

航空重机整合平台，军工制造基础行业

- **中航集团将力源液压定位为集团航空重机资产的整合平台，是军工制造的基础行业。**2007年，公司增发注入了原一航集团的重机资产，形成了液压件、锻造、散热器、燃气轮机四大业务板块，确立了航空重机资产整合平台的地位。目前公司已步入二次增发注入资产和技改扩产阶段，随着一二航的合并成中航工业集团，力源液压将获得更广阔的资产整合空间。
- **宏观经济下滑的情况下，军品业务将成为公司业绩亮点。**力源液压涉足的锻造、散热器和液压件均拥有广阔军品市场，公司在航空领域市场占有率很高。未来随着我国三代战机的批量列装和新式空军装备的研制，公司军品业务2009年增长情况良好，总体增长在20%左右，特别是新增部分很大比例来自于新品订单，这预示着公司军品业务增长周期还很长。
- **锻造业务立足高端航空和军工市场，产品供不应求。**公司现有锻造业务90%是军品，主要用于航空发动机，受益三代机配套发动机列装，公司2009年军品将保持不低于20%的增长。高端航空锻件目前仅有西欧、美国、俄罗斯、中国等少数国家可以生产。目前向发展中国家特别是中国转移的趋势明显。受这一趋势影响，公司民品处于供不应求的阶段，目前市场重点放在民用航空发动机。燃气轮机、风电等，公司现在已经与国际最主要的整机制造商（R&R、GE、Timken）进行了合作。
- **风电和燃气轮机等能源业务受益行业成长。**公司通过收购中国燃机动力，获得惠腾风电20%的控股权。惠腾风电是全球第二、我国最大的风力叶片制造企业，占国内市场份额的47%，惠腾2007年净利润3.1亿元，4年中增长了30倍。受益于国内风电市场的发展和公司的核心竞争力，惠腾未来的业绩还将保持快速增长。公司的燃气轮机业务主要通过将燃机成套设备制造、工程施工、运营维护、燃机电厂股权投资相结合的模式。与传统集中式能源相比，燃机作为分布式能源的代表，随着天然气发电和高炉、焦炉煤气发电的推广，以及国家对能源安全的重视，具有广阔的空间。
- **液压件配套广泛，拥有巨大替代进口空间。**公司原有存量业务虽有下滑，但是军品业务增长稳定，小型挖掘机将成为新增长点，国内市场70%的进口替代空间巨大。公司之前主要是受限于产能有限并没有全力争取市场订单，目前的市场情况下，公司业务具有较大的灵活性。二次增发技改扩产和收购资产后，公司将向整体液压传动装置与系统开发领域拓展。
- **散热器处于技术项目储备期，未来有爆发性增长机会。**公司散热器收入中军工航空配套占25%、风电占34%，其中贵州永红目前主要做高端散热器，是国内极少数可以出口的企业，且客户均是全球行业中顶级客户。完成增发技改和收购后，公司产能有望从现有的3亿元扩大到15亿元。散热器采购和制造向中国转移趋势明显，一旦市场形势转暖，永红公司仍将有较好的发展前景。
- **预计公司2008年、2009年EPS分别为0.41元和0.53元，维持“增持”评级。**具体请参考我们即将推出的力源液压深度研究报告

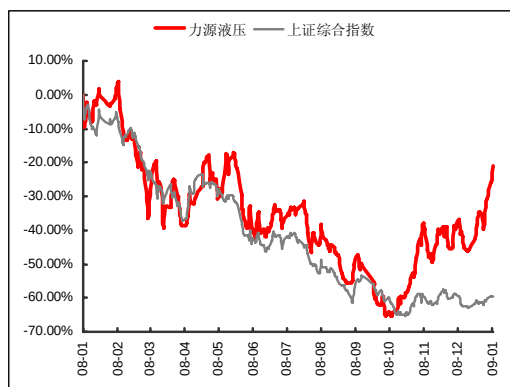


东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚	军工及电子行业首席分析师 8621×63325888 × 6096 chengang@orientsec.com.cn
周凤武	机械行业资深分析师 8621×63325888 × 6100 zhoufw@orientsec.com.cn
王天一	军工行业助理分析师 8621×63325888 × 6126 wangtianyi@orientsec.com.cn

行业评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009年2月2日)	16.19元
总股本/A股 (万股)	35867/35867
国家/地区	中国
行业	军工
报告日期	2009年2月3日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	30.8	121.1	-20.9
相对表现 (%)	32.2	120.7	39.9

资料来源: WIND

财务预测				
	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1426	1611	1778	2172
净利润 (百万)	112	148	289	380
每股收益 (元)	0.60	0.41	0.53	0.70
市盈率 (X)	27.2	39.7	30.7	23.3

