

中航重机(600765)调研报告

不识“重机”真面目，只缘身在“整合”中

推荐

首次评级

工业/通用机械

2010年1月10日

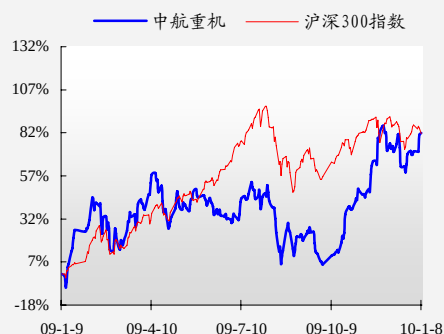
投资要点:

- 中航重机是中航工业旗下上市公司之一，前身为贵航工业集团持有的“力源液压”。在通过两次收购之后，基本上完成了对中航工业内部锻造资产的收购，成为中航工业锻造资产的整合平台。
- 公司未来发展将围绕**锻铸件+液压产品+能源类产品**三大业务板块，产品面向中航工业为主的一线主流制造商，从经营范围上完全脱离了“通飞”等狭隘的概念，成为中航工业旗下三大基础业务的整合平台。三项业务相互独立，但是有成为彼此发展支撑，形成较为稳定产业模式。
- 公司现有业务中军品占比较高，锻造类占比接近80%，液压件占比超过一半，公司现有产能尚无法完全满足军品生产需求，未来军品增长有望超过15%的行业平均增速。同时，技术上的高端优势与巨大市场占有率为公司进入民品市场提供了强大的市场张力。
- 公司在完成锻造资产的内部整合后，逐步开始对集团外部相关资产进行收购，调成产品结构；液压资产将成为公司2010年整合的主要方向。
- 快速发展消耗大量的现金流，公司通过四大渠道获得补充，也为公司的大力扩张提供了有利支撑，现金流的管理将成为标识公司成长的重要风向标。
- 预计公司2009、2010、2011年EPS分别为0.64元、0.83元和1.04元，PE为36、28、22倍的估值，作为中航工业重机资产整合平台，公司未来将面临巨大的发展空间，给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	180,829	26.76	17,110	59.08	0.48		43.71	
2009E	266,127	47.17	22,749	32.96	0.64		36.72	
2010E	341,598	28.36	29,760	30.82	0.83		28.31	
2011E	413,330	21.00	37,111	24.70	1.04		22.60	

走势图



市场数据

2010-1-8

收盘价:	23.50 元
52 周最高价:	24.99 元
52 周最低价:	11.66 元
平均持仓成本:	22.47 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	51,867
流通A股(万股):	51,867
每股收益(元):	0.26
每股净资产(元):	5.16
每股经营现金流(元):	(0.31)
市净率:	4.55

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6337 3202

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

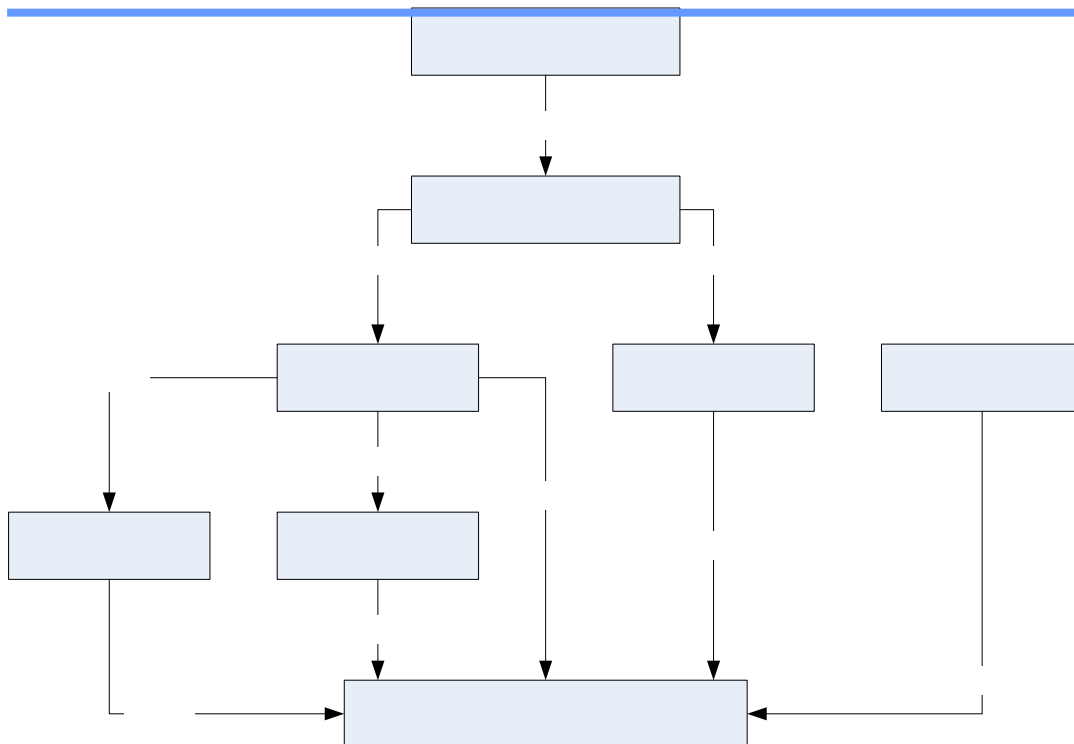
由于“中航重机”的前身“力源液压”隶属于贵航集团，在中航工业进行业务板块划分时，市场普遍预期中航重机归属于“通飞板块”，将成为中航工业重机业务的整合平台。但是，我们认为应该跳出“通飞板块”的业务领域划分，脱离开中航工业自上而下的资产注入和整合的思路，自下而上考量上市公司的发展逻辑和模式，中航重机不仅将成为中航工业整体的重机业务整合平台，更将引领航空锻造和液压业务的发展方向，成为中航工业资本运作模式探索的旗舰。

1. 公司概况

1.1. 历史沿革

2009 年 7 月 15 日，经股东大会决议通过将公司名称由“力源液压股份有限公司”变更为“中航重机股份有限公司”（简称：中航重机）。中航重机是由中国贵航集团贵阳航空液压件厂（2000 年改制为贵州金江航空液压有限责任公司，以下简称“金江公司”）独家发起募集设立的股份有限公司。公司设立时总股本为 5110 万股，其中贵阳航空液压件厂认购 3610 万股，其余 1500 万股（含公司职工股 150 万股）以 5.80 元的发行价向社会公众募集。1996 年 11 月 6 日，公司 A 股股票在上海证券交易所挂牌交易，股票简称为力源液压，股票代码为 600765。历经 1997 年股本转增、1998 年配股、2006 年股权分置改革和定向回购、2007 年定向增发、2008 年股本转增和 2009 年非公开增发，总股本为 5.19 亿股，其中流通 A 股为 8970 万股，占总股本的 17.29%。

