

**评级：买入（维持）**

市场价格：14.95

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

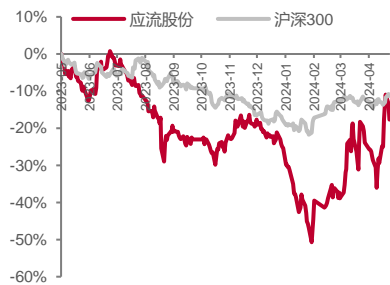
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	683
流通股本(百万股)	683
市价(元)	14.95
市值(百万元)	10,213
流通市值(百万元)	10,213

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,198	2,412	2,903	3,195	3,535
增长率 yoy%	8%	10%	20%	10%	11%
净利润(百万元)	402	303	409	507	642
增长率 yoy%	74%	-25%	35%	24%	27%
每股收益(元)	0.59	0.44	0.60	0.74	0.94
每股现金流量	-0.03	0.34	0.75	0.74	0.79
净资产收益率	8%	6%	8%	9%	11%
P/E	25.4	33.7	25.0	20.1	15.9
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

备注：股价为4月30日收盘价

**投资要点**

■ **事件**：公司发布2023年年报及2024年一季报，2023年公司实现营业收入24.12亿元，同比增长9.75%；实现归母净利润3.03亿元，同比减少24.50%；实现扣非归母净利润2.80亿元，同比增长22.89%。2024年第一季度实现营业收入6.62亿元，同比增长9.07%；实现归母净利润0.91亿元，同比增长11.12%；实现扣非归母净利润0.90亿元，同比增长29.05%。

■ **两机业务放量&核能核电业务稳增长，价值链延伸成效显著。**1) **收入及利润端**，2023年公司实现营业收入24.12亿元，同比增长9.75%，主要受益于两机业务持续放量；实现归母净利润3.03亿元，同比减少24.50%，主要系2022年度合肥土地收储、霍山“退城进园”等项目为公司带来资产处置收益1.13亿元，2023年公司资产处置收益-44.18万元，公司2023年扣非归母净利润同比增长22.89%。2024年第一季度实现营业收入6.62亿元，同比增长9.07%；实现归母净利润0.91亿元，同比增长11.12%，业绩稳定增长。2) **分业务来看**，2023年①**两机业务持续放量，价值链上下游延伸成果显著**。航空航天新材料及零部件板块实现营业收入7.88亿元，同比增长25.82%。报告期内，燃气轮机方面，新接订单金额超6亿元，其中率先通过国家“两机专项”大F级重型燃机一二三级定向空心透平叶片新产品验收并批量交付，为300MW级重型燃气轮机顺利下线提供了有力保障；公司还与国际燃机龙头签署战略合作协议，订单金额突破新高；航空发动机方面，公司为G公司供应的某型航空发动机机匣全球市场份额占比超过50%，订单滚动至2026年；为某集团继续批量交付国产航空发动机叶片，同时开发其他型号的叶片并实现首套交付；公司还为国产商用大飞机发动机交付机匣、叶片等；材料和加工方面，高温合金品类覆盖等轴晶、定向晶和单晶，基本满足目前母合金牌号需求；陶瓷型芯本土化助力重点型号开发提质提速；“两机”热端部件加工生产线、热障涂层生产线建设顺利推进，预计2024年度实现一期工程投产。②**核电订单充足，核能业务持续突破**。核能新材料及零部件板块实现营业收入3.80亿元，同比增长16.66%。报告期内，受益于核电下游需求扩张，公司在手订单充足；刚性和柔性屏蔽材料开始陆续发力，贡献新的增量；公司积极拓展核能材料应用领域，为核聚变堆配套，成功开发三种关键核心部件和极端环境功能材料高硼钢、钨硼钢，并开始逐步实现产业化。③**传统铸件板块产品结构持续优化**。高端装备零部件板块实现营业收入11.71亿元，同比增长1.10%，该业务毛利率增加0.09pct至30.76%，常规产品结构优化、均价上升。3) **盈利能力方面**，2023年公司销售毛利率为36.17%，同比减少0.55pct；销售净利率为11.54%，同比减少6.14pct。2024Q1公司销售毛利率为34.31%，同比减少2.92pct；销售净利率为12.90%，同比增加0.70pct。

■ **重点研发项目成果显著，三费占比下降明显。**1) **研发层面**，截至2023年报，公司重点攻关开发项目8个，其中高精度重型燃汽轮机镍基高温合金叶片制备项目、国产大推力航空发动机高温合金薄壁机匣、单晶及定向叶片的制壳系统项目研发进度达100%，并形成自主知识产权或专有技术；国产化F级燃机定向晶铸造验证开发项目进度85%；航天发动机复杂结构导向器整体精铸项目、大飞机发动机复杂型腔薄壁机匣项目及小型涡轴发动机及涡轮动力研发应用项目预计2024-2025年完成。2) **费用方面**，2023年公司三费占比为13.79%，同比下降1.30pct，其中研发费用为2.93亿元，

同比增加 15.03%；销售费用为 0.34 亿元，同比减少 5.83%；财务费用为 1.07 亿元，同比减少 4.24%；管理费用为 1.92 亿元，同比增加 4.26%。

