中航重机(600765) 国防军工

发布时间：2023-04-06

证券研究报告 / 公司点评报告

业绩稳健增长，降本增效下盈利能力提升

买入

上次评级：买入

事件：

公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现营业收入 105.70 亿元，同比增长 20.25%；归母净利润 12.02 亿元，同比增长 34.93%；扣非后归母净利润 11.86 亿元，同比增长 63.88%。

点评：

业绩超预期，锻铸业务快速增长。公司 2022 年实现营收 105.70 亿元，超额完成 2022 年初 100 亿元的经营目标。分业务看，1）锻铸业务收入 84.74 亿元，同比+28.70%，订单交付持续增多；2）液压环控业务收入 19.30 亿元，同比-6.17%，主要系苏州公司混改后不再纳入合并报表。

降本增效成果显著，盈利能力稳步提升。毛利率端，公司 2022 年毛利率 29.24%，同比+0.92pct，略有提升。费用端，2022 年销售/管理/研发/财务费用率为 0.73/7.16/4.11/-0.21%，同比-0.10/-0.32/+0.17/-1.13pct，期间费用率合计 11.78%，同比-1.39pct，创历史新低，降本增效成果显著。利润端，2022 年归母净利率为 11.37%，同比+1.24pct，盈利能力稳步提升。

收购+产能释放助力公司业绩高增长。2023 年 1 月，公司与南山铝业签署《合作框架意向协议》，由南山铝业设立全资子公司，将其锻造分公司资产注入其中，后续由中航重机收购锻造子公司 80%股权，此次收购将提升公司航空大锻件生产能力。2018 年公司募资 13.27 亿元用于产线建设，其中“西安新区先进锻造产业基地建设项目”预计于 2023 年底投产，其余三个项目已于 2022 年 12 月建成。2021 年公司募资 19.10 亿元用于扩充锻造及液压环控等业务产能，预计于 2024 年 12 月投产。项目陆续建成投产，产能释放助力公司业绩高增长。

关联交易预示景气度维持较高水平。2022 年公司发生关联交易 99.1 亿元，完成年度预测数的 82.90%。公司预测 2023 年关联交易总额达 141.5 亿元，较 2022 年实际值+42.8%，表明产业链景气度维持较高水平。

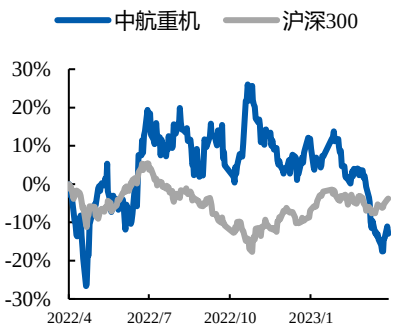
投资建议：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 129.37/158.36/189.79 亿元，归母净利润分别为 15.96/20.27/24.81 亿元，对应 EPS 为 1.08/1.38/1.69 元，对应 PE22.94/18.06/14.76X，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单波动，效率提升不及预期，业绩和估值判断不及预

财务摘要（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,790	10,570	12,937	15,836	18,979
(+/-)%	31.23%	20.25%	22.39%	22.41%	19.85%
归属母公司净利润	891	1,202	1,596	2,027	2,481
(+/-)%	159.05%	34.93%	32.79%	27.00%	22.42%
每股收益（元）	0.89	0.82	1.08	1.38	1.69
市盈率	56.73	37.91	22.94	18.06	14.76
市净率	5.67	4.40	3.04	2.59	2.20
净资产收益率(%)	11.05%	12.19%	13.26%	14.36%	14.91%
股息收益率(%)	0.68%	0.66%	0.73%	0.80%	0.88%
总股本（百万股）	1,052	1,472	1,472	1,472	1,472

股票数据	2023/04/04
6 个月目标价（元）	---
收盘价（元）	24.87
12 个月股价区间（元）	23.55~40.74
总市值（百万元）	36,609.86
总股本（百万股）	1,472
A 股（百万股）	1,472
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	19

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-16%	-22%	-18%
相对收益	-15%	-27%	-14%

