

中航重机 (600765. SH) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2024年3月15日

评级：买入（维持）

市场价格：16.36

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

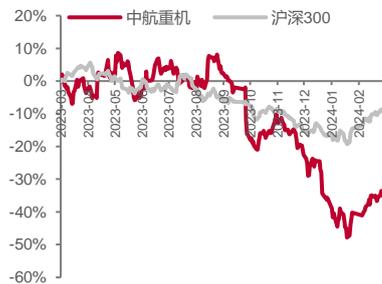
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,482
流通股本(百万股)	1,469
市价(元)	16.36
市值(百万元)	24,238
流通市值(百万元)	24,028

股价与行业-市场走势对比

相关报告

产能结构优化和一体化降本，打造航空通用基础结构件制造平台

20230914

产能优化及成本工程深入推进，高质量发展业绩超预期

20230829

盈利能力持续提升，提质增效迎高质量发展

20230315

拟收购南山铝业锻造资产，强化大型锻件能力建设

20230111

单季业绩创新高，放量增效盈利能力持续增强

20221101

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,570	10,577	11,845	13,802	15,450
增长率 yoy%	20%	0%	12%	17%	12%
净利润(百万元)	1,202	1,329	1,606	1,881	2,185
增长率 yoy%	35%	11%	21%	17%	16%
每股收益(元)	0.81	0.90	1.08	1.27	1.47
每股现金流量	0.52	0.40	0.88	2.55	0.24
净资产收益率	11%	11%	12%	12%	13%
P/E	20.2	18.2	15.1	12.9	11.1
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

备注：股价为3月14日收盘价

投资要点

- 事件：**3月14日公司发布2023年年报，公司2023年实现营收105.77亿元，同比增长0.07%；实现归母净利润13.29亿元，同比增长10.70%；实现扣非归母净利润12.89亿元，同比增长8.81%。公司2023Q4实现营收26.09亿元，同比减少8.49%；实现归母净利润3.01亿元，同比增长5.80%。
- 同口径下收入同增13%，产品/产能结构优化助盈利能力提升。**1) **收入端**，2023年实现营收105.77亿元，同比增长0.07%，剔除中航卓越出表、增值税政策变化影响及税收政策变化影响，公司2023年营收同期可比口径增长12.77%。主营业务看，①**锻铸行业实现营业收入83.61亿元，同比减少1.34%**。其中锻铸造产品实现收入82.64亿元(yoy-2.01%)、锻造材料销售收入0.97亿元(yoy+137.43%)。②**液压环控行业实现营业收入19.88亿元，同比增长3.01%**。其中，散热器实现收入14.65亿元，同比增长10.07%；液压产品实现收入5.13亿元，同比下降12.95%。2) **利润及盈利能力端**，2023年实现归母净利润13.29亿元，同比增长10.70%；同时，2023年公司销售毛利率/净利率为31.28%/13.21%，同比提升2.04/0.62pct；其中锻造产品毛利率30.06%(yoy+1.75pct)。我们判断主要原因有：①**产品结构优化，高附加值军品收入占比提升**。23年公司大型锻件研制生产能力初步形成，启动50项大锻件研制工作，6项完成工艺验证件试制；全年重点型号批产交付32639项215.5万件，新品交付5837项8.9万件，开发新客户28家，开发新品5241项。②**产能结构优化，等温锻造及大锻推进助力工艺完善**。安大智能环锻生产线与宏远365MN模锻压机产出均超6亿元，景航80MN模锻压机实现产出2.6亿元。③**规模效应牵引，整体成本费用优化**。公司持续开展低成本可持续发展工程，大力推进原材料节材降耗工作。公司作为国内航空锻造龙头，需求放量叠加产能结构优化规模效应持续释放，公司业绩有望进一步提升。
- 大锻双流水研发投入加大，重点项目建设加速推进。**1) **费用方面**，2023年公司三费占比为8.21%，同比提升0.53pct，其中销售费用为0.92亿元，同比增加20.31%；财务费用为0.12亿元；管理费用为7.64元，同比增加0.98%。2) **研发层面**，公司2023年研发费用为6.61亿元，同比增加52.30%，主要是研制项目增加，研发材料费、试验费等支出增幅较大。3) **重点项目建设进展来看**，①**西安新区先进锻造产业基地建设项目**：2023年度该项目已部分投入试制，已实现效益2309.53万元；②**收购宏山航空锻造80%股权(500MN大型锻压机)**：于23年8月18日完成了该事项的工商变更；③**航空精密模锻产业转型升级项目(600MN模锻液压机)**：主设备大型模锻液压机已完成安装，正在开展调试，完成批复建设内容45%，预计2024年12月具备试生产条件。伴随新产品前期研发和新产能导入研发的投入，以及大锻件产能建设的加速推进，为稳固公司核心竞争力及持续提升经营业绩打下坚实基础。
- 经营计划+预计关联交易彰显增长信心，基本面有望迎向上拐点。**2024年公司营业收入预算目标119亿元(yoy+12.51%)，**利润总额预算目标18.6亿元(yoy+15.86%)**。公司2024年预计关联交易总额153.50亿元中，销售商品及提供劳务预计实现45亿元，较2023年实际发生增长38.86%。关联交易数额稳健增长为公司实现资源合理配置及业绩持续兑现提供坚实基础。伴随大锻双流水持续推进、研发费用回归正常、宏山

