

中航重机 (600765.SH)

收购与自建并举，锻件产能扩张稳步推进

增持

核心观点

航空锻造领域龙头，业绩稳步增长。公司是我国航空锻造领域龙头、高端装备锻件的核心供应商，与中国商飞、中国商发深度合作，同时是波音、空客、赛峰、罗罗、GE、ITP、IHI、Mettis 等知名航空制造企业的锻件供应商。2023 年公司实现营业收入 105.8 亿元，同比增长 0.1%；实现归母净利润 13.3 亿元，同比增长 11%。锻铸产品是公司第一大业务板块，自 2021 年以来收入占比超过 75%。

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。

收购宏山锻造股权，开拓高附加值锻件市场。公司收购宏山锻造 80% 股权，并获得宏山锻造持有的 500MN 大型模锻液压设备，可在较短时间内投入高附加值锻件订单的生产。宏山锻造拥有国内唯一一台进口且采用三梁四柱技术建造而成的 500MN 锻压机，具有精度高、成新率高、寿命长、工作台空间大等特点，适合大尺寸锻件加工，可填补公司大型锻件生产能力的不足。同时，宏山锻造围绕 500MN 锻压机建造而成的主要配套设备均为进口先进设备，生产线体系完整，该生产线亦是国内唯一的成体系、整建制的先进的进口生产线。

募投项目建设持续推进，锻铸产能稳步扩张。公司定增募投西安新区先进锻造产业基地建设项目已于 2023 年底投产，此外航空精密模锻产业转型升级项目及特种材料等温锻造生产线建设项目预计将于 2024 年底陆续投产，为公司市场规模的进一步扩张提供产能保障。

投资建议：预计公司 2024-2026 年实现营业收入 123/145/171 亿元，同比增长 17%/17%/18%；实现归母净利润 15.8/19.0/23.1 亿元，同比增长 19%/20%/21%。当前股价对应 PE 分别为 19/16/13 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为 21.6-22.5 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 20.2-21.1 倍，较公司当前股价有 6%-10% 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

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,570 | 10,577 | 12,345 | 14,491 | 17,146 |
| (+/-%) | 20.2% | 0.1% | 16.7% | 17.4% | 18.3% |
| 净利润(百万元) | 1,202 | 1,329 | 1,579 | 1,899 | 2,306 |
| (+/-%) | 34.9% | 10.6% | 18.9% | 20.2% | 21.4% |
| 每股收益(元) | 0.82 | 0.90 | 1.07 | 1.28 | 1.56 |
| EBIT Margin | 17.0% | 16.4% | 16.5% | 16.7% | 16.9% |
| 净资产收益率 (ROE) | 12.2% | 12.1% | 13.1% | 14.2% | 15.4% |
| 市盈率 (PE) | 25.0 | 22.6 | 19.1 | 15.9 | 13.1 |
| EV/EBITDA | 19.4 | 21.0 | 18.3 | 16.0 | 14.1 |
| 市净率 (PB) | 2.78 | 2.44 | 2.23 | 2.00 | 1.79 |

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 · 其他电源设备 II

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

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 |
| 合理估值 | 21.60 - 22.50 元 |
| 收盘价 | 20.37 元 |
| 总市值/流通市值 | 30179/29917 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 27.80/12.38 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 616.82 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 |
| 历史沿革 | 5 |
| 股权结构 | 6 |
| 管理团队 | 6 |
| 公司业务 | 7 |
| 行业分析 | 8 |
| 全球民用航空需求恢复，国内航空航天产业加速发展 | 8 |
| 公司业务分析 | 11 |
| 锻铸产品 | 11 |
| 液压产品 | 19 |
| 散热器 | 21 |
| 可比公司分析 | 23 |
| 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：21.6-22.5 元 | 30 |
| 相对估值：21.5-22.5 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 |
| 进口设备维保风险 | 32 |
| 附表：财务预测与估值 | 33 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司历史沿革 | 5 |
| 图 2: 公司营业收入及增速 (亿元、%) | 7 |
| 图 3: 公司归母净利润及增速 (亿元、%) | 7 |
| 图 4: 公司收入构成 (亿元) | 7 |
| 图 5: 公司毛利率、净利率、ROE (%) | 7 |
| 图 6: 全国各地区客机机队 | 8 |
| 图 7: 全球及中国旅客周转量情况 (万亿客公里) | 8 |
| 图 8: 全球民用喷气式固定翼飞机交付量 (架) | 8 |
| 图 9: 波音公司与空客公司飞机交付情况 (架) | 9 |
| 图 10: 全球民用飞机 2022-2042 年数量变化情况 (架) | 9 |
| 图 11: 国内客运飞机保有量情况 (架) | 9 |
| 图 12: C919 与 ARJ21 累计交付与在手订单 (截至 2023 年末) | 9 |
| 图 13: 全球民用航空发动机交付数量 (台) | 10 |
| 图 14: 全球民用航空发动机行业竞争格局 | 10 |
| 图 15: 锻造的工艺原理介绍 | 11 |
| 图 16: 公司锻铸产品收入及增速 (亿元, %) | 12 |
| 图 17: 公司锻铸产品毛利率 (%) | 12 |
| 图 18: 公司锻铸产品销量 (万吨) | 12 |
| 图 19: 公司锻铸产品单吨售价、成本、毛利 (不含税, 万元) | 12 |
| 图 20: 飞行器发动机的分类 | 13 |
| 图 21: 航空锻件图例 | 13 |
| 图 22: 航空发动机锻件示意图 | 13 |
| 图 23: 波音 787 材料构成质量比 | 14 |
| 图 24: 数控加工的铝合金结构件 | 14 |
| 图 25: 航天锻件图例 | 15 |
| 图 26: 火箭用锻件示意图 | 15 |
| 图 27: 我国长征系列运载火箭 (部分型号) | 15 |
| 图 28: 载人飞船示意图 | 15 |
| 图 29: 公司液压产品业务收入及增速 (亿元, %) | 19 |
| 图 30: 公司液压产品业务毛利率 (%) | 19 |
| 图 31: 公司液压产品销量 (万台/套) | 19 |
| 图 32: 公司液压产品单台售价、成本、毛利 (不含税, 万元) | 19 |
| 图 33: 公司散热器业务收入及增速 (亿元, %) | 21 |
| 图 34: 公司散热器业务毛利率 (%) | 21 |
| 图 35: 公司散热器销量 (万台/套) | 21 |
| 图 36: 公司散热器单台售价、成本、毛利 (不含税, 万元) | 21 |
| 图 37: 公司与可比公司销售费用率情况 (%) | 25 |

| | |
|--|----|
| 图 38: 公司与可比公司管理费用率情况 (%) | 25 |
| 图 39: 公司与可比公司研发费用率情况 (%) | 25 |
| 图 40: 公司与可比公司财务费用率情况 (%) | 25 |
| 图 41: 公司与可比公司资产负债率情况 (%) | 26 |
| 图 42: 公司与可比公司净资产收益率情况 (%) | 26 |
| 图 43: 海外可比公司营业收入 (单位: 亿美元) | 26 |
| 图 44: 海外可比公司净利润 (单位: 亿美元) | 26 |
| | |
| 表 1: 公司前九大股东明细 (2024. 3. 31) | 6 |
| 表 2: 公司董事及高级管理人员的情况 (2023. 12. 31) | 6 |
| 表 3: 主要子公司及经营情况 | 11 |
| 表 4: 公司锻铸产品客户简介 | 15 |
| 表 5: 公司锻铸产品示意图 | 16 |
| 表 6: 宏山锻造资产评估结果 (以 2022 年 12 月 31 日为评估基准日) 及交易对价估值 | 17 |
| 表 7: 卓越公司核心财务指标 | 18 |
| 表 8: 公司液压产品示意图 | 20 |
| 表 9: 公司散热器产品示意图 | 22 |
| 表 10: 公司锻造业务国际市场竞争对手 | 23 |
| 表 11: 公司锻造业务国内市场竞争对手 | 24 |
| 表 12: 航空航天营收比较 (单位: 亿元) | 24 |
| 表 13: 航空航天锻件企业毛利率 | 25 |
| 表 14: 锻铸业务假设 | 27 |
| 表 15: 散热器业务假设 | 27 |
| 表 16: 液压业务假设 | 27 |
| 表 17: 公司近年定增募投项目明细 | 28 |
| 表 18: 公司在建工程明细 (截至 2023 年 12 月 31 日) | 28 |
| 表 19: 主营业务假设 (亿元、%) | 28 |
| 表 20: 公司盈利预测核心假设 | 29 |
| 表 21: 公司盈利预测及市场重要数据 | 29 |
| 表 22: 资本成本假设 | 30 |
| 表 23: 绝对估值的敏感性分析 (元) | 30 |
| 表 24: 可比公司估值表 | 30 |

公司概况

历史沿革

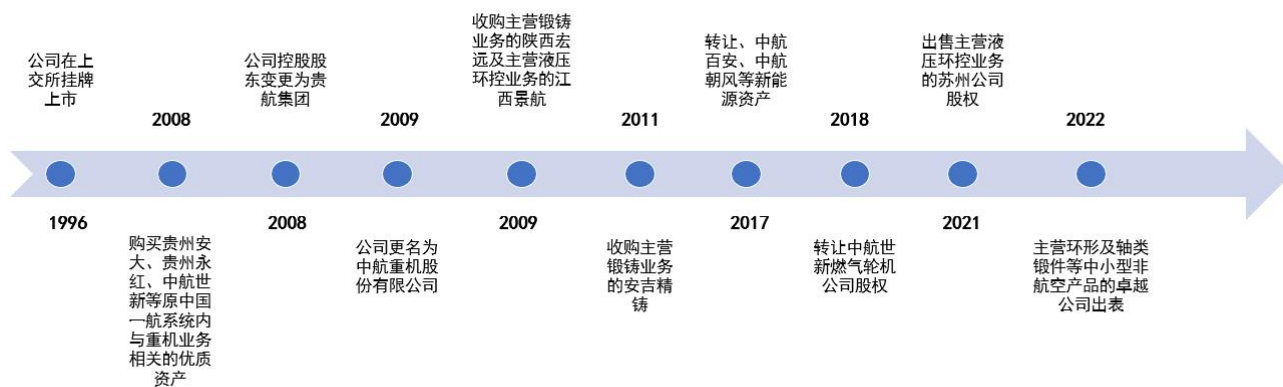
中航重机股份有限公司的前身是贵州力源液压股份有限公司。力源液压系由贵阳航空液压件厂（2000年改制为贵州金江航空液压有限责任公司）作为独家发起人募集设立。1996年11月6日，公司在上海证券交易所挂牌上市。

2008年，公司向贵航集团、盖克机电、中航投资、金江公司共计发行0.71亿股普通股，用于购买贵州安大100%股权、贵州永红100%股权、中航世新57%股权等原中国一航系统内与重机业务相关的优质资产，本次交易构成重大资产重组。本次交易完成后，本公司控股股东变更为贵航集团。

2009年，公司更名为中航重机股份有限公司，并设立子公司中航力源承接液压业务，同年收购主营锻铸业务的陕西宏远及主营液压环控业务的江西景航等公司。2011年，公司向实际控制人航空工业集团、贵航集团等定向增发，募资用于购买主营锻铸业务的安吉精铸100%股权等项目。

近年来，中航重机在航空工业发展战略的指引下，按照国资委的要求，先后剥离了新能源、燃机等非主业资产，聚焦高端航空锻铸造、高端液压环控主营业务。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构

截至 2024 年 3 月 31 日, 贵航集团为公司控股股东, 合计持有公司 29.05% 的股份, 其直接持有公司 6.10% 的股份, 并通过金江公司、盖克公司分别间接持有公司 21.67%、1.28% 的股份; 航空工业集团为公司的实际控制人, 通过中航产融、航空工业通飞、贵航集团和中航科工间接控制公司 36.92% 的股份。

