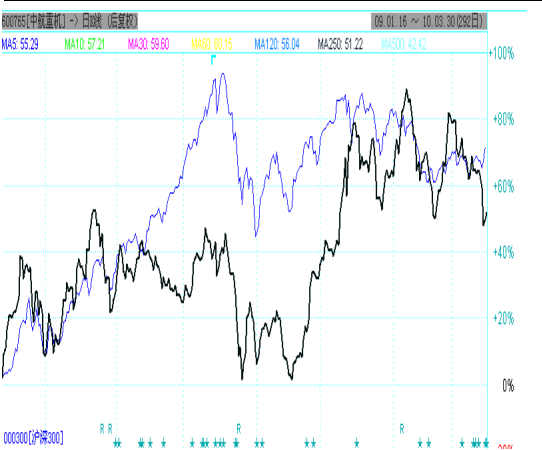


12个月目标价	25.80元
目前价格	20.12元
投资评级	买入

研究员: 帅再先  
 执业证书编号: S0640200010010  
 电话: 010-84802005  
 E-mail: zxshuai@263.net  
 报告日期: 2010.03.29

基础数据	
机械指数	2327.91
总股本(亿股)	5.19
流通A股(亿股)	2.50
总市值(亿元)	104.36
流通A股市值(亿元)	50.24
净资产收益率	10.52%
资产负债率	54.63%
动态市盈率	23.81倍
动态市净率	3.21倍

**公司股价走势**



资料来源: wind

**江南金融研究所:**

联系人: 邝野、毛艳琼  
 联系电话: 0755-83778731  
 地址: 深圳市深南中路68号航空大厦2902室 (518031)  
 相关报告

**要点:**

- 公司实施专业化整合与结构调整, 初步搭建锻造、液压、新能源三大业务平台。锻造业务形成“大中小、高中低”锻件产业组合, 预计公司锻造业务未来将得到较好发展。新能源板块多方出击, 在多个新能源领域布局。2010年公司加大液压业务并购整合力度, 预计液压业务迎来大增长。
- 募集资金建设项目进展顺利。公司2009年使用募集资金62177.08万元, 占募集资金净额36.89%, 投入到8个募集资金建设项目, 主要集中在锻件业务, 预计2010年、2011年会较大增长。多个液压业务募资项目列入国家振兴项目, 预计未来液压业务亦有较好增长。
- 强化管理提升盈利能力。公司一直强化质量管理, 狠抓成本控制。公司总体毛利率呈现上升趋势, 比2007年上升1.35个百分点。公司期间费用率呈现下降趋势, 期间费用率大幅下降大大提高了公司盈利能力。
- 非公开发行股票及短期融资券成功发行大大改善公司财务状况, 降低财务费用。公司资产负债率下降13.2个百分点, 期末货币资金达到147617.88万元, 占总资产比例则上升了11.64个百分点, 公司财务费用率2.13%, 同比下降1.14个百分点。
- 我们预测公司2010年、2011年、2012年每股收益分别为0.67元、0.84元、1.05元, 年复合增长率26.39%。考虑到公司业务整合带来的高成长, 我们认为可给予公司30倍市盈率, 公司合理股价25.80元, 给予买入投资评级。

