

# 业绩略低预期，全年业绩可待

## 买入首次评级

目标价格：20 元

### 投资要点：

- 📖 公司业绩略低于市场预期，新能源拖累较大
- 📖 锻造业务整合初见成效，景航、宏远业绩喜人
- 📖 液压业务继续增长，下半年整合大幕徐徐拉开

### 报告摘要：

- **中航重机于 8 月 12 日公布 2010 年中报。**报告期内公司完成营业收入 18.25 亿元，同比增长 34%，剔除并表因素影响，营业收入增长 21.18%；完成利润总额 1.82 亿元，同比增长 13.77%，剔除并表因素影响，利润总额下降 6.63%。实现归属于上市公司股东净利润 1.32 元，同比下降 6.22%。公司上半年每股收益为 0.17 元。
- **锻造业务如期释放业绩，预计 2 年内仍然占据公司业务的半壁江山。**板块内公司业绩差别较大，景航高净利润率整合初见成效，宏远仍然是板块主力。
- **液压业务增长较快，按照整体规划，下半年有望加速整合进程。**按照公司整体规划，2010 年为液压整合年，半年已过，下半年整合大幕即将拉开。
- **新能源业务拖累公司整体业绩。**新能源业务短期仍然撑起利润大旗，但是未来将成为公司重要的增长点。
- **基于公司所处地位和行业发展，基于公司买入评级。预计 2010 年至 2012 年 EPS 为 0.442 元、0.578 元和 0.765 元。**

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1808.29	2860.52	3973.26	5244.71	6713.23
增长率(%)	26.76%	58.19%	38.90%	32.00%	28.00%
净利润	171.10	261.00	344.02	449.85	595.09
增长率(%)	59.08%	52.54%	31.81%	30.76%	32.29%
EPS	0.220	0.335	0.442	0.578	0.765

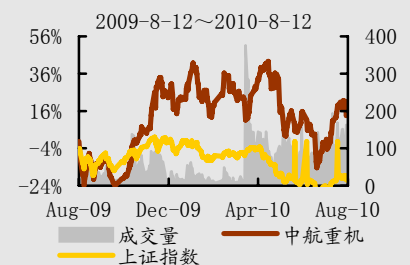
### 分析师

荀剑

电话：010-88085973

Email: xunjian@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	14305	
20100331	8387	
20091231	6260	

数据来源：港澳资讯

### 机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

## 一、业绩释放源于锻铸件，利润缩水只因新能源

8月12日公布2010年中报，完成营业收入182,500万元，较上年同期增长34%；利润总额18,200万元，较上年同期增长13.77%，略低于市场预期。第二季度毛利率略下降4.3%，是24.61%，但是销售净利率下降明显，从第一季度的10.39%下降到5.71%，是公司整合开始以来的低点。剔除掉并表因素影响，公司整体销售收入增长21.18%。

公司主营业务的增长主要是源于公司收购的三家锻铸件企业收入的快速增长，整个业务板块的产能迅速释放，同时，毛利率水平相较于去年也开始有较大的提升，这也印证了公司在锻铸件业务上的整合初见生效，上半年公司以特种材料集中采购为切入点，加快整合采购资源，明确各企业的定位、业务和范围，以消除内部竞争，提高产业的整体优势，预计毛利率未来仍具有较大的提升。

图1：公司收入构成



资料来源：宏源证券

## 二、锻造业务喜忧参半，板块效应仍需时间

公司锻造业务在未来2年左右的时间仍将是公司收入的中坚力量，贡献公司的主要收入和主要利润。从中报披露的数据看，公司去年年底收购的宏远业绩增长明显，同时作为西安地区航空集群的重要组成部分，公司收益增长明显，公司的净利润率表明其产品的中高端地位，基本符合市场中高端锻铸件盈利水平。值得一提的是公司在去年年底收购的江西景航航空锻铸有限公司，净利润率28.48%，远高于市场同类型公司，对于公司能否维系较高的毛利率存在一定风险，预计未来公司的毛利率将逐渐回归到20%-25%；公司原有锻铸件企业贵州安大航空锻造有限责任公司和江苏无锡卓越锻造有限公司的净利润率较低，安大源于部分产品价格的调整，卓越是公司整合过程中并未达到预期效果，同时，民品的盈利能力弱于军品，从未来看，两块资产的盈利能力将随着整合的进一步深入逐步回升，预计净利润率上升到8%-10%。

