

派克新材 (605123.SH)

立足航空及电力锻件市场，完善航空配套产能

增持

核心观点

航空航天锻件供应商，业绩稳步增长。公司主营产品涵盖辗制环形锻件、自由锻件、精密模锻件等各类金属锻件，可应用于航空、航天、电力、石化以及其他各类机械等多个行业领域，目前已成为国内少数几家可供应航空、航天、舰船等高端领域环形锻件的高新技术企业之一。2023年前三季度，公司实现营业收入27.9亿元，同比增长32.3%；归母净利润4.23亿元，同比增长20.6%。航空航天锻件是公司第一大业务板块，自2021年以来毛利占比超过6成。

全球民用航空需求稳步增长，国产航空航天产业加速发展。2023年以来全球民用航空旅行需求持续恢复，在役老旧飞机逐步退出市场，民用飞机交付量有望保持稳定提升态势。我国“十四五”规划明确将重点推动国产C919大型客机示范运营和ARJ21支线客机系列化发展，国内民用航空制造业将迎来蓬勃发展的机遇。2024年中国航天全年预计实施100次左右发射任务，发射次数同比增长49%。国内航空航天零部件企业通过自主研发和引进先进设备，逐步向高端化细分市场发展，不断争取海外订单的同时，跟随国产大飞机的批量交付而实现业绩提升。

电力锻件市场前景广阔。随着可再生能源的发展，全球发电设备的锻件需求稳步增加。我们预计全球陆风每年的新增装机容量稳定在110GW以上，并在2027年稳步发展到140GW左右；海上风电从2024年的16GW快速增长到2027年的38GW以上。火电方面，预计“十四五”期间煤电新增装机246GW，装机容量阶段性快速增长；天然气发电是提供系统灵活性的重要来源，未来新增装机和设备的国产化替代逐步推进。“十四五”和“十五五”期间全国水电设备需求分别达到72GW和108GW。

公司募投项目稳步推进。公司未来的成长性主要来自于航空航天产能和销量的提升。随着2023年底公司“航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目”的逐步投产，以及2025年“航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目”和航空航天精密加工产能的逐步落地，我们预期公司未来几年在航空航天领域的产量将明显提升，从原来2022年的3000吨逐步增加到2024年的4000吨和2025年的5100吨。

盈利预测与估值：我们预计公司2023-2026年实现营业收入35.95/37.68/39.66/44.86亿元，同比增长29%/5%/5%/13%；实现归母净利润5.09/5.39/5.60/6.81亿元，同比增长5%/6%/4%/22%。当前股价对应PE分别为16.6/15.7/15.1/12.4倍。综合考虑FCFE估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为84.3-89.0元，对应2024年动态PE区间为19.0-20.0倍，较公司当前股价有21%-28%的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：航空市场需求不及预期的风险；原材料价格波动的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,733	2,782	3,595	3,768	3,966
(+/-%)	68.7%	60.5%	29.2%	4.8%	5.3%
净利润(百万元)	304	486	509	539	560
(+/-%)	82.6%	59.7%	4.8%	5.9%	4.0%
每股收益(元)	2.51	4.01	4.20	4.45	4.62
EBIT Margin	19.6%	17.7%	16.8%	16.4%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	17.9%	17.1%	12.5%	11.9%	11.2%
市盈率 (PE)	27.8	17.4	16.6	15.7	15.1
EV/EBITDA	25.4	18.9	13.7	13.8	14.0
市净率 (PB)	4.64	2.19	1.96	1.77	1.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

电力设备·电网设备

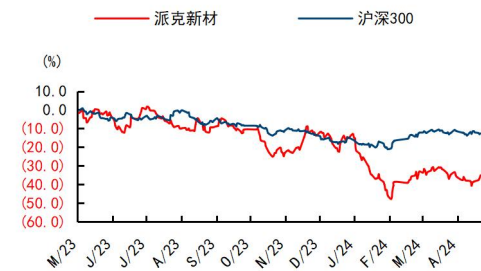
证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

证券分析师：陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen.com.cn
 S0980523010001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	84.30 - 89.00元
收盘价	69.79元
总市值/流通市值	8457/8457百万元
52周最高价/最低价	116.89/53.10元
近3个月日均成交额	82.86百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
航空航天锻件核心供应商	5
主营高端航空航天和电力锻件	6
业绩稳健增长，新能源业务逐渐发力	12
行业分析	17
我国发电设备锻件市场前景广阔	17
全球民用航空需求恢复，国内航空航天产业加速发展	20
可比公司分析	22
盈利预测	27
假设条件	27
预测结果	29
估值与投资建议	30
绝对估值：84.3-92.4 元	30
相对估值：80.0-89.0 元	30
投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级	31
风险提示	32
估值的风险	32
军品市场需求不及预期的风险	32
盈利预测的风险	32
可转债转股后摊薄每股收益的风险	32
附表：财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 飞行器发动机的分类	7
图 2: 航空锻件图例	8
图 3: 航空发动机锻件示意图	8
图 4: 波音 787 材料构成质量比	8
图 5: 数控加工的铝合金结构件	8
图 6: 航天锻件图例	9
图 7: 火箭用锻件示意图	9
图 8: 我国长征系列运载火箭（部分型号）	9
图 9: 载人飞船示意图	9
图 10: 电力锻件图例	10
图 11: 石化锻件图例	10
图 12: 船舶锻件图例	11
图 13: 其他锻件图例	11
图 14: 锻造的工艺原理介绍	11
图 15: 锻造工艺分类	12
图 16: 我国锻件年产量（万吨）	12
图 17: 2017-2023 年前三季度营业收入及增长率	13
图 18: 2017-2023 年前三季度归母净利润及增长率	13
图 19: 2016-2023 年上半年公司营业收入结构（亿元）	13
图 20: 2016-2023 年上半年公司毛利润结构（亿元）	13
图 21: 锻件业务单吨价格变动（亿元）	14
图 22: 锻件业务单吨毛利变动（亿元）	14
图 23: 2017-2023 年前三季度期间费用率	14
图 24: 2017-2023 年前三季度销售毛利率及销售净利率	15
图 25: 2017-2023 年前三季度 ROE 及 ROA	15
图 26: 2019-2023 年前三季度存货周转天数与应收账款周转天数	15
图 27: 2019-2023 年前三季度公司经营活动现金流净额及经营活动现金流与营业收入比	16
图 28: 中国风电新增装机容量预测（GW）	17
图 29: 海外风电新增装机容量预测（GW）	17
图 30: 中国煤电新增装机容量预测（GW）	18
图 31: 中国气电新增装机容量预测（GW）	18
图 32: 中国火电设备工器具购置金额（亿元）	18
图 33: 中国水电新增装机容量预测（GW）	19
图 34: 中国水电设备工器具购置金额（亿元）	19
图 35: 中国核电新增装机容量预测（GW）	19
图 36: 中国核电设备工器具购置金额（亿元）	19
图 37: 全国各地区客机机队	20

图 38: 全球及中国旅客周转量情况 (万亿客公里)	20
图 39: 全球民用喷气式固定翼飞机交付量 (架)	20
图 40: 波音公司与空客公司飞机交付情况 (架)	21
图 41: 全球民用飞机 2022-2042 年数量变化情况 (架)	21
图 42: 国内客运飞机保有量情况 (架)	21
图 43: C919 与 ARJ21 累计交付与在手订单 (截至 2023 年末)	21
图 44: 全球民用航空发动机交付数量 (台)	22
图 45: 全球民用航空发动机行业竞争格局	22
图 46: 公司与可比公司销售费用率情况 (%)	25
图 47: 公司与可比公司管理费用率情况 (%)	25
图 48: 公司与可比公司研发费用率情况 (%)	25
图 49: 公司与可比公司财务费用率情况 (%)	25
图 50: 公司与可比公司资产负债率情况 (%)	26
图 51: 公司与可比公司净资产收益率情况 (%)	26
图 52: 海外可比公司营业收入 (单位: 亿美元)	26
图 53: 海外可比公司净利润 (单位: 亿美元)	26
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	5
表 3: 公司董事及高管基本情况	6
表 4: 公司主要产品及下游客户	7
表 5: 2022 年派克新材航空航天环锻件的产品单价与原材料采购价格对比	14
表 6: 航空航天营收比较 (单位, 亿元)	23
表 7: 电力锻件营收对比 (单位, 亿元)	23
表 8: 石化锻件营收对比	23
表 9: 航空航天锻件企业毛利率	24
表 10: 石化与电力锻件毛利率比较	24
表 11: 派克新材电力锻件业务毛利率	24
表 12: 可比公司风电锻件业务毛利率	27
表 13: 主营业务假设	28
表 14: 公司盈利预测核心假设	28
表 15: 资本开支计划 (百万元)	29
表 16: 公司盈利预测及市场重要数据	29
表 17: 资本成本假设	30
表 18: 绝对估值的敏感性分析 (元)	30
表 19: 锻件供应商估值对比	30

公司概况

航空航天锻件核心供应商

无锡派克新材料科技股份有限公司成立于 2006 年，是一家专业从事金属锻件的研发、生产和销售的高新技术企业。公司主营产品涵盖辗制环形锻件、自由锻件、精密模锻件等各类金属锻件，可应用于航空、航天、电力、石化以及其他各类机械等多个行业领域，2020 年 8 月，公司在上交所主板挂牌上市。

表1: 公司发展历程

时间	事件
2006 年	无锡市派克重型铸锻有限公司注册成立。
2009 年	新建大型风力发电设备零部件生产线，正式进入风电行业。
2011 年	通过国家高新技术企业认证。
2012 年	企业转型升级，正式进入火电、船用等领域。
2013 年	进行技术改造，正式进入航天、核电、燃机等高端市场领域。
2015 年	成功轧制世界最大直径 $\Phi 9.2\text{m}$ 整体铝合金锻环；成立国家级博士后科研工作站。
2016 年	完成股份制改革，更名无锡派克新材料科技股份有限公司。
2017 年	特材事业部正式成立，特材生产车间建成投产。
2018 年	进入罗罗供应商名单，并签署十年长协，正式进入民用航空领域。
2019 年	承担科技部国家重点研发计划项目，
2020 年	上交所主板挂牌上市；获评国家级专精特新小巨人企业。
2021 年	德国西马克 10 米辗环机正式投产。
2022 年	无锡派鑫航空科技有限公司注册成立；获评制造业单项冠军企业。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

截至 2023 年 9 月 30 日，公司总股本为 1.21 亿股。董事长是玉丰先生与其配偶宗丽萍女士为公司的控股股东和实际控制人，二人合计直接和间接控制公司 54.9% 的股份。宗丽萍女士直接持有公司 33.2% 的股份；是玉丰先生直接持有公司 20.2% 的股份，并通过派克贸易及众智恒达间接持有公司 1.5% 的股份。

表2: 公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）

股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例
宗丽萍	4,027	33.2%
是玉丰	2,445	20.2%
臧洪涛	603	5.0%
无锡众智恒达投资企业(有限合伙)	290	2.4%
其他	4,752	39.2%
合计	12,117	100.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 2023 年 8 月，公司拥有派鑫航空、兆丰科技、昌硕贸易、派克新能共四家全资子公司，其中派鑫航空和兆丰科技主营业务为金属锻件的研发、生产和销售；昌硕贸易主要负责开拓境外市场，寻找境外合作机会及渠道；派克新能尚未实际开展经营。