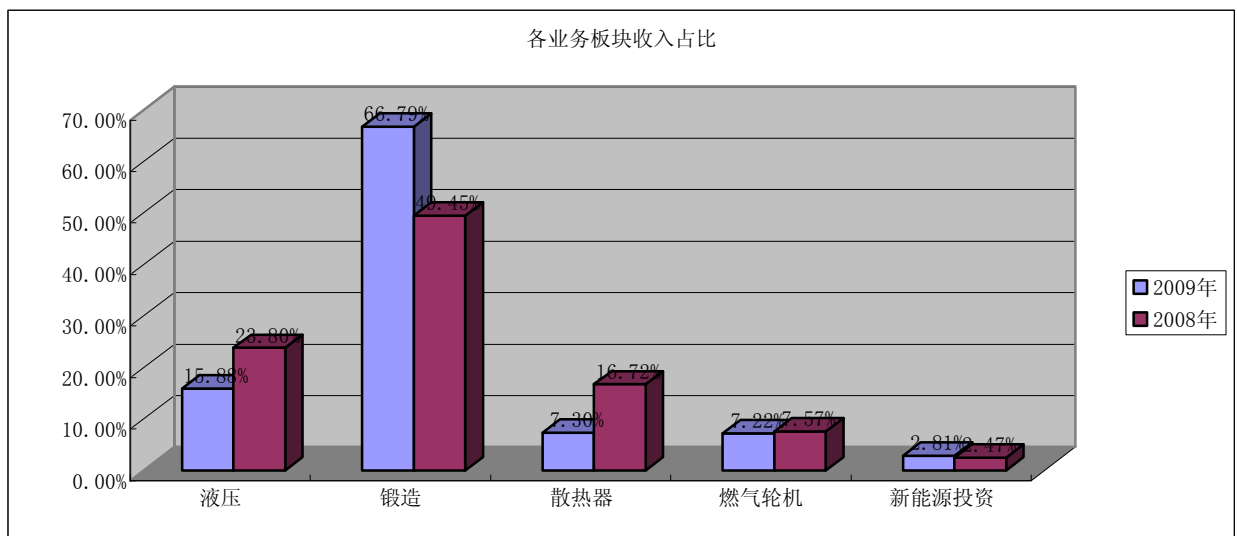
经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2860.52	3987.56	4919.31	5926.89
增长率	58.19%	39.40%	23.37%	20.48%
归属母公司净利润(百万元)	261.00	346.27	438.27	544.39
增长率	52.54%	32.67%	26.57%	24.21%
每股收益(元)	0.53	0.67	0.84	1.05
增长率	10.41%	26.41%	25.37%	25.00%
市盈率	37.96	30.14	23.81	19.17
市净率	4.21	3.70	3.21	2.74

1. 定向增发成功、业绩将高速增长 09/04/22

### 1. 加大专业化整合力度，初步搭建锻造、液压、新能源三大业务平台

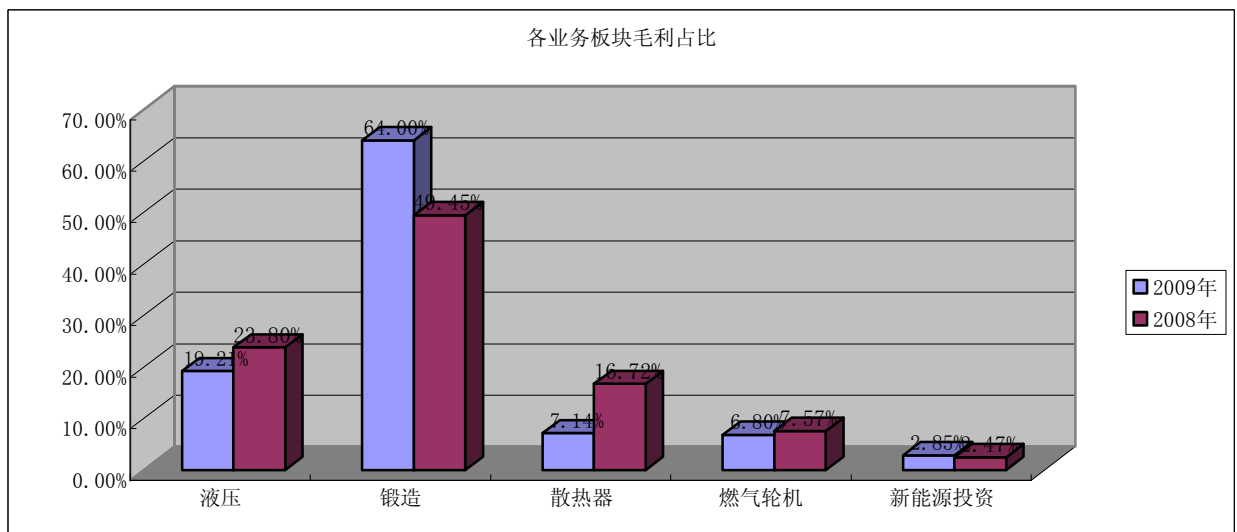
公司收购陕西宏远，陕西宏远拥有德国进口的8000吨电动螺旋压力机、万吨油压机等先进锻造设备，提升公司锻造业务核心竞争力。陕西宏远2009年1~10月营业收入86462.10万元，净利润5807.39万元。公司收购无锡卓越锻造，加大锻铸件民品发展力度。对景德镇景航灸诚锻造公司增资，实现公司铸件业务在华中地区的战略布局。经过近年一系列资本运作，公司初步搭建了锻造业务平台，形成“大中小、高中低”锻件产业组合。预计公司锻造业务未来将得到较好发展。锻造业务在公司主营业务收入、毛利中所占比重迅速提高，收入占比提高近12个百分点，毛利占比提高13个多百分点。

