

张润毅 军工行业首席分析师

执业编号: S1500520050003

联系电话: 15121025863

邮箱: zhangrunyi@cindasc.com

任旭欢 军工行业分析师

执业编号: S1500524010001

联系电话: 18701785446

邮箱: renxuhuan@cindasc.com

相关研究

《中航重机: 中流砥柱展航图, 百锻重器迎新机》2023. 4

《中航重机: 2023 年一季报点评: 锻造龙头价值重估, 全面赋能新一轮成长》2023. 4

《中航重机: 产业链一体化提速, 驱动新一轮高成长》2023. 6

《中航重机: 产业链一体化布局加速, 利润率提升明显》2023. 8

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中航重机: 2024Q1 开门红, 军民需求两旺, 强者恒强

2024 年 04 月 10 日

事件: 4月8日, 中航重机发布 2024Q1 业绩预告, 归母净利润预增 18%: 1) 公司预计 2024Q1 实现营业收入 26.48 亿元 (+13%); 归母净利润 3.19 亿元 (+18%); 扣非净利润 2.9 亿元 (+8%)。2) 2024Q1 公司产品规模不断扩大, 外贸增长强劲: 收入 2.64 亿元 (+96.42%), 环比增长 25.89%。

点评:

高成长、低估值的航空锻造龙头, 随着高端产能陆续释放, 2024 年公司成长有望再次全面提速。我们认为, 2023 年是公司战略转型、践行高质量发展的一年, 2024 年有望开启新一轮高成长, 重申“买入”评级。市场可能担心公司受军工行业景气波动影响, 但我们认为, 1) 2024 年随着人事变动等落地, 军工行业有望实现困境反转, 随着新型号陆续批产, 公司有望率先受益。2) 公司持续推进主力军工程, 高端装备市占率有望持续提升, 未来行业或向头部集中。3) 以 C919 为代表的民机已进入批产阶段, 锻造市场空间广阔, 公司商用飞机和外贸业务需求旺盛, 有望驱动公司新一轮成长。4) **盈利预测:** 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 16.77/21.7/27.05 亿, CAGR 为 27%, 对应 PE 为 14/11/9 倍, 维持“买入”评级。

航空锻造市场需求旺盛, 商用飞机和外贸需求旺盛, 公司有望受益新一轮需求爆发, 强者恒强: 1) 我国航空锻造迎来黄金发展期, 催生千亿市场: 据我们详细测算, 预计 2022-2031 年我国军用飞机机身、发动机锻造市场规模有望达到 1593、2091 亿; 而以 C919、ARJ21 为代表的民机机身、发动机锻造市场总需求有望超过 2500 亿。2) **未来市场有望向头部集中:** 公司旗下安大、宏远、景航, 分别是国内环锻、模锻、中小锻铸造领域龙头, 2023 年公司收购宏山锻造 80% 股权, 引入 500MN 模锻压机, 补齐大型锻造短板, 市场份额有望进一步提升。3) **新产能释放:** 2018-2021 年公司经历了 2 次定增, 加码 36.1 亿投入西安新区先进锻造产业基地建设等项目, 我们预计 2024-2025 年或为产能释放高峰期, 公司规模效应有望进一步凸显。

紧抓国产大飞机发展机遇, 有望充分受益于 C919 批产提速: 1) 国产大飞机已进入批量化生产、规模化运营、系列化发展的新阶段: 2022 年 12 月 29 日, 中国商飞向市场交付第 100 架 ARJ21 飞机; 2023 年 1 月, 商飞副总张玉金表示, C919 规划在未来五年内年产能达到 150 架; C929 宽体客机已经进入详细设计阶段。2) **公司紧跟国产大飞机发展浪潮, 大力开拓民机市场:** 2023 年宏远 C919、ARJ21 后续订单持续增长, 安大民机销售实现倍增, 商飞项目新品开发同比增长 30%, 订货同比增长 56%; 景航持续推进商飞批产供应商清册入册工作; 公司与上飞公司深化合作, 建立“大飞机锻铸联合创新平台”, 实现与商飞数据交互。

