

评级：买入（维持）

市场价格：17.23

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

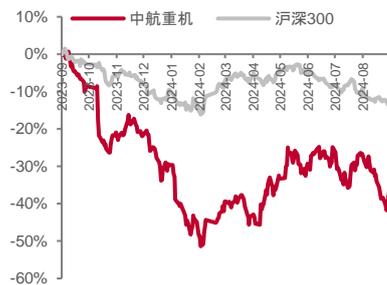
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,482
流通股本(百万股)	1,469
市价(元)	17.23
市值(百万元)	25,527
流通市值(百万元)	25,305

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)	10,570	10,577	11,956	13,798	15,649
增长率 yoy%	20%	0%	13%	15%	13%
净利润(百万元)	1,202	1,329	1,541	1,779	2,095
增长率 yoy%	35%	11%	16%	15%	18%
每股收益(元)	0.81	0.90	1.04	1.20	1.41
每股现金流量	0.52	0.40	0.83	2.50	0.14
净资产收益率	11%	11%	11%	12%	12%
P/E	21.2	19.2	16.6	14.3	12.2
P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6

备注：股价为8月30日收盘价

投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报，2024年上半年公司实现营业收入54.72亿元，同比减少0.59%；归母净利润7.23亿元，同比减少7.02%；扣非归母净利润6.93亿元，同比减少11.27%。
- 产品价格周期性波动影响收入规模，剔除宏山亏损影响上半年利润基本持平。收入利润端，**2024Q2公司实现营业收入28.24亿元，同比减少10.75%；归母净利润4.01亿元，同比减少20.81%。24H1公司营业收入/利润总额完成全年预算目标46%/46%，剔除宏山公司亏损金额5953万元影响，公司归母净利润同口径同比下降0.89%，考虑23Q2较高基数，业绩基本符合预期。**盈利能力方面，**2024Q2公司销售毛利率31.48%，环比提升1.72ppt；销售净利率14.99%，环比提升2.2ppt，盈利能力仍处上升通道，大锻规模效应持续显现。
- 两台大锻设备将于H2释放产能，助力公司商/民用工程迈入发展快车道。产能建设方面，**公司两台大锻设备取证验收工作开展顺利，预下半年将实现产能释放及产品交付。**订单方面，**24H1宏山公司分别与赛峰、贝克休斯、罗罗签订长协订单，年订货金额总额约新增7000万元；同时，宏山公司与波音公司达成多项钛合金结构件研发合作，实现批产供货后，年订货金额约新增2000万元。**民航收入方面，**24H1公司把握民航及民品业务发展机遇，开拓订单及市场合作，民用航空收入同比增长112.62%；民品业务收入同比增长26.25%，业务逐渐实现多元化发展，商用工程、民用工程逐步迈入快速发展快车道。
- 液压环控业务稳定增长，力源液压经营情况大幅改善。**2024H1公司液压环控业务实现营业收入10.76亿元，同比增长8.65%。其中航空业务同比增长7.03%；非航空业务同比增长12.32%。力源液压业绩改善显著，24H1实现收入2.61亿元(yoy+12.7%)，净利润2371.27万元(yoy+114.0%)。
- 聚焦主业需求景气+产品产能优化+配套层级提升一体化降本，航空锻造龙头有望持续高质量发展。**
 - 聚焦主业提质增效，需求景气持续。**①**聚焦主业：**公司基本完成为期十年低效资产剥离及军品主业聚焦；②**提质增效：**二期股权激励提升员工积极性；③**行业景气：**据我们23年8月发布的《产能结构优化和一体化降本，打造航空通用基础结构件制造平台》测算，未来10年增量军机及航发锻件市场空间逾2500亿元。
 - 布局高附加值材料牌号和大型锻件产能，产品结构优化引领盈利能力改善。**①**难变形金属在装备中占比提升，**有望带来更高毛利贡献；②公司通过内部建设(18年和21年定增)+外部收购(宏山锻造80%股权)横向补足高附加值大锻产能。
 - 提升配套层级一体化降本，打造航空通用基础结构供应商。**①**上游布局：**依托聚能钛、中航上大等平台，牵头钛合金/高温合金返料攻关；②**下游布局：**成立安飞公司整合精加工产能，提升整体功能部件交付能力；③**厂所协同：**成立技术研究院提升配套层级实现一体化降本。

