

整合细化，落实到位，前景可期

买入维持

投资要点:

- 📖 “新掌门人”带领团队接管比赛
- 📖 革命性技术升级带来巨大利润增长空间
- 📖 液压和锻铸两大板块整合落到实处业绩逐步释放

报告摘要:

- **中航重机于10月12日公告第6次股东会决议。**内容共8项，涉及人事变动、新增投资、技改项目和募投项目变更等内容。此次公告内容在一定程度上标志了公司新的领导团队的形成和公司新的战略开始执行。
- **薪酬体系考核破解管理层激励谜题。**年薪总额 = 基本年薪 + 绩效年薪 + 特殊年薪 + 远期年薪的薪资结构使得执行层具有更强的动力。对于管理层和员工的“放松”反而成了“欲擒故纵”，从管理的角度讲，这种更为人性化的设计往往能够激发出更大的能量。
- **四项技术改进和升级项目将深化锻铸板块的整合，业绩潜力十分巨大。**其中，投资建设激光快速成形项目属于革命性技术升级，使得在激光成形领域成为世界领先。
- **液压募投项目变更体现公司战略重心东移，液压板块整合序幕徐徐拉开。**新管理层变更原有募投项目，集中力量打造江苏的液压基地，吸引人才，进军工程机械。
- **基于公司稳定的成长性，并考虑公司停牌收购资产因素的影响，维持公司买入评级，调高公司2010年-2012年每股收益至0.513元、0.678元和0.899元。**

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1808.29	2860.52	4491.02	5838.32	8173.65
增长率(%)	26.76%	58.19%	57.00%	30.00%	40.00%
净利润	171.10	261.00	398.82	527.22	699.49
增长率(%)	59.08%	52.54%	52.80%	32.20%	32.67%
EPS	0.220	.335	0.513	0.678	0.899

机械(军工)行业小组

荀剑

电话: 010-88085973

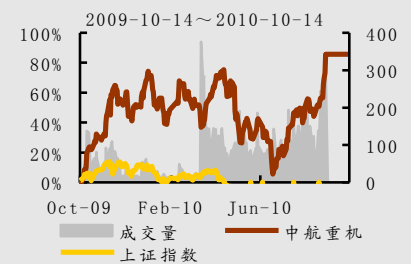
Email: xunjian@hysec.com

杜朴

电话: 010-88085971

Email: dupu@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

1 《宏源证券*中报点评报告*中航重机:业绩略低预期,全年业绩可待*600765*机械行业*荀剑》, 2010.8

目录

一、治理结构持续改善提升公司核心价值.....	4
(一) 人事变动标志新的领导集体的诞生	4
(二) 薪酬考核提升管理层主动性	5
二、项目落地有声，锻铸整合继续深化.....	6
(一) 革命性技术升级——投资建设激光快速成形项目	6
1、 技术基础-北航钛合金激光快速成形技术.....	7
(1) 基本原理.....	7
(2) 技术优势.....	7
(3) 技术演进过程.....	8
2、 国外飞机钛合金结构件激光快速成形技术现状	9
3、 市场需求分析.....	9
(1) 军品市场.....	9
(2) 民品市场.....	10
(3) 修复市场.....	10
4、 项目投资财务评价.....	10
(二) 试探性领域延伸——增资河北上大再生资源科技有限公司	10
1、 战略意义大于利润贡献.....	10
2、 公司产能不足制约发展.....	11
(三) 拓展性产能扩张——投资 8000T 电动螺旋压力机锻造生产线项目	11
1、 老树发新芽，技改添生机.....	11
2、 国产设备终将登上舞台	12
(四) 基础性市场掠夺——投资特大环形锻件及小型精密异型环锻件生产线建设项目	12
三、液压整合先从自身做起，序幕即将拉开.....	13
(一) 产业中心东移，打造市场竞争力	13
1、“3合1”的整合	13
2、产品结构变化.....	14
(1) 融入工程机械市场	14
(2) 抢占农机市场.....	14
(二) 稳扎稳打，夯实原有基地.....	15
1、“胆子”其实可以大一些.....	15
四、盈利预测与评级	16

插图

图 1: 公司收入构成.....	6
图 2: 中航先进股权结构.....	6
图 3: 中航激光股权结构.....	7
图 4: 未来中航激光的股权结构.....	7
图 5: 军机产品收入预测.....	9
图 6: 产能和缺口.....	11

表格

表 1: 产品大纲.....	14
表 2: 市场占有率情况.....	14
表 3: 中航重机预测利润表.....	16
表 4: 中航重机预测资产负债表.....	17
表 5: 中航重机预测现金流量表.....	17

事件因素：

10月13日公司发布公告，内容涉及人事变动、出台考核方案、新增项目和变更募投项目，共4大类，涵盖11个子项目。此次公告不仅标志着中航重机新任领导集体已经全面接管原上市公司的管理权，而且在资产整合上的进一步深化和细化，一改国防工业为了重组而注入，注入但却不整合的尴尬局面。资产整合的效率将进一步体现，锻铸件领域的整合的大手笔不禁让市场对液压和新能源的整合同样充满期待。