大力开拓商用市场, 民用航空外贸转包、燃机业务增长强劲: 1) 持续加强与波音、空客、赛峰、RR 等合作, 国际竞争力不断提升: 2023 年宏远完成波音 13 项新品试制并实现批产, 荣获赛峰项目亚洲优秀供应商最佳管理奖、霍尼韦尔发动机供应商奖。2) **外贸订单、收入增长迅速:** 2023 年宏远国际订单同比增长 38%, 销售收入同比增长 80% 以上; 安大抓住外贸增长机遇, 市场份额大幅提升, 新接外贸订单 3.4 亿, 同比增长 48%; 2024Q1 公司外贸收入 2.64 亿元, 同比增长 96.42%, 环比增长 25.89%。3) **燃机叶片市场开发成效显著:** 2023 年公司与龙江广瀚、航发燃气轮机开展深度合作, 新增订单首次突破 1 亿元, 荣获航发燃气轮机金牌供应商。

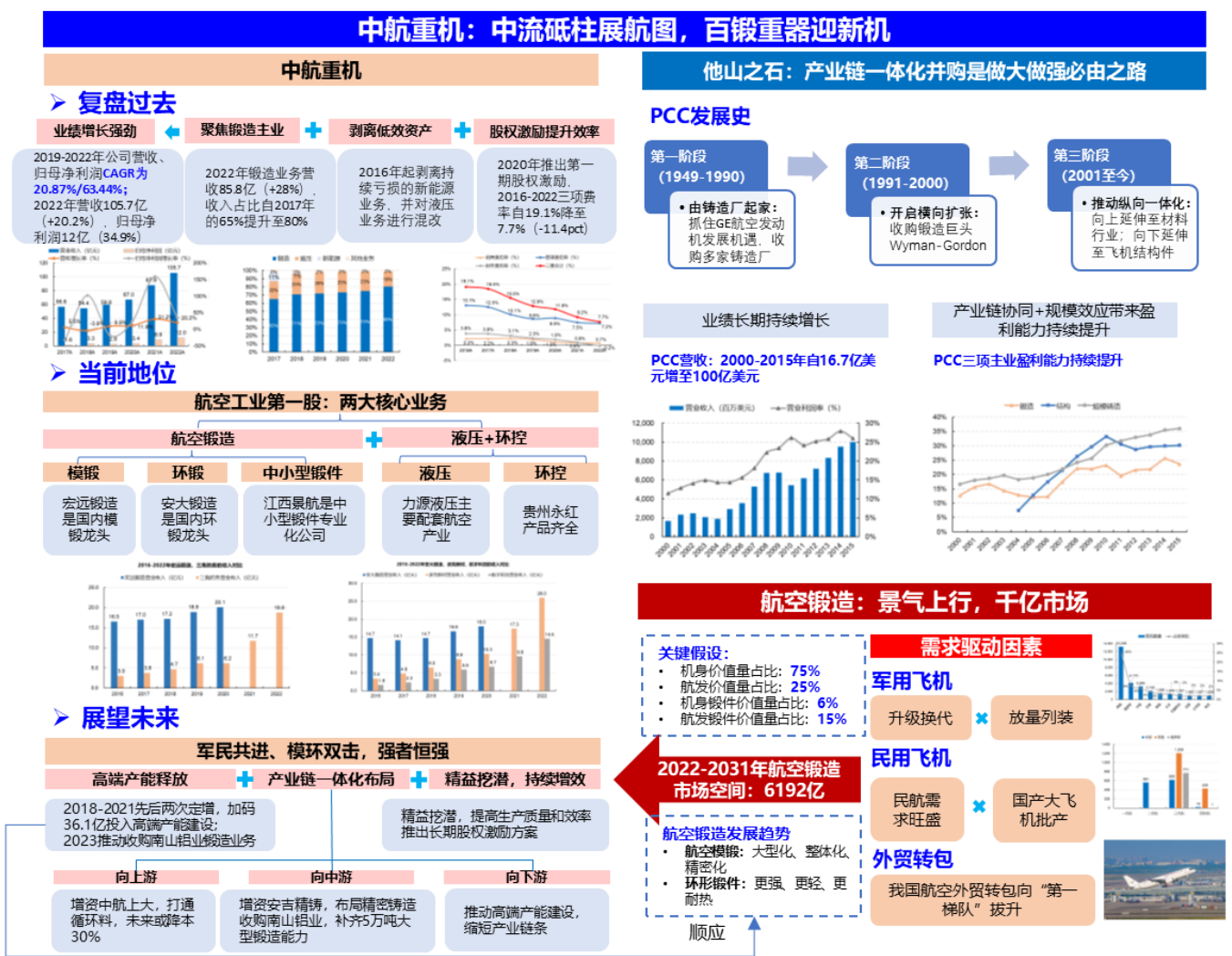
持续推进产业链一体化, 推进材料集采、循环利用, 公司盈利能力有望提升: 1) 向上游: 打通原材料循环体系, 成本有望持续降低: 受托经营青海聚能钛, 围绕钛合金材料开展材料再生及熔炼业务研究。2) **向中游: 加速平台化布局, 锻造+铸造+3D 打印齐头并进:** 推动收购宏山锻造 80% 股权, 快速补足 500MN 超大锻件产能短板; 收购激光公司 43.76% 股权, 直接持有其 61.94% 股权, 提升激光公司 3D 打印工艺水平和生产能力, 未来有望与锻造业务形成互补。3) **向下游: 布局精加工业务, 缩短下游产业链条:** 推动对力源液压(贵阳) 100% 间接控股, 并将其更名为安飞公司, 融入力源公司的机加业务, 进一步推进精加工产业布局。4) **做实中航重机研究院, 构建“研究院+企业”新业态:** 通过对宏远公司和安大公司减资提升安大宇航和检测公司层级。