图1 各业务板块收入占比



数据来源：公司年报，江南金融研究所

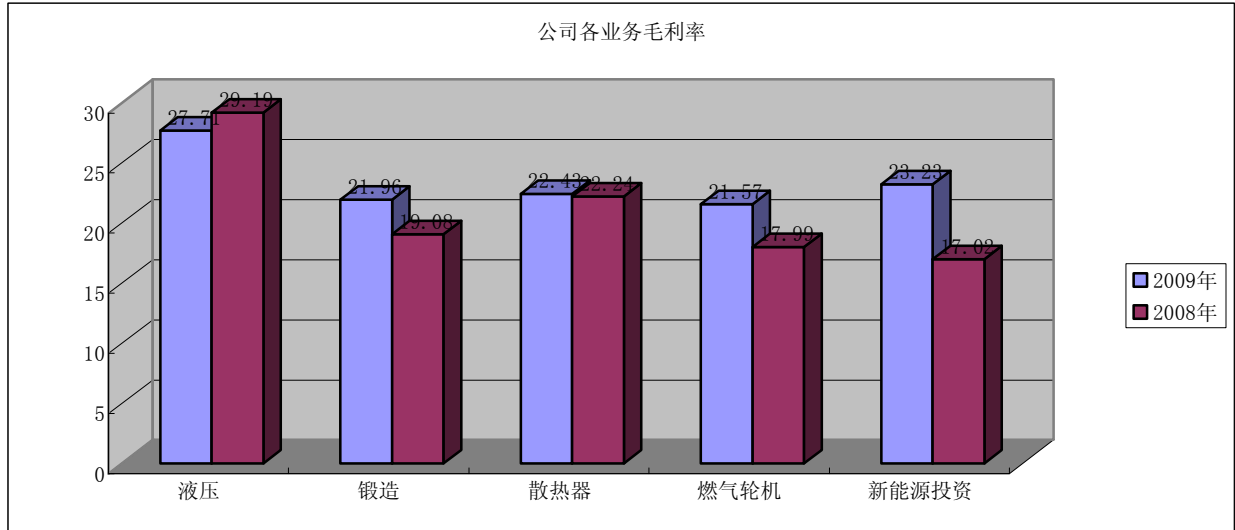
图2 各业务板块毛利占比



数据来源：公司年报，江南金融研究所

公司收购陕西宏远资产优质，2009年锻件业务毛利率提高近3个百分点。

图3 公司各业务毛利率



数据来源：公司年报，江南金融研究所

公司高密度精密液压锻件项目获批，建成后将成为国内最大的液压锻件生产研发基地。公司增发募集资金项目之一——采用轧制技术生产大、重型燃气轮机盘和压气机盘锻件项目2009年基本完成投资，估计2010年发挥经济效益。

公司新能源板块是中航工业新能源产业唯一业务平台，不断加大对新能源投资力度。中航工业燃机动力公司中标南充垃圾焚烧发电BOT项目，成立南充中航可再生能源公司实施项目建设。中航工业新能源投资公司收购金州（包头）可再生能源公司，进入风力发电投资领域，形成新盈利增长点。2010年3月，中航工业新能源投资公司与吉林大安市政府签订开发燃气轮机发电、风力发电和太阳能光伏发电合作协议，新能源投资公司在大安市投资约33亿元人民币，建设20万千瓦风电场、10万千瓦燃气轮机发电、4万千瓦太阳能光伏发电等三个项目。公司要全力打造风电热转换器零部件加工和系统制造平台，成为国内具有实力的换热器系统集成商。

## 2. 募集资金建设项目进展顺利

公司2009年使用募集资金62177.08万元，占募集资金净额36.89%，投入到8个募集资金建设项目。这8个项目基本在2010年前完成。主要集中在锻件与液压业务，预计2011年这两块业务会较大增长。液压系统业务四个项目金河公司收购完成后增资新增技改能力建设项目、年产6.2万台套整体液压传动装置生产线建设项目、液压基础产品研发和产业化能力建设项目及成套液压系统开发及产业化项目被列入

国家振兴项目。建设军民品用热交换器研发中心项目被列入江苏省重点项目。装备制造业振兴规划中强调，通过加大技术改造投入，增强企业自主创新能力，大幅度提高基础配套件和基础工艺水平，要求提升大型铸锻件、基础部件、加工辅具、特种原材料等配套产品的技术水平。同时，公司液压业务板块积极向系统集成商转变，预计液压业务未来将有较快增长。