表1: 公司前九大股东明细 (2024.3.31)

| 股东名称 | 持股数量(亿股) | 占总股本比例(%) |
|--------------------|----------|-----------|
| 贵州金江航空液压有限责任公司 | 3.21 | 21.67% |
| 中国贵州航空工业(集团)有限责任公司 | 0.90 | 6.10% |
| 中航工业产融控股股份有限公司 | 0.76 | 5.10% |
| 中央企业乡村产业投资基金股份有限公司 | 0.29 | 1.94% |
| 中航通用飞机有限责任公司 | 0.25 | 1.66% |
| 贵州盖克航空机电有限责任公司 | 0.19 | 1.28% |
| 全国社保基金四一八组合 | 0.19 | 1.27% |
| 香港中央结算有限公司 | 0.17 | 1.13% |
| 中国航空科技工业股份有限公司 | 0.16 | 1.11% |
| 合计 | 6.12 | 41.26% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

管理团队

表2: 公司董事及高级管理人员的情况 (2023.12.31)

| 姓名 | 职务 | 性别 | 简介 |
|-----|---------|----|--|
| 冉兴 | 董事长 | 男 | 男, 1968 年生, 中国国籍, 中航重机股份有限公司党委书记, 董事长, 正高级工程师, 清华大学工程博士。1990 年 7 月南昌航空工业学院铸造专业毕业, 2010 年 6 月贵州大学工商管理专业硕士毕业, 2023 年 8 月获清华大学工程博士学位。1990 年参加工作, 曾任贵州安吉航空精密铸造有限责任公司分厂厂长, 总工程师, 总经理, 董事长, 党委书记, 中航重机股份有限公司总经理, 党委副书记。 |
| 胡灵红 | 总经理、董事 | 女 | 女, 1970 年 4 月生, 1990 年毕业于北京航空航天大学材料工程检测与控制专业, 后取得北京航空航天大学工商管理硕士学位。1990 年 7 月参加工作, 曾任贵州永红航空机械有限责任公司党委副书记, 副总经理; 贵州航空工业集团有限责任公司副总师; 贵州永红航空机械有限责任公司党委书记, 董事长, 总经理, 法人代表。现任中航重机股份有限公司党委副书记, 总经理。 |
| 宋贵奇 | 总会计师、董事 | 男 | 男, 1973 年 1 月生, 1997 年 7 月本科毕业于郑州航空工业管理学院, 后取得美国密苏里州立大学高级工商管理硕士学位。1997 年 9 月参加工作, 曾任中国飞行试验研究院副总会计师, 陕西宏远航空锻造有限责任公司总会计师, 中国特种飞行器研究生总会会计师。现任中航重机总会计师。 |
| 褚林塘 | 副总经理、董事 | 男 | 男, 1969 年 9 月生, 1991 年本科毕业于天津大学海洋与船舶工程系船舶工程专业, 后取得南京航空航天大学航空宇航学院航空工程专业工程硕士学位。1991 年 7 月参加工作, 曾任 605 所第二研究室设计员, 专业组长, 航空工程发展部设计员, 航空工程发展部副部长, 副所长, 总工程师。现任航空工业通飞副总工程师, 中航通飞研究院有限公司副总经理(副院长)。 |
| 张育松 | 董事 | 男 | 男, 1970 年 8 月生, 1990 年 7 月专科毕业于北京航空航天大学材料工程系材料检测与控制技术专业, 后取得北京航空航天大学管理工程专业学士学位。1990 年 7 月参加工作, 曾任 011 基地物资供应管理站计划员, 经理, 副部长, 贵州中航供销公司副总经理, 贵州成智重工破碎设备有限责任公司营销部部长, 贵航集团发展计划部业务经理, 副部长, 综合计划管理部发展计划处处长, 贵航股份规划发展部部长, 规划投资部部长, 贵航股份永红散热器公司党委书记, 副总经理, 中航通飞规划发展部副部长, 战略资本部部长, 规划发展部部长。现任航空工业通飞董事会秘书, 股东事务办公室主任。 |
| 曾洁 | 董事 | 女 | 女, 1988 年 9 月出生, 2010 年毕业于北京物资学院人力资源管理专业, 2012 年取得中南大学经济管理硕士学位。2013 年 3 月参加工作, 曾任通飞研究院财务部主管, 航空工业通飞经营财务部高级主管, 经营财务部副部长, 现任航空工业通飞华南公司副总会计师, 财务管理部部长。 |
| 王志宏 | 董事会秘书 | 男 | 男, 1970 年 7 月出生, 1991 年毕业于郑州轻工业学院工业企业管理专业, 1997 年 11 月取得中级工业经济专业技术资格证书, 2009 年毕业于南昌航空大学铸造成型专业, 2018 年通过上海证券交易所董事会秘书资格考试并取得任职证书。1991 年 8 月参加工作, 曾任贵州安吉航空精密铸造有限公司(以下简称“安吉公司”)发展计划部部长, 计划制造部副部长, 市场部部长, 督导部部长, 总经理助理; 河北安吉宏业公司副总经理; 贵州安吉有色铸造有限责任公司总经理; 安吉公司综合管理部部长, 民品部部长, 副总经理, 董事会秘书。中航重机股份有限公司综合管理部部长、证券法务部部长。现任中航重机股份有限公司董事会秘书、总法律顾问、首席合规官。 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

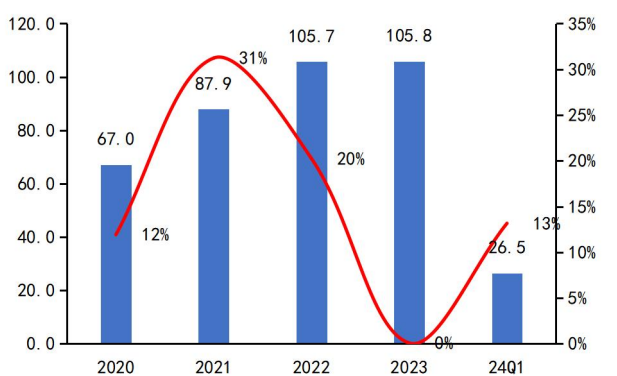
公司业务

公司主营业务包括：锻铸业务、液压环控业务及其他业务，其中液压环控业务包括液压业务和散热器业务。

2023 年公司实现营业收入 105.8 亿元，同比增长 0.1%；实现归母净利润 13.3 亿元，同比增长 11%。受益于锻铸产品需求增长，公司收入及利润快速提升。2019-2023 年公司营业收入 CAGR 约为 15%，归母净利润 CAGR 约为 48%。

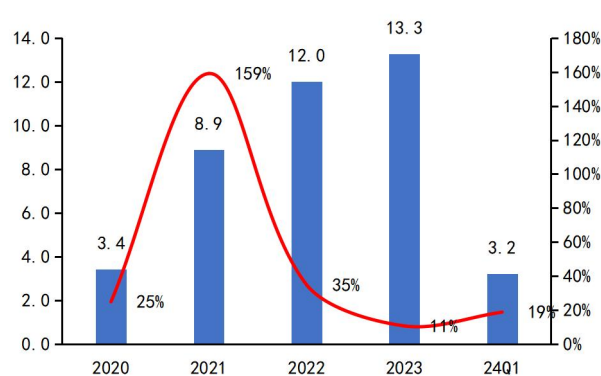
2024 年一季度公司实现营业收入 26.5 亿元，同比增长 13%，环比增长 1%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比增长 19%，环比增长 7%。

图2：公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）

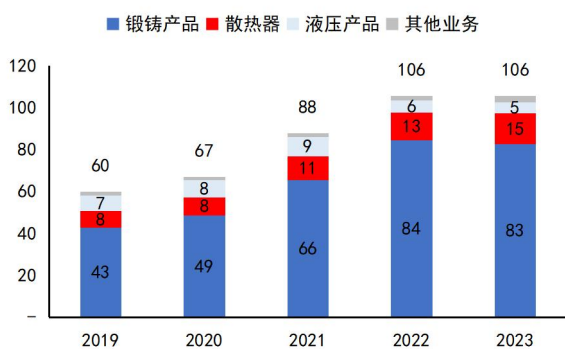


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

分业务类型来看，锻铸产品收入占比最大。其中 2023 年 1) 锻铸产品业务实现收入 83 亿元，占比 78%；2) 散热器业务实现收入 15 亿元，占比 14%；3) 液压产品业务实现收入 5 亿元，占比 5%；4) 其他业务实现收入 3 亿元，占比 3%。

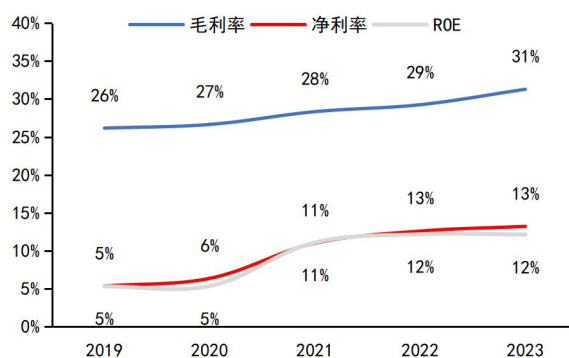
2023 年公司毛利率为 31%，同比增长 2pcts；净利率为 13%，同比增长 0.6pcts；ROE 为 12%，同比持平。2021 年起公司收入增速放缓，但盈利能力逐步提升，主要原因如下：1) 2021 年主营液压环控业务，毛利率较低的民用产品的力源液压（苏州）有限公司出表；2) 2022 年底主营锻铸产品业务，毛利率较低的中小型非航空产品的中航卓越锻造（无锡）有限公司出表。

图4：公司收入构成（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率、净利率、ROE (%)



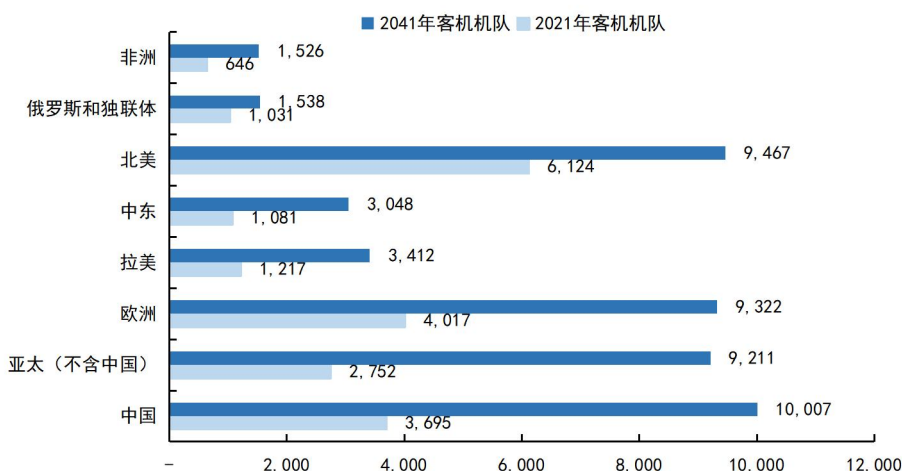
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