一、治理结构持续改善提升公司核心价值

（一）人事变动标志新的领导集体的诞生

在此次公告中涉及的人事变动包括：

1. **变更公司法人。**鉴于谭卫东先生因工作变动不再担任公司法定代表人，根据公司章程规定，会议同意由总经理刘志伟先生担任公司法定代表人，任期至本届董事会任期届满。
2. **战略与投资委员会成员变动。**因公司部分董事会成员变动，会议同意公司四届董事会战略与投资委员会成员作适当调整，董事会其他各专门委员会人员未做调整。调整后的公司董事会战略与投资委员会组成情况如下：主任委员：赵桂斌；委员：刘志伟、江超、费斌军、陈锐、刘涛、王智林。董事会战略与投资委员会成员任期至本届董事会届满。
3. **调整公司管理层。**因工作变动，公司高级管理人员吴浩先生不再担任公司常务副总经理，孙旭明先生不再担任公司副总经理，殷雪灵女士不再担任公司副总会计师职务。经公司总经理提名，会议同意聘任：江超先生、吴浩先生、孙继兵先生为公司副总经理，乔堃先生为公司副总经理、总会计师，任期至本届董事会任期届满。

其中，原公司法定代表人谭卫东先生作为贵航集团的领军人物现已升任现任中国航空工业通用飞机公司总经理，将总揽“通飞”板块的发展。谭卫东的离开**标志着中航重机开始逐步褪去贵航集团的成色**，作为中航工业以重机为首的三大资产的整合平台将逐步提升其在中航工业内部、乃至整个航空制造业中地位。

同时，这次的人员更迭也标志着刘志伟先生成为的**接任中航重机的新“掌门人”**，其丰富而成功的投资经历将在公司未来的资产整合过程中发挥重大的作用。另外，以刘志伟先生及其所带领的团队在民品市场中打拼多年的经历，在以“军品为王”的军工集团中更是尤为少见，**具备军民协同发展的强大执行能力**，已然成为中航工业上市公司中的“旗舰”。

战略与投资委员会成员和公司管理层的调整表明公司新的领导集体的诞生。作为公司的新任董事长赵桂斌成为战略与投资委员会的主任委员是正常的管理权的轮替,但是同时伴随着管理层的变动,这就意味着,在刘志伟先生和赵桂斌先生先后进入公司后,新的管理团队已经基本完成新的组阁。管理层的稳定将有利于公司管理效率和决策效率的提升。接踵而至的考核办法的公布进一步表明新的管理团队将进一步优化公司的治理结构,从内部挖掘潜力,提高公司的竞争力和核心价值。

(二) 薪酬考核提升管理层主动性

在此次董事会公告中共提及薪酬考核议案两项《关于实施年薪制方案的议案》和《关于公司组织机构设置及员工薪酬方案》,其中第一项公布了相关的细节。

对于管理层的激励方案始终是董事会或者实际控制人需要极其谨慎的面对但又迫切需要回答的问题。从公开的《关于实施年薪制方案的议案》中粗浅的可以看出,方案的设计破解了几个“国资”背景上市公司在管理层激励中的“难题”,这不仅是中航工业在这个领域的一次大胆的尝试,在未来整个“国资”背景的上市公司中必将产生深远的影响。

1. **破解股权激励的困境。**对于上市公司管理层的激励机制,往往容易联想到股权激励,这也是西方常用的模式。目前国内的上市公司中有相当大的比例是国资背景的,股权激励在政策层面存在一定程度的阻碍,另外管理层的选用在一定程度上仍受到政府的管控,另外这种收入的差异化容易造成管理者和上级主管部门之间的矛盾,反而降低了企业管理的效率。虽然监管部门在为数不多的地方进行试点,但是推进困难,最终多不了了之。另外,由于A股市场的巨大波动,牛熊之间的频繁转换,管理层往往在股权的兑付上存在极大的不确定性,所以能否起到真正的激励作用仍然存疑。所以,具有股权激励性质的薪资方案实际在一定程度上可以代替股权激励。其中

年薪总额 = 基本年薪 + 绩效年薪 + 特殊年薪 + 远期年薪

内容不仅涵盖公司的收入和净利润,同时将净资产收益率、公司员工收入和劳动生产率等指标也纳入到薪资结构中来,这样可以保证公司的管理层和员工真正形成一种合理,进而保证了与股东间利益的统一,另外也兼顾了企业的社会责任。

2. **破解“棘轮效应”。**在制度经济学的委托代理理论中曾经提到“棘轮效应”。它是讲,在委托关系中,代理人越是努力,企业出现好的业绩的可能性越大,管理者给自己的“标准”也就越高。当他意识到努力带来的结果是“标准”的提高,代理人努力的积极性就会降低。这种标准业绩上升的倾向被称为“棘轮效应”。由于在“国资”背景的上市公司的考核中往往存在这样的倾向,对于国有资产的保值增值往往用同比增幅这样的指标,很容易产生所谓的“棘轮效应”。管理层往往业绩的增幅仅满足相应的考核,激励效应下降。从现有公布的方案看,公司的业绩激励来源于业绩的增长,同时也考虑到由于环境、资产规模等一系列因素的影响。逐年考核,虽然减少了确定性的同比指标,但是其上不封顶的考核办法更增强了内生性增长的动力,所以对于管理层和员工的“放松”反而成了“欲擒故纵”,从管理的角度讲,这种更为人性化的设计往往能够激发出更大的能量。

