

深化整合，面向全球迎接挑战

买入维持

目标价格：40元

投资要点：

- 📖 锻铸件板块和液压板块呈现高速增长态势
- 📖 新能源板块整合仍然需要时间和技巧
- 📖 海外收购必将增强公司的实际竞争力
- 📖 “2+1”模式将从整体上提升公司的核心价值

报告摘要：

- 公司于2011年3月1日发布2010年业绩。2010年1-12月，公司实现营业收入41.91亿元，同比增长46.51%；营业利润3.01亿元，同比增长5.76%；归属母公司所有者净利润2.30亿元，同比减少9.57%；实现基本每股收益0.30元。公司2010年分配预案为每10股派现0.4元（含税）。
- **锻铸板块和液压板块增长迅猛。**两大锻铸件公司业务稳步增长，增速基本接近军工产业增速情况，未来将在民品市场继续拓展份额，有望实现增速上的跨越式发展。
- **收购凸显公司资本运作能力极强。**公司在2009年收购中航工业宏远公司仅付出4倍PE的价格，两家民营企业的动态市盈率也都在10倍左右，公司并购能力极强，预计惠腾的收购价格仍然不会太高。
- **海外并购成为新的方向。**作为国内锻铸、液压领域技术龙头海外并购有助夯实公司资质，拓展市场，外延式发展需求强烈
- **给予公司“买入”评级。**公司2011年至2013年盈利预测为0.433元、0.590元、0.792元；考虑到公司增发方案进行后增厚业绩为0.667元、0.828元、1.04元。

机械（军工）小组

分析师：

荀剑（S1180511010009）

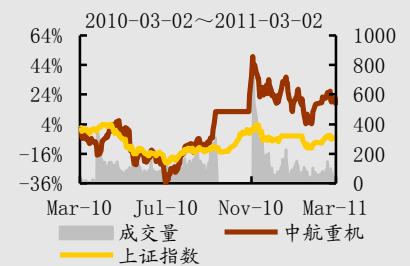
联系人：

杜朴

电话：010-88085973

Email: xunjian@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《中航重机(600765) 宏源证券 * 公司深度报告 * 中航重机: 深化整合业绩逐步释放 * 600765 * 机械行业 * 荀剑、杜朴》，2011.1
- 2 《宏源证券 * 公司研究报告 * 中航重机: 整合细化，落实到位，前景可期 * 600765 * 机械行业 * 荀剑、杜朴》，2010.10
- 3 《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

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,190.81	6,142.48	7,985.22	9,981.52
增长率(%)	46.51	46.57	30.00	25.00
归属母公司股东净利润	230.19	405.22	577.42	725.09
增长率(%)	-11.80	76.04	42.50	25.57
每股收益(EPS)	0.296	0.521	0.742	0.932
增厚每股收益 (EPS)	---	0.667	0.828	1.04

目录

事件:	3
一、锻铸板块和液压板块大幅增长.....	3
二、并购业务迅速增强公司厚度	4
(一) 低价收购凸显公司管理层眼光——体内并购	4
(二) 走出国门成为“必然”——海外并购	5
三、资金管理成为发展的重点	5
四、业务“亮点”需要耐心	6
五、评级与估值	6

插图

图 1: 2010 年销售收入构成.....	4
图 2: 净利润构成.....	4

表格

表 1: 2010 年公司主要子公司销售收入 (单位: 万元)	3
表 2: 2010 年公司主要子公司净利润 (单位: 万元)	3
表 3: 收购资产估值.....	4

事件:

公司于 2011 年 3 月 1 日发布 2010 年业绩。2010 年 1-12 月, 公司实现营业收入 41.91 亿元, 同比增长 46.51%; 营业利润 3.01 亿元, 同比增长 5.76%; 归属母公司所有者净利润 2.30 亿元, 同比减少 9.57%; 实现基本每股收益 0.30 元。公司 2010 年分配预案为每 10 股派现 0.4 元 (含税)。

一、锻铸板块和液压板块大幅增长

公司的三大业务板块中, 锻铸板块和液压板块呈现高速增长, 净利润增幅分别达到 46.85% 和 25.26%、两大锻铸件公司业务稳步增长, 增速基本接近军工产业增速情况, 未来将在民品市场继续拓展份额, 有望实现增速上的跨越式发展。2009 年公司收购的景杭和卓越在 2010 年合并财务报表, 公司营业收入实现了翻倍增长。2010 年公司成立的打通产业链的两家公司也实现了快速增长。笔者预计 2011 年公司在锻铸板块的仍然具有极强的增长性。其中, 安大和宏远的收入增速将超过 2010 年, 在 20% 以上。