行业分析

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6: 全国各地区客机机队

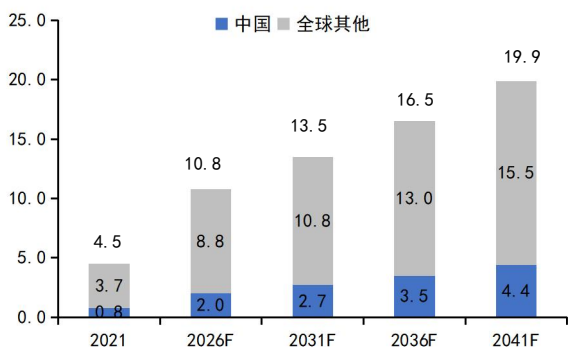


资料来源：《中国商飞公司市场预测年报 2022-2041》，国信证券经济研究所整理

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。

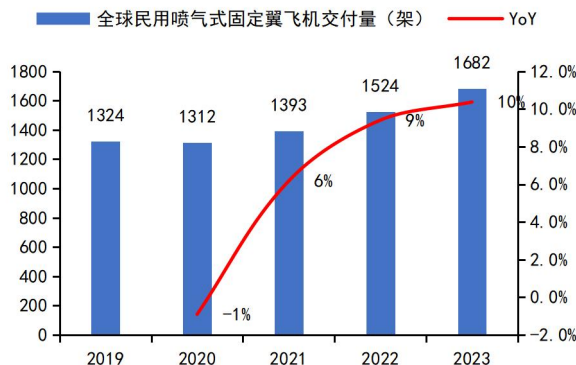
展望后续，民航旅行需求稳步增长、老旧飞机或相继退役，新民用飞机交付量有望保持稳定提升态势。根据波音公司预测，2023-2042 年全球民用飞机交付量约达到 42595 架，价值约为 8 万亿美元。

图7: 全球及中国旅客周转量情况（万亿客公里）



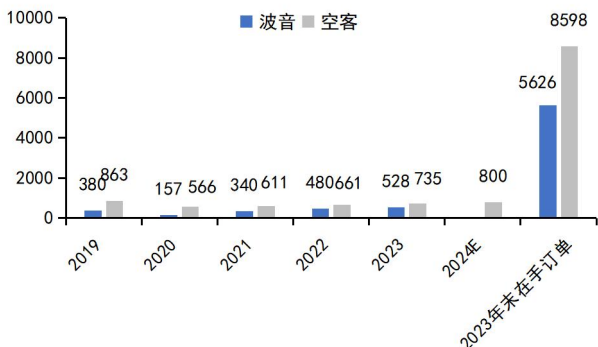
资料来源：《中国商飞公司市场预测年报 2022-2041》，国信证券经济研究所整理

图8: 全球民用喷气式固定翼飞机交付量（架）



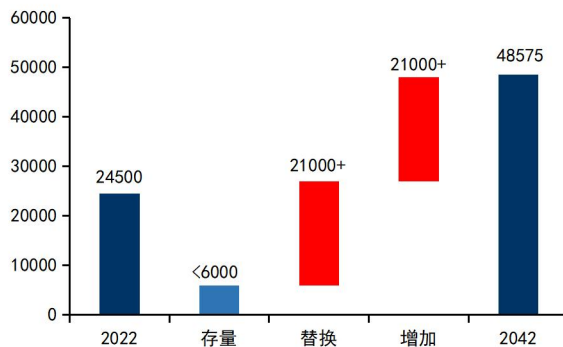
资料来源：国际通用航空制造商协会官网，国信证券经济研究所整理

图9：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

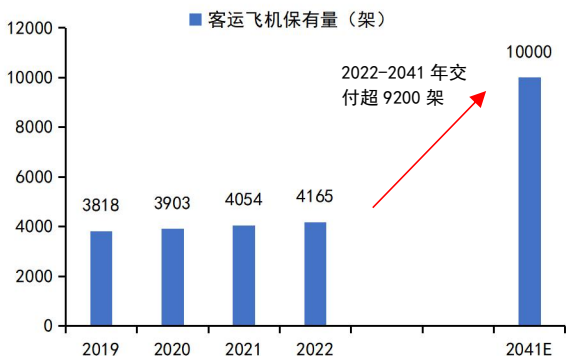
图10：全球民用飞机 2022-2042 年数量变化情况（架）



资料来源：波音公司官网，国信证券经济研究所整理

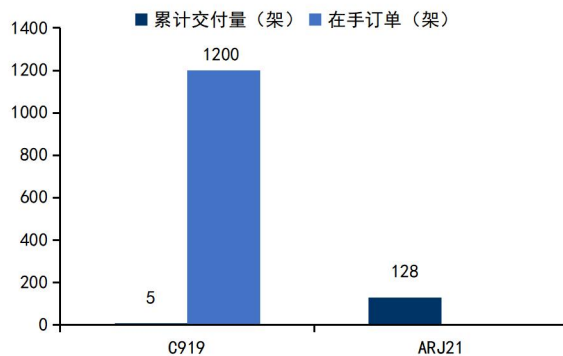
国内民用航空自主化水平有望持续提升，未来增长空间巨大。“十四五”规划明确将重点推动国产 C919 大型客机示范运营和 ARJ21 支线客机系列化发展。截至 2023 年底 C919 客机已获得订单超 1200 架，2023 年已经交付 5 架。ARJ21 支线客机在国内民航机队中占比正持续提升，截至 2023 年底已成功交付 128 架。在国内民航市场需求强劲的背景下，国内民用航空制造业将迎来蓬勃发展的机遇。根据中国商飞预测，2022-2041 年中国客机交付量有望达到 9284 架。

图11：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12：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

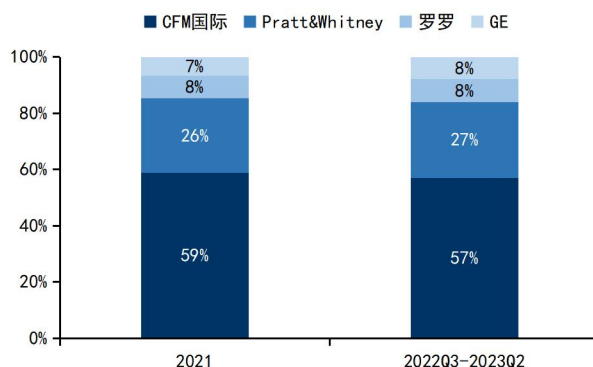
全球航空发动机市场发展前景广阔。疫情后全球民用飞机交付量持续回升，发动机出货开始稳步增长。根据 Flight Global 数据，截至 2023 年第二季度的一年内，全球民用发动机交付量达到 2376 台，显著回暖。根据英国罗罗预测，2024 年其新发动机交付量有望达到 500-550 台，同比增长 9%-20%，航空发动机行业将呈现持续增长态势。

图13: 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14: 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”。

公司业务分析

公司主营业务包括：锻铸业务、液压业务、散热器业务及其他业务。公司锻铸业务主要由陕西宏远、贵州安大、江西景航、宏山锻造等子公司开展；液压业务主要由力源液压等子公司开展；散热器业务主要由贵州永红等子公司开展。

表3: 主要子公司及经营情况

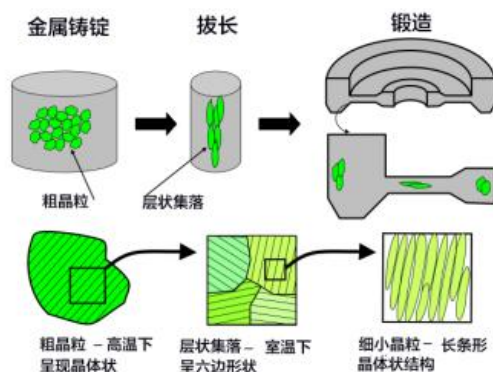
| 公司名称 | 公司简称 | 主营业务 | 2023 年营业收入 (亿元) | 2023 年净利润 (亿元) | 持股比例 (%) |
|------------------|------|-------------------------------|--------------------|-------------------|----------|
| 陕西宏远航空锻造有限责任公司 | 陕西宏远 | 主营铸锻件业务，以大型航空模锻/精锻生产制造及特种成形为主 | / | / | 100.00% |
| 贵州安大航空锻造有限责任公司 | 贵州安大 | 主营铸锻件业务，以航空环锻生产制造及特种成形为主 | / | / | 100.00% |
| 江西景航航空锻铸有限公司 | 江西景航 | 主营铸锻件业务，以中小模锻生产制造为主 | 12.0 | 1.6 | 51.00% |
| 山东宏山航空锻造有限责任公司 | 宏山锻造 | 主营铸锻件业务，聚焦大型航空模锻件研制生产 | 0.5 | -0.8 | 80.00% |
| 贵阳安大宇航材料工程有限公司 | 安大宇航 | 主营铸锻件业务 | / | / | 100.00% |
| 中航天地激光科技有限公司 | 激光公司 | 主营铸锻件业务 | / | / | 61.94% |
| 中航（沈阳）高新科技有限公司 | 高新公司 | 主营铸锻件业务 | / | / | 52.67% |
| 景德镇景航发精密锻铸有限公司 | 景航精锻 | 主营汽车锻件业务 | 0.2 | 0.0 | 45.00% |
| 中航上大高温合金材料股份有限公司 | 上大合金 | 主营铸锻件业务 | 1.6 | 0.2 | 17.93% |
| 贵州安吉航空精密铸造有限责任公司 | 安吉精铸 | 主营铸造业务 | 10.0 | 0.8 | 13.49% |
| 中航力源液压股份有限公司 | 力源液压 | 主营液压产品业务 | 5.1 | 0.3 | 99.95% |
| 贵州永红航空机械有限责任公司 | 贵州永红 | 主营散热器业务 | / | / | 100.00% |
| 无锡马山永红换热器有限公司 | 永红换热 | 主营散热器业务 | 0.8 | 0.1 | 40.00% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：宏山锻造收入及净利润为 2023 年 8-12 月统计值；表中“/”为未披露信息

锻铸产品

公司的锻铸业务在粉末合金锻件、等温精锻件、特大型钛合金锻件、难变形高温合金锻件、整体模锻件、环形锻件精密轧制、理化检测以及新材料成型工艺研发及产业化等方面的技术居国内领先水平，材料涉及钛合金、高温合金（铁基、镍基、钴基）、耐热不锈钢、碳钢、合金钢、铝合金、镁合金、铜合金等，拥有多项专利，部分技术已达国际先进水平。公司锻铸产品业务主要由陕西宏远、贵州安大、江西景航、宏山锻造等子公司开展。

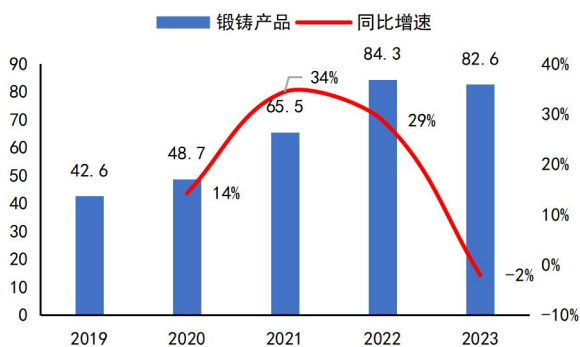
图15: 锻造的工艺原理介绍



资料来源：派克新材，国信证券经济研究所整理

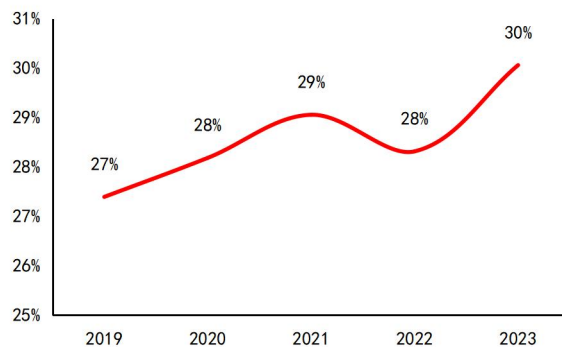
2023 年，公司锻铸产品实现收入 82.6 亿元，同比下滑 2%；若剔除卓越公司出表影响，收入同比增长 6%；2019-2023 年 CAGR 约为 18%。2023 年液压产品业务毛利率为 30%，同比增长 2pcts，收入下滑但毛利率提升主要由于 2022 年底卓越公司出表所致。

