



中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

复盘航空结构件巨头 PCC 和

HOWMET, 看中航重机长期价值

公司简介:

中航重机是我国航空锻造龙头, 被誉为“中航工业第一股”, 近年来公司“瘦身健体”聚焦主业, 同时推进产业链一体化布局, 逐步实现从锻造龙头向航空基础结构件主力军的蜕变。2019-2023 年公司业绩稳健增长: 营收自 59.85 亿元增至 105.77 亿元, CAGR 为 15.3%; 归母净利润自 2.75 亿增至 13.29 亿, CAGR 为 48.3%。

投资逻辑:

中航重机是国内稀缺的航空锻铸造龙头, 近年来聚焦主业“瘦身健体”, 推动产业链一体化, 逐步完成从航空锻造龙头到平台型航空基础结构件主力军的蜕变: 建立“材料研发及再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”的新生态配套环境, 向上游增资中航特材打造原材料集中采购平台, 参股上大股份、托管聚能钛、安立公司打通返回料循环体系; 向中游收购宏山锻造、安吉精铸部分股权, 推进募投项目建设; 向下游设立安飞公司、检测公司, 打通从毛坯交付到精密结构件交付的“最后一公里”。

纵观 PCC 国际巨头发展史, 我们认为, 产业链一体化并购是锻造企业做大做强有效路径。1) 美国 PCC 集团于 1949 年由一家铸造厂起家, 通过不断并购成为航空零部件行业巨头, 2000-2015 年 PCC 营收自 16.7 亿美元增至 100 亿美元, 利润率自 11.5% 提至 26%。2) PCC 发展史可分为三个阶段, 第一阶段: 抓住 GE 航发发展机遇, 并购铸造厂; 第二阶段: 开启横向扩张, 收购锻造巨头 Wyman-Gordon; 第三阶段: 开启纵向延伸, 向上游收购钛合金、高温合金材料行业, 向下游延伸至飞机结构件领域。3) 2016 年 PCC 被伯克希尔公司以 372 亿美元收购。

受让安吉精铸 7.81% 股权, 聚焦锻铸主业: 1) 安吉精铸是国防科工系统唯一专业化铸造企业, 专业从事航空、航天等国防军工装备复杂异形结构精密铸件的研制、生产、销售及售后服务, 2018-2023 年营收自 4.16 亿增至 10 亿, CAGR 为 19.2%; 净利润自 160 万增至 8307 万, CAGR 为 120%。2) 对标海外航空铸造龙头 Howmet, 安吉精铸成长空间广阔: Howmet 是国际上最早生产航空发动机结构铸件的公司之一, 能够生产叶片、机匣、热端部件等航空发动机结构铸件, 亦可生产航天飞行器的结构铸件及工业燃气轮机等; 2023 年 Howmet 营收规模 66 亿美元, 净利润 7.65 亿美元; 截至 2024 年 11 月 8 日, Howmet 市值 461.72 亿美元, 动态 PE 为 41.27 倍。

盈利预测、估值和评级

我们预测, 2024/2025/2026 年公司实现营业收入 122.33 亿/143.37 亿/168.82 亿元, 同比+15.66%/+17.20%/+17.75%, 归母净利润 15.68/18.85/22.68 亿元, 同比+18.05%/+20.18%/+20.32%, 对应 EPS 为 1.06/1.27/1.53 元, 对应 PE 为 19/16/13 倍。参考航空锻铸件企业 2025 年 13-30 倍 PE 估值, 考虑到公司业务布局的全面性和未来发展空间, 给予 2025 年 25 倍 PE, 目标价 31.81 元, 维持“买入”评级。

风险提示

军费支出不及预期的风险, 宏山锻造扭亏减亏风险, 大型化锻件产能爬坡不及预期的风险, 收购安吉精铸部分股权不及预期的风险。

军工组

分析师: 杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

分析师: 任旭欢 (执业 S1130524070004)

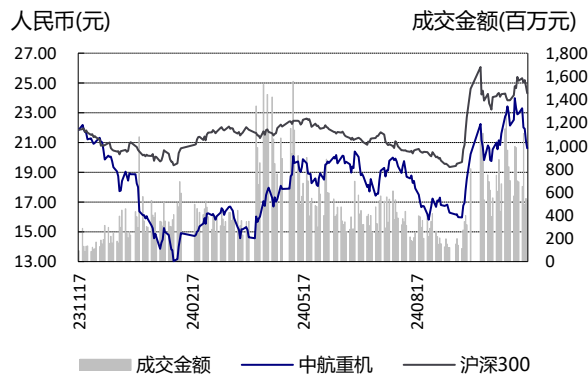
renxuhuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 20.60 元

目标价 (人民币): 31.81 元

相关报告:

- 《中航重机: 收购安吉精铸部分股权, 开启产业链整合重要一步》, 2024.10.31
- 《中航重机: 大锻机有望迈入收获期, 宏山公司发展进入快车道》, 2024.10.29
- 《中航重机: 高端产能有望迈入收获期, 民航、民品或有大作为》, 2024.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	10,570	10,577	12,233	14,337	16,882
营业收入增长率	20.25%	0.07%	15.66%	17.20%	17.75%
归母净利润(百万元)	1,202	1,329	1,568	1,885	2,268
归母净利润增长率	34.93%	10.55%	18.05%	20.18%	20.32%
摊薄每股收益(元)	0.816	0.903	1.059	1.272	1.531
每股经营性现金流净额	0.53	0.40	0.89	1.22	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.56%	11.56%	12.21%	12.99%	13.68%
P/E	38.09	21.16	19.46	16.19	13.46
P/B	4.40	2.45	2.38	2.10	1.84

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 中航重机：航空锻造龙头进击航空基础结构件平台	4
1.1 受让安吉精铸部分股权，进击平台型航空基础结构件龙头	4
2 复盘海外龙头 Howmet，安吉精铸成长空间广阔	6
2.1 从牙科器具公司到航发铸件龙头，Howmet 成长为千亿市值龙头	6
2.2 安吉精铸是我国航空铸造龙头，未来或受益于航空制造业高景气	7
3 走 PCC 崛起之路，进击航空基础结构件主力军	9
3.1 复盘 PCC 崛起之路：产业链一体化并购是走向巨头的有效途径	9
3.2 中航重机：剥离低效资产，瘦身健体聚焦主业	12
3.3 持续推进产业链一体化，逐步实现向航空通用基础结构制造商的蜕变	12
4. 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议及估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1：中航重机持续推进产业链一体化，逐步完成锻造龙头向航空基础结构件平台的蜕变	4
图表 2：公司主要业务包括锻铸造、液压环控两大板块	4
图表 3：公司锻造产品覆盖全面	4
图表 4：公司锻造产品覆盖飞机机身、航空发动机	4
图表 5：中航重机股权结构图	5
图表 6：2016-2023 宏远锻造、同行业公司 A 收入对比	5
图表 7：2016-2023 安大锻造、同行业公司 B、C 收入对比	5
图表 8：2017-2023 景航收入自 3.6 亿增至 12 亿	6
图表 9：2017-2023 安吉精铸营业收入	6
图表 10：Howmet 公司业务主要包括发动机产品、紧固件、结构件、锻造车轮	6
图表 11：2023 年 Howmet 公司对商用航空销售占总销售额的 49%	6
图表 12：Howmet 公司发展历程	7
图表 13：Howmet 公司 1950 年至今工艺发展概况	7
图表 14：F-22 机翼承力部位复杂薄壁整体钛合金铸件应用	8
图表 15：V-22 直升机传动系统转换座（复杂薄壁钛合金铸件）	8
图表 16：安吉精铸生产设备：台车炉	8
图表 17：安吉精铸公司工人正在进行制壳作业	8
图表 18：PCC 业务贯穿上、中、下游	9