单季度业绩创新高，盈利能力持续提升

20220829

22Q1 业绩高增长，盈利能力持续提升

20220430

业绩大增 159%，盈利能力持续提升

20220314

锻造逐步实现盈利，公司基本面有望迎向上拐点。

- **聚焦主业需求景气+产品产能优化+配套层级提升一体化降本，航空锻造龙头有望持续高质量发展。**1) **聚焦主业提质增效，需求扩张景气持续。**①**聚焦主业：**伴随无锡卓越出表，公司基本完成为期十年低效资产剥离及军品主业聚焦；②**提质增效：**二期股权激励落地。③**行业景气：**据测算未来 10 年增量军机及航发锻件市场空间逾 2500 亿元，以销定产背景下需求景气持续。2) **布局高附加值材料牌号和大型锻件产能，产品结构优化引领盈利能力改善。**①**难变形金属在装备中占比提升，**有望为公司带来更高毛利贡献；②**公司通过内部建设（18 年和 21 年定增）+外部收购（收购宏山锻造 80% 股权）横向补足高附加值大锻产能。**3) **提升配套层级一体化降本，打造航空通用基础结构供应商。**①**上游布局：**依托聚能钛、中航上大等平台，牵头钛合金/高温合金返回料攻关；②**下游布局：**成立安飞公司整合精加工环节产能，提升整体功能部件交付能力；③**厂所协同：**成立技术研究院，着眼于提升配套层级并实现一体化降本。
- **投资建议：**考虑增值税政策及关键件双流水研发投入，我们下调公司 2024-2025 年营业收入为 118.45/138.02 亿元(前值为 163.92/200.49 亿元)，归母净利润至 16.06/18.81 亿元（前值为 21.26/27.54 亿元），新增 2026 年营业收入 154.50 亿元，归母净利润为 21.85 亿元。2024-2026 年对应 EPS 分别为 1.08/1.27/1.47 元，对应 PE 分别为 15.1X/12.9X/11.1X，公司龙头地位稳固，盈利能力持续提升，业绩有望持续增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品订单波动风险；国际转包业务进展不及预期；锻件业务规模效应不及预期。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,192	6,595	9,340	9,012	营业收入	10,577	11,845	13,802	15,450
应收票据	2,991	3,532	4,115	4,606	营业成本	7,268	8,018	9,301	10,353
应收账款	5,647	5,404	6,833	7,349	税金及附加	61	68	79	88
预付账款	81	89	103	115	销售费用	92	88	94	105
存货	3,721	4,464	3,199	4,900	管理费用	764	846	980	1,103
合同资产	0	0	0	0	研发费用	661	675	759	772
其他流动资产	203	227	265	297	财务费用	12	62	-55	-113
流动资产合计	17,835	20,311	23,856	26,278	信用减值损失	-85	-85	-85	-85
其他长期投资	10	10	10	10	资产减值损失	-94	-94	-94	-94
长期股权投资	892	892	892	892	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,641	4,788	4,844	4,805	投资收益	22	22	0	0
在建工程	811	761	761	811	其他收益	35	0	-200	-330
无形资产	516	564	613	699	营业利润	1,598	1,933	2,266	2,633
其他非流动资产	724	734	745	758	营业外收入	8	8	8	8
非流动资产合计	7,594	7,749	7,865	7,974	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	25,429	28,060	31,721	34,253	利润总额	1,605	1,940	2,273	2,640
短期借款	1,147	1,147	1,147	1,147	所得税	208	251	294	342
应付票据	1,294	2,616	2,978	3,206	净利润	1,397	1,689	1,979	2,298