图16: 公司锻铸产品收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 公司锻铸产品毛利率（%）

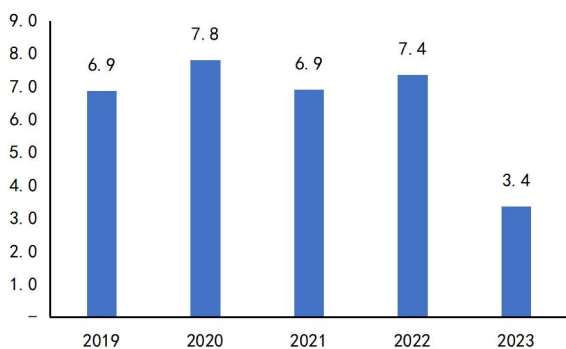


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年，公司锻铸产品销量 3.4 万吨，同比下滑 54%；若剔除卓越公司出表影响，销量同比增长 22%。单吨售价 24.6 万元，同比增长 13.1 万元；单吨成本 17.2 万元，同比增长 9.0 万元；单吨毛利 7.4 万元，同比增长 4.2 万元。

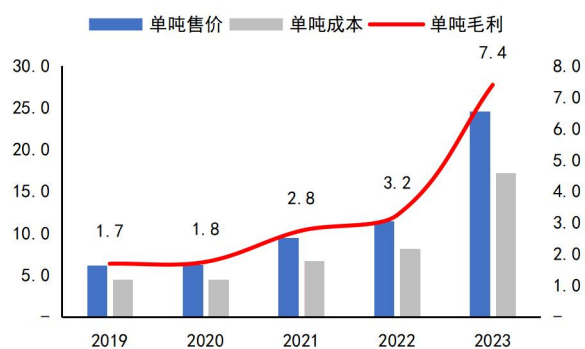
2023 年公司锻铸产品销量大幅下滑，单位售价、成本及毛利显著提升，主要由于 2022 年底主营锻铸产品业务，毛利率较低的中小型非航空产品的卓越公司出表所致。

图18: 公司锻铸产品销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 公司锻铸产品单吨售价、成本、毛利（不含税，万元）

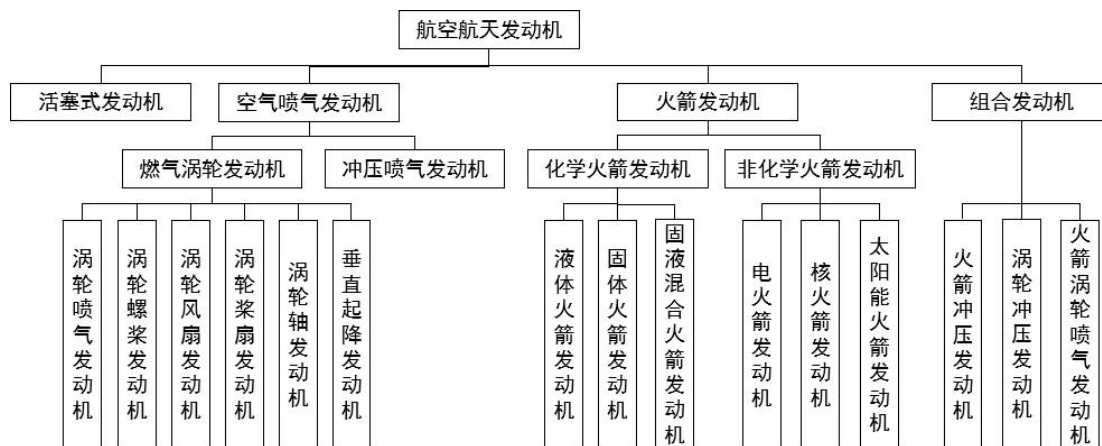


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023 年公司国际转包形势持续向好，国际航空巨头生产交付速率快速提升，公司配套锻件市场需求旺盛。2023 年公司国外市场收入 7.4 亿元，同比增长 48%；毛利率 21.9%，同比增长 7.8pcts。

公司锻铸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20：飞行器发动机的分类



资料来源：《认识航空（第二版）》王志强，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21：航空锻件图例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：航空发动机锻件示意图



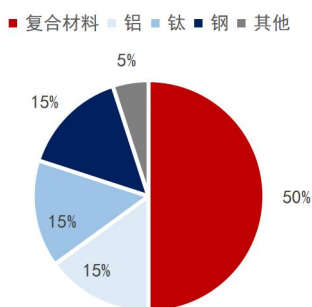
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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23: 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24: 数控加工的铝合金结构件



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行业之一。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。

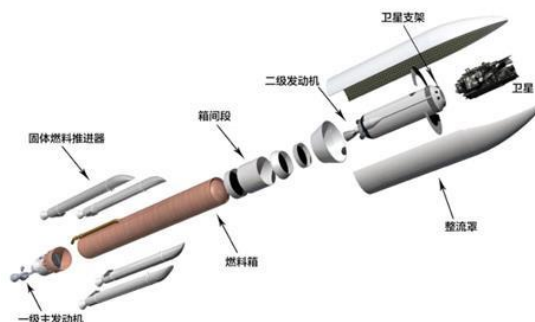
图25: 航天锻件图例



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

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 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

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27: 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28: 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

公司拥有一批成长性良好、实力雄厚、发展潜力大、涵盖下游多个行业的强大知名客户群体, 与国内几乎所有的航空发动机、飞机、直升机主机制造企业及研究院所均有合作; 国际上公司是波音、空客、赛峰、罗罗、GE、ITP、IHI、Mettis 等知名航空制造企业的锻件供应商。

表4: 公司锻铸产品客户简介

| 公司名称 | 简介 |
|--------|---|
| 波音 | Boeing, 波音公司, 美国的一家军用与民用飞机制造商, 世界民用飞机制造行业的龙头企业 |
| 空客 | Airbus, 空中客车公司, 是欧洲一家飞机制造和研发公司, 世界民用飞机制造行业的龙头企业 |
| 赛峰 | SAFRAN, 世界一流的航空发动机和设备制造商 |
| 罗罗 | 罗尔斯·罗伊斯公司, 英国一家航空发动机公司, 也是欧洲当前最大的航空发动机企业 |
| GE | General Electric, 通用电气公司, 主营业务涵盖航空航天、能源、医疗、交通运输等领域的跨国企业 |
| ITP | Industria de Turbo Propulsores, 是西班牙一家航空发动机和工业燃气轮机领域的知名公司 |
| IHI | 日本石川岛株式会社, 日本一家重工业公司, 亦为日本重要的军事防务品供应商 |
| Mettis | Mettis Aerospace, 是一家英国大型航空航天工厂 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司锻造业务的主要产品包括飞机机身机翼结构锻件、中小型锻件，航空发动机盘类和环形锻件、中小型锻件，航天发动机环锻件、中小型锻件，汽轮机大叶片，核电叶片，高铁配件，矿山刮板，汽车曲轴等；铸造业务主要产品包括液压铸件、叉车零部件、管道阀门及航空铸件等。

表5: 公司锻铸产品示意图

| 产品名称 | 产品图片 | 产品用途及应用领域 | 产品性能及特点 |
|-----------|---|--|--|
| 飞机结构件 |  | 主要用于飞机机身梁、框等主承力结构件，属于关键件。 | 锻件结构复杂、投影面积大、翘曲变形控制难度大、成形工序多，组织性能对变形温度、变形量、变形速率等参数反应灵敏，工艺窗口范围窄，零件与飞机同寿命，质量要求高。 |
| 盘类锻件 |  | 主要用于发动机、燃机的涡轮盘、压气机盘、风扇盘等转动件，是发动机、燃机的关键件。 | 原材料采用变形高温合金、粉末高温合金、钛合金、钛铝合金等难变形材料，锻件组织性能对变形温度、变形量、变形速率等参数反应灵敏，工艺窗口范围窄，质量指标项目多，检测工作量大。 |
| 环锻件 |  | 主要用于发动机、燃机机匣、安装边等，也可用于工程机械各类轴承等。 | 原材料采用变形高温合金、钛合金、不锈钢等难变形材料，锻件组织性能对变形温度、变形量、变形速率等参数反应灵敏，工艺窗口范围窄，锻件对组织均匀性、力学性能一致性、残余应力控制要求严格，技术难度高。 |
| 大型模锻件 |  | 主要用于飞机起落架的外筒、活塞杆、防扭臂等承力件。 | 原材料采用钛合金、超高强度钢，锻件结构复杂、成形工序多，组织性能对变形温度、变形量、变形速率等参数反应灵敏，工艺窗口范围窄。该产品一般在较为恶劣的条件下工，对材料的力学性能和耐磨性要求高。 |
| 中小型精锻件 |  | 主要用于航空的结构件、发动机叶片、航空标准件等少、无余量精密模锻件。 | 锻件结构复杂，尺寸精度要求高，锻件体积小，成形火次多，表面处理工艺复杂，组织性能对变形温度、变形量、变形速率等参数反应灵敏，晶粒组织和力学性能较好。 |
| 大型叶片精密模锻件 |  | 大型涡扇发动机用风扇叶片，汽轮机用叶片。 | 锻件要求加工余量小，翘曲变形控制难度大、成形工序多，组织性能对变形温度、变形量、变形速率等参数反应灵敏，工艺窗口范围窄，尺寸精度要求高。 |
| 民用高端模锻件 |  | 主要用于高铁的壳体、拉杆、轴箱体等结构件，用于发动机的曲轴、连杆等。 | 锻件结构复杂、非加工面多、成形工序多，产品安全要求高，具有精度高，一致性强、生产效率高等特点。 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收购宏山锻造 80%股权：

2023 年 6 月 2 日，公司与山东南山铝业股份有限公司、山东宏山航空锻造有限责任公司签署了《关于山东宏山航空锻造有限责任公司 80%股权的转让协议》。

2023 年 7 月 31 日，公司与南山铝业签署了《股权转让协议之补充协议》，约定宏山锻造 80%股权最终转让价格为 13.2 亿元，完成并购交易。2023 年 8 月起，宏山锻造并入公司合并报表。

2024 年 3 月 30 日，公司发布《2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（修订稿）》，拟定增募集 22.1 亿元用于收购宏山锻造 80%股权、技术研究院建设及补充流动资金，其中拟投入宏山锻造 80%股权收购资金 13.2 亿元。截至目前，公司已对第二轮审核问询函进行了回复。

根据北京天健兴业资产评估有限公司对宏山锻造出具的资产评估结果（以 2022 年 12 月 31 日为评估基准日），宏山锻造模拟净资产评估价值为 16.47 亿元，评估增值 0.61 亿元，增值率 3.85%。宏山锻造 80%股权最终的转让价格为 13.18 亿元，并购 P/B 为 1 倍，具有合理性。

表6: 宏山锻造资产评估结果（以 2022 年 12 月 31 日为评估基准日）及交易对价估值

| 项目名称 | 金额（亿元） |
|------------------|--------|
| 宏山锻造净资产（评估值） | 16.47 |
| 宏山锻造净资产（评估值）×80% | 13.18 |
| 交易对价 | 13.18 |
| P/B | 1.0（倍） |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通过收购宏山锻造 80%股权项目获得 500MN 大型模锻液压设备，公司可在较短时间内投入高附加值锻件订单的生产。

宏山锻造主营锻造产品的研发、生产、加工和销售，核心资产包括建设有以美国铝业、法国奥布杜瓦锻造布局为样本的 500MN 超大型模锻件生产线，125MN 大型模锻件生产线，配套有 25MN、60MN 大型自由锻件生产线。

目前，全球范围内 400MN 以上锻压机仅有 12 台，其中中国仅有 4 台，宏山锻造拥有国内唯一一台进口且采用三梁四柱技术建造而成的 500MN 锻压机，具有精度高、成新率高、寿命长、工作台空间大等特点，适合大尺寸锻件加工，可填补公司大型锻件生产能力的不足。同时，宏山锻造围绕 500MN 锻压机建造而成的主要配套设备均为进口先进设备，生产线体系完整，该生产线亦是国内唯一的成体系、建制制的先进的进口生产线。

