



中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

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

业绩简评

公司发布 24 年三季报，24Q1-Q3 实现营收 75.24 亿 (-5.6%)，实现归母净利润 10.13 亿 (同比-1.4%)；其中 24Q3 单季实现营收 20.52 亿 (同比-16.7%，环比-27.3%)，实现归母净利润 2.9 亿 (同比+16%，环比-27.7%)，整体符合预期。

经营分析

实际业绩增速优于表现，彰显锻造龙头发展韧性：24Q3 公司归母净利润 2.9 亿 (同比+16%，环比-27.7%)，若剔除宏山公司并表影响，公司实现归母净利润 3.06 亿，同比增长 22.4%。

商用、民用工程保持强劲增长，盈利能力持续提升：24Q1-Q3 公司民用航空收入同比增长 88.55%，民品业务收入同比增长 34.18%。商用航空、民用工程的发展提升了公司盈利能力：24Q3 公司毛利率 33.7% (同比+2.7pct，环比+2.2pct)；归母净利率 14.1% (同比+4.0pct，环比-0.1pct)。

宏山公司发展步入快车道，带动整体盈利能力提升：24Q3 宏山公司积极开拓重点型号市场，已陆续开始交付重点型号产品，随着在重点型号和民用航空市场的同步发力，宏山公司发展逐步进入快车道。24Q3 单季宏山锻造亏损约 1981 万元，较 24H1 亏损 5953 万有所收窄。

存货较 24Q2 季末增加 19.24%，或系部分产品延迟交付：截至 24Q3 公司存货 45.8 亿，较 24Q2 增加 7.39 亿，增加幅度为 19.24%；24Q3 季末合同负债 1.85 亿，较 24Q2 季末减少 0.42 亿，减少幅度为 18.47%；或系部分产品延迟交付。我们认为，未来随着下游订单落地，该部分产品或将交付确收，公司业绩增速有望进一步提升。

在建工程转固增加，前期资本开支或将进入收获期：24Q3 季末公司固定资产 52.32 亿元，较 24Q2 季末增加 5.02 亿元；在建工程 5.47 亿元，较 24Q2 季末减少 3.4 亿元，或系部分在建工程转固所致；我们认为，随着公司前期大锻机投入逐步进入收获期，公司市场份额、盈利能力或将同步提升，有望开启新一轮高成长。

盈利预测、估值与评级

我们认为，公司是航空锻造龙头，随着高端产能的释放，公司市场份额、盈利能力有望持续提升，同时随着国产大飞机行业景气上行，市场天花板有望不断打开。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 15.68/18.85/22.68 亿元，同比+18.0%/+20.2%/+20.3%，对应 PE 为 21/18/15 倍。维持“买入”评级。

风险提示

全球经济复苏的不确定性，宏山锻造扭亏控亏风险。

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)：22.75 元

相关报告：

- 《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
- 《中航重机公司点评：军品市场稳步推进，民航及非航空民品打造新增...》，2024.4.29
- 《中航重机公司点评：Q1 业绩开门红，商飞外贸加速推进》，2024.4.8



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	21.49	17.88	14.86
P/B	4.40	2.45	2.62	2.32	2.03

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

实际业绩增速优于表观，彰显锻造龙头发展韧性.....	3
商用、民用工程保持强劲增长，盈利能力持续提升.....	3
部分在建工程转固，存货相比 24Q2 增加.....	4
风险提示.....	5

图表目录

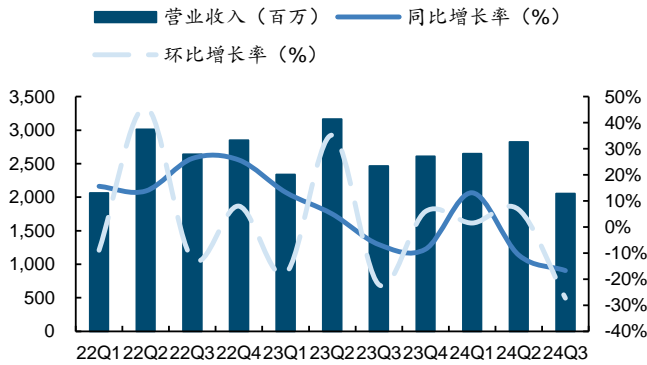
图表 1： 2024Q3 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2024Q3 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2024Q3 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2024Q3 各项费用率.....	4
图表 5： 2024Q3 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2024Q3 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2024Q3 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2024Q3 合同负债与预付款项变化.....	4
图表 9： 2024Q3 存货及增速.....	4
图表 10： 2024Q3 经营性现金流及收现比.....	5