图表 1. 中航重机股权结构图



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

目前，公司的实际控制人为中航工业集团公司，占比 51.85%。

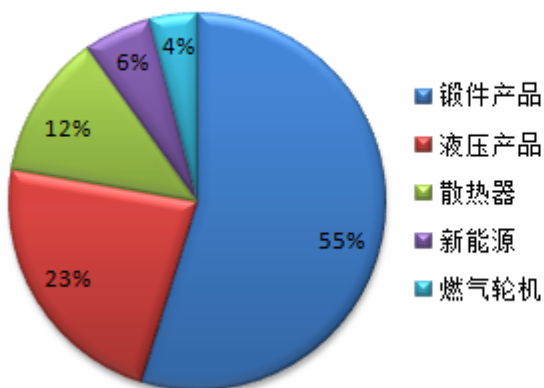
1.2. 业务结构与经营状况

公司现有主营业务包括军民共用液压件、军民共用锻铸件、军民共用散热器、燃气

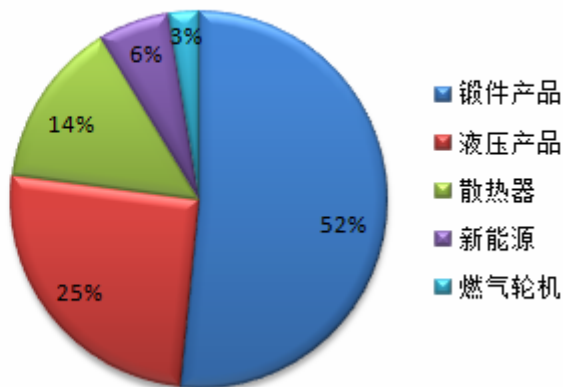
轮机成套制造和服务以及新能源等几大领域，其中，锻铸件已经占据公司营业收入和净利润的半壁江山，公司近日参与山西宏远锻造厂的 100% 股权竞拍活动，一旦竞拍成功将进一步改变公司现有的产品结构布局，锻铸件整合平台的效应可见一般；作为公司曾经主打的液压产品虽然占比下降，但是发展势头依然迅猛，将成为公司未来新的资产整合领域；能源类产品也将成为公司未来的发展方向之一。

图表 2. 2009 年中报中航重机销售收入和净利润结构图

2009 年销售收入结构图



2009 年净利润结构图



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图表 3. 公司未来发展领域



资料来源：东北证券金融与产业研究所

所以，我们预计公司未来将形成**锻铸件+液压产品+能源类产品**三大业务板块，产品面向中航工业为主的一线主流制造商，从经营范围上完全脱离了“通飞”等狭隘的概念，成为中航工业旗下三大基础业务的整合平台。

2. 行业机遇与发展态势

2.1. 锻造领域

(1) 基础性零部件需求广泛

金属锻造业务是装备制造业得以发展的基础之一。国家已经将装备制造业的水平升级提升到国家战略地位，中高端锻铸件制造能力不足是制约这种升级的瓶颈之一，如何能够在基础零部件的制造水平上形成突破，对于国家装备制造业整体发展具有举足轻重的作用。锻件制造业，特别是大型锻件制造业，如核电、超临界和联合循环发电、海上平台、高速列车、航空航天、低速曲轴等锻件制造，技术含量高，既是国家装备制造业的基础行业，是国家独立建设的命脉行业，也是关系到国家安全和国家经济命脉不可或缺的战略行业，其发展水平已成为衡量一个国家综合国力的重要标志。

图表 4. 锻造行业发展方向

项 目	内 容
发展趋势	国际：自动化、高速化、复合化、数字化 国内：数控化、精度化、专业化、冷温、热模锻自动线、新材料、新工艺等方向
市场分布	主要市场份额分布在美国、西欧、俄罗斯、乌克兰和中国等国家和地区
应用领域	航空航天、船舶、工程机械、农业机械、电力设备、冶金矿山等重型机械、石油化工、汽车、兵器、铁路设备、纺织机械等

资料来源：东北证券金融与产业研究所

未来锻件在国民经济瓶颈行业相关的设备制造发展空间较大。石油化工设备、煤矿采掘设备、水电设备、发电设备、铁路设备、清洁能源设备、管道运输设备等近五年皆以 10%-40% 的速度飞速增长，以电力、铁路行业为例，“十一五”期间年均投资额分别将达到 2,400 和 2,000 亿元，投资需求的快速扩张将对锻件特别是大型铸锻件有较大需求。国家重点支持的行业将较快发展，包括清洁能源、节能环保、船舶、航空航天等，发展潜力巨大。

(2) 航空锻件需求巨大

航空锻铸件由于其较高的安全性要求，所以处在锻铸件产品的高端。国内的需求主要包括两大类：1) 军机；2) 民机。从目前看军机在无特大事件前提下，现有市场规模在 15 亿~20 亿每年，整体的保持年均 10%~15% 的增速，需求较为稳定；民机需求将是拉动中国航空制造业未来 20 年发展的主要动力。现有的民机产品主要包括：ARJ21 系列、新舟 60 系列以及未来的 C919 系列。

无论整机制造，还是发动机等关键零部件的制造，锻造工艺都具有较高的占比，所以锻铸件的成长将直接分享航空制造业的发展。随着国内航空锻造业水平的提升，已经逐步开始替代进口高端锻铸件；同时，作为航空制造业将成为引领中国制造业发展的旗

舰，其高端的技术和巨大的市场需求将为锻造业自身的发展提供了强大的提升力。根据空客的预测未来 20 年，中国将成为仅次于美国的全球第二大航空飞行器的需求国，总需求量达到 3272 架，市场容量超过 4,395 亿美元，按照锻件占 7-8% 计算，未来 20 年仅中国需求航空飞行器所需航空锻件的市场容量就达到 308-352 亿美元。

图表 5. 未来 20 年航空产品的需求

Top ten countries (2009-2028)