二、项目落地有声，锻铸整合继续深化

公司目前锻铸件业务仍然占据公司收入和利润的主体部分,有效的对锻铸件事业部的整合将能够在短期内最直接和有效的提升公司的业绩,同时深化整合也打破了国防工业为了重组而注入,注入但却不整合的尴尬局面。此次公告涉及到该领域的四个项目中:投资建设激光快速成形项目从根本技术上对该领域的技术升级;增资河北上大再生资源科技有限公司是在原材料的利用和回收等领域上的突破,不仅降低了成本,打通了产业链,而且对于行业本身发展也提供了一种全新的服务模式;投资 8000T 电动螺旋压力机锻造生产线项目和投资特大环形锻件及小型精密异型环锻件生产线建设项目是对 2009 年收购资产的整合性质的投入,有效的开发收购资产的潜能,提高了在民用市场领域的占有率和品牌影响力。

图 1: 公司收入构成

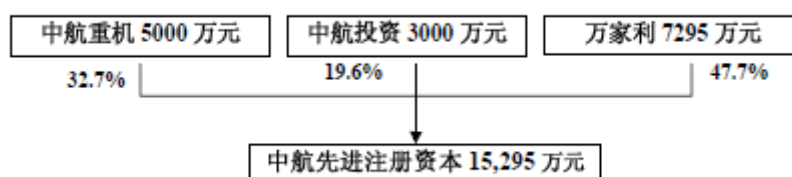


资料来源: 公司公告。宏源证券

(一) 革命性技术升级——投资建设激光快速成形项目

项目内容: 公司与中航投资控股有限公司、沈阳万家利车轮制造有限公司(以下简称:万家利)三家公司以现金或实物资产出资组建中航沈阳先进制造有限公司(以下简称:中航先进)(暂用名),其中:公司以现金出资 5,000 万人民币、中航投资控股有限公司现金出资 3,000 万、万家利以厂房土地等实物和无形资产出资 7295 万,公司对中航先进行使实际控制人权利。

图 2: 中航先进股权结构



资料来源: 公司公告。宏源证券

公司注册成立后，由中航先进作为控股股东（持股 51%，中航重机实际控制中航先进）与北京航空航天大学（以下简称：北航）、中航投资、北京市共同组建子项目公司：中航激光成形制造有限公司（以下简称：中航激光）（暂用名）

图 3：中航激光股权结构

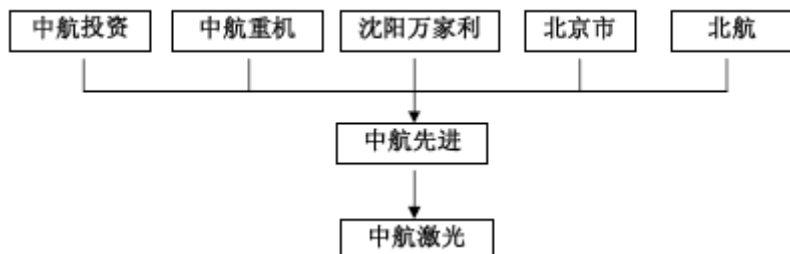


资料来源：公司公告。宏源证券

在中航激光拥有批量生产能力和相应的产品市场后，实施该公司北航、北京市、中航投资三方股东与中航先进的换股操作，或由中航先进吸收合并中航激光，北航、北京市、中航投资不再持有中航激光股权，转而持有中航先进股权，中航激光成为中航先进的全资子公司或注销其法人主体资格。

中航重机将在中航投资、北航、北京市与中航先进进行股权置换或中航先进与中航激光进行吸收合并之前，单独对中航先进公司进行增资直至获得整合后的中航先进控股地位（具体股权比例届时与各方股东协商确定），此内容将在中航先进、中航激光构建时作为先决条件写入合作合同和章程。

图 4：未来中航激光的股权结构



资料来源：公司公告。宏源证券

1、技术基础-北航钛合金激光快速成形技术

由于受钛合金本性的影响，传统方法多采用“锻造+机械加工”等工艺制造大型复杂钛合金关键结构件，不仅需要大型钛合金铸锭熔铸与制坯、万吨级以上重型液压锻造工业装备，而且制造工序繁多、工艺复杂，需要大型钛合金铸锭真空熔铸、大规格锻坯制备、大型锻造模具加工等，缺点突出，包括零件机械加工余量很大、材料利用率低（一般小于 5~10%）、数控加工时间长、制造成本高、生产周期长。

（1）基本原理

钛合金结构件激光快速成形技术，是以钛合金粉末为原料，通过激光熔化逐层沉积（“生长制造”），直接由零件 CAD 模型一步完成高性能大型整体钛合金关键结构件的“近净成形”。