图表 19: PCC 通过内生发展、横向扩张、纵向一体化成为全能型航空基础结构制造商 10

图表 20: Wyman-Gordon 5 万吨压机生产 B-1B 锻造后机身结构 10

图表 21: 5 万吨压机为 B-1B 飞机制造零件 10

图表 22: 1990-2015 年 PCC 营收自 4.57 亿美元增至 100.5 亿美元, CAGR 为 13.2% 11

图表 23: 纵向一体化促使 PCC 毛利率提升, 1996-2015 年 PCC 毛利率自 19.88% 提至 32.51% (+12.63pct) . 11

图表 24: 剥离低效资产瘦身健体, 推进产业一体化发展, 2019-2023 公司净利率自 5.4% 提至 13.2% (+7.8pct) 12

图表 25: 2019 年以后公司营收持续增长 (亿元) 12

图表 26: 剥离低效资产过程中公司毛利反而提升 (亿元) 12

图表 27: 持续推进产业链一体化布局, 公司业务贯穿上、中、下游 13

图表 28: 国内外高温合金返回料回收利用情况 13

图表 29: 青海聚能钛布局钛和钛合金回收再利用 13

图表 30: 2018-2021 年公司先后两次定增募投, 推动高端产能建设 14

图表 31: 宏山锻造 500MN 大锻机 14

图表 32: 青海聚能钛布局钛和钛合金回收再利用 14

图表 33: 设立安飞公司, 向下游机体结构加工领域延伸, 产业链地位或提升 15

图表 34: 2017-2022 爱乐达、利君股份、豪能股份航空零部件业务毛利率高于公司综合毛利率 (%) 15

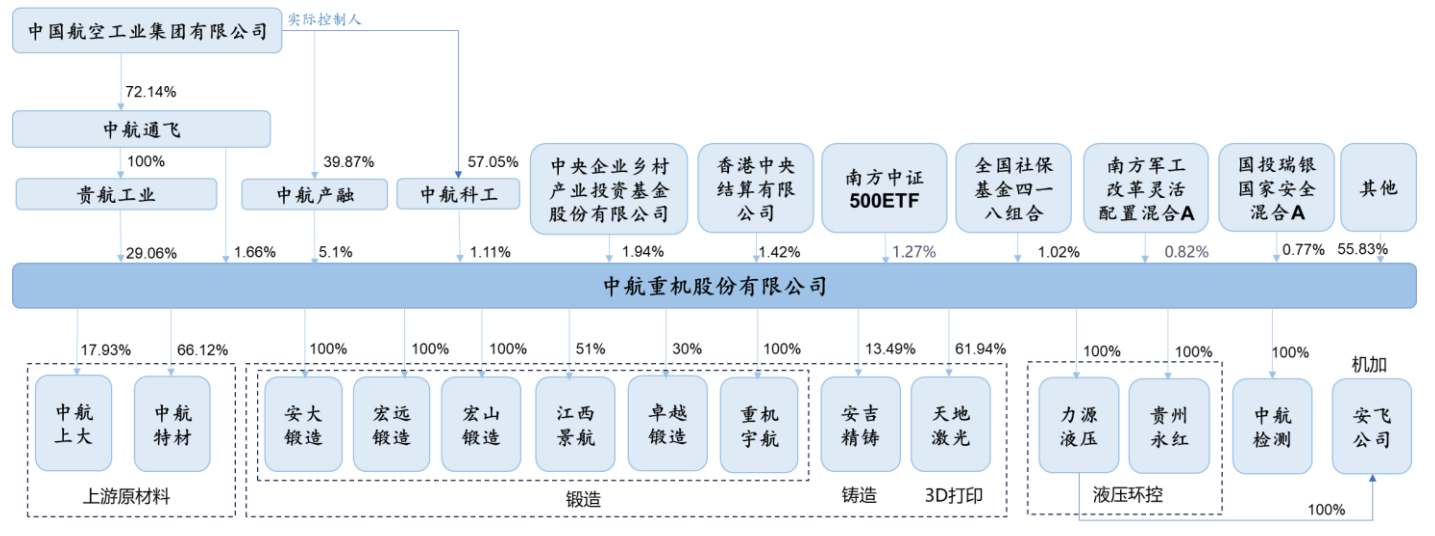
图表 35: 公司收入拆分和预测 16

图表 36: 可比公司估值 17



公司深耕高端航空锻铸行业，是我国航空锻造行业中流砥柱。公司背靠航空工业集团，是航空工业集团航空锻铸专业化平台旗下子公司宏远锻造、安大锻造、江西景航分别是模锻、环锻、中小型锻造龙头。

图表5：中航重机股权结构图

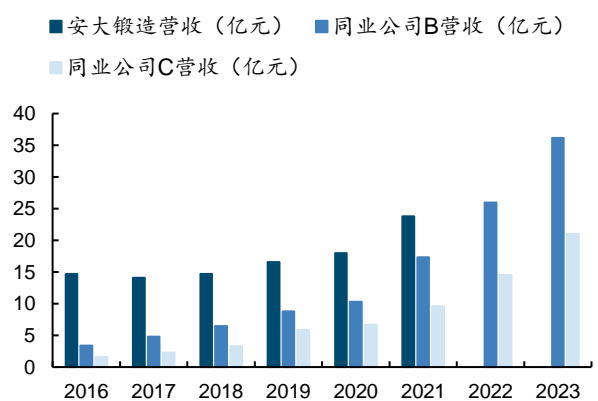
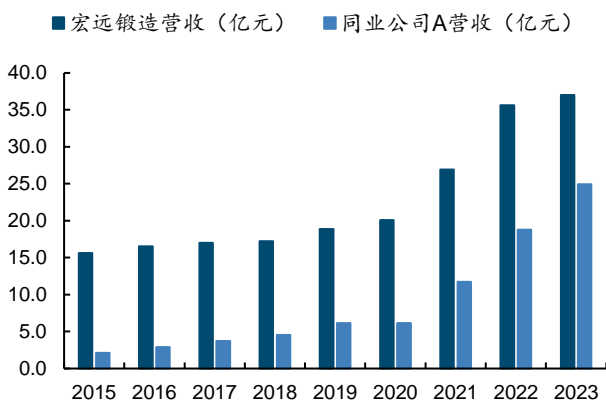


来源：iFinD，国金证券研究所

- 宏远锻造是国内飞机机身结构件锻造龙头：1) 宏远锻造拥有国内外先进水平的锻压设备群，模具制造，锻造、精密铸造、热处理、机械加工以及理化测试等一系列相配套的研发和生产能力；主要产品包括发动机盘、轴、环轧件、起落架、大型叶片、整体模锻件、精密模锻件、各类航空结构等。2) 宏远锻造营收规模远超友商：2016-2023年营收自16.5亿增至37亿，CAGR为12.2%；2023年同业公司A营收为24.94亿。
- 安大锻造是我国大型精密轧制和特种锻造基地：1) 安大锻造拥有自由锻、模锻、环轧、闪光焊系列生产线及先进的理化测试手段，完整的质量保证体系。2) 营收规模远超友商：2016-2021年安大锻造营收自14.7亿增至23.8亿元，CAGR为10.1%；2022年安大锻造产值31.7亿元，同年同业公司B营收26亿元，其中航空航天锻件营收9.96亿元；同业公司C营收14.54亿元，其中航空锻件营收10.86亿元。

图表6：2016-2023 宏远锻造、同业公司A收入对比

图表7：2016-2023 安大锻造、同业公司B、C收入对比



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所 *注：安大锻造 2022-2023 数据未披露

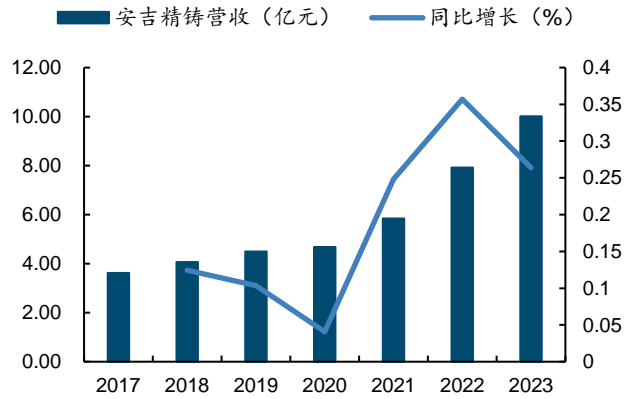
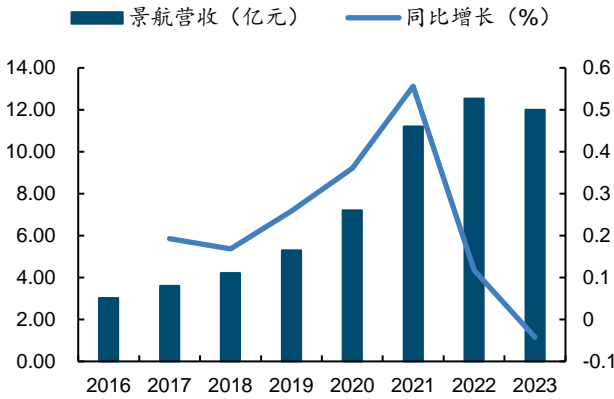
- 景航锻造是我国中小型锻件龙头：1) 江西景航是集研发、制造于一体的航空锻铸专业化企业，具备锻铸件研制生产的一站式服务能力，可生产单件重量在0.02-1500kg范围内的各类大、中、小型结构复杂、精度高、性能可靠的锻件，涉及200余种牌号的铝合金、钛合金、合金钢、不锈钢。2) 营收规模：2017-2023年景航营收自3.6亿增至12亿，CAGR为22.2%。



- 安吉精铸是国内铸造领航企业：亦是国防科工系统唯一专业化铸造企业，专业从事航空、航天等国防军工装备复杂异形结构精密铸件的研制、生产、销售及售后服务，2018-2023 年营收自 4.16 亿增至 10 亿，CAGR 为 19.2%，净利润自 160 万增至 8307 万，CAGR 为 120%。

图表8：2017-2023 景航收入自 3.6 亿增至 12 亿

图表9：2017-2023 安吉精铸营业收入



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

2 复盘海外龙头 Howmet，安吉精铸成长空间广阔

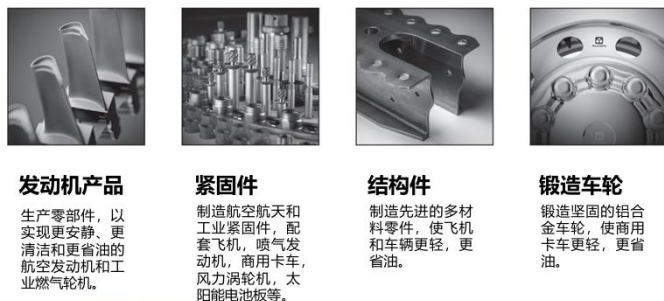
2.1 从牙科器具公司到航发铸件龙头，Howmet 成长为千亿市值龙头

Howmet Aerospace 是一家为航空航天、国防和运输市场提供高性能工程解决方案的制造商，亦是国际上最早生产航空发动机结构铸件的的公司之一。截至 2024 年 11 月 8 日，Howmet 市值 461.72 亿美元，动态 PE 为 41.27 倍。

Howmet 公司业务分为四大部分，包括发动机产品、紧固件、结构件和锻造车轮。2023 年，Howmet 营收 66 亿美元，1) 按照产品种类分，其中发动机产品营收 32.66 亿美元（占比 49%）；紧固件营收 13.49 亿美元（占比 20%）；结构件营收 8.78 亿美元（占比 13%）；锻造车轮营收 11.47 亿美元（占比 18%）。2) 按照下游分，2023 年 Howmet 对商用航空销售 32.29 亿美元（占比 49%）；国防航空销售 10.15 亿美元（占比 15%）；商业运输销售 14.02 亿美元（占比 21%）；工业及其他销售 9.94 亿美元。

