

中航重机 (600765.sh)

中报惠腾亏损预计将增加后续增发进度的不确定性

真怡 分析师

电话: 0755-82797057

eMail: zhenyi@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511050003

公司公告 11 年中期业绩: 11 年 1-6 月收入 26.72 亿元, 同比增长 46%; 归属于上市公司股东净利润 1.16 亿元, 同比减少 13%; 11 年 1-6 月 EPS 为 0.15 元/股, 同比减少 12%。

公司 1-6 月收入增长 46%, 主要是增加了中航特材工业 (西安) 有限公司和中航上大金属再生科技有限公司两个合并对象, 大约带来 33% 收入增长; 另外公司锻铸、液压、散热器业务中的民品增长均较大。收入占比约 57% 的军品锻铸业务经历了前两年较快增幅之后有所放缓, 特别是西安宏源锻铸今年军品价格调整导致军品收入有所下滑; 燃机业务收入减少近 42%, 主要是成套设备和工程总包收入尚未到确认期。

公司上半年综合毛利率为 21.16%, 较上年同期下滑 5.3 个百分点, 这是公司收入增而利润减的主要原因之一。 我们注意到毛利率下滑幅度较明显的业务主要有液压、锻铸业务, 今年上半年新并入的两个公司毛利率远低于原有业务, 也拉低了综合毛利率水平。我们也注意到液压和锻铸业务增长较大的主要是民品, 这部分业务民品多低于军品。

对公司中期业绩有负面影响的另一个因素是投资收益, 市场担忧终于还是成为现实, 中航惠腾风电公司上半年未能扭转前期的颓势, 亏损 1.07 亿元, 使上半年公司投资收益较上年同期的亏损额大幅增加, 减少 EPS 约 0.03 元/股。 我们根据半年报情况调低了公司的盈利预测, 不考虑增发并入惠腾风电控股股权等业务, **11-13 年 EPS 为 0.33、0.38、0.43 元, EPS 复合增长率约为 15%。** 我们看好公司包括锻铸、液压、激光成型等先进制造相关业务以及贵金属回收等业务的发展前景, 但中报业绩低于市场预期可能会使股价有所调整; 中航惠腾风电公司大幅亏损将使公司增发方案中的盈利预测目标难以达到, 但另一方面我们认为这将使此次增发的后续推进具有不确定性, 基于目前的这些不确定因素, 我们暂给予公司“持有”评级。

风险因素在于: 公司毛利率水平可能会受到材料、人工等因素; 继续关注惠腾风电公司业务下半年情况。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2860.52	4190.81	4862.35	5596.07	6322.14
增长率 (%)	58.19%	46.51%	16.02%	15.09%	12.97%
EBITDA(百万元)	413.45	608.20	602.53	701.37	800.33
净利润(百万元)	261.00	230.19	255.24	296.54	331.65
增长率 (%)	52.54%	-11.80%	10.88%	16.18%	11.84%
每股收益 (元)	0.50	0.30	0.33	0.38	0.43
市盈率	43.92	64.01	43.22	37.20	33.26
市净率	4.62	5.34	3.66	3.33	3.03
EV/EBITDA	28.39	23.75	19.79	17.30	15.37

数据来源: 中航重机股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

持有

当前价格(元)	14.18
目标价格(元)	15.30
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-5.97%	-17.45%	-1.51%
沪深 300	-10.00%	-10.59%	-4.11%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

778.00/374.55

主要股东:

