

# 中航重机 (600765)

证券研究报告

2024年03月17日

## 2023 业绩稳定增长，静待毛利率拐点

事件：公司发布 2023 年年度报告以及 2024 关联交易预告。

### ● 2023 业绩稳定增长，毛利率与净利率均有提升

公司 2023 年实现营收 105.77 亿元 (同比+0.07%)，考虑卓越出表、增值税政策变化影响同期可比口径增长 12.77%。实现归母净利润 13.29 亿 (同比+10.70%)；实现扣非归母净利润 12.89 亿元 (同比+8.81%)。从生产交付看，公司 23 年生产锻铸产品 37,245.16 吨，同比+30.97%，实现销售 33,586.33 吨，同比+22.22%，库存量 16,221.13 吨，同比+29.13%，产量与库存商品维持高增长。**利润表端**：毛利率 31.28%，同比+2.04pts；净利率 13.21%，同比+0.62pts；主营业务中锻铸业务毛利率 29.76%，同比+1.57pts；液压环控业务毛利率 35.70%，同比+3.18pts。从成本角度看，锻铸业务直接材料成本占比 70.42%，较上年同期占比 75.57%减少 5.15pts，直接材料成本 41.26 亿元，同比-10.27%，材料端降本效果显著。费用端：研发费 6.61 亿元，同比+52.3%，主要系研制项目增加以及材料试验费增幅较大；管理费用 7.64 亿元 (同比+0.98%) 保持平稳；财务费用 0.12 亿元，上年同期-0.22 亿元，主要系利息收入降低与汇兑净收益减少；销售费用 0.92 亿元 (同比+20.31%)。**资产负债表端**：存货 37.21 亿元，同比+12.21%；合同负债 7.13 亿元，同比+17.78%，公司存货与合同负债平稳向上。**我们认为：公司处于航空航发领域中游核心配套环节，2023 年受到行业部分下游客户去库存导致的订单延迟、产品价格调整、军品全额征收增值税等多重因素影响，公司业绩保持平稳增长。**

### ● 24 年关联交易预计金额大幅提升，公司业绩有望实现超预期增长

2023 年公司实际产生关联交易 105.11 亿元 (完成度 74.29%)，2024 年公司预计关联交易总额 153.50 亿元，较 23 年实际关联交易金额增长 46.03%。其中，销售产品及提供劳务预计实现 45 亿元，较上年实际发生额增长 38.86%，采购货物及接受劳务 22 亿元，较上年实际发生额增长 81.92%。**我们认为：关联交易预计金额或对公司 24 年生产经营情况起到一定指引作用，公司全年业绩有望实现超预期增长。**

### ● 公司大锻件研制生产能力初步形成，有望受益于下游型号放量

研制端：公司已启动 50 项大锻件研制工作，6 项完成工艺验证件试制；公司与上飞公司深化合作，建立“大飞机锻铸联合创新平台”。生产端：陕西新区 23 年 12 月已部分投入试制并实现效益 2309.53 万元，24 年将持续提高产能利用率实现收益；2023 年公司收购宏山锻造 80% 股权，主要资产包含 500MN、125MN、60MN、25MN 锻压机及其相关配套，设备体系完整，主要为进口设备，精度高、稳定性好、使用寿命长，能够覆盖“大、中、小”、“高、中、低”锻件的研制和生产。**我们预计宏山锻造 24 年也将实现产能的部分释放，同时宏山锻造有望实现减亏 (购买日 2023/7/31 至 2023/12/31 期间净亏损约 7560 万元)。**

### ● 构建“材料研发及再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”的新生态

公司不断完善“材料研发及再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”的新生态配套体系，建立材料回收技术路线，开展钛合金、高温合金不少于 3 个材料牌号研究与应用，逐步拓展新材料研发能力，构建材料回收循环再生体系，深化“研究院+企业”发展模式。**我们认为：公司开展从材料到机加的全产业链整合，从源头探索材料研究及再生利用，有利于降低材料成本占比与综合成本，核心竞争力不断增强，长期盈利能力有望提升。**

**盈利预测与评级**：公司核心业务或将受益于我军航空装备升级换代带来的需求增长，同时锻造产能有望在十四五期间持续落地，供需两旺未来可期。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.75/21.85/27.01 亿元，对应 P/E 为 14.67/11.25/9.10x，维持“买入”评级。

