

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

剥离不良资产提质增效，募投产能投放助力增长

——中航重机(600765)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(首次)

市场数据(2023-03-28)

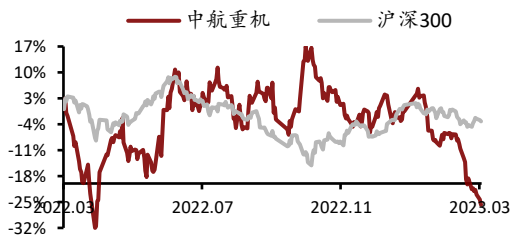
收盘价(元)	23.55
一年内最高/最低(元)	44.58/23.55
沪深 300 指数	3,999.51
市净率(倍)	3.34
流通市值(亿元)	345.37

基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	7.06
每股经营现金流(元)	0.53
毛利率(%)	29.24
净资产收益率_摊薄(%)	11.56
资产负债率(%)	48.80
总股本/流通股(万股)	147,204.91/146,653.78

B 股/H 股(万股) 0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《中航重机(600765)年报点评：军工锻件需求增长叠加剥离不良资产提质增效，盈利能力大幅提升》 2022-03-17

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

中航重机公司 2022 年实现营业总收入 105.7 亿元，同比增长 20.3%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比增长 34.9%，增幅连续 3 年保持在 24% 以上；每股收益为 0.82 元。

● 年报符合预期，业绩持续高增长

2022 年公司实现营业收入 105.7 亿元，较上年增长 20.25%，利润总额 15.34 亿元，较上年增长 34.18%。实现归母净利润 12.02 亿元，同比增长 34.9%。其中，Q4 单季度实现营业收入 28.51 亿，同比这种 25.74 亿，归母净利润 2.86 亿，同比增长 1.45%，扣非归母净利润 2.79 亿，同比增长 108.73%。

● 航空锻造业务持续发力推动公司业绩增长

2022 年分业务看，锻铸产业实现营业收入 85.84 亿元，同比增长 28.19%。航空锻造是公司核心业务，2022 年营业收入 84.34 亿，同比增长 28.75%，占公司营业收入比例为 79.79%，是公司增长最主要的核心推动力。2022 年公司销售航空锻件 73609.57 吨，同比增长 6.41%，单吨价格 11.46 万元，同比去年提高 21%。

公司散热器业务实现营业收入 13.31 亿，同比增长 16.45%，占营业收入比例为 12.59%。

液压产品营业收入 5.89 亿，同比下滑 34.86%。主要原因是系孙公司苏州力源不再纳入中航重机的报表合并范围导致。

● 不断剥离不良资产公司经营质量持续提升

公司 2022 年毛利率 29.24%，同比上升了 0.91 个百分点；净利率 12.59%，同比上升了 1.59 个百分点；加权 ROE 为 12.19%，同比上升了 1.14 个百分点。其中，航空锻造业务毛利率 28.31%，同比下降 0.74 个百分点；散热器业务毛利率 29.11%，同比上升 3.79 个百分点；液压产品毛利率 40.12%，同比上升 15.27 个百分点。

公司近年持续剥离不良资产，提升经营质量，取得显著成效。公司在 2021 年 12 月完成对控股子公司中航力源液压股份有限公司的全资子公司力源液压（苏州）有限公司的混改，2022 年苏州力源不再纳入中航重机的报表合并范围。2022 年年报公司液压产品业务的毛利率有了明显提升。2022 年，中航重机液压产品毛利率 40.12%，毛利率同比提升 15.27%。

● 2023 年经营目标保守超额完成概率大

公司 2023 年经营目标显示 2023 年公司预计实现营业收入 110 亿元,较上年度增长 4.07%;预计实现利润总额 16 亿元,较上年度增长 4.27%。2023 年经营目标比较保守,但从公司近几年经营目标完成情况看,基本都超额完成。公司 2020-2022 年利润总额对比经营目标分别超额完成 25%、101%、28%。基于十四五进入下半场,军工需求进入加速阶段,且公司产能伴随 2019 及 2021 年两次定增募投处于落地扩张阶段,我们预计 23 年经营目标设定较为保守,超额完成概率较大。

● 军工需求增长叠加募投产能投放,公司业绩增长持续性强

公司是中航工业集团锻件核心资产上市平台,在航空锻造产品的研制生产方面积累了雄厚的技术实力。在整体模锻件、特大型钛合金锻件、难变形高温合金锻件、环形锻件精密轧制、等温精锻件、理化检测等方面的技术居国内领先水平,拥有多项专利;在高技术含量的航空材料(如各种高温合金、钛合金、特种钢、铝合金和高性能复合材料)应用工艺研究方面,居行业领先水平。产品几乎覆盖国内所有飞机、发动机型号,同时在此基础上为国外航空企业提供配套服务。

