

剔除宏山并表因素上半年基本持平，民用航空和民品业务快速增长

核心观点

事件：公司发布 2024 年半年报，24H1 实现营收 54.72 亿元（-0.59%），归母净利润 7.23 亿元（-7.02%）；单季度看，24Q2 实现营收 28.24 亿元（-10.75%），归母净利润 4.01 亿元（-20.81%）。

- **2024H1 营收略有下滑，民用航空和民品业务快速增长：**2024H1 公司营收 54.72 亿元（-0.59%），主要是由于部分产品价格周期性波动。分下游看，(1)防务：部分产品价格周期性波动给公司业务规模增长带来一定影响，但公司批产产品市场份额稳中有增；(2)，民品：民用航空和民品业务保持 Q1 强劲增长势头，民用航空和民品收入分别同比增长 112.62%和 26.25%，公司业务逐渐实现多元化发展，商用、民用工程逐步迈入快速发展快车道。同时，公司大型锻造设备产能有望逐步释放，预计将按照年度经营计划顺利完成全年目标。
- **剔除宏山并表影响公司上半年业绩基本持平，毛利率略有下滑，期间费用率有所改善。**2024H1 实现归母净利润 7.23 亿元（-7.02%），单 Q2 实现归母净利润 4.01 亿元，在去年高基数上同比下滑 20.81%，主要受产品价格周期波动和宏山公司并表影响。报告期内宏山公司亏损金额 0.60 亿，剔除宏山并表影响公司归母净利润同口径同比下降 0.89%，与 2023 年同期基本持平。上半年公司净利率为 13.92%（-1.11pct）。其中，2024H1 公司毛利率下降至 30.65%（-3.81pct），期间费用率降低至 12.29%（-0.82pct）。毛利率下降或由于产品结构变化和价格波动。
- **航空锻造龙头，开启军民协同发展新阶段。**公司 17 年起持续处置亏损资产，形成资产优、竞争优势强的军工锻铸及液压双主业。(1)防务：作为航空锻铸龙头，公司技术+设备+客户优势明显，受益于军机升级换代+航发国产替代加速，航空锻铸业务将进入快速发展期。公司通过定增和收购等方式，补足在大型和先进锻造业务的设备短板。(2)民：国产民机和外贸业务市场空间巨大，公司紧跟国产大飞机的发展，新开发多个新项目和新产品，实现锻铸件产品全覆盖的目标再进一层；外贸转包业务快速增长，国际竞争力稳步提升。公司持续推出股权激励，充分激励核心骨干，有望进一步提升盈利能力。

盈利预测与投资建议

- 维持前期盈利预测，预计 24-26 年 EPS 为 1.05、1.25、1.50 元，参考可比公司 24 年 21 倍 PE，给予目标价 22.05 元，维持买入评级。

风险提示

军工订单和收入确认进度不及预期；信用和资产减值数额超预期高

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,570	10,577	12,112	14,236	17,016
同比增长(%)	20.2%	0.1%	14.5%	17.5%	19.5%
营业利润(百万元)	1,536	1,598	1,910	2,344	2,833
同比增长(%)	34.7%	4.0%	19.5%	22.7%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,200	1,329	1,553	1,845	2,218
同比增长(%)	34.8%	10.7%	16.9%	18.8%	20.2%
每股收益(元)	0.81	0.90	1.05	1.25	1.50
毛利率(%)	29.2%	31.3%	31.6%	31.9%	31.8%
净利率(%)	11.4%	12.6%	12.8%	13.0%	13.0%
净资产收益率(%)	12.2%	12.1%	12.7%	13.2%	13.9%
市盈率	20.6	18.6	16.0	13.4	11.2
市净率	2.4	2.2	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月30日）	17.23 元
目标价格	22.05 元
52 周最高价/最低价	27.3/12.22 元
总股本/流通 A 股（万股）	148,155/146,868
A 股市值（百万元）	25,527
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2024 年 09 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.11	-13.02	-7.37	-35.95
相对表现%	3.28	-11.6	0.22	-23.62
沪深 300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080007

相关报告

业绩符合预期，盈利能力稳步提升，看好军民业务中长期稳健发展	2024-03-22
多因素影响短期业绩表现，股权激励彰显中长期发展信心	2023-10-30
多因素影响短期业绩表现，看好公司长期稳健增长	2023-10-17

附录

表 1：中航重机可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2024/8/30	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
三角防务	300775	22.54	1.48	1.69	2.05	2.44	15.23	13.34	11.00	9.24
航宇科技	688239	28.84	1.25	1.99	2.71	3.26	22.99	14.52	10.66	8.85
钢研高纳	300034	13.84	0.41	0.53	0.67	0.84	33.62	25.92	20.53	16.49
航发控制	000738	19.14	0.55	0.63	0.74	0.87	34.64	30.52	25.85	22.02
中航光电	002179	36.89	1.58	1.85	2.24	2.65	23.42	19.94	16.49	13.91
中简科技	300777	20.32	0.66	0.91	1.09	1.39	30.90	22.44	18.69	14.67
	调整后 平均							21	17	14

