

中航重机 (600765. SH)
航空装备 II

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 30 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 陈鼎如

执业证书编号:
S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

分析师: 马梦泽

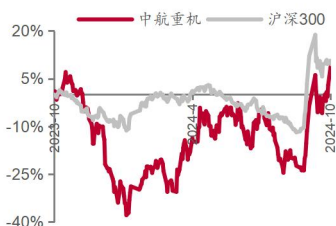
执业证书编号: S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股) | 1,481.44 |
| 流通股本(百万股) | 1,470.72 |
| 市价(元) | 22.89 |
| 市值(百万元) | 33,910.12 |
| 流通市值(百万元) | 33,664.74 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,570 | 10,577 | 11,956 | 13,798 | 15,649 |
| 增长率 yoy% | 20% | 0% | 13% | 15% | 13% |
| 归母净利润(百万元) | 1,202 | 1,329 | 1,541 | 1,779 | 2,095 |
| 增长率 yoy% | 35% | 11% | 16% | 15% | 18% |
| 每股收益(元) | 0.81 | 0.90 | 1.04 | 1.20 | 1.41 |
| 每股现金流量 | 0.52 | 0.40 | 0.83 | 2.50 | 0.14 |
| 净资产收益率 | 11% | 11% | 11% | 12% | 12% |
| P/E | 28.2 | 25.5 | 22.0 | 19.1 | 16.2 |
| P/B | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.4 | 2.1 |

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 29 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

■ **事件:** 公司发布 2024 年三季度报, 公司 2024 年前三季度实现营业收入 75.24 亿元, 同比减少 5.56%; 实现归母净利润 10.13 亿元, 同比减少 1.42%。

■ **产品降价影响收入规模, 剔除宏山公司并表影响同比增长 4.77%。收入利润端,** 2024Q3 公司实现营业收入 20.52 亿元, 同比减少 16.69%; 归母净利润 2.90 亿元, 同比增加 15.97%。2024 年前三季度公司营业收入/利润总额完成全年预算目标 63%/66%, 剔除宏山公司亏损影响, 公司归母净利润同比增长 4.77%。**盈利能力方面,** 2024 年前三季度公司销售毛利率 31.48%, 同比下降 1.91ppt; 销售净利率 14.17%, 同比提升 0.55ppt, 盈利能力仍处上升通道, 大锻规模效应持续显现。

■ **费用率持续下降, 存货较年初增长 23%。费用率方面,** 报告期内, 公司销售期间费用率 13.07%, 同比下降 0.67ppt, 其中, 研发费用率 4.70%, 同比下降 2.15ppt; 财务费用率 0.38%, 同比提升 0.37ppt; 管理费用率 7.03%, 同比提升 0.83ppt; 销售费用率 0.96%, 同比提升 0.27ppt。前瞻指标方面, 截至 24Q3, 公司存货 45.81 亿元, 较年初增加 23.10%; 应收账款 87.94 亿元, 较年初增加 55.71%; 预付款项 2.64 亿元, 较年初增加 226.04%; 合同负债 1.85 亿元, 较年初减少 74.05%。

■ **商用及民用工程迈入发展快车道, 报告期内民航/民品收入同增 89%/35%。产能建设方面,** 公司两台大锻设备取证验收工作开展顺利, 24H2 将实现产能释放及产品交付。**订单方面,** 24H1 宏山公司分别与赛峰、贝克休斯、罗罗签订长协订单, 年订货款总额约新增 7000 万元; 同时, 宏山公司与波音公司达成多项钛合金结构件研发合作, 实现批产供货后, 年订货款总额约新增 2000 万元。**民航及民品方面,** 报告期内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%, 业务逐渐实现多元化发展, 商用工程、民用工程逐步迈入快速发展快车道。

■ **聚焦主业+产品产能优化+配套层级提升一体化降本, 航空锻造龙头有望持续高质量发展。1) 聚焦主业提质增效。①聚焦主业:** 公司基本完成为期十年低效资产剥离及军品主业聚焦; **②提质增效:** 二期股权激励提升员工积极性; **2) 布局高附加值材料牌号和大型锻件产能, 产品结构优化引领盈利能力改善。①难变形金属在装备中占比提升,** 有望带来更高毛利贡献; **②公司通过内部建设(18 年和 21 年定增)+外部收购(宏山锻造 80% 股权) 横向补足高附加值大锻产能。3) 提升配套层级一体化降本, 打造航空通用基础结构供应商。①上游布局:** 依托聚能钛、中航上大等平台, 牵头钛合金/高温合金返回料攻关; **②下游布局:** 成立安飞公司整合精加工产能, 提升整体功能部件交付能力; **③厂所协同:** 成立技术研究院提升配套层级实现一体化降本。

■ **投资建议:** 我们维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年营业收入为 119.56/137.98/156.49 亿元, 归母净利润为 15.41/17.79/20.95 亿元。对应 EPS 分别为 1.04/1.20/1.41 元, 对应 PE 分别为 22X/19X/16X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 军品订单波动风险; 大锻业务推进不及预期; 民品业务进展不及预期