风险提示：全球宏观经济增长放缓的风险；大型锻造设备能力不足的风险

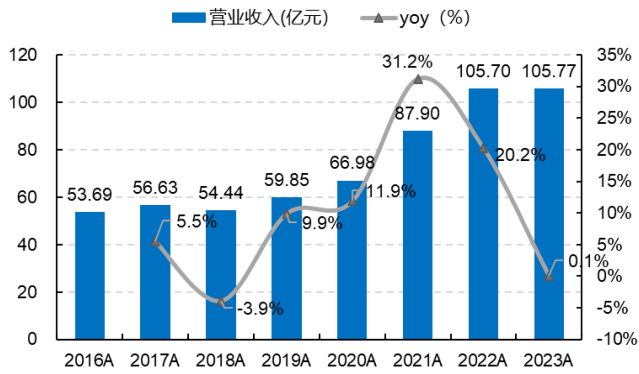
重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(亿元)	105.70	105.77	120.12	141.20	162.71
增长率 YoY%	20.2%	0.1%	13.6%	17.5%	15.2%
归属母公司净利润(亿元)	12.00	13.29	16.77	21.70	27.05
增长率 YoY%	34.8%	10.7%	26.2%	29.4%	24.7%
毛利率%	29.2%	31.3%	31.6%	32.1%	32.4%
净资产收益率ROE%	11.6%	11.6%	12.7%	14.2%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.90	1.13	1.46	1.83
市盈率 P/E(倍)	20.05	18.11	14.35	11.09	8.90
市净率 P/B(倍)	2.32	2.09	1.83	1.57	1.33

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年04月09日收盘价

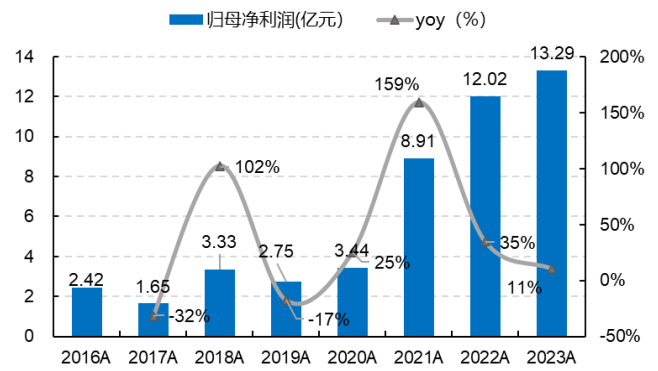
图表 1：中航重机逻辑图



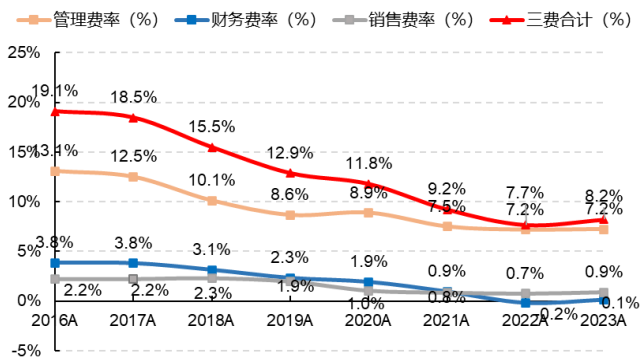
资料来源：WIND, Bloomberg, COMAC, PCC 官网等，信达证券研发中心整理

