

中航重机(600195)

公司研究/调研报告

内部整合影响短期业绩，转机即将来临

民生精品---调研报告/机械行业

2011 年 12 月 6 日

➤ 投资逻辑：航空锻件、液压件、热交换器垄断龙头，充分受益航空工业大发展

中航重机是中航工业集团 18 家 A 股上市公司中，唯一由集团直属管理的专业化上市公司，定位为集团的装备制造和新能源整合平台。经过一系列重组与整合，公司已经确定以铸锻件为核心、以液压件和新能源为补充的产业发展格局。公司具有体制优势决定的航空铸锻件、液压件、热交换器垄断地位，三者在国内飞机和发动机占比分别约 80%、70%和 50%。

我们对航空工业的基本判断是：研发投入爆发期+军机快速增长期+转包快速发展期+通用航空发展初期+产业链整合密集期，是未来十年较好的投资方向之一。

航空工业将是继汽车、高铁之后下一个加速向中国转移的交通装备。公司与 Rolls-Royce、GE、P&W、Goodrich 等签订了长期协议，并积极为空客、波音等公司开发转包业务。

➤ 航空锻件“经济性”全覆盖，市场占有率超80%，铸件资产未来仍有望注入

飞机和发动机的锻铸件重量占比分别为 85%和 80%左右，产值占比近 10%。经过几次资本运作后，公司已将中航工业旗下所有锻件公司收入囊中，未来再收购安吉精铸（2010 年营业收入 4 亿元，净利润 1408 万元）后将成为集团唯一铸锻件专业化公司。根据我们对主要航空发动机和整机企业了解，除少部分零部件自制和外包外，80%以上零部件由中航重机加工制造。

公司通过低吨位模锻压机和激光快速制造相结合实现了航空铸锻件全覆盖，将充分受益航空工业大发展。

➤ 中航激光即将注册完毕，RM在军民领域“经济价值”突出

区别于传统的“去除”成形方法，激光快速成形/制造工艺（Rapid Prototyping 或 Rapid Manufacturing，简称 RP 或者 RM）基于离散-堆积原理，根据三维计算机数字模型，采用逐层堆积的方法成形零件，适合于个性化、小批量、形状复杂、中空等零部件制造。RM 工艺具有无模特点，在新产品开发的小批量试制阶段具有无可比拟的优势，缺点是不适合大批量生产，而该工艺在国内尚处于初级试用阶段。

航空锻件主要为模锻件，用小型（三万吨以下）模锻压机和 RM 工艺覆盖所有航空锻件，是综合效益的最佳体现。与锻压工艺相比，RM 工艺在航空领域具有如下优势：(1) 大型锻件数量少，但必须由前期投入和折旧较大的大吨位模锻液压机完成，盈利能力较差，RM 工艺具有投入少但覆盖全面的特点；(2) 对于形状复杂的零件，锻压件材料利用率较低，而 RM 工艺材料利用率较高；(3) 锻件必须为实心结构件，而 RM 工艺可以加工空心零部件而达到减重目的。

根据 RM 领域知名专家处了解，北航王华明教授的 RM 工艺采用激光熔融粘结成形方法，技术成熟度较高，在钛合金和高强钢材料配方方面已经具备产品化条件。

中航激光成形制造有限公司（中航高新（中航重机控股 67%）出资 3,100 万元，中航重机出资 2,000 万元，王华明及其研发团队出资 3,000 万元，北航资产出资 1,000 万元，中航投资出资 500 万元，北京工业投资公司出资 400 万元）预计年底之前可注册成立，同时部分产品已经具备交货条件。

➤ 力源液压军民结合，与卡特彼勒合资液压泵公司预计明年初投产

中航重机液压件收入占比 13%，子公司力源液压是国内综合实力较强的军、民用高压柱塞液压泵/马达的科研、制造基地。目前，军品研制生产已达到 10 个系列 52 个型号，不仅为航空领域 90%以上的军机配套，同时还为航天领域液压伺服系统配套。近几年来还承担着国家高新工程多个重点型号研制配套和课题研究任务，保持了军品的高技术发展优势，在航空、航天军品配套领域具有不可替代的地位和作用。