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,735	5,192	5,484	6,600	8,010	营业收入	10,570	10,577	12,112	14,236	17,016
应收票据、账款及款项融资	6,875	8,751	9,625	11,312	13,521	营业成本	7,479	7,268	8,283	9,693	11,604
预付账款	105	81	121	142	170	营业税金及附加	30	61	61	71	85
存货	3,316	3,721	4,141	4,847	5,802	销售费用	77	92	97	107	119
其他	27	90	295	295	350	管理费用及研发费用	1,191	1,425	1,562	1,794	2,110
流动资产合计	16,057	17,835	19,666	23,195	27,853	财务费用	(22)	12	86	79	66
长期股权投资	854	892	892	892	892	资产、信用减值损失	293	179	175	210	260
固定资产	2,404	4,641	5,083	5,323	5,384	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	729	811	1,070	857	645	投资净收益	(11)	22	25	25	25
无形资产	302	516	496	475	454	其他	25	37	36	36	36
其他	755	734	699	699	699	营业利润	1,536	1,598	1,910	2,344	2,833
非流动资产合计	5,043	7,594	8,241	8,246	8,075	营业外收入	4	8	5	5	5
资产总计	21,100	25,429	27,907	31,441	35,928	营业外支出	6	1	5	5	5
短期借款	272	1,147	1,147	1,147	1,147	利润总额	1,534	1,605	1,910	2,344	2,833
应付票据及应付账款	5,857	7,030	8,011	9,375	11,223	所得税	206	208	258	316	383
其他	3,401	2,446	2,549	2,692	2,880	净利润	1,328	1,397	1,652	2,027	2,451
流动负债合计	9,530	10,623	11,708	13,215	15,251	少数股东损益	128	69	99	182	233
长期借款	336	1,920	1,920	1,920	1,920	归属于母公司净利润	1,200	1,329	1,553	1,845	2,218
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.81	0.90	1.05	1.25	1.50
其他	442	631	382	382	382						
非流动负债合计	778	2,551	2,302	2,302	2,302	主要财务比率					
负债合计	10,309	13,174	14,010	15,517	17,553		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	401	767	866	1,049	1,281	成长能力					
实收资本(或股本)	1,472	1,471	1,471	1,471	1,471	营业收入	20.2%	0.1%	14.5%	17.5%	19.5%
资本公积	4,425	4,444	4,425	4,425	4,425	营业利润	34.7%	4.0%	19.5%	22.7%	20.9%
留存收益	4,467	5,552	7,105	8,950	11,168	归属于母公司净利润	34.8%	10.7%	16.9%	18.8%	20.2%
其他	27	21	30	30	30	获利能力					
股东权益合计	10,791	12,255	13,897	15,924	18,375	毛利率	29.2%	31.3%	31.6%	31.9%	31.8%
负债和股东权益总计	21,100	25,429	27,907	31,441	35,928	净利率	11.4%	12.6%	12.8%	13.0%	13.0%
						ROE	12.2%	12.1%	12.7%	13.2%	13.9%
						ROIC	10.0%	9.7%	10.5%	11.5%	12.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	48.9%	51.8%	50.2%	49.4%	48.9%
净利润	1,328	1,397	1,652	2,027	2,451	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	127	377	382	403	439	流动比率	1.68	1.68	1.68	1.76	1.83
财务费用	(22)	12	86	79	66	速动比率	1.31	1.33	1.33	1.39	1.45
投资损失	11	(22)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(375)	(47)	(454)	(907)	(1,212)	应收账款周转率	3.3	2.2	2.0	2.0	2.0
其它	(294)	(1,123)	(60)	0	0	存货周转率	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2
经营活动现金流	774	594	1,582	1,577	1,719	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(507)	(2,881)	(1,023)	(408)	(268)	每股指标(元)					
长期投资	(123)	(38)	0	0	0	每股收益	0.81	0.90	1.05	1.25	1.50
其他	(288)	803	25	25	25	每股经营现金流	0.53	0.40	1.08	1.07	1.17
投资活动现金流	(918)	(2,116)	(998)	(383)	(243)	每股净资产	7.01	7.75	8.80	10.04	11.54
债权融资	27	(46)	(187)	0	0	估值比率					
股权融资	17	18	(19)	0	0	市盈率	20.6	18.6	16.0	13.4	11.2
其他	(309)	990	(86)	(79)	(66)	市净率	2.4	2.2	1.9	1.7	1.4
筹资活动现金流	(265)	962	(292)	(79)	(66)	EV/EBITDA	13.9	11.5	9.6	8.1	6.8
汇率变动影响	12	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.1	14.2	11.5	9.4	7.9
现金净增加额	(396)	(558)	292	1,116	1,410						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。