表 1: 2010 年公司主要子公司销售收入 (单位: 万元)

	2009 年	2010 年	增速
安大	84,550.67	100,201.00	18.51%
宏远	106,428.02	125,170.00	17.61%
景杭	803.37	22,100.00	2650.92%
卓越	5,185.50	10,497.00	102.43%
特材	0.00	17,321.00	0.00%
上大	11,663.48	31,096.00	166.61%
力源液压	38,822.55	58,129.00	49.73%
贵州永红	21,019.32	35,138.00	67.17%
新能源	8,074.75	6,589.00	-18.40%
中航世新	31,755.14	64,428.00	102.89%

资料来源: 公司年报、宏源证券

公司主要公司净利润增速快速增长, 其中安大、宏远仍是公司净利润的主要来源, 接近公司净利润总额的七成, 随着两大锻铸件企业逐步拓展民品市场, 2011 年利润仍有望保持良性发展; 另外, 作为上游企业的特材作为有色金属的贸易商, 未来将增强公司的盈利能力, 降低成本, 作为贸易企业, 将迅速增厚公司主营业务收入。

表 2: 2010 年公司主要子公司净利润 (单位: 万元)

	2009 年	2010 年	增速
安大	7,045.64	10,250.00	45.48%
宏远	10,320.93	12,928.00	25.26%
景杭	-460.34	3,119.00	0.00%
卓越	422.11	543.00	28.64%
特材	0.00	286.00	0.00%
上大	564.79	819.00	45.01%
力源液压	4,317.87	5,045.00	16.84%

贵州永红	134.70	1,319.00	879.20%
新能源	6,434.78	296.00	-95.40%
中航世新	-284.00	-3,253.00	0.00%

资料来源：公司年报、宏源证券

2010 年中航世新的亏损超出市场预期。中航世新现有业务结构中主要有燃气轮机维修和非标件的生产两部分,随着工业标准化的逐步推行,非标准件生产的市场在逐步萎缩,公司近 2 年生产均产生一定困难,燃气轮机服务市场主要受天然气价格上升导致燃气轮机发电企业景气度下降的影响。短期看,公司主营业务所处市场环境仍未有明显改善的迹象,笔者预计未来不排除公司将通过其他渠道处置相关资产的可能。

图 1: 2010 年销售收入构成

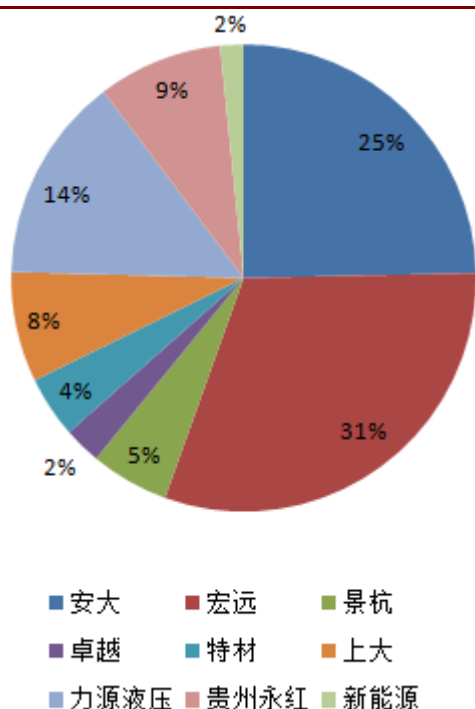
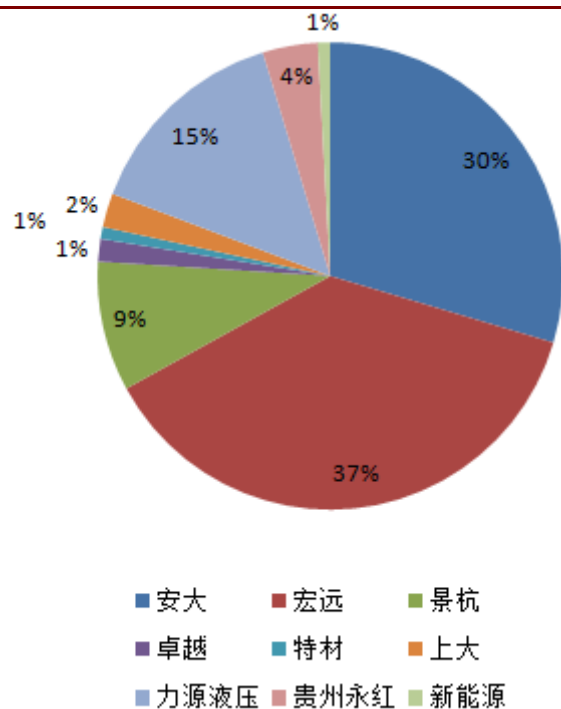