收购宏山锻造 80%股权后，公司将快速形成一整套以 500MN 锻压机为核心的整建制、全体系、覆盖“大中小”的锻件研发、生产设备，补足公司大型锻件生产能力，承接订单并缩短相关锻件后续批产时间，满足下游高端装备市场快速增长需求，尽快顺应新一代航空锻件“大型化、整体化、精密化”的发展趋势。

目前航空锻造市场景气度高涨，下游主机客户对大型、高端航空锻件的订单需求处于供不应求的状态。航空航天锻件行业需要通过相关资质认证等严格的条件要求，对新进入者有较高的资质认证壁垒。由于宏山锻造暂未获得相关资质，因此目前仅承接少量民品或外贸订单。公司作为锻造行业的龙头企业，在市场、技术、人才及管理方面具有一定积累，具备整合及管理宏山锻造的能力，待宏山锻造取得资质后，公司将重点协同开拓航空、航天、燃机等领域高端锻件市场订单。

卓越公司出表：公司原控股公司中航卓越锻造（无锡）有限公司主要产品为环形及轴类锻件等中小型非航空产品，下游集中于风电、工程机械、石化等非航空、航天领域。自 2009 年公司对卓越公司收购完成后，双方的业务协同未达到预期效果，在双方业务的实际经营、市场客户、应用场景、产业地理布局、技术能力和生产设备等方面均存在较大差异，与公司主营业务的关联性、协同性较弱。

- **业务聚焦：**公司锻铸业务主要集中以国内外航空、航天领域为主，主要产品为飞机机身及机翼结构锻件、起落架锻件、发动机盘类和环形锻件、大中型结构锻件等产品。卓越公司经营方向主要集中于风电、工程机械、石化等非航空、航天领域为主，主要产品为环形及轴类锻件等中小型非航空产品。
- **区域布局：**公司锻铸业务目前主要深耕于中西部地区，卓越公司主要布局长三角地区，远离公司核心业务经营区域，公司较难对卓越公司的业务进行高效管理及有效资源配置。
- **技术能力：**卓越公司现有 $\phi 7000\text{mm}$ 和 $\phi 9000\text{mm}$ 两台辗环机，主要生产工程机械、港口机械、压力容器、风电等民用产品，设备特点为径向轧制力相对小，产品直径大，不适合公司所配套的航空发动机用环锻件的生产。同时，卓越公司在高温合金、钛合金等航空特种材料热工艺成形方面技术基础不足，对公司聚焦航空主业专业化发展支撑作用有限。

2022 年 11 月 18 日，卓越公司的其他五个合计持股 70% 的股东于签订了《一致行动人协议》并建立一致行动关系，公司丧失对卓越公司的控制权，自 2022 年 12 月起卓越公司出表。

2021 年及 2022 年上半年，卓越公司净利率分别为 3% 及 4%，显著低于公司的 10% 及 11%。2023 年起卓越公司出表后，公司锻铸产品盈利能力有所提升。

表7: 卓越公司核心财务指标

| | 主体 | 营业收入（亿元） | 净利润（亿元） | 归属上市公司净利润（亿元） | 总资产（亿元） | 净资产（亿元） |
|----------------------------------|-------|----------|---------|---------------|---------|---------|
| 2021 年度/ 2021 年 12 月 31 日 | 卓越公司 | 4.57 | 0.47 | 0.14 | 4.72 | 2.30 |
| | 中航重机 | 87.90 | 9.67 | 8.91 | 196.85 | 98.36 |
| | 占比（%） | 5.20% | 4.89% | 1.59% | 2.40% | 2.33% |
| 2022 年 1-6 月/ 2022 年 6 月 30 日 | 卓越公司 | 2.77 | 0.32 | 0.10 | 5.33 | 2.41 |
| | 中航重机 | 50.77 | 6.10 | 5.60 | 198.63 | 102.65 |
| | 占比（%） | 5.45% | 5.33% | 1.74% | 2.68% | 2.35% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

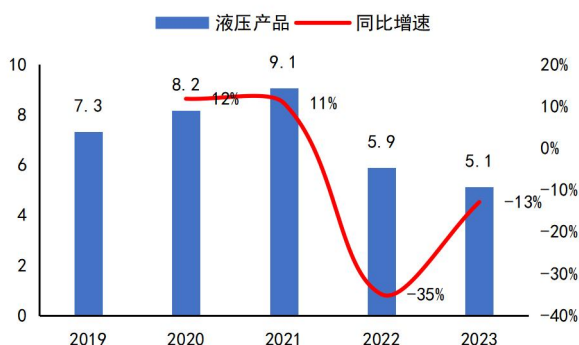
液压产品

公司是国内高压柱塞泵/马达主要研制生产企业之一，产品广泛应用于航空航天、工程机械、农业机械等领域。公司的液压业务在军品上逐步实现了从航空航天逐步向兵器、舰船等大国防配套领域的拓展，在民品上正逐步实现从单一产品向液压系统解决方案和成套系统服务转变。公司液压产品业务主要由力源液压等子公司开展。

2023年，公司液压产品业务实现收入5.1亿元，同比下滑13%，2019-2023年CAGR约为-8%。2023年液压产品业务毛利率为38%，同比下降2pcts，主要由于公司液压产品销量下滑，单位产品的折旧、摊销等固定成本的分摊增加导致毛利率下降。

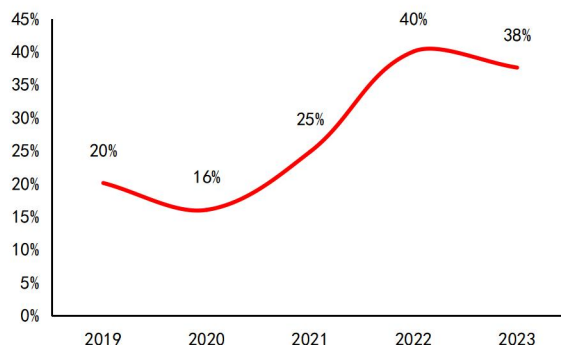
2021年，公司出售原全资子公司力源液压（苏州）有限公司57.55%的股权，苏州公司不再并表。苏州公司主营液压环控业务，主要产品为毛利率较低的民用产品，因此2022年起公司液压产品售价及毛利率均有所上升。

图29：公司液压产品业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

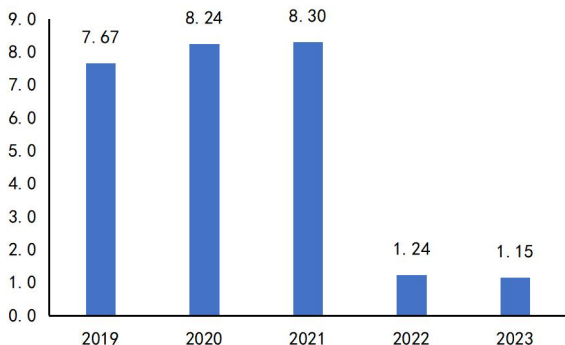
图30：公司液压产品业务毛利率（%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

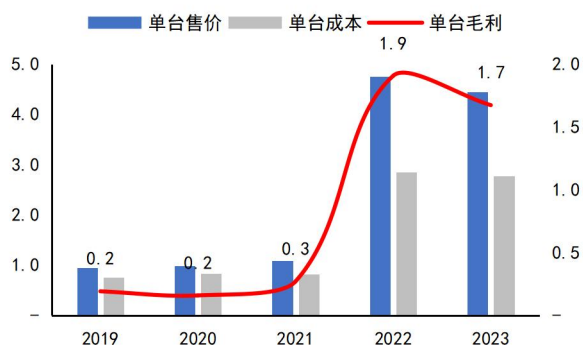
2023年，公司液压产品销量1.15万台/套，同比下滑7%；单台售价4.4万元，同比下滑0.4万元；单台成本2.8万元，同比下滑0.1万元；单台毛利1.7万元，同比下滑0.2万元。2022年公司液压产品销量大幅下滑，主要由于苏州公司出表所致。

图31：公司液压产品销量（万台/套）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理








图32：公司液压产品单台售价、成本、毛利（不含税，万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司液压业务的主要产品包括液压泵/马达、液压系统集成等。

表8: 公司液压产品示意图

| 产品名称 | 产品图片 | 产品用途及应用领域 | 产品性能及特点 |
|-----------|---|---|---|
| 斜轴锥柱塞泵 |  | | 适用于开式多回路系统，带两组锥柱塞旋转组件并行式结构，排量可在零排量和最大排量之间无极调节，可直接安装在发动机的飞轮壳上，实现多种控制方式和调节功能。 |
| 斜轴锥柱塞马达 |  | 用于挖掘机、轮式/履带式起重机、旋挖钻机、双轮铣槽机、强夯机、连续墙斗等，以及液压测试系统、港口机械等多回路系统能源输出。 | 适用于开式回路及闭式回路，输出扭矩随着高压侧和低压侧之间的压差而增大，易于安装，马达可插入机械齿轮箱内，非常节省空间。 |
| 斜轴直柱塞泵 |  | | 球面配流，驱动轴能承受径向载荷，噪音低；叠加式恒功率控制，适用于多回路系统能源输出。 |
| 斜轴直柱塞马达 |  | | 球面配流，驱动轴能承受径向载荷；固定排量输出，适于开式、闭式系统。可作为能源泵和马达使用。 |
| 通轴中载柱塞泵 |  | 用于轮式/履带式起重机、挖掘机、摊铺机、平地机、装载机、喷湿机等动力输出系统，以及水刀机、液压测试系统、港口机械等多回路系统。 | 通轴驱动，恒压、恒流量、恒功率、负载敏感控制阀块；多控制满足不同的操作要求。 |
| 通轴重载柱塞泵 |  | 用于轮式/履带式起重机、臂架泵车、拖泵车等工程机械动力输出系统，以及注塑机、液压测试系统、港口机械等工业机械多回路系统。 | 采用锥形缸体结构，球面配流，自带增压叶轮；效率高、功率密度高，自吸能力强，承压能力强。 |
| 通轴闭式重载柱塞泵 |  | 用于轮式/履带式起重机回转泵，混凝土搅拌车、压路机、铣刨机等路面工程机械主泵。 | 采用双合金缸体和球面配流结构，控制阀块集成一体；效率高，结构紧凑，承压能力强。 |

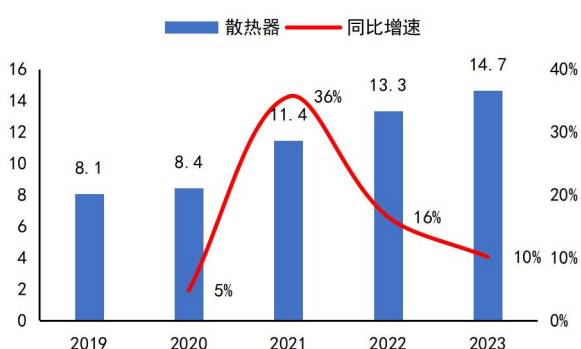
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

散热器

公司是国内航空散热器制造的专业化厂家，为国内各种军用/民用飞机、发动机配套，市场占有率高。公司在飞机环控系统附件，尤其高温散热器领域、特种介质散热器、滑油箱、燃滑油附件、滑油冷却装置、隔热附件的技术开发上与国内同行相比技术优势明显。公司散热器业务主要由贵州永红等子公司开展。