谨慎推荐

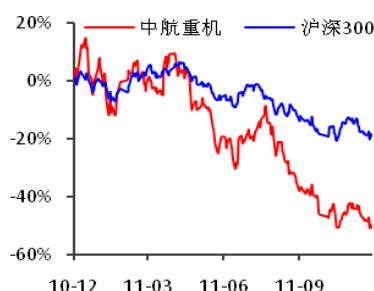
维持

目标价： 11.7 元

交易数据（2011-12-5）

收盘价（元）	8.76
近 12 个月最高/最低	21.83/8.72
总股本（百万股）	778.00
流通股本（百万股）	778.00
流通股比例%	100.00%
总市值（亿元）	68.15
流通市值（亿元）	68.15

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：张琢

执业证号：S0100510110002

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：刘利（行业专家）

电话：(8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

相关研究

1. 《机械行业 2012 年度策略报告-黎明前的黑暗，结构布局高端装备制造业》
2011.11.28

在民品领域，主要用于工程机械和农用机械。

液压件的技术进步尚需时日，合资模式仍然是短期内的主要投资方向。力锐液压系统有限责任公司（力源液压与卡特彼勒各出资 5000 万，各占 50% 股份）预计明年初投产，将以投资收益贡献利润。该公司的定位是成为卡特彼勒的 OEM 解决方案及柱塞泵和马达的供应商，实现卡特彼勒机器配套关键液压件（高压柱塞泵/马达）的本土化制造。

➤ 风电、燃气轮机等新能源业务短期亏损局面难以扭转，但预计公司将收缩阵线

公司新能源业务包括热交换器、燃气轮机和风电三个部分。贵州永红的热交换器产品主要配套航空、高铁等领域，前三季度业绩较好，未来有望保持稳定增长；风电业务板块和参股公司中航惠腾的亏损局面预计短期内难以改变；燃气轮机业务亏损仍将持续，但公司有意收缩阵线。

➤ 内部整合及军品订单交付延期影响短期业绩，预计明年完成实质性整合

除风电、燃气轮机等新能源业务受累行业下滑外，三季度业绩不达预期主要是因为公司在重组完成初期，内部管理和整合尚未完成，造成军工产品交付延期，预计部分产品将延期至明年交付，对明年业绩产生积极影响。公司是中航工业主要试点单位，管理层激励机制及其运作效果在集团内具有一定的示范作用。我们预计公司将于明年完成内部整合，分享航空工业大发展这一历史性机遇。

➤ 股价催化剂

- (1) 发动机重大专项有望于近期立项，公司将直接分享部分科研经费，同时可为研发企业提供涡轮盘等锻件（重量占比接近 80%）而间接收益；
- (2) 国际及周边局势进入动荡期，军机采购和研发投入有望超预期；
- (3) L15 教练机军方立项有望于明年上半年通过；
- (4) 中航激光注册成立并实现产品交付。

➤ 盈利预测与投资建议

研发投入、国际转包、军机采购等促使航空工业进入投资黄金期，中航重机是体制优势决定的航空铸锻件、液压件、热交换器垄断龙头，将充分受益航空工业大发展。资产重组后的内部整合进程导致近两年业绩低于预期，我们预计公司明年将完成实质性整合，部分军品订单挪至明年交付，激光快速制造、与卡特彼勒联营公司等从明年开始贡献业绩，未来仍有望收购安吉精铸，成为专业化航空铸件唯一平台；新能源业务亏损局面短期难以改变，但公司未来有望在新能源领域收缩阵线以减少亏损。航空工业未来十年快速发展确定性强，公司的垄断地位可适当给予估值溢价。我们维持公司“谨慎推荐”投资评级，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28、0.39 和 0.50 元，按照 2012 年 30PE 给予目标价 11.7 元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,191	5,440	6,670	8,191
增长率(%)	46.51%	29.81%	22.61%	22.80%
归属母公司股东净利润(百万元)	230	214	307	388
增长率(%)	-11.8%	-6.88%	43.17%	26.40%
每股收益(摊薄后, 元)	0.30	0.28	0.39	0.50
PE	31.26	33.57	23.45	18.55
PB	/	5.28	4.86	4.41
每股净资产(元)	4.37	4.65	5.05	5.56
毛利率(%)	24.2%	21.0%	21.7%	21.4%
净资产收益率 ROE(%)	8.4%	6.2%	8.3%	9.7%
EV/EBITDA	/	19.75	16.61	15.33

