



注入新能源和锻铸，长期有故事短期不增利

——中航重机（600765）资产注入公告点评

要点：

- **资产注入预案公告：**公司拟向中国航空工业集团公司、贵航集团公司、惠腾螺旋桨公司和美腾风能(香港)公司四家机构定向发行约 1.17 亿股，购买其所持有的部分新能源与锻铸资产股权。其中新能源业务为中航集团持有的新能源投资公司 30.7%的股权，中航集团、惠阳螺旋桨和美腾风能共同持有的惠腾公司 80%的股权。锻铸业务为中航工业集团和贵航集团共同持有的安吉精铸公司 80%股权和贵航集团租赁给安大公司使用的 12 宗土地使用权。上述标的资产评估值为 17.9 亿元，发行价格为不低于 15.35 元/股。
- **方案公告点评：（1）五大板块，外延拓展。**公司原主营业务仅有液压和散热器业务，2007 年增发注入了贵州安大锻造、永红机械、中航世新燃气轮机（57%）和金江公司资产，2009 年利用自有资金收购无锡卓越锻造和陕西宏远锻造业务，此次再次注入新能源和锻铸资产，形成了以锻造、液压、散热器、燃气轮机和新能源投资五大业务板块，成为中航集团通用飞机公司旗下的锻铸件和新能源上市平台。**（2）本次注入以梳理完善资产为主，做实主业。**此次注入的新能源资产中，新能源投资公司 69.35%股权已经归属上市公司，此次只是将另一半并入，改变少数股东权益并不改变合并报表。而惠腾公司另外 20%股权已经在上述的新能源投资公司，因此等于此次收购将新能源和惠腾两公司 100%并入。安吉精铸主要从事镁钛铝等合金的精密铸造，产品主要用于航空航天等军工领域，属于对现有锻铸业务的补充和延伸。贵航集团注入的 12 宗土地原租给本公司子公司安大公司使用，此次注入完善了资产，减少了关联交易，但该项资产本身并不产生收益。**（3）注入资产概念多，实质增厚业绩有限。**新能源投资公司主要从事风力发电，太阳能发电、燃气发电、垃圾发电等领域，现有已建成的资产仅有金州能源（待并网），其余均处于建设和规划期。惠腾公司虽是我国型号最全的风机叶片公司，但今年未能跟上主流市场转型加长叶片，因此预计今年打平或者微亏。安吉精铸产品由于量少而散，因此盈利能力很低。总之此次注入的都是未来前景光明，但目前盈利能力实在很一般的资产，预计这些资产真正贡献利润需待后年以后。因此从注入资产质量来看此次注入远逊于中航精机的注入。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.36/0.43/0.65 元，对应目前股价的 PE 分别为 56/47/30 倍，由于公司资产远期前景十分诱人，尽管短期无法贡献利润，依然给予强烈推荐评级。
- **风险提示：**该方案尚需股东大会及监管机构批准。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2010 年 10 月 29 日

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060—8781

✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

投资评级：强烈推荐

市场数据

最新股价：19.8 元

总市值（亿元）	154.04
流通市值（亿元）	74.2
总股本（万股）	77,800
流通股本（万股）	37,455
12 个月最高/最低	35.06/14.05
十大流通股占总股本	12.43%
大股东	贵州金江航空液压有限

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入	2861	4176	5012
(+/-%)	58.2%	46.0%	20.0%
净利润	261	277	380
(+/-%)	52.5%	6.1%	37.4%
摊薄每股收益	0.503	0.356	0.425
PE	39.3	55.6	46.6