图表10：Howmet 公司业务主要包括发动机产品、紧固件、结构件、锻造车轮

图表11：2023 年 Howmet 公司对商用航空销售占总销售额的 49%



来源：Howmet2023 年报，国金证券研究所

来源：Howmet2023 年报，国金证券研究所

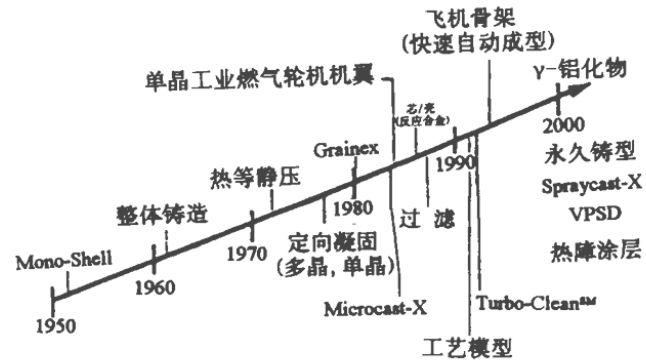
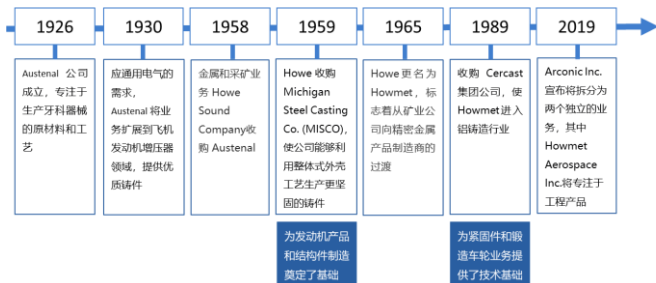
Howmet 是国际上最早生产航空发动机结构铸件的的公司之一，创建于 1926 年，最早用失蜡种铸造的方法生产牙科医生用具。二战爆发后，由于战争中需要大量高性能、大载荷、高速度作战飞机，Howmet 公司转向用精密铸造的方式生产无余量或小型航空发动机部件，



解决了当时发动机上某些部件无法通过锻造工艺生产的问题。如今 Howmet 公司已经拥有国际先进的生产设备与技术，全公司有 30 多个子公司遍布世界各地，能够生产航空发动机所需的各种结构铸件，包括叶片、机匣、热端部件等，还可以生产航天飞行器的结构铸件及工业燃气轮机等。

图表12: Howmet 公司发展历程

图表13: Howmet 公司 1950 年至今工艺发展概况



来源: bussiness abc, 国金证券研究所

来源: 马岳等《对美国 Howmet 公司铸造高温合金生产技术及发展的评述》，国金证券研究所

Howmet 的历史可以追溯到 1926 年，通过多次并购重组，从一家制造牙科器具材料的公司演变成为全球航发结构铸件龙头企业。复盘 Howmet 发展历程，大致可分为四大阶段。

- 第一阶段，Austenal 时期：Howmet 前身 Austenal 是一家制造牙科器具材料的公司，20 世纪 30 年代，Austenal 扩展到具有优质铸件的飞机发动机增压器，以满足通用电气战时的生产需求。
- 第二阶段，Howe 时期：1958 年，金属和采矿业 Howe 收购了 Austenal，1959 年 Howe 收购了 MISCO，MISCO 提供整体壳体工艺，该工艺使用具有薄而坚固的外壁的陶瓷外壳，以加强对凝固过程的控制并生产更坚固的铸件。Howe 于 1965 年更名为 Howmet，从一家矿业公司转变为一家精密金属产品制造商。
- 第三阶段，Pechiney 时期，进入铝铸造行业：Howmet 于 1975 年被跨国铝业公司 Pechiney 收购，1989 年，Pechiney 收购了 Cercast 集团公司，将 Howmet 带入铝铸造行业。
- 第四阶段，Alcoa 和 Arconic 时期，逐步推进专业化：2000 年 Howmet 控制权由 Cordant 转移到 Alcoa，后者将 Howmet 纳入 Alcoa 工业零件部门，2004 年 Howmet 参与了合并，创建了 Alcoa 熔模铸造和锻造产品部门，2007 年更名为 Alcoa Howmet，成为新成立的 Alcoa 动力和推进单元部门；2016 年 Alcoa Inc. 将其铝土矿、氧化铝和铝业务分拆给 Alcoa Corp.，美铝公司更名为 Arconic Inc.，保留了铝轧制、铝板、精密铸件以及航空航天和工业紧固件的业务；其重点转向将铝和其他轻质金属转化为工程产品。2019 年 Arconic 拆分为两个独立业务，其中，Arconic Inc. 更名为 Howmet Aerospace Inc. (专注于工程产品)，并成立分拆出一家新公司 Arconic Corporation (专注于轧制铝产品)。

2.2 安吉精铸是我国航空铸造龙头，未来或受益于航空制造业高景气

精密铸造是先进航空装备和民用航空产品向轻量化、精确化、长寿命、低成本方向发展的重要技术基础。据《精密铸造技术在航空工业中的应用和发展》一文：1) 在航空工业中，复杂薄壁的高温合金、钛合金、铝合金整体精密铸件是飞机发动机和机体中的关键构件。2) 精密铸件直接影响飞机/发动机的性能指标：这些构件形状尺寸、组织结构和性能直接影响飞机/发动机的性能、结构重量系数、寿命和制造成本等。3) 精密铸件满足航空装备研制生产和发展的需要：有利于提高部件整体结构性能和可靠性、减轻结构重量、降低制造成本，缩短制造周期。

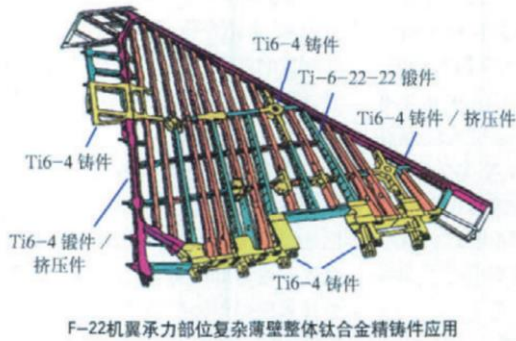
- 高温合金精密铸造技术：主要应用于航空发动机关键热端部件制造，如航空发动机叶片、整体涡轮盘、整体机匣等。1) 叶片：20 世纪 90 年代，Allision 公司采用 Cast Cool 铸造技术将超气冷单晶叶片一次铸成。2) 叶盘：Howmet、罗罗公司于 20 世纪末成功整体铸造了叶片为定向柱晶、轮盘为等轴细晶的整体叶盘，将燃气涡轮发动机



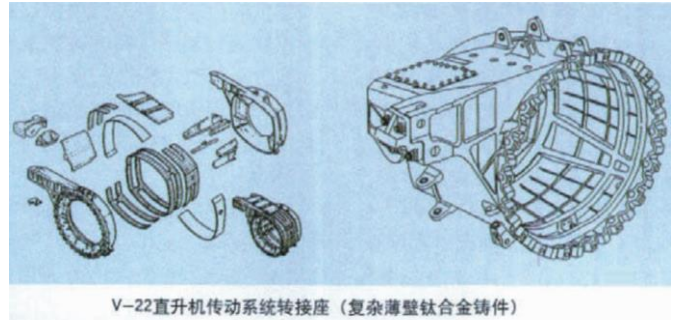
的使用寿命提高 2-3 倍，功率增加 7.3%-9.2%。3) 高温合金整体结构件：20 世纪末，Carret、PGC 公司研究出第三代整铸技术，整铸出最大尺寸达 1027mm、最小壁厚为 0.8-1.2m、晶粒度控制在 1-5mm 的机匣结构件，合金材料利用率提高了 50%以上。

- 钛合金精密铸造技术：1) 铸造结构件与组合结构件相比，消除了机械紧固连结，减少了组合件的数量，从而减轻结构件重量，提高结构整体性，缩短研制周期，降低制造成本。2) 在 Bell-Boeing V22 直升机传动系统中，Howmet 和 Bell-Helicopter 用 3 个钛合金整体精铸件和 32 个紧固件代替了 43 个铝合金锻件和 536 个紧固件，大幅降低结构重量、降本 30%，缩短制造周期 62%。

图表14: F-22 机翼承力部位复杂薄壁整体钛合金铸件应用



图表15: V-22 直升机传动系统转换座（复杂薄壁钛合金铸件）



来源：《精密铸造技术在航空工业中的应用和发展》，国金证券研究所

来源：《精密铸造技术在航空工业中的应用和发展》，国金证券研究所

安吉精铸是国防科工系统唯一专业化铸造企业：安吉精铸始建于 1966 年，是国防科工系统唯一专业化铸造企业，专业从事航空、航天等国防军工装备复杂异型结构精密铸件的研制、生产、销售和售后服务。历经 55 年的工艺技术积淀，安吉精铸已发展成钛、铝、高温合金为核心，计算机模拟、模具设计制造、铸件致密化处理、理化检测和铸件机械深加工等综合配套专业化铸造企业，产品覆盖发动机、飞机、航天、电子等行业，能够“一揽子”解决国防武器装备所需各类合金异型构件铸造的需求。

- 推进整体功能部件化零为整，满足各类装备需求：20 世纪 90 年代中后期，随着装备发展，铸件轮廓尺寸越来越大，传统分体铸造、焊接成形的工艺越来越难满足需求，整体铸造成为发展趋势。安吉精铸牢牢把握这一趋势和客户痛点，提出一次成型整体浇铸的设想，率先着手大型复杂整体精铸钛合金机匣的工程化应用研究，顺利制造出一系列大型复杂整体铸件。
- 攻克商用航空大发动机关键部件铸造技术难关，达到国际先进水平：2014 年起，安吉精铸与沈阳发动机研究所、黎明公司通力合作，攻克了 CJ1000 商用大涵道比航空发动机的关键部件，高温合金整体机匣的铸造技术；首次研制出了国内最大、最复杂的高温合金精密铸造机匣铸件，由此掌握了商用大涵道比发动机高温合金大型复杂薄壁整体机匣制造技术，达到国际先进水平。

