666	19,685	21,085	20,348	23,154	26,453
税前利润	514	1,144	1,534	1,875	2,290	2,846	比率分析						
利润率	7.7%	13.0%	14.5%	16.6%	16.8%	17.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-87	-177	-204	-281	-343	-427	每股指标						
所得税率	17.0%	15.5%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.366	0.847	0.816	0.981	1.205	1.498
净利润	426	967	1,330	1,594	1,946	2,419	每股净资产	7.142	8.900	7.059	7.892	8.954	10.314
少数股东损益	82	76	129	150	172	213	每股经营现金净流	0.701	1.443	0.526	1.208	1.270	1.189
归属于母公司的净利润	344	891	1,202	1,444	1,774	2,205	每股股利	0.045	0.050	0.170	0.130	0.143	0.139
净利率	5.1%	10.1%	11.4%	12.8%	13.1%	13.4%	回报率						
							净资产收益率	5.12%	9.52%	11.56%	12.43%	13.46%	14.53%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.19%	4.52%	5.70%	7.10%	7.66%	8.34%
							投入资本收益率	6.30%	9.20%	11.57%	12.06%	13.44%	14.34%
净利润	426	967	1,330	1,594	1,946	2,419	增长率						
少数股东损益	82	76	129	150	172	213	主营业务收入增长率	11.92%	31.23%	20.25%	6.76%	20.45%	21.46%
非现金支出	520	651	594	415	396	501	EBIT 增长率	12.37%	74.83%	29.54%	10.06%	26.78%	25.58%
非经营收益	82	-82	74	29	62	85	净利润增长率	24.91%	159.05%	34.93%	20.17%	22.87%	24.29%
营运资金变动	-370	-18	-1,224	-260	-535	-1,255	总资产增长率	8.95%	25.65%	7.11%	-3.50%	13.79%	14.25%
经营活动现金净流	658	1,518	774	1,778	1,869	1,750	资产管理能力						
资本开支	-452	-618	-877	-235	-579	-554	应收账款周转天数	133.3	103.3	111.7	90.0	85.0	80.0
投资	235	46	-51	0	0	0	存货周转天数	204.7	182.3	159.8	140.0	130.0	120.0
其他	1	290	10	40	45	43	应付账款周转天数	200.7	148.6	123.3	130.0	130.0	120.0
投资活动现金净流	-216	-281	-918	-195	-534	-511	固定资产周转天数	143.0	99.5	83.0	76.9	62.7	68.0
股权募资	42	2,192	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	258	-324	-209	-926	181	578	净负债/股东权益	2.18%	-33.35%	-28.96%	-35.93%	-38.66%	-38.91%
其他	-344	-25	-56	-288	-317	-332	EBIT 利息保障倍数	6.2	17.0	-81.2	-231.1	17.0	14.5
筹资活动现金净流	-44	1,843	-265	-1,215	-136	246	资产负债率	54.22%	50.03%	48.80%	40.19%	39.95%	39.06%
现金净流量	390	3,075	-396	369	1,200	1,485							

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	2022-10-17	买入	29.95	N/A
2	2022-10-31	买入	34.80	N/A
3	2023-01-17	买入	30.14	N/A
4	2023-03-15	买入	27.23	N/A
5	2023-04-27	买入	25.35	N/A
6	2023-06-05	买入	25.86	N/A
7	2023-08-29	买入	25.42	N/A
8	2023-10-12	买入	22.34	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

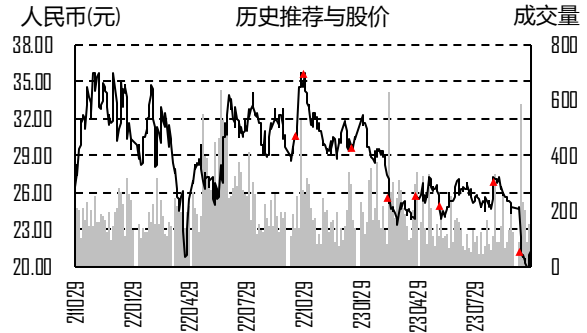
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806