从发展的及角度看，宏远上半年出色的经营业绩表明公司在整合锻铸件业务中的准确的定位，同时，宏远未定的成长性也为板块的整合奠定了坚实的基础；安大作为另外一块重要的锻造资产，公司通过募投资金逐步改善公司的盈利能力，从中报披露看，公司的募

投资项目如期进展,公司未来的盈利能力将进一步改善。卓越和景航的收购是公司进一步打开市场的重要尝试,从结果看喜忧参半,但是对于军工企业逐步拓展民品市场仍是有益的尝试和重要的补充。

图 2: 收入构成

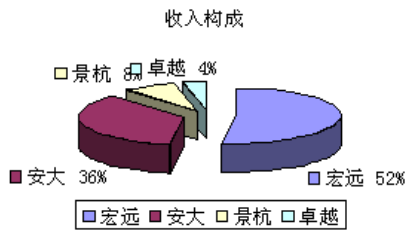


图 3: 利润构成

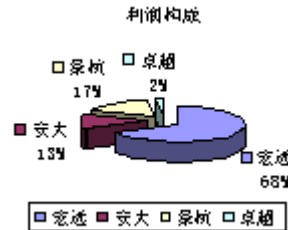
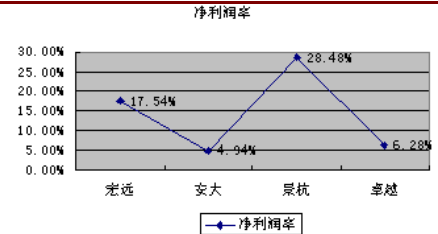


图 4: 净利润率



资料来源: 宏源证券

### 三、液压板块整合亟待启动,有望催化公司股价

中航重机作为锻造、液压和新能源整合的平台,在 2009 年已基本完成了锻制造业务的整合,正逐渐成为公司盈利的主力,作为公司最为传统的液压业务预期将在 2010 年逐步开始整合,下半年有望收购其他资产,液压板块整合的大幕即将徐徐拉起。

现有资产中力源液压股份有限公司公司完成营业收入 30,558 万元,比上年同期增长 52%;利润总额 2,654 万元,比上年同期增长 56%。主要是由于上半年国内工程机械主机市场回暖。公司在工程机械领域主要采取合资的方式,公司成立的合力液压直接供货安徽合力等公司,此种模式的成功有望为公司铺就一条工程机械领域发展之路。一旦公司能够吸收国际工程机械液压产品的生产和管理经验,将有助于公司进一步打开国内市场,提升工程机械液压产品供应的市场占有率。

### 四、新能源拖累公司业绩,下半年触底回升

公司的新能源业务收入主要来源于中航世新燃气轮机股份有限公司和中国航空工业新能源投资有限公司。业务领域涉及风电、垃圾发电等领域。新能源业务短期很难为公司贡献较大利润,但是从长远看,公司的新能源业务仍是公司持续发展的动力之一。

上半年,中航世新燃气轮机股份有限公司完成了内蒙古包头百灵庙项目风力发电机组吊装和全部土建工作;土库曼斯坦项目正按计划推进,首台 QD100 燃气发电机组已于 6 月 25 日交付;另外,投资中航虹波风电设备有限公司完成了注资,实现了中航重机新能源业务在华东地区的战略布局。上半年完成了营业收入 19,768 万元,比上年同期增长了 470%;利润总额亏损 1,513 万元,比上年同期减亏 12.7%。预计公司在华东地区逐步实现扭亏为盈。

中国航空工业新能源投资有限公司除包头百灵庙风电场项目外,南充垃圾焚烧发电厂项目成功获得四川省发改委核准;吉林大安风电场、燃机发电厂及光伏发电场项目、辽宁阜新风电场项目等新能源投资项目正抓紧推进。上半年公司完成营业收入 4,122 万元,比上年同期下降 18.5%;利润总额亏损 353 万元,主要是参股公司中航惠腾风电设备股份

