

2023 年 04 月 27 日
中航重机 (600765. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

国防军工

23Q1 归母净利润+30.13%，经营效率持续提升

■ 事件：4 月 26 日，公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现收入(23.40 亿元,+13.34%)，归母净利润(2.71 亿元,+30.13%)，扣非归母净利润 (2.68 亿元,+30.64%)。

■ 业绩实现稳步增长，盈利能力持续改善

23Q1 受益于市场订单增加以及产品交付能力提升，公司业绩实现稳步增长。从季度间节奏看，公司 22Q1-23Q1 收入分别为 20.65/30.13/26.41/28.51/23.40 亿元，23Q1 收入规模环比下降 18%，但参考 22 年各季度营收情况，一季度营收占比在全年相对较小，23Q1 收入变化或符合季度间波动规律；22Q1-23Q1 归母净利润分别为 2.08/3.52/3.55/2.86/2.71 亿元，依照 2022 年规律，Q2、Q3 交付确认较多，22Q2-Q3 归母净利润占全年比重为 58.82%，因此我们认为或应更加关注公司 Q2 及 Q3 业绩情况。随着新产能逐步释放，季度间交付规模有望持续增加，公司全年收入规模或将延续稳步提升态势。

毛利率净利率持续提升，强化管理带动盈利能力不断改善。23Q1 公司毛利率为 31.74%，同比提升 3.19pct，或与高附加值产品交付占比提升有关。净利率为 12.25%，同比提升 1.3pct，净利率增幅小于毛利率，主要系期间费用率提升 2.2pct 至 13.24%，主要是研发费率增加 2.1pct，表明公司重视研发，不断加大研发投入。随着公司坚持加强管理效率，公司盈利能力仍有较大提升空间。

■ 资产负债表前瞻性指标表现较好，现金流有所改善。23Q1 公司预付款项较期初增加 65.45%，合同负债较期初增长 17.74%，或表明公司当前订单充足，正积极备货组织生产。23Q1 应收账款较期初增长 44.17%，表明当前订单交付顺利，确认收入后可进一步改善现金流情况。此外，23Q1 公司经营活动现金流净额较上年同期增加 38.07%，现金流情况有所好转。

■ 产业链景气度仍饱满，23 年业绩或有超预期可能。据公司 22 年年报指引，23 年公司预计实现营业收入 110 亿元，同比增长 4.07%；预计实现利润总额 16 亿元，同比增长 4.27%。参考 21 年年报指引及 22 年实际完成情况，营收方面，公司预计 22 年实现 100 亿元，同比增长 13.77%，但实际实现 105.7 亿元，同比增长 20.25%；利润总额方面，公司预计实现 12 亿元，同比增长 4.93%，但实际实现 15.34 亿元，同比增长 34.18%，均超额完成。截止 2023 年

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **40 元**
股价 (2023-04-26) **25.35 元**

交易数据

总市值(百万元)	37,316.44
流通市值(百万元)	37,176.73
总股本(百万股)	1,472.05
流通股本(百万股)	1,466.54
12 个月价格区间	23.55/40.74 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.4	-11.9	-19.1
绝对收益	3.8	-17.2	-14.5

张宝涵 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001

zhangbh@essence.com.cn

马卓群 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522120002

mazq@essence.com.cn

相关报告

22 年归母净利润+34.93%，	2023-03-15
盈利能力持续增强	
前三季度归母净利润同比	2022-10-31
+50.46%，盈利能力稳步提升	

3月31日，公司已完成全年营收目标的21.27%。基于产业链当前景气度仍较饱满，且公司自身产能伴随2019及2021年两次定增募投仍处于加速扩张周期，我们预计23年或有望超额完成目标。

投资建议：公司作为我国军用航空锻造龙头，配套历史悠久且技术实力雄厚，并先后通过两次定增募投增强生产能力，龙头地位稳固，并有望核心受益于航空航发新型号批产上量带来的需求景气度持续上行，同时公司不断剥离低效及亏损资产，加速聚焦航空主业的同时整体盈利能力仍有望逐渐提升；此外，公司于2020年推出股权激励计划，在成功绑定核心业务骨干利益的同时，有望在费用控制端更进一步，加速业绩释放，增强公司核心竞争力预计公司2023-2025年归母净利润分别为16.3、20.4及24.5亿元，给予23年36倍pe，对应6个月目标价40元。

风险提示：军品业务进展不及预期；液压民品减亏不及预期。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	87.9	105.7	138.5	168.9	199.3
净利润	8.9	12.0	16.3	20.4	24.5
每股收益(元)	0.61	0.82	1.11	1.39	1.67
每股净资产(元)	6.36	7.06	8.04	9.29	10.83