表1 公司募集资金项目进展情况

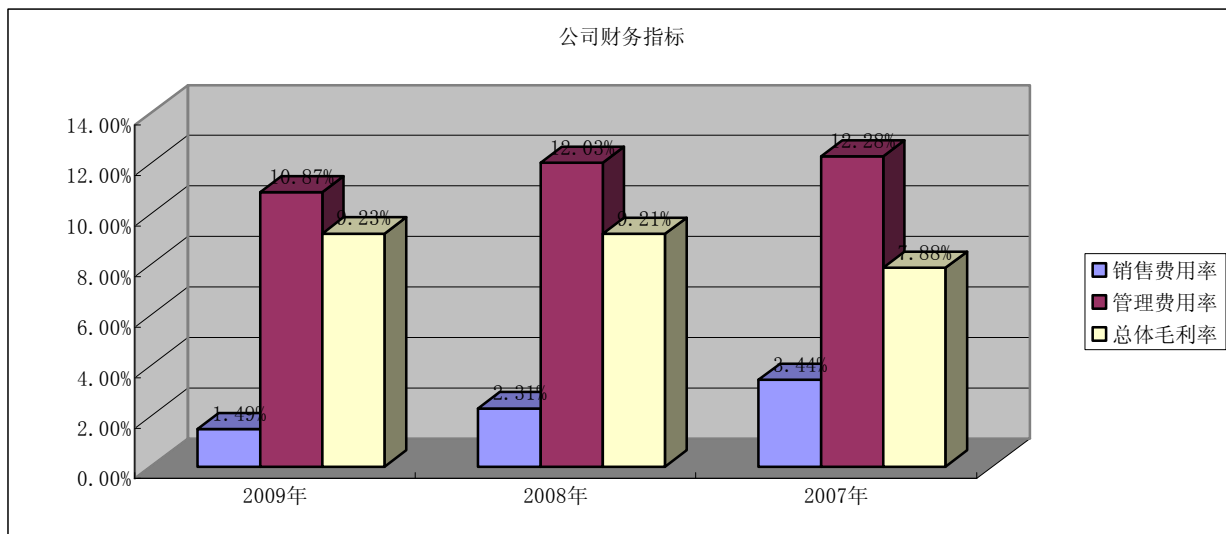
	拟用募资(万元)	2009年投入	预计达产时间
<b>燃气轮机业务</b>			
收购中航工业燃机动力100%股权项目	25220	25200	2009年
燃汽轮机发电装置能力建设项目	18373	0	
<b>锻件业务</b>			
航空发动机环形锻件专项计划生产能力建设	33221	11624.96	2010年
锻造系统节能降耗技术改造项目	2862	1686.74	2010年
闪光焊工艺生产环形件建设项目	19068		
采用轧制技术生产大、重型燃气轮机盘和压气机盘锻件项目	11550		2009年
等温锻/近等温锻生产线建设项目	25300		
<b>液压系统业务</b>			
收购江苏金河铸造股份公司100%股权	8583	8583	2008年3月
<b>金河公司收购完成后增资新增技改能力建设项目</b>	15424		
<b>年产6.2万台套整体液压传动装置生产线建设项目</b>	12100		
<b>液压基础产品研发和产业化能力建设项目</b>	6600		
年增2万台高压柱塞式液压泵/马达生产线改造项目	7500	1824.26	2011年
宇航液压件生产线建设项目	2446	1423.65	2010年
民用飞机零部件及液压泵/马达生产线技术改造项目	3500	696.18	2010年
<b>成套液压系统开发及产业化项目</b>	2000		
<b>散热器业务</b>			
收购无锡马山永红换热器有限公司100%股权	11117.96	11117.96	2008年3月
马山永红公司收购完成后增资换热器生产线建设项目	12978		
建设军民品用热交换器研发中心项目	5998		
合计(万元)	223841.59	62177.08	

资料来源：公司公告

### 3. 强化管理提高盈利能力

公司一直强化质量管理，狠抓成本控制。公司总体毛利率呈现上升趋势。2009年达到9.23%，比2007年上升1.35个百分点。公司期间费用率呈现下降趋势。2009年公司期间费用率大幅下降，销售费用率为1.49%，管理费用率10.87%，与2008年相比，管理费用率下降1.16个百分点，销售费用率也下降0.82个百分点。期间费用率大幅下降大大提高了公司盈利能力。