有限公司上半年受产品交付和新品开发滞后等因素影响，收入和利润大幅下降，致使上半年出现亏损。下半年，中航惠腾风电设备股份有限公司经营情况将有一定好转，预计全年实现盈利。

## 五、盈利预测与评级

笔者预计公司 2010 年营业收入略高于公司 38.5 亿元的计划，达到 39.73 亿元，利润总额达到 4.09 亿元。基于公司稳定的成长性，给予公司买入评级，2010 年-2012 年每股收益 0.442 元、0.578 元和 0.765 元。（盈利预测不考虑公司未来资产收购情况）

**表 1 中航重机预测利润表**

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1808.29	2860.52	3973.26	5244.71	6713.23
减: 营业成本	1377.45	2204.48	2940.22	3881.08	4900.66
营业税金及附加	5.45	6.30	8.75	11.55	14.79
销售费用	41.79	42.65	59.60	91.78	134.26
管理费用	217.59	311.02	437.06	603.14	805.59
财务费用	59.15	60.84	118.27	121.85	149.79
资产减值损失	4.16	24.21	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	66.09	81.58	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	168.79	292.60	409.37	535.30	708.14
加: 其他非经营损益	22.14	13.52	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	190.93	306.12	409.37	535.30	708.14
减: 所得税费用	24.44	42.12	61.41	80.30	106.22
<b>净利润</b>	166.49	263.99	347.97	455.01	601.92
减: 少数股东损益	-4.61	2.99	3.95	5.16	6.83
归属母公司所有者 的净利润	171.10	261.00	344.02	449.85	595.09
全面摊薄每股收益	0.220	0.335	0.442	0.578	0.765
<b>增长率</b>					
营业收入	26.76%	58.19%	38.90%	32.00%	28.00%
净利润	59.08%	52.54%	31.81%	30.76%	32.29%

数据来源: Wind、宏源证券研究所

**表 2 中航重机预测资产负债表**

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	413.11	1448.17	39.73	52.45	106.89
应收和预付款项	800.70	1423.78	1540.86	2372.47	2624.67
存货	624.95	939.79	1263.92	1644.98	2028.09
其他流动资产	1.12	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	244.04	328.70	328.70	328.70	328.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	955.16	1380.79	1183.70	986.62	789.53
无形资产和开发支出	163.00	195.47	168.70	141.93	115.15
其他非流动资产	6.65	10.73	5.36	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	3208.73	5727.43	4530.98	5527.14	5993.03
短期借款	926.38	1563.70	95.22	88.57	0.00
应付和预收款项	876.86	1108.38	1062.94	1650.63	1655.94
长期借款	125.02	112.11	112.11	112.11	112.11
其他负债	230.20	309.32	309.32	309.32	309.32
<b>负债合计</b>	2158.46	3093.51	1579.59	2160.63	2077.36

股本	358.67	518.67	518.67	518.67	518.67
资本公积	182.97	1282.62	1282.62	1282.62	1282.62
留存收益	414.08	679.00	992.52	1402.48	1944.81
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>955.72</b>	<b>2480.29</b>	<b>2793.81</b>	<b>3203.77</b>	<b>3746.10</b>
少数股东权益	94.54	153.63	157.58	162.74	169.56
<b>股东权益合计</b>	<b>1050.27</b>	<b>2633.92</b>	<b>2951.39</b>	<b>3366.51</b>	<b>3915.67</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3208.73</b>	<b>5727.43</b>	<b>4530.98</b>	<b>5527.14</b>	<b>5993.03</b>

数据来源: Wind、宏源证券研究所

**表 3 中航重机预测现金流量表**

现金流量表(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营现金流	42.50	-85.28	124.30	69.55	202.78
投资现金流	-474.78	-899.90	0.00	0.00	0.00
融资现金流	598.07	2052.32	-1532.74	-56.84	-148.34
现金及现金等价物净增加额	165.78	1067.14	-1408.44	12.71	54.44

数据来源: Wind、宏源证券研究所

**分析师简介:**

**荀剑:** 宏源证券研究所机械行业研究员, 清华大学机械工程学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所, 从事证券行业工作 2 年。

主要研究覆盖公司: 成发科技、中航重机、航空动力、贵航股份、中国卫星、航天科技等。

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。