应付账款	5,737	4,644	6,364	6,541	少数股东损益	69	83	97	113
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,328	1,606	1,882	2,185
合同负债	713	592	552	463	NOPLAT	1,407	1,743	1,931	2,199
其他应付款	624	624	624	624	EPS (按最新股本摊薄)	0.90	1.08	1.27	1.47
一年内到期的非流动负债	220	1,110	1,110	1,110					
其他流动负债	888	968	1,104	1,216	主要财务比率				
流动负债合计	10,623	11,702	13,880	14,308	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,920	2,070	1,870	1,970	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	0.1%	12.0%	16.5%	11.9%
其他非流动负债	631	631	631	631	EBIT增长率	6.9%	23.8%	10.8%	13.9%
非流动负债合计	2,551	2,701	2,501	2,601	归母公司净利润增长率	10.6%	20.9%	17.2%	16.1%
负债合计	13,174	14,403	16,381	16,909	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,488	12,806	14,393	16,283	毛利率	31.3%	32.3%	32.6%	33.0%
少数股东权益	767	850	948	1,061	净利率	13.2%	14.3%	14.3%	14.9%
所有者权益合计	12,255	13,657	15,341	17,344	ROE	10.8%	11.8%	12.3%	12.6%
负债和股东权益	25,429	28,060	31,721	34,253	ROIC	11.1%	11.7%	12.0%	12.2%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	51.8%	51.3%	51.6%	49.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	32.0%	36.3%	31.0%	28.0%
经营活动现金流	594	1,307	3,780	352	流动比率	1.7	1.7	1.7	1.8
现金收益	1,765	2,210	2,402	2,674	速动比率	1.3	1.4	1.5	1.5
存货影响	-405	-743	1,264	-1,700	营运能力				
经营性应收影响	-1,926	-212	-1,932	-925	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营性应付影响	1,643	230	2,082	404	应收账款周转天数	161	168	160	165
其他影响	-482	-178	-35	-101	应付账款周转天数	210	233	213	224
投资活动现金流	-2,116	-591	-595	-599	存货周转天数	174	184	148	141
资本支出	-2,890	-603	-583	-586	每股指标(元)				
股权投资	-39	0	0	0	每股收益	0.90	1.08	1.27	1.47
其他长期资产变化	813	12	-12	-13	每股经营现金流	0.40	0.88	2.55	0.24
融资活动现金流	962	687	-440	-81	每股净资产	7.75	8.64	9.71	10.99
借款增加	679	1,040	-200	100	估值比率				
股利及利息支付	-282	-540	-602	-670	P/E	18	15	13	11
股东融资	79	0	0	0	P/B	2	2	2	1
其他影响	486	187	362	489	EV/EBITDA	95	76	70	62

数据来源: 中泰证券研究所, wind

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。