图表16: 安吉精铸生产设备：台车炉



图表17: 安吉精铸公司工人正在进行制壳作业



来源：安顺新闻网，国金证券研究所

来源：安顺新闻网，国金证券研究所



3 走 PCC 崛起之路，进击航空基础结构件主力军

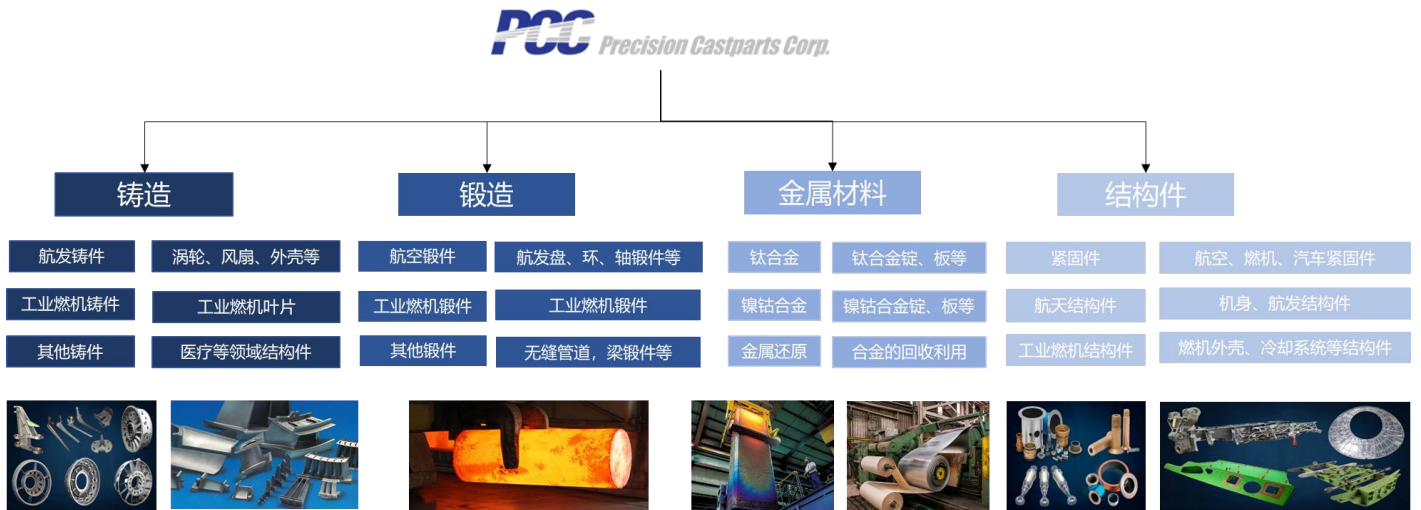
3.1 复盘 PCC 崛起之路：产业链一体化并购是走向巨头的有效途径

我们认为，复盘过去，公司从一度亏损到剥离低效资产轻装上阵，是转型腾飞的典范；而如今公司持续推进产业链一体化布局，有望迎来新一轮高成长。复盘 PCC（美国精密铸造公司）的发展历程，我们认为，产业链一体化并购是锻铸造企业做大做强有效路径。

PCC 集团（Precision Castparts Corp. 美国精密铸件公司）是一家全球性、多元化的综合型材料及零部件制造商，2016 年 1 月，PCC 集团被伯克希尔哈撒韦以 372 亿美元的价格收购。

- PCC 主要服务于航空、电力和一般工业市场，生产用于航空领域的大型复杂结构熔模铸件、叶片铸件、锻造零件、航空结构件和紧固件等；此外，PCC 业务还涉及工业燃气轮机市场的叶片铸件、用于发电和油气领域的无缝管件及锻件、金属合金和其他材料。
- PCC 业务贯穿航空航天金属零部件的上中下游，主要分为四大板块：金属材料、熔模铸造、锻件产品和结构件制造。

图表 18：PCC 业务贯穿上、中、下游



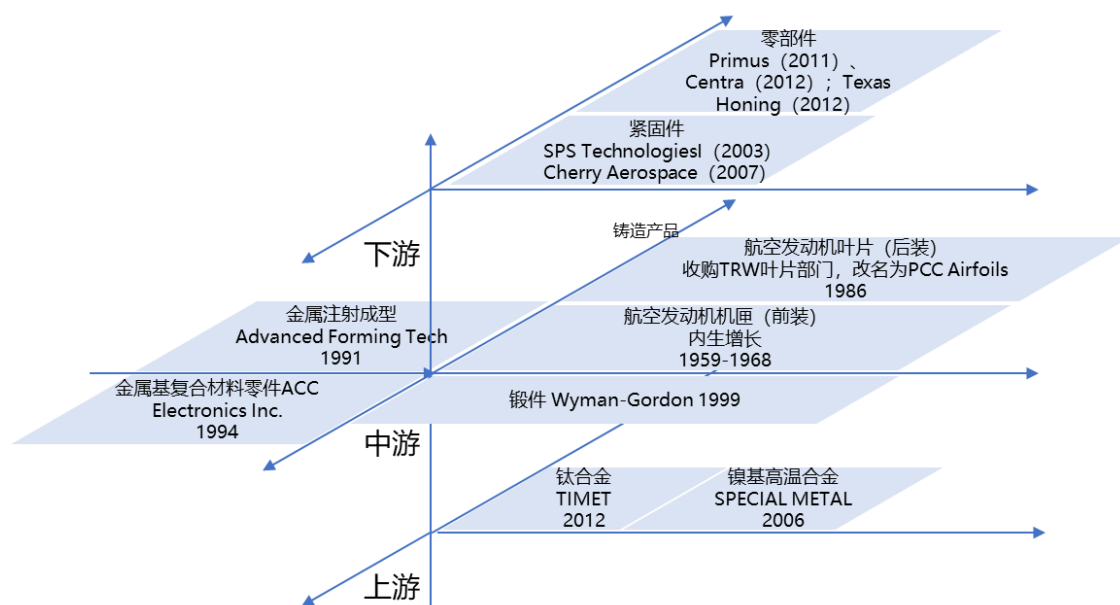
来源：PCC 官网，Wyman-Gordon 官网，国金证券研究所

第一阶段：凭借技术优势实现内生增长。PCC 最早由 Cox 于 1953 年创立，通过开发特殊的模具材料和铸造技术，PCC 具备了生产大至 60 英寸的铸件，逐渐崛起成为行业龙头，技术优势为 PCC 争取到了足够的订单，PCC 于 1959 年购买了一台真空炉，并于 1962 年完成安装，开始供应飞机发动机外壳。此间，PCC 持续拓展大型结构铸件的制造能力，于 1962 年购买了能够浇注重达 1000 磅零件的真空炉，并获得几份大型飞机发动机铸件合同，真空铸造很快成为行业内普遍趋势，接下来的十年间，PCC 增加了两台真空炉，1963-1967 年间增长了 4 倍，达到 950 万美元。1968 年 PCC 上市。

第二阶段：收购成熟的铸造公司。PCC 于 1976 年收购了英国的 Centaur Alloys 并更名为 PCC-UK，作为英国和欧洲航空航天市场小型熔模铸件平台，此时 PCC 已经向欧洲所有主要喷气发动机制造商销售铸件，包括德国的劳斯莱斯、法国的 SNECMA 和意大利的菲亚特。1978-1980 年间，PCC 在美国国内，通用和普惠公司方向营收自约 4000 万美元增至 9700 万美元，该阶段 PCC 持续投入巨资扩大公司设施和开发新技术。PCC 于 1984 年进一步收购法国阿鲁迪的两家小型钛铸造厂，并于 1986 年收购了 TRW 的叶片加工部门（后更名为 PCC Airfoils），正式进入了叶片铸造领域和航空发动机后市场，该部门并入 PCC 之后迅速扭亏为盈，1986-1987 年 PCC Airfoils 并入 PCC 之后，营收自 1.923 亿美元增至 3.262 亿美元，净利润自 930 万美元增至 2120 万美元。



图表19: PCC 通过内生发展、横向扩张、纵向一体化成为全能型航空基础结构制造商



来源: PCC 官网, ZIPPIA, 国金证券研究所

第三阶段: 开启横向扩张。1991年, 1985年来自 GE 的 Bill McCormick 成为 PCC 的 CEO, 并开启了 PCC 横向扩张的新发展阶段。1) 金属注射成型: 1991年 PCC 收购了 Advanced Forming Technology Inc., 从事军械、商用机器、电子产品、枪支和医疗器械金属注射成型零件, 为未来几年经济衰退之下 PCC 的稳健增长奠定了基础。2) 金属基复合材料零件: 1994年 PCC 收购了 ACC Electronics Inc. (后更名为 PCC Composites, Inc.), 3) 1995年初, PCC 收购了 Quamco, Inc., 为工业应用提供各种工具和设备。4) 锻造: 1999年收购锻造巨头 Wyman-Gordon, 进军锻造领域。

■ Wyman-Gordon 是全球航空航天和能源锻造龙头, 自 1883 年成立以来一直从事锻造业务。1944 年美国战时生产委员会选中了 Wyman-Gordon, 建造了一台 18000 吨的闭式液压机; 1951 年, 在 18000 吨液压机运行五年之后, 格拉夫顿工厂进行了扩建, 以容纳 35000 吨和 50000 吨液压机, 这两台机器由 Loewy 设计公司设计和建造, 1955 年 2 月, 35000 吨压力机投入运行, 10 月, 50000 吨压力机投入运行。

图表20: Wyman-Gordon 5万吨压机生产 B-1B 锻造后机身结构



图表21: 5万吨压机为 B-1B 飞机制造零件



来源: Dedication Program: National Historic Mechanical Engineering Landmark The Wyman-Gordon 50000-Ton Forging Press, 国金证券研究所