图表 2: 2023 年中航重机营收 105.77 亿元 (+0.1%)


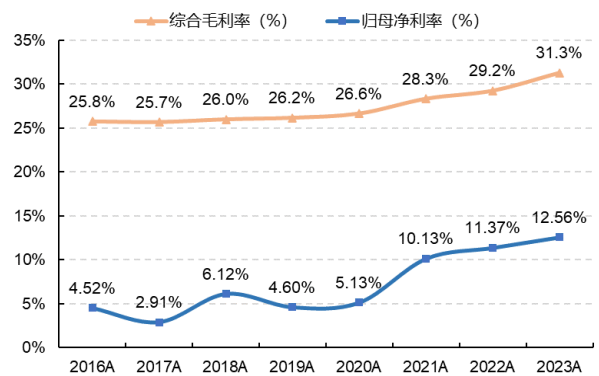
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 3: 2023 年中航重机归母净利润 13.29 亿元 (+11%)


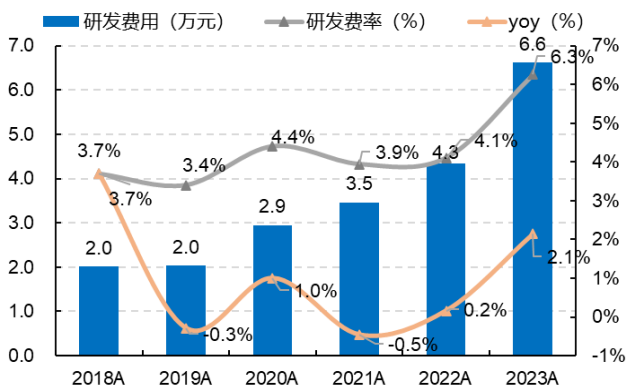
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 4: 2023 年中航重机三费合计 8.2% (+0.5pct)


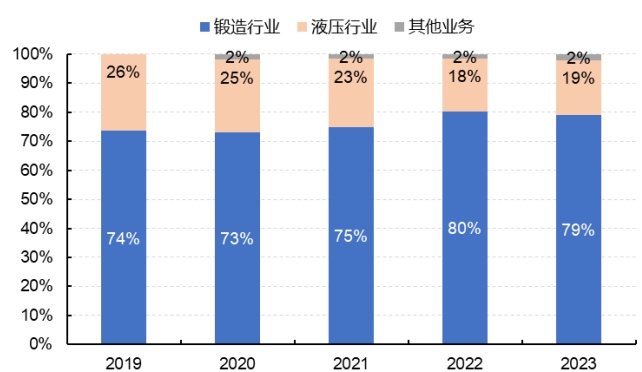
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 5: 2023 年中航重机毛利率 31.3% (+2.1pct), 归母净利率 12.56% (+1.19pct)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 6: 2023 年公司研发费率 6.3% (+2.2pct)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 7: 2023 年公司锻造业务营收占比 79%


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

单位:亿元					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
流动资产	160.57	178.35	160.96	186.47	218.24
货币资金	57.35	51.92	47.43	57.53	71.96
应收票据	27.59	29.91	30.70	35.30	39.77
应收账款	38.35	56.47	43.38	49.03	54.24
预付账款	1.05	0.81	2.20	2.42	2.89
存货	33.16	37.21	33.08	37.31	43.82
其他	3.08	2.03	4.17	4.89	5.57
非流动资产	50.43	75.94	80.02	85.04	89.87
长期股权投资	8.54	8.92	10.79	12.52	14.31
固定资产(合计)	24.04	46.41	46.92	48.02	48.81
无形资产	3.02	5.16	5.20	5.19	5.21
其他	14.84	15.44	17.11	19.30	21.53
资产总计	211.00	254.29	240.98	271.51	308.11
流动负债	95.30	106.23	83.41	93.18	103.44
短期借款	2.72	11.47	10.47	9.47	8.47
应付票据	30.96	12.94	28.07	32.94	37.62
应付账款	27.61	57.37	31.09	36.23	41.94
其他	34.01	24.46	13.78	14.54	15.41
非流动负债	7.78	25.51	17.51	15.51	13.51
长期借款	3.36	19.20	11.20	9.20	7.20
其他	4.42	6.31	6.31	6.31	6.31
负债合计	103.09	131.74	100.92	108.69	116.95
少数股东权益	4.01	7.67	8.53	9.60	10.88
归属母公司股东权益	103.91	114.88	131.53	153.22	180.27
负债和股东权益	211.00	254.29	240.98	271.51	308.11