2023 年国防支出预算增速 7.2%,同比提高 0.1 个百分点。这也是连续两年增速提高。军工需求的增长带动了航空锻件的快速增长。公司是中航工业集团航空锻件的核心资产,持续受益军品需求增长。

公司 19 年和 21 年两次定增引入大型先进设备,23 年拟定增收购南山铝业大型锻造设备,加快超大型锻造的布局,产品结构有望持续优化。公司募投产能持续投放,供给能力大幅提升,业绩增长持续性强。

● 盈利预测与评级

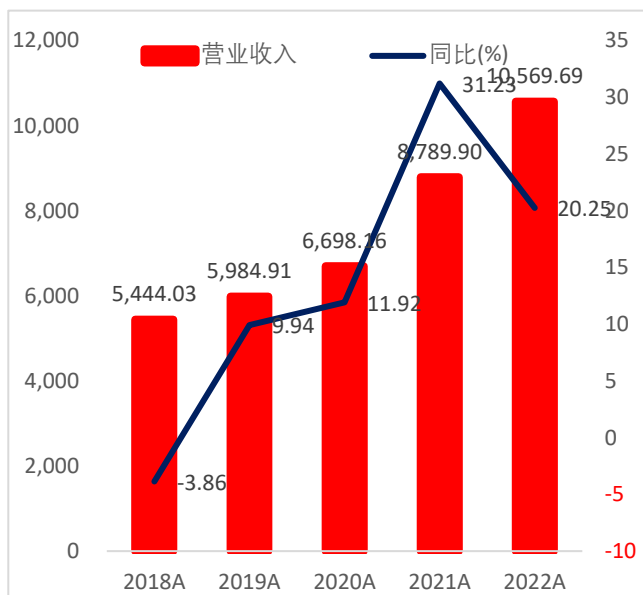
我们预测公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 132.87 亿、164.73 亿、200.25 亿,归母净利润分别为 16.13 亿、20.68 亿、25.37 亿,对应的 PE 分别为 21.93X、17.1X、13.94X,未来三年复合增速有望达到近 30%,公司估值水平接近历史底部,与未来几年业绩增速匹配,股价经历大幅调整,安全边际较高,首次覆盖,给予"买入"评级。

风险提示: 1: 军机需求、交付进度不及预期; 2: 国防开支预算增速不及预期; 3: 原材料价格上涨; 4: 行业竞争加剧; 5: 继续剥离不良资产可能产生资产减值。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,790	10,570	13,287	16,473	20,025
增长比率(%)	31.23	20.25	25.71	23.98	21.57
净利润(百万元)	891	1,202	1,613	2,068	2,537
增长比率(%)	159.05	34.93	34.24	28.19	22.68
每股收益(元)	0.61	0.82	1.10	1.40	1.72
市盈率(倍)	39.72	29.43	21.93	17.10	13.94