来源: Dedication Program: National Historic Mechanical Engineering Landmark The Wyman-Gordon 50000-Ton Forging Press, 国金证券研究所

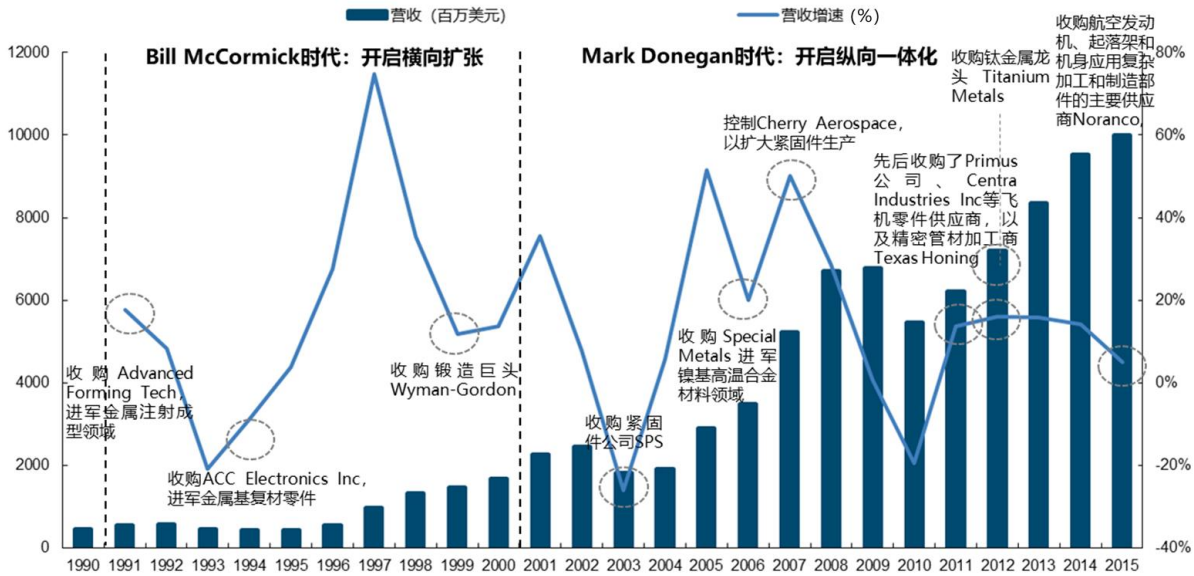
第四阶段: 2001 年, Mark Donegan 被任命为 PCC 的总裁兼 CEO, 开启了 PCC 纵向一体化发展时期。1) 向下游进军结构件: 2003 年 PCC 收购 SPS Technologies, 进军紧固件领域; 2007 年, PCC 控制 Cherry Aerospace, 以扩大紧固件生产; 2011、2012 年, PCC 先后



收购了 Primus 公司、Centra Industries Inc 等飞机零件供应商；以及精密管材加工商 Texas Honing。2) 向上游：2006 年收购 Special Metals 进军镍基高温合金材料领域，2012 年 10 月，PCC 收购了钛金属龙头 Titanium Metals。

通过持续并购，PCC 完成了从铸造龙头到航空基础结构供应商的蜕变，1990-2015 年 PCC 营收自 4.57 亿美元增至 100.5 亿美元，CAGR 为 13.2%。

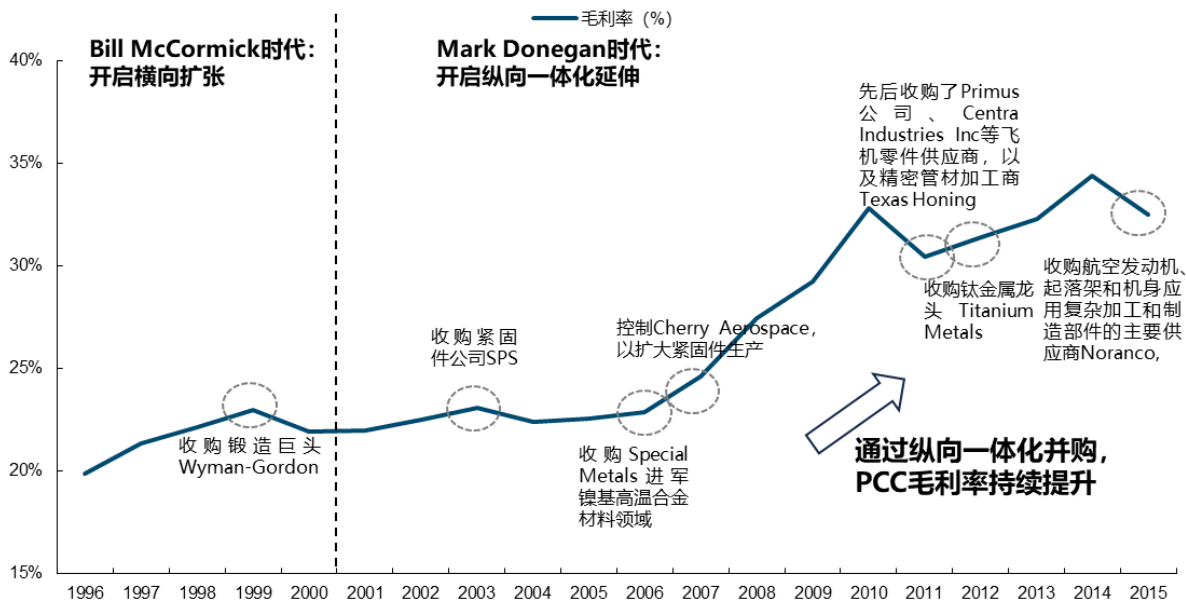
图表22：1990-2015 年 PCC 营收自 4.57 亿美元增至 100.5 亿美元，CAGR 为 13.2%



来源：PCC 官网，ZIPPIA，国金证券研究所

伴随着产业链纵向一体化的发展，PCC 毛利率亦开启了稳步提升：1996-2015 年，PCC 毛利率自 19.88% 提至 32.51% (+12.63pct)。我们认为，PCC 毛利率的提升得益于两大方面，第一，向上游延伸至原材料领域，收购钛合金、镍基高温合金供应商 TIMET 和 SPECIAL METAL，充分发挥了原材料自己带来的降本空间；第二，向下游延伸至零部件，亦提升了自身的产业链地位和交付层级，产品附加值有望提升。

图表23：纵向一体化促使 PCC 毛利率提升，1996-2015 年 PCC 毛利率自 19.88% 提至 32.51% (+12.63pct)



来源：PCC 官网，ZIPPIA，国金证券研究所

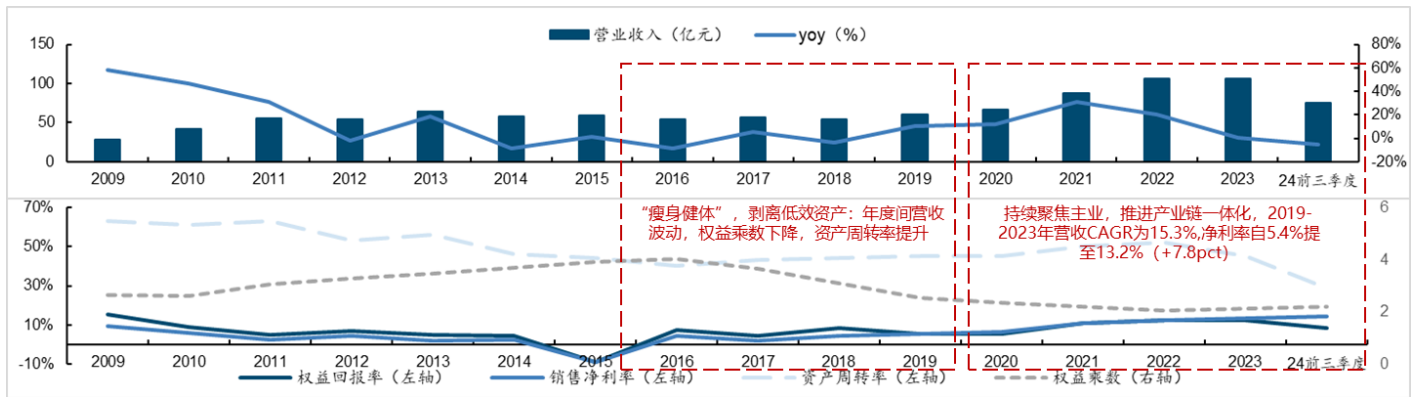


3.2 中航重机：剥离低效资产，瘦身健体聚焦主业

紧抓“聚焦主业，调整结构”主线，推进“瘦身健体”提质增效，通过梳理聚焦、清理低效资产和业务，公司主业集中度进一步提升，盈利能力提升明显。

- 2016-2018年，公司陆续剥离与主业相关度较低的新能源业务：1) 2016年：公司转让了无锡华达 20%股权、中航惠腾 20%股权。2) 2017年：公司转让中航粤海 33%股权、成都爱依斯凯华 55%股权、中航百安 55%股权、中航朝凤 16%股权。3) 2018年：公司转让了所持的航空工业新能源 69.3%股权、公司和安大分别持有的中航世新 57%/0.89%股权。

图表24：剥离低效资产瘦身健体，推进产业一体化发展，2019-2023公司净利率自5.4%提至13.2% (+7.8pct)