单位:亿元					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入	105.70	105.77	120.12	141.20	162.71
同比(%)	20.2%	0.1%	13.6%	17.5%	15.2%
归属母公司净利润	12.00	13.29	16.77	21.70	27.05
同比(%)	34.8%	10.7%	26.2%	29.4%	24.7%
毛利率(%)	29.2%	31.3%	31.6%	32.1%	32.4%
ROE%	11.6%	11.6%	12.7%	14.2%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.81	0.90	1.13	1.46	1.83
P/E	20.05	18.11	14.35	11.09	8.90
P/B	2.32	2.09	1.83	1.57	1.33
EV/EBITDA	23.39	13.32	9.38	7.01	5.34

单位:亿元					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入	105.70	105.77	120.12	141.20	162.71
营业成本	74.79	72.68	82.14	95.94	110.06
营业税金及附加	0.30	0.61	0.60	0.68	0.82
销售费用	0.77	0.92	0.88	0.99	1.15
管理费用	7.57	7.64	8.65	9.87	11.21
研发费用	4.34	6.61	7.45	7.77	7.59
财务费用	-0.22	0.12	0.51	0.31	-0.13
减值损失合计	-0.59	-0.94	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.11	0.22	0.10	0.14	0.14
其他	-2.09	-0.49	0.24	0.30	0.28
营业利润	15.36	15.98	20.23	26.09	32.43
营业外收支	-0.02	0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	15.34	16.05	20.23	26.09	32.43
所得税	2.06	2.08	2.61	3.33	4.10
净利润	13.28	13.97	17.63	22.76	28.34
少数股东损益	1.28	0.69	0.86	1.07	1.29
归属母公司净利润	12.00	13.29	16.77	21.70	27.05
EBITDA	18.27	19.74	23.23	29.20	35.07
EPS(当年)(元)	0.82	0.90	1.13	1.46	1.83

单位:亿元					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7.74	5.94	11.86	21.32	25.32
净利润	13.28	13.97	17.63	22.76	28.34
折旧摊销	3.01	3.72	2.48	2.80	2.77
财务费用	0.91	0.90	0.77	0.54	0.45
投资损失	0.11	-0.22	-0.10	-0.14	-0.14
营运资金变动	-12.24	-14.27	-8.91	-4.64	-6.08
其它	2.67	1.83	0.00	0.00	-0.01
投资活动现金流	-9.18	-21.16	-6.46	-7.67	-7.45
资本支出	-8.77	-10.52	-4.63	-6.04	-5.75
长期投资	-0.51	-10.66	-1.92	-1.78	-1.84
其他	0.10	0.02	0.10	0.14	0.14
筹资活动现金流	-2.65	9.62	-9.77	-3.54	-3.45
吸收投资	0.00	0.79	0.00	0.00	0.00
借款	5.08	33.48	-9.00	-3.00	-3.00
支付利息或股息	-2.95	-2.82	-0.77	-0.54	-0.45
现金流净增加额	-3.96	-5.58	-4.34	10.10	14.43

研究团队简介

张润毅 (S1500520050003)，信达证券军工&中小盘首席分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验 10 年。2020 年 4 月加盟信达证券，2013-2020 年先后供职于国泰君安证券、国盛证券，担任军工首席分析师；曾荣获 2014 年新财富最佳分析师第 4 名、金牛奖第 1 名；2015 年新财富第 2 名、金牛奖第 3 名；2016 年新财富第 4 名、金牛奖第 1 名、第一财经最佳分析师第 1 名；多次入围新财富、水晶球等奖项，具备扎实的航空航天+金融数学复合专业背景、机械/能源/军工等行业研究经验。

任旭欢 (S1500524010001)，信达证券军工&中小盘分析师，同济大学硕士，西北工业大学学士，CMA，中级会计师，COMAC 注册系统工程师。曾供职中国商飞公司，从事成本工程工作，5 年产业工作经验。2021 年 11 月加入信达证券研究开发中心，从事军工&中小盘行业研究工作。

祝小茜 (S1500122080010)，信达证券军工&中小盘研究助理，本硕均就读于中央财经大学，经济学硕士。具备扎实的国防军工、经济学基础，曾在国家财政部有关军人事务财政支持的委托性课题中承担重要角色。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，侧重军工电子研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。