

机械基础件

真怡 S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

中航重机

600765

推荐

锻铸、液压、新能源三大业务平台，三个主要看点

我们近期与中航重机高管就公司基本面情况进行了交流，并对09年收购的宏远锻铸公司进行了现场调研。

投资要点:

- 公司近几年通过外延式扩张，由单一的生产型向投资控股型上市公司转变，业务范围由单一的液压业务拓展为锻铸、液压、散热器、燃气轮机、新能源投资等五大业务，目前主营业务初步构筑了锻铸、液压和新能源三大业务平台。
- 我们认为公司值得关注的最主要原因是：首先，锻铸业务已经成为公司收入和利润贡献最大的业务，收入占比约65%，利润贡献约70%；这部分业务军品占比超过80%，在这一领域中的优势较明显，将是公司业绩稳定增长的主要支撑。
- 其次，新能源投资业务中对惠腾风电设备公司20%的股权，近两年来每年均贡献7000多万的投资收益，约占公司净利润20%。惠腾风电公司正在积极筹备上市，这将利于公司的价值提升。
- 第三，公司在年报中提到将在2010年要抓好专业化整合，推动业务板块的产业发展。特别提到了要加大对集团内外相关液压资源的并购整合。我们认为公司将继续有重组整合的题材。
- 我们注意到前期公司公告过原董事长已调离，新增董事赵桂斌为原成发集团董事长、中航汽车公司总经理，我们推测赵总将为公司新一任董事长，我们认为新一任领导班子将会进一步推动公司朝着市场化方向发展。
- 公司定位为中航工业新能源产业的唯一投资平台，2010年进入实质投资建设期的是内蒙包头百灵庙风电场、南充垃圾电厂项目。我们认为前期公告的新能源巨额投资意向，短期内抢占资源的意义更多，这些项目尚需要进行项目可研、各地的项目审批等等程序，实质性的建设我们预计将在2012年之后。
- 我们调高了公司的盈利预测，预计10-12年EPS为0.75、0.82、0.97元，EPS复合增长率约为14%；考虑到公司作为航空工业系统下重机、关键基础配套件及新能源投资业务的平台，长期发展前景看好，我们给与公司未来6-12个月的目标价格为33.00元，目前估值相对较低，“推荐”评级。

6-12个月目标价：33.00元

当前股价：22.93元

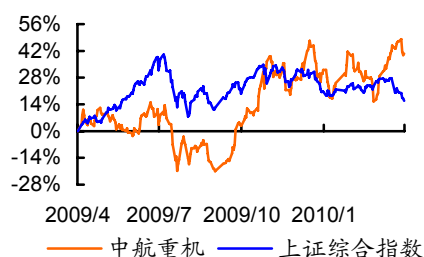
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2870.61
总股本(百万)	519
流通股本(百万)	250
流通市值(亿)	57
EPS (TTM)	0.60
每股净资产(元)	5.08
资产负债率	54.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中航重机	11.80	0.61	28.75
上证综合指数	-8.24	-3.97	-4.18



相关报告

《中航重机-新签燃机设备订单是利好，更看好锻铸业务和整合机会》2010-4-7
 《中航重机-锻铸业务支撑业绩增长，继续关注未来的整合》2010-3-29
 《中航重机-重大新能源投资项目，预计制造和安装业务先受益》2010-3-9

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2861	3784	4335	5161
同比(%)	19%	32%	15%	19%
归属母公司净利润(百万元)	261	388	427	503
同比(%)	19%	49%	10%	18%
毛利率(%)	22.9%	22.8%	23.0%	22.8%
ROE(%)	10.5%	13.6%	13.1%	13.3%
每股收益(元)	0.50	0.75	0.82	0.97
P/E	45.57	30.66	27.88	23.64
P/B	4.80	4.18	3.64	3.15
EV/EBITDA	25	20	17	14