图 2: 净利润构成



资料来源：公司公告、宏源证券

资料来源：公司公告、宏源证券

二、并购业务迅速增强公司厚度

(一) 低价收购凸显公司管理层眼光——体内并购

公司在 2009 年 12 月 28 日公告,以 39,453 万元受让宏远的 100% 股权; 12 月 18 日公告,以 2000 万元持有卓越 30% 的股权,形成相对控股;以 6,680 万元持有景杭 51% 的股权。同时,三家公司利润贡献度接近 50%,净利润增速 25% 以上,新管理层在资产收购中体现的能力得以初步印证。

表 3: 收购资产估值

	2009 年 PE	2010 年 PE	净利润增速
宏远	3.82	3.05	25.26%

景杭	0	4.12	0.00%
卓越	15.79	12.27	28.64%

资料来源：公司公告、宏源证券

由于卓越仍然在整合过程中，所以 PE 值仍然较高，但是相比较市场整体情况仍然具有极强的安全边际，可见公司在收购过程中具有较强的溢价能力。公司此次增发收购中航惠腾，笔者大胆预计 2011 年动态 PE 将在 5-6 倍。这样，仅从此项指标预示中航惠腾的净利润将在 2-2.5 亿的水平。

（二）走出国门成为“必然”——海外并购

从中航工业的具体情况看，2009 年西飞国际的控股东西飞集团收购收购了奥地利 FACC 公司 91.25% 的股权，这标志着中航工业拉开了海外并购的大幕；2011 年中航通飞在美国以现金方式收购美国西锐公司 100% 的股权，西锐公司成为中航通飞的全资子公司。中航工业在未来的一段时间内将展开大规模的海外并购。在国内军机市场不断推出新机型，通飞和商飞两大民用领域逐步启动的情况下，海外并购成为中航工业迅速做大做强的重要手段之一。

中航重机在年报中披露：“公司将紧紧围绕“强技术、补短板、走出去、提效益、促发展”的总体要求，以三大业务板块为基础，以资源整合为依托，以市场营销为重点，以**资本运营尤其是海外并购为关键**，切实做好各项工作，确保完成 2011 年经营计划目标。”

海外并购也符合公司“内涵式、外延式和协同式发展相结合”的跨越式发展模式。无论从中航工业还是中航重机都面临国内成为龙头，海外市场仍未打开的局面，在内涵式增长的前提下，大量的海外并购不仅能从技术上提升公司的竞争能力，也从另外一个方面增大公司规模，符合集团“融入全球航空产业链”的要求。所以，笔者预计公司将在未来一段时间内着力进行海外并购，以期增强公司的全球影响力。

三、资金管理成为发展的重点

公司将在 2011 年对各子公司的资金以及母公司的资金管理上进行深度的细化。集中管理将增强公司的资金的整体运营效率，另外，随着公司并购重组业务的不断增加，对于资金的需求要求也逐步提升，如何有效的管理资金成为摆在管理层面前重要问题。

