



中航重机 (600765.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

复盘航空结构件巨头 PCC 和

HOWMET, 看中航重机长期价值

公司简介:

中航重机是我国航空锻造龙头,被誉为“中航工业第一股”,近年来公司“瘦身健体”聚焦主业,同时推进产业链一体化布局,逐步实现从锻造龙头向航空基础结构件主力军的蜕变。2019-2023年公司业绩稳健增长:营收自 59.85 亿元增至 105.77 亿元,CAGR 为 15.3%;归母净利润自 2.75 亿增至 13.29 亿,CAGR 为 48.3%。

投资逻辑:

中航重机是国内稀缺的航空锻铸造龙头,近年来聚焦主业“瘦身健体”,推动产业链一体化,逐步完成从航空锻造龙头到平台型航空基础结构件主力军的蜕变: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,参股上大股份、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、安吉精铸部分股权,推进募投项目建设;向下游设立安飞公司、检测公司,打通从毛坯交付到精密结构件交付的“最后一公里”。

纵观 PCC 国际巨头发展史,我们认为,产业链一体化并购是锻造企业做大做强有效路径。1) 美国 PCC 集团于 1949 年由一家铸造厂起家,通过不断并购成为航空零部件行业巨头,2000-2015 年 PCC 营收自 16.7 亿美元增至 100 亿美元,利润率自 11.5% 提至 26%。2) PCC 发展史可分为三个阶段,第一阶段:抓住 GE 航发发展机遇,并购铸造厂;第二阶段:开启横向扩张,收购锻造巨头 Wyman-Gordon;第三阶段:开启纵向延伸,向上游收购钛合金、高温合金材料行业,向下游延伸至飞机结构件领域。3) 2016 年 PCC 被伯克希尔公司以 372 亿美元收购。

受让安吉精铸 7.81% 股权,聚焦锻铸主业:1) 安吉精铸是国防科工系统唯一专业化铸造企业,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 4.16 亿增至 10 亿,CAGR 为 19.2%;净利润自 160 万增至 8307 万,CAGR 为 120%。2) 对标海外航空铸造龙头 Howmet,安吉精铸成长空间广阔: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,亦可生产航天飞行器的结构铸件及工业燃气轮机等;2023 年 Howmet 营收规模 66 亿美元,净利润 7.65 亿美元;截至 2024 年 11 月 8 日,Howmet 市值 461.72 亿美元,动态 PE 为 41.27 倍。

盈利预测、估值和评级

我们预测,2024/2025/2026 年公司实现营业收入 122.33 亿/143.37 亿/168.82 亿元,同比+15.66%/+17.20%/+17.75%,归母净利润 15.68/18.85/22.68 亿元,同比+18.05%/+20.18%/+20.32%,对应 EPS 为 1.06/1.27/1.53 元,对应 PE 为 19/16/13 倍。参考航空锻铸件企业 2025 年 13-30 倍 PE 估值,考虑到公司业务布局的全面性和未来发展空间,给予 2025 年 25 倍 PE,目标价 31.81 元,维持“买入”评级。

风险提示

军费支出不及预期的风险,宏山锻造扭亏减亏风险,大型化锻件产能爬坡不及预期的风险,收购安吉精铸部分股权不及预期的风险。

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

目标价(人民币):31.81 元

相关报告:

- 《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
- 《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》,2024.10.29
- 《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



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



内容目录

1 中航重机：航空锻造龙头进击航空基础结构件平台	4
1.1 受让安吉精铸部分股权，进击平台型航空基础结构件龙头	4
2 复盘海外龙头 Howmet，安吉精铸成长空间广阔	6
2.1 从牙科器具公司到航发铸件龙头，Howmet 成长为千亿市值龙头	6
2.2 安吉精铸是我国航空铸造龙头，未来或受益于航空制造业高景气	7
3 走 PCC 崛起之路，进击航空基础结构件主力军	9
3.1 复盘 PCC 崛起之路：产业链一体化并购是走向巨头的有效途径	9
3.2 中航重机：剥离低效资产，瘦身健体聚焦主业	12
3.3 持续推进产业链一体化，逐步实现向航空通用基础结构制造商的蜕变	12
4. 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议及估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1： 中航重机持续推进产业链一体化，逐步完成锻造龙头向航空基础结构件平台的蜕变	4
图表 2： 公司主要业务包括锻铸造、液压环控两大板块	4
图表 3： 公司锻造产品覆盖全面	4
图表 4： 公司锻造产品覆盖飞机机身、航空发动机	4
图表 5： 中航重机股权结构图	5
图表 6： 2016-2023 宏远锻造、同行业公司 A 收入对比	5
图表 7： 2016-2023 安大锻造、同行业公司 B、C 收入对比	5
图表 8： 2017-2023 景航收入自 3.6 亿增至 12 亿	6
图表 9： 2017-2023 安吉精铸营业收入	6
图表 10： Howmet 公司业务主要包括发动机产品、紧固件、结构件、锻造车轮	6
图表 11： 2023 年 Howmet 公司对商用航空销售占总销售额的 49%	6
图表 12： Howmet 公司发展历程	7
图表 13： Howmet 公司 1950 年至今工艺发展概况	7
图表 14： F-22 机翼承力部位复杂薄壁整体钛合金铸件应用	8
图表 15： V-22 直升机传动系统转换座（复杂薄壁钛合金铸件）	8
图表 16： 安吉精铸生产设备：台车炉	8
图表 17： 安吉精铸公司工人正在进行制壳作业	8
图表 18： PCC 业务贯穿上、中、下游	9