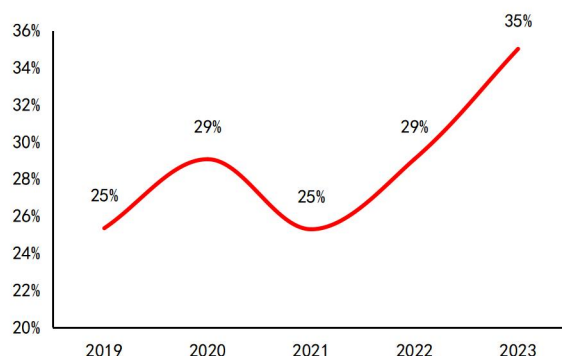
2023年，公司散热器业务实现收入14.7亿元，同比增长10%，2019-2023年CAGR约为16%。2023年公司散热器业务毛利率为35%，同比增长6pcts，主要由于主营散热器的子公司永红公司在2023年优化了产品设计，未出现主型产品质量换装问题，产品质量成本下降，毛利率显著提升。

图33: 公司散热器业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

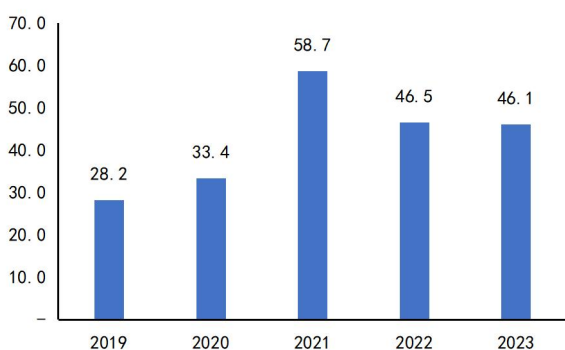
图34: 公司散热器业务毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

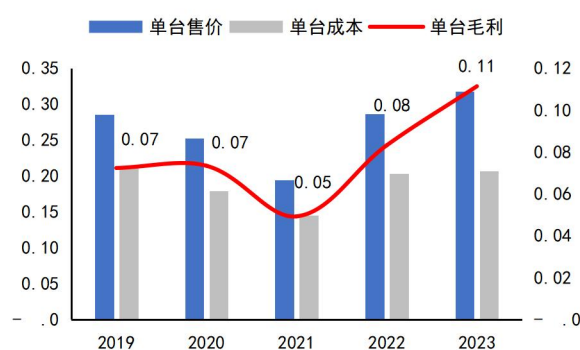
2023年，公司散热器销售46.1万台，同比下滑1%；单台售价0.32万元，同比增长0.03万元；单台成本0.21万元，同比增长0.01万元；单台毛利0.11万元，同比增长0.03万元。

图35: 公司散热器销量（万台/套）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理



图36: 公司散热器单台售价、成本、毛利（不含税，万元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司散热器主要产品包括列管式、板翅式、环形散热器、胀接装配式、套管式散热器及铜质、铝质、不锈钢等多种材质、多种形式的散热器。

表9: 公司散热器产品示意图

| 产品名称 | 产品图片 | 产品用途及应用领域 | 产品性能及特点 |
|----------|---|-------------------------------------|---|
| 空气液压油散热器 |  | 主要用于大型飞机液压能源系统。 | 空气液压油散热器结构紧凑，具有高换热性能（换热效率在 95%以上）、高可靠性及长寿命（耐受 1000000 次压力交变循环）、高承压能力（耐受 15MPa 爆破压力）的特点。 |
| 空气散热器 |  | 主要用于发动机引出的高温、高压热空气初步冷却，供给下一级空调系统使用。 | 利用先进不锈钢真空钎焊技术，该类散热器最高工作温度达 500℃，最高工作压力达 700kPa，具有 430kw 散热功率；在相同功率条件下，较一般不锈钢散热器体积、重量减小 50%。采用厚度仅 0.07mm 带材作为散热翅片，焊接工艺要求高、难度大；具有结构紧凑，散热功率大，重量轻等特点。 |
| 燃滑油散热器 |  | 主要用于发动机滑油系统的滑油冷却。 | 为铝合金列管式散热器，散热管采用凹坑扰流强化传热设计技术及铆钉胀接装配技术，同时该类散热器集成了换热芯子、燃油安全活门、滑油安全活门，具有集成度高、轻质、高效、高承压能力的特点。 |
| 高压散热器 |  | 主要用于移动式空压机等设备的换热冷却。 | 工作压力高达 40bar（普通散热器工作压力 < 10bar）；散热器翅片高度尺寸公差控制 ± 0.02mm（普通散热器翅片公差一般 ± 0.04mm）；为保证散热器高耐压能力，对散热器真空钎焊过程参数进行优化，使得钎焊缝更加牢固稳定；6063 铝合金代替传统 3003 冲制换热翅片，提高散热器强度，同时解决 6063 材料钎焊难度大问题。 |
| 复杂结构散热器 |  | 主要用于高铁机车动力系统的换热冷却。 | 散热器厚度尺寸较大，一般大于 600mm（普通散热器厚度 < 160mm），钎焊难度高，采用特殊优化钎焊参数进行焊接；产品为变压器油冷却器和变流器水冷却器集成复合式冷却器，采用特殊工装对集油池和集水池进行氩弧焊接，避免两种冷却器介质相互窜腔，且氩弧焊缝质量较传统散热器要求更高。 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

可比公司分析

航空锻造行业具有高技术、高投入、高风险的行业特点，进入门槛高，行业集中度较高，目前行业参与者主要为中航重机、二重万航、三角防务、派克新材和航宇科技等公司。

- **材料工艺：**航空锻造行业对原材料、生产工艺技术的要求很高，在研发新材料、新工艺、新产品方面面临着较大压力，行业的技术壁垒也将越来越高。
- **资质认证：**锻造行业从事的航空业务需要通过相关资质认证等严格的条件要求，因此对新进入者有较高的资质认证壁垒。
- **人才储备：**锻造行业对锻造产品技术、工艺要求处于不断提高的阶段，使得企业需要大量专业研发人员及熟练技术员工以保障企业产品的先进性和可靠性，对新进入者有一定的人才壁垒。
- **运营资金：**锻造行业原材料采购及生产经营周转需占用大量的流动资金，企业必须具备强大的资金实力或筹资能力，存在较高的资金壁垒。

公司是航空工业集团唯一的锻铸业务平台型公司，依托于航空工业集团的股东及产业背景优势大力发展航空航天锻铸铸造主业，成为我国航空锻造领域龙头、高端装备锻件的核心供应商。公司通过多年生产管理和工艺技术经验的积累，将工艺技术与设备通过工装模具有效结合，设计了种类齐全、结构复杂的各种工装模具，为新材料研究应用、新产品研制生产提供了坚实的技术与设备优势。公司拥有一批成长性良好、实力雄厚、发展潜力大、涵盖下游多个行业的强大知名客户群体，经过多年积累并不断强化与下游行业设备制造商客户的战略合作关系，建立起公司在本行业良好的客户优势。

尽管公司具备上述诸多竞争优势，但公司目前暂无建设完成的大型锻件生产设备，同行业可比公司二重万航及三角防务分别拥有 800MN 和 400MN 大型模锻液压机以进行大锻件批量生产，因此定增募投收购 500MN 大型模锻液压设备可有效补足公司航空大锻件生产能力的短板。

国际市场竞争情况：发达国家由于工业化起步早，技术水平也较高，目前拥有一批技术工艺、生产规模及装备水平均居世界一流水平的大型锻铸件企业。

表10: 公司锻造业务国际市场竞争对手

| 公司名称 | 公司介绍 |
|------------------|---|
| PCC | 一家全球性的复杂金属部件产品的多元化制造商，生产用于航空航天、工业燃气轮机和国防工业的熔模铸件、锻造部件和翼型铸件，是世界最大的镍合金和钛合金产品供应商。 |
| VSMPO-AVISMA | 世界上最大的航空钛合金锻件生产商、供应商之一，拥有 7.5 万吨液压机，占据空客、波音及其一级供应商的主要份额。 |
| Aubert&Dural | 世界上航空钛合金、高温合金及钢锻件主要供应商之一，拥有 6.5 万吨、4 万吨等系列压机。 |
| Howmet Aerospace | 全球领先的航空航天和运输行业先进工程解决方案供应商，生产发动机和燃气轮机零部件、航空航天钛结构件及紧固件，以及商业运输锻造铝车轮。 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内市场竞争情况：我国锻造行业中的国有大型企业主要提供航空、航天、船舶、核电站、兵器等所需大型锻件，并且接受国家战略性任务开发航空产品和研发尖端技术，占据了主要的市场份额，同时，随着市场经济建设的稳步推进，国内较多有实力的中小企业凭借着灵活的机制、敏锐的市场洞察力、在细分市场上的良好专注度、快速提升的研发实力，在细分领域也逐渐形成了较强的竞争优势，与

国有大型企业优势互补、相辅相成。

与公司构成直接竞争关系的竞争对手主要包括以下公司：

表11：公司锻造业务国内市场竞争对手

| 公司名称 | 公司介绍 |
|-------------------------------|---|
| 中国第二重型机械集团德阳万航模锻有限责任公司 | 成立于1998年，是中国重要的专业化航空锻件生产基地，可制造各类大型航空模锻件、大型模具以及模锻件粗加工和成套机械产品，可完成各种类型的热处理和表面处理工艺，产品覆盖航空、航天、能源、舰船动力、铁路、汽车、起重等国民经济的重要行业，目前公司建成的800MN模锻压机是世界最大模锻压机。 |
| 西安三角防务股份有限公司 | 成立于2002年，位于西安阎良国家航空高技术产业基地，主营业务为航空、航天、船舶等领域的锻件产品的研制、生产、销售和服务，已建成一台400MN大型航空模锻压机及配套的大型航空模锻件生产线。 |
| 贵州航空科技发展有限公司 | 成立于2006年，是一家研发型的专业化锻造科研生产企业，主要研制高温合金、钛合金、铝合金、金属间化合物、金属基复合材料、轴承钢及不锈钢等特种合金材料的环形锻件和自由锻件，产品主要应用于航空发动机、燃气轮机、航天运载火箭、导弹、核电、风力发电、高速列车、高端工程机械设备、石油化工等领域。 |
| 无锡派克新材料科技股份有限公司 | 成立于2006年，公司主营业务是各类高温合金、钛合金、铝合金、镁合金、耐热钢、不锈钢、合金钢、碳钢的环锻件、自由锻件及中小模锻件的生产制造，产品服务于航空、航天、舰船、能源电站、风力发电、石油化工、工程机械等多个领域。 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们选取同样主营铸锻造业务的派克新材、三角防务、航宇科技为可比公司进行对比，其航空锻件营收增长趋势基本一致。公司锻铸业务涉及国内外航空、航天、电力、船舶、铁路、工程机械、石油、汽车等诸多行业，产品类别覆盖较广，整体基数较大，因此增长率较为平滑，但仍可以看出公司2021-2022年航空锻件收入明显增长，具体原因如下：

- 宏远公司所供应的国产大飞机C919配套产品需求上升，并成功开发波音737max机型3项新产品；
- 安大公司成功开发商发某型低压涡轮机匣及前后安装节平台产品，打破传统营销壁垒，抓紧了市场复苏的机遇，实现了订单的增长；
- 景航公司在航天、兵器及高端民品市场均取得突破，实现多元化市场结构支撑业绩的稳定增长。

表12：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

分业务盈利能力来看，公司航空锻件毛利率与航宇科技相近，低于三角防务及派克新材的航空锻件业务，主要由于公司产品类别覆盖较广，而三角防务专注生产附加值较高的大型锻件，及派克新材高盈利军品客户出货占比高所致。随着2022年底主营毛利率较低的中小型非航空产品的卓越公司出表，以及对宏山锻造股权的收购，公司锻铸产品业务盈利能力有望进一步提升。