表3: 公司董事及高管基本情况

姓名	职务	个人简历
是玉丰	董事长、总经理	男, 1976年10月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大专学历。是玉丰先生于2002年4月至2017年4月任派克贸易执行董事兼总经理; 2005年7月至2006年11月、2007年4月至2013年1月任派克特钢监事; 2006年6月至2015年12月任派克有限总经理; 2015年12月至2016年3月任派克有限执行董事兼总经理。现任公司董事长兼总经理、众智恒达执行事务合伙人、兆丰科技执行董事兼总经理、派鑫航空执行董事、派克新能执行董事、宏硕软件监事、灵芯智能监事。是玉丰先生于2019年获得人力资源社会保障部等六部委探月工程嫦娥四号任务突出贡献者表彰。
宗丽萍	董事	女, 1978年1月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 高中学历。宗丽萍女士于2002年6月至2005年6月任派克贸易会计; 2005年7月至2013年1月任派克特钢执行董事兼总经理; 2006年6月至2016年3月任派克有限监事。现任公司董事、兆丰科技监事、宏硕软件执行董事兼总经理。
是凯玉	董事	男, 1992年6月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。是凯玉先生于2014年8月至2015年6月就职于东亚银行无锡分行, 任客户经理; 2015年7月至2016年5月就职于恒丰银行无锡分行, 任客户经理; 2016年6月至今在公司任职, 历任销售经理、营销中心总经理; 2022年3月至今任公司董事。
刘波	董事会秘书、总经理助理	男, 1986年6月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 研究生学历。刘波先生于2012年7月至2016年3月任派克有限行政部部长; 2016年3月至2018年3月任公司总经理助理、职工监事; 2018年3月至2018年9月任公司总经理助理; 2018年9月至今任公司董事会秘书、总经理助理。
刘峰	副总经理	男, 1974年8月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 研究生学历。刘峰先生于1996年8月至2015年6月先后任贵州安大航空锻造有限责任公司技术中心工艺室技术员、技术中心工艺室主任、技术中心副主任、自由锻分厂厂长、副总经理、总经理; 2015年7月至2016年9月任中航天地激光科技有限公司总工程师; 2016年10月至2018年9月任公司特材事业部总经理。2018年9月至今任公司副总经理、特材事业部总经理。
范迺胜	副总经理、财务负责人	男, 1968年12月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 大学专科学历, 上海理工大学管理科学与工程专业硕士研究生课程进修班结业, 会计师。范迺胜先生于1989年7月至2010年9月任职江苏锡钢集团有限公司, 历任财务部部长、副总会计师; 2010年9月至2011年3月任无锡国联环保能源集团有限公司财务部副经理兼任无锡华光锅炉股份有限公司审计法务部部长; 2011年12月至2019年4月任江苏亚太信达铝业有限公司董事; 2012年1月起至2014年8月任苏州智华汽车电子有限公司董事; 2015年2月至2019年4月任江苏国光重型机械有限公司董事; 2011年4月至2019年4月任江苏亚太轻合金科技股份有限公司财务总监; 2019年5月至今任公司副总经理, 2021年3月至今任公司副总经理兼财务负责人。

资料来源: 公司募集说明书, 国信证券经济研究所整理

主营高端航空航天和电力锻件

公司主营产品涵盖辗制环形锻件、自由锻件、精密模锻件等各类金属锻件, 可应用于航空、航天、船舶、电力、石化以及其他各类机械等多个行业领域。

公司拥有包括锻造工艺、热处理工艺、机加工工艺、性能检测等在内的完整锻件制造流程, 可加工普通碳钢、合金钢、不锈钢以及高温合金、铝合金、钛合金、镁合金等特种合金, 具备跨行业、多规格、大中小批量等多种类型业务的承接能力。

公司已先后通过装备承制单位资格认证、ISO9001质量管理体系认证、航空质量管理体系认证、NADCAP 热处理认证、NADCAP 无损检测认证、中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书等质量体系认证, 以及中国、英国、韩国、美国、挪威、日本、意大利、法国、德国等多国船级社认证。

凭借长期积淀的研发实力与品牌知名度, 公司已进入中国航发集团、航天科技集团、航天科工集团、航空工业集团等国内各领域龙头企业的供应链体系, 并已通过英国罗罗、美国 GE 航空、日本三菱电机、德国西门子、西门子歌美飒、美国

FMC、日本日立、法国 AREVA（阿海珐）的全球供应链体系认证，与国内外众多大型优质客户形成稳固合作关系。

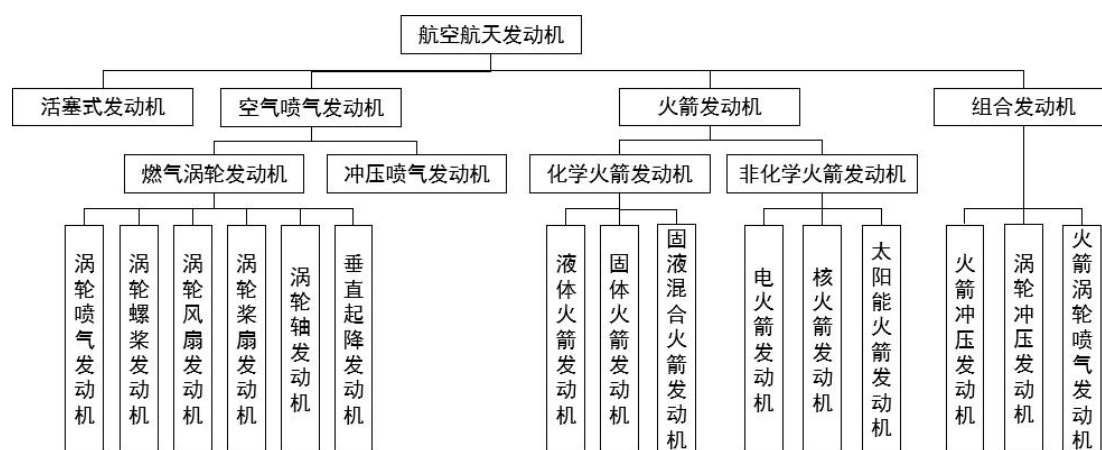
表4: 公司主要产品及下游客户

产品分类	代表客户
航空锻件	中国航发集团、航空工业集团、英国罗罗、美国 GE 等
航天锻件	航天科技集团、航天科工集团、蓝箭航天等
电力锻件	上海电气、东方电气、哈电集团、南京汽轮机、德国西门子、日本三菱电机、中核集团等
石化锻件	中石化、双良集团、江苏中圣、南京宝色等
其他锻件	中国航发集团、福伊特、江南工业、豪迈科技等

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司主营产品是航空发动机的重要部件，飞机及航空发动机的市场需求对航空锻件产品的影响较大。航空发动机可分为活塞式发动机和燃气涡轮发动机两大类，其中活塞式发动机只适用于低速飞行，目前仅有少量小型飞机采用。目前主流的燃气涡轮发动机可分为涡轮喷气发动机、涡轮风扇发动机（以下简称“涡扇发动机”）、涡轮桨扇发动机、涡轮轴发动机四大类。

图1: 飞行器发动机的分类



资料来源: 《认识航空（第二版）》万志强, 2019-06-01 ISBN: 9787122331489, 国信证券经济研究所整理

涡扇发动机是目前应用数量最多的航空发动机型。民用涡扇发动机市场，民用发动机主要由美国 GE、英国罗罗、美国普惠三大发动机巨头及其参与的合资公司主导。根据英国罗罗的预测，民用航空发动机市场需求为 1.9 万亿美元，而随着国际航空发动机制造商的锻件采购逐步向中国转移，国内航空发动机锻件生产企业将迎来更大的发展机遇。

航空锻件产品主要用于航空发动机机匣、燃烧室、密封环、支撑环、承力环等重要部位。机匣是航空发动机的重要零部件之一，它是发动机的基座和主要承力部件。

图2: 航空锻件图例



航空发动机机匣、燃烧室、密封环、支撑环、承力环等重要部位；机身连接部件等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 航空发动机锻件示意图



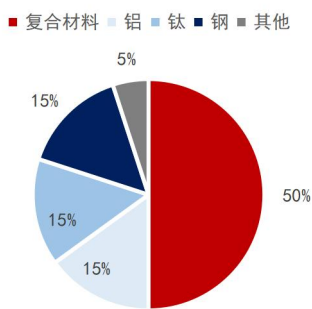
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

合金类是航空器的常用材料，**高强度合金钢**具有比强度高、工艺简单、性能稳定、价格低廉等特点，适合制造承受大载荷的接头、起落架和机翼大梁等构件。钛合金的密度不到钢的 2/3，但强度却近于合金钢，因此具有较高的比强度。**钛合金**具有较好的耐热性，工作温度可达 400~550℃，在耐高温的结构上广泛使用。但钛合金也存在其缺点，就是加工成型较困难，价格比较昂贵。钛合金常被选为机翼主要结构受力部位的材料。

不锈钢具有良好的耐腐蚀性和耐低温性，可以制造存放液氢、液氧的容器。耐高温的不锈钢还是制造发动机的主要材料。此外，飞机的接头部位往往会选用钢材材料以减少所占用的结构空间。

由于飞机大小的不同，飞机空载重量区间大致分布在 40 吨-280 吨。以双发宽体机波音 787 为例，飞机空载重量约 109 吨，其中机体结构约 97 吨，发动机单机重量约 6 吨。

图4: 波音 787 材料构成质量比



资料来源：《认识航空（第二版）》万志强，2019-06-01；ISBN：9787122331489，国信证券经济研究所整理

图5: 数控加工的铝合金结构件



资料来源：资料来源：《认识航空（第二版）》万志强，2019-06-01；ISBN：9787122331489，国信证券经济研究所整理

航空发动机被喻为飞机的“心脏”，是航空工业“皇冠上的明珠”，其性能好坏直接影响飞机的飞行性能、可靠性和经济性。航空发动机需要在高温、高压、高转速和高负载的特殊环境中长期反复工作，其对设计、加工及制造能力都有极高的要求，因此航空发动机研制具有周期长、技术难度大、耗费资金高等特点。

航空发动机除在航空领域应用外，在航空发动机基础上改型发展的轻型燃气轮机还可为舰船、坦克、车辆、电站、泵站等提供动力，并为重型燃气轮机的发展提

供技术支持。

航天装备包括了运载火箭、卫星、飞船、空间站、深空探测器等空间飞行器，需求与我国卫星、空间站、载人航天与探月工程等重大航天工程的推进速度有关。航天产业是我国少数几个水平先进、可在国际市场上与发达国家竞争的产业之一。截至目前，我国具有自主知识产权和较强国际竞争力的“长征”系列运载火箭已成为我国运载火箭的主力，长征系列拥有现役 15 种型号，另有多个型号在研。

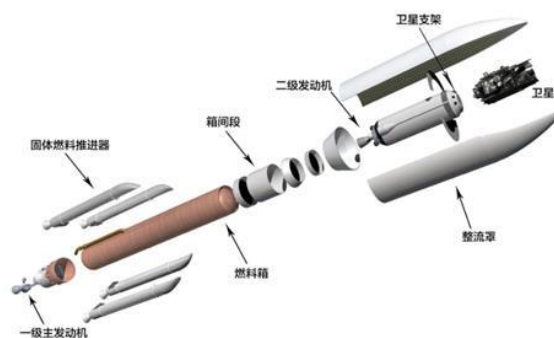
我国航天工业已经由最初的单纯仿制逐步发展到目前自行研制为主，而且正向低成本、快速反应制造的方向发展。火箭用锻件产品主要用于运载火箭发动机机匣、安装边、支座、法兰，运载火箭整流罩、运载火箭外壳、卫星支架等。