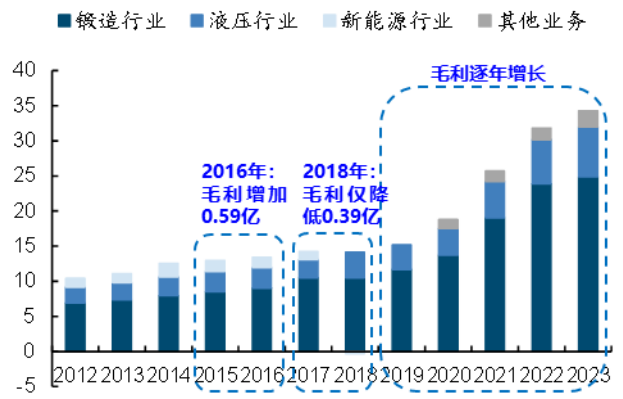
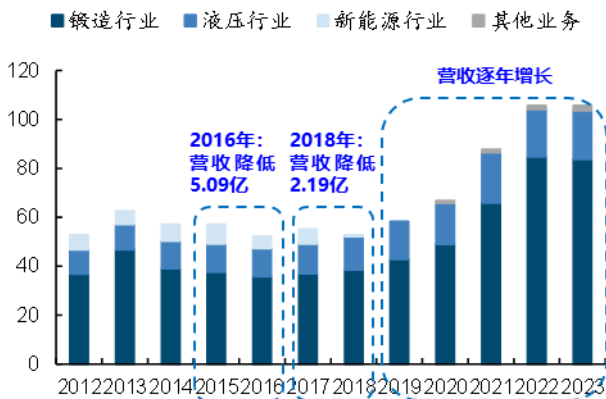


来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

- 公司主业集中度提升，“瘦身健体”成效显著：2016年，公司营收相比2015年降低5.09亿，而毛利却增长了0.59亿元；2018年，公司营收降低2.19亿，毛利则仅降低了0.39亿，变动幅度较小。

图表25：2019年以后公司营收持续增长（亿元）

图表26：剥离低效资产过程中公司毛利反而提升（亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

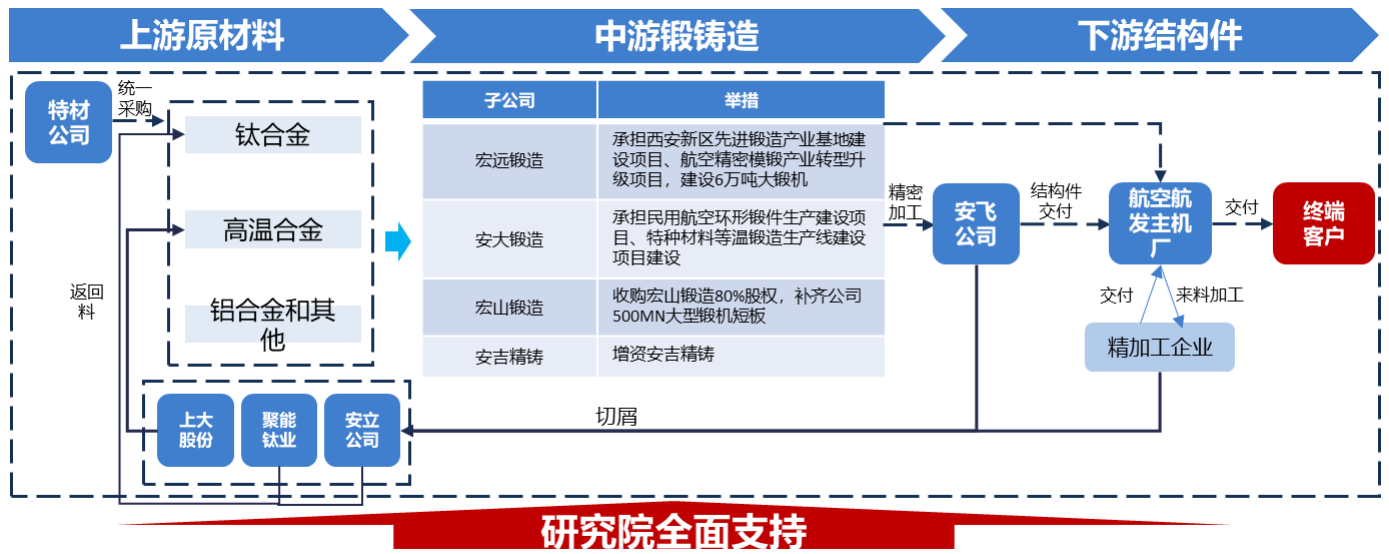
来源：iFind，国金证券研究所

3.3 持续推进产业链一体化，逐步实现向航空通用基础结构制造商的蜕变

公司持续推进产业链一体化发展，逐步完成从航空锻造龙头向平台型航空基础结构制造商的蜕变。公司以航空为本，立足材料成形专业化发展，构建“材料循环及再生—锻铸件成形—基础结构”的新生态配套环境，打造“研究院+企业”的新业态运营模式，形成一体化研发生产支撑体系，努力成为航空通用基础结构制造商，对航空工业发展形成重要支撑的国家和主力军。



图表27：持续推进产业链一体化布局，公司业务贯穿上、中、下游



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

① 向上游：打通金属原材料循环体系，未来或有较大降本空间

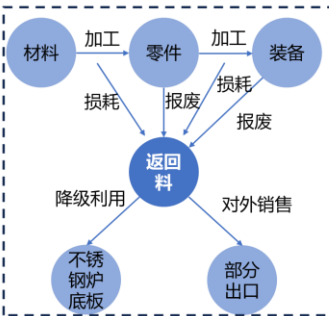
公司推进金属原材料返回体系建设，于2010年10月参股上大股份，于2023年6月受托管理青海聚能钛，于2024年5月受托管理贵州安立，打通高温合金、钛合金返回料回收利用体系。

- 上大股份是国内唯一一家掌握高温合金返回料再生应用技术并形成产业化、通用发动机试车考核的企业。目前我国高温合金循环再生应用尚存明显差距，以航空发动机为例，我国材料有效利用率较低，通常90%的材料会成为返回料，而美国已经形成完善的返回料回收利用闭环模式，在高温合金生产过程中返回料使用比例达到70-90%。上大股份具备高温合金、高性能合金、高品质特种不锈钢的研发和生产能力，掌握循环再生应用技术、高纯净化熔炼技术、组织均匀性控制技术、难变形合金轧制冷拔技术四个方向的11项特种合金领域关键性、创新性核心技术，GH4169等多款高温合金已通过产品验证并实现批量销售。
- 青海聚能钛业是集钛矿资源开发利用、钛及钛合金熔铸、加工及销售为一身，产业链较为完整的现代化企业。聚能钛业成立于2008年，经过十余年发展，聚能钛业年产能达到6000吨，其中钛合金产品1500吨，逐步形成钛矿资源开发利用、高端海绵钛生产、电子束熔铸、优势钛材生产、基于电子束熔铸的钛及钛合金回收再利用等的钛全产业链布局，在钛铸锭单体重量、电子束熔炼工艺技术方面，在国内有一定地位。

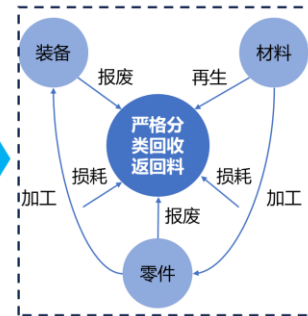
图表28：国内外高温合金返回料回收利用情况

图表29：青海聚能钛布局钛和钛合金回收再利用

旧模式：返回料降级利用，或者直接对外销售



新模式：严格分类回收返回料，循环利用再加工



来源：上大股份招股书，国金证券研究所

来源：青海聚能钛业官网，国金证券研究所



② 向中游：提升大型模锻能力，收购安吉精铸股权布局铸造主业



先后推出两次定增募投项目，推动锻造产品向高端化、大型化、精密化方向转型。

- 环锻业务工艺精度和生产效率逐步提升：公司于2018、2021年通过定增募资，用于建设民用航空环形锻件生产线、特种材料等温锻生产线，由安大锻造承担建设。其中，民用航空环形锻件生产建设项目达产后将提高中、环锻件的生产能力，产能进一步提升；特种材料等温锻造生产线建设项目建设完成后将促进特种材料等温锻件技术研发与应用，提高特种材料等温锻造水平，增强公司核心竞争力。
- 模锻业务朝着大型化、精密化、一体化方向发展：公司于2018、2021年通过定增募资，用于建设西安新区先进锻造产业基地、航空精密模锻产业转型升级项目，由宏远锻造承担项目建设；西安新区先进锻造产业基地建设项目新增精密化、大型化模锻件以及难变形材料、超塑性成形等温锻件的生产能力；航空精密模锻产业转型升级项目，项目达产后将提高宏远公司航空精密模锻件研制、生产配套能力，以应对我国军用、民用飞机和航空外贸转包产品对大型精密模锻件的需求。

图表30：2018-2021年公司先后两次定增募投，推动高端产能建设

项目名称	时间	投资金额	建设周期	简介
民用航空环形锻件生产线建设项目	2018年	4.5亿元	3年	拟新建一条中型环件生产线及智能管控平台，打造具有国际竞争力的智能化航空环锻件生产线。项目建成后将提高中、小型环锻件的生产能力。新建等温锻造生产线、精密锻造生产线和数值仿真模拟中心，以及大型模具制造和产品加工、热表处理、理化检测、动力配套等辅助设备设施，使宏远公司新区基地尽快形成相对独立的科研生产体系，新增精密化、大型化模锻件以及难变形材料、超塑性成形等温锻件的生产能力
西安新区先进锻造产业基地建设项目	2018年	13.92亿元	3.5年	本项目建设完成后可推动安大公司现有航空发动机盘类零件的流程化、智能化、批量化生产发展，并将促进特种材料等温锻件技术研发与应用，提高安大公司特种材料等温锻件水平，增强其核心竞争力。
特种材料等温锻造生产线建设项目	2021年	6.4亿元	3年	通过本项目建设，将提高宏远公司航空精密模锻件研制、生产配套能力，满足国内军用飞机、商用飞机及国际商用飞机大型精密模锻件市场需求，实现宏远公司产业转型升级
航空精密模锻产业转型升级项目	2021年	8.05亿元	3年	