所以，公司在 2010 年与中航财务签署协议。公司将通过中航工业财务有限责任公司资金管理网络平台对资金实施集中管理。公司与中航财务公司签订金融服务协议；公司及子公司在中航财务公司的存款额度将确保在经董事会、股东大会批准的前提下，根据公司现状和相应的资金配比，严格控制公司在财务公司的存款余额，保证不超过公司最近一个会计年度经审计的总资产额的 5%且不超过最近一个会计年度经审计的期末货币资金总额的 50%，公司存放在中航财务公司的存款余额占其银行存款的最高比例不得超过上一年度公司从中航财务公司取得的贷款占公司贷款总额的比例；中航财务公司对公司的存款利率不低于人民银行规定的同类存款的利率，对公司的贷款利率不高于人民银行规定的同类贷款的利率，从而确保公司的资金收益不降低；中航财务公司不断拓展支付渠道，保证资金管理网络平台的安全与高效，以确保中航重机的资金支付效率。在此基础上，公司将通过加强风控的制度保障、防止大股东资金占用风险、防止资金支付风险、保障资金安

全、对资金运行状况进行实时监控等措施,防范资金集中管理的风险。这样不仅增强了公司在财务管理和财务支付上的能力,同时中航财务也为了中航重机发展的强大财务支撑。

从目前股权结构看,公司目前大股东中航工业控股比例 51.85%,公司增发注入中航惠腾等资产将增厚大股东权益,笔者预计,在此次增发后,公司有望通过定向增发募集资金收购资产,外延式增长将迅速做大公司。

四、业务“亮点”需要耐心

公司作为高端装备制造业公司,从订单到兑现业绩需要较长时间,同时,制造业对于固定资产投资要求较高,所以较难呈现短期爆发性的增长的态势,但是从目前看,公司能够保持较为稳定的高速增长在机械和军工板块仍难能可贵,所以公司属于可以长期持有的高端装备制造业公司。

公司在技术发展和产业规划领域都进行了卓有建树的战略布局,形成以“沈阳+深圳”两地为中心的孵化基地,加“产学研”互相促进的局面。另外,安吉精铸、中航沈阳先进制造、中航世新燃气轮机等精品公司成为公司未来“内延式”增长的支柱。

五、评级与估值

公司 2011 年将面临资产整合进一步深入的局面,同时,实际上由于新任管理层在 2010 年彻底组建完成,2011 年将成为公司快速发展的 1 年;增发方案将在 2011 年上半年继续进行,公司业绩增厚将成为大概率事件;2011 年公司进入海外并购阶段,公司快速增长仍将维持 2-3 年。

公司 2011 年至 2013 年盈利预测为 0.433 元、0.590 元、0.792 元;考虑到公司增发方案进行后增厚业绩为 0.667 元、0.828 元、1.04 元,给予公司“买入”评级。

表 4: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4190.81	6142.48	7985.22	9981.52
增长率(%)	46.51%	46.57%	30.00%	25.00%
归属母公司股东净利润	230.19	337.15	459.11	615.84
增长率(%)	-11.80%	46.47%	36.17%	34.14%
每股收益(EPS)	0.296	0.433	0.590	0.792
每股股利(DPS)	0.033	0.055	0.074	0.100
每股经营现金流	0.057	-0.187	0.150	0.033
销售毛利率	24.16%	23.50%	23.50%	24.00%
销售净利率	6.03%	6.03%	6.31%	6.77%
净资产收益率(ROE)	8.34%	11.04%	13.29%	15.43%
投入资本回报率(ROIC)	12.23%	14.38%	13.75%	16.63%
市盈率(P/E)	64.79	44.24	32.49	24.22
市净率(P/B)	5.41	4.89	4.32	3.74
股息率(分红/股价)	0.002	0.003	0.004	0.005

表 5: 利润表

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2860.52	4190.81	6142.48	7985.22
减: 营业成本	2204.48	3178.18	4698.99	6108.69
营业税金及附加	6.30	6.95	10.18	13.24
销售费用	42.65	97.86	143.44	186.47
管理费用	311.02	460.72	675.28	877.87
财务费用	60.84	98.01	150.47	171.56
资产减值损失	24.21	57.59	28.65	28.65
其他经营收益	81.58	9.87	0.00	0.00
营业利润	292.60	301.37	435.46	598.74
加: 其他经营损益	13.52	15.93	15.93	15.93
利润总额	306.12	317.30	451.38	614.67
减: 所得税费用	42.12	64.59	81.25	110.64
净利润	263.99	252.71	370.13	504.03
减: 少数股东损益	2.99	22.52	32.98	44.91
归属母公司所有者的净利润				
润	261.00	230.19	337.15	459.11
全面摊薄每股收益	0.335	0.296	0.433	0.590

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。从事证券工作行业3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

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。