图6: 航天锻件图例



火箭壳体、火箭发动机机匣、燃料储存箱、卫星支架、整流罩等承压部件

图7: 火箭用锻件示意图

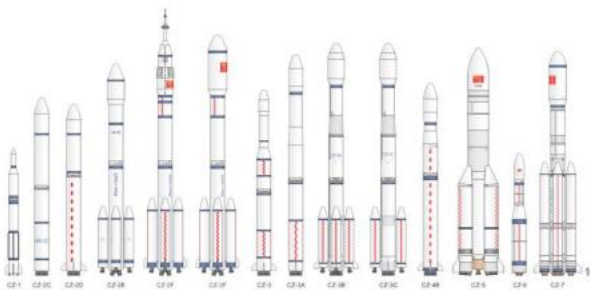


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

未来中国运载火箭产业仍将呈现快速发展的趋势：一方面，国家级重大工程任务，例如中国载人航天工程、深空探测工程等，均需要通过运载火箭执行空间运输任务；另一方面，国际商业发射市场需求日渐旺盛，进一步拉动了运载火箭的市场需求。根据国家制造强国建设战略咨询委员会《2025 重点领域技术路线图》，建成高效、安全、适应性强的航天运输体系，布局合理、全球覆盖、高效运行的国家民用空间基础设施，形成长期稳定高效的空间应用服务体系具备行星际探测能力，空间信息应用自主保障率达到 80%，产业化发展达到国际先进水平。

图8: 我国长征系列运载火箭（部分型号）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: 载人飞船示意图



资料来源：新京报，国信证券经济研究所整理

电力设备领域，公司产品主要应用于火电用汽轮机和燃气轮机、核构件以及风力发电机等设备。

汽轮机也称蒸汽透平发动机，是一种旋转式蒸汽动力装置，高温高压蒸汽穿过固定喷嘴成为加速的气流后喷射到叶片上，使装有叶片排的转子旋转，同时对外做功的机械，汽轮机是现代火力发电厂的主要设备。主要企业有上海电气、东方电气、哈电集团以及南京汽轮机等。

燃气轮机是一种通过燃料（主要为天然气）与空气燃烧产生出气体推动叶片做功的机械。在电力、能源开采和输送、分布式能源系统等领域中应用广泛。相比于传统火电机组，燃气轮机的优势在于能源的阶梯利用和起停灵活性高。

不同规格、用途的燃气轮机价格差异较大。一般而言，RPM（每分钟转速）越高，单 KW 价格越高；航空、船舶用燃气轮机价格一般高于发电用燃气轮机。以通用电气为例，RPM 为 7000 的工业和船用燃气涡轮发动机单 KW 价格在 3600 元人民币左右。

核电设备的堆内构件是在压力容器内除燃料组件及其相关组件以外的所有其他构件，包括堆芯上部支承构件、堆芯下部支承构件、堆芯测量支承结构。核电具有污染小、碳排放低、能源密度高、单机容量大度能源，单机容量大，电能质量高等特点，近年来核电得到了国家的大力支持，一定程度上也带动大型锻件行业的市场规模增长。

风电机组作为风电设备最核心的构成部分，其工作时间长，负荷极重工作环境恶劣，所以承力轴承和法兰连接部位需要满足承载大、抗冲击、耐磨耐腐蚀等要求。公司风电锻件产品主要应用于风电机组中的轴承、齿轮、齿圈等。

公司产品在石化设备行业亦有着广泛的应用，主要提供配套用的法兰、管板等。

除上述工业领域外，公司锻件产品还广泛应用于工程机械、冶金机械、造纸机械、高铁装备以及其他通用机械等多个行业，随着我国国民经济结构的调整、供给侧结构性改革的深化，锻件产品下游行业仍将保持发展趋势。

图10: 电力锻件图例



汽轮机阀碟、阀杆、进气接管、进气插管、静叶持环、护环、汽机环、盘；核电堆内构件；风电齿轮、齿圈等

图11: 石化锻件图例

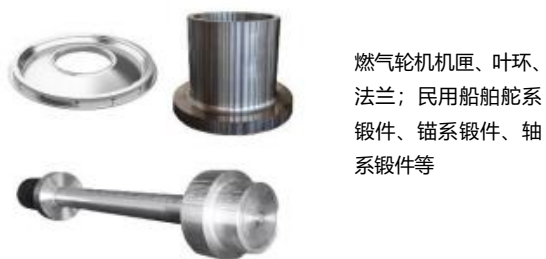


石化设备管道用法兰及锻件和金属压力容器用连接法兰、换热器所需的管板、加氢反应器所用的筒节等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 船舶锻件图例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 其他锻件图例

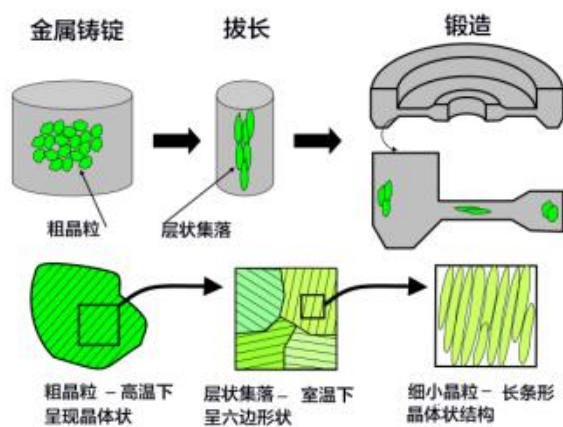


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司产品工艺介绍

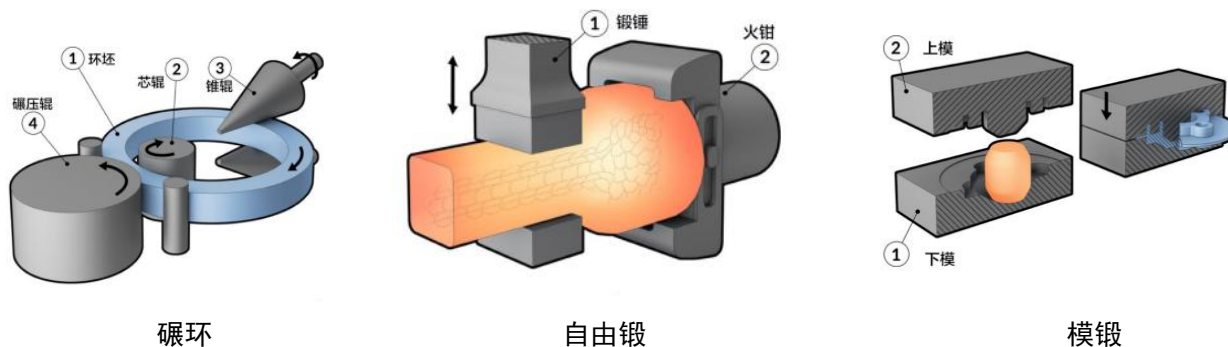
锻件应用领域非常广泛，锻造的主要原材料为金属棒料、铸锭等，锻造是在加压设备及工（模）具的作用下，使坯料或铸锭产生局部或全部的塑性变形。金属材料经过锻造加工后，形状、尺寸稳定性好，组织均匀，纤维组织合理，具有优良的综合力学性能，因此机械装备中的主承力结构或次承力结构件一般都是由锻件制成的。

图14: 锻造的工艺原理介绍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 锻造工艺分类



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我国连续多年成为全球锻件的第一大生产国和消费国, 2022 年我国锻造行业产量达约 1,450 万吨。从全球来看, 德国、美国、俄罗斯、日本、英国等在研发技术、工艺和装备等方面都处于世界领先地位, 长期垄断大型高端锻件市场。而中国、印度等发展中国家则依靠较低的成本和快速发展的市场得以占领低端锻件领域。

图16: 我国锻件年产量 (万吨)

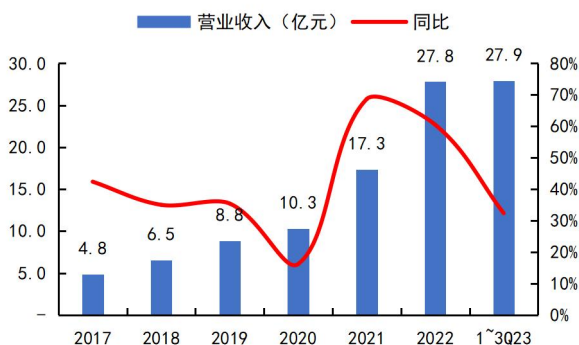


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

业绩稳健增长, 新能源业务逐渐发力

近年来公司锻件产品下游应用领域广阔, 订单及收入稳步增长。2023 年前三季度, 公司实现营业收入 27.9 亿元, 同比增长 32.3%; 归母净利润 4.23 亿元, 同比增长 20.6%。

图17: 2017-2023 年前三季度营业收入及增长率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

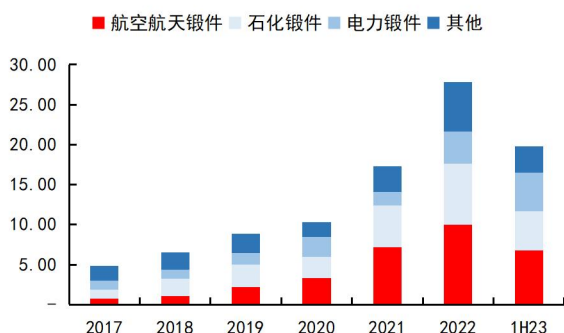
图18: 2017-2023 年前三季度归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

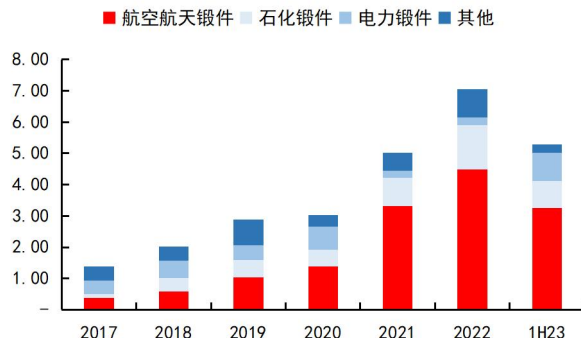
航空航天锻件、石化锻件、电力锻件是公司收入及毛利的主要来源。2023 年上半年, 航空航天/石化/电力锻件销售收入分别为 6.79/4.90/4.79 亿元, 在整体营收中的占比合计 83%; 毛利分别为 3.25/0.87/0.90 亿元, 在整体毛利中占比 95%。自 2021 年以来, 航空航天锻件是公司第一大业务板块, 毛利占比超过 6 成。

图19: 2016-2023 年上半年公司营业收入结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

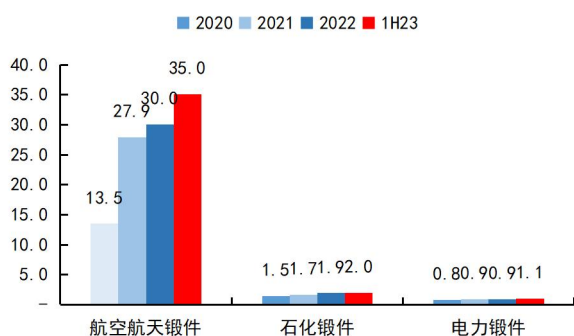
图20: 2016-2023 年上半年公司毛利润结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

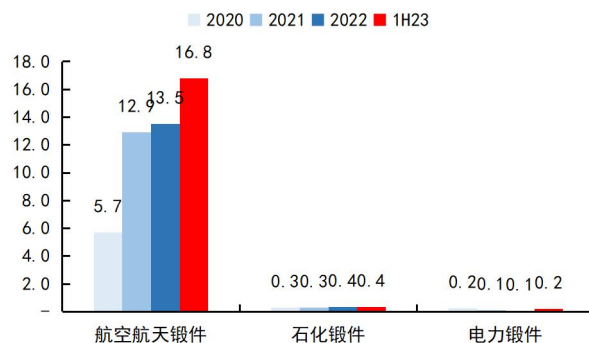
2023 年上半年, 航空锻件/石化锻件/电力锻件单吨价格分别为 35.0/2.0/1.1 万元, 单吨毛利分别为 16.8/0.4/0.2 万元。2021 年以来, 航空航天锻件单吨价格及毛利大幅提高, 主要原因是当年单位售价较高的高温合金和钛合金类航空锻件销量及收入占比均大幅增加。