图4 公司近年期间费用率



数据来源：wind资讯，江南金融研究所

#### 4. 非公开增发及短期融资券成功发行改善公司财务状况，降低财务费用

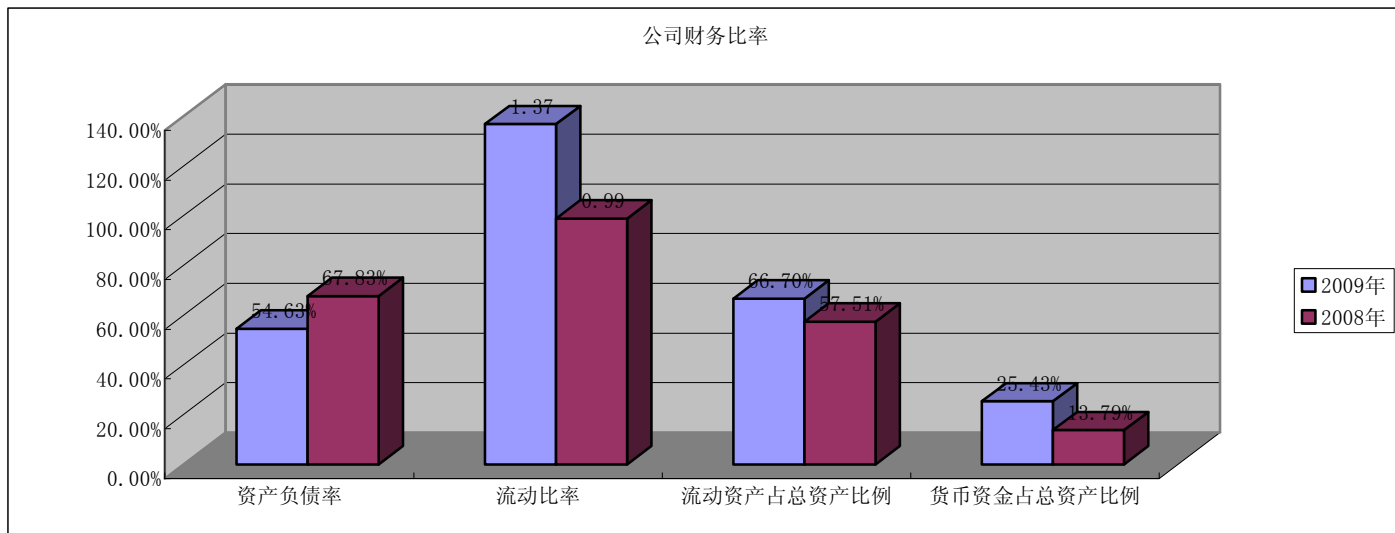
公司非公开增发股票募集资金160705.12万元，2009年投入募集资金62177.08万元，剩余98528.04万元存放于募集资金专用帐户。公司2009年成功发行10亿元短期融资券，用于补充流动性与置换银行短期借款。公司2009年6月25日起陆续使用闲置募集资金补充流动资金，实际使用金额13641.539万元。

表2 短期融资券10亿元用途

补充流动性	4.84 亿元
航空发动机环形锻件专项计划生产能力建设	20000 万元
闪光焊工艺生产环形件建设项目	9700 万元
等温锻/近等温锻生产线建设项目	8900 万元
燃汽轮机发电装置能力建设项目	5000 万元
马山永红公司收购完成后增资换热器生产线建设项目	5000 万元
置换银行短期借款	5.14 亿元

数据来源：短期融资券说明书

图5 公司财务比率



数据来源: wind资讯, 江南金融研究所

非公开发行股票及短期融资券成功发行大大改善公司财务状况。2009年公司资产负债率54.63%, 同比下降13.2个百分点。流动资产占总资产比例上升9.19个百分点, 2009年期末货币资金达到147617.88万元, 占总资产比例则上升了11.64个百分点。2009年公司财务费用率2.13%, 同比下降1.14个百分点。

## 5. 盈利预测与估值

我们预测公司2010年、2011年、2012年每股收益分别为0.67元、0.84元、1.05元, 年复合增长率26.39%。按照最新年报, 沪深300指数市盈率23.24倍, 机械设备41.48倍, 普通机械制造业53.48倍。考虑到公司业务整合带来的高成长, 我们认为可给予公司30倍市盈率, 公司合理股价25.80元, 给予买入投资评级。

资产负债表 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	3872	4045	4998	5955
现金	1476	1134	1277	1524
应收账款	864	1069	1374	1633
其他应收款	50	0	0	0
预付账款	261	325	418	497
存货	940	1214	1538	1837
其他流动资产	281	302	391	464
<b>非流动资产</b>	1933	2046	1885	1718
长期投资	329	0	0	0
固定资产	1059	1666	1594	1466
无形资产	195	195	195	195

