

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

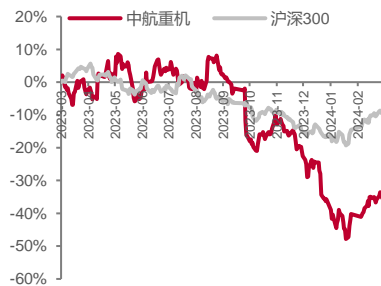
分析师：马梦泽

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。