**风险提示**：军品业务波动的风险；新型号装备研制不达预期的风险；产品价格的风险；企业经营状况及盈利能力不达预期的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,569.69	10,577.13	12,170.58	14,454.88	16,211.02
增长率(%)	20.25	0.07	15.07	18.77	12.15
EBITDA(百万元)	2,558.21	2,832.86	2,754.19	3,339.93	3,872.30
归属母公司净利润(百万元)	1,201.77	1,328.59	1,675.05	2,184.86	2,701.06
增长率(%)	34.93	10.55	26.08	30.44	23.63
EPS(元/股)	0.81	0.90	1.13	1.47	1.82
市盈率(P/E)	20.45	18.50	14.67	11.25	9.10
市净率(P/B)	2.36	2.14	1.92	1.68	1.46
市销率(P/S)	2.33	2.32	2.02	1.70	1.52
EV/EBITDA	16.55	9.29	8.05	7.22	4.96

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	16.59 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,481.55
流通 A 股股本(百万股)	1,468.68
A 股总市值(百万元)	24,578.85
流通 A 股市值(百万元)	24,365.38
每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	51.81
一年内最高/最低(元)	27.80/12.38

### 作者

王泽宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523070002  
wangzeyu@tfzq.com

杨英杰 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523090001  
yangyingjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中航重机-季报点评:单三季度节奏放缓，二期股权激励落地，产研一体锻造龙头未来可期》 2023-10-30
- 《中航重机-季报点评:2023Q1 归母净利润+30.13%实现开门红，航空锻造专业化龙头盈利能力持续提升》 2023-04-27
- 《中航重机-年报点评报告:2022 年归母净利润同比增长 34.93%，公司业绩增长二次加速可期》 2023-03-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,734.80	5,191.72	6,053.21	4,336.46	6,724.28	营业收入	10,569.69	10,577.13	12,170.58	14,454.88	16,211.02
应收票据及应收账款	6,593.87	8,638.52	4,728.51	12,638.29	7,109.50	营业成本	7,478.70	7,268.49	8,295.44	9,772.69	10,859.29
预付账款	105.20	80.85	302.78	183.43	294.06	营业税金及附加	29.97	60.55	63.29	75.17	84.30
存货	3,315.63	3,721.05	3,466.38	5,595.51	4,279.18	销售费用	76.70	92.28	91.28	101.18	113.48
其他	307.65	203.03	385.40	324.32	310.57	管理费用	756.84	764.22	864.11	982.93	1,053.72
<b>流动资产合计</b>	<b>16,057.16</b>	<b>17,835.16</b>	<b>14,936.27</b>	<b>23,078.01</b>	<b>18,717.59</b>	研发费用	434.15	661.20	730.23	823.93	875.40
长期股权投资	853.93	892.47	910.47	925.47	935.47	财务费用	(22.08)	11.55	89.37	108.76	50.64
固定资产	2,403.86	4,640.98	5,517.07	5,522.81	5,218.54	资产/信用减值损失	(293.11)	(179.30)	(161.30)	(129.00)	(115.00)
在建工程	729.01	810.56	954.50	1,254.50	1,454.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	301.54	516.38	586.01	612.63	607.75	投资净收益	(10.96)	22.25	53.31	53.31	53.31
其他	739.16	733.81	596.51	608.11	625.74	其他	583.06	277.44	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,027.51</b>	<b>7,594.20</b>	<b>8,564.56</b>	<b>8,923.51</b>	<b>8,842.00</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,536.43</b>	<b>1,598.45</b>	<b>1,928.87</b>	<b>2,514.53</b>	<b>3,112.52</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,084.67</b>	<b>25,429.36</b>	<b>23,500.83</b>	<b>32,001.52</b>	<b>27,559.59</b>	营业外收入	3.88	7.80	5.36	5.36	5.36
短期借款	272.05	1,147.36	1,400.00	1,898.64	400.00	营业外支出	5.85	0.91	10.00	10.00	15.00
应付票据及应付账款	5,857.13	7,030.35	4,472.25	10,198.82	6,241.95	<b>利润总额</b>	<b>1,534.45</b>	<b>1,605.34</b>	<b>1,924.23</b>	<b>2,509.89</b>	<b>3,102.88</b>
其他	2,795.33	1,732.25	1,576.47	2,284.47	2,011.91	所得税	204.00	207.90	249.19	325.03	401.82
<b>流动负债合计</b>	<b>8,924.52</b>	<b>9,909.97</b>	<b>7,448.72</b>	<b>14,381.93</b>	<b>8,653.86</b>	<b>净利润</b>	<b>1,330.45</b>	<b>1,397.44</b>	<b>1,675.05</b>	<b>2,184.86</b>	<b>2,701.06</b>