资料来源：中投证券研究所

1、公司值得关注的主要原因

公司值得关注的最主要原因是：

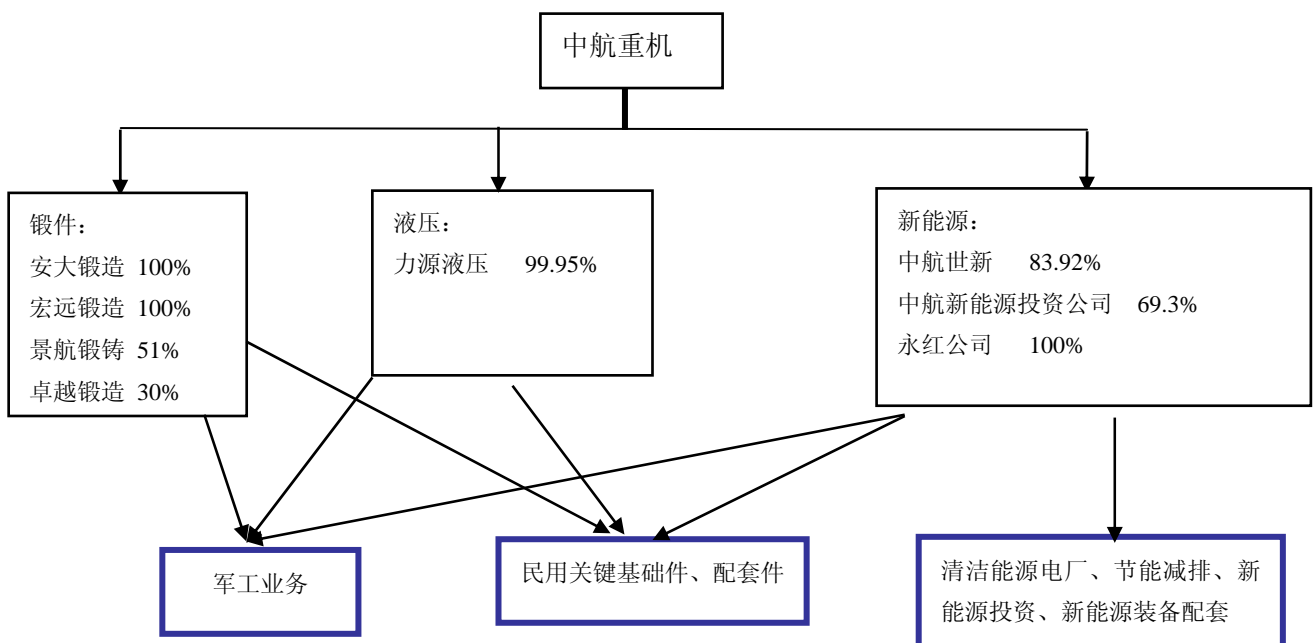
- (1) 锻铸业务已经成为公司收入和利润贡献最大的业务，收入占比约 65%，利润贡献约 70%；这部分业务军品占比超过 80%，在这一领域中的优势较明显，增长趋势明确。
- (2) 新能源投资业务中对惠腾风电设备公司 20%的股权，近两年来均贡献 7000 多万的投资收益，约占公司净利润 20%。惠腾风电公司正在积极筹备上市。
- (3) 公司在年报中提到公司将在 2010 年要抓好专业化整合，推动业务板块的产业发展。特别提到了要加大对集团内外相关液压资源的并购整合。我们认为公司将继续有重组整合的题材。

另外，我们对近期公司高管的变更特别关注，前期公司公告过原董事长谭卫东已调离，新增董事赵桂斌为原成发集团董事长、中航汽车公司总经理，我们推测赵总将为公司新一任董事长，我们认为新一任领导班子将会进一步推动公司朝着市场化方向发展。

2、公司业务结构

公司自从 07 年完成增发收购大股东和关联方的资产后，业务结构已经不再是单一民用液压件业务，而是拥有军、民用关键基础件、燃机成套、新能源等几大业务结构；公司目前正在打造锻铸、液压、新能源三大业务平台。

