

机械基础件

署名人: 真怡

S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

中航重机

600765

推荐

此次重组收购关注点在惠腾风电设备公司

投资要点:

- 公司公告重大重组预案: 公司拟向中航工业集团、贵航(集团)公司、惠阳螺旋桨公司、美腾风能(香港)等四家企业发行股份收购新能源投资公司 30.7%的股权, 惠腾公司 80%股权, 安吉精铸 100%股权及安大公司使用的 12 宗土地。此次发行价格不低于 15.35 元/股, 发行股份数为 1.17 亿股, 拟收购资产预估值为 17.9 亿元, 平均增值率为 44%。
- 收购资产中最受关注的就是国内风电叶片市场占有率最高的惠腾风电设备公司, 如果按此收购后, 惠腾将成为公司的全资子公司, 如果按照 08、09 年业绩, 惠腾公司每年 3 亿多净利润, 这将为公司带来 0.3-0.35 元的业绩增厚。但令人疑惑的是惠腾公司 10 年 1-8 月的亏损, 对此, 公司特地说明惠腾 1-8 月亏损是由于产品结构的因素, 且说明惠腾公司的应对方法及效果, 并预计今年年底将扭亏为盈恢复以前年度的正常状态。公司还将和几家参与增发的公司就惠腾公司实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。我们认为公司这样做是一种积极的态度, 也充分表明公司对惠腾公司的未来充满信心。
- 公司此次拟收购的这几部分业务将进一步完善公司原有产业链: 安吉精铸将使本公司锻铸板块业务更加完整, 进一步拓展铸造领域; 收购惠腾公司将较大提升公司新能源产业平台的盈利水平, 同时还将与公司及中航工业集团新能源投资、设备及配套业务直接形成协同效应。
- 如果不考虑此次重组, 我们预计 10-12 年 EPS 为 0.40、0.44、0.53 元, EPS 复合增长率约为 15%。如果考虑此次重组, 我们根据公告的历史数据, 并假设惠腾公司 10 年亏损 2500 万、11 年净利润恢复到以前平均水平的 50%、12 年与前两年平均净利润持平, 考虑股本增加, 则粗略估算 10-12 年 EPS 为 0.35、0.57、0.84 元, EPS 复合增长率约 55%。我们看好公司液压、锻铸等业务具有较好的发展前景及整合能力, 给与推荐评级, 未来 6-12 个月价格区间为 22-24 元。
- 风险因素: 需要关注惠腾风电公司业务恢复情况; 重组涉及国资委、国防科工局、商务部、董事会、股东大会及证监会等部门的审批, 其过程具有不确定性。

6-12 个月目标区间: 22-24.00 元

当前股价: 18.00 元

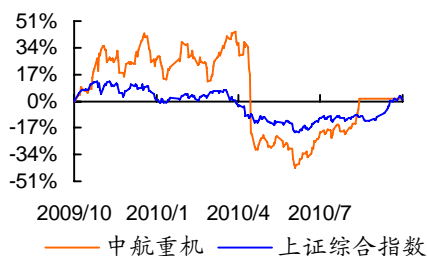
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2992.58
总股本(百万)	778
流通股本(百万)	375
流通市值(亿)	67
EPS (TTM)	0.38
每股净资产(元)	3.39
资产负债率	54.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中航重机	0.00	31.29	12.19
上证综合指数	14.60	13.63	3.18



相关报告

《中航重机-3 季报增收未增利源于投资收益大幅下降、所得税率及费用率上升》
《中航重机-两个正面因素和三个负面因素作用下的中报业绩》2010-8-12
《中航重机-锻铸、液压、新能源三大业务平台, 三个主要看点》2010-5-4

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2861	3761	4283	5075
同比(%)	19%	31%	14%	18%
归属母公司净利润(百万元)	261	314	342	416
同比(%)	19%	20%	9%	22%
毛利率(%)	22.9%	24.6%	24.5%	24.5%
ROE(%)	10.5%	11.3%	11.0%	11.8%
每股收益(元) (不考虑重组)	0.34	0.40	0.44	0.53
P/E	53.66	44.58	40.94	33.69
P/B	5.65	5.06	4.50	3.97
EV/EBITDA	30	24	21	17
每股收益(元) (考虑此次重组)	0.34	0.35	0.57	0.84

资料来源: 中投证券研究所

此次重组收购涉及：新能源投资公司30.7%的股权（其余股权均在中航重机），惠腾公司80%股权（中航重机持有其余20%股权），安吉精铸100%股权及安大公司使用的12宗土地。

安吉精铸公司是中航工业集团下属唯一一家航空专业化铸造生产企业，主要从事钛合金、铝合金、镁合金、铜合金、高温合金、合金铸铁和钢铸件的研制和生产，被国防科工局列为航空、航天工业的钛、铝精铸定点生产配套企业。安吉精铸主要为不同类型的飞机、航空发动机、机载设备、航空附件提供各类优质铸件，产品范围涵盖航空、航天、船舶、兵器、电子、汽车等领域。安吉精铸尤其擅长生产大型、薄壁、复杂的钛合金、铝合金铸件。