图21: 锻件业务单吨价格变动 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 锻件业务单吨毛利变动 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

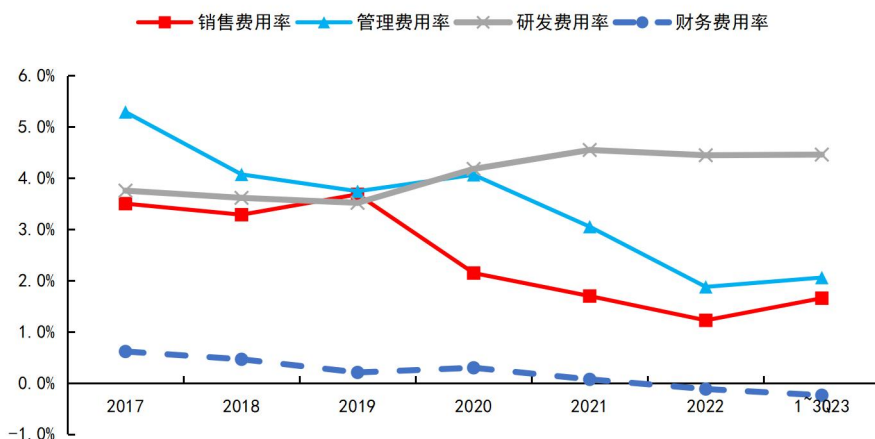
表5: 2022 年派克新材航空航天环锻件的产品单价与原材料采购价格对比

	单位	产品单价	原材料采购价格
高温合金	万元/吨	54.34	25.76
钛合金	万元/吨	56.33	27.64
铝合金	万元/吨	10.03	4.16
钢	万元/吨	10.24	2.23

资料来源: 派克新材可转债问询函回复, 国信证券经济研究所整理

受益于订单及销售收入快速增长, 公司销售、管理及财务费用率呈现下降趋势。公司研发费用增长较快, 主要系公司加大对航空航天、新能源产品的研发投入所致。2023 年前三季度, 公司期间费用率为 7.9%, 同比增加 0.6pct.。

图23: 2017-2023 年前三季度期间费用率



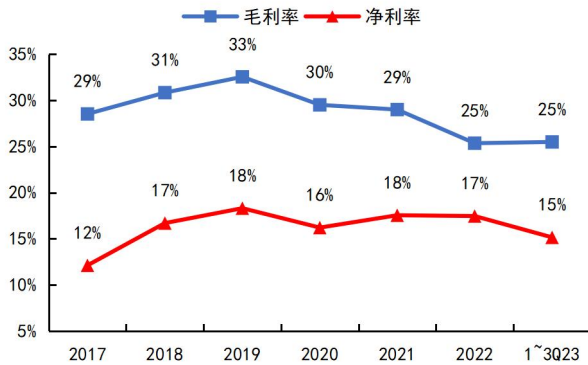
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风电锻件订单增长, 拖累整体毛利水平。2020-2021 年, 公司整体毛利率基本保持平稳, 2022 年毛利率有所下滑, 主要原因是公司 2020 年新建风电生产线产能在 2022 年逐步释放, 毛利率较低的风电锻件业务收入占比提升。2023 年前三季度,

公司整体毛利率 25.5%，同比下降 0.4pct.；净利率 15.1%，同比下降 1.5pct.。

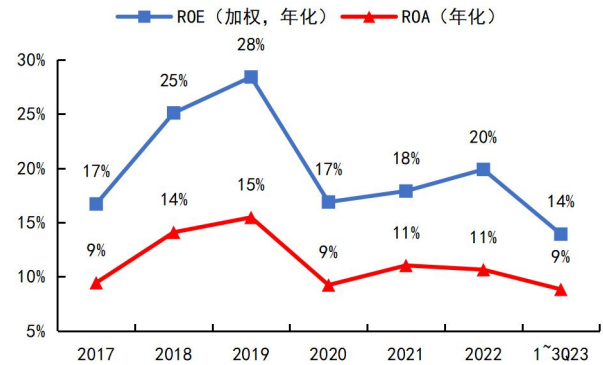
2020 年以来，公司 ROE 及 ROA 保持相对平稳，2023 年前三季度 ROE（加权，年化）同比下滑 9.7pct. 至 13.9%，主要原因系 2023 年第四季度公司完成股份增发，总股本增加 12% 至 1.21 亿股。

图24：2017-2023 年前三季度销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

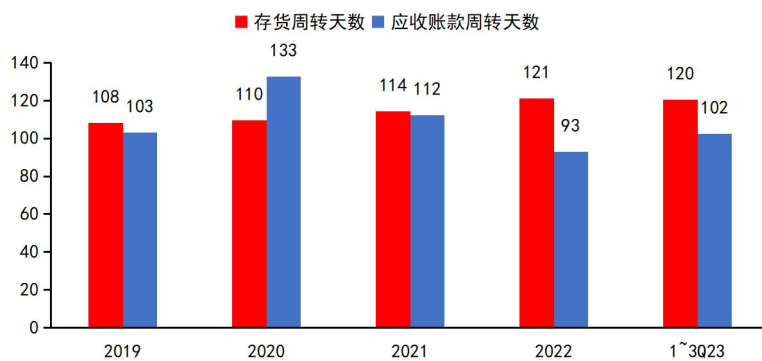
图25：2017-2023 年前三季度 ROE 及 ROA



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司应收账款周转天数呈现下降趋势，2023 年前三季度应收账款周转天数为 102 天，较上年同期缩短 19 天，主要得益于公司产品体系丰富以及良好的回款控制能力。存货周转方面，2023 年前三季度存货周转天数为 120 天，较上年同期增长 16 天，主要原因在于：1) 公司业务规模增长，为维持一定安全库存导致原材料、在产品等存货规模显著增长；2) 公司在航空航天等高端锻件领域市场规模不断扩大，军品收入逐年提升，由于航空航天用原材料性能指标要求较高，供应商采购周期较长，同时军用产品加工生产周期也相对较长，导致公司整体存货周转率略有下降。

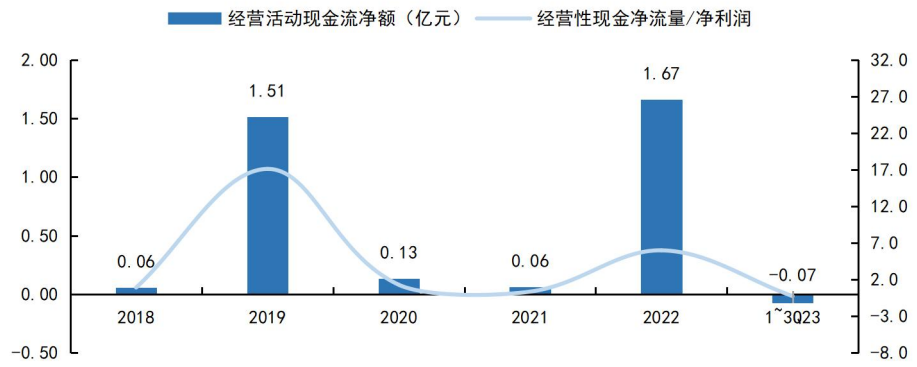
图26：2019-2023 年前三季度存货周转天数与应收账款周转天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近年来，公司经营活动产生的现金流净额波动较大，主要原因包括：1) 公司 2022 年进行买断式票据贴现，导致大规模现金流入；2) 部分客户主要以票据结算导致回款周期长，营业收入快速增长带动经营性应收项目余额增加较快；3) 产销规模扩大带动的存货占用资金增加及支付原材料采购的现金流出增加，符合公司的业务发展情况。从经营活动现金流与营业收入比来看，二者变化趋势基本一致。

图27: 2019-2023 年前三季度公司经营活动现金流净额及经营活动现金流与营业收入比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业分析

我国发电设备锻件市场前景广阔

◆ 风电：国内海上风电蓄势已久，海外海上风电拐点在即

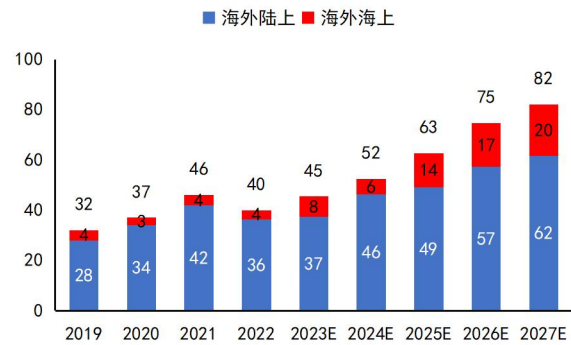
2023-2027 年全球风电稳步发展。风电是全球成本最低的绿色能源，但其开发受到土地、海域、电网的审批核准节奏制约，2022 年以来国内的疫情、海外俄乌战争和欧美高利率环境影响了全球风电的开发进展，尤其对欧美的风电建设形成了明显的递延。随着欧盟新一轮海上风电招标提高了上网电价，以及日韩也在加快海风建设步伐，海外海上风电开发预计将在 2025 年之后迎来新一轮高速发展。我国海上风电也随着平价项目的陆续竞配和开工进入每年 10GW 以上的规模化发展。而与此同时，全球陆风在以国内风机产业链为主的趋势下，保持高水平的发展节奏，全球陆风每年的新增装机容量稳定在 110GW 以上，并在 2027 年稳步发展到 140GW 左右。海上风电从 2024 年的 16GW 快速增长到 2027 年的 38GW 以上。

图28：中国风电新增装机容量预测（GW）



资料来源：历史数据来自 CWEA，国信证券经济研究所整理与预测

图29：海外风电新增装机容量预测（GW）



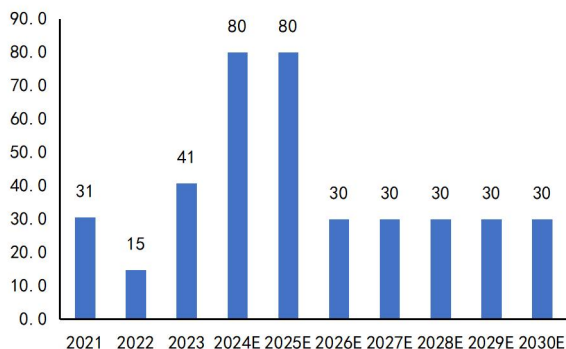
资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理

◆ 火电：“十四五”煤电需求高增，未来气电稳步发展

火力发电包括燃煤发电、燃气发电、燃油发电、余热/余压/余气发电、垃圾焚烧发电、生物质发电等，我国火电装机以煤电为主。为了保障民生、增加必要的电力供给，提升电力系统的灵活性和可靠性，“十四五”期间我国集中投产一批煤电机组。预计“十四五”期间我国煤电新增装机 246GW，“十五五”期间煤电新增装机 150GW。

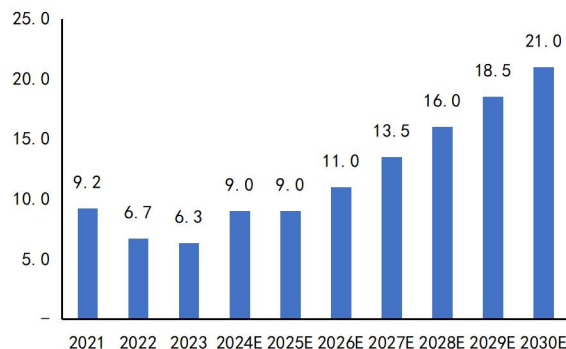
天然气发电是提供系统灵活性的重要来源，在能源转型中与新能源形成良性互补，气电在支撑电力系统安全稳定运行、服务可再生能源大规模发展、助力实现“双碳”目标等方面，具备不可替代的优势。预计“十四五”及“十五五”期间我国分别新增天然气发电装机 40GW、80GW，预计到 2030 年、2060 年，我国气电装机容量将分别约为 220GW、300GW。