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	41.9	31.1	22.9	18.3	15.2
市净率(倍)	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3
净利润率	10.1%	11.4%	11.8%	12.1%	12.3%
净资产收益率	9.5%	11.6%	13.7%	15.0%	15.4%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	0.5%
ROIC	15.0%	21.7%	28.1%	28.7%	34.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	87.9	105.7	138.5	168.9	199.3	成长性					
减:营业成本	63.0	74.8	97.9	119.3	139.9	营业收入增长率	31.2%	20.2%	31.0%	22.0%	18.0%
营业税费	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	营业利润增长率	120.6%	34.7%	38.8%	22.3%	21.1%
销售费用	0.7	0.8	1.1	1.4	1.5	净利润增长率	159.1%	34.9%	35.4%	25.6%	20.1%
管理费用	6.6	7.6	11.2	13.9	15.7	EBITDA 增长率	61.6%	5.8%	19.3%	21.1%	18.9%
研发费用	3.5	4.3	6.5	8.4	10.4	EBIT 增长率	79.3%	7.7%	22.3%	23.8%	20.8%
财务费用	0.8	-0.2	1.2	1.8	2.1	NOPLAT 增长率	93.1%	27.2%	49.3%	23.8%	20.8%
资产减值损失	-1.8	-0.6	-0.6	-1.7	-1.7	投资资本增长率	-11.7%	14.9%	21.4%	1.5%	3.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	37.2%	9.7%	15.4%	16.5%	17.7%
投资和汇兑收益	1.5	-0.1	0.6	0.8	0.8						
营业利润	11.4	15.4	21.3	26.1	31.6	利润率					
加:营业外净收支	-	-	-	-	-	毛利率	28.3%	29.2%	29.3%	29.4%	29.8%
利润总额	11.4	15.3	21.3	26.1	31.6	营业利润率	13.0%	14.5%	15.4%	15.4%	15.8%
减:所得税	1.8	2.0	2.8	3.4	4.1	净利润率	10.1%	11.4%	11.8%	12.1%	12.3%
净利润	8.9	12.0	16.3	20.4	24.5	EBITDA/营业收入	22.9%	20.1%	18.3%	18.2%	18.3%
						EBIT/营业收入	19.5%	17.4%	16.3%	16.5%	16.9%
资产负债表						运营效率					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	103	82	59	43	31
货币资金	61.3	57.3	75.1	91.6	108.1	流动营业资本周转天数	127	98	102	107	100
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	551	535	506	537	506
应收帐款	26.5	38.5	30.7	86.6	24.2	应收帐款周转天数	103	111	90	125	100
应收票据	27.4	27.6	48.6	40.6	61.3	存货周转天数	129	112	127	124	119
预付帐款	3.0	1.1	5.4	2.3	6.4	总资产周转天数	724	694	631	633	582
存货	32.3	33.2	64.8	51.2	81.0	投资资本周转天数	265	222	201	182	158
其他流动资产	3.2	2.9	4.0	3.4	3.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.5%	11.6%	13.7%	15.0%	15.4%
长期股权投资	7.3	8.5	8.5	8.5	8.5	ROA	4.9%	6.3%	6.8%	7.1%	8.4%
投资性房地产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	ROIC	15.0%	21.7%	28.1%	28.7%	34.1%
固定资产	24.0	24.0	21.4	18.7	16.0	费用率					
在建工程	3.1	7.3	7.3	7.3	7.3	销售费用率	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
无形资产	3.3	3.0	2.9	2.7	2.6	管理费用率	7.5%	7.2%	8.1%	8.3%	7.9%
其他非流动资产	5.2	7.3	5.8	6.1	6.4	研发费用率	3.9%	4.1%	4.7%	5.0%	5.2%
资产总额	196.8	210.8	274.6	319.1	325.3	财务费用率	0.9%	-0.2%	0.9%	1.1%	1.1%
短期债务	5.4	2.7	24.2	25.7	19.8	四费/营业收入	13.2%	11.8%	14.5%	15.1%	14.9%
应付帐款	24.5	29.2	60.5	71.1	56.5	偿债能力					
应付票据	22.9	31.0	33.5	46.5	49.1	资产负债率	50.0%	48.8%	54.6%	54.5%	47.5%
其他流动负债	20.5	32.5	18.8	23.9	25.0	负债权益比	100.1%	95.3%	120.5%	119.9%	90.5%
长期借款	21.0	3.4	9.1	2.6	-	流动比率	2.10	1.68	1.67	1.65	1.89
其他非流动负债	4.3	4.2	4.0	4.2	4.1	速动比率	1.66	1.34	1.20	1.34	1.35
负债总额	98.5	102.9	150.1	174.0	154.6	利息保障倍数	21.03	-83.40	18.78	15.49	16.04
少数股东权益	4.8	4.0	6.2	8.4	11.3	分红指标					
股本	10.5	14.7	14.7	14.7	14.7	DPS(元)	0.12	-	0.12	0.14	0.12
留存收益	83.2	89.2	103.7	122.0	144.8	分红比率	20.1%	0.0%	11.2%	10.4%	7.2%
股东权益	98.4	107.9	124.6	145.1	170.7	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	0.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	9.7	13.3	16.3	20.4	24.5	EPS(元)	0.61	0.82	1.11	1.39	1.67
加:折旧和摊销	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	BVPS(元)	6.36	7.06	8.04	9.29	10.83
资产减值准备	1.8	2.3	-	-	-	PE(X)	41.9	31.1	22.9	18.3	15.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3
财务费用	1.2	0.9	1.2	1.8	2.1	P/FCF	27.9	688.8	23.4	22.4	23.8
投资收益	-1.5	0.1	-0.6	-0.8	-0.8	P/S	4.2	3.5	2.7	2.2	1.9
少数股东损益	0.8	1.3	2.3	2.3	2.9	EV/EBITDA	24.8	19.9	13.4	10.5	8.3
营运资金的变动	19.2	-20.0	-16.2	-4.3	-6.0	CAGR(%)	32.9%	27.3%	63.3%	32.9%	27.3%
经营活动产生现金流量	15.2	7.7	5.7	22.2	25.6	PEG	1.3	1.1	0.4	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-2.8	-9.2	0.6	0.8	0.7	ROIC/WACC	1.5	2.2	2.8	2.9	3.4
融资活动产生现金流量	18.4	-2.6	11.5	-6.5	-9.9	REP	5.4	2.8	1.4	1.3	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明 ■ ■ ■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心**深圳市****地 址：**深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼**邮 编：**518026**上海市****地 址：**上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层**邮 编：**200080**北京市****地 址：**北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：**100034