来源：公司公告，国金证券研究所

收购宏山锻造80%股权，快速补齐大型模锻能力：公司于2023年7月31日，以13.18亿元收购宏山锻造80%股权。宏山锻造建设有以美国铝业、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；拥有高强铝合金、高强结构钢、高温合金、钛合金等高端材料锻造成形技术，产品类型包括模锻件、自由锻件，产品覆盖航空航天、动力装备、能源石化、轨道运输、防务装备等高端装备制造制造业。宏山锻造年产能上线可达14000吨，目前已形成量产的国内客户包括中国航发、航天各主机厂、北京星航、北京航星、商飞及商发等，外贸客户包括赛峰、贝克休斯及罗罗等。

图表31：宏山锻造500MN大锻机



图表32：青海聚能钛布局钛和钛合金回收再利用

同行竞争企业	机型配置	产品方向	产能(吨)
东轻	10000吨水压机, 5000吨水压机, 3000吨水压机	航空航天武器装备自由锻件和模锻件	年产2000-3000吨
二重	世界上最大锻造能力的8万吨大型模锻压机、2万吨大型模锻压机等大型模锻设备, 以及4500吨快锻机、1600吨快锻机等大型制坯设备	钛、铝、高温合金、高强钢等材料自由锻件和模锻件	2020年产值约14亿元
无锡派克	3600T油压机、3150T快锻机、1.2m-10m多台精密数控环锻机等设备、7000T自由锻、精密碾环机、50MN胀形机、20T和80T双探、15台加热炉(1台铝合金加热炉)、2台中温及2台高温热处理炉、10台精加工设备、6台卧式带锯等	以环锻件、自由锻件及中小模锻件为主	2020年产值约10.28亿元, 其中锻造行业9.39亿元
三角防务	31.5MN快锻机、4万吨模锻压机	钛、铝、高温合金、高强钢等材料自由锻件和模锻件	2020年产值约6亿元
贵州安大	最大吨位25000吨等温锻压力机	可生产高温合金、钛合金、铝合金、镁合金、不锈钢、合金结构钢等材料自由锻件	年产值6亿元左右
航宇科技	6300吨四柱式锻造液压机2500吨四柱式锻造液压机高效率快锻机数控碾环机直径4500, 2500, 1600mm	铝合金, 钛合金, 高温合金	2020年产值7.78亿元左右

来源：南山铝业官网，国金证券研究所

来源：青海聚能钛业官网，国金证券研究所

收购安吉精铸部分股权，推动铸造主业布局：公司于2024年10月发布公告，拟以不超过



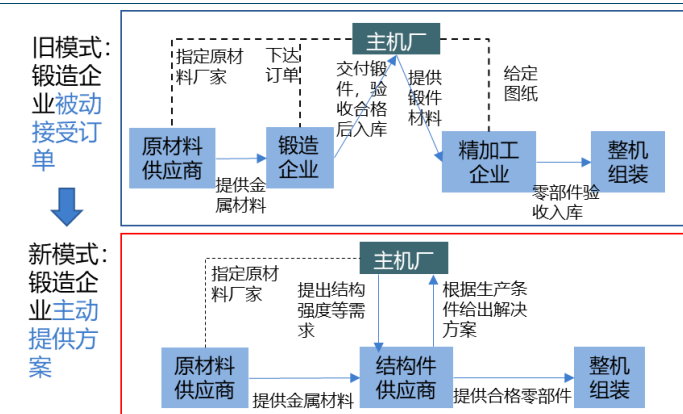
1.3 亿自有资金，通过非公开协议方式受让航空投资公司持有的安吉精铸 7.81% 股权，受让完成后，公司将持有安吉精铸 21.3% 股权。我们认为，本次收购安吉精铸部分股权，是公司聚焦主业、完善产业布局的需求，对公司的战略定位和长远发展具有重要意义，有利于公司进一步发挥业务协同效应，进一步增强公司铸造能力，聚焦锻铸主业，推动公司成为“锻铸行业的引领者、主机发展的服务者、航空工业通用基础结构主力军”。

③ 向下游：设立安飞精密制造公司，打造航空通用基础结构零部件主力军

面对主机厂对产品提出“近净成型”和“一站式解决”的配套要求，公司于 2023 年 7 月组建以特色机加为核心业务的贵州安飞精密制造有限公司，承载公司深加工业务主力军使命责任，围绕实现锻铸件向零部件级交付转变的定位，发挥拉动产业体系内循环，提高质量降低成本，实现利润增加新动能的积极作用。

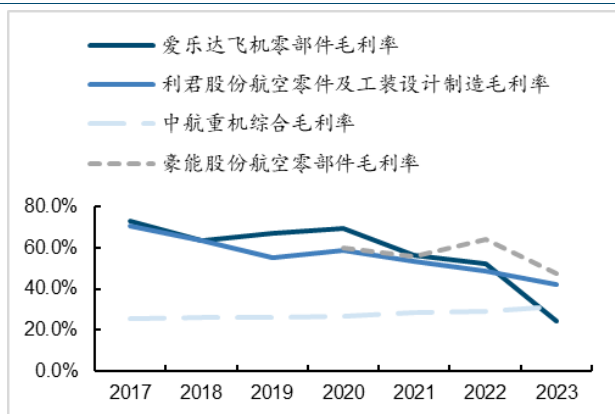
- 构建“1+N”的机加产业体系，公司精密制造业务有望做大做强：宏远、安大、力源、永红体内均拥有完善的机加工能力，公司围绕主机厂要求顺势而为，以“1”为起点，探索 N 的布局，在不同地域打造“N”个机加子公司，实现产业链延伸。
- 未来公司毛利率有望向上提升：我们选取爱乐达、利君股份、豪能股份 2017-2023 年间航空零部件加工相关业务与公司毛利率进行对比，机加业务毛利率总体高于公司综合毛利率，我们认为，随着公司持续向下游机加领域延伸，公司有望实现从毛坯交付到精密加工交付的转变，在产业链中的配套地位亦或提升，未来盈利能力有望持续提升。

图表33：设立安飞公司，向下游机体结构加工领域延伸，产业链地位或提升



来源：公司官网，国金证券研究所

图表34：2017-2022 爱乐达、利君股份、豪能股份航空零部件业务毛利率高于公司综合毛利率 (%)



来源：iFind，国金证券研究所 *注：我们认为，公司向下游延伸航空零部件加工业务，未来盈利能力有望持续提升

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

主营业务收入：按照产品类型，公司主营业务可划分为航空锻造、液压产品、散热器、燃气轮机、锻造材料销售、高端智能装备，公司 2024Q3 季末存货 45.81 亿元，较 2024Q2 季末增加 7.4 亿元，我们认为，公司以销定产，存货增加较多，或系终端客户合同签订进度影响，相关产品既定需求未如期签订合同所致。我们认为，随着下游终端客户合同签订，该部分存货有望 2024Q4 实现确收。我们通过主营构成产品拆分，预测公司 2024-2026 年的主营业务收入：

- 航空锻造：公司从事航空锻造，随着下游产品迭代、装备放量列装，我们预计 2024-2026 年公司航空产品营业收入分别为 95.04/111.19/130.09 亿元，同比+15%、+17%、+17%。随着大型锻件逐步放量，毛利率有望逐步提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 30.8%/31%/31%。
- 液压产品：公司从事航空液压产品制造，随着下游产品迭代、装备放量列装，我们预计 2024-2026 年公司航空产品营业收入分别为 5.64/6.21/6.83 亿元，同比+10%、+10%、+10%。随着型号迭代，毛利率有望逐步提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 44%/45%/45%。



- 散热器：公司从事散热器产品制造，我们预计 2024-2026 年公司散热器营收分别为 16.12/17.73/19.5 亿元，同比+10%/+10%/+10%。预计毛利率维持稳定，预计 2024-2026 年毛利率 35%/35%/35%。
- 锻造材料销售：公司持续推进产业链一体化延伸，上游锻造材料销售业务营收有望稳步增长，我们预计 2024-2026 年公司锻造材料销售营收分别为 1.02/1.07/1.12 亿元，同比+5%/+5%/+5%，预计 2024-2026 毛利率 3.92%/3.93%/3.93%。
- 高端智能装备：公司持续拓展 3D 打印业务，高端智能制造业务营收有望稳步增长，我们预计 2024-2026 年营收分别为 1031/1083/1137 万元，同比+5%/+5%/+5%，预计 2024-2026 年毛利率 37.48%/37.23%/37.32%。

费用假设：我们假设公司 2024-2026 年管理费用率分别为 6.8%/6.65%/6.6%；研发费用率分别为 6.25%/6.22%/6.20%；销售费用率分别为 0.75%/0.74%/0.72%。

图表35：公司收入拆分和预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）						
航空锻造	6550.16	8474.36	8264.20	9503.83	11119.49	13009.80
Yoy	34.45%	29.38%	-2.48%	15.00%	17.00%	17.00%
液压产品	904.73	589.34	512.99	564.29	620.72	682.79
yoy	10.79%	-34.86%	-12.95%	10.00%	10.00%	10.00%
散热器	1143.13	1331.17	1465.20	1611.72	1772.89	1950.18
yoy	35.63%	16.45%	10.07%	10.00%	10.00%	10.00%
锻造材料销售	34.28	40.81	96.89	101.73	106.82	112.16
yoy	17.04%	19.05%	137.43%	5.00%	5.00%	5.00%
高端智能装备	8.98	9.39	9.82	10.31	10.83	11.37
yoy	-9.68%	4.56%	4.60%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	148.62	165.43	288.04	441.22	706.64	1115.30
yoy	16.55%	11.31%	74.11%	53.18%	60.16%	57.83%
合计	8789.90	10610.50	10637.14	12233.10	14337.38	16881.59
yoy	31.23%	20.71%	0.25%	15.00%	17.20%	17.75%
毛利（百万元）						
航空产品	1902.73	2428.16	2484.21	2927.18	3447.04	4033.04
其他业务	224.79	236.46	193.25	248.29	279.32	307.25
其他	289.43	387.52	512.92	564.10	620.51	682.56
锻造材料销售	1.61	1.60	3.81	3.99	4.19	4.40
高端智能装备	1.77	3.66	3.61	3.86	4.03	4.24
其他业务	69.60	74.41	170.84	240.61	396.61	620.06
合计	2489.95	3131.80	3368.64	3988.04	4751.71	5651.55
毛利率（%）						
航空产品	29.05%	28.65%	30.06%	30.80%	31.00%	31.00%
其他业务	24.85%	40.12%	37.67%	44.00%	45.00%	45.00%
其他	25.32%	29.11%	35.01%	35.00%	35.00%	35.00%
锻造材料销售	4.70%	3.92%	3.93%	3.92%	3.93%	3.93%
高端智能装备	19.75%	38.98%	36.73%	37.48%	37.23%	37.32%
其他业务	46.83%	44.98%	59.31%	54.53%	56.13%	55.60%
合计	28.33%	29.52%	31.67%	32.60%	33.14%	33.48%

