

# 中航重机（600765）

证券研究报告  
2024年09月16日

## 大锻件产能即将落地，民品迎来新增长点

**事件：**公司发布2024年半年报，2024 H1 公司实现营业收入 54.72 亿元，同比-0.59%，与2023年同期基本持平；归母净利润 7.23 亿元，同比-7.02%；扣非归母净利润 6.93 亿元，同比-11.27%。二季度单季实现营收 28.24 亿元，同比-10.75%，环比+6.62%，主要受部分产品价格周期性波动影响；归母净利润 4.01 亿元，同比-20.81%，环比+24.85%，主要受产品价格周期波动和宏山公司并表影响。24H1 宏山公司亏损金额 5,953 万元，剔除宏山并表影响后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；扣非归母净利润 4.04 亿元，同比-21%，环比+40.41%。其中民航和民品业务保持一季度强劲增长势头，民航收入同比+112.62%；民品收入同比+26.25%，公司业务逐渐实现多元化发展。**我们认为，公司2024上半年业绩内受部分产品价格周期波动影响。全年来看，公司大型锻压设备取证验收进展顺利，公司预计产能有望于24年下半年逐步释放，公司有望按照年度经营计划顺利完成全年目标。**

### 二季度盈利能力逐渐改善，全年业绩目标或顺利实现

利润端，2024年上半年，公司毛利率 30.65%，同比-3.8pct；净利率 13.92%，同比-1.12pct。二季度单季毛利率 31.48%，环比+1.72pct；净利率 14.99%，环比+2.2pct。费用端，期间费用率 12.28%，同比-0.84pct，销售/管理/财务/研发费用率分别 0.77%/6.27%/0.31%/4.93%，同比+0.15/+0.11/+0.24/-1.33pct。**我们认为，或受部分产品价格周期波动影响，24上半年公司盈利表现略有下滑，但二季度有所改善，同时降本增效工作仍有效推进。**资产负债表端，2024上半年公司货币资金 39.84 亿元，较上年末-23.25%，主要系现金回款大幅下降；预付款项 1.31 亿元，较上年末+62.64%，主要系供应商材料预付款增加；存货 38.41 亿元，较上年末+3.22%。**我们认为，公司目前积极备产备货，下游订单节奏稳定，全年业绩目标有望顺利实现。**

### 参控股公司多点开花，共同助力公司业绩增长

2024上半年，宏远公司大锻件研制转批产，上半年民航订货及收入同比均实现 15%以上增长，大尺寸整体框锻件通过 600MN 压机顺利产出；安大公司在发动机及飞机配套产品竞争中胜率持续提升，新开发重点客户 7 家，民航收入增长翻番；景航公司首次承揽的高压涡轮轴锻件首批试制成功，配套 ARJ21 飞机锻件产品完成首批锻造，与两家主机客户首次合作；力源公司攻克了某无人机液压源子系统设计难题，完成某机器人关节运动柱塞泵样机交付及深海柱塞泵产品样机装配；永红公司民品业务加强与希卓斯贝克玛战略合作，锁定未来三年超过 1.5 亿元订单，战略客户川润股份配套份额稳步提升；宏山公司 2024 年 6 月顺利完成生产资质取证检查，预计下半年实现产品生产交付，上半年与赛峰、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，同时与波音达成多项钛合金结构件研发合作，批产供货后年订货金额约新增 2000 万元。**我们认为，公司主要参控股公司2024上半年均稳步发展，或对公司未来业绩增长形成强力支撑。**

**盈利预测与评级：**我们认为，公司核心业务或将受益于我军航空装备升级换代带来的需求增长，同时锻造产能有望在十四五期间持续落地，考虑到 C919 国产大飞机交付尚属早期以及军品价格波动等的影响，预计公司 24-26 年营收为 121.71/144.55/162.11 亿元，归母净利润由原 16.75/21.85/27.01 亿元下调为 15.74/18.92/22.68 亿元，对应 P/E 为 16.28/13.55/11.3x，维持“买入”评级。