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 5,192 | 6,490 | 9,162 | 8,683 | 营业收入 | 10,577 | 11,956 | 13,798 | 15,649 |
| 应收票据 | 2,991 | 3,564 | 4,114 | 4,666 | 营业成本 | 7,268 | 8,114 | 9,293 | 10,519 |
| 应收账款 | 5,647 | 5,454 | 6,831 | 7,443 | 税金及附加 | 61 | 68 | 79 | 90 |
| 预付账款 | 81 | 90 | 103 | 117 | 销售费用 | 92 | 96 | 94 | 106 |
| 存货 | 3,721 | 4,517 | 3,197 | 4,978 | 管理费用 | 764 | 854 | 980 | 1,117 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 661 | 693 | 773 | 814 |
| 其他流动资产 | 203 | 229 | 265 | 300 | 财务费用 | 12 | 62 | -55 | -113 |
| 流动资产合计 | 17,835 | 20,346 | 23,672 | 26,188 | 信用减值损失 | -85 | -120 | -120 | -150 |
| 其他长期投资 | 10 | 10 | 10 | 10 | 资产减值损失 | -94 | -94 | -94 | -94 |
| 长期股权投资 | 892 | 892 | 892 | 892 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 4,641 | 4,788 | 4,844 | 4,805 | 投资收益 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 811 | 761 | 761 | 811 | 其他收益 | 35 | 0 | -280 | -350 |
| 无形资产 | 516 | 564 | 613 | 699 | 营业利润 | 1,598 | 1,856 | 2,143 | 2,524 |
| 其他非流动资产 | 724 | 734 | 745 | 758 | 营业外收入 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 非流动资产合计 | 7,594 | 7,749 | 7,865 | 7,974 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产合计 | 25,429 | 28,095 | 31,538 | 34,162 | 利润总额 | 1,605 | 1,863 | 2,150 | 2,531 |
| 短期借款 | 1,147 | 1,147 | 1,147 | 1,147 | 所得税 | 208 | 242 | 279 | 328 |
| 应付票据 | 1,294 | 2,648 | 2,976 | 3,257 | 净利润 | 1,397 | 1,621 | 1,871 | 2,203 |
| 应付账款 | 5,737 | 4,700 | 6,359 | 6,645 | 少数股东损益 | 69 | 80 | 92 | 109 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 1,329 | 1,541 | 1,779 | 2,095 |
| 合同负债 | 713 | 598 | 552 | 469 | NOPLAT | 1,407 | 1,676 | 1,824 | 2,105 |
| 其他应付款 | 624 | 624 | 624 | 624 | EPS (摊薄) | 0.90 | 1.04 | 1.20 | 1.41 |
| 一年内到期的非流动负债 | 220 | 1,110 | 1,110 | 1,110 | | | | | |
| 其他流动负债 | 888 | 978 | 1,103 | 1,234 | | | | | |
| 流动负债合计 | 10,623 | 11,805 | 13,871 | 14,487 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 1,920 | 2,070 | 1,870 | 1,970 | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 其他非流动负债 | 631 | 631 | 631 | 631 | 营业收入增长率 | 0.1% | 13.0% | 15.4% | 13.4% |
| 非流动负债合计 | 2,551 | 2,701 | 2,501 | 2,601 | EBIT 增长率 | 6.9% | 19.1% | 8.8% | 15.4% |
| 负债合计 | 13,174 | 14,506 | 16,372 | 17,088 | 归母公司净利润增长率 | 10.6% | 16.0% | 15.4% | 17.7% |
| 归属母公司所有者权益 | 11,488 | 12,742 | 14,227 | 16,027 | 获利能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 767 | 847 | 939 | 1,048 | 毛利率 | 31.3% | 32.1% | 32.7% | 32.8% |
| 所有者权益合计 | 12,255 | 13,589 | 15,166 | 17,074 | 净利率 | 13.2% | 13.6% | 13.6% | 14.1% |
| 负债和股东权益 | 25,429 | 28,095 | 31,538 | 34,162 | ROE | 10.8% | 11.3% | 11.7% | 12.3% |
| | | | | | ROIC | 11.1% | 11.3% | 11.4% | 11.9% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 51.8% | 51.6% | 51.9% | 50.0% |
| | | | | | 债务权益比 | 32.0% | 36.5% | 31.4% | 28.5% |
| | | | | | 流动比率 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| | | | | | 速动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.5 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 161 | 167 | 160 | 164 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 210 | 232 | 214 | 223 |
| | | | | | 存货周转天数 | 174 | 183 | 149 | 140 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.90 | 1.04 | 1.20 | 1.41 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.40 | 0.83 | 2.50 | 0.14 |
| | | | | | 每股净资产 | 7.75 | 8.60 | 9.60 | 10.82 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 26 | 22 | 19 | 16 |
| | | | | | P/B | 3 | 3 | 2 | 2 |
| | | | | | EV/EBITDA | 98 | 81 | 75 | 66 |

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----|--------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。