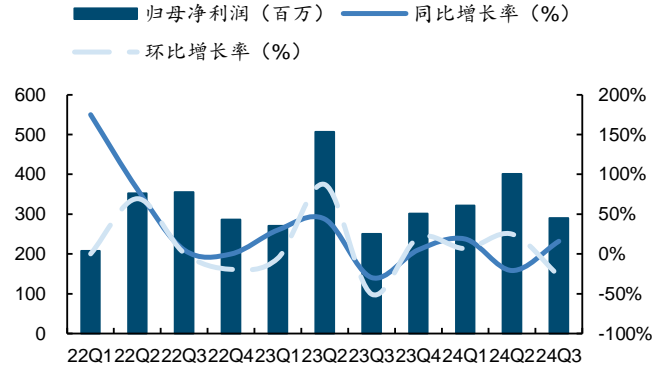
实际业绩增速优于表观，彰显锻造龙头发展韧性

公司 24Q1-Q3 实现营收 75.24 亿（同比-5.6%），实现归母净利润 10.13 亿（同比-1.4%）；其中 24Q3 单季实现营收 20.52 亿（同比-16.7%，环比-27.3%），实现归母净利润 2.9 亿（同比+16%，环比-27.7%）。公司营收下降主要受部分产品降价影响；归母净利润与 2023 年基本持平，或说明公司盈利能力有所改善。剔除宏山公司并表影响实现归母净利润 3.06 亿元，同比增长 22.4%。

图表1：2024Q3 营收及同比、环比增速



图表2：2024Q3 归母净利润及同比、环比增速



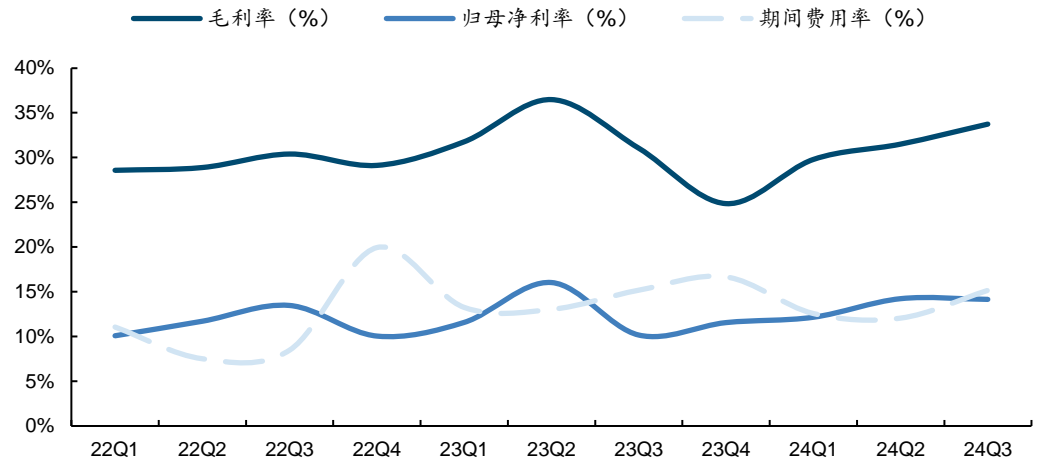
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

商用、民用工程保持强劲增长，盈利能力持续提升

公司 24Q1-Q3 公司实现毛利率 31.5%（同比-1.9pct），归母净利率 13.5%（同比+0.6pct）；公司 24Q3 单季实现毛利率 33.7%（同比+2.7pct，环比+2.2pct），归母净利率 14.1%（同比+4.0pct，环比-0.1pct）。

图表3：2024Q3 毛利率、净利率以及期间费用率



来源：wind，国金证券研究所

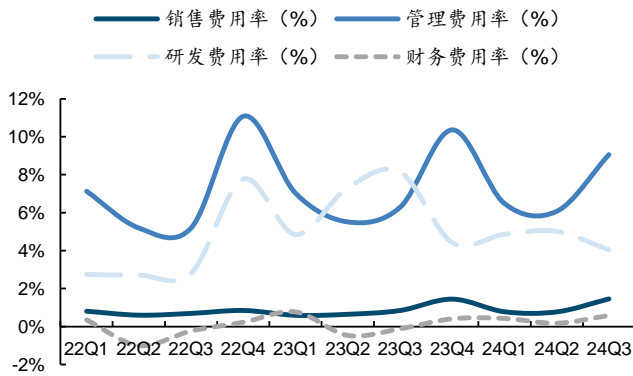
公司 24Q1-Q3 期间费用率 13.1%，同比-0.7pct；其中管理费用率 7%，同比+0.8pct；销售费用率 1.0%，同比+0.3pct；研发费用率 4.7%，同比-2.2pct；财务费用率 0.4%，同比+0.4pct。

公司 24Q3 单季期间费用率 15.1%，同比持平，环比+3.1pct；其中管理费用率 9.1%，同比+2.8pct，环比+3.0pct；销售费用率 1.4%，同比+0.6pct，环比+0.7pct；研发费用率 4.0%，同比-4.1pct，环比-1.0pct；财务费用率 0.6%，同比+0.7pct，环比+0.4pct。