贵州金江航空液压有限责任公司

主要股东持股比例 29.48%

财务比率

ROE	8.34%
ROA	6.06%
资产负债率	56.96%
每股净资产(元)	3.55

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

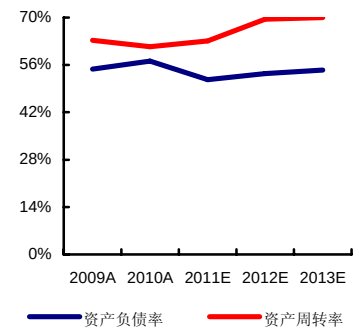
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,872	5,470	4,886	5,607	6,350
货币资金	1,476	1,952	1,216	1,399	1,581
应收及预付	1,424	2,268	2,363	2,689	3,038
存货	940	1,217	1,307	1,519	1,731
其他流动资产	32	35	0	0	0
非流动资产	1,933	2,422	2,697	2,967	3,204
长期股权投资	329	297	297	297	297
固定资产	1,059	1,287	1,385	1,438	1,456
在建工程	322	551	722	906	1,094
无形资产	206	256	294	326	357
其他长期资产	18	31	0	0	0
资产总计	5,805	7,892	7,583	8,574	9,554
流动负债	2,826	3,853	3,456	4,121	4,737
短期借款	1,564	1,136	1,658	2,052	2,400
应付及预收	1,186	1,610	1,798	2,070	2,337
其他流动负债	76	1,108	0	0	0
非流动负债	346	643	450	450	450
长期借款	112	450	450	450	450
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	233	193	0	0	0
负债合计	3,172	4,496	3,906	4,571	5,187
股本	519	778	778	778	778
资本公积	1,283	1,104	1,104	1,104	1,104
留存收益	679	877	1,132	1,429	1,760
归属母公司股东权益	2,480	2,758	3,014	3,310	3,642
少数股东权益	154	638	663	692	725
负债和股东权益	5,805	7,892	7,583	8,574	9,554

利润表

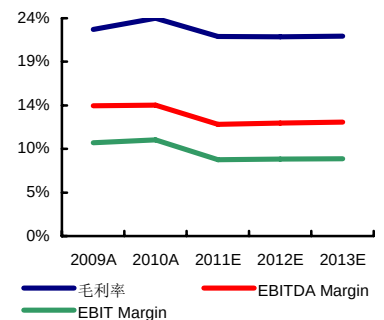
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2861	4191	4862	5596	6322
营业成本	2204	3178	3786	4359	4921
营业税金及附加	6	7	10	11	12
销售费用	43	98	114	131	148
管理费用	311	461	541	618	699
财务费用	61	98	66	88	86
资产减值损失	24	58	17	7	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	82	10	8	10	11
营业利润	293	301	337	393	442
营业外收入	18	22	20	21	21
营业外支出	4	6	6	5	6
利润总额	306	317	352	409	457
所得税	42	65	72	83	93
净利润	264	253	280	326	364
少数股东损益	3	23	25	29	32
归属母公司净利润	261	230	255	297	332
EBITDA	413	608	603	701	800
EPS (元)	0.50	0.30	0.33	0.38	0.43

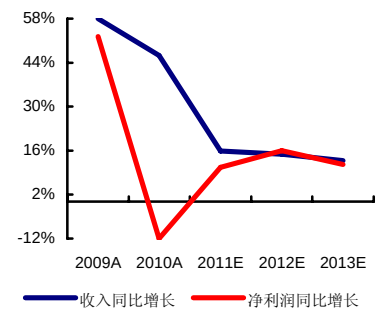
资产负债率趋势



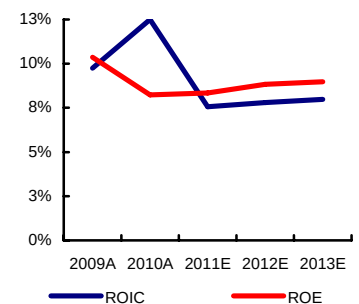
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