（2）技术优势

相较于传统“锻造+机械加工”的工艺，钛合金激光快速成形技术具有以下特点：

- 1、高性能钛合金材料制备与大型零件“近净成形”一步完成；
- 2、零件具有细小、均匀、稳定的快速凝固组织，综合力学性能优异（达到和超过锻件）并可反复“无热损伤”激光修复；
- 3、无需大型锻造工业装备、大型锻造模具及大规格锻坯制备；
- 4、零件材料利用率高（可比锻件提高 5 倍以上）、机械加工余量小、数控加工时间短（可减少 80%以上）；
- 5、制造周期短（可缩短 2/3 以上）、成本低（可降低 1/2 以上）；
- 6、柔性高并具有对产品及结构设计变化的“快速响应”能力。

快速成型技术在材料的高利用率上的提升大大降低了加工成本和折旧费用；由于航空锻铸件多为特种合金材料，价格较高，采用这种加工工艺后，解约的成本将直接转化成为公司利润，这种革命性的技术革新将极大的提升公司的核心竞争力。

（3）技术演进过程

“十五”期间，自主研发成功国内首套、具有自主知识产权的“自由平面接触/动态密封/惰性气氛保护”钛合金结构件激光快速成形成套工艺装备系统。突破了飞机钛合金次承力结构件激光熔化沉积制造工艺及装机应用关键技术，激光熔化沉积制造 TC4、TA15、BT22、TC2 等钛合金室温及高温拉伸、高温持久、高温蠕变、光滑疲劳、缺口疲劳等力学性能均显著超过锻件，2005 年来激光快速成形 TA15、TC4 等多种钛合金结构件，已实现在飞机上的装机应用，零件材料利用率提高了 5 倍、制造周期缩短了 2/3、制造成本降低了 1/2 以上。

“十一五”期间，在飞机大型主承力钛合金结构件激光熔化沉积制造工艺、成套装备、过程控制、长期工艺稳定性及构件质量保障等系列核心关键技术上取得了突破性进展：

研究出了大型整体钛合金主承力结构件激光快速成形新工艺，解决了激光快速成形大型整体钛合金主承力结构件变形与开裂的“技术难题”。

提出并掌握了激光快速成形飞机大型整体钛合金主承力构件凝固组织晶粒形态及热处理显微组织主动控制新方法。

认识激光快速成形飞机钛合金大型主承力结构件内部缺陷形成机理并突破内部缺陷与质量控制关键技术。

突破了激光快速成形飞机钛合金大型主承力整体结构件组织和内部质量控制关键技术，激光快速成形大型整体钛合金主承力构件综合力学性能达到和超过钛合金模锻件，其中，缺口疲劳极限超过钛合金模锻件 40% 以上、高温持久寿命较模锻件提高 400% 以上。

成功激光快速成形制造出了零件单件重量逾 110KG 的多种钛合金关键结构件及迄今国内尺寸最大的大型整体钛合金飞机主承力结构件。

2、国外飞机钛合金结构件激光快速成形技术现状

迄今为止，国外只有美国 AeroMet 公司(1998 年 MTS 公司出资与宾州州立大学、约翰·霍普金斯大学合作成立了专门从事飞机钛合金结构件激光快速成形制造的高技术公司，该公司 2005 年 12 月已破产倒闭)，在 2002~2005 年期间实现了激光快速成形钛合金结构件在飞机上的应用。AeroMet 公司在美国国防部“军民两用科技计划”、美国空军“锻造计划”、美国陆军“满特”计划等计划的资助下，同 Boeing、Lockheed-Martin 公司等军用飞机制造商密切合作，开展飞机机身钛合金复杂结构件激光快速成形技术研究，2000 年 9 月成功完成对激光成形钛合金全尺寸飞机机翼结构件的地面性能考核试验，构件疲劳强度及静强度达到了取代传统锻造及铸造飞机钛合金构件的要求。

美国 AeroMet 公司是世界历史上第一家掌握飞机钛合金结构件激光快速成形技术并成功实现装机应用的单位，但令人遗憾的是，由于受其激光快速成形工艺固有缺点的影响，其激光快速成形 Ti6Al4V 等钛合金构件即使经过后续热等静压(HIP)或开模锻造(Open Die Forging)加工，零件材料的疲劳性能始终明显低于锻件水平，致使激光快速成形钛合金构件无法实现在飞机关键主承力结构件上的应用，限制了激光快速成形钛合金结构件在飞机上的应用范围并最终导致 AeroMet 公司于 2005 年 12 月宣布破产倒闭。