Passenger aircraft demand			By US\$ value (billions)	
1	United States	5,096	United States	450.3
2	People's Republic of China	3,272	People's Republic of China	439.5
3	United Kingdom	1,229	United Kingdom	154.0
4	Germany	1,175	India	141.5
5	India	1,093	Germany	141.4
6	Russia	1,004	Japan	114.2
7	Ireland	615	UAE	98.2
8	Australia	551	Russia	89.9
9	Japan	548	Singapore	79.3
10	Brazil	542	Australia	74.2

资料来源: Airbus 网站, 东北证券金融与产业研究所

(3) 产业转移导致外包需求增大

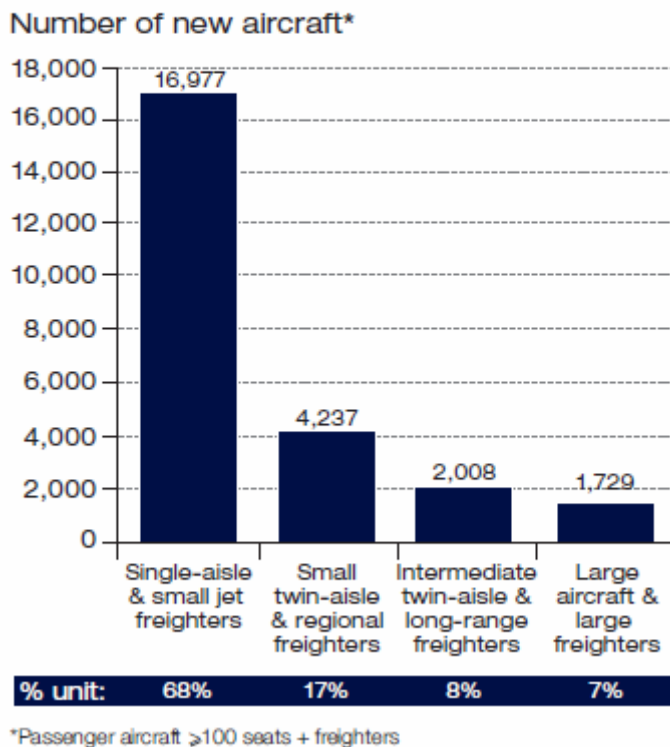
由于国际性产业转移，锻件出口市场规模也很大，且出口市场才处于起步阶段，规模较小，成长空间大，目前出口市场主要集中在北美洲、大洋洲，欧洲市场拓展空间巨大。由于国内的成本优势及技术进步，许多已完全可以国内生产，其中部分高端产品国内的价格更是远远低于国际上的平均水平，不仅在国内能够满足进口替代，同时将逐步分享国际市场份额，特别是在航空转包产品领域。

虽然受到金融危机的影响，国际航空运输业处于相对的低谷，增速下降，但是航空运输业本身的存量维护仍然具有较大的市场空间。同时，随着节能减排的氛围渐浓，新型环保飞机将开始陆续进入到航空运输业，存量替代也将为市场扩容，根据 Airbus 的预测，未来民用飞机每年的需求量达到 1,248 架。

中国航空制造业在整个中国装备转移加工体系中尚处于萌芽阶段，未来将进一步参与到国际转包业务中，其中发动机转包业务发展最为迅速，以航空动力为首的发动机制造企业已经从“三来一补”的转包加工发展到“风险共担”的阶段，中航工业旗下的公司正按照集团的要求，逐步融入到国际航空制造业，未来航空转包业务将成为中航工业发展的重要增长点。

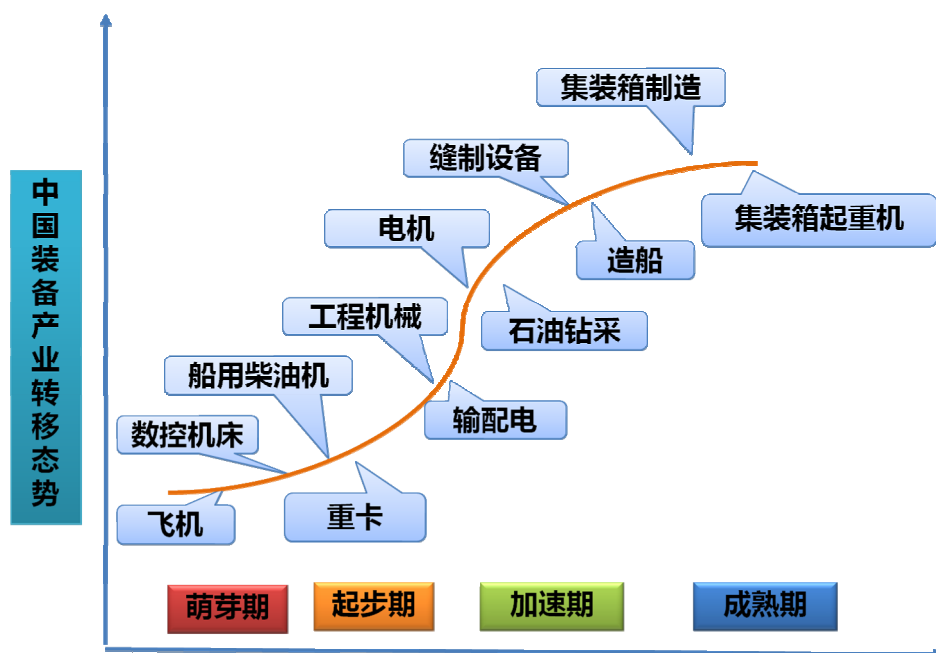
图表 6. 未来飞行器需求

New aircraft demand will average 1,248 per year



资料来源: Airbus 网站, 东北证券金融与产业研究所

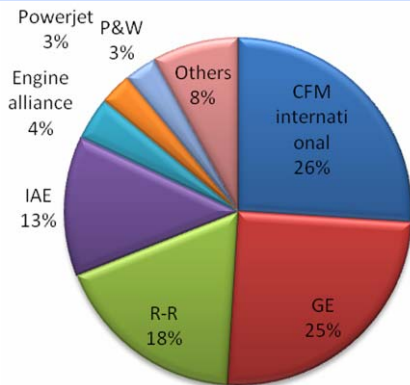
图表 7. 中国装备产业转移阶段图



资料来源: 东北证券金融与产业研究所

仅从航空发动机领域看，世界级航空发动机制造商市场集中度高，行业内的前 7 家公司的市场占有率超过了 90%。以 GE 公司为例，其锻件采购正在向中国转移，预计其锻件产品在 2015 年 80% 将在中国采购。