- **重点发力低空+低碳领域，产业链延伸打开增长空间。1) 低空：积极布局航空发动机整机及配套直升机、无人机领域。**公司在 2016 年收购德国 SBM 公司，完成两款涡轴发动机技术引进，并成立应流航空，深入研发 100KW-300KW 级涡轴发动机和 400KW 以下混合动力包，同时兼顾大马力涡轴发动机预研。目前 YLWZ-130/190 已经完成国产化开发并进行了小批量生产；YLWZ-300 首台已于 2024 年一季度进行了交付；120KW 和 275KW 混合动力包瞄准无人机货运、增程式电动载重汽车、应急救援市场，得到了目标客户认可。公司已经完成起飞重量 270 公斤、1000 公斤无人直升机的开发，2024 年度重点完成起飞重量 600 公斤无人机的研发和产品鉴定。**2) 低碳：前瞻布局核聚变领域。**公司在维持中子吸收材料、屏蔽材料市场领先基础上，前瞻布局核聚变应用领域，2024 年 1 月公司与合肥能源院成立聚能新材，从事聚变堆材料及部件研发。
- **投资建议：**考虑部分产品或受交付节奏影响，我们下调 2024-2025 年收入至 29.03/31.95 亿元（原值 31.53/34.52 亿元），新增 2026 年收入 35.35 亿元；2024-2025 年归母净利润分别为 4.09/5.07 亿元（原值 5.60/6.93 亿元），新增 2026 年归母净利润 6.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.60 元、0.74 元、0.94 元，对应 PE 分别为 25X、20X、16X。公司两机业务受益于国产化推进，核能新材料及零部件业务受益于核电建设提速，传统业务稳健经营，积极实施价值链延伸+产业链战略，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品订单不及预期；传统铸件和核电业务发展不及预期；燃气轮机国产化进度不及预期；新业务进展不及预期；业绩预测和估值判断不达预期。

**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	255	306	337	436	营业收入	2,412	2,903	3,195	3,535
应收票据	68	75	83	92	营业成本	1,540	1,809	1,970	2,154
应收账款	975	1,177	1,293	1,432	税金及附加	43	58	70	78
预付账款	31	36	39	43	销售费用	34	40	44	49
存货	1,857	1,960	2,116	2,365	管理费用	192	232	252	276
合同资产	0	0	0	0	研发费用	293	377	422	474
其他流动资产	135	162	178	197	财务费用	107	62	-55	-113
流动资产合计	3,320	3,716	4,047	4,565	信用减值损失	-14	-14	-14	-14
其他长期投资	147	176	194	215	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,284	3,686	4,492	4,678	投资收益	2	0	0	0
在建工程	1,558	1,158	358	158	其他收益	95	75	0	0
无形资产	707	686	683	681	营业利润	285	384	477	604
其他非流动资产	1,453	1,458	1,462	1,468	营业外收入	1	1	1	0
非流动资产合计	7,155	7,170	7,195	7,207	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	10,475	10,886	11,243	11,771	利润总额	285	384	477	603
短期借款	1,306	1,312	1,453	1,306	所得税	7	9	11	13
应付票据	121	166	174	191	净利润	278	375	466	590
应付账款	668	802	864	950	少数股东损益	-25	-33	-42	-53
预收款项	0	1	2	2	归属母公司净利润	303	409	507	642
合同负债	84	58	64	71	NOPLAT	383	436	412	479
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.44	0.60	0.74	0.94
一年内到期的非流动负债	467	334	334	334					
其他流动负债	127	148	160	173	主要财务比率				
流动负债合计	2,773	2,822	3,050	3,026	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	2,008	2,158	1,958	2,058	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	9.7%	20.4%	10.1%	10.6%
其他非流动负债	758	758	758	758	EBIT增长率	-22.5%	13.9%	-5.5%	16.2%
非流动负债合计	2,766	2,916	2,716	2,816	归母公司净利润增长率	-24.5%	34.8%	24.2%	26.6%
负债合计	5,539	5,739	5,766	5,843	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,463	4,709	5,079	5,584	毛利率	36.2%	37.7%	38.3%	39.1%
少数股东权益	473	439	398	345	净利率	11.5%	12.9%	14.6%	16.7%
所有者权益合计	4,936	5,148	5,476	5,929	ROE	6.1%	7.9%	9.3%	10.8%
负债和股东权益	10,475	10,886	11,243	11,771	ROIC	4.9%	5.4%	4.9%	5.5%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	52.9%	52.7%	51.3%	49.6%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	92.0%	88.6%	82.2%	75.2%
经营活动现金流	234	510	507	541	流动比率	1.2	1.3	1.3	1.5
现金收益	652	738	737	858	速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
存货影响	-427	-102	-156	-249	营运能力				
经营性应收影响	-27	-215	-127	-151	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
经营性应付影响	24	180	70	103	应收账款周转天数	142	133	139	139
其他影响	11	-91	-17	-20	应付账款周转天数	152	146	152	152
投资活动现金流	-618	-285	-334	-372	存货周转天数	384	380	372	374
资本支出	-597	-281	-330	-366	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.44	0.60	0.74	0.94
其他长期资产变化	-21	-4	-4	-6	每股经营现金流	0.34	0.75	0.74	0.79
融资活动现金流	229	-173	-142	-71	每股净资产	6.53	6.89	7.43	8.17
借款增加	486	23	-59	-47	估值比率				
股利及利息支付	-265	-346	-389	-441	P/E	34	25	20	16
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	8	150	306	417	EV/EBITDA	57	50	50	43

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。