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	4,191	5,440	6,670	8,191
减: 营业成本	3,178	4,295	5,220	6,438
营业税金及附加	7	10	12	15
销售费用	98	109	133	164
管理费用	461	495	614	754
财务费用	98	158	176	186
资产减值损失	58	65	75	85
加: 投资收益	10	(35)	(40)	(35)
二、营业利润	301	273	401	515
加: 营业外收支净额	16	16	17	18
三、利润总额	317	289	418	533
减: 所得税费用	65	72	104	133
四、净利润	253	217	313	400
归属于母公司的利润	230	214	307	388
五、基本每股收益 (元)	0.30	0.28	0.39	0.50
主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	25.00	19.75	16.61	15.33
成长能力:				
营业收入同比	46.51%	29.81%	22.61%	22.80%
营业利润同比	3.0%	-9.5%	46.9%	28.6%
净利润同比	-4.27%	-14.33%	44.63%	27.7%
营运能力:				
应收账款周转率	3.40	2.84	2.69	2.69
存货周转率	3.89	3.76	3.59	3.60
总资产周转率	0.61	0.65	0.72	0.79
盈利能力与收益质量:				
毛利率	24.2%	21.0%	21.7%	21.4%
净利率	5.5%	3.9%	4.6%	4.7%
总资产净利率 ROA	3.7%	2.6%	3.4%	3.9%
净资产收益率 ROE	8.4%	6.2%	8.3%	9.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.42	1.37	1.38	1.41
资产负债率	56.9%	59.1%	59.8%	60.1%
长期借款/总负债	10.0%	9.9%	8.8%	7.9%
每股指标:				
每股收益	0.30	0.28	0.39	0.50
每股经营现金流量	0.04	(0.14)	0.14	(0.00)
每股净资产	4.37	4.65	5.05	5.56

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,952	1,448	1,274	1,017
应收票据	274	446	547	672
应收账款	1,600	2,230	2,735	3,358
预付账款	310	435	534	655
其他应收款	84	163	200	246
存货	1,217	1,675	2,036	2,511
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	5,470	6,398	7,325	8,459
长期股权投资	297	247	247	247
固定资产	1,287	1,603	1,537	1,490
在建工程	551	351	361	371
无形资产	239	235	294	288
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,422	2,435	2,439	2,396
资产总计	7,892	8,833	9,764	10,855
短期借款	1,136	1,321	1,421	1,521
应付票据	160	472	574	708
应付账款	1,053	1,460	1,775	2,189
预收账款	96	150	183	225
其他应付款	252	340	340	340
应交税费	7	(60)	10	10
其他流动负债	1,000	1,000	1,000	1,000
流动负债合计	3,850	4,685	5,302	5,994
长期借款	450	515	515	515
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	467	532	532	532
负债合计	4,492	5,216	5,834	6,525
股本	778	778	778	778
资本公积	1,104	1,104	1,104	1,104
留存收益	879	1,093	1,400	1,788
少数股东权益	640	642	648	660
所有者权益合计	3,400	3,616	3,930	4,329
负债和股东权益合计	7,892	8,833	9,764	10,855
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	32	(106)	112	(1)
投资活动现金流量	(416)	(185)	(70)	(85)
筹资活动现金流量	858	92	(76)	(86)
现金及等价物净增加	473	(200)	(34)	(172)

分析师与行业专家简介

刘利，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年钢铁、汽车行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所，从事机械、军工行业研究。

张琢，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，具有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。