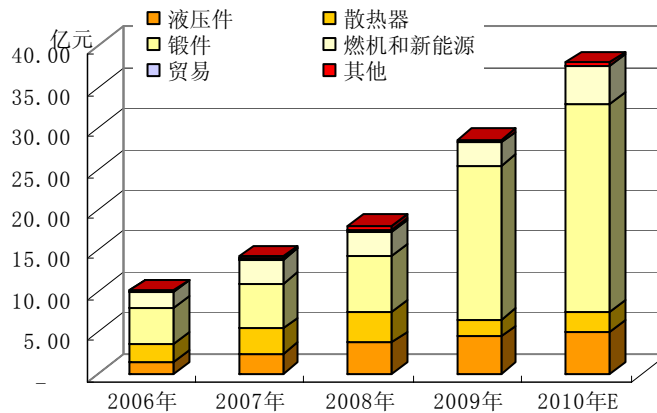
图 1：公司业务结构



资料来源：公司公告 中投证券研究所

公司业务中占比最大的是锻件业务，约占 65%；液压和新能源其次，分别约为 16%和 10%；散热器约占 7%。

图 2 公司业务结构



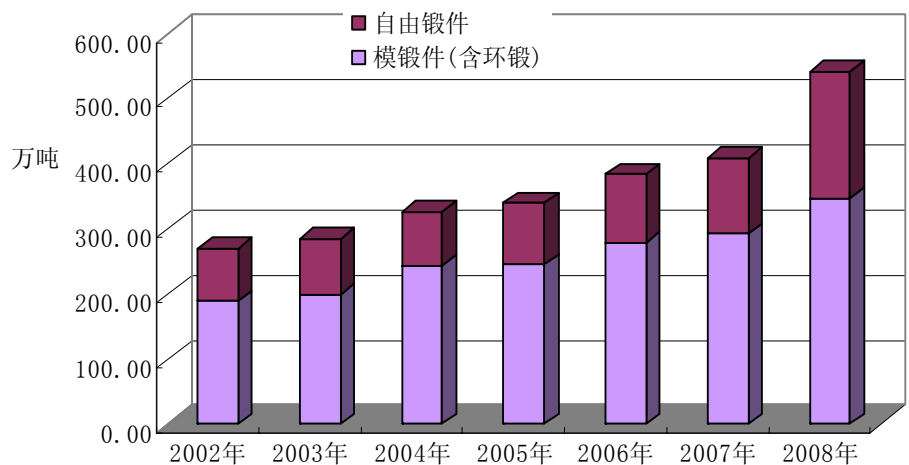
资料来源：公司公告 中投证券研究所

2.1 锻件

公司的锻件业务平台主要包括：贵州安大航空锻造公司、陕西宏远锻造公司、江西景航航空锻铸公司、中航卓越锻造（无锡）公司等。

锻压件是机械制造业中的基础件，涉及领域广泛。锻压行业是装备制造业的重要基础产业，对装备制造业和国防建设具有重要的影响。锻件根据成型方法的不同又可分为自由锻、模锻等，其中的模锻件占锻件的主要比重。

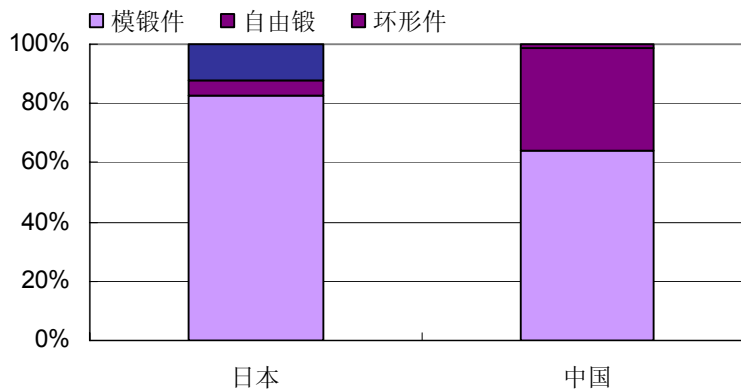
图 3 国内模锻和自由锻产量



资料来源：中国锻造网 中投证券研究所

从我国的锻件产量来说，我国的锻压业算是大国，但从产品结构、劳动生产率等指标而言，我国与其他国家的差距较大。

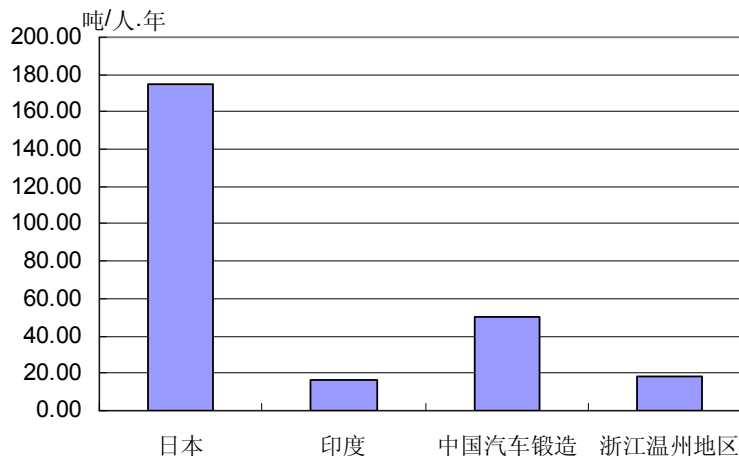
图 4 日本和中国在锻压件产品结构的差异



资料来源：中国锻造网 中投证券研究所

劳动生产率反映了企业生产管理效率、工艺安排等方面的情况。我国与日本的差距仍较大。

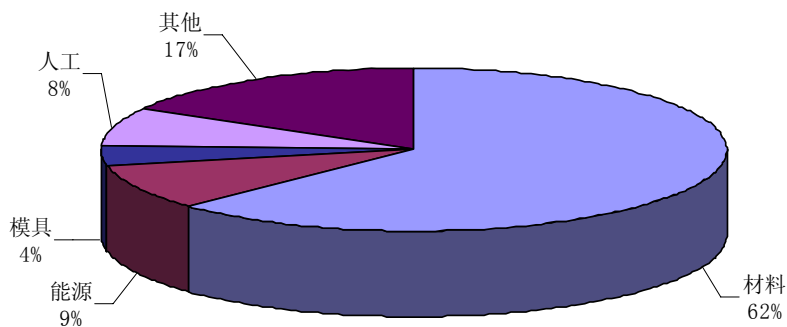
图5 我国与其他国家锻造劳动生产率的差异



资料来源：中国锻造网 中投证券研究所

我国热锻模寿命一般在 4000~6000 件，主要受工艺设计、锻造设备、加热、润滑等因素影响，国外模具寿命在 10000~15000 件，模具寿命是影响锻件成本的主要因素之一。

图6 我国模锻件主要成本构成



资料来源：中国锻造网 中投证券研究所

中国锻件近年需求迅速增长的主要原因除了中国汽车工业、农机、工程机械等行业迅猛发展以及国产化提升的助推外，韩国、英国、意大利等国家逐渐从锻件产业转移退出也是其中的原因。中国的人力成本优势在锻件业务上较明显。与其他国家对比，国外的人力成本约占锻件成本的 25%以上（2000 年），国内 08 年的人力成本占比约为 8%。