利润表 (单位: 百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	2860.52	3987.56	4919.31	5926.89
营业成本	2204.48	3077.11	3796.74	4574.17
营业税金及附加	6.30	8.37	10.33	12.45
营业费用	42.65	59.41	73.30	88.31
管理费用	331.02	433.45	534.73	644.25
财务费用	60.84	84.93	104.78	126.24
资产减值损失	24.21	24.21	24.21	24.21
公允价值变动收益				
投资净收益	81.58	106.05	137.87	179.23
<b>营业利润</b>	292.60	406.12	513.09	636.49
营业外收入	17.87	0.00	0.00	0.00

其他非流动资产	351	186	96	57	营业外支出	4.34	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>5805</b>	<b>6091</b>	<b>6882</b>	<b>7673</b>	<b>利润总额</b>	<b>306.12</b>	<b>406.12</b>	<b>513.09</b>	<b>636.49</b>
<b>流动负债</b>	<b>2826</b>	<b>2774</b>	<b>3127</b>	<b>3366</b>	所得税	42.12	56.86	71.83	89.11
短期借款	1564	1352	1422	1398	<b>净利润</b>	<b>263.99</b>	<b>349.26</b>	<b>441.26</b>	<b>547.38</b>
应付账款	746	839	1119	1314	少数股东损益	2.99	2.99	2.99	2.99
其他流动负债	516	582	587	653	归属母公司净利润	261.00	346.27	438.27	544.39
<b>非流动负债</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	EBITDA	471	617	780	930
长期借款	112	112	112	112	EPS (元)	0.52	0.67	0.84	1.05
其他非流动负债	233	233	233	233					
<b>负债合计</b>	<b>3172</b>	<b>3119</b>	<b>3473</b>	<b>3712</b>	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	154	154	154	154	会计年度	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	519	519	519	519	<b>成长能力</b>				
资本公积	1283	1283	1283	1283	营业收入	19.3%	39.4%	23.4%	20.5%
留存收益	679	1017	1454	2006	营业利润	37.2%	46.4%	30.0%	26.5%
归属母公司股东权益	2480	2818	3256	3808	归属于母公司净利润	19.5%	39.5%	30.0%	26.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5805</b>	<b>6091</b>	<b>6882</b>	<b>7673</b>	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	22.9%	22.8%	22.8%	22.8%
					净利率 (%)	9.1%	9.1%	9.6%	10.1%
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>					ROE (%)	10.5%	12.9%	14.5%	15.7%
会计年度	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROIC (%)	12.0%	12.5%	14.1%	16.2%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-146</b>	92	32	197	<b>偿债能力</b>				
净利润	264	364	473	599	资产负债率 (%)	54.6%	51.2%	50.5%	48.4%
折旧摊销	117	125	162	167	净负债比率 (%)	55.23%	49.37%	46.36%	42.74%
财务费用	61	63	61	58	流动比率	1.37	1.46	1.60	1.77
投资损失	-82	-106	-138	-179	速动比率	1.03	1.01	1.10	1.22
营运资金变动	-549	-415	-556	-478	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	42	61	30	30	总资产周转率	0.63	0.67	0.76	0.81
<b>投资活动现金流</b>	<b>-900</b>	<b>-132</b>	138	179	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	320	600	0	0	应付账款周转率	4.35	3.88	3.88	3.76
长期投资	-179	-329	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	-759	139	138	179	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.70	0.91	1.15
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2052</b>	<b>-302</b>	<b>-27</b>	<b>-129</b>	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.28	0.18	0.06	0.38
短期借款	637	-212	70	-24	每股净资产 (最新摊薄)	4.78	5.43	6.28	7.34
长期借款	-13	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	160	0	0	0	P/E	37.96	30.14	23.81	19.17
资本公积增加	1100	0	0	0	P/B	4.21	3.70	3.21	2.74
其他筹资现金流	168	-90	-97	-105	EV/EBITDA	22	17	14	11
<b>现金净增加额</b>	<b>1006</b>	<b>-342</b>	143	247					

## 分析师简介

帅再先，SAC 执业证书号：S0640200010010，中央财经大学国际金融学硕士。2000 年 8 月进入湘财证券研发中心，从事石化行业研究。2002 年 6 月进入江南金融研究所，目前任首席研究员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

## 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。