图表 8. 世界航空发动机市场分布



资料来源：航空战略咨询公司、东北证券金融与产业研究所

2.2. 液压领域

液压系统是指机械系统中利用液压泵将原动机的机械能转换为液体的压力能，通过液体压力能的变化来传递能量，经过各种控制阀和管路的传递，借助于液压执行元件（缸或马达）把液体压力能转换为机械能，从而驱动工作机构，实现直线往复运动和回转运动的系统。一个完整的液压系统由五个部分组成，即动力元件、执行元件、控制元件、辅助元件和液压油。液压泵是液压系统的动力元件，其作用是将原动机的机械能转换成液体的压力能，它向整个液压系统提供动力。液压泵的结构形式一般有齿轮泵、叶片泵和柱塞泵。执行元件（如液压缸和液压马达）的作用是将液体的压力能转换为机械能，驱动负载作直线往复运动或回转运动。控制元件（即各种液压阀）在液压系统中控制和调节液体的压力、流量和方向。辅助元件包括油箱、滤油器、油管及管接头、密封圈、压力表、油位油温计等。液压油是液压系统中传递能量的工作介质，有各种矿物油、乳化液和合成型液压油等几大类。

液压气动元件制造业在国民经济中占有非常重要的地位，采用液压传动的程度已成为衡量一个国家工业水平的重要标志之一。我国机械基础件落后于主机的状况已成为制约装备工业总体水平提高的突出矛盾，加快机械基础件工业的发展，已成为“十一五”期间装备工业发展的重中之重。近期将出台的装备制造业振兴规划更是将液压元件制造业放在了显著的位置。

液压产品的应用领域包括工程机械、农业机械、汽车、冶金机械、塑料机械、机床、石油化工机械、轻工机械、航空、包装机械、船舶和海洋工程设备、港口设备、航天、环保设备、发电设备以及食品医药机械等多个行业。

图表 9. 2010 年国内液压产品市场需求状况预测（单位：亿元）

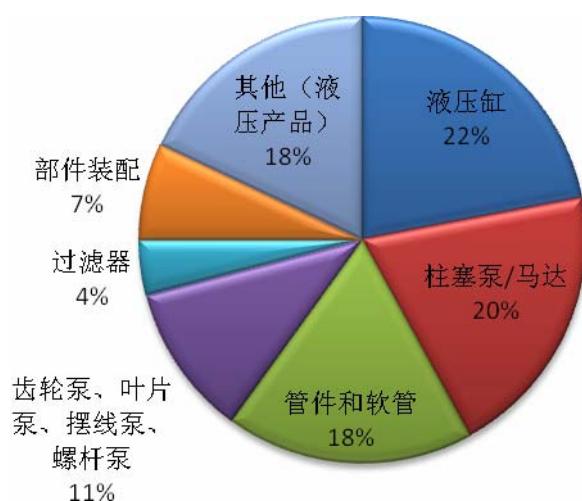
行业	2010 年需求	2010 年比重
农业机械	30	11.54%
工程机械	115	44.23%
机床	10	3.85%

塑料机械	12	4.62%
冶金矿山机械	20	7.69%
石油化工机械	5	1.92%
轻工机械	4	1.54%
包装机械	4	1.54%
食品、医药机械	4	1.54%
汽车	14	5.38%
其他	42	16.15%
合计	260	100.00%

资料来源：机经网、东北证券金融与产业研究所

液压系统的市场规模巨大，根据国际统计会议（ISC）统计：2003 年世界液压集成系统的总产值为 168 亿美元，液压集成系统的核心部件柱塞泵/马达、液压缸的总产值分别为 33.6 亿美元和 36.96 亿美元，占比整体液压系统分别达到 22% 和 20%。

图表 10. 液压产品成本构成



资料来源：东北证券金融与产业研究所

目前液压行业的主要市场份额分布在美国、西欧、日本、中国等国家和地区。未来液压技术及产品要求向节能化、智能化、电子化、高压化、小型化、集成化、复合化、长寿命、高可靠性、低噪声、低振动、无泄漏等方向发展；液力技术及产品要求向高速、大功率、机电一体化、低功耗、高可靠性、长寿命、集成化、复合化等方向发展。

未来工程机械行业、钢铁、煤炭、汽车、摩托车、农业、塑料机械、港口、机床、石油化工等行业的发展，将为液压产品制造企业带来了很大的商机。目前，我国中高端液压产品的进口依赖度高达 70% 以上，因此进口替代市场空间也很广阔。装备制造业的行业集中度较高，国际大客户采购中心向中国的转移，为中国企业提供了巨大的机遇，为国内液压气动制品制造企业开发大客户，奠定了良好的基础。

2.3. 能源领域

1) 散热器产品

换热器是将热流体的部分热量传递给冷流体的设备，又称热交换器。换热器的应用广泛，汽轮机装置中的凝汽器和航天火箭上的油冷却器等，都是换热器。它还广泛应用于化工、石油、动力和核工业等工业部门。它的主要功能是保证工艺过程对介质所要求的特定温度，同时也是提高能源利用率的主要设备之一。换热器按传热方式的不同可分为混合式、蓄热式和间壁式三类。

我国换热器进出口的产品结构不同，进口产品多是高端产品如化工用换热器等，出口产品多为中低端产品。中低端换热器产品本身的技术壁垒不高，但制造规模和快速应对客户需求所需要的一定的设计能力则是长期作为全球供应商的必备条件。

大型国际零部件企业如德尔福、电装、伟世通等先后以各种方式在国内设立散热器企业；我国国内散热器企业较分散，如华东地区有众多的民营散热器企业，总体规模仍然偏小，发展速度较慢；还有部分专注于化工类换热装置的企业如杭氧公司、开封空分公司等；三资企业销售额占据了散热器行业的半壁江山。

我国航空用换热器生产企业主要是公司下属的永红航空机械公司，是国内唯一一家具备设计研发能力的环形换热器专业化厂家。我国的航空用换热器基本上与航空制造业同步发展，从格局上我国的航空制造业主要以军用飞机为主，增长幅度稳定在10%~15%。

从国际贸易看，与我国换热器进出口的产品结构不同，进口产品多是高端产品如化工用换热器等，出口产品多为中低端产品。中低端换热器产品本身的技术壁垒不高，但制造规模和快速应对客户需求所需要的一定的设计能力则是长期作为全球供应商的必备条件，而我国民用换热器的企业规模多为中小规模的企业，缺乏快速应对市场的能力，所以很难满足国际市场的需求，在金融危机的大背景下，往往缺乏应对的能力，在出口萎缩的宏观经济条件下，散热器的出口也遭遇到了尴尬的局面。