锻件中，我们认为难变形材料锻件及大型整体锻件加工是壁垒较高的业务。在飞机、发动机结构中，承力、传力结构的重要件和关键件一般都是由锻件制成的，航空锻件在锻压行业中是属于技术含量最高、质量要求最严、价格极为昂贵的一类锻件。航空锻件相对技术壁垒较高的主要原因在于飞机、发动机大量使用的材料是钛合金、镍基等高温合金这些难变形材料。

就军用航空领域，锻件制成的零件重量约占飞机机体结构重量的 20-40%；军用航空发动机锻件制成的零件重量接近发动机结构重量的 80%。据调查结果表明，黑色模锻件的产量只能满足全国航空和其他国防等领域需要量的 60%左右。除了军用外，民用飞机、舰船用及地面用燃气轮机、汽轮机和燃气轮机叶片、船用柴油机锻件、风电、核电等领域都需要锻件，特别是大型模锻件。

航空航天、核电能源等大型整体模锻件的生产能力和技术水平是彰显国家综合实力的重要标志之一。采用大型整体模锻件的主要原因是大型整体模锻较其他加工方式减轻飞行器等装备的结构重量，增强结构的可靠性耐久性，缩短装备的制造周期和降低制造成本。制造出大型整体模锻件的基本要素是适合加工这类模锻件的重型装备及配套设备、设计精良的模具以及相应的设计制造人才。

目前世界上拥有 4 万吨级以上模锻压机的国家只有美、俄、法 3 国，其中美国拥有 5 万吨级的 4 台，法国拥有 6.5 万吨级的 1 台，俄罗斯拥有 7.5 万吨级的 2 台。我国没有 4 万吨级以上的大压机，大型锻件的生产要通过改变加工工艺方法来进行或者不得不进口，现有的锻压机吨位较小，工艺比较落后，框梁等航空模锻件大多采用焊接结构，无法实现整体化，不能完全满足大型飞机对综合性能、可靠性和寿命的要求，严重制约了我国航空航天和装备制造业的发展。

表 1 主要国家大型模锻液压机拥有量

国家	8 万吨	7.5 万吨	6.5 万吨	4.5 万吨	3-3.6 万吨	2-2.7 万吨	1-1.8 万吨	合计
中国					1		5	6
美国				2	5	4	7	18
俄罗斯		2			4		2	8
法国			1			3		4
英国					1		2	3
澳大利亚					1			1
比利时							1	1
瑞典	1							1

资料来源：凤凰资讯 中投证券研究所

国内锻造企业大小小有 1000 多家，稍有实力的也有 450 家左右，具有较强的模锻加工能力的企业约有 4-5 家。我们认为能与中航重机在航空航天等高端锻件有竞争的企业主要是德阳二重和无锡透平叶片公司，德阳二重的优势主要是在较大尺寸的模锻件上有优势，而无锡透平叶片公司专业优势在于叶片。

表 2

	中航重机	西南铝业	德阳二重	无锡透平叶片
基本情况	<p>安大: 最主要的优势在于难变形材料环锻件;</p> <p>宏远: 难变形材料的模锻较有优势;</p> <p>景航: 中小模锻件;</p> <p>卓越: 民用锻件如法兰、齿圈等</p> <p>参股 20%西安三角航空科技有限公司</p>	<p>优势在于铝合金模锻件和大型铝合金环锻件, 为国内外提供航空精密锻件</p>	<p>优势在于大型碳钢模锻、自由锻等, 大型难变形材料模锻件等</p>	<p>优势在于专业制造叶片</p>
重要设备	<p>安大: 8000T 油压机、Φ1.8m、Φ3m 精密辗环机等</p> <p>宏远: 8000T 螺旋压力机、1 万吨油压机、2M、2.5M 环轧设备等</p> <p>景航: 6300T 模锻机、2000T 压机等</p>	<p>3 万吨立式模锻水压机、1 万吨立式多向模锻水压机、6000 吨立式自由锻水压机、Φ5m 轧环机</p>	<p>1MJ 对击锤、M16t、M10t、M5t、M2t 系列模锻锤, 2000T、5000T 油压机、1.2 万吨模锻水压机、1.6 万吨自由锻压机</p>	<p>4000 吨、1.12 万吨压力机</p>
产品	环锻件、模锻、自由锻	环锻件、模锻等	模锻、自由锻等	
领域	80%以上是航空等军品, 汽轮机、汽车、外贸等	航空航天、船舶、交通等	电站设备、冶金、汽车、航空(万航)等	能源电力、航空航天、舰船装备及石化
规划	西安三角航空科技公司 1 期 4 万吨模锻压机预计 10 年建成, 11 年调试运行		(万航模锻) 8 万吨模锻压机正在研制; 2 万吨模锻压机在建	3.5 万吨离合器式螺旋压力机在建, 预计 2011 年运行

