



# 中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 成为安吉精铸第一大股东, 整合航发铸造核心资产

### 事件

11月27日, 中航重机发布公告, 竞拍取得安顺工投持有安吉精铸3.472%股权, 评估值为5721.32万元, 成交价为4984.924万元。本次竞拍及受让中航产投持有安吉精铸7.81%股权完成后, 公司最终将持有安吉精铸24.77%股权, 成为安吉精铸第一大股东。

### 点评

**对标海外航空铸造龙头 Howmet, 航发铸造市场空间广阔:** Howmet 是国际上最早生产航空发动机结构铸件的公司之一, 能够生产叶片、机匣、热端部件等航空发动机结构铸件, 2023年营收66亿美元, 净利润7.65亿美元。

**安吉精铸是国防科工系统唯一专业化铸造企业, 有望受益于新型号航发批产:** 专业从事航空、航天等国防军工装备复杂异形结构精密铸件的研制、生产、销售及售后服务, 2018-2023年营收自4.1亿增至10亿, CAGR为19.7%; 净利润自160万增至8307万, CAGR为39%。

**竞拍取得安吉精铸3.472%股权, 剑指航空工业基础结构主力军:** 我们认为, 公司竞拍取得安吉精铸部分股权, 成为其第一大股东, 有利于进一步发挥业务协同效应, 进一步增强公司铸造能力, 聚焦锻铸主业, 推动公司成为“锻铸行业的引领者、主机发展的服务者、航空工业通用基础结构主力军”。

**公司持续推进产业链一体化, 逐步完成从锻造龙头到基础结构主力军的蜕变:** 建立“材料研发及再生-锻铸件成形-精加工及整体功能部件”的新生态配套环境, 向上游增资中航特材打造原材料集中采购平台, 参股中航上大、托管聚能钛、安立公司打通返回料循环体系; 向中游收购宏山锻造、增资安吉精铸, 推进募投项目建设; 向下游设立安飞公司、检测公司, 受托管理安虹公司, 打通从毛坯交付到精密结构件交付的“最后一公里”。

### 盈利预测、估值与评级

我们认为, 公司正逐步从航空锻造龙头蜕变成成为航空基础结构主力军, 未来有望充分受益于航空工业高景气, 开启新一轮高成长。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19/16/13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): 20.60 元

### 相关报告:

- 《中航重机: 受托管理安虹公司, 产业链整合再提速》, 2024.11.25
- 《中航重机: 复盘航空结构件巨头 PCC 和 HOWMET, 看中航重机...》, 2024.11.18
- 《中航重机: 收购安吉精铸部分股权, 开启产业链整合重要一步》, 2024.10.31



### 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	19.46	16.19	13.46
P/B	4.40	2.45	2.38	2.10	1.84

来源: 公司年报、国金证券研究所



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%	0.1%	15.7%	17.2%	17.7%	应收账款	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						
所得税	-177	-204	-208	-290	-353	-425	2022						
所得税率	15.5%	13.3%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	2023						
净利润	967	1,330	1,397	1,646	2,003	2,410	2024E						
少数股东损益	76	129	69	77	118	142	2025E						
归属于母公司的净利润	891	1,202	1,329	1,568	1,885	2,268	2026E						
净利率	10.1%	11.4%	12.6%	12.8%	13.1%	13.4%	每股指标						
现金流量表(人民币百万元)							净资产收益率						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	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	2	12	13	23	35
增持	0	4	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.28</b>	<b>1.28</b>	<b>1.00</b>

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