图30: 中国煤电新增装机容量预测 (GW)



资料来源: 国家能源局、中电联, 国信证券经济研究所整理及预测

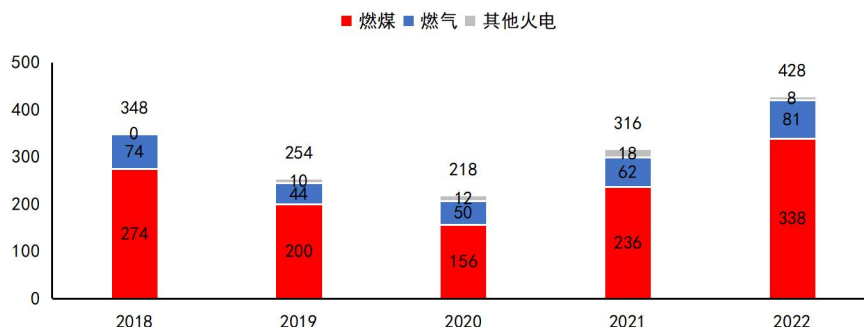
图31: 中国气电新增装机容量预测 (GW)



资料来源: 国家能源局、中电联、国家能源发展战略研究院, 国信证券经济研究所整理及预测

2022 年火电设备工器具购置金额为 428 亿元, 同比增长 35%; 其中煤电设备工器具购置金额为 338 亿元, 同比增长 43%; 气电设备工器具购置金额为 81 亿元, 同比增长 30%。预计“十四五”后煤电机组采购需求进入下滑通道, 气电机组采购需求稳步增长。

图32: 中国火电设备工器具购置金额 (亿元)



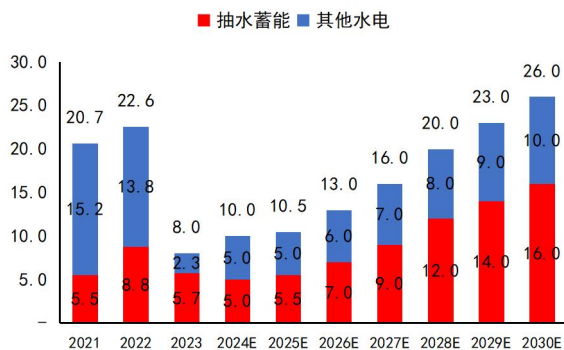
资料来源: 《中国电力统计年鉴 (2023)》, 国信证券经济研究所整理

◆ 水电: 因地制宜开发水电, 抽水蓄能进入发展快车道

根据国家“十四五”规划, “十四五”期间我国将因地制宜开发常规水电, 推动金沙江上游、雅碧江中游、黄河上游等河段水电项目开工建设; 实施雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程; 实施小水电清理整改, 推进绿色改造和现代化提升; 推动西南地区水电与风电、光伏协同互补。预计“十四五”及“十五五”期间分别新增常规水电装机 41GW、40GW。

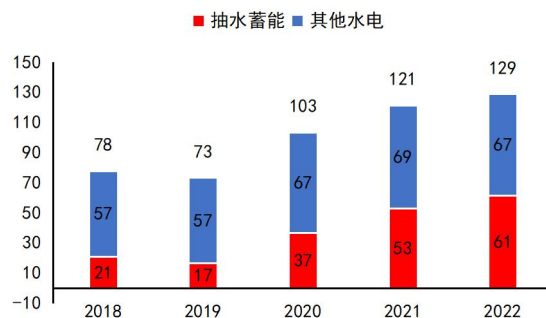
抽水蓄能有望成为配套可再生能源的重要储能手段。根据国家能源局发布的《抽水蓄能中长期发展规划 (2021-2035 年)》, 预计“十四五”及“十五五”期间分别新增装机 31GW、58GW, 到 2025 年我国抽水蓄能投产 62GW 以上, 到 2030 年投产 120GW 左右。根据抽水蓄能行业协会展望, 2035 年投产规模有望超过 400GW。

图33: 中国水电新增装机容量预测 (GW)



资料来源: 国家能源局、中电联、抽水蓄能行业协会, 国信证券经济研究所整理及预测

图34: 中国水电设备工器具购置金额 (亿元)



资料来源: 《中国电力统计年鉴 (2023)》, 国信证券经济研究所整理

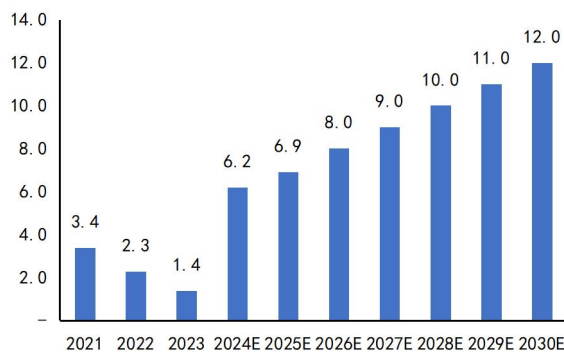
水电机组主要包括发电机、水轮机及其他设备。2022 年水电设备工器具购置金额为 129 亿元, 同比增长 6%; 其中抽水蓄能伴随规划项目加速落地, 设备购置金额快速增长。

◆ 核电: 核准审批重回高位, 四代机组前景广阔

核电是兼具高密度能源, 单机容量大, 电能质量高等优点的清洁能源。“十四五”期间我国将安全稳妥推进推动沿海核电建设, 建设一批多能互补的清洁能源基地, 建成华龙一号、国和一号、高温气冷堆示范工程, 积极有序推进沿海三代核电建设; 推动模块式小型堆、60 万千瓦级商用高温气冷堆、海上浮动式核动力平台等先进堆型示范; 建设核电站中低放废物处置场, 建设乏燃料后处理厂; 开展山东海阳等核能综合利用示范。预计“十四五”及“十五五”期间分别新增核电装机 20GW、50GW; 到 2025 年, 我国在运核电装机达到 70GW, 在建核电装机达到 50GW; 到 2030 年核电在运装机容量达 120GW, 到 2035 年核电在运和在建装机容量将达到 200GW 左右。

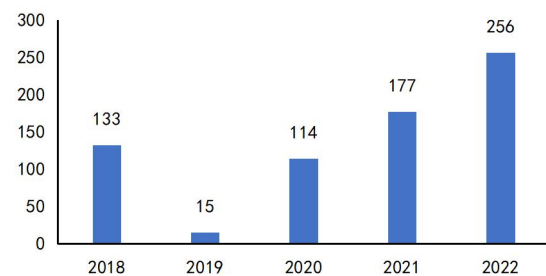
此外我国自主研发的华龙一号、高温气冷堆在国际市场竞争优势显著。在“一带一路”沿线中, 有 28 个国家计划发展核电, 未来以核电为龙头带动全产业链走出去, 将是重要的发展模式。

图35: 中国核电新增装机容量预测 (GW)



资料来源: 国家能源局、中电联、中国核能行业协会, 国信证券经济研究所整理及预测

图36: 中国核电设备工器具购置金额 (亿元)

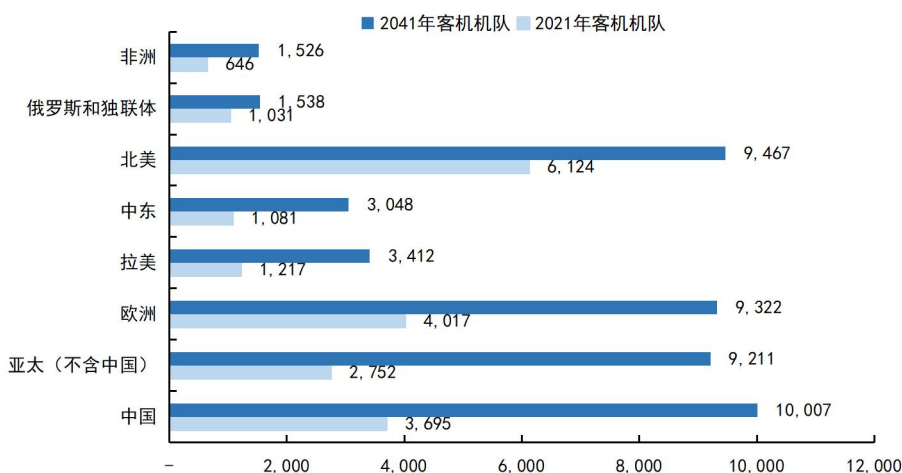


资料来源: 《中国电力统计年鉴 (2023)》, 国信证券经济研究所整理

全球民用航空需求恢复，国内航空航天产业加速发展

全球民用航空旅行需求持续恢复，对于民用飞机需求有望稳中有升。疫情以后全球民用航空旅行需求持续恢复。根据 IATA 数据，2023 年全球航空客运总量同比增长 36.9%，恢复至 2019 年的 94.1%。根据中国商飞预测，2021-2041 年全球航空旅客周转量将保持 3.9% 的增速，到 2041 年达到 19.9 万亿客公里。

图37: 全国各地区客机机队

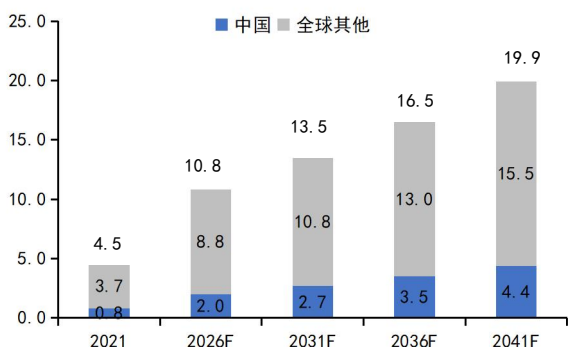


资料来源：《中国商飞公司市场预测年报 2022-2041》，国信证券经济研究所整理

考虑飞机退役以及民航需求提升等因素，全球民用飞机交付量有望维持增长态势。根据 GAMA 数据，2023 年全球民用喷气式固定翼飞机交付量为 1682 架，同比 +10%；交付量 2020-2023 年均复合增速达到 9% 左右。波音/空客 2023 年分别交付飞机 735/528 架，同比 +11%/+10%；在手储备订单达到 8598/5626 架。

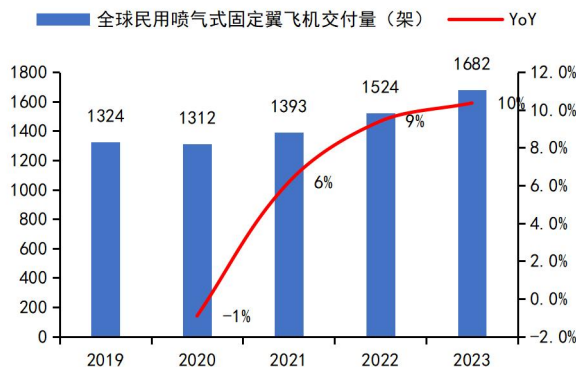
展望后续，民航旅行需求稳步增长、老旧飞机或相继退役，新民用飞机交付量有望保持稳定提升态势。根据波音公司预测，2023-2042 年全球民用飞机交付量约达到 42595 架，价值约为 8 万亿美元。