相关报告

《国防军工周报：军费持续稳定增长，军工国改提质增速》

--20230313

《国防军工周报：我国发射首颗超百 Gpbs 高通量卫星，星网进入发展快车道》

--20230227

《国防军工周报：AG600M 进入型号取证试飞阶段，国产大飞机加速发展》

--20230219

证券分析师：王凤华
执业证书编号：S0550520020001
010-63210682 wangfh@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,735	6,299	5,504	5,717
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	6,594	6,868	10,628	11,942
存货	3,316	4,610	5,155	7,108
其他流动资产	11	11	11	11
流动资产合计	**16,057**	**18,283**	**21,899**	**25,501**
可供出售金融资产				
长期投资净额	854	977	1,100	1,223
固定资产	2,404	2,487	2,545	2,580
无形资产	302	367	432	497
商誉	41	41	41	41
非流动资产合计	**5,028**	**5,729**	**6,406**	**7,059**
资产总计	**21,085**	**24,011**	**28,305**	**32,560**
短期借款	272	272	272	272
应付款项	5,857	6,850	8,661	9,852
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	2,001	2,001	2,001	2,001
流动负债合计	**9,530**	**10,641**	**12,641**	**14,099**
长期借款	336	336	336	336
其他长期负债	424	424	424	424
长期负债合计	**760**	**760**	**760**	**760**
负债合计	**10,290**	**11,401**	**13,401**	**14,859**
归属于母公司股东权益合计	10,393	12,037	14,114	16,645
少数股东权益	402	573	790	1,056
负债和股东权益总计	**21,085**	**24,011**	**28,305**	**32,560**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	**10,570**	**12,937**	**15,836**	**18,979**
营业成本	7,479	9,109	11,097	13,245
营业税金及附加	30	44	51	61
资产减值损失	-59	-50	-50	-50
销售费用	77	92	109	129
管理费用	757	906	1,093	1,291
财务费用	-22	-35	-42	-31
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-11	0	0	0
营业利润	**1,536**	**2,038**	**2,588**	**3,168**
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	**1,534**	**2,038**	**2,588**	**3,168**
所得税	204	271	344	421
净利润	1,330	1,767	2,244	2,747
归属于母公司净利润	**1,202**	**1,596**	**2,027**	**2,481**
少数股东损益	129	171	217	266

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	**1,330**	**1,767**	**2,244**	**2,747**
资产减值准备	293	150	150	150
折旧及摊销	301	349	373	397
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	91	44	44	44
投资损失	11	0	0	0
运营资本变动	-1,224	-650	-2,512	-2,031
其他	-28	-1	-1	-1
经营活动净现金流量	**774**	**1,660**	**299**	**1,307**
投资活动净现金流量	**-918**	**-1,050**	**-1,049**	**-1,050**
融资活动净现金流量	**-265**	**-46**	**-44**	**-44**
企业自由现金流	**2,157**	**828**	**-540**	**478**

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益（元）	0.82	1.08	1.38	1.69
每股净资产（元）	7.06	8.18	9.59	11.31
每股经营性现金流量（元）	0.53	1.13	0.20	0.89
成长性指标				
营业收入增长率	20.2%	22.4%	22.4%	19.8%
净利润增长率	34.9%	32.8%	27.0%	22.4%
盈利能力指标				
毛利率	29.2%	29.6%	29.9%	30.2%
净利润率	11.4%	12.3%	12.8%	13.1%
运营效率指标				
应收账款周转天数	110.19	100.00	108.00	115.00
存货周转天数	157.59	157.59	160.00	168.00
偿债能力指标				
资产负债率	48.8%	47.5%	47.3%	45.6%
流动比率	1.68	1.72	1.73	1.81
速动比率	1.32	1.27	1.31	1.29
费用率指标				
销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用率	7.2%	7.0%	6.9%	6.8%
财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
分红指标				
股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
估值指标				
P/E（倍）	37.91	22.94	18.06	14.76
P/B（倍）	4.40	3.04	2.59	2.20
P/S（倍）	4.33	2.83	2.31	1.93
净资产收益率	12.2%	13.3%	14.4%	14.9%

资料来源：东北证券

研究团队简介：

王凤华：东北证券绝对收益首席分析师、国防军工行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 25 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项，深入调研过 500+上市公司。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

<table>
<tr><td rowspan="5">股票投资评级说明</td><td>买入</td><td>未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。</td><td rowspan="8">投资评级中所涉及的市场基准：

A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。</td></tr>
<tr><td>增持</td><td>未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。</td></tr>
<tr><td>中性</td><td>未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。</td></tr>
<tr><td>减持</td><td>未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。</td></tr>
<tr><td>卖出</td><td>未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。</td></tr>
<tr><td rowspan="3">行业投资评级说明</td><td>优于大势</td><td>未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。</td></tr>
<tr><td>同步大势</td><td>未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。</td></tr>
<tr><td>落后大势</td><td>未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。</td></tr>
</table>

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630