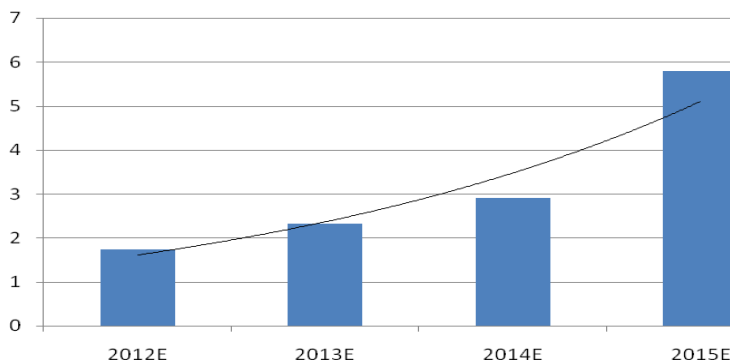
3、市场需求分析

从目前市场需求看，其客户仍将集中航空制造业中，近两年主要还是以军用飞机为主，未来可以拓展至其他军工集团和民品市场。

(1) 军品市场

从目前已有的数据看，几个重点型号飞机中已经开始小批量使用该技术产品；该型号飞机预计 2012 年后可以进入小批量生产，并陆续批量生产。2012 年后预计每年有 3-5 架次生产批量，2014 年后开始稳定有每年 10 架次生产批量。以上零部件按常规锻造加工公司预计总收入为：2012-2014 年 1.74 亿-2.9 亿元/年，2014 年以后 5.8 亿元/年；复合增长率将达到 50%。笔者认为此项产品的销售与公司预计略有差别，相较于公司公告预测呈现前低后高的局面，即 2012-2014 年略低于预测，例如 2012 年销售收入在 1.2-1.5 亿元左右。公司预计利润将达到 50%。由于预测预计同样锻铸件制造工艺，所以预测值会在一定程度上偏高，同时，由于产品技术更新后军方的核定价格预计将小幅回落，销售净利润率低于公司预测。但是，由于前期小批量生产，军方核定价格仍将高于批量生产价格，所以笔者大胆预测最终销售净利润率将仍保持在 30%-45%这一较高水平区间。

图 5：军机产品收入预测



资料来源：公司公告。宏源证券

另外，从媒体报道看，林左鸣先生在参观北京航空航天大学的研究成果时，其展示的是一种盘环类产品。从产品外观结构看，此项技术产品有望应用于航空发动机、燃气轮机等领域，这样大大拓展公司产品的潜在市场。在上述预测中并未考虑此项市场。

（2）民品市场

相较于传统加工工艺，尤其是使用特种金属的领域，该项技术以其特性将很快掠夺锻铸领域的市场，未来有望在航空、航天、船舶、核能等产品大型结构件相关民品及外贸产品生产加工和生产、加工结构性能要求较高的高端民品零部件领域有所作为。但是，限于其产品的高端路线，所以其市场规模的增长仍然存在着一定的不确定性，但从长期看，市场逐步的扩容是势不可挡的。

（3）修复市场

在修复市场，激光快速成型技术属于再制造的范畴，在模具修复、重要零部件修复领域可以加以推广，同样限于其高端的产品路线，市场规模增速将大大低于军品市场的发展，同时受到宏观经济周期的波动影响。

4、项目投资财务评价

本项目注册资本为 1.5295 亿元，科研费拨款为 1 亿元，无银行贷款。本项目财务评价计算期为 16 年，建设起点为 2010 年初，终结点为 2025 年末，自 2016 年起固定资产原值不再增加。折旧年限 10 年，所得税税率 15%，静态投资回收期为 4.25 年，内部收益率为 58.97%，毛利率超过 50%，预计销售利润率有望超过 30%。

笔者保守预计此项业务将在 2012 年开始贡献利润 5000 万-7000 万，5 年内年化符合增长率有望突破 50%。

（二）试探性领域延伸——增资河北上大再生资源科技有限公司

项目内容：中航重机拟对河北上大再生资源科技有限公司（以下简称：河北上大）增资 6500 万元，并占增资后的河北上大 38.46% 股权，成为河北上大第一大股东，进而进入废旧金属再生利用领域，延长公司锻铸业务产业链。