长期借款	335.99	1,919.84	2,000.00	1,743.72	800.00	少数股东损益	128.68	68.85	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,201.77</b>	<b>1,328.59</b>	<b>1,675.05</b>	<b>2,184.86</b>	<b>2,701.06</b>
其他	423.79	631.13	456.79	485.58	499.32	每股收益(元)	0.81	0.90	1.13	1.47	1.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>759.78</b>	<b>2,550.97</b>	<b>2,456.79</b>	<b>2,229.30</b>	<b>1,299.32</b>						
<b>负债合计</b>	<b>10,289.96</b>	<b>13,174.27</b>	<b>9,905.51</b>	<b>16,611.23</b>	<b>9,953.18</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	401.95	766.99	766.99	766.99	766.99	<b>成长能力</b>					
股本	1,472.05	1,470.83	1,481.55	1,481.55	1,481.55	营业收入	20.25%	0.07%	15.07%	18.77%	12.15%
资本公积	4,452.32	4,454.71	4,454.71	4,454.71	4,454.71	营业利润	34.75%	4.04%	20.67%	30.36%	23.78%
留存收益	4,468.74	5,552.03	6,892.07	8,683.65	10,898.52	归属于母公司净利润	34.93%	10.55%	26.08%	30.44%	23.63%
其他	(0.35)	10.54	0.01	3.40	4.65	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,794.72</b>	<b>12,255.09</b>	<b>13,595.32</b>	<b>15,390.30</b>	<b>17,606.41</b>	毛利率	29.24%	31.28%	31.84%	32.39%	33.01%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,084.67</b>	<b>25,429.36</b>	<b>23,500.83</b>	<b>32,001.52</b>	<b>27,559.59</b>	净利率	11.37%	12.56%	13.76%	15.12%	16.66%
						ROE	11.56%	11.56%	13.06%	14.94%	16.04%
						ROIC	21.65%	20.11%	18.14%	21.91%	19.46%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	48.80%	51.81%	42.15%	51.91%	36.12%
净利润	1,330.45	1,397.44	1,675.05	2,184.86	2,701.06	净负债率	-28.96%	-15.54%	-19.33%	-4.35%	-31.38%
折旧摊销	285.12	356.19	499.64	527.64	539.14	流动比率	1.68	1.68	2.01	1.60	2.16
财务费用	91.18	90.19	89.37	108.76	50.64	速动比率	1.34	1.33	1.54	1.22	1.67
投资损失	10.96	(22.25)	(53.31)	(53.31)	(53.31)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,777.94)	(774.63)	473.02	(3,421.73)	2,529.92	应收账款周转率	1.77	1.39	1.82	1.66	1.64
其它	834.62	(453.31)	0.00	(0.00)	(0.00)	存货周转率	3.23	3.01	3.39	3.19	3.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>774.38</b>	<b>593.62</b>	<b>2,683.76</b>	<b>(653.78)</b>	<b>5,767.44</b>	总资产周转率	0.52	0.45	0.50	0.52	0.54
资本支出	809.03	2,717.91	1,763.64	831.21	416.26	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	122.92	38.54	18.00	15.00	10.00	每股收益	0.81	0.90	1.13	1.47	1.82
其他	(1,849.50)	(4,872.91)	(3,317.63)	(1,652.90)	(802.94)	每股经营现金流	0.52	0.40	1.81	-0.44	3.89
<b>投资活动现金流</b>	<b>(917.55)</b>	<b>(2,116.46)</b>	<b>(1,535.99)</b>	<b>(806.69)</b>	<b>(376.69)</b>	每股净资产	7.01	7.75	8.66	9.87	11.37
债权融资	(219.39)	666.96	48.53	133.60	(2,518.00)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(231.01)	12.05	(334.81)	(389.88)	(484.94)	市盈率	20.45	18.50	14.67	11.25	9.10
其他	185.48	282.50	0.00	(0.00)	0.00	市净率	2.36	2.14	1.92	1.68	1.46
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(264.93)</b>	<b>961.51</b>	<b>(286.28)</b>	<b>(256.28)</b>	<b>(3,002.94)</b>	EV/EBITDA	16.55	9.29	8.05	7.22	4.96
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	18.61	10.49	9.83	8.57	5.77
<b>现金净增加额</b>	<b>(408.09)</b>	<b>(561.32)</b>	<b>861.49</b>	<b>(1,716.75)</b>	<b>2,387.82</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com