24Q1-Q3 公司共计提资产减值损失 1252 万元，较去年同期减少 2920 万元，或系报告期内，计提的存货跌价损失及合同履行成本减值损失减少所致。

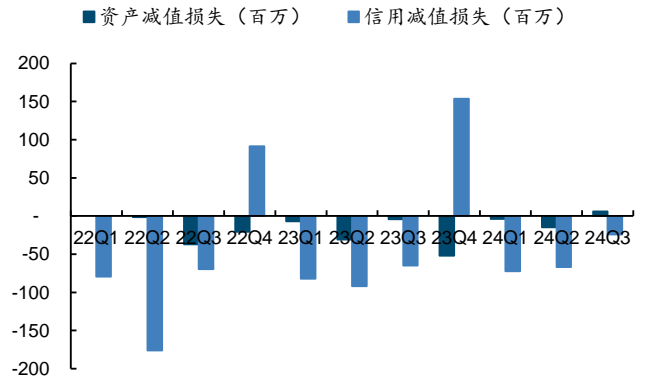


图表4: 2024Q3 各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 2024Q3 资产减值及信用减值

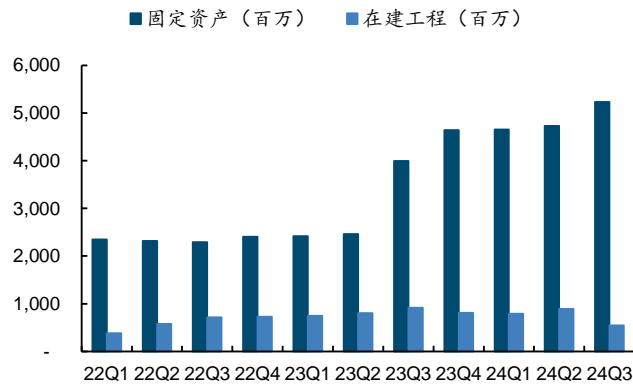


来源: wind, 国金证券研究所

部分在建工程转固, 存货相比 24Q2 增加

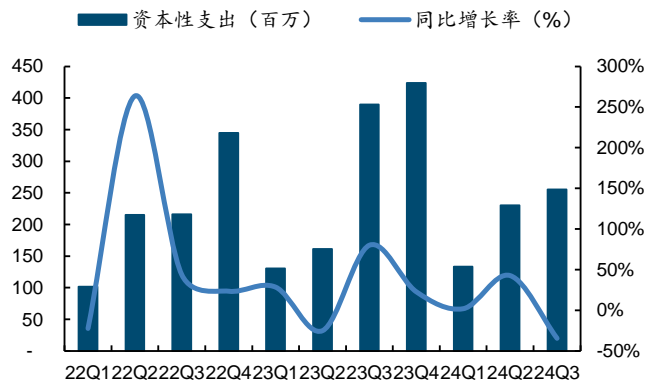
截至 24Q3 末公司固定资产为 52.32 亿元, 较 24Q2 末+10.62%; 在建工程 5.47 亿元, 较 24Q2 末-38.36%; 24Q3 单季公司资本性支出 2.55 亿元, 同比-34.4%。

图表6: 2024Q3 固定资产和在建工程变化



来源: wind, 国金证券研究所

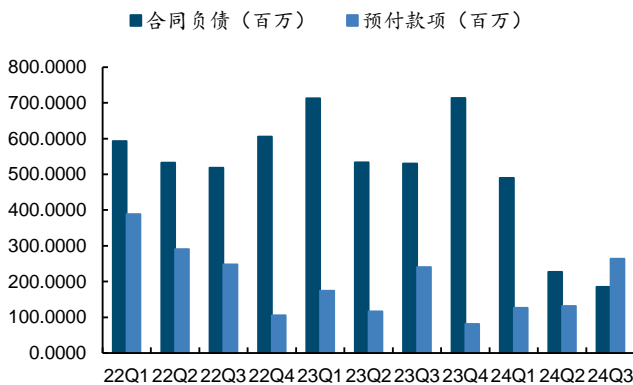
图表7: 2024Q3 资本性支出及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

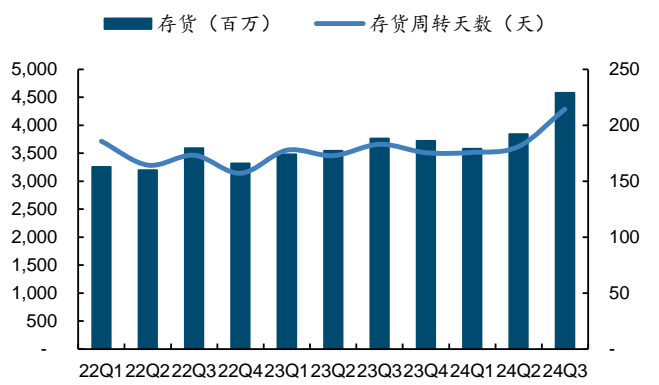
截至 24Q3 末公司合同负债 1.85 亿元, 较 24Q2 末减少 0.42 亿, 减少幅度-18.47%; 存货 45.81 亿元, 较 24Q2 末增加 7.39 亿, 增加幅度+19.24%。