通过增资河北上大，可使公司通过将废料进行清洗、提纯、再加工，形成更加完整的循环经济产业链，提升锻铸产业的整体盈利空间，进一步提高本公司在锻造产业的竞争能力。

1、战略意义大于利润贡献

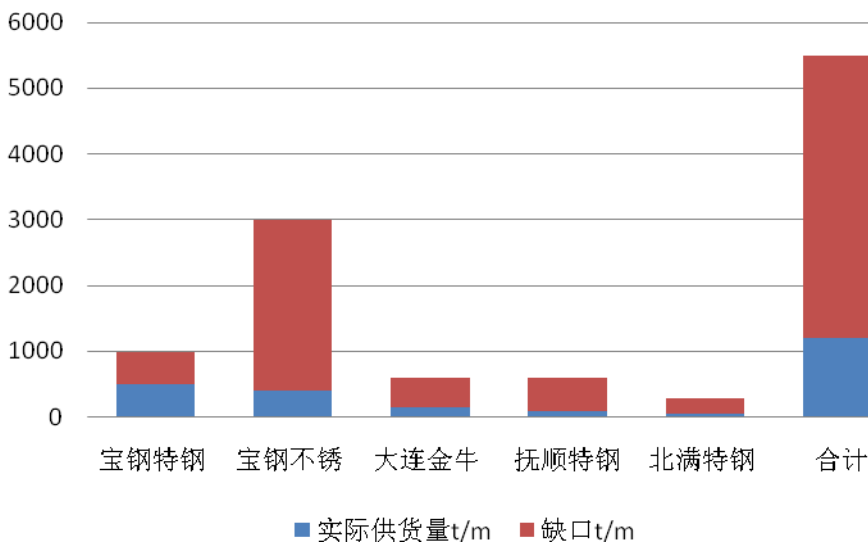
公司此次增资河北上大 6500 万元，对于现有公司资产规模，仍属于小规模的投资项目。从公司公告预测的净利润中也可可见一般。2010~2015 各年预计可为中航重机贡献利润 360 万元、900 万元、1800 万元、3000 万元、5400 万元和 7200 万元。能否持续保持预计的高速增长存在一定的不确定性，但是笔者认为，公司的此举在战略层面首先取得了制高点。仅中航工业一家每年使用特种合金超过 4000 吨，传统工艺对于合金的利用效率较低，使得公司出现了大量的合金冗余，所以如何通过有效的回收降低成本将直接关系到公司的利润增速。另外，通过此次增资，更为重要的是形成在有色金属采购和回收的定

价权上的统一。这不仅为公司盈利了话语权，对于整个中航工业集团的价值更是重大。整合并不是股权的统一，更为重要的是要形成话语权的统一。这样在未来的采购中争取更为低廉的价格将成为一种必然。这种全局性的产业布局大通的不仅仅是中航重机的产业链，更将影响到航空制造整个产业的发展。

2、公司产能不足制约发展

回到投资的主体来，河北上大的虽然短期利润仍有一定的不确定性，但是其未来发展空间仍然巨大，从现有的产能看，仍然无法满足下游客户的需求。

图 6: 产能和缺口



资料来源：公司公告。宏源证券

所以，与中航重机的此次联姻对于河北上大的发展也是非常重要的，中航工业的大量废旧合金能够顺利成为公司的上游未定的供应商，在一定程度上缓解公司产能不足的局面；同时，中航工业的介入也将提升公司在行业中的地位，进而扩大原材料供给，提升公司产能。

(三) 拓展性产能扩张——投资 8000T 电动螺旋压力机锻造生产线项目

线项目

项目内容：项目生产规模确定为年产中型锻件（500kg~800kg）1 万吨，估算总投资 17806 万人民币，其中：建设投资 14304 万元，建设期利息为 452 万元，流动资金 3050 万元，公司投资额为 5100 万元。

1、老树发新芽，技改添生机

景航在进入公司的时候，原有设备多为上个世纪 70 年的设计安装的，已经无法满足中型模锻件的生产，尤其在面对同类型企业的竞争中更是缺乏优势。公司发展后继乏力，此次投资的购买的 8000T 电动螺旋压力机及其配套生产线，将有效的解决公司目前产能

不足，技术陈旧的问题，在民品市场中重新焕发活力。

景航采取“提前启动、自主开发、外协加工、占领市场”的经营策略，为 8000T 项目的正式投产打下坚实的市场基础，保证 8000T 电动螺旋压力机投产就能立刻见效，目前已经开发成功的适合 8000T 电动螺旋压力机生产的产品有两个，主要的外协生产厂家有南京东电检测装备有限责任公司和泰州市易达精密机械有限公司。产品为辽宁汇明国际贸易有限公司的阀体和深圳市神拓机电设备有限公司的刮板。

正在开发的产品有三个类型：CAMERON 集团公司的 13 个型号的阀体，CAMERON 集团公司有意要求景航公司每年提供价值近 1.5 亿元人民币的锻件阀体；高速铁路专线常用跨度简支梁 CKPZ 盆式橡胶支座的底盆；成套产品产值将达 2 亿元，南车集团的齿轮，预计 4000 件齿轮的销售产值将达到 3240 万元。

从全国市场看，中高端的模锻需求量仍然旺盛，产能不足的现象仍然存在，公司项目投产后，按单价 18 元/公斤计算，产值将达到 1.8 亿元。

2、国产设备终将登上舞台

公司在购买 8000T 电动螺旋压力机锻造生产线时，限于进口成本较高，所以选取国内生产厂家进行生产，并有第三方机构进行检验，合格后方可交付使用，同时由生产厂家对现有设备进行备份生产，以保证公司正常的生产得以进行。由于购买的产品属于购买国内首台套的设备，属于国家重点扶持的项目，所以在资金和正常上将获得一定的扶植。

（四）基础性市场掠夺——投资特大环形锻件及小型精密异型环锻件生产线建设项目

项目内容：项目总投资人民币 10265 万元，固定资金 8065 万元，流动资金 2200 万元。其中：增添设备所需资金为 6215 万元，土建及其他配套设施投资 1850 万元。新项目建成后，将年产特大型环锻件及小型精密异型环锻件合计 30000 吨的生产规模，其中特大型环锻件：年产 20000 吨；小型精密异形环锻件：年产 10000 吨。