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

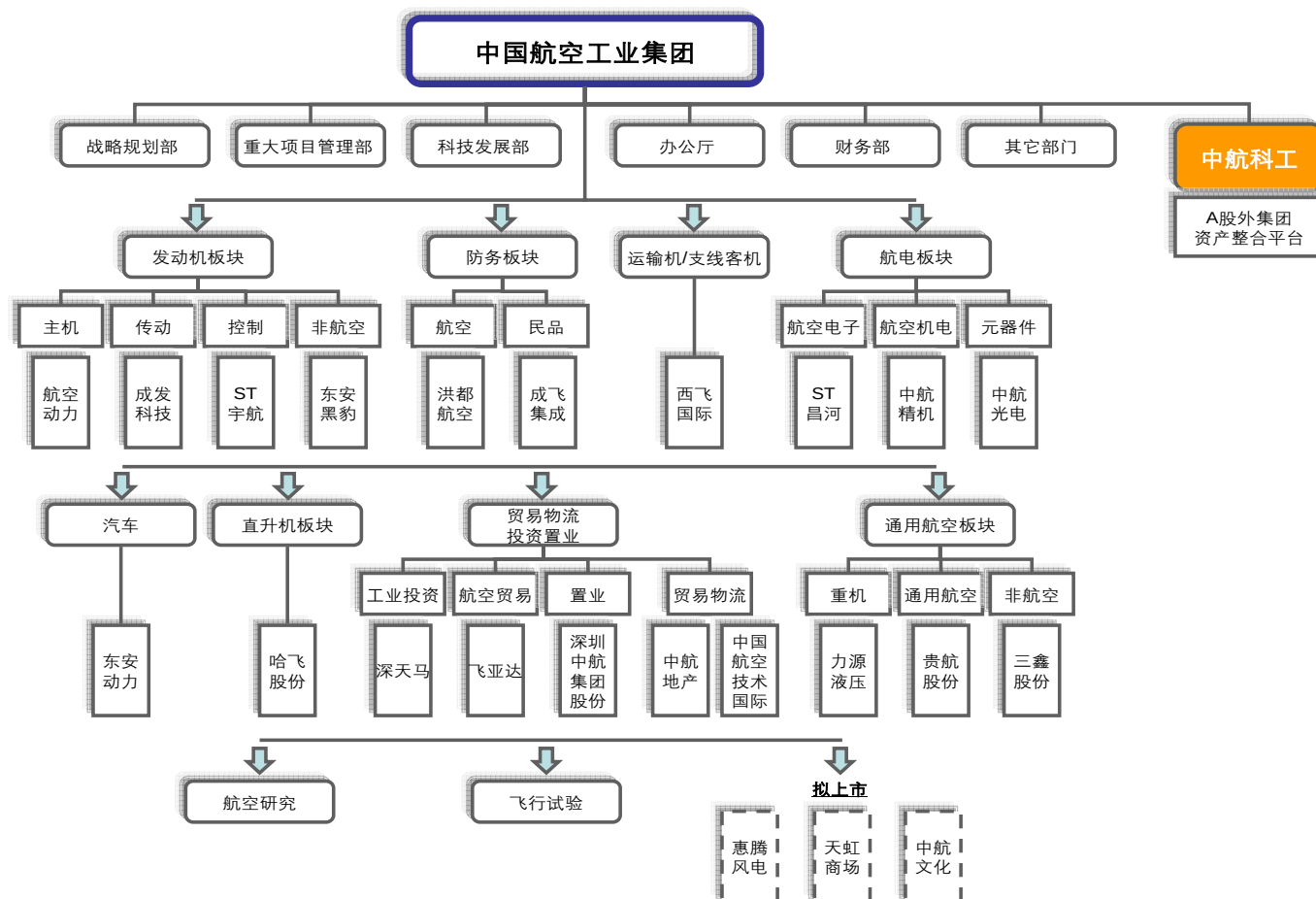
敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：力源液压盈利预测