惠腾公司是一家专业从事风轮叶片的研发、生产和销售的高新技术企业，是国内领先的风力发电机组风轮叶片生产商。惠腾公司目前拥有不同型号的风轮叶片制造模具60多套，产量仅次于丹麦的LM，位居世界第二位；惠腾公司能够生产11个系列、30个型号的产品，叶片单机容量从600kW到3.0MW范围，叶片长度从19m到48.8m，基本上涵盖了国内市场的绝大部分需求，是国内风轮叶片种类最全、产能最大的专业化叶片生产商。产品分布在国内19个省、114个风电场，是新疆金风科技股份有限公司、华锐风电科技有限公司、上海电气风电设备有限公司、东方电气集团东方汽轮机有限公司、浙江运达风力发电工程有限公司等20多家国内风力发电机组整机制造商的叶片供应商。公司在国内市场拥有最大的市场份额，2002年至2009年一直保持国内市场占有率第一。

2010年1-8月惠腾公司亏损主要是由于公司未能及时提供2010年市场主流用于二类风区的加长型叶片，导致销售收入和利润非正常大幅下降，2010年1-8月收入仅3.56亿元，1-8月归属母公司所有者净利润为-2538万元。但凭借多年来积累的品牌优势和技术优势，公司与原有客户一直保持着良好的合作关系，通过积极采取各种措施公司已在2010年8月份后陆续向客户提供该类产品，交付各主机厂配套使用。公告中称，根据惠腾公司目前的发展态势及对主要客户的调研情况，预计今年年底公司将扭亏为盈恢复以前年度的正常状态。

表 1 拟注入资产概况

名称	收购资产账面值 (万元)	资产收购价格 (万元)	权益净利润 (万元)	09年收入 (万元)
新能源投资公司 30.7%	21,998.43	25,593.49	2,084.33	8,074.09
惠腾公司 80%	75,100.98	121,447.93	30,637.53	213,126.08
安吉精铸 100%	13,788.51	24,158.68	205.18	21,430.71
12宗土地	5,788.55	7,987.71		

资料来源：公司公告 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3872	2997	3567	4359	营业收入	2861	3761	4283	5075
现金	1476	188	214	254	营业成本	2204	2837	3232	3830
应收账款	864	917	1111	1292	营业税金及附加	6	8	9	11
其它应收款	50	66	66	90	营业费用	43	64	73	86
预付账款	261	403	565	757	管理费用	311	414	471	558
存货	940	1074	1214	1501	财务费用	61	22	57	67
其他	281	348	397	465	资产减值损失	24	11	11	11
非流动资产	1933	2098	2104	2093	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	329	329	329	329	投资净收益	82	5	18	38
固定资产	1059	1383	1492	1532	营业利润	293	410	447	549
无形资产	195	184	174	163	营业外收入	18	24	25	23
其他	351	202	110	69	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	5805	5094	5672	6452	利润总额	306	429	467	567
流动负债	2826	1806	2020	2358	所得税	42	94	103	125
短期借款	1564	678	538	953	净利润	264	334	364	442
应付账款	746	557	927	832	少数股东损益	3	20	22	27
其他	516	571	554	573	归属母公司净利润	261	314	342	416
非流动负债	346	346	346	346	EBITDA	471	577	687	825
长期借款	112	112	112	112	EPS (元) (不考虑重组)	0.34	0.40	0.44	0.53
其他	233	233	233	233	EPS (元) (考虑重组)	0.34	0.35	0.57	0.84
负债合计	3172	2152	2365	2703	主要财务比率				
少数股东权益	154	174	196	222	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	519	778	778	778	成长能力				
资本公积	1283	1023	1023	1023	营业收入	19.3%	31.5%	13.9%	18.5%
留存收益	679	967	1309	1725	营业利润	37.2%	40.1%	9.1%	22.7%
归属母公司股东权益	2480	2769	3111	3526	归属于母公司净利润	19.5%	20.4%	8.9%	21.5%
负债和股东权益	5805	5094	5672	6452	获利能力				
					毛利率	22.9%	24.6%	24.5%	24.5%
					净利率	9.1%	8.4%	8.0%	8.2%
					ROE	10.5%	11.3%	11.0%	11.8%
					ROIC	12.0%	10.4%	11.4%	11.3%
					偿债能力				
					资产负债率	54.6%	42.2%	41.7%	41.9%
					净负债比率	55.23	40.25%	30.71	42.20%
					流动比率	1.37	1.66	1.77	1.85
					速动比率	1.03	1.05	1.16	1.20
					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)	0.34	0.40	0.44	0.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.19	-0.09	0.53	-0.19
					每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.56	4.00	4.53
					估值比率				
					P/E	53.66	44.58	40.94	33.69
					P/B	5.65	5.06	4.50	3.97
					EV/EBITDA	30	24	21	17

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

真怡, 中投证券研究所机械/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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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