2) 燃气轮机

燃气轮机是一种将燃料的能量转变为其他形式能量的动力机械，其应用范围非常广泛，按照用途划分，可分为军民航空发动机、舰船动力、地面机车动力、发电及其他工业用燃气轮机等。

其中，工业用燃气轮机是借助于航空发动机技术的快速提升而蓬勃发展起来的一个更为具体的应用领域。工业用燃气轮机输出功率用途广泛，其中的发电主要是用在电力、冶金、石化行业中的调峰电站、分布式和区域型发电电站、利用余热发电的环保节能装置等。与传统燃煤发电机组相比，燃气轮机发电机组具有供电效率高、投资低、建设周期短、占地面积小、用水节约、调峰性能和环保性能好等诸多优点，成为洁净燃煤发电技术中的关键技术，也是继蒸汽轮机后的主要动力装置。

我们国家已经成为钢铁大国，钢铁产量接近世界的一半，达到5.7亿吨，作为钢铁冶金、焦化等生产过程的副产品高炉煤气和焦炉煤气用来发电，成为极佳的二次能源。高炉煤气的燃烧值较低，焦炉煤气燃烧值很高，还可用于其他的深加工。我国大型钢铁企业吨钢能耗比发达国家高10%，中小型企业高25%~30%，其主要原因是高炉煤气回收利用率低。目前，我国大型钢铁企业高炉煤气回收利用率可达92%以上，但许多中小型钢铁厂对高炉煤气的回收和利用未引起足够的重视，20%以上的高炉煤气被直接排空或放散燃烧。

目前，瑞士 BBC 公司、日本三菱公司、美国的 GE 公司和西屋公司、跨国的 ABB 公司等企业制造的高炉煤气燃气轮机联合循环的热效率最高达 46%，已接近天然气和柴油为燃料的相近型号的燃气轮机联合循环水平。在节能环保的大背景下，燃气轮机及其发电装置成为钢铁冶金企业降低生产成本、进行节能减排的重要措施之一。燃气轮机发电在一定程度上要依赖于钢铁冶金企业发展的客观环境，一旦国家在相应政策中加以扶持，其具有极好的社会价值和经济价值。

3) 风电领域

风电领域的发展已经进入到寡头格局的局面，大型风电巨头统领天下，小型风电设备制造企业难有作为，复制金风科技的模式已经不再成为可能。由于风电领域并网存在一定障碍，与此同时，风力资源的分布集中在西北、东北和东南沿海地区，自身消化的能力有限，所以短时间风电行业已经迅速从快速发展期进入到平稳增长期，行业主要维持 5%~10% 的增长。但是，新型风电已经开始着手开发海上风电资源，所以能否开发海上风电资源成为未来风电市场能否再次快速增长的关键。另外，部分风电企业已经跨出国门，收购境外的风电加工企业，适时的进入到国际市场，如金风科技收购 Vensys、湘电收购达尔文。虽然国有的风电产品并未处于风电的高端产品，但是对于打开国际市场还是有一定的帮助。从短期看，风电产业将呈现稳定盈利的局面。

图表 11. 国内风电叶片部分厂商产能情况

公司名称	产能
中航惠腾	750kW 叶片 2400 套/年，1.5MW 级叶片 2000 套/年
中复连众	1.5MW、2MW 系列叶片的年生产能力 700 套
天津东汽	08 年下半年投产，一期 1.5MW 600 套/年，二期 2.5MW 100 套/年，5MW 50 套/年
中材风电	1.5 MW 200 套/年，计划建设兆瓦级 500 套/年
瑞尔竹风科技	08 年预计产能 1.25 MW 150 套/年
鑫茂鑫风	3 套 750kW、1 套 1.5 MW 模具

资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

3. 公司业务分析

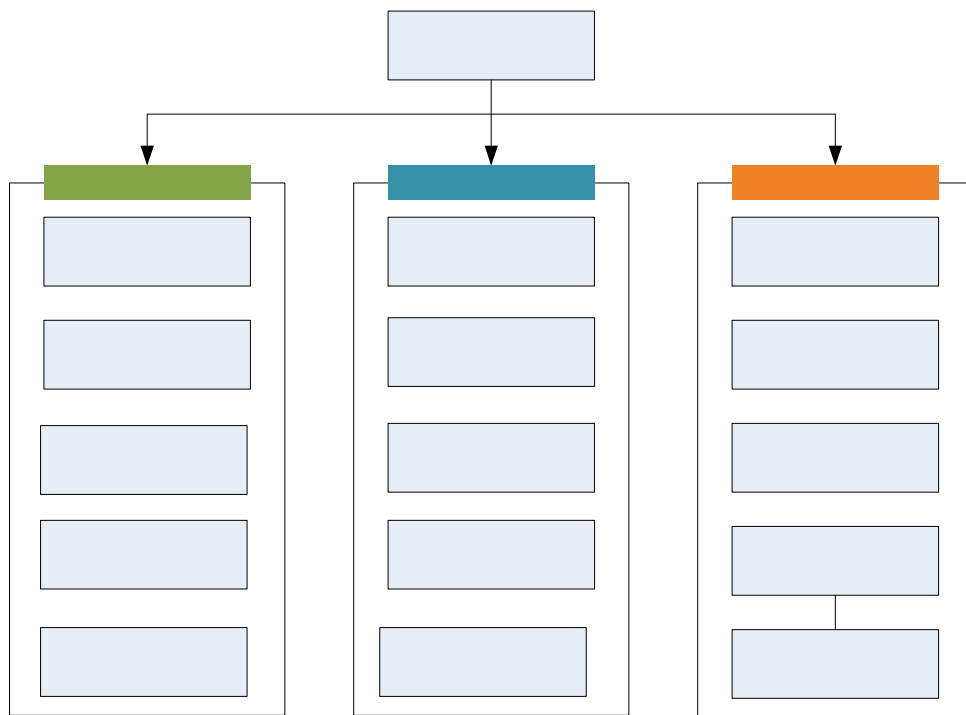
公司现有业务主要分为三大业务板块：锻铸业务、液压业务和能源类业务。公司在 2009 年基本完成了对中航工业内部的锻造资产的整合，成为中航系统内唯一的锻造资产上市平台；公司预计下一步将着手对液压件进行整合，采取收购、增发等方式做大做强液压业务板块。