资料来源: 中投证券研究所整理

公司锻件立足于技术壁垒相对较高的难变形材料的锻造领域, 产品领域辐射到高端到中端及低端领域。其中, 军品约占 80%。锻铸业务收入约占公司收入的 65%, 利润贡献约占 70%。

我们认为公司锻件业务的潜力仍然有待挖掘: 首先, 实际控制人中航工业集团的背景为公司取得和保持系统内的订单具备一定的优势;

其次, 公司进一步加强装备的建设, 为公司未来争取新型战斗机、大飞机、新型发动机等项目奠定了基础;

其三, 公司将设立专门的锻铸事业部, 从原材料采购、共同的市场开发、提升设备使用效率、设备建设规划等均进行统筹安排。减少原来的价格战带来的损失, 减少原材料采购上批量带来的交付期、价格等问题。

2.2 新能源投资

公司定位为中航工业新能源产业的唯一投资平台, 肩负中航工业集团进军新能源并以投资拉动新能源配套产业发展的使命。新能源投资这个平台目前包括了三块资产: 中航新能源投资公司、中航世新、永红散热器公司。

新能源投资公司主要是对燃机等清洁能源电厂的股权投资、对惠腾风电公司的股权投资、对风电等新能源公司的股权投资及南充垃圾电厂项目公司等。公司在 2010 年将加大新能源投资项目的开发, 抢占资源。这一点我们从前期

公司连续发布的新能源投资的公告可以看到。这些投资项目涉及燃气轮机发电、风力发电和太阳能发电项目，约 33 亿元，虽然投资额巨大，但短期内抢占资源的意义更多，这些项目尚需要进行项目可研、各地的项目审批等等程序，实质性的建设我们预计将在 2012 年之后。2010 年进入实质性投资建设的是内蒙古包头百灵庙风电场、南充垃圾电厂项目。

包头百灵庙风电场规划总装机容量 100MW，一期拟建 49.5MW 风电场，预计将在 2010 年底建成发电。

南充垃圾电厂由南充市政府授予特许经营权后由中航新能源公司组建项目公司进行投资建设和运营。在特许经营期满后无偿移交政府。项目设计垃圾日处理能力 3*400t/d，装机容量 2*1.2 万千瓦。09 年 10 月项目奠基。

惠腾风电公司增资完成后正在积极筹备上市。

中航世新公司的主要业务是：燃气轮机成套产品销售、燃气轮机及风电等发电机组安装和维修工程、非标机电产品制造等。公司的燃机产品及成套工程主要销给冶金、石油等领域，作为油田、油气管线等区域发电或高耗能企业的余热余压发电装置；公司后续的垃圾电厂、风电等项目将均会考虑由世新公司的安装实施能力。

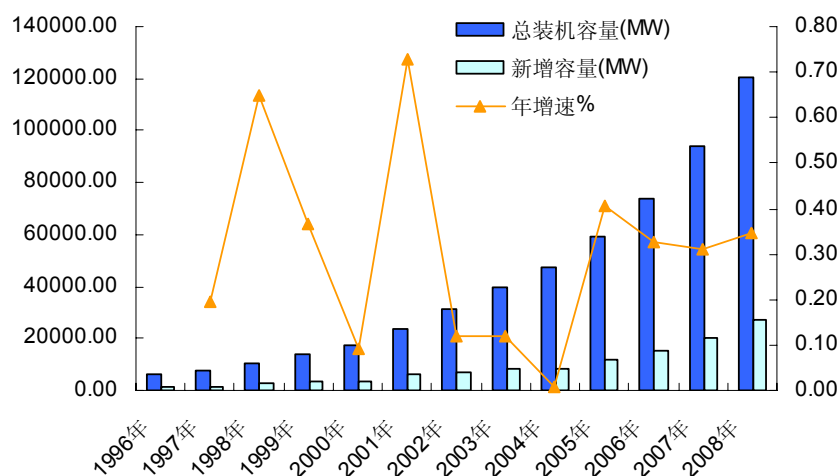
前期公司公告了中航世新公司与中石油（土库曼斯坦）阿姆河天然气公司签订了 4 台 QD100 燃气轮机发电机组设备购销合同，合同金额约 2241 万美元，约 1.5 亿人民币，这个项目将在 2010 年完成。如果公司如期完成合同，该合同对公司 2010 年业绩将产生有利影响。

永红散热器公司的主要产品是散热器、冷却系统等。公司将全力打造风电换热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。目前永红公司的主要配套领域有航空、风电、医疗、工程机械、空压机等，外贸配套约占 45-50%，09 年由于全球经济环境的影响，外贸业务下滑了约 75%。公司将继续加大对这部分业务的结构调整和转换。