按照 10 元/公斤计算，此次扩产，产值将增加 3 亿元，由于民品的净利润率远小于军品的净利润率，所以笔者预计净利润率在 5%~6%之间，净利润贡献为 1500 万元至 1800 万元。

三、液压整合先从自身做起，序幕即将拉开

（一）产业中心东移，打造市场竞争力

1、“3合1”的整合

1、项目名称：将原3个募集资金项目“年产6.2万台套整体液压传动装置生产线建设项目”、“成套液压系统开发及产业化项目”和“液压基础产品研发和产业化能力建设项目”，合并变更为“关键液压基础件建设（一期）项目”。

2、项目建设地点：由原建设地贵阳国家高新技术产业开发区，现拟变更为苏州相城经济开发区漕湖产业园。

3、项目实施主体：由中航力源液压股份有限公司实施，拟调整为中航力源液压（苏州）有限公司（暂定名，以工商注册为准）。

4、项目投资概算：原“年产6.2万台套整体液压传动装置生产线建设项目”总投资12,100万元，“成套液压系统开发及产业化项目”总投资2,000万元，“液压基础产品研发和产业化能力建设项目”总投资6,600万元，合计总投资20,700万元，现合并为“关键液压基础件建设（一期）项目”，项目总投资37,924万元，其中建设总投资33,315万元，铺底流动资金4,609万元。

5、资金来源：本项目总投资37,924万元，其中建设总投资33,315万元来源：募集资金20,700万元，银行借款11,898万元，建设期利息717万元由建设单位自筹资金解决；项目铺底流动资金4,609万元，由企业自筹资金解决。

6、财务评价：

本项目建设完成投产后，达产年可实现产品年营业（销售）收入47,300万元年营业（销售）税金及附加386万元，年利润总额6,829万元，年所得税1,707万元，年税后净利润5,122万元。

本项目平均总投资收益率为：13.6%，平均资本金净利润率：19.0%。

7、项目建设期：2年

笔者曾经在中报点评中提到，中航重机的液压板块的资产整合已经拉开序幕。管理层打破了原有力源液压的战略构想，将产业中心东移，提出了在苏州实施“关键液压基础件建设（一期）项目”，该项目是结合在苏州相城经济开发区漕湖产业园进行建设所需新增的征地、厂房及宿舍建设等建设内容，并经适应性调整组合而成。

对于此次战略性东移将给液压板块的发展提供了一个良好的机遇期，优点包括：

1. 有利于改善液压产品结构中过分依赖军品生存的局面。同时，利用多年来军品生产中获得的经验迅速抢占民品市场；
2. 降低了运输成本和配套成本。贵阳的发展由于受到运输等因素的制约，在市场中缺乏

足够的竞争力，限制了公司的发展；

3. 有利于快速吸引人才。贵阳的优秀人才外迁，另外，利用苏州的优势地理位置，能够有效的聚拢相关的技术人才，形成稳定的研发实力。

2、产品结构变化

此次项目调整后，新建项目主要承担通轴系列高压柱塞式液压泵和马达、成套液压系统的批生产任务，生产纲领为年产 6.925 万台（套），产值达到 47300 万元。

表 1：产品大纲

序号	产品型号、名称	年产量（台/套）	平均单价（万元）	合计价格（万元）	备注
一	工程机械				
1	小挖通轴系列液压泵	7000	0.5	3500	
2	L10V 通轴系列变量泵	30000	0.5	15000	
	L4V 轴向柱塞式斜盘结构变量泵	10000	1.5	15000	含 K3V
二	农业机械				
	农机液压传动装置（HST）系列变量泵	22000	0.4	8800	
三	成套液压系统				
	成套液压系统	250	20	5000	
	合计	69250		47300	

资料来源：公司公告

（1）融入工程机械市场

近几年，由于国内固定资产投资增速一直居高不下，使得国内工程机械的消费量节节攀升，公司将工程机械作为最直接的突破口，以期能够分享工程机械行业的发展，同时完成部分进口替代。力源公司 2015 年工程机械配套液压泵/马达目标市场与市场份额计划销售情况如下表

表 2：市场占有情况

行业	主机规划（台）	市场占有率（%）	配套数量（套）	产量（套）	产值（万元）	备注
挖掘机	160000	10	16000	16000	22700	小挖 7000 套
压实机械	35000	10	3500	7000	4550	
混凝土机械	400000	5	8000	8000	8000	
装载机	210000	20	10500	10500	5250	
合计				41500	40500	

资料来源：公司公告

（2）抢占农机市场

力源公司生产的 HST 主要用于自走式的收割机，乘坐式高速插秧机、小型拖拉机、小型装载机等领域。据行业“十一五”规划预测安排，收割机需求将达到年 12 万台，其中自走式 7 万台；插秧机目前保有量已达 11 万台，据行业预测 2007 年需求 5 万台，3 年后达 8~10 万台。至 2005 年按机插普及率 50% 计算，有 90 万台的巨大缺口。