公司股价表现图

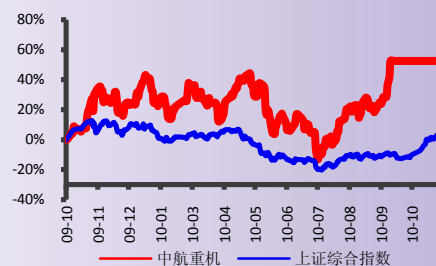


表 1: 拟收购资产财务概况

项目	2010. 8. 31	2009. 12. 31	2008. 12. 31
新能源投资公司财务概况			
资产总计	85, 582. 80	64, 342. 24	36, 800. 68
负债合计	8, 992. 83	32, 859. 96	11, 307. 68
所有者权益合计	76, 589. 97	31, 482. 28	25, 492. 99
归属于母公司所有者权益合计	71, 789. 37	26, 780. 27	20, 683. 75
营业收入	4, 507. 04	8, 074. 09	7, 734. 28
利润总额	-1, 397. 95	7, 415. 47	8, 554. 34
净利润	-1, 463. 69	7, 163. 63	8, 103. 45
归属于母公司所有者的净利润	-1, 562. 28	6, 789. 36	7, 951. 96
资产负债率	10. 51%	51. 07%	30. 73%
营业利润率	-31. 02%	91. 84%	110. 60%
净利率	-32. 48%	88. 72%	104. 77%
ROE	-2. 04%	21. 57%	31. 19%
惠腾公司财务概况			
资产总计	245, 706. 63	239, 250. 25	199, 039. 63
负债合计	149, 649. 39	140, 198. 47	124, 727. 60
所有者权益合计	96, 057. 23	99, 051. 78	74, 312. 03
归属于母公司所有者权益合计	93, 733. 86	96, 376. 84	74, 312. 03
营业收入	35, 636. 06	213, 126. 08	202, 626. 96
利润总额	-2, 952. 25	44, 971. 85	37, 857. 08
净利润	-2, 889. 89	38, 346. 32	33, 688. 20
归属于母公司所有者的净利润	-2, 538. 32	38, 296. 91	33, 688. 20
资产负债率	60. 91%	58. 60%	62. 66%
营业利润率	-8. 28%	21. 10%	18. 68%
净利率	-8. 11%	17. 99%	16. 63%
ROE	-2. 64%	38. 66%	45. 33%
安吉精铸公司财务概况			
资产总计	80, 511. 52	50, 376. 40	39, 353. 85
负债合计	58, 032. 95	42, 064. 96	30, 977. 33
所有者权益合计	22, 478. 57	8, 311. 44	8, 376. 52
归属于母公司所有者权益合计	13, 194. 53	8, 265. 20	8, 325. 46
营业收入	20, 320. 53	21, 430. 71	13, 920. 60
利润总额	610. 76	371. 68	-1, 041. 22
净利润	283. 57	201. 55	-1, 089. 84
归属于母公司所有者的净利润	56. 41	205. 18	-1, 093. 61
资产负债率	72. 08%	83. 50%	78. 71%
营业利润率	3. 01%	1. 73%	-7. 48%
净利率	1. 40%	0. 94%	-7. 83%
ROE	0. 25%	2. 47%	-13. 06%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 1: 公司盈利预测表

利润表 (百万元)					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2861	4176	5012	6265	成长性				
营业成本	2204	3132	3709	4510	营业收入增长	58.2%	46.0%	20.0%	25.0%
销售费用	43	92	110	138	营业成本增长	60.0%	42.1%	18.4%	21.6%
管理费用	311	501	601	752	营业利润增长	73.4%	24.2%	37.4%	53.9%
财务费用	61	78	81	82	利润总额增长	60.3%	18.8%	37.4%	53.9%
投资净收益	82	0	0	0	净利润增长	52.5%	6.1%	37.4%	53.9%
营业利润	293	364	500	769	盈利能力				
营业外收支	14	0	0	0	毛利率	22.9%	25.0%	26.0%	28.0%
利润总额	306	364	500	769	销售净利率	9.1%	6.6%	7.6%	9.3%
所得税	42	84	115	177	ROE	9.9%	9.5%	11.2%	14.8%
少数股东损益	3	3	4	7	ROIC	10.1%	9.3%	10.4%	14.0%
净利润	261	277	380	585	营运效率				
资产负债表 (百万元)					销售费用/营业收入	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%
流动资产	3872	4608	5425	6499	管理费用/营业收入	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
货币资金	1476	1240	1560	1735	财务费用/营业收入	2.1%	1.9%	1.6%	1.3%
应收帐款	864	1253	1353	1691	投资收益/营业利润	27.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	248	334	401	501	所得税/利润总额	13.8%	23.0%	23.0%	23.0%
存货	940	1316	1558	1894	应收帐款周转率	4.2%	3.9%	3.8%	4.1%
非流动资产	1933	2048	2095	2098	存货周转率	2.8%	2.8%	2.6%	2.6%
固定资产	1381	1462	1480	1457	流动资产周转率	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%
资产总计	5805	6655	7520	8596	总资产周转率	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
流动负债	2826	3360	3692	4156	偿债能力				
短期借款	1564	1564	1564	1564	资产负债率	54.6%	56.4%	55.0%	54.1%
应付款项	805	1144	1355	1647	流动比率	1.37	1.37	1.47	1.56
非流动负债	346	396	446	496	速动比率	1.04	0.98	1.05	1.11
长期借款	112	162	212	262	每股指标 (元)				
负债合计	3172	3755	4137	4651	EPS	0.50	0.36	0.43	0.65
股东权益	2634	2900	3382	3945	每股净资产	5.08	3.73	3.78	4.41
股本	519	778	895	895	每股经营现金流	-0.28	-0.04	0.41	0.36
留存收益	1962	1965	2327	2883	每股经营现金/EPS	-0.6	-0.1	1.0	0.5
少数股东权益	154	157	161	167	估值				
负债和权益总计	5805	6655	7520	8596	PE	39.3	55.6	46.6	30.3
现金流量表 (百万元)					PEG	1.27	1.23	0.86	-
经营活动现金流	-146	-28	368	318	PB	3.9	5.3	5.2	4.5
其中营运资本减少	-678	-438	-165	-436	EV/EBITDA	4.87	3.70	3.00	2.21
投资活动现金流	-900	-245	-195	-165	EV/SALES	70.33	50.60	43.63	35.70
其中资本支出	-320	-245	-195	-165	EV/IC	0.64	0.51	0.49	0.46
融资活动现金流	2052	36	148	21	ROIC/WACC	1.39	1.28	1.42	1.92
净现金总变化	1006	-236	321	174	REP	0.46	0.40	0.34	0.24

数据来源: WIND 长城证券研究所 注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任钢铁、军工行业研究员。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>