(1) 风电

发展可再生能源成为一种趋势。风电已经当前可再生能源中最为成熟的行业。全球风电装机容量和每年新增装机容量呈持续增长态势。

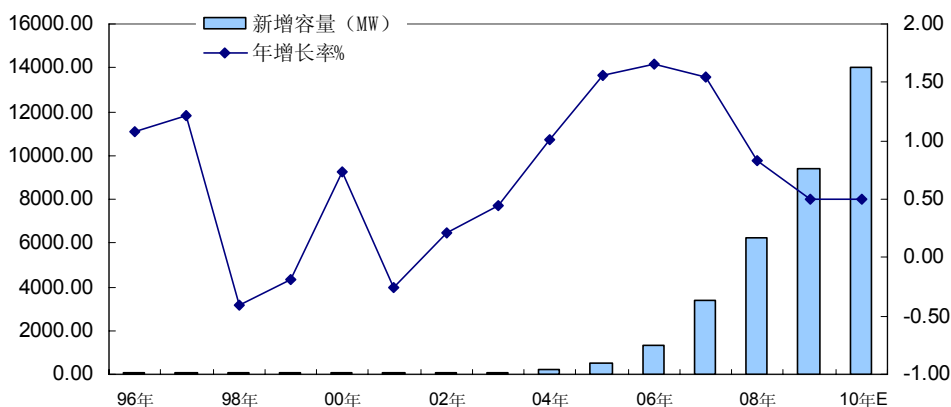
图 7： 全球风电机组装机容量及增速状况



资料来源：GWEC 中投证券研究所

按照国家发展和改革委员会日前发布的《可再生能源发展“十一五”规划》，到 2010 年，我国可再生能源在能源消费中的比重将达到 10%，其中风电总装机容量达到 1000 万千瓦，约占可再生能源比重的 5%。2004-2007 年我国新增风电装机容量增速均超过 100%，预计至 2010 年我国风电新装机容量增速将持续高速增长。

图 8: 中国风电机组新增容量状况



资料来源：中国风能协会 中投证券研究所

我们认为公司在风电运营领域的投资首先会使公司及中航工业集团的风电设备如惠腾风电设备、永红等首先受益，其次对有工程总包能力的中航世新也将有利，最主要的是对于整个公司而言，风电项目的成本将相对较低，有利于风电厂的后续运营。

(2) 垃圾电厂

全世界每年产生 4.9 亿吨垃圾，中国占据 31%。据国家环保总局预测，2015 年我国城市垃圾年产量将达到 2.1 亿吨，比今年递增 40%。目前对于城市生活垃圾有三种技术较可靠的处理方式，即卫生填埋、焚烧发电和堆肥。在我国，填埋占 70%，焚烧和堆肥等占 10%，剩余 20%难以回收。目前，包括北京、广州、上海等城市均面临无地可埋垃圾的尴尬。填埋和堆肥都有占地较大的问题，焚烧较前两种方法处理垃圾在减容化、资源化、能源化上有优势，它可以使体积缩小到十分之一，燃烧产生的热能用于供热发电，燃烧效率可以达到百分之八十五，热效率可达百分之五十以上；其主要问题是排放，通过烟气处理可以将排放控制到安全排放，世界各国都建立了严格的排放标准。目前垃圾处理的最优方案是综合处理，通过各层级的分选将不同类别垃圾分选处理。

我国目前垃圾电厂装机容量约 20 万千瓦，约有 60 座垃圾电站。我国可再生能源十一五规划中提出：到 2010 年，建成垃圾发电装机容量 50 万千瓦，到 2020 年达到 300 万千瓦。重点在经济较发达、土地资源稀缺地区，特别是南方地区的大城市（主要是直辖市、省会城市和沿海及旅游城市）建设垃圾焚烧电厂。

根据国家的相关政策，国家除保证垃圾发电的电量全部上网外，还另给 0.25 元/度的补贴，同时实行垃圾发电的增值税即征即退，并给予三年免征所得税、后三年减半的优惠，再获当地财政部门的垃圾处理费补贴。

项目建设规模 1200 吨/日，分两期建设，一期 800 吨/日，二期建成后达到 1200 吨/日，项目特许经营期为 27 年（含建设期）；垃圾处理补贴费为 83 元/吨，预计项目一期投资 4.2 亿元，二期投资 7412 万元。我们估计将在 2012 年建成运营。南充垃圾电厂首先由于是中航世新总包，在全公司口径上，垃圾电厂的初始成本将相对较低，有利于未来电厂的运营；其次，垃圾电厂公司将会有两项主要收入：垃圾处理补贴和发电收入，此外，政府还会给与一定的政策补贴或税收优惠等。我们认为公司以此作为突破，未来在我国大中型城市的垃圾综合处理的广阔市场上将会有更多机会。