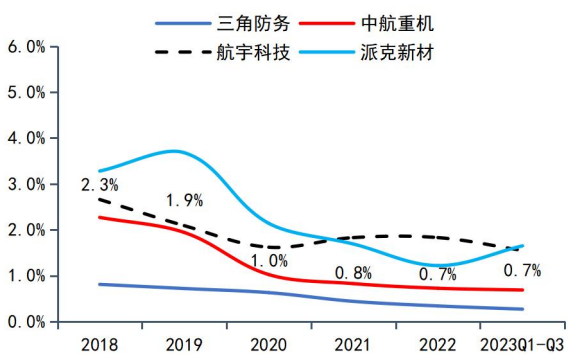
表13: 航空航天锻件企业毛利率

| | 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

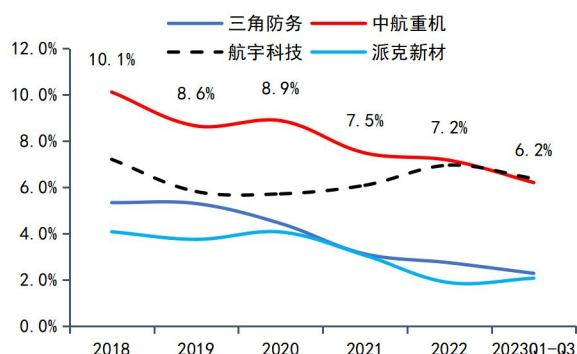
公司期间费用呈现稳中有降趋势。随着营业收入的快速增长, 公司费用率持续优化, 期间费用率从 2018 年的 19.2% 下降至 2023 年前三季度的 12.9%。与同行业公司相比, 公司销售费用率、财务费用率处于行业平均水平; 公司前期管理费用率较高, 伴随着国企改革的深入, 近年来降低至与航宇科技相近的水平; 2022 年及之前公司研发费用率处于行业平均水平, 2023 年前三季度研发费用率较高, 主要由于研制项目增加, 研发材料费、试验费等支出增幅较大。

图37: 公司与可比公司销售费用率情况 (%)



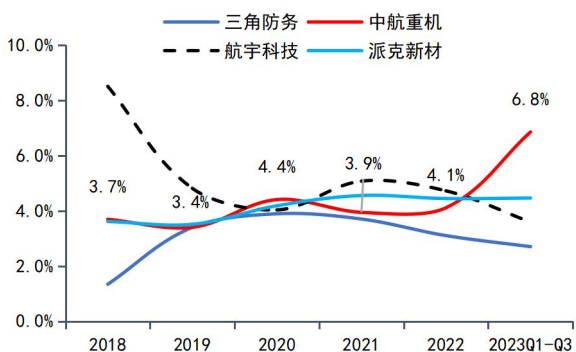
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图38: 公司与可比公司管理费用率情况 (%)



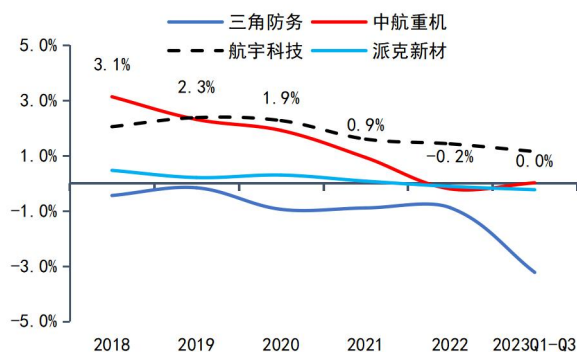
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 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

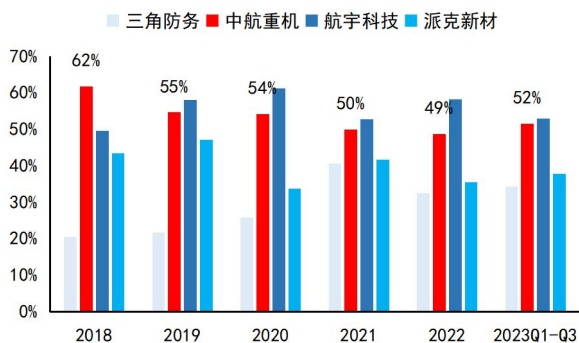
图40: 公司与可比公司财务费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

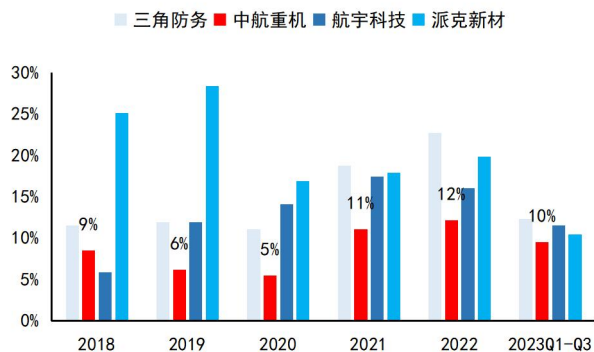
公司资产负债率处于行业中游水平，并且常年保持在 49%-62%的稳定区间，高于三角防务与派克新材，略低于航宇科技。公司净资产收益率低于同板块企业，随着 2021 年后毛利率相对较低的部分锻铸及液压环控资产剥离出表，公司净资产收益率与同业公司差距逐步缩小。

图41：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

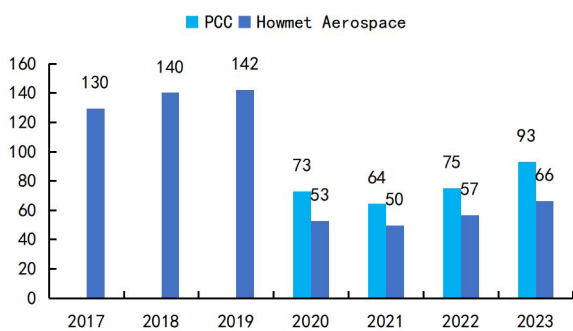
图42：公司与可比公司净资产收益率情况（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

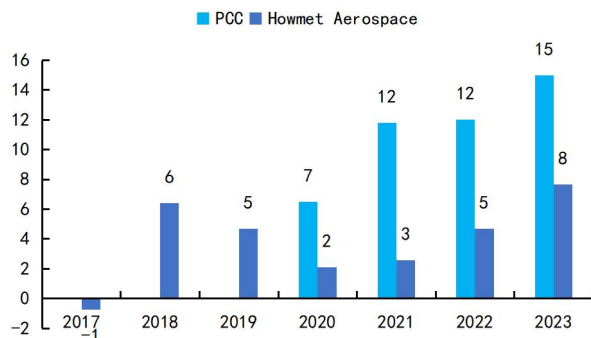
海外铸锻件龙头企业包括美国 Precision Castparts (PCC)、俄罗斯 VSMPO-AVISMA、法国 Aubert&Duval、美国 Howmet Aerospace 等。从两家可对海外上市公司数据可以看出，近年来环形锻件企业的营收及净利润基本呈现上升趋势，主要受益于国际航空需求的恢复以及商业航天产业的发展。

图43：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44：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. 锻铸产品：

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。公司通过收购宏山锻造 80% 股权项目获得的 500MN 大型模锻液压设备适合大尺寸锻件加工，可在较短时间内投入高附加值锻件订单的生产；募投西安新区先进锻造产业基地建设项目已于 2023 年底投产，此外航空精密模锻产业转型升级项目及特种材料等温锻造生产线建设项目预计将于 2024 年底陆续投产，为公司市场规模的进一步扩张提供产能保障。

表14：锻铸业务假设

| 锻铸产品 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 销量（万吨） | 7.4 | 3.4 | 4.0 | 4.8 | 5.8 |
| 单位售价（万元/吨） | 11.5 | 24.6 | 24.7 | 24.8 | 24.9 |
| 单位成本（万元/吨） | 8.2 | 17.2 | 17.1 | 17.1 | 17.1 |
| 单位毛利（万元/吨） | 3.2 | 7.4 | 7.6 | 7.7 | 7.8 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测 注：2023 年销量大幅下滑，售价及毛利大幅提升系因 2022 年底主营锻铸产品业务，毛利润率较低的中小型非航空产品的卓越公司出表

2. 散热器：

目前航空市场的发动机燃滑油附件、飞机环控系统、直升机滑油冷却装置等主要产品正处在新旧更替阶段，新型号逐步转型增量及新品研制的市场需求，将为航空散热器带来新的发展空间，公司在飞机环控系统附件，尤其高温散热器领域、特种介质散热器、滑油箱、燃滑油附件、滑油冷却装置、隔热附件的技术开发上优势明显，未来有望受益行业红利稳步增长。

表15：散热器业务假设

| 散热器 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 销量（万台） | 46.5 | 46.1 | 48.0 | 50.0 | 52.0 |
| 单位售价（万元/台） | 0.29 | 0.32 | 0.32 | 0.32 | 0.32 |
| 单位成本（万元/台） | 0.20 | 0.21 | 0.21 | 0.21 | 0.21 |
| 单位毛利（万元/台） | 0.08 | 0.11 | 0.11 | 0.11 | 0.11 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

3. 液压产品：

公司液压业务在技术上实现了军工和民用技术的相互转化，使液压业务得到了快速发展。随着“国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目”部分重点型号进行改制改型完成，2024 年起公司将加大重点型号新品开发力度，积极拓展民用航空市场配套，逐步提升投资收益。

表16：液压业务假设

| 液压产品 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 销量（万台） | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 单位售价（万元/台） | 4.8 | 4.4 | 4.5 | 4.6 | 4.6 |
| 单位成本（万元/台） | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 单位毛利（万元/台） | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

公司近年募投项目及 2023 年底在建工程明细如下：

表17: 公司近年定增募投项目明细

| 募投项目名称 | 实施主体 | 投资金额（亿元） | 税后 IRR 要求 | 投产时间 |
|-------------------------|------|----------|-----------|---------|
| 民用航空环形锻件生产线建设项目 | 安大公司 | 4.50 | 10.2% | 2022.12 |
| 国家重点装备关键液压基础件配套生产能力建设项目 | 力源公司 | 3.04 | 15.4% | 2022.12 |
| 军民两用航空高效热交换器及集成生产能力建设项目 | 永红公司 | 0.70 | 13.9% | 2022.12 |
| 西安新区先进锻造产业基地建设项目 | 宏远公司 | 13.92 | 10.2% | 2023.12 |
| 航空精密模锻产业转型升级项目 | 宏远公司 | 8.05 | 16.0% | 2024.12 |
| 特种材料等温锻造生产线建设项目 | 安大公司 | 6.40 | 15.0% | 2024.12 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表18: 公司在建工程明细（截至 2023 年 12 月 31 日）

| 在建工程 | 账面余额 |
|------------------|-------------|
| 国拨技改锻造项目 | 0.12 |
| 技改项目 | 0.85 |
| 西安新区先进锻造产业基地建设项目 | 1.61 |
| XX 项目 | 3.16 |
| 航空精密模锻产业转型升级项目 | 1.25 |
| 技术研究院建设项目 | 0.48 |
| 安大宇航能力提升项目 | 0.63 |
| 合计 | 8.11 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

考虑各项目投产及爬产时间，公司主营业务假设如下：

表19: 主营业务假设（亿元、%）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 锻铸产品 | | | | | |
| 收入（亿元） | 84.3 | 82.6 | 98.8 | 119.0 | 144.4 |
| YOY | 29% | -2% | 20% | 20% | 21% |
| 成本（亿元） | 60.5 | 57.8 | 68.4 | 82.1 | 99.2 |
| 毛利率（%） | 28% | 30% | 31% | 31% | 31% |
| 散热器 | | | | | |
| 收入（亿元） | 13.3 | 14.7 | 15.4 | 16.0 | 16.6 |
| YOY | 16% | 10% | 5% | 4% | 4% |
| 成本（亿元） | 9.4 | 9.5 | 10.1 | 10.5 | 10.9 |
| 毛利率（%） | 29% | 35% | 34% | 34% | 34% |
| 液压产品 | | | | | |
| 收入（亿元） | 5.9 | 5.1 | 5.8 | 6.4 | 6.9 |
| YOY | -35% | -13% | 13% | 10% | 8% |
| 成本（亿元） | 3.5 | 3.2 | 3.6 | 3.9 | 4.1 |
| 毛利率（%） | 40% | 38% | 38% | 40% | 40% |
| 其他 | | | | | |
| 收入（亿元） | 2.2 | 3.4 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| YOY | 12% | 55% | 4% | 0% | 0% |
| 成本（亿元） | 1.4 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 毛利率（%） | 37% | 36% | 35% | 35% | 35% |
| 合计 | | | | | |
| 收入（亿元） | 105.7 | 105.8 | 123.4 | 144.9 | 171.5 |
| YOY | 20% | 0% | 17% | 17% | 18% |
| 成本（亿元） | 74.8 | 72.7 | 84.3 | 98.7 | 116.5 |
| 毛利率（%） | 29% | 31% | 32% | 32% | 32% |