- **投资建议：**考虑公司经营计划和产品价格周期性波动，我们略微调整盈利预测，预计公司2024-2026年营业收入为119.56/137.98/156.49亿元(前值为118.45/138.02/154.50亿元)，归母净利润为15.41/17.79/20.95亿元(前值为16.06/18.81/21.85亿元)。对应EPS分别为1.04/1.20/1.41元，对应PE分别为17X/14X/12X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品订单波动风险；外贸业务进展不及预期；锻件业务规模效应不及预期。

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	5,192	6,490	9,162	8,683	营业收入	10,577	11,956	13,798	15,649
应收票据	2,991	3,564	4,114	4,666	营业成本	7,268	8,114	9,293	10,519
应收账款	5,647	5,454	6,831	7,443	税金及附加	61	68	79	90
预付账款	81	90	103	117	销售费用	92	96	94	106
存货	3,721	4,517	3,197	4,978	管理费用	764	854	980	1,117
合同资产	0	0	0	0	研发费用	661	693	773	814
其他流动资产	203	229	265	300	财务费用	12	62	-55	-113
流动资产合计	17,835	20,346	23,672	26,188	信用减值损失	-85	-120	-120	-150
其他长期投资	10	10	10	10	资产减值损失	-94	-94	-94	-94
长期股权投资	892	892	892	892	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,641	4,788	4,844	4,805	投资收益	22	0	0	0
在建工程	811	761	761	811	其他收益	35	0	-280	-350
无形资产	516	564	613	699	营业利润	1,598	1,856	2,143	2,524
其他非流动资产	724	734	745	758	营业外收入	8	8	8	8
非流动资产合计	7,594	7,749	7,865	7,974	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	25,429	28,095	31,538	34,162	利润总额	1,605	1,863	2,150	2,531
短期借款	1,147	1,147	1,147	1,147	所得税	208	242	279	328
应付票据	1,294	2,648	2,976	3,257	净利润	1,397	1,621	1,871	2,203
应付账款	5,737	4,700	6,359	6,645	少数股东损益	69	80	92	109
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,329	1,541	1,779	2,095
合同负债	713	598	552	469	NOPLAT	1,407	1,676	1,824	2,105
其他应付款	624	624	624	624	EPS (按最新股本摊薄)	0.90	1.04	1.20	1.41
一年内到期的非流动负债	220	1,110	1,110	1,110					
其他流动负债	888	978	1,103	1,234	主要财务比率				
流动负债合计	10,623	11,805	13,871	14,487	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,920	2,070	1,870	1,970	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	0.1%	13.0%	15.4%	13.4%
其他非流动负债	631	631	631	631	EBIT增长率	6.9%	19.1%	8.8%	15.4%
非流动负债合计	2,551	2,701	2,501	2,601	归母公司净利润增长率	10.6%	16.0%	15.4%	17.7%
负债合计	13,174	14,506	16,372	17,088	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,488	12,742	14,227	16,027	毛利率	31.3%	32.1%	32.7%	32.8%
少数股东权益	767	847	939	1,048	净利率	13.2%	13.6%	13.6%	14.1%
所有者权益合计	12,255	13,589	15,166	17,074	ROE	10.8%	11.3%	11.7%	12.3%
负债和股东权益	25,429	28,095	31,538	34,162	ROIC	11.1%	11.3%	11.4%	11.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	51.8%	51.6%	51.9%	50.0%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	32.0%	36.5%	31.4%	28.5%
经营活动现金流	594	1,226	3,707	201	流动比率	1.7	1.7	1.7	1.8
现金收益	1,765	2,142	2,294	2,580	速动比率	1.3	1.3	1.5	1.5
存货影响	-405	-796	1,321	-1,781	营运能力				
经营性应收影响	-1,926	-296	-1,845	-1,084	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营性应付影响	1,643	317	1,987	568	应收账款周转天数	161	167	160	164
其他影响	-482	-141	-49	-81	应付账款周转天数	210	232	214	223
投资活动现金流	-2,116	-614	-595	-599	存货周转天数	174	183	149	140
资本支出	-2,890	-603	-583	-586	每股指标(元)				
股权投资	-39	0	0	0	每股收益	0.90	1.04	1.20	1.41
其他长期资产变化	813	-11	-12	-13	每股经营现金流	0.40	0.83	2.50	0.14
融资活动现金流	962	687	-440	-81	每股净资产	7.75	8.60	9.60	10.82
借款增加	679	1,040	-200	100	估值比率				
股利及利息支付	-282	-525	-578	-649	P/E	19	17	14	12
股东融资	79	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	486	172	338	468	EV/EBITDA	99	82	76	67

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。