**风险提示：**军品业务波动的风险；新型号装备研制不达预期的风险；产品价格的风险；企业经营状况及盈利能力不达预期的风险；主观性风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,569.69	10,577.13	12,170.58	14,454.88	16,211.02
增长率(%)	20.25	0.07	15.07	18.77	12.15
EBITDA(百万元)	2,558.21	2,832.86	2,638.54	3,010.11	3,385.50
归属母公司净利润(百万元)	1,201.77	1,328.59	1,574.10	1,891.68	2,268.18
增长率(%)	34.93	10.55	18.48	20.18	19.90
EPS(元/股)	0.81	0.90	1.06	1.28	1.53
市盈率(P/E)	21.33	19.29	16.28	13.55	11.30
市净率(P/B)	2.47	2.23	2.01	1.79	1.59
市销率(P/S)	2.42	2.42	2.11	1.77	1.58
EV/EBITDA	16.55	9.29	8.82	8.45	6.17

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.28 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,481.55
流通 A 股股本(百万股)	1,468.68
A 股总市值(百万元)	24,119.57
流通 A 股市值(百万元)	23,910.09
每股净资产(元)	8.09
资产负债率(%)	50.91
一年内最高/最低(元)	26.00/12.38

### 作者

王泽宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523070002  
wangzeyu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中航重机-年报点评报告:2023 业绩稳定增长，静待毛利率拐点》2024-03-17
- 《中航重机-季报点评:单三季度节奏放缓，二期股权激励落地，产研一体锻造龙头未来可期》2023-10-30
- 《中航重机-季报点评:2023Q1 归母净利润+30.13%实现开门红，航空锻造专业化龙头盈利能力持续提升》2023-04-27

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,734.80	5,191.72	6,003.05	4,336.46	6,106.95
应收票据及应收账款	6,593.87	8,638.52	4,728.51	12,638.29	7,109.50
预付账款	105.20	80.85	305.60	187.39	297.68
存货	3,315.63	3,721.05	3,519.13	5,668.99	4,362.39
其他	307.65	203.03	385.40	324.32	310.57
<b>流动资产合计</b>	<b>16,057.16</b>	<b>17,835.16</b>	<b>14,941.68</b>	<b>23,155.44</b>	<b>18,187.09</b>
长期股权投资	853.93	892.47	910.47	925.47	935.47
固定资产	2,403.86	4,640.98	5,517.07	5,522.81	5,218.54
在建工程	729.01	810.56	954.50	1,254.50	1,454.50
无形资产	301.54	516.38	586.01	612.63	607.75
其他	739.16	733.81	596.51	608.11	625.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,027.51</b>	<b>7,594.20</b>	<b>8,564.56</b>	<b>8,923.51</b>	<b>8,842.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,084.67</b>	<b>25,429.36</b>	<b>23,506.24</b>	<b>32,078.95</b>	<b>27,029.09</b>
短期借款	272.05	1,147.36	1,400.00	1,901.84	400.00
应付票据及应付账款	5,857.13	7,030.35	4,556.67	10,318.75	6,382.89
其他	2,795.33	1,732.25	1,578.21	2,291.40	2,016.60
<b>流动负债合计</b>	<b>8,924.52</b>	<b>9,909.97</b>	<b>7,534.88</b>	<b>14,512.00</b>	<b>8,799.49</b>
长期借款	335.99	1,919.84	2,000.00	2,012.25	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	423.79	631.13	456.79	485.58	499.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>759.78</b>	<b>2,550.97</b>	<b>2,456.79</b>	<b>2,497.83</b>	<b>1,299.32</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,289.96</b>	<b>13,174.27</b>	<b>9,991.67</b>	<b>17,009.83</b>	<b>10,098.81</b>
少数股东权益	401.95	766.99	766.99	766.99	766.99
股本	1,472.05	1,470.83	1,481.55	1,481.55	1,481.55
资本公积	4,452.32	4,454.71	4,454.71	4,454.71	4,454.71
留存收益	4,468.74	5,552.03	6,811.31	8,362.49	10,222.39
其他	(0.35)	10.54	0.01	3.40	4.65
<b>股东权益合计</b>	<b>10,794.72</b>	<b>12,255.09</b>	<b>13,514.56</b>	<b>15,069.13</b>	<b>16,930.28</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,084.67</b>	<b>25,429.36</b>	<b>23,506.24</b>	<b>32,078.95</b>	<b>27,029.09</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,330.45	1,397.44	1,574.10	1,891.68	2,268.18
折旧摊销	285.12	356.19	499.64	527.64	539.14
财务费用	91.18	90.19	89.68	115.74	61.11
投资损失	10.96	(22.25)	(53.31)	(53.31)	(53.31)
营运资金变动	(1,777.94)	(774.63)	503.62	(3,402.89)	2,539.28
其它	834.62	(453.31)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>774.38</b>	<b>593.62</b>	<b>2,613.73</b>	<b>(921.15)</b>	<b>5,354.39</b>
资本支出	809.03	2,717.91	1,763.64	831.21	416.26
长期投资	122.92	38.54	18.00	15.00	10.00
其他	(1,849.50)	(4,872.91)	(3,317.63)	(1,652.90)	(802.94)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(917.55)</b>	<b>(2,116.46)</b>	<b>(1,535.99)</b>	<b>(806.69)</b>	<b>(376.69)</b>
债权融资	(219.39)	666.96	48.22	398.35	(2,800.20)
股权融资	(231.01)	(386.53)	(314.63)	(337.11)	(407.02)
其他	185.48	681.08	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(264.93)</b>	<b>961.51</b>	<b>(266.40)</b>	<b>61.24</b>	<b>(3,207.22)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(408.09)</b>	<b>(561.32)</b>	<b>811.33</b>	<b>(1,666.59)</b>	<b>1,770.48</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>10,569.69</b>	<b>10,577.13</b>	<b>12,170.58</b>	<b>14,454.88</b>	<b>16,211.02</b>
营业成本	7,478.70	7,268.49	8,356.32	9,908.82	11,031.60
营业税金及附加	29.97	60.55	69.37	83.84	94.02
销售费用	76.70	92.28	97.36	127.20	142.66
管理费用	756.84	764.22	876.28	1,055.21	1,183.40
研发费用	434.15	661.20	760.66	910.66	1,021.29
财务费用	(22.08)	11.55	89.68	115.74	61.11
资产/信用减值损失	(293.11)	(179.30)	(161.30)	(129.00)	(115.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(10.96)	22.25	53.31	53.31	53.31
其他	583.06	277.44	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,536.43</b>	<b>1,598.45</b>	<b>1,812.91</b>	<b>2,177.73</b>	<b>2,615.25</b>
营业外收入	3.88	7.80	5.36	5.36	5.36
营业外支出	5.85	0.91	10.00	10.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>1,534.45</b>	<b>1,605.34</b>	<b>1,808.27</b>	<b>2,173.09</b>	<b>2,605.60</b>
所得税	204.00	207.90	234.17	281.42	337.43
<b>净利润</b>	<b>1,330.45</b>	<b>1,397.44</b>	<b>1,574.10</b>	<b>1,891.68</b>	<b>2,268.18</b>
少数股东损益	128.68	68.85	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,201.77</b>	<b>1,328.59</b>	<b>1,574.10</b>	<b>1,891.68</b>	<b>2,268.18</b>
每股收益(元)	0.81	0.90	1.06	1.28	1.53