（二）稳扎稳打，夯实原有基地

1、“胆子”其实可以大一些

1、项目名称：由“新增技改能力建设项目”变更为“高强度精密液压铸件建设项目”。

2、项目实施主体：江苏力源金河铸造有限公司，未发生变化。

3、项目建设规模及投资概算：项目总投资 23,441 万元，其中固定资产投资 19,649 万元，主要用于新建两条铸造生产线，新建机加设备 22 台，厂房及库房建设 19,542 平方米。项目建设完成后，公司铸件产量由现在的 6,000 吨增加到 30,000 吨，铸件机加工能力由目前的 2,000 吨增加到 15,000 吨。

4、资金来源：

项目总投资 23,441 万元，其中：募集资金 13,469 万元，贷款 9,000 万元，国拨资金 972 万元。原募集资金剩余 1,955 万元，仍按原计划用于购置土地及基础设施建设。

5、财务评价：

本项目完成建设投产后，达产后每年可实现产品年营业（销售）总收入 39,300 万元，年利润总额 4,222 万元，年所得税 1,055 万元，年税后净利润 3,166 万元。本项目平均总投资收益率为：17.4%，平均资本金净利润率：20.7%。

6、项目建设期：1 年。

项目建设期一年（2010 年至 2011 年），2011 年建成并通过竣工验收，2014 年达到设计生产能力。

项目建设目标使公司铸件产量由现在的 6000 吨增加到 30000 吨，铸件机加工能力由目前的 2000 吨增加到 10000 吨。

项目产能扩张与新任管理层对于公司的整体规划有关，原有结构和体系被打破之后，液压整合的力度必将超越市场预期。

四、盈利预测与评级

由于公告的项目的建设周期基本为 2 年, 所以实际上项目对于 2010 年和 2011 年的业绩影响相对较小, 预计 2012 年公告项目贡献利润将达到 1.8 亿元-2 亿元, 所以公司未来发展空间进一步提升。基于公司稳定的成长性, 并考虑公司停牌收购资产因素的影响, 维持公司买入评级, 调高公司 2010 年-2012 年每股收益至 0.513 元、0.678 元和 0.899 元。

表 3: 中航重机预测利润表

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1808.29	2860.52	4491.02	5838.32
减: 营业成本	1377.45	2204.48	3458.08	4495.51
营业税金及附加	5.45	6.30	8.08	10.51
销售费用	41.79	42.65	89.82	116.77
管理费用	217.59	311.02	449.10	583.83
财务费用	59.15	60.84	118.23	114.38
资产减值损失	4.16	24.21	14.40	14.40
加: 投资收益	66.09	81.58	85.00	85.00
营业利润	168.79	292.60	438.29	587.92
加: 其他非经营损益	22.14	13.52	13.52	13.52
利润总额	190.93	306.12	451.81	601.44
减: 所得税费用	24.44	42.12	48.42	68.17
净利润	166.49	263.99	403.39	533.27
减: 少数股东损益	-4.61	2.99	4.58	6.05
归属母公司所有者 的净利润	171.10	261.00	398.82	527.22
全面摊薄每股收益	0.220	0.335	0.513	0.678

数据来源: Wind、宏源证券研究所

表 4: 中航重机预测资产负债表

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	413.11	1448.17	290.62	495.36
应收和预付款项	800.70	1423.78	1951.11	2436.25
存货	624.95	939.79	1575.18	1882.90
其他流动资产	1.12	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	244.04	328.70	413.70	498.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	955.16	1380.79	1169.30	957.81
无形资产和开发支出	163.00	195.47	168.70	141.93
其他非流动资产	6.65	10.73	5.36	0.00
资产总计	3208.73	5727.43	5573.97	6412.95
短期借款	926.38	1563.70	0.00	0.00
应付和预收款项	876.86	1108.38	1350.59	1703.04
长期借款	125.02	112.11	112.11	112.11
其他负债	230.20	309.32	309.32	309.32
负债合计	2158.46	3093.51	1772.01	2124.46
股本	358.67	518.67	558.67	558.67
资本公积	182.97	1282.62	2042.62	2042.62
留存收益	414.08	679.00	1042.46	1522.94
归属母公司股东权益	955.72	2480.29	3643.75	4124.23
少数股东权益	94.54	153.63	158.21	164.25
股东权益合计	1050.27	2633.92	3801.96	4288.49
负债和股东权益合计	3208.73	5727.43	5573.97	6412.95

数据来源: Wind、宏源证券研究所

表 5: 中航重机预测现金流量表

现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
经营现金流	42.50	-85.28	-341.82	237.36
投资现金流	-474.78	-899.90	11.74	11.74
融资现金流	598.07	2052.32	-827.47	-44.36
现金及现金等价物净增加额	165.78	1067.14	-1157.55	204.74

数据来源: Wind、宏源证券研究所

机械（军工）行业小组简介

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。

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。

杜朴：宏源证券研究所机械行业研究员，天津大学工学硕士、管理学博士，2009年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：中国一重、二重重装、三一重工、柳工、徐工机械、安徽合力、中国南车、巨力索具。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 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。