资料来源:聚源数据、中原证券

图 1：公司营业收入（百万元）



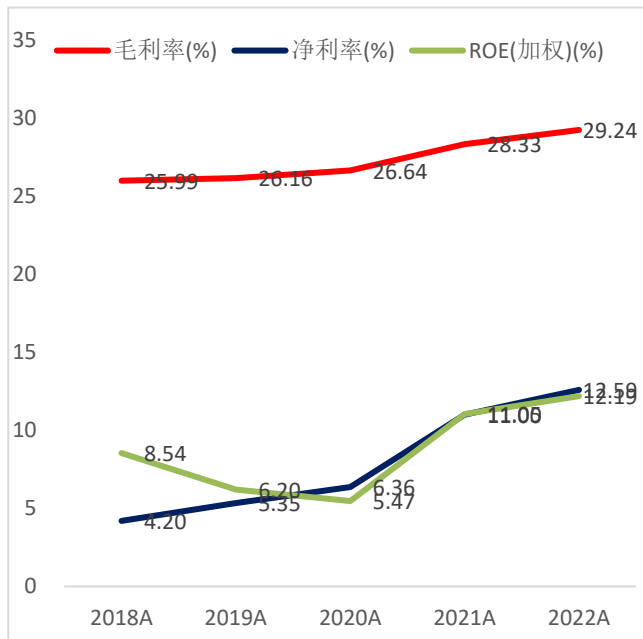
资料来源：Wind、中原证券

图 2：公司归母净利润（百万元）



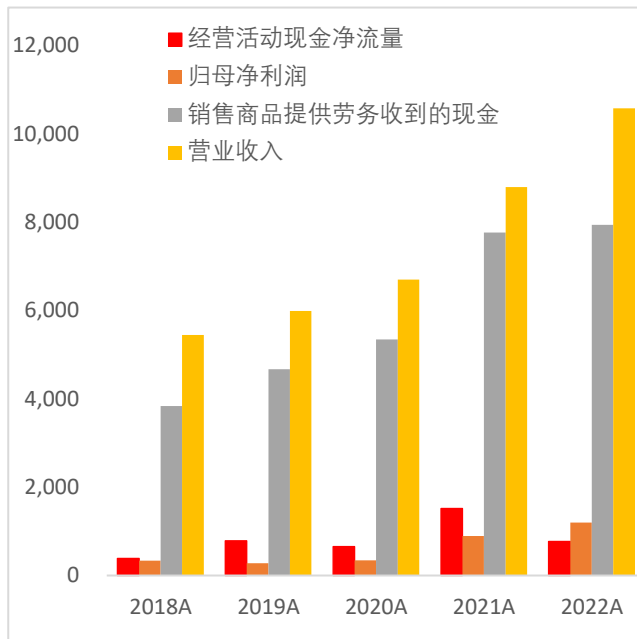
资料来源：Wind、中原证券

图 3：公司盈利能力指标



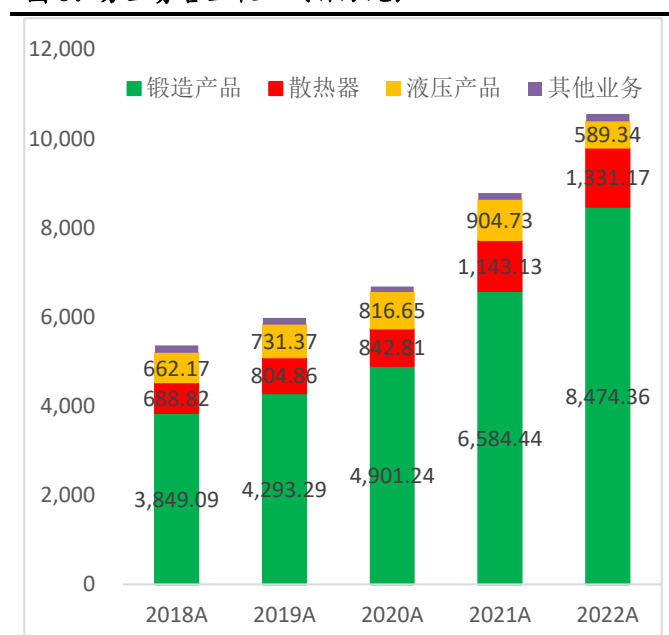
资料来源：Wind、中原证券

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



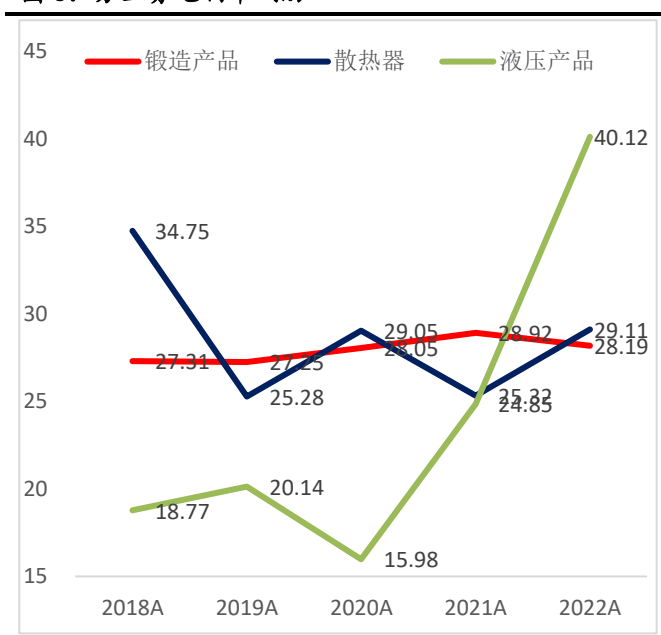
资料来源：Wind、中原证券

图 5：分业务营业收入（百万元）



资料来源：Wind、中原证券

图 6：分业务毛利率（%）



资料来源：Wind、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15,384	16,057	19,137	22,418	27,750
现金	6,130	5,735	6,515	7,541	8,805
应收票据及应收账款	5,380	6,594	7,579	9,260	11,878
其他应收款	16	16	58	33	33
预付账款	301	105	268	314	358
存货	3,232	3,316	4,311	4,805	6,101
其他流动资产	325	292	406	464	574
非流动资产	4,301	5,028	5,434	5,962	6,443
长期投资	731	854	928	1,030	1,126
固定资产	2,397	2,404	2,489	2,637	2,733
无形资产	332	302	330	344	355
其他非流动资产	841	1,468	1,688	1,952	2,228
资产总计	19,685	21,085	24,571	28,380	34,192
流动负债	7,314	9,530	11,040	12,381	15,217
短期借款	535	272	154	97	64
应付票据及应付账款	4,576	5,857	7,110	8,128	10,682
其他流动负债	2,203	3,401	3,775	4,157	4,471
非流动负债	2,535	760	760	760	760
长期借款	2,104	336	336	336	336
其他非流动负债	431	424	424	424	424
负债合计	9,849	10,290	11,799	13,141	15,977
少数股东权益	476	402	581	799	1,072
股本	1,052	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	4,871	4,452	4,451	4,451	4,451
留存收益	3,447	4,469	6,268	8,517	11,220
归属母公司股东权益	9,360	10,393	12,191	14,440	17,143
负债和股东权益	19,685	21,085	24,571	28,380	34,192

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,518	774	1,392	1,682	1,863
净利润	967	1,330	1,793	2,286	2,810
折旧摊销	306	301	97	111	118
财务费用	119	91	27	23	22
投资损失	-151	11	-40	-66	-57
营运资金变动	-18	-1,224	-673	-856	-1,198
其他经营现金流	295	265	188	183	168
投资活动现金流	-281	-918	-466	-576	-543
资本支出	-618	-877	-426	-534	-499
长期投资	46	-51	-79	-107	-101
其他投资现金流	290	10	40	66	57
筹资活动现金流	1,843	-265	-146	-80	-55
短期借款	-572	-263	-118	-57	-33
长期借款	5	-1,768	0	0	0
普通股增加	112	420	0	0	0
资本公积增加	1,696	-418	-1	0	0