图38: 全球及中国旅客周转量情况（万亿客公里）



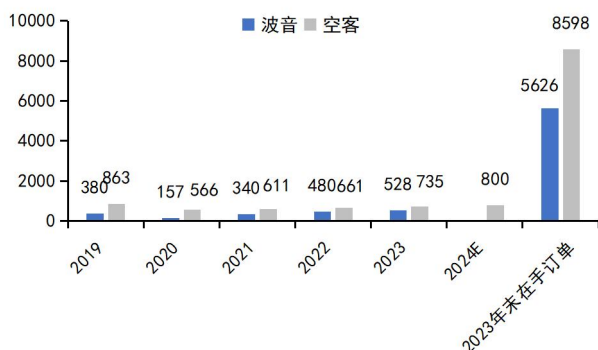
资料来源：《中国商飞公司市场预测年报 2022-2041》，国信证券经济研究所整理

图39: 全球民用喷气式固定翼飞机交付量（架）



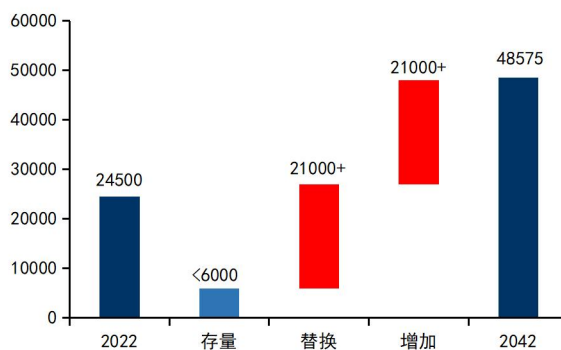
资料来源：国际通用航空制造商协会官网，国信证券经济研究所整理

图40: 波音公司与空客公司飞机交付情况 (架)



资料来源: 波音公司官网、空客公司官网, 国信证券经济研究所整理

图41: 全球民用飞机 2022-2042 年数量变化情况 (架)



资料来源: 波音公司官网, 国信证券经济研究所整理

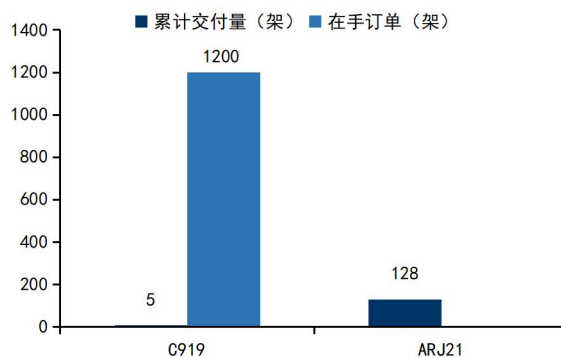
国内民用航空自主化水平有望持续提升, 未来增长空间巨大。“十四五”规划明确将重点推动国产 C919 大型客机示范运营和 ARJ21 支线客机系列化发展。截至 2023 年底 C919 客机已获得订单超 1200 架, 2023 年已经交付 5 架。ARJ21 支线客机在国内民航机队中占比正持续提升, 截至 2023 年底已成功交付 128 架。在国内民航市场需求强劲的背景下, 国内民用航空制造业将迎来蓬勃发展的机遇。根据中国商飞预测, 2022-2041 年中国客机交付量有望达到 9284 架。

图42: 国内客运飞机保有量情况 (架)



资料来源: 国家民用航空局官网, 《中国商飞公司市场预测年报 2022-2041》, 国信证券经济研究所整理

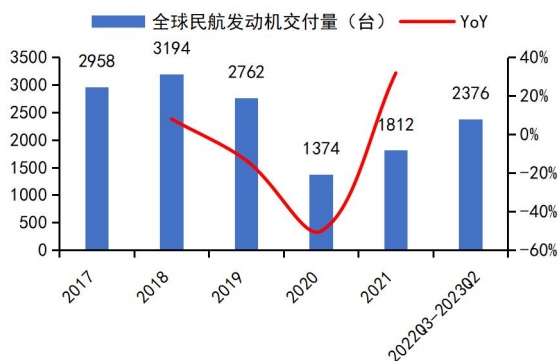
图43: C919 与 ARJ21 累计交付与在手订单(截至 2023 年末)



资料来源: 中国商飞官网, 国信证券经济研究所整理

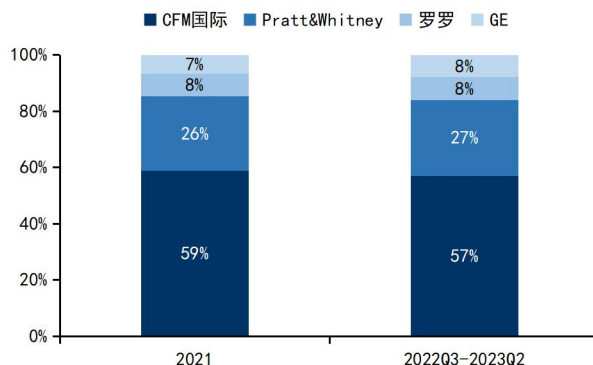
全球航空发动机市场发展前景广阔。疫情后全球民用飞机交付量持续回升, 发动机出货开始稳步增长。根据 Flight Global 数据, 截至 2023 年第二季度的一年内, 全球民用发动机交付量达到 2376 台, 显著回暖。根据英国罗罗预测, 2024 年其新发动机交付量有望达到 500-550 台, 同比增长 9%-20%, 航空发动机行业将呈现持续增长态势。

图44: 全球民用航空发动机交付数量(台)



资料来源:《Commercial Engines》, 国信证券经济研究所整理

图45: 全球民用航空发动机行业竞争格局



资料来源:《Commercial Engines》, 国信证券经济研究所整理

今年航天科技集团发布《中国航天科技活动蓝皮书(2023年)》(简称《蓝皮书》)显示,2024年中国航天全年预计实施100次左右发射任务,发射次数同比增长49%,有望创造新的纪录。

在这100次左右发射任务中,航天科技集团计划安排近70次,将发射290余个航天器,实施一系列重大工程任务:完成长征六号丙运载火箭和长征十二号运载火箭首飞任务,推进探月四期工程,发射鹊桥二号中继星、嫦娥六号探测器,实现世界首次月球背面南极艾特肯盆地采样返回;发射海洋盐度探测卫星、电磁监测卫星02星、中法天文卫星、实践十九号等多颗民用卫星,满足各行业用户应用需求;加速推进建设航天科技集团“新一代商业遥感卫星系统”。

可比公司分析

公司业务布局涉及范围较广,在航空、航天、电力、石化及其他机械等领域均有布局。过去5年营收保持增长态势,与从事军品业务的公司如三角防务、航宇科技等增长幅度相近,与从事民品业务的恒润股份和通裕重工差异较大。主要由于公司产品结构和和客户群体存在一定差异。

在航空锻件领域,2021年和2022年公司航空锻件收入分别较上年增长91%和54%,与三角防务、航宇科技的航空锻件增长趋势基本一致;另一家可比公司中航重机航空产品主要为飞机机身机翼结构件、中小型锻件以及航空发动机盘轴类和环形锻件、中小型锻件。中航重机的产品类别覆盖较广,整体基数较大,因为增长率较为平滑,但仍可以看出其这两年航空锻件收入也有明显增长。

航天锻件收入方面,2020年以前公司营收基数较低,2021年公司与航宇科技都有较大幅度增长,但在2022年都出现不同程度的下降,原因是航天业务受到国家政策及战略规划影响较大,订单具有一定的不均衡性。公司与航天科工集团下属企业建立深厚业务关系,签订了金额较高的军品业务订单。

表6: 航空航天营收比较 (单位, 亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022
三角防务	4.66	6.14	6.15	11.72	18.76
中航重机	37.86	42.64	48.72	65.50	84.34
航宇科技	2.60	5.09	5.90	8.18	11.83
派克新材	1.08	2.23	3.29	7.16	9.96
航宇科技-航空锻件	2.32	4.60	5.15	6.69	10.86
航宇科技-航天锻件	0.28	0.49	0.76	1.50	0.98
派克新材-航空锻件	0.64	1.34	2.78	5.32	8.18
派克新材-航天锻件	0.44	0.88	0.51	1.84	1.78

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在电力锻件方面, 2021 年陆上风电结束抢装潮, 公司风电锻件收入同比下滑 32%, 与恒润股份和通裕重工趋势保持一致。2020 年公司新建的风电生产线并于 2022 年逐步建成并投入使用, 同时加大了风电客户的开拓力度, 因此 2022 年风电锻件收入较 2021 年增长 245%, 高于同行业可比公司。2022 年公司重点布局海外风电市场, 并通过独立的风电事业部加强内部生产流程管理和增强研发综合实力, 积极开拓了 CS BEARING、GE wind 等大型海外客户, 争取了更多的市场份额。同时, 可比公司恒润股份 2022 年外销收入增幅 134%, 通裕重工 2022 年外销收入增幅 31%, 同样呈现较大幅度增长。

表7: 电力锻件营收对比 (单位, 亿元)

	2018	2019	2020	2021	2022
恒润股份	5.90	7.61	14.55	12.08	9.18
通裕重工	5.45	8.85	14.53	9.12	10.33
派克新材	1.15	1.47	2.54	1.72	4.01
派克新材-风电锻件	0.2	0.67	0.9	0.5	0.6
派克新材-核电锻件			0.3	0.4	0.4
派克新材-火电锻件	0.94	0.76	0.0	0.1	0.3
派克新材-水电锻件			1.2	0.8	2.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

石化锻件方面, 公司 2021 和 2022 年石化锻件收入实现快速增长, 高于同行业可比公司。主要是由于公司攻克了石化行业设备所需的镍基合金锻件生产锻造工艺, 获得增量订单。

表8: 石化锻件营收对比

	2018	2019	2020	2021	2022
恒润股份	0.72	0.47	1.15	0.99	0.22
通裕重工	0.47	0.79	0.45	0.57	未披露
派克新材	2.17	2.77	2.65	5.22	7.70

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分业务盈利能力来看, 公司航空锻件毛利率与三角防务相接近、略高于中航重机、航宇科技等, 主要系公司高盈利军品客户出货占比高所致。

石化锻件业务方面, 公司毛利率较低于可比公司, 主要系公司产品范围较可比公司更广、石化锻件产品不同材质、不同规格和技术要求的产品成本及价格差异较大等所致。

电力锻件方面，公司毛利率变动趋势与同行企业一致，但公司主要电力锻件产品为风电齿轮、塔筒法兰，通裕重工主要电力锻件产品为风电主轴，恒润股份电力锻件主要为风电塔筒、汽轮机环件等，各公司在产品结构、业务布局方面有所差异，故毛利率也有显著区别。

表9: 航空航天锻件企业毛利率

	2018	2019	2020	2021	2022
三角防务	45.0%	45.0%	45.0%	46.7%	46.2%
中航重机	27.7%	27.4%	28.2%	29.1%	28.3%
航宇科技-航空锻件	23.4%	27.1%	30.4%	32.6%	33.2%
航宇科技-航天锻件	28.5%	24.9%	27.2%	31.5%	33.7%
派克新材-航空锻件	55.6%	46.1%	43.0%	50.5%	49.0%
派克新材-航天锻件	51.4%	47.0%	38.8%	34.0%	27.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表10: 石化与电力锻件毛利率比较

石化锻件毛利率	2018	2019	2020	2021	2022
恒润股份	29.1%	27.7%	23.7%	26.2%	20.8%
通裕重工	41.6%	33.4%	24.7%	18.0%	未披露
派克新材	19.7%	19.9%	19.6%	17.3%	18.3%

电力锻件毛利率	2018	2019	2020	2021	2022
恒润股份	23.3%	27.5%	37.4%	33.1%	10.3%
通裕重工	39.0%	38.3%	36.8%	27.7%	21.8%
派克新材	47.8%	32.3%	29.5%	13.4%	6.2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