从治理结构看，上市公司已经逐步脱离生产一线，成为资产运营、管理的平台，其生产活动主要有下属子公司完成，属于标准的“事业部制”管理模式，公司的资产管理和资本运营能力将直接关乎到公司未来发展。

公司在近日公告，已经通过中国银行间市场交易商协会的注册，可以发行短期融资券，此举是公司在债券市场的第一次尝试，对丰富公司融资渠道，降低资金使用成本，优化资产结构，提高公司盈利能力都具有积极意义。这也为公司能够实现资本化运作提供了另外一条资金渠道，进一步增强企业收购、并购资产的能力。

三大业务板块在表面上彼此独立，但是实际上互相关联，彼此形成一定的支撑和客户上的互补，增强了公司的市场竞争能力和抵御风险的能力。为公司整体战略的发挥提供了有利的支撑。

图表 12. 公司下属子公司结构



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

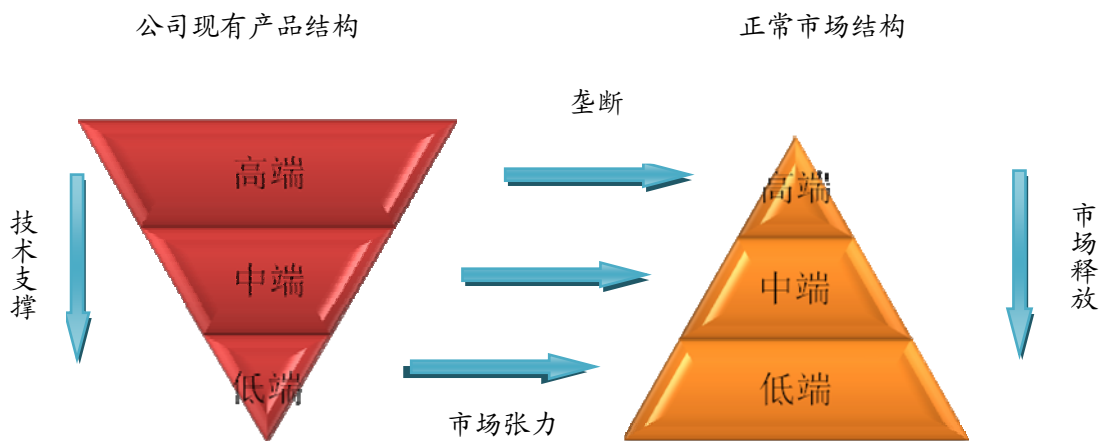
3.1. 龙头板块——锻铸件

公司近日公告已经收购陕西宏远锻造厂，加之现有的贵州安大锻造厂，现有锻造业务占据中航工业飞机锻造业务的六成以上的产能，这也意味着基本完成对中航工业锻造业务整体上的整合，在中航工业内部，除部分整机厂仍然拥有一部分锻铸车间外，锻铸

类资产已经基本完成上市工作。公司近期收购收购无锡卓越锻造有限公司部分股权、以及对景德镇景航炙诚精密锻铸有限公司进行增资扩股表明公司已经开始逐步整合集团外、非军工类锻造资产。从西飞国际大股东西飞集团近日收购奥地利航空零部件供应商 FACC 公司 91.25% 股权一事看，不排除公司未来将走出国门收购海外锻造资产的可能。

从公司现有产品结构看，85% 的锻造产品属于军品，其成长性一般，为了在整体上实现中航工业“万亿”指标，公司将从民品市场中寻找新的高速增长点。从现有产品结构中，高端的航空锻造业务占比最大，反而其中低端民品业务占比很小，呈现“倒三角”结构，这与市场正常的产品需求结构的“金字塔”结构相反，这样在中低端市场中就形成了巨大的“市场张力”，一旦公司能够进入中低端市场，将有可能呈现爆发性增长，同时，其高端航空锻造的垄断性收益仍将不断保持。另外，随着中航重机的锻造业务的不断拓展，航空转包业务也将逐步扩大，其高端锻造业务仍然可以保持稳定增长。

图表 13. 公司现有产品结构



资料来源：东北证券金融与产业研究所

不难看出，中航重机的航空锻造产品已经脱离了市场普遍认为的“通飞板块”的概念，其面向的下游将是中航工业、中国商飞乃至国际航空巨头等整个飞机制造领域。所以，公司将面对中国航空制造业整体高速发展带来的巨大的市场机遇期。

关于收购陕西宏远航空锻造有限责任公司

陕西宏远拥有德国 WEINGARTEN 公司生产的 PZS900 型 8000 吨电动螺旋压力机、万吨油压机、数控龙门加工中心和 63TM、40TM、25TM、16TM 系列对击锤等一批国际国内先进的锻压设备和机加设备；可模锻 2500mm 以下的杆形件；直径 1000mm 以下盘形件以及钛、铝、高温合金的等温锻件和各种冲压件；可生产 1200mm 以下汽轮机动、静精锻叶片等；可轧制直径 100-2200mm，高度 250mm 以下的各种环形件；精密铸造拥有中频、高频、真空熔炼炉等设备，可生产碳素钢、不锈钢、青铜及高温合金等各种复杂外形结构的精密铸件。

目前，产品主要分为军品、民品、外贸转包三部分。

1、军品及航空产品：航空以飞机机身、机翼结构锻件、起落架锻件、发动机盘类和环件为主，产品客户几乎覆盖国内全部飞机及航空发动机制造企业，在航空锻件生产

方面占有绝对的优势和充足的市场份额。

2、民用产品：主要是电站用汽轮机大叶片和汽车锻件，除供应国内东汽、哈汽、武汽和北重四大汽轮机厂外，还远销欧洲和东南亚，实现了叶片产品从替代进口到批量出口的飞跃。

3、外贸产品：主要为民用航空锻件、汽轮机叶片和汽车锻件，航空产品主要供应波音、古德里奇、法宇航、罗·罗公司、米歇尔·道蒂等国际著名大公司，汽轮机叶片以东芝公司和西门子公司为主。