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2007	2008E	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
营业总收入	1426.59	1611.02	1778.65	2172.80	税后利润	107.56	147.18	274.95	362.85
营业成本	1026.19	1164.00	1282.55	1579.78	经常性现金支出	99.13	159.33	195.12	215.40
主营业务税金及附加	6.42	7.44	7.83	9.76	非经常性现金支出	(1.54)	8.35	(90.92)	(108.93)
销售费用	49.06	40.28	44.47	54.32	营运资金变动	(110.70)	(29.27)	24.67	(74.73)
管理费用	175.18	185.27	186.76	217.28	少数股东损益	4.87	0.87	14.29	17.92
财务费用	31.56	29.57	5.82	(30.00)	经营活动现金净流	99.32	286.46	418.12	412.50
营业利润	138.19	184.47	251.23	341.66	资本开支	56.16	340.43	188.65	86.16
非经常性损益	(8.98)	(10.29)	89.05	106.30	其他投资	(5.45)	0.60	0.00	0.00
税前利润	129.21	174.18	340.29	447.96	投资活动现金净流	(57.04)	(339.83)	(88.65)	33.84
所得税	16.78	26.13	51.04	67.19	贷款增加	46.44	(12.26)	(11.03)	(9.93)
净利润	112.43	148.05	289.24	380.76	支付股利利息	(38.45)	(32.61)	(51.41)	(96.05)
少数股东损益	4.87	0.87	14.29	17.92	其他融资	110.77	0.49	(8.17)	(8.58)
归属母公司净利润	107.56	147.18	274.95	362.85	筹资活动现金净流	72.83	285.00	1429.39	(114.56)
EPS (元/股)	0.60	0.41	0.53	0.70	现金净流量	115.11	231.63	1758.86	331.78
资产负债表 (人民币百万元)					现金期初余额	219.45	339.36	570.99	2329.85
	2007	2008E	2009E	2010E	现金期末余额	334.56	570.99	2329.85	2661.62
货币资金	339.36	570.99	2329.85	2661.62	比率分析				
应收账款票据	511.16	553.59	581.98	683.86		2007	2008E	2009E	2010E
存货	462.71	510.42	539.09	628.00	增长能力				
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率(%)	41.30%	12.93%	10.41%	22.16%
流动资产合计	1385.07	1752.53	3567.14	4097.73	EBITDA增长率(%)	35.16%	39.97%	21.60%	18.81%
长期投资	35.00	35.00	35.00	35.00	EBIT增长率(%)	49.48%	26.09%	20.10%	21.24%
固定资产	543.24	533.18	657.98	713.36	净利润增长率(%)	43.73%	31.69%	95.37%	31.64%
在建工程	127.17	325.43	265.09	153.02	盈利能力				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	28.07%	27.75%	27.89%	27.29%
非流动资产合计	797.06	1023.05	1080.57	1015.66	净利率(%)	7.88%	9.19%	16.26%	17.52%
资产总计	2182.13	2775.59	4647.70	5113.39	EBITDA利润率(%)	15.83%	19.62%	21.61%	21.02%
循环借款	421.14	750.52	750.52	750.52	ROA(%)	5.15%	5.33%	6.22%	7.45%
应付账款	272.15	315.61	336.93	395.40	ROE(%)	11.91%	13.88%	10.26%	12.21%
预收账款	56.55	65.24	73.23	88.41	ROIC(%)	12.66%	10.51%	11.43%	12.18%
其他应付款	36.05	64.55	114.38	144.01	偿债能力				
流动负债合计	980.39	1463.16	1595.36	1769.94	资产负债率(%)	56.74%	61.56%	39.37%	39.01%
非流动负债合计	257.84	245.58	234.55	224.61	流动比率(倍)	1.41	1.20	2.24	2.32
负债合计	1238.23	1708.74	1829.91	1994.55	速动比率(倍)	0.87	0.77	1.83	1.89
股本	179.33	358.67	518.67	518.67	价值评估				
资本公积	435.48	285.58	1680.58	1753.14	P/B(倍)	2.10	3.69	1.96	1.77
未分配利润	232.92	318.20	486.13	678.54	P/E(倍)	34.48	25.20	19.51	14.78
股东权益	943.90	1066.84	2817.80	3118.84	EV/收入(倍)	1.44	2.48	2.18	1.63
负债和股东权益	2182.13	2775.59	4647.70	5113.39	EV/EBITDA(倍)	9.12	12.65	10.10	7.75
					EV/EBIT(倍)	12.13	18.68	15.11	11.36

资料来源：东方证券研究所

附图：中航工业集团下属上市公司的定位（具体详见《大整合、大重组——中国航空工业集团资本运作分析》09/01/13）



来源：东方证券研究所整理

附件：我们近期的军工行业报告

- 1、《新中航，新希望——中国航空工业集体公司成立》 08/11/13
- 2、《安得倚天抽宝剑——从珠海航展看军工行业》 08/11/17
- 3、《星光灿烂——中国卫星深度研究报告》 08/11/18
- 4、《珠海论剑之一：陆军撒手锏——远程制导火箭炮》 08/11/19
- 5、《珠海论剑之二：勇敢的心——航空发动机》 08/11/20
- 6、《珠海论剑之三：飞行摇篮——教练机》 08/11/21
- 7、《珠海论剑之四：ARJ21——大飞机的关键一步》 08/12/02
- 8、《乱世的刀与四万亿的蛋糕——军工行业点评》 08/12/04
- 9、《珠海论剑之五：空中轻骑兵——直升机》 08/12/05
- 10、《珠海论剑之六：战神之眸——光电防务系统》 08/12/11
- 11、《幸运而能干——中航光电深度研究报告》 08/12/15
- 12、《红旗飘飘的舰队——军工行业点评》 08/12/19
- 13、《抗周期的优质品种——中航光电调研报告》 09/01/06
- 14、《大整合、大重组——中国航空工业集团资本运作分析》 09/01/13
- 15、《重装上阵，谁与争锋——2009 年军工行业策略报告》 09/01/15
- 16、《军工行业动态点评》 09/01/21
- 17、《向共和国致敬——建国 60 周年阅兵》 09/1/23
- 18、《哈飞股份参与空客 A350 项目点评》 09/02/02
- 19、《但使龙城飞将在——〈2008 年中国的国防〉白皮书点评》（即将出版）

分析师承诺

陈 刚：军工&电子行业首席分析师

王天一：军工行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn