

2009 年 11 月 10 日

A
未有评级

600765.SS – 人民币 18.89

许民乐, CFA

+86 21 6860 4866 (8589)

minle.xu@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	76	32	3	120
相对新华富时A50 指数(%)	(5)	23	6	31

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	518.7
流通股 (%)	17.3
流通股市值 (人民币 百万)	1,695.0
3个月日均交易额 (人民币 百万)	63
净负债比率 (%)	61.7
主要股东 (%)	
贵州金江航空液压	30

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中航重机

航空装备制造+新能源投资

中航重机是中航工业旗下航空装备制造和新能源平台，包括航空锻件、液压件、散热器、燃气轮机和新能源投资等五大业务。公司航空锻件以军品为主，液压件、散热器和燃气轮机则军民结合，以民品为主。公司的新能源投资实行以燃机公司为投资主体，世新燃机为总承制造和以燃气轮机技术为依托的一体化模式，目前涉及风电、垃圾发电、燃气发电等新能源领域。公司控股股东中航集团实力强大，其对公司的支持是公司未来持续发展的基础。

主要发现

- 公司的航空锻件以军品为主，受宏观经济波动影响较小，而液压件、散热器、燃气轮机等业务以民品为主，受到金融危机的影响，09 年业务出现了不同程度的下滑，2010 年后随着全球经济的回暖，民品业务有望回升。
- 公司新能源投资以燃机公司为平台，开展以风力发电、垃圾发电、燃机发电为代表的新能源投资业务，同时依托世新燃机的燃气轮机技术和项目总承能力，以提高上下游一体的盈利能力。
- 公司定位于中航工业集团航空装备制造和新能源的平台，为公司未来的资产注入和外延式扩张提供了广阔的空间。
- 公司 09-11 年的每股收益预测分别为 0.37、0.43 和 0.49 元，对应的市盈率分别为 51、45 和 39 倍，相比军工行业整体估值，处于平均水平。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	1,427	1,808	1,766	2,115	2,450
变动 (%)	41	27	(2)	20	16
净利润 (人民币 百万)	108	171	193	221	253
全面摊薄股数 (百万)	179	359	519	519	519
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.600	0.477	0.373	0.427	0.488
变动 (%)	(16)	(20)	(22)	14	14
市盈率 (倍)	32.0	40.2	51.4	45.0	39.3
每股现金流量 (人民币)	0.554	(0.046)	0.195	0.042	0.474
价格/每股现金流量 (倍)	34.6	(413.2)	98.5	454.7	40.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	45.1	39.0	44.8	38.3	31.9
每股股息 (人民币)	0.292	0.086	0.093	0.107	0.122
股息率 (%)	1.5	0.4	0.5	0.6	0.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

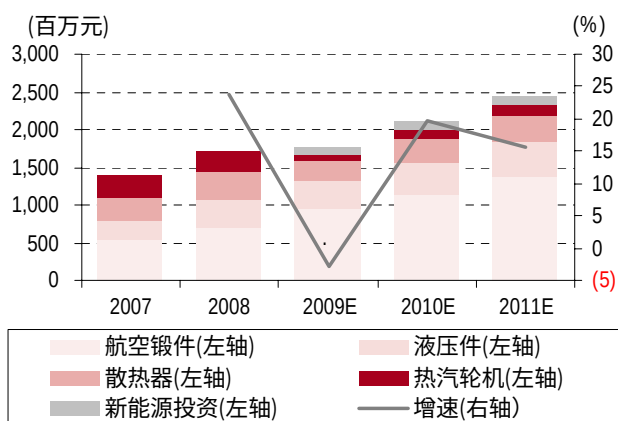
买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司背景

中航重机前身是力源液压，主要产品是中小型液压件。在 2007 和 2009 年 2 次向贵航和中航集团定向增发，实现了业务的横向整合，收购了贵航集团的安大公司、金江公司、金河公司和永红公司，以及中航集团的世新燃机和中航燃机公司。公司主营业务从单一的液压件变成航空锻件、液压件、散热器、燃气轮机和新能源投资五大主业。中航重机定位为中国航空工业集团旗下的航空装备制造平台和新能源投资平台。

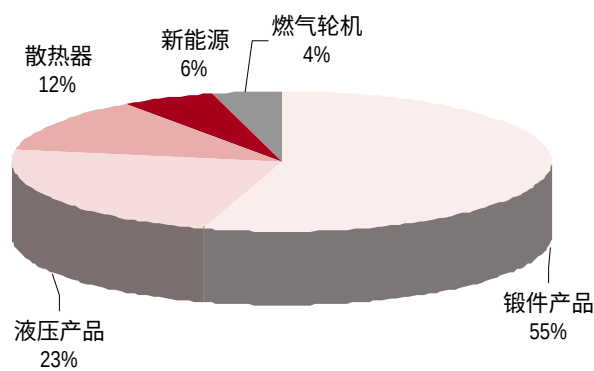
中航重机的航空锻件以军品为主，液压件、散热器和燃气轮机为军民结合，以民为主的产品。公司的新能源投资实行以燃机动力公司为主体，世新燃机为总承制造和以燃气轮机技术为依托的一体化模式，进行风电、垃圾发电、燃气发电等领域的投资。目前在建和已建成的新能源项目包括：成都成都金堂燃气电厂、包头百灵庙风电场以及南充垃圾发电厂。

图表 2. 公司主营业务及增速



资料来源：公司数据

图表 3. 公司主营收入结构（2009 年中期）



资料来源：公司数据

航空锻件

公司锻件业务的生产主体是安大公司，安大的环形锻件业务市场占有率国内行业第一，基本为军品。公司锻件产品目前在航空市场占的份额约为 65%，其它军工行业如航天，兵器、大型燃气轮机、船舶、市场占有率约 20%。目前公司锻件军品业务占 90%左右，出口占锻件收入的 10%左右。

由于飞机对锻件要求高，基本由中航旗下的公司垄断，随着近年来空军歼 10、轰七等机型的大规模列装，航空锻造件业务迎来了高速发展期，2009 年上半年，锻件业务实现了 36% 的同比增长。由于公司下游需求主要为军品，未来需求将保持稳定增长，未来受经济波动影响较小。

液压件

液压件是原来力源液压的主业，重组后收购了金河铸造和金江公司，液压件业务成立力源液压股份公司，由中航重机全资控股。

公司是国内实力最强、规模最大的民用高压柱塞液压泵/马达科研、制造基地，广泛为国内外工程机械、建筑机械、矿山机械、冶金机械、船舶机械、工业机械、铁路机车、军用车辆和舰船等行业的液压系统提供配套，在国内同行业的市场覆盖面和占有率居于领先地位。同时公司为航空领域 90% 以上的军品配套，还为航天领域的长征运载火箭、导弹和载人航天飞行器等液压伺服系统配套。目前公司出口液压件占液压业务收入的 10% 左右，而军品业务占 30% 左右。

国内液压技术总体落后，需要依赖进口。公司目前也只能做中小型的液压件，但是考虑到工程机械大型化的市场发展趋势，公司在大型液压件研制方面相比国际还有差距。受金融危机影响，09 年公司液压件业务受到了较大的冲击。

散热器

目前公司的散热器业务除航空航天外，主要是工程机械、空压机和风力发电。公司目前散热器军品占销售收入的 20% 左右，而民品散热器主要出口，比例高达到 80% 左右，受全球金融危机影响，海外订单大幅下滑，散热器成为 09 年公司下滑最快的业务之一，收入同比下降近 50%。2010 有望恢复，公司同时也在积极开拓国内市场，争取摆脱对出口市场的过度依赖。

燃气轮机

燃气轮机主要用于燃气发电，在石化工业，钢铁焦化余热发电，等民品领域，其技术主要是航空发动机在地面发电领域的应用。

公司主要从事燃气轮机业务的主体是中航世新燃机，主要业务包括燃机及系统集成、总包、售后服务等，而燃机的核心机的制造主要依托西航，沈阳黎明以及国外的 GE 等航空发动机制造企业。08 年钢铁石化等企业盈利恶化等因素影响，09 年上半年燃气轮机业务大幅萎缩超过 6 成。

新能源投资

公司是中航工业发展新能源产业的重要平台。公司进行新能源投资的主体是中航燃机动力公司。基于对新能源投资的发展定位，全资子公司燃机公司未来将定位于新能源投资平台，大力开展以风力发电、垃圾发电、燃机发电为代表的新能源投资业务，同时依托世新燃机的技术和项目总承能力，以进一步提高上下游一体盈利能力。

风力发电：2009 年 5 月，燃机公司收购金州（包头）可再生能源有限公司 100% 股权，进入风力发电投资领域，金州能源拥有的包头百灵庙风电场将成为燃机公司，同时也是中航工业投建的第一个风力发电项目。

垃圾发电：2009 年 10 月，燃机公司中标南充市垃圾焚烧发电厂 BOT 项目，该项目尚需四川省发展与改革委员会核准。本项目建设规模 1,200 吨/日，分两期建设，一期 800 吨/日，二期建成后达到 1,200 吨/日，项目特许经营期为 27 年（含建设期）；垃圾处理补贴费为 83 元/吨，预计项目一期投资 42,087 万元，二期投资 7,412 万元；该项目中标内容为南充市垃圾焚烧发电厂的投资、融资、建设及运营。

风电设备：燃机公司持有保定惠腾 20% 的股权，保定惠腾是国内最大的风电叶片生产企业，是国内风电设备龙头金风科技的主要供应商。09 年前 3 季度惠腾实现净利润 3.58 亿，为中航重机贡献了 7,200 万的投资收益。目前惠腾正积极准备 IPO，明年有望登陆中小板或创业板。

中航装备制造和新能源的平台

中航重机打破了原来向单一股东和单一业务整合的传统模式，实现了以贵航集团资产为基础，中航工业旗下相关资产的横向整合，是中航工业资本运作的一项创新。公司定位于航空装备制造和新能源的平台，为公司未来的资产收购和外延式扩张提供了广阔的空间。短期内，集团的铸锻件相关业务陕西宏远铸锻件公司和安大的航空锻件业务形成同业竞争，公司有望通过收购来解决。

盈利预测

图表 4.业务收入预测

(单位：百万人民币)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
航空锻件	544	701	946	1,135	1,362
液压件	245	370	388	427	470
散热器	302	374	243	316	348
热汽轮机	304	282	99	128	141
新能源投资			90	108	130
合计	1,395	1,726	1,766	2,115	2,450

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.主要产品毛利率

%	2007	2008	2009E	2010E	2011E
航空锻件	31.8	23.1	25.0	25.0	25.0
液压件	36.2	32.0	28.0	27.0	27.0
散热器	25.8	22.2	28.0	27.0	27.0
热汽轮机	20.2	17.7	17.0	17.0	17.0
新能源投资	-	-	28.9	28.0	28.0
合计	28.7	24.0	25.8	25.4	25.4

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.利润表预测

(单位：百万人民币)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,427	1,808	1,766	2,115	2,450
营业成本	(1,026)	(1,377)	(1,310)	(1,578)	(1,829)
营业税金及附加	(6)	(5)	(5)	(6)	(7)
销售费用	(49)	(42)	(33)	(54)	(55)
管理费用	(175)	(218)	(240)	(267)	(312)
财务费用	(32)	(59)	(52)	(57)	(53)
资产减值损失	(15)	(4)	(1)	(2)	(3)
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	66	85	95	95
营业利润	124	169	209	245	286
营业外收入	7	30	17	17	17
营业外支出	(2)	(8)	(3)	(4)	(4)
税前利润	129	191	223	258	299
所得税	(17)	(24)	(29)	(36)	(45)
净利润	112	166	194	222	254
少数股东损益	(5)	5	(1)	(1)	(1)
归属于母公司所有者的净利润	108	171	193	221	253
每股收益	0.60	0.48	0.37	0.43	0.49

资料来源：中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371