2.3 液压

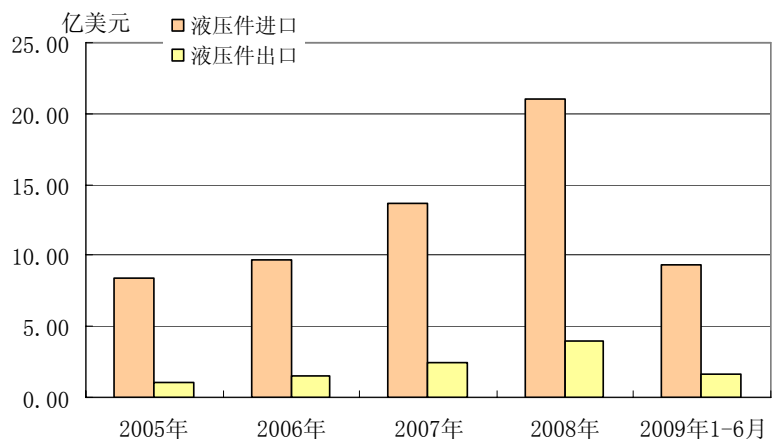
公司液压业务主要包括中航力源液压公司，具体包括航空航天用液压元件，工程机械、农用机械等专用液压泵等产品。

公司液压业务 09 年约占收入的 16%，其中，为航空航天配套的液压产品约占液压收入的 20%，民用液压产品约占公司液压收入的 80%，涉及的领域主要有工程机械、农业机械等，其中工程机械约占民品的 80%。公司为车用起重吊配套的液压件产品占民品产值约 50%，徐重、德阳二重、三一重工、中联重科、长江起重机厂等都是公司的主要客户。09 年虽然为工程机械配套的液压产品收入有所下降，但在农业机械、军品等配套产品有较高增长。

液压产品广泛应用于各类机械中，08 年国内液压产品的市场容量约为 350 亿元。工程机械所用液压件占行业销售收入比重最大，约有 35%，其次是冶金矿山机械、汽车、农业机械、机床、航空航天等等。

目前，我国中高端工程机械的关键配套件基本依靠进口，国内产品只能满足中低档配套的需求。比如主导国内挖掘机配套液压件的企业均为外资品牌，包括德国的博世力士乐、日本的 KYB、川崎、东芝等等。国内生产液压元件的企业有 100 多家，如北京华德液压公司、宁波英特姆公司、上海电气液压气动公司、力源液压、博世力士乐合资企业等等均是民用液压产品规模较大、有一定的竞争关系的企业。

图 9 我国液压行业近年进出口状况



资料来源：中国液压气动密封件工业协会 中投证券研究所

公司提出要加大对集团内外相关液压资源的并购整合,推动液压产业向系统集成化方向发展,强势打造一个液压产业平台;并提出要引进一批液压专利技术,整合一批重点液压企业,尽快形成完整的液压产业链,提升液压产业板块与国际跨国公司竞争实力,形成国内乃至国际液压产业领袖地位。

在中航工业集团系统内,液压业务的企业还有如南京金城集团下的机电液压工程中心、贵阳枫阳液压公司等。公司的视线已经不仅仅局限于系统内,更多的将瞄向市场。

3、盈利预测

3.1 盈利预测的基本假设

对于锻铸业务,军品业务仍将较快增长;液压军品和换热器军品增速基本处于较稳定增长状态。考虑到目前国内外经济形势、工程机械等产品的需求趋势,我们认为公司工程机械等产品配套的液压、散热器等产品,特别是散热器业务,2009年已经触底,有缓慢回升的趋势;中航世新10年由于有大单支撑将有较大增长。

经过各项收入增速的预测,得到各项业务的收入:

表3 盈利预测—收入预测

单位: 万元	2009年	2010年E	2011年E	2012年E
锻件	188,544.04	251,697.94	306,612.27	373,296.45
安大锻造	81,959.30	100,528.95	120,409.42	143,601.94
宏远锻造	106,030.00	132,865.02	166,068.48	207,546.70
景航锻铸	554.74	8,129.00	8,941.90	9,836.09
卓越锻造	-	10,174.98	11,192.47	12,311.72
液压产品	44,840.31	52,609.15	60,800.48	69,625.24
力源液压	44,840.31	52,609.15	60,800.48	69,625.24
新能源	48,923.04	70,342.58	62,341.86	69,460.92
中航世新	20,381.17	38,203.30	26,360.73	29,271.80
新能源投资	7,944.87	7,944.87	7,944.87	7,983.05
永红散热器	20,597.00	24,194.41	28,036.26	32,206.07
其他	3,744.79	3,744.79	3,744.79	3,744.79
合计	286,052.18	378,394.46	433,499.40	516,127.40

资料来源: 中投证券研究所

我们预计锻件军品业务毛利率水平基本保持稳定,民品及外贸业务毛利率由于规模逐步扩大有进一步上升的空间,但由于民品业务毛利率较军品毛利率低,民品份额的扩大将可能会对综合毛利率有拉低的影响,几个因素综合下来锻件毛利率水平基本保持稳定。