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.25%	0.07%	15.07%	18.77%	12.15%
营业利润	34.75%	4.04%	13.42%	20.12%	20.09%
归属于母公司净利润	34.93%	10.55%	18.48%	20.18%	19.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.24%	31.28%	31.34%	31.45%	31.95%
净利率	11.37%	12.56%	12.93%	13.09%	13.99%
ROE	11.56%	11.56%	12.35%	13.23%	14.03%
ROIC	21.65%	20.11%	17.10%	19.21%	16.52%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.80%	51.81%	42.51%	53.02%	37.36%
净负债率	-28.96%	-15.54%	-19.08%	-2.64%	-28.98%
流动比率	1.68	1.68	1.98	1.60	2.07
速动比率	1.34	1.33	1.52	1.20	1.57
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.77	1.39	1.82	1.66	1.64
存货周转率	3.23	3.01	3.36	3.15	3.23
总资产周转率	0.52	0.45	0.50	0.52	0.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.81	0.90	1.06	1.28	1.53
每股经营现金流	0.52	0.40	1.76	-0.62	3.61
每股净资产	7.01	7.75	8.60	9.65	10.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.33	19.29	16.28	13.55	11.30
市净率	2.47	2.23	2.01	1.79	1.59
EV/EBITDA	16.55	9.29	8.82	8.45	6.17
EV/EBIT	18.61	10.49	10.88	10.24	7.34

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com