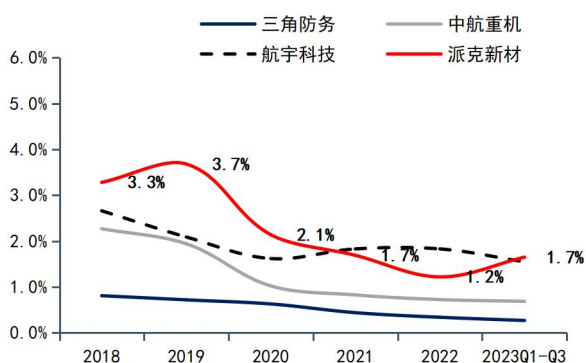
表11: 派克新材电力锻件业务毛利率

	2020	2021	2022	2023H1
火电锻件	34.3%	22.9%	16.6%	22.9%
风电锻件	15.6%	-9.4%	-4.4%	8.9%
核电锻件	45.5%	39.0%	35.5%	46.2%
水电锻件	31.3%	36.2%	28.0%	34.9%
合计	29.5%	13.4%	6.2%	18.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

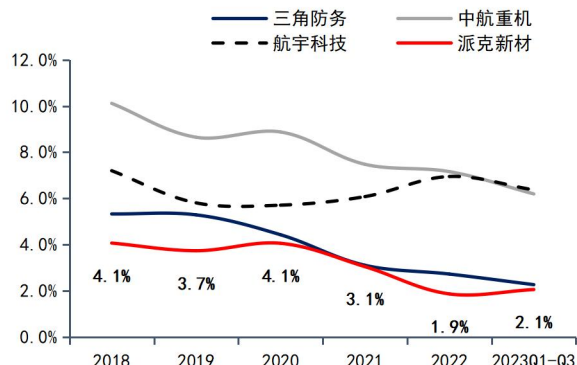
公司期间费用呈现稳中有降趋势。由于公司以航空航天锻件业务起家，营销体系、研发投入、资本开支与航空航天企业较为接近，而与更为专注从事风电或压力容器业务的恒润股份、通裕重工有一定差异。因此在期间费用率方面，我们选择其他三家航空航天锻件企业进行比较。由下图可以看到，随着营业收入的快速增长，公司费用率持续优化，期间费用率从2018年的11.42%下降至2023年前三季度的7.93%。与同行业公司相比，公司整体期间费用率处于行业平均水平，管理费用率、研发费用率处于行业较低水平；销售费用率前期较高，或受到军品发货及时性要求高、故小批量发货为主运费较高，部分客户距离较远运费较高等影响。

图46: 公司与可比公司销售费用率情况 (%)



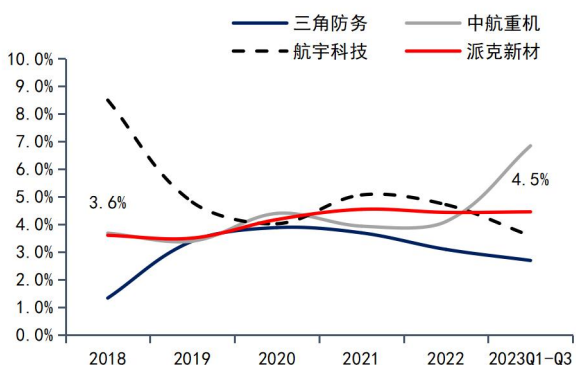
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司与可比公司管理费用率情况 (%)



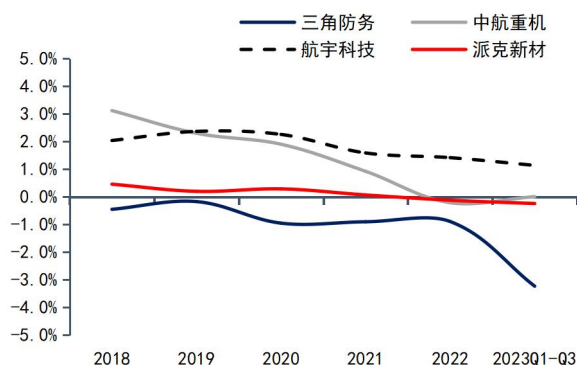
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 公司与可比公司研发费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

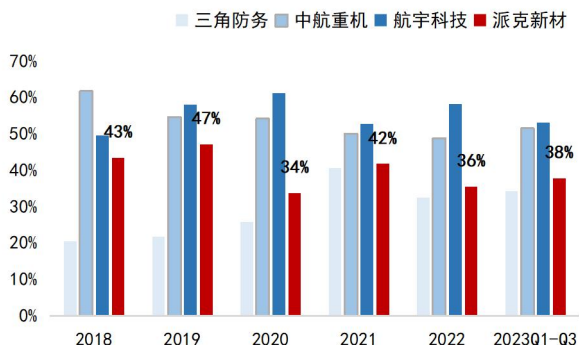
图49: 公司与可比公司财务费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

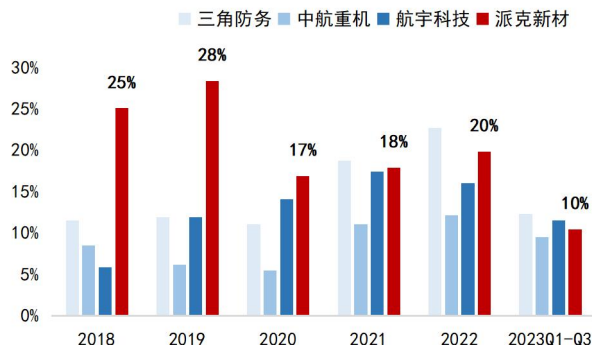
公司资产负债率处于行业中游水平, 并且常年保持在 34-47%的稳定区间, 低于中航重机与航宇科技。公司净资产收益率在上市前两年保持较高水平, 超过 25%, 并高于同板块企业, 与资本金较低以及高毛利率的航空航天业务占比较高有关。上市后公司两次直接融资 24.19 亿元, 扩充了净资产的基数, 加上 2021 年以来风电业务持续拖累公司业绩, 2021-2022 年风电锻件毛利率为负值, 拖累了公司业绩, 2020 年以后因此净资产收益率逐步下降到与可比公司接近的水平。

图50: 公司与可比公司资产负债率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

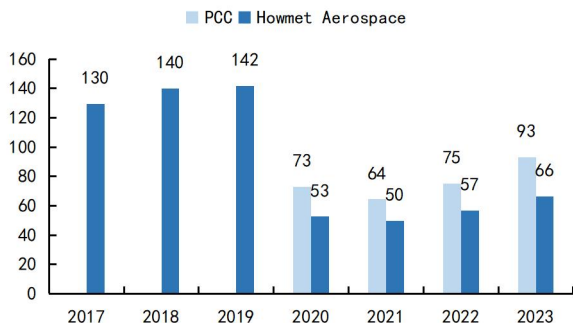
图51: 公司与可比公司净资产收益率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

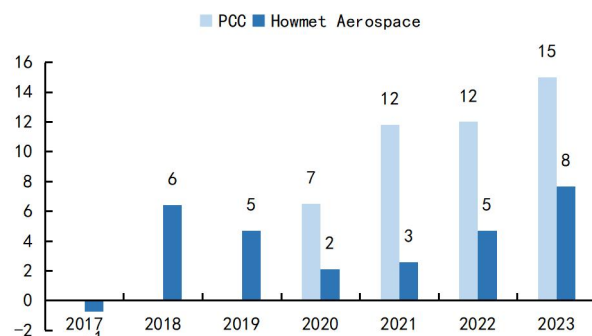
海外环形锻件龙头企业包括美国 Precision Castparts (PCC)、美国 Howmet Aerospace、美国 Scot Forge、英国 Doncasters、墨西哥 FRISA 等。从两家可对标海外上市公司数据可以看出, 近年来环形锻件企业的营收及净利润基本呈现上升趋势, 主要受益于国际航空需求的恢复以及商业航天产业的发展。

图52: 海外可比公司营业收入 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图53: 海外可比公司净利润 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 注: PCC 于 2016 年被伯克希尔哈撒韦公司收购, 未披露净利润数据, 故采用税前利润作为代替

盈利预测

假设条件

1. 航空航天锻件：

航空航天行业迎来重大发展机遇，一方面航空航天产业是国家重点发展的战略性新兴产业，另一方面我国经济高速发展和国防现代化建设为航空航天产业发展提供了广阔的市场空间。在这一背景下，公司大力开拓航空航天锻件市场，在手订单充裕且维持稳健增长趋势。公司募投项目预计将于 2026 年投产，届时公司将新增 5500 吨/年的航空航天用特种合金精密环形锻件产能，为公司市场规模的进一步扩张提供产能保障。

营业收入：我们预计 2023-2026 年航空航天锻件销售量为 4000/4000/5100/6600 吨，单吨价格为 30.56/30.94/26.37/27.36 万元/吨，销售收入为 12.23/12.38/13.45/18.06 亿元，同比增长 23%/1%/9%/34%。

毛利率：航空航天锻件业务毛利率相对稳定，预计 2023-2026 年毛利率为 47%/46%/46%/46%。

2. 石化锻件：

近两年，由于中东地区局势紧张、俄乌冲突延续、全球经济复苏，石油价格维持高位，石化锻件订单充裕。后续随着能源转型持续推进，我们预计石化锻件市场将保持平稳发展。

营业收入：我们预计 2023-2026 年石化锻件销售量为 47000/50000/53000/56000 吨，单吨价格维持在 1.90 万元/吨，销售收入 8.93/9.50/10.07/10.64 亿元，同比增长 16%/6%/6%/6%。

毛利率：我们预计 2023-2026 年石化锻件毛利率为 18%/18%/18%/18%。

3. 电力锻件：

公司 2020 年新建风电生产线产能在 2022 年逐步释放，公司加大了风电锻件市场的开发力度，客户订单也逐步释放，带动电力锻件板块收入增长。后续随着部分电源发展规模有所下降，整体销售规模预计将进入平台期。

营业收入：我们预计 2023-2026 年电力锻件销售量为 91900/96500/96500/91000 吨，单吨价格为 0.95/0.97/0.98/1.02 万元/吨，销售收入 8.77/9.38/9.51/9.30 亿元，同比变动+119%/+7%/+1%/-2%。

毛利率：我们预计 2023-2025 年电力锻件毛利率为 15%/17%/17%/18%。

表12：可比公司风电锻件业务毛利率

风电锻件业务毛利率	2019	2020	2021	2022	2023
通裕重工	38.3%	36.8%	27.7%	21.8%	21.4%
恒润股份	28.3%	37.5%	33.4%	14.4%	13.5%
金雷股份	31.7%	45.4%	39.7%	30.3%	33.5%
派克新材	-	15.6%	-9.4%	-4.4%	-

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

4. 其他锻件

营业收入：我们预计 2023-2025 年其他锻件销售量为 13500/14850/14850/14850 吨，单吨价格维持在 1.50 万元/吨，销售收入 2.03/2.23/2.23/2.23 亿元，同比变动-12%/+10%/+0%/+0%。