中航世新订单饱满,我们预计中航世新的毛利率水平将会在2010年有所提升;预计新能源投资公司及永红散热器公司的毛利率水平基本保持稳定。

表 4 毛利率的预计

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
锻件	0.22	0.22	0.22	0.22
安大锻造	0.25	0.25	0.24	0.24
宏远锻造	0.20	0.21	0.22	0.22
景航锻铸	(0.13)	0.12	0.12	0.12
卓越锻造		0.12	0.12	0.12
液压产品	0.28	0.28	0.28	0.28
力源液压	0.28	0.28	0.28	0.28
新能源	0.22	0.23	0.22	0.22
中航世新:	0.22	0.23	0.22	0.22
新能源投资:	0.23	0.23	0.23	0.23
永红散热器:	0.22	0.22	0.22	0.22
其他	0.25	0.25	0.25	0.25
综合	0.23	0.23	0.23	0.23

资料来源: 中投证券研究所

3.2 未来 3 年盈利预测

基于上述假设前提, 我们作出了盈利预测。

表 5 盈利预测

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2861	3784	4335	5161
收入同比(%)	19%	32%	15%	19%
归属母公司净利润	261	388	427	503
净利润同比(%)	19%	49%	10%	18%
毛利率(%)	22.9%	22.8%	23.0%	22.8%
ROE(%)	10.5%	13.6%	13.1%	13.3%
每股收益(元)	0.50	0.75	0.82	0.97
P/E	45.57	30.66	27.88	23.64
P/B	4.80	4.18	3.64	3.15
EV/EBITDA	25	20	17	14

资料来源: 中投证券研究所

4、投资建议

我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.75、0.82、0.97 元, 10-12 年 EPS 复合增长率约为 14%。考虑到公司作为航空工业系统内军民用关键基础配套件及新能源投资业务的平台, 未来的整合仍可期待, 长期发展前景看好。我们给与公司未来 6-12 个月的目标价为 33.00 元, 维持“推荐”评级。

5、风险因素

2010 年的原材料价格如果发生较大变化, 可能会对当年公司的锻件、液压、散热器等业务的毛利率产生负面影响, 从而影响公司盈利能力。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3872	3074	3615	4507
现金	1476	189	217	258
应收账款	864	928	1125	1319
其它应收款	50	66	67	92
预付账款	261	407	574	774
存货	940	1133	1230	1592
其他	281	350	402	472
非流动资产	1933	2098	2104	2093
长期投资	329	329	329	329
固定资产	1059	1383	1492	1532
无形资产	195	184	174	163
其他	351	202	110	69
资产总计	5805	5171	5719	6600
流动负债	2826	1830	1951	2329
短期借款	1564	662	456	862
应付账款	746	595	938	891
其他	516	573	557	577
非流动负债	346	346	346	346
长期借款	112	112	112	112
其他	233	233	233	233
负债合计	3172	2176	2297	2675
少数股东权益	154	154	154	154
股本	519	519	519	519
资本公积	1283	1283	1283	1283
留存收益	679	1041	1468	1971
归属母公司股东权益	2480	2842	3269	3772
负债和股东权益	5805	5171	5719	6600

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-146	-132	396	-221
净利润	264	388	427	503
折旧摊销	117	145	183	209
财务费用	61	22	54	61
投资损失	-82	-83	-96	-116
营运资金变动	-549	-610	-199	-902
其它	42	5	27	23
投资活动现金流	-900	-204	-109	-82
资本支出	320	297	199	197
长期投资	-179	0	0	0
其他	-759	93	90	115
筹资活动现金流	2052	-950	-259	344
短期借款	637	-902	-205	405
长期借款	-13	0	0	0
普通股增加	160	0	0	0
资本公积增加	1100	0	0	0
其他	168	-48	-54	-61
现金净增加额	1006	-1287	28	41

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2861	3784	4335	5161
营业成本	2204	2920	3338	3982
营业税金及附加	6	8	10	11
营业费用	43	56	65	77
管理费用	311	411	471	561
财务费用	61	22	54	61
资产减值损失	24	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	82	83	96	116
营业利润	293	437	482	574
营业外收入	18	24	25	23
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	306	456	502	592
所得税	42	68	75	89
净利润	264	388	427	503
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	261	388	427	503
EBITDA	471	605	719	844
EPS (元)	0.50	0.75	0.82	0.97

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	19.3%	32.3%	14.6%	19.1%
营业利润	37.2%	49.5%	10.3%	18.9%
归属于母公司净利润	19.5%	48.6%	10.0%	17.9%
获利能力				
毛利率	22.9%	22.8%	23.0%	22.8%
净利率	9.1%	10.2%	9.8%	9.7%
ROE	10.5%	13.6%	13.1%	13.3%
ROIC	12.0%	11.9%	13.1%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	54.6%	42.1%	40.2%	40.5%
净负债比率	55.23	39.05%	28.06	39.24%
流动比率	1.37	1.68	1.85	1.93
速动比率	1.03	1.05	1.21	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.69	0.80	0.84
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.35	4.35	4.35	4.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.75	0.82	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.28	-0.25	0.76	-0.43
每股净资产(最新摊薄)	4.78	5.48	6.30	7.27
估值比率				
P/E	45.57	30.66	27.88	23.64
P/B	4.80	4.18	3.64	3.15
EV/EBITDA	25	20	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

真怡, 中投证券研究所军工行业分析师, 工学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434