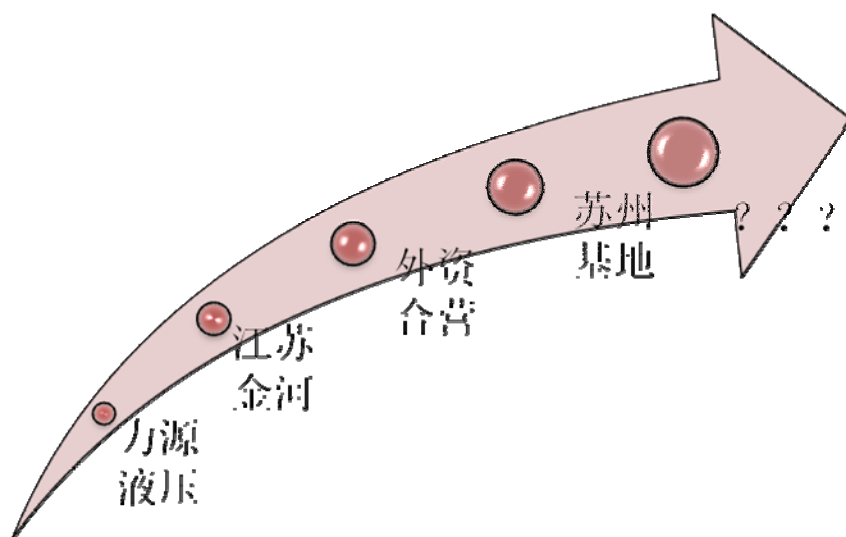
陕西宏远年产锻件能力达到 15000 吨，与国内航空、航天、兵器、石化、机械、交通、电力、国外民用航空产品建立了良好的经济贸易关系。预计 2009 年销售收入 9 亿元，净利润 1 亿元。

其控股子公司西安三角正在投资建设一台 400MN（4 万吨）大型航空模锻液压机和一套大型模锻件加工生产线。主要用于我国新型武器装备零部件（如：大型运输机、先进战斗机）和民用客机各类框、梁整体化生产研制，同时可研制生产航空发动机用高温合金、钛合金、超高强度钢涡轮盘、压气机盘以及燃气发电机盘和烟气发电机盘等盘类件，并可用于生产其它航空、航天、舰船、兵器、核工业等行业大、中型模锻件。该项目总投资 3.9 亿元，建设期 2 年，计划 2010 年底建成投产，投产后年产值约 7 亿元。

3.2. 传统板块——液压件

液压产品作为上市公司一直持续的业务，将成为公司 2010 年整合的主要方向。公司在液压业务上的发展战略是依托公司目前掌握的液压系统核心部件柱塞泵/马达的生产技术，逐渐走向液压系统集成。在 2009 年公司已经完成了对江苏金河的股权收购，加上力源液压本部，两大全资子公司已经形成。

图表 14. 液压产业链发展模式



资料来源：东北证券金融与产业研究所

为了能够在液压领域进一步有所突破，预计公司将和某大型工程机械企业合营，以便能够进一步打开工程机械领域。目前，面向国内主要大型工程机械公司供货，包括安徽合力、中联重科、三一重工等。

另外，公司预计将在苏州建立液压产业园区，利用优越的地位位置和灵活的市场信息充分的参与到民品市场的竞争。与锻造产品结构有一定相似，高端产品的高市场占有率，中低端市场的低占有率毕竟为公司发展提供巨大的市场张力，势必将通过技术转移抢占更多的市场份额。

2010 年除将陆续收购中航工业内部的液压资产外，将逐步收购部分中航外资产，形成 5 大产业集群，从研发到生产形成完整的产业链，步入军民产品协调发展的新局面。

在建国内液压铸件的最大生产研发基地

公司近日公告，经国家有关部门审核和咨询机构评估，原则同意公司下属中航力源液压股份有限公司高强度精密液压铸件建设项目列为重点产业振兴和技术改造 2009 年新增中央预算内投资项目，国家将给予该项目中央预算内资金支持。该项目利用公司在航空液压件研发生产技术，延伸产业链、新增 2 条造型生产线、自动浇注生产线和相应配套设备。项目总投资 23441 万元，其中：建设投资 19085 万元，铺底资金 4356 万元。资金来源由三部分组成，其中：中央预算内投资 972 万元，银行贷款 9000 万元，企业自筹 13469 万元。该项目建成后将成为国内液压铸件的最大生产研发基地。

3.3. 新兴板块——能源类

公司的能源业务板块主要有三大类：散热器、燃气轮机、风电三个子板块。其中，散热器是公司原有的主打产品之一；燃气轮机是公司在集团燃气轮机产品的业务基础上进行民用化的下游服务；风电主要是子公司参股慧腾风电，一旦慧腾风电 IPO 将给公司带来巨大的投资收益。

散热器产品

公司以航空散热技术为基础的散热系统核心部件及散热系统集成。铝制板翅式散热器是目前公司的主要产品，公司将在做大做强该类产品的基础上，逐步向散热器系统方向发展。注重多渠道、全方位培育壮大客户群体，重点强化空压机产品市场的培育与扩展，涉足工程车辆特种热交换器产品市场、开发清洁能源领域的热交换器市场、空气分离市场、新型高速机车市场等多行业的配套领域。开发大型主机市场，并针对不同用户设计开发与之配套的热交换器。力争“国内第一、国际名牌、国防有位”的最终目标。

图表 15. 散热器应用领域

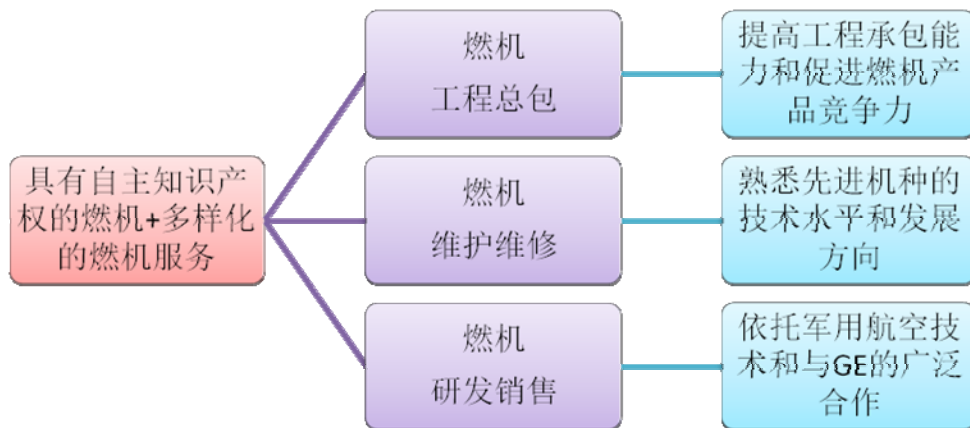
应用领域	所需散热器种类	公司主要客户
工程机械	液压系统和润滑系统的散热装置	卡特彼勒、小松、JCB、特雷克斯、徐工、山推
空气压缩机	传统机构润滑系统的冷却装置	ATLAS-COPCO、英格索兰
电力设备		美国寿力、维斯塔斯
医疗器械	液压传统、润滑系统及发动机系统的散热装置	GE 医疗集团