毛利率：我们预计 2023-2025 年其他锻件毛利率为 11%/11%/11%/11%。

表13: 主营业务假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
航空航天锻件						
收入 (亿元)	7.16	9.96	12.23	12.38	13.45	18.06
YoY	118%	39%	23%	1%	9%	34%
成本 (亿元)	3.85	5.48	6.53	6.65	7.23	9.67
毛利率 (%)	46%	45%	47%	46%	46%	46%
石化锻件						
收入 (亿元)	5.22	7.70	8.93	9.50	10.07	10.64
YoY	97%	47%	16%	6%	6%	6%
成本 (亿元)	4.32	6.29	7.32	7.79	8.26	8.72
毛利率 (%)	17%	18%	18%	18%	18%	18%
电力锻件						
收入 (亿元)	1.72	4.01	8.77	9.38	9.51	9.30
YoY	-32%	133%	119%	7%	1%	-2%
成本 (亿元)	1.49	3.76	7.48	7.83	7.90	7.61
毛利率 (%)	13%	6%	15%	17%	17%	18%
其他锻件						
收入 (亿元)	1.42	2.31	2.03	2.23	2.23	2.23
YoY	57%	62%	-12%	10%	0%	0%
成本 (亿元)	1.10	1.91	1.79	1.97	1.97	1.97
毛利率 (%)	23%	17%	11%	11%	11%	11%
其他业务						
收入 (亿元)	1.81	3.84	4.00	4.20	4.41	4.63
YoY	103%	112%	4%	5%	5%	5%
成本 (亿元)	1.55	3.33	3.72	3.91	4.10	4.31
毛利率 (%)	14%	13%	7%	7%	7%	7%
合计						
收入 (亿元)	17.33	27.82	35.95	37.68	39.66	44.86
YoY	69%	60%	29%	5%	5%	13%
成本 (亿元)	12.31	20.77	26.85	28.15	29.46	32.29
毛利率 (%)	31%	27%	28%	28%	28%	30%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表14: 公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	68.65%	60.50%	29.23%	4.82%	5.25%	13.10%
营业成本/营业收入	71.00%	74.65%	74.68%	74.71%	74.27%	71.97%
销售费用/销售收入	1.69%	1.22%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
管理费用/营业收入	3.05%	1.87%	2.06%	2.30%	2.30%	2.30%
研发费用/营业收入	4.55%	4.44%	4.46%	4.60%	4.60%	4.60%
营业税及附加/营业收入	0.11%	0.14%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
所得税税率	12.69%	4.85%	11.80%	13.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表15: 资本开支计划 (百万元)

披露年份	项目名称	总投资额	机器设备	厂房土地	铺底资金	设计年产能(吨)	机器折旧年限	厂房折旧年限	建设期	投产年份	资金来源	内部收益率(税后)	经营期年营收	经营期年利润
2020	航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目	580	459	50	44.86	3500	10	20	2年	2023	IPO募集资金	16.65%	503	101.98
2020	新一代能源装备用特种合金部件的产业化建设项目	322	300	22	-	37,440	10	20	1.5年	2022	自有资金	-	600	-
2022	航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目	1500	1044.4	219.65	223.3	4800	10	20	3年	2026	非公开发行	22.73%	1762.4	434.18
2023	航空航天用特种合金精密环形锻件智能产线建设项目	1296	671.3	219.3	228	5500	10	20	3年	2027	拟可转债	22.06%	2021	386.37
2023	精密加工项目	461.67	336	99.89	50	41740件	10	20	3年	2027	拟可转债	31.06%	687	237

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所预测

预测结果

综上, 我们预计公司 2023-2026 年实现营业收入 35.95/37.68/39.66/44.86 亿元, 同比增长 29%/5%/5%/13%; 实现归母净利润 5.09/5.39/5.60/6.81 亿元, 同比增长 5%/6%/4%/22%。当前股价对应 PE 分别为 16.6/15.7/15.1/12.4 倍。

表16: 公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,733	2,782	3,595	3,768	3,966	4,486
(+/-%)	68.7%	60.5%	29.2%	4.8%	5.3%	13.1%
净利润(百万元)	304	486	509	539	560	681
(+/-%)	82.6%	59.7%	4.8%	5.9%	4.0%	21.6%
每股收益(元)	2.51	4.01	4.20	4.45	4.62	5.62
EBIT Margin	19.6%	17.7%	16.8%	16.4%	16.8%	19.1%
净资产收益率(ROE)	17.9%	17.1%	12.5%	11.9%	11.2%	11.7%
市盈率(PE)	27.8	17.4	16.6	15.7	15.1	12.4
EV/EBITDA	25.4	18.9	13.7	13.8	14.0	13.2
市净率(PB)	4.64	2.19	1.96	1.77	1.61	1.45

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：84.3-92.4 元

根据以下主要假设条件,采用 FCFE 估值方法,得出公司合理估值区间为 84.3-92.4 元,对应 2024 年动态 PE 区间为 19.0-20.8 倍,较公司当前股价有 21%-32%的溢价空间。

表17: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	15.00%
无风险利率	3.00%	Ka	9.30%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.90
公司股价	69.79	Ke	9.33%
发行在外股数	121	E/(D+E)	75.00%
股票市值(E)	8457	D/(D+E)	25.00%
债务总额(D)	50	WACC	8.06%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为绝对估值的敏感性分析。

表18: 绝对估值的敏感性分析(元)

	FCFE	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%
1.8%	98.12	94.44	90.96	87.68	84.57	
1.7%	97.03	93.43	90.02	86.80	83.75	
1.6%	95.97	92.44	89.10	85.94	82.94	
1.5%	94.94	91.48	88.20	85.10	82.16	
1.4%	93.94	90.54	87.33	84.28	81.39	
1.3%	92.96	89.63	86.47	83.48	80.64	
1.2%	92.01	88.74	85.64	82.70	79.91	

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值：80.0-89.0 元

我们选取三角防务、航宇科技、中航重机为可比公司,得到可比公司 2024 年动态 PE 区间为 13-16 倍。公司进入 C919 大飞机供应链,相较于其他可比公司航空锻件业务给与公司更高业绩弹性;募投项目预计将于 2026 年投产,为公司长期业绩增长提供产能保障。考虑到以上因素,我们给予公司一定估值溢价,2024 年目标 PE18-20 倍,对应目标价 80.0-89.0 元。

表19: 锻件供应商估值对比

公司简称	公司代码	总市值(亿元)	归母净利润预测(亿元)			动态 PE			PB 2023E
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
三角防务	300775.SZ	135	8.1	10.5	13.1	16.6	12.9	10.4	2.5
航宇科技	688239.SH	48	1.9	3.7	5.3	25.9	13.0	9.1	2.8
中航重机	600765.SH	260	13.3	16.3	19.4	19.6	16.0	13.4	2.3
平均值						20.7	14.0	11.0	2.5
派克新材	605123.SH	85	5.1	5.4	5.6	16.6	15.7	15.1	2.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

预计公司 2023–2026 年实现营业收入 35.95/37.68/39.66/44.86 亿元，同比增长 29%/5%/5%/13%；实现归母净利润 5.09/5.39/5.60/6.81 亿元，同比增长 5%/6%/4%/22%。当前股价对应 PE 分别为 16.6/15.7/15.1/12.4 倍。综合考虑 FCFE 估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为 84.3–89.0 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 19.0–20.0 倍，较公司当前股价有 21%–28%的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 84.3-89.0 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 WACC 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本 WACC 对公司的估值影响较大，我们在计算 WACC 时采用的无风险利率 3.0%、股票风险溢价 7.0% 的取值都有可能偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司下游航空航天行业是国家战略新兴产业，武器装备建设迎来跨越式发展机会；新能源行业同样受到国家政策支持，新增装机维持高增速，后续随着行业政策变动以及产品更新迭代，公司长期永续增长率有低于预期的风险。
- 4、相对估值我们主要关注公司 2024 年估值，选取可比公司 2024 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 2024 年合理的 PE 在 18-20 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

军品市场需求不及预期的风险

公司军品的最终用户为军方，下游直接客户主要为各军工集团以及为各军工集团配套的企业。由于军工产品涉及国防安全的特殊性，国家对军品采购实行了严格的管控制度，导致军品采购具有高度的计划性。未来如果国际军事格局出现重大变化，或者国家国防战略和军费开支出现重大调整，可能导致公司军品业务下游需求增长放缓甚至下降。

盈利预测的风险

公司生产用主要原材料为碳钢、不锈钢、合金钢、高温合金、铝合金、钛合金等金属材料，上述直接材料占公司主营业务成本的比重较高。若上游原材料价格出现大幅上涨且公司未能及时对产品售价进行调整，将直接影响公司营业利润，对公司经营业绩带来不利影响。此外，若公司航空航天产能扩产进度不及预期，则可能导致未来盈利较测算值偏低的风险。

可转债转股后摊薄每股收益的风险

公司计划发行总额不超过 19.5 亿元的可转换公司债券，募集资金将用于航空航天用特种合金精密环形锻件智能产线建设项目、航空航天零部件精密加工建设项目以及补充流动资金。可转债进入转股期后，如果投资者在转股期内集中转股或者转股比例较大，将会在一定程度上摊薄公司的每股收益和净资产收益率。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	516	1115	612	978	600	营业收入	1733	2782	3595	3768	3966
应收款项	863	1062	1773	1858	1956	营业成本	1231	2077	2685	2815	2946
存货净额	499	898	772	810	847	营业税金及附加	2	4	14	14	15
其他流动资产	274	718	537	563	589	销售费用	29	34	59	62	65
流动资产合计	2303	4702	4690	5224	5025	管理费用	53	52	74	87	91
固定资产	703	935	816	997	2477	研发费用	79	124	160	173	182
无形资产及其他	37	127	124	121	119	财务费用	1	(3)	0	2	12
其他长期资产	90	228	288	301	317	投资收益	7	2	20	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(40)	(51)	(100)	(40)	(40)
资产总计	3133	5992	5918	6643	7938	其他收入	83	122	154	80	80
短期借款及交易性金融负债	33	314	0	0	553	营业利润	348	516	577	619	659
应付款项	900	1291	956	1003	1049	营业外净收支	0	(5)	0	0	0
其他流动负债	132	165	282	296	310	利润总额	348	510	577	619	659
流动负债合计	1087	1794	1274	1337	1952	所得税费用	44	25	68	80	99
长期借款及应付债券	0	50	50	250	450	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	221	286	286	286	286	归属于母公司净利润	304	486	509	539	560
长期负债合计	221	336	336	536	736	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1308	2130	1610	1873	2688	净利润	304	486	509	539	560
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(27)	(38)	(40)	(20)	(20)
股东权益	1824	3862	4308	4771	5250	折旧摊销	44	67	132	132	132
负债和股东权益总计	3133	5992	5918	6643	7938	公允价值变动损失	(1)	(2)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	1	(3)	0	2	12
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	182	(682)	(692)	(99)	(112)
每股收益	2.51	4.01	4.20	4.45	4.62	其它	(496)	335	25	22	32
每股红利	0.26	0.52	0.63	0.67	0.69	经营活动现金流	6	167	(71)	569	587
每股净资产	15.06	31.87	35.55	39.37	43.33	资本开支	(179)	(403)	(10)	(310)	(1610)
ROIC	17%	16%	12%	12%	10%	其它投资现金流	426	(967)	(45)	(14)	(16)
ROE	18%	17%	12%	12%	11%	投资活动现金流	246	(1371)	(55)	(324)	(1626)
毛利率	29%	25%	25%	25%	26%	权益性融资	1	1583	0	0	0
EBIT Margin	20%	18%	17%	16%	17%	负债净变化	(37)	312	(314)	200	753
EBITDA Margin	22%	20%	20%	20%	20%	支付股利、利息	(56)	(31)	(63)	(76)	(81)
收入增长	69%	60%	29%	5%	5%	其它融资现金流	(37)	262	(314)	0	553
净利润增长率	83%	60%	5%	6%	4%	融资活动现金流	(93)	1867	(377)	122	660
资产负债率	42%	36%	27%	28%	34%	现金净变动	159	663	(503)	366	(378)
股息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	货币资金的期初余额	305	516	1115	612	978
P/E	27.8	17.4	16.6	15.7	15.1	货币资金的期末余额	516	1115	612	978	600
P/B	4.6	2.2	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	343	(550)	(38)	259	(1024)
EV/EBITDA	25.4	18.9	13.7	13.8	14.0	权益自由现金流	306	(235)	(353)	457	(281)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032