图表8: 2024Q3 合同负债与预付款项变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 2024Q3 存货及增速



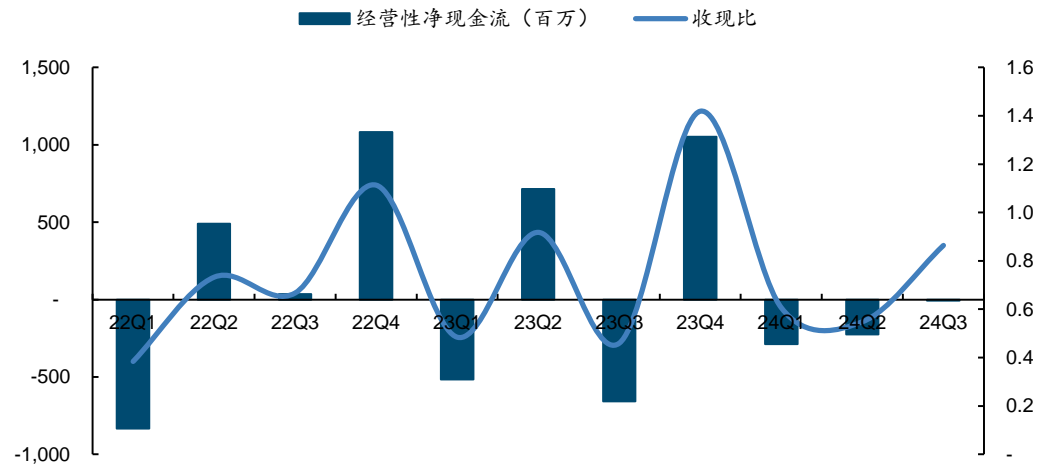
来源: wind, 国金证券研究所

公司 24Q3 单季经营性净现金流为-5.2 亿元, 较去年同期增加 1.4 亿元; 收现比为 0.9, 较 24Q2 减少 2.95 亿。公司经营性净现金流降低或系报告期内回款减少, 票据到期解付存



在时间性差异，经营活动现金流出增幅超过流入所致。

图表10: 2024Q3 经营性现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 全球经济复苏的不确定性;
- 2) 宏山锻造扭亏控亏风险



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%
净利润	967	1,330	1,397	1,646	2,003	2,410	总资产收益率	4.52%	5.70%	5.22%	6.08%	6.55%	7.17%
少数股东损益	76	129	69	77	118	142	投入资本收益率	9.20%	11.57%	9.64%	10.84%	11.69%	12.56%
非现金支出	651	594	551	713	695	808	增长率						
非经营收益	-82	74	72	166	194	213	主营业务收入增长率	31.23%	20.25%	0.07%	15.66%	17.20%	17.75%
营运资金变动	-18	-1,224	-1,427	-1,218	-1,093	-1,331	EBIT 增长率	74.83%	29.54%	-3.51%	29.38%	21.89%	20.38%
经营活动现金净流	1,518	774	594	1,306	1,798	2,099	净利润增长率	159.05%	34.93%	10.55%	18.05%	20.18%	20.32%
资本开支	-618	-877	-1,052	-613	-910	-683	总资产增长率	25.65%	7.11%	20.61%	1.42%	11.52%	9.96%
投资	46	-51	-1,066	0	0	0	资产管理能力						
其他	290	10	2	5	5	5	应收账款周转天数	103.3	111.7	163.6	164.0	163.0	155.0
投资活动现金净流	-281	-918	-2,116	-608	-905	-678	存货周转天数	182.3	159.8	176.7	140.0	130.0	120.0
股权募资	2,192	0	79	0	0	0	应付账款周转天数	148.6	123.3	213.4	180.0	170.0	160.0
债权募资	-324	-209	866	411	510	189	固定资产周转天数	99.5	83.0	160.2	140.3	120.0	100.0
其他	-25	-56	17	-392	-416	-428	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,843	-265	962	19	94	-239	净负债/股东权益	-33.35%	-28.96%	-15.54%	-15.36%	-16.68%	-20.12%
现金净流量	3,075	-396	-558	717	988	1,181	EBIT 利息保障倍数	17.0	-81.2	149.9	20.8	10.7	10.1
							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	0	1	11	13	25
增持	0	1	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.31	1.38	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。

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