其他筹资现金流	602	1,765	-27	-23	-22
现金净增加额	3,075	-396	780	1,025	1,265

资料来源：聚源数据、中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,790	10,570	13,287	16,473	20,025
营业成本	6,300	7,479	9,468	11,721	14,226
营业税金及附加	29	30	40	49	60
营业费用	73	77	93	120	144
管理费用	657	757	930	1,175	1,420
研发费用	346	434	558	708	861
财务费用	81	-22	6	-29	-3
资产减值损失	-175	-59	-81	-87	-95
其他收益	30	25	41	48	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	151	-11	40	66	57
资产处置收益	1	0	1	1	1
营业利润	1,140	1,536	2,084	2,659	3,263
营业外收入	10	4	0	0	0
营业外支出	7	6	0	0	0
利润总额	1,144	1,534	2,084	2,659	3,263
所得税	177	204	292	372	453
净利润	967	1,330	1,793	2,286	2,810
少数股东损益	76	129	179	218	273
归属母公司净利润	891	1,202	1,613	2,068	2,537
EBITDA	1,391	1,827	2,444	2,955	3,563
EPS (元)	0.64	0.82	1.10	1.40	1.72

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	31.23	20.25	25.71	23.98	21.57
营业利润 (%)	120.60	34.75	35.66	27.55	22.75
归属母公司净利润 (%)	159.05	34.93	34.24	28.19	22.68
获利能力					
毛利率 (%)	28.33	29.24	28.74	28.84	28.96
净利率 (%)	10.13	11.37	12.14	12.55	12.67
ROE (%)	9.52	11.56	13.23	14.32	14.80
ROIC (%)	7.18	9.81	13.16	13.77	14.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.03	48.80	48.02	46.30	46.73
净负债比率 (%)	100.13	95.32	92.38	86.23	87.71
流动比率	2.10	1.68	1.73	1.81	1.82
速动比率	1.60	1.32	1.32	1.40	1.40
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.52	0.58	0.62	0.64
应收账款周转率	3.53	3.27	3.36	3.60	3.43
应付账款周转率	2.46	2.96	2.88	2.83	2.77
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.61	0.82	1.10	1.40	1.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.03	0.53	0.95	1.14	1.27
每股净资产 (最新摊薄)	6.36	7.06	8.28	9.81	11.65
估值比率					
P/E	39.72	29.43	21.93	17.10	13.94
P/B	3.78	3.40	2.90	2.45	2.06
EV/EBITDA	35.88	23.39	12.86	10.27	8.15

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

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

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。