图表 19: PCC 通过内生发展、横向扩张、纵向一体化成为全能型航空基础结构制造商	10
图表 20: Wyman-Gordon 5 万吨压机生产 B-1B 锻造后机身结构	10
图表 21: 5 万吨压机为 B-1B 飞机制造零件	10
图表 22: 1990-2015 年 PCC 营收自 4.57 亿美元增至 100.5 亿美元, CAGR 为 13.2%	11
图表 23: 纵向一体化促使 PCC 毛利率提升, 1996-2015 年 PCC 毛利率自 19.88% 提至 32.51% (+12.63pct) .	11
图表 24: 剥离低效资产瘦身健体, 推进产业一体化发展, 2019-2023 公司净利率自 5.4% 提至 13.2% (+7.8pct)	12
图表 25: 2019 年以后公司营收持续增长 (亿元)	12
图表 26: 剥离低效资产过程中公司毛利反而提升 (亿元)	12
图表 27: 持续推进产业链一体化布局, 公司业务贯穿上、中、下游	13
图表 28: 国内外高温合金返回料回收利用情况	13
图表 29: 青海聚能钛布局钛和钛合金回收再利用	13
图表 30: 2018-2021 年公司先后两次定增募投, 推动高端产能建设	14
图表 31: 宏山锻造 500MN 大锻机	14
图表 32: 青海聚能钛布局钛和钛合金回收再利用	14
图表 33: 设立安飞公司, 向下游机体结构加工领域延伸, 产业链地位或提升	15
图表 34: 2017-2022 爱乐达、利君股份、豪能股份航空零部件业务毛利率高于公司综合毛利率 (%)	15
图表 35: 公司收入拆分和预测	16
图表 36: 可比公司估值	17

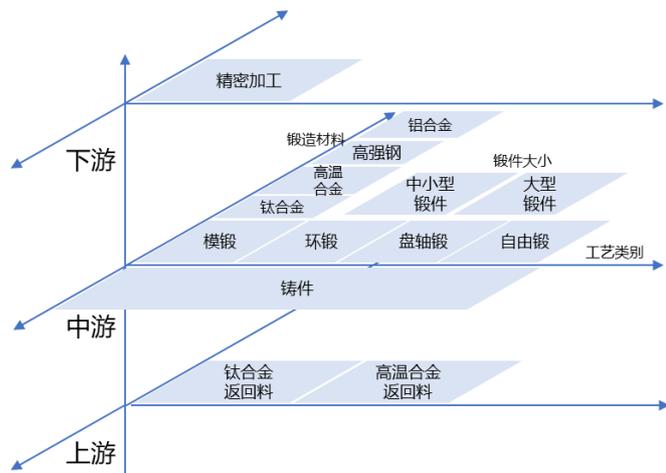


1 中航重机：航空锻造龙头进击航空基础结构件平台

1.1 受让安吉精铸部分股权，进击平台型航空基础结构件龙头

中航重机（600765）是我国航空锻造龙头，近年来持续推进产业链一体化，业务贯穿上中下游，进击航空基础结构件平台。公司于2024年10月30日发布公告，拟以自有资金不超过12987.25万元，受让中航航空产业投资有限公司（航空投资）持有的安吉精铸7.81%股权，本次受让完成后，公司持有安吉精铸21.3%股权。我们认为，此举乃是公司进击航空基础结构件平台的关键一步。近年来，公司持续推进产业链一体化布局，逐步完成从航空锻造龙头向航空基础结构件平台的蜕变。

图表1：中航重机持续推进产业链一体化，逐步完成锻造龙头向航空基础结构件平台的蜕变



图表2：公司主要业务包括锻铸造、液压环控两大板块

业务类别	主要产品	图片
锻造业务	主要生产航空及其他军民用钛合金、高温合金、不锈钢、结构钢、铝合金、镁合金、铜合金以及新型的金属间化合物等不同材质的模锻件、自由锻件、等温锻件、环锻件。	
铸造业务	拥有熔模精密铸造、金属型铸造、离心铸造等多种工艺方法和研制生产线，可生产高温合金、铝合金、钛合金、镁合金等多种合金铸件，同时具备生产大型、复杂、薄壁钛、铝、高温合金精铸件等能力。	
液压业务	从事高压柱塞式液压泵/马达研发、生产的军民结合型专业化企业，液压业务主要从事军用和民用高压柱塞泵研制和开发。	
环控业务	各类热交换器、高速旋转机械（涡轮、泵、风机）、滑油箱、冷却装置、高温隔热部件等	

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

中航重机是航空工业专业化锻铸造、液压环控设计制造领军企业。

- 公司锻造业务覆盖全面，龙头地位稳固：1) 锻件工艺覆盖全面：覆盖涉及国内外航空、航天、电力、船舶、铁路、工程机械、石油、汽车等诸多行业。2) 材料覆盖全面：包括钛合金、高温合金、不锈钢、结构钢、铝合金、镁合金、铜合金以及新型的金属间化合物等。3) 产品覆盖全面：包括飞机用梁、框、接头、吊挂、起落架等结构件，航空发动机和燃机用盘、轴等转动件和机匣、安装边等静止件，导弹发动机和火箭发动机锻件以及其他民用高端锻件等。
- 公司亦是航空铸件研发生产的专业化企业：拥有熔模精密铸造、金属型铸造、离心铸造等多种工艺方法和研制生产线，可生产高温合金、铝合金、钛合金、镁合金等多种合金铸件，同时具备生产大型、复杂、薄壁钛、铝、高温合金精铸件等能力。

图表3：公司锻造产品覆盖全面



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司锻造产品覆盖飞机机身、航空发动机

产品类型	涉及企业	
机身锻件	三角防务	万航模锻
发动机盘锻件		
发动机环锻件	中航重机	派克新材
发动机机匣锻件		航宇科技
发动机轴锻件		
发动机中小锻件		

来源：公司公告，国金证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/467012014135010000>