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

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20：公司盈利预测核心假设

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率 | 31.2% | 20.2% | 0.1% | 16.7% | 17.4% | 18.3% |
| 营业成本/营业收入 | 71.7% | 70.8% | 68.7% | 68.3% | 68.1% | 67.9% |
| 销售费用/销售收入 | 0.8% | 0.7% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 管理费用/营业收入 | 7.5% | 7.2% | 7.2% | 7.2% | 7.2% | 7.2% |
| 研发费用/营业收入 | 3.9% | 4.1% | 6.3% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.3% | 0.3% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 所得税税率 | 15.5% | 13.3% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 股利分配比率 | 20.1% | 20.2% | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |

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 2024-2026 年实现营业收入 123/145/171 亿元，同比增长 17%/17%/18%；实现归母净利润 15.8/19.0/23.1 亿元，同比增长 19%/20%/21%。当前股价对应 PE 分别为 19/16/13 倍。

表21：公司盈利预测及市场重要数据

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,790 | 10,570 | 10,577 | 12,345 | 14,491 | 17,146 |
| (+/-%) | 31.2% | 20.2% | 0.1% | 16.7% | 17.4% | 18.3% |
| 净利润(百万元) | 891 | 1,202 | 1,329 | 1,579 | 1,899 | 2,306 |
| (+/-%) | 159.1% | 34.9% | 10.6% | 18.9% | 20.2% | 21.4% |
| 每股收益(元) | 0.85 | 0.82 | 0.90 | 1.07 | 1.28 | 1.56 |
| EBIT Margin | 15.7% | 17.0% | 16.4% | 16.5% | 16.7% | 16.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 11.1% | 12.2% | 12.1% | 13.1% | 14.2% | 15.4% |
| 市盈率(PE) | 22.5 | 25.0 | 22.6 | 19.1 | 15.9 | 13.1 |
| EV/EBITDA | 17.8 | 19.4 | 21.0 | 18.3 | 16.0 | 14.1 |
| 市净率(PB) | 2.04 | 2.78 | 2.44 | 2.23 | 2.00 | 1.79 |

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：21.6–22.5 元

根据以下主要假设条件,采用 FCFF 估值方法,得出公司合理估值区间为 21.6–22.5 元,对应 2024 年动态 PE 区间为 20.2–21.1 倍,较公司当前股价有 6%–10%的溢价空间。

表22: 资本成本假设

| | | | |
|----------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.26 | T | 13.00% |
| 无风险利率 | 2.50% | Ka | 11.32% |
| 股票风险溢价 | 7.00% | 有杠杆 Beta | 1.37 |
| 公司股价 | 20.37 | Ke | 12.06% |
| 发行在外股数 | 1482 | E/(D+E) | 90.00% |
| 股票市值(E) | 30179 | D/(D+E) | 10.00% |
| 债务总额(D) | 2920 | WACC | 11.29% |
| Kd | 5.00% | 永续增长率(10年后) | 2.0% |

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23: 绝对估值的敏感性分析(元)

| FCFF | 11.1% | 11.2% | 11.3% | 11.4% | 11.5% |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2.3% | 23.09 | 22.76 | 22.44 | 22.13 | 21.83 |
| 2.2% | 22.93 | 22.60 | 22.29 | 21.98 | 21.68 |
| 2.1% | 22.77 | 22.45 | 22.14 | 21.84 | 21.54 |
| 2.0% | 22.61 | 22.30 | 21.99 | 21.69 | 21.40 |
| 1.9% | 22.46 | 22.15 | 21.85 | 21.55 | 21.27 |
| 1.8% | 22.31 | 22.01 | 21.71 | 21.42 | 21.13 |
| 1.7% | 22.16 | 21.86 | 21.57 | 21.28 | 21.00 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值：21.5–22.5 元

我们选取三角防务、航宇科技、派克新材为可比公司。公司 2023 年通过收购宏山锻造 80%股权项目获得的 500MN 大型模锻液压设备具有稀缺性,可在较短时间内投入高附加值锻件订单的生产;定增募投锻件扩产及技改项目预计将于 2024–2025 年陆续投产,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,得出公司 2024 年目标动态 PE 区间为 20.0–21.0 倍,对应公司合理估值区间为 21.5–22.5 元,较公司当前股价有 5%–10%的溢价空间。

表24: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 元 | 总市值 亿元 | EPS | | | PE | | |
|-----------|-------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 605123.SH | 派克新材 | 72.00 | 87 | 4.06 | 4.45 | 4.62 | 17.7 | 16.2 | 15.6 |
| 300775.SZ | 三角防务* | 31.07 | 171 | 1.48 | 1.85 | 2.27 | 21.0 | 16.8 | 13.7 |
| 688239.SH | 航宇科技* | 40.91 | 60 | 1.30 | 2.24 | 3.10 | 31.5 | 18.2 | 13.2 |
| 均值 | | | | | | | 23.4 | 17.1 | 14.1 |
| 600765.SH | 中航重机 | 20.37 | 302 | 0.90 | 1.07 | 1.28 | 22.6 | 19.1 | 15.9 |

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 带“*”标的盈利预测为 Wind 一致预期

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

预计公司 2024-2026 年实现营业收入 123/145/171 亿元，同比增长 17%/17%/18%；实现归母净利润 15.8/19.0/23.1 亿元，同比增长 19%/20%/21%。当前股价对应 PE 分别为 19/16/13 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 21.6-22.5 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 20.2-21.1 倍，较公司当前股价有 6%-10%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 21.6-22.5 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 2.5%、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 2.0%，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 20.0-21.0 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。

进口设备维保风险

2023 年度定增募投项目之一为收购宏山锻造 80% 股权项目。宏山锻造拥有 500MN、125MN、60MN、25MN 锻压机及其相关配套，主要为进口设备。如果收购完成后，进口设备的使用技术支持、维修保养及零配件不及时，则可能会对上市公司的生产经营带来不利影响。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 5735 | 5192 | 6242 | 6516 | 7093 | 营业收入 | 10570 | 10577 | 12345 | 14491 | 17146 |
| 应收款项 | 6594 | 8639 | 8455 | 9925 | 11744 | 营业成本 | 7479 | 7268 | 8433 | 9871 | 11650 |
| 存货净额 | 3316 | 3721 | 3928 | 4597 | 5426 | 营业税金及附加 | 30 | 61 | 74 | 87 | 103 |
| 其他流动资产 | 308 | 203 | 253 | 296 | 233 | 销售费用 | 77 | 92 | 111 | 130 | 154 |
| 流动资产合计 | 16057 | 17835 | 18962 | 21433 | 24613 | 管理费用 | 757 | 764 | 889 | 1043 | 1235 |
| 固定资产 | 3133 | 5451 | 5920 | 6347 | 6731 | 研发费用 | 434 | 661 | 802 | 942 | 1115 |
| 无形资产及其他 | 302 | 516 | 516 | 515 | 514 | 财务费用 | (22) | 12 | (21) | (43) | (54) |
| 其他长期资产 | 740 | 734 | 741 | 725 | 772 | 投资收益 | (11) | 22 | 19 | 22 | 24 |
| 长期股权投资 | 854 | 892 | 911 | 933 | 957 | 资产减值及公允价值变动 | (293) | (179) | (180) | (180) | (180) |
| 资产总计 | 21085 | 25429 | 27050 | 29953 | 33588 | 其他收入 | 318 | 216 | 210 | 210 | 210 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2273 | 1367 | 1000 | 1000 | 1000 | 营业利润 | 1536 | 1598 | 1925 | 2333 | 2818 |
| 应付款项 | 5857 | 7030 | 7509 | 8789 | 10373 | 营业外净收支 | (2) | 7 | 5 | 5 | 5 |
| 其他流动负债 | 795 | 1512 | 1604 | 1546 | 1565 | 利润总额 | 1534 | 1605 | 1930 | 2338 | 2823 |
| 流动负债合计 | 9530 | 10623 | 10977 | 12350 | 14138 | 所得税费用 | 204 | 208 | 251 | 304 | 367 |
| 长期借款及应付债券 | 336 | 1920 | 1920 | 1920 | 1920 | 少数股东损益 | 129 | 69 | 100 | 135 | 150 |
| 其他长期负债 | 424 | 631 | 631 | 631 | 631 | 归属于母公司净利润 | 1202 | 1329 | 1579 | 1899 | 2306 |
| 长期负债合计 | 760 | 2551 | 2551 | 2551 | 2551 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 10290 | 13174 | 13528 | 14900 | 16689 | 净利润 | 1202 | 1329 | 1579 | 1899 | 2306 |
| 少数股东权益 | 402 | 767 | 854 | 959 | 1068 | 资产减值准备 | (59) | (94) | (100) | (100) | (100) |
| 股东权益 | 10393 | 11488 | 12669 | 14094 | 15830 | 折旧摊销 | 283 | 325 | 351 | 394 | 437 |
| 负债和股东权益总计 | 21085 | 25429 | 27050 | 29953 | 33588 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (22) | 12 | (21) | (43) | (54) |
| 每股收益 | 0.82 | 0.90 | 1.07 | 1.28 | 1.56 | 营运资本变动 | (380) | (323) | 644 | (824) | (813) |
| 每股红利 | 0.16 | 0.27 | 0.32 | 0.38 | 0.47 | 其它 | (271) | (644) | 160 | 170 | 172 |
| 每股净资产 | 7.33 | 8.33 | 9.13 | 10.16 | 11.41 | 经营活动现金流 | 774 | 594 | 2634 | 1539 | 2001 |
| ROIC | 11% | 10% | 11% | 12% | 13% | 资本开支 | (878) | (1105) | (820) | (820) | (820) |
| ROE | 12% | 12% | 13% | 14% | 15% | 其它投资现金流 | (40) | (1012) | (6) | 16 | (47) |
| 毛利率 | 29% | 31% | 32% | 32% | 32% | 投资活动现金流 | (918) | (2116) | (826) | (804) | (867) |
| EBIT Margin | 17% | 16% | 16% | 17% | 17% | 权益性融资 | 12 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% | 负债净变化 | (82) | 1218 | (367) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 20% | 0% | 17% | 17% | 18% | 支付股利、利息 | (217) | (257) | (412) | (504) | (610) |
| 净利润增长率 | 35% | 11% | 19% | 20% | 21% | 其它融资现金流 | 1687 | (366) | (367) | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 49% | 52% | 50% | 50% | 50% | 融资活动现金流 | (265) | 962 | (758) | (461) | (556) |
| 息率 | 0.8% | 1.3% | 1.6% | 1.9% | 2.3% | 现金净变动 | (408) | (561) | 1050 | 274 | 578 |
| P/E | 25.0 | 22.6 | 19.1 | 15.9 | 13.1 | 货币资金的期初余额 | 6130 | 5735 | 5192 | 6242 | 6516 |
| P/B | 2.8 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 货币资金的期末余额 | 5735 | 5192 | 6242 | 6516 | 7093 |
| EV/EBITDA | 19.4 | 21.0 | 18.3 | 16.0 | 14.1 | 企业自由现金流 | 580 | 404 | 1946 | 853 | 1318 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 518 | 1612 | 1597 | 891 | 1364 |

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