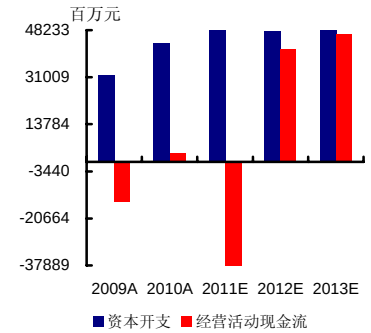
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-146	32	-404	384	433
净利润	264	253	280	326	364
折旧摊销	117	161	191	223	258
营运资金变动	-538	-526	-1,013	-273	-319
其它	11	144	139	108	130
投资活动现金流	-900	-416	-474	-467	-469
资本支出	-317	-434	-482	-477	-480
投资变动	-573	32	8	10	11
其他	-10	-14	0	0	0
筹资活动现金流	2,052	856	142	266	218
银行借款	1,833	2,972	523	394	349
债券融资	-1,310	-2,291	-266	0	0
股权融资	1,631	260	0	0	0
其他	-102	-84	-115	-127	-131
现金净增加额	1,006	473	-736	183	182
期初现金余额	450	1,476	1,952	1,216	1,399
期末现金余额	1,457	1,949	1,216	1,399	1,581

主要财务比率

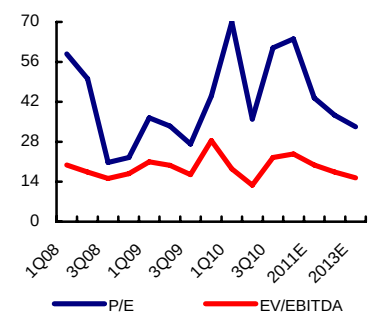
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	58.2%	46.5%	16.0%	15.1%	13.0%
营业利润	73.4%	3.0%	11.8%	16.7%	12.4%
归属于母公司净利润	52.5%	-11.8%	10.9%	16.2%	11.8%
获利能力					
毛利率	22.9%	24.2%	22.1%	22.1%	22.2%
净利率	9.2%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%
ROE	10.5%	8.3%	8.5%	9.0%	9.1%
ROIC	9.9%	12.7%	7.7%	7.9%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	54.6%	57.0%	51.5%	53.3%	54.3%
净负债比率	10.5%	-8.6%	24.3%	27.6%	29.1%
流动比率	1.37	1.42	1.41	1.36	1.34
速动比率	0.95	1.02	0.93	0.89	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.61	0.63	0.69	0.70
应收账款周转率	4.01	3.12	3.04	3.09	3.09
存货周转率	2.80	2.91	2.90	2.90	2.90
每股指标 (元)					
每股收益	0.50	0.30	0.33	0.38	0.43
每股经营现金流	-0.28	0.04	-0.52	0.49	0.56
每股净资产	4.78	3.55	3.87	4.25	4.68
估值比率					
P/E	43.9	64.0	43.2	37.2	33.3
P/B	4.6	5.3	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	28.4	23.7	19.8	17.3	15.4

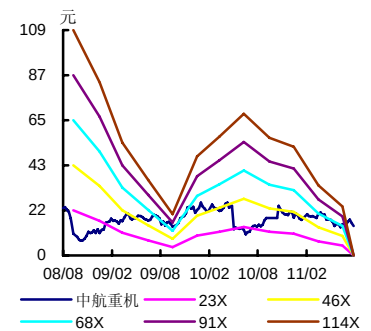
资本支出与经营活动现金流



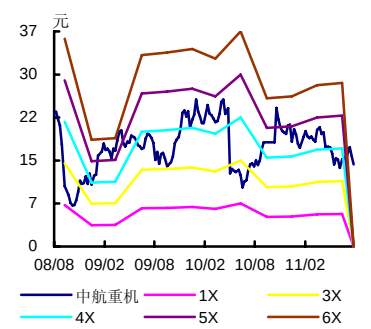
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发机械行业研究小组

真怡，分析师，中国航空研究院燃气涡轮研究所工学硕士、西北工业大学工学学士。先后在中国燃气涡轮研究所从事航空发动机研究设计工作、在国内资产评估事务所从事资产评估、价值咨询工作、在中投证券研究所从事行业研究工作，4 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

陈金东，分析师，厦门大学经济学硕士、机械工学学士，曾于中投证券研究所工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。张琦，研究助理，南开大学管理学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfzhangqi@gf.com.cn，0755-82739750。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。