来源：iFind，国金证券研究所



4.2 投资建议及估值

根据上述假设，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 122.33/143.37/168.82 亿元，同比增长 15.66%/17.20%/17.75%，毛利率为 32.6%/33.1%/33.5%。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 15.68/18.85/22.68 亿元，同比+18.05%/+20.18%/+20.32%，当前股价对应 PE 为 19/16/13 倍。我们选取航空锻造企业三角防务、航材股份、图南股份作为可比公司，2025 年平均 PE 为 21 倍。公司正在逐步完成从航空锻造龙头到平台型航空基础结构件平台的蜕变，给予公司 2025 年 25 倍估值，目标价 31.81 元，给予“买入”评级。

图表36：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE			
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300775	三角防务	26.03	1.26	1.48	1.54	1.96	2.33	16.90	13.27	11.20	
688563	航材股份	55.92	1.23	1.45	1.51	1.88	2.31	36.97	29.80	24.16	
300855	图南股份	24.73	0.84	0.84	0.95	1.19	1.48	25.98	20.70	16.71	
			中位数						25.98	20.70	16.71
			平均数						26.62	21.26	17.36
600765	中航重机	20.60	0.82	0.90	1.06	1.27	1.53	19.45	16.19	13.46	

来源：iFinD，国金证券研究所；注：股价取 2024 年 11 月 15 日收盘价；可比公司盈利预测取 iFinD 一致盈利预测均值

5.风险提示

- 1) 军费支出不及预期的风险：**军费是国防科技工业景气度扩张的基础，尤其是装备发展研发、批量生产的基础，若军费支出不及预期，则可能对公司经营业绩造成不利影响。
- 2) 宏山锻造扭亏减亏风险：**公司 2023 年新收购宏山锻造 80% 股权，目前尚处于资质取得阶段，若未来宏山锻造扭亏减亏不及预期，则可能对公司经营业绩造成不利影响。
- 3) 大型化锻件产能爬坡不及预期的风险：**公司于 2018、2021 年通过定增募资，用于西安新区先进锻造产业基地等项目建设，新增精密化、大型化模锻件以及难变形材料、超塑性成形等温锻件的生产能力，若大型化模锻件等产能爬坡不及预期，则可能对公司经营业绩造成不利影响。
- 4) 收购安吉精铸部分股权不及预期的风险：**公司收购安吉精铸部分股权，聚焦铸造主业，若收购进展不及预期，则可能对公司经营业绩增长造成不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,790	10,570	10,577	12,233	14,337	16,882	货币资金	6,130	5,735	5,192	5,888	6,861	8,031
增长率	20.2%	20.2%	0.1%	15.7%	17.2%	17.7%	应收款项	5,595	6,891	8,789	8,936	10,404	11,853
主营业务成本	-6,300	-7,479	-7,268	-8,245	-9,586	-11,230	存货	3,232	3,316	3,721	3,036	3,175	3,341
%销售收入	71.7%	70.8%	68.7%	67.4%	66.9%	66.5%	其他流动资产	426	116	133	195	203	235
毛利	2,490	3,091	3,309	3,988	4,752	5,652	流动资产	15,384	16,057	17,835	18,055	20,644	23,462
%销售收入	28.3%	29.2%	31.3%	32.6%	33.1%	33.5%	%总资产	78.2%	76.2%	70.1%	70.0%	71.8%	74.2%
营业税金及附加	-29	-30	-61	-61	-72	-84	长期投资	760	882	909	909	909	909
%销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,705	3,133	5,452	5,836	6,176	6,187
销售费用	-73	-77	-92	-92	-106	-122	%总资产	13.7%	14.9%	21.4%	22.6%	21.5%	19.6%
%销售收入	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	无形资产	377	347	611	666	715	756
管理费用	-657	-757	-764	-832	-953	-1,114	非流动资产	4,301	5,028	7,594	7,736	8,120	8,168
%销售收入	7.5%	7.2%	7.2%	6.8%	6.7%	6.6%	%总资产	21.8%	23.8%	29.9%	30.0%	28.2%	25.8%
研发费用	-346	-434	-661	-765	-892	-1,047	资产总计	19,685	21,085	25,429	25,791	28,763	31,629
%销售收入	3.9%	4.1%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	短期借款	746	2,273	1,367	1,166	1,560	1,654
息税前利润 (EBIT)	1,384	1,793	1,730	2,239	2,729	3,285	应付款项	4,731	6,012	7,656	6,893	7,559	8,210
%销售收入	15.7%	17.0%	16.4%	18.3%	19.0%	19.5%	其他流动负债	1,837	1,245	1,600	905	924	755
财务费用	-81	22	-12	-108	-254	-326	流动负债	7,314	9,530	10,623	8,964	10,042	10,619
%销售收入	0.9%	-0.2%	0.1%	0.9%	1.8%	1.9%	长期贷款	2,104	336	1,920	2,620	2,720	2,820
资产减值损失	-345	-293	-179	-236	-163	-167	其他长期负债	431	424	631	522	524	507
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	9,849	10,290	13,174	12,106	13,286	13,947
投资收益	155	-17	1	5	5	5	普通股股东权益	9,360	10,393	11,488	12,841	14,515	16,579
%税前利润	13.5%	n.a	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	其中：股本	1,052	1,472	1,471	1,471	1,471	1,471
营业利润	1,140	1,536	1,598	1,932	2,351	2,830	未分配利润	3,288	4,259	5,294	6,672	8,346	10,410
营业利润率	13.0%	14.5%	15.1%	15.8%	16.4%	16.8%	少数股东权益	476	402	767	844	962	1,104
营业外收支	3	-2	7	4	5	5	负债股东权益合计	19,685	21,085	25,429	25,791	28,763	31,629
税前利润	1,144	1,534	1,605	1,936	2,356	2,835	比率分析						
利润率	13.0%	14.5%	15.2%	15.8%	16.4%	16.8%	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
所得税	-177	-204	-208	-290	-353	-425	每股指标						
所得税率	15.5%	13.3%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.847	0.816	0.903	1.059	1.272	1.531
净利润	967	1,330	1,397	1,646	2,003	2,410	每股净资产	8.900	7.059	7.811	8.668	9.798	11.191
少数股东损益	76	129	69	77	118	142	每股经营现金净流	1.443	0.526	0.404	0.888	1.223	1.427
归属于母公司的净利润	891	1,202	1,329	1,568	1,885	2,268	每股股利	0.045	0.050	0.170	0.130	0.143	0.139
净利率	10.1%	11.4%	12.6%	12.8%	13.1%	13.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.86%	9.52%	11.56%	11.56%	12.21%	12.99%
2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	4.52%	5.70%	5.22%	6.08%	6.55%	7.17%	
净利润	967	1,330	1,397	1,646	2,003	2,410	投入资本收益率	9.20%	11.57%	9.64%	10.84%	11.69%	12.56%
少数股东损益	76	129	69	77	118	142	增长率						
非现金支出	651	594	551	713	695	808	主营业务收入增长率	31.23%	20.25%	0.07%	15.66%	17.20%	17.75%
非经营收益	-82	74	72	166	194	213	EBIT 增长率	74.83%	29.54%	-3.51%	29.38%	21.89%	20.38%
营运资金变动	-18	-1,224	-1,427	-1,218	-1,093	-1,331	净利润增长率	159.05%	34.93%	10.55%	18.05%	20.18%	20.32%
经营活动现金净流	1,518	774	594	1,306	1,798	2,099	总资产增长率	25.65%	7.11%	20.61%	1.42%	11.52%	9.96%
资本开支	-618	-877	-1,052	-613	-910	-683	资产管理能力						
投资	46	-51	-1,066	0	0	0	应收账款周转天数	103.3	111.7	163.6	164.0	163.0	155.0
其他	290	10	2	5	5	5	存货周转天数	182.3	159.8	176.7	140.0	130.0	120.0
投资活动现金净流	-281	-918	-2,116	-608	-905	-678	应付账款周转天数	148.6	123.3	213.4	180.0	170.0	160.0
股权募资	2,192	0	79	0	0	0	固定资产周转天数	99.5	83.0	160.2	140.3	120.0	100.0
债权募资	-324	-209	866	411	510	189	偿债能力						
其他	-25	-56	17	-392	-416	-428	净负债/股东权益	-33.35%	-28.96%	-15.54%	-15.36%	-16.68%	-20.12%
筹资活动现金净流	1,843	-265	962	19	94	-239	EBIT 利息保障倍数	17.0	-81.2	149.9	20.8	10.7	10.1
现金净流量	3,075	-396	-558	717	988	1,181	资产负债率	50.03%	48.80%	51.81%	46.94%	46.19%	44.09%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	8	10	19	31
增持	1	4	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.33	1.33	1.32	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究