燃气轮机与风电产品

07 年重组进入公司的中航世新公司主要业务是燃气轮机引进、成套，燃气轮机安装

调试、维护、运行等工程的承包及机电产品生产等；08 年公司增发收购燃机动力集团公司的 100% 股权，燃机动力集团公司的主要业务包括燃机及配套产品的研制、生产、配套、安装维修、运行等，风电设备的研制生产及投资等。

图表 16. 燃机发展模式



资料来源：东北证券金融与产业研究所

中航世新引进燃气发生器或改装航空发动机作为燃气发生器、再加装发电机及其他辅助系统等形成燃气轮机发电机组。公司的燃气轮机机组产品有 QD100、QD128、WP6G 等燃气轮机机组，多用于发电、注水、机械驱动、蒸汽供应等，客户主要在天然气发电、焦化、冶金行业中低热值燃料发电领域。公司除了向市场销售燃机产品外，还为用户提供项目全寿命的工程交钥匙服务和运行期大修、备件及支持服务。

中航燃机动力集团公司本部业务很少，正逐步转向控股公司的格局，其下拥有 6 家公司的股权，其中控股公司有 1 家。燃机动力集团长期投资单位中控股公司成都爱伊斯凯华燃机发电有限公司、参股公司无锡华达燃机发电公司和华能海南发电股份有限公司均为燃机发电企业；而参股公司-中航（保定）惠腾风电设备有限公司作为风电设备制造企业受益关注，其中燃机动力集团持有其 20% 股权，另外有 55% 的股权在中航工业及其下属单位持有。

中航燃机动力公司近日公告中标南充市垃圾焚烧发电厂 BOT 项目，项目建设规模 1200 吨/日，分两期建设，一期 800 吨/日，二期建成后达到 1200 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 42087 万元，二期投资 7412 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，并在特许经营期届满后将项目无偿移交给政府。此次投标项目一期收入 2423.6 万元每年，全部达产 3635.4 万元每年。中航燃机动力集团将以垃圾焚烧发电作为二次能源开发的一个方向，目前国内整体存在较大的需求。

关于慧腾风电股权事宜

慧腾风电在 2010 年预计将进行 IPO，由于公司慧腾持有 20% 股权 1 亿股，慧腾风电作为全球风机叶片第二大制造商，国内最大的制造商，预计国家将对兆瓦以上的风电产品予以政策性倾斜，公司将直接受益。

关于现金流的讨论

公司 1-3 季度经营活动现金流量净额为 -1.6 亿元。主要原因为锻造业务销售同比增

加 1.5 亿元。该业务客户付款周期较慢，资金占用较大。公司发展过程中对于现金的需求极为迫切。从公司生产的视角看，未来公司进一步扩大产能，现金占用情况将更多，2009 年增发的成功虽然在一定程度上改善公司的现金流状况，但是随着近日收购宏远，以及未来液压产能的扩张，公司现金流情况现阶段不容乐观；从公司资产款里角度看，公司未来将进一步整合液压资产，同时 2010 年的收购活动仍然持续，所以从资产管理层面公司同样需要强大的现金流支撑。

巨大的现金消耗实际上意味着公司卓越的成长。从公司资金管理角度看，公司通过第一期发行短期融资券 10 亿元，并且在未来 2 年内将通过银行间债券平台获得一定的支持，此其渠道之一；公司作为中航工业旗下资产整合的旗舰，其模式多次受到集团层面领导的表彰，中航工业本身作为强大的资产管理平台，通过其内部财务公司等机构将会有力的支撑公司对于资金的需求，此其渠道之二；预计公司在 2010 年仍将通过资本市场增发的方式获得资金支撑其规模的迅速攀升，其 2009 年的顺利增发及其较好的市场收益也为公司树立起较为正面的形象，此其渠道之三；慧腾风电一旦 IPO 成功，虽然从公司自身发展上不能构成直接的利好，但是将直接为公司带来超过 30 亿元规模的资产，目前中航重机总市值 120 亿元，资产总值增加超过 25%，以此为抵押将可以直接从银行获得较高的信贷资金，此其渠道之四。上述 4 条途径将极大的缓解公司的现金压力，同时也能够支撑公司以更快的速度发展。

4. 风险与盈利预测

公司现有资产的军品占比较大，产品处于供不应求的局面，同时，作为垄断性经营，公司的产能扩张将直接贡献利润，航空产品风险较小。公司未来在资产收购和管理层决策层面将是公司未来发展最为主要的风险。2010 年，公司增发的股票将解禁，对于市场存在一定冲击，同时增发 10.50 元的价格也让参与者获利颇丰，但是从公司长远发展看，这种冲击本身并不会对公司产生影响，只是在短期上可能形成一定的压力。

公司收购陕西宏远航空锻造厂，由于与中航重机属于同一实际控制人，这里拟按照全年并表处理。

预计公司 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.64 元、0.83 元和 1.04 元，PE 为 36、28、22 倍的估值，作为中航工业重机资产整合平台，公司未来将面临巨大的发展空间，给予推荐评级。

	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,808.29	2,661.27	3,415.98	4,133.30
营业收入	1,808.29	2,661.27	3,415.98	4,133.30
二、营业总成本	1,705.60	2,500.15	3,181.65	3,817.25
营业成本	1,377.45	2,024.58	2,559.95	3,078.21
营业税金及附加	5.45	8.52	10.25	11.57
销售费用	41.79	58.55	81.98	103.33
管理费用	217.59	326.01	444.08	529.06
财务费用	59.15	79.84	85.40	95.07
资产减值损失	4.16	2.66	0.00	0.00
三、其他经营收益				
投资净收益	66.09	76.00	83.60	91.97
四、营业利润	168.79	237.12	317.93	408.01
加：营业外收入	29.72	32.69	34.33	36.04
减：营业外支出	7.57	8.33	8.75	10.50
五、利润总额	190.93	261.48	343.50	433.56
减：所得税	24.44	33.99	44.66	60.70
六、净利润	166.49	227.49	298.85	372.86
减：少数股东损益	-4.61	0.00	1.25	1.75
归属于母公司所有者的净利润	171.10	227.49	297.60	371.11
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.48	0.64	0.83	1.04
(二) 稀释每股收益(元)	0.48	0.64	0.83	1.04

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。