

公司简评 航空动力 (600893.SH)

► 2009年3月26日

发动机稳定增长 转包增速面临压力

谨慎推荐 首次评级

分析师: 鞠厚林 ✉: juhoulin@chinastock.com.cn ☎: 010-66568946

1. 事件

3月25日公司公告:原吉生化银行卡上存在不良贷款、欠息和担保的记录,公司已发函请中粮集团解决上述问题。近期我们就公司的经营形势、财务费用等问题,与公司相关人员进行了直接的沟通,主要观点如下:

2. 我们的分析与判断

1) 发动机业务是公司收入的主体,目前公司的发动机包括秦岭发动机和涡喷8等,其中秦岭发动机目前处于稳定增长阶段,将是公司业绩稳定增长的重要动力;涡喷8的业务规模较小,未来增长速度也将低于秦岭。发动机部件业务包括太行发动机和昆仑发动机的关键部件,太行发动机约30%的部件是由公司生产的,公司部件业务近年的高增长在一定程度上与太行发动机相关。我们认为,未来两年公司发动机部件的增长将在20%以上,发动机业务的总体增长率为15%-18%的水平。

2) 公司是国内航空工业最早做国际转包业务的单位之一,转包业务规模在中航集团位于前列。业务模式已经从起步阶段的生产加工发展至与外商战略合作、风险共担的方式,目前公司参与设计的产品型号超过20个。2004年以来公司转包业务的复合增长率在30%以上,我们预计2008年公司转包业务产值接近2亿美元。

金融危机以来,公司的部分转包业务也受到影响,主要表现为一些订单的交付时间推迟,从而影响公司2009年的增长,因此2009年公司转包业务增速回落的可能性很大,我们预计2009年公司转包业务增长20%左右。根据订单情况,2010年增速将比2009年有所提高。

3) 2008年公司的财务费用较多,我们预计全年可能达2亿元左右。2009年公司的总体信贷规模减小的可能性不大,可能还会略有增长;利率水平虽有降低,但考虑到贷款合同的期限,2009年公司财务费用下降的幅度有限,不会对公司业绩产生显著的提升作用。此外原吉生化的不良贷款是否会给公司带来不利影响,我们将持续关注。

4) 根据集团的相关承诺,我们认为公司未来将成为中航集团航空发动机整合平台。沈阳黎明与贵州黎阳的资产和收入规模合计为公司的1.5倍以上,如果这些资产进入上市公司,公司的业务规模和利润将有大幅提升。不过目前公司整合集团发动机资产的时间还没有明确计划。

3. 投资建议

我们预测2009和2010年每股收益分别为0.34和0.42元。按30倍市盈率,公司2009年和2010年估值分别为10.2元和12.6元。考虑到公司未来两年可能整合集团资产大幅提高收益水平,因此给予“谨慎推荐”的评级。

航空动力 (600893.SH) 关键指标预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	2686	3402	4058	5109	5985
销售收入增长率	21.00%	26.66%	19.28%	25.90%	17.15%
净利润(百万元)	74.9	82.7	113.2	150.28	185.64
净利润增长率	11.40%	10.41%	36.88%	32.76%	23.53%
摊薄 EPS(元)	0.17	0.19	0.26	0.34	0.42
PE(X)	90.3	80.8	59.0	45.1	36.5
PB(X)	5.7	5.5	4.0	3.6	3.3
PS(X)	2.5	2.0	1.7	1.3	1.1
ROE	6.3%	6.8%	6.8%	8.0%	9.0%

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.6
优势	公司是国内航空发动机重点企业之一, 是部分型号产品的唯一供应商, 还参与太行发动机的部件生产。公司是国内航空系统最早从事转包业务的企业之一, 转包规模处于行业领先地位, 目前已发展到战略合作和风险共担阶段。	4.8
劣势	公司的发动机技术与国际先进水平相比, 仍有差距。	4.5
机会	我国未来几年航空工业将加速发展, 公司是航空发动机的重点企业之一, 技术水平和业务规模有较大的发展空间。中航集团将公司作为整合发动机资产的重要平台, 公司未来通过资产整合扩大业务规模的潜力很大。	4.8
威胁	金融危机对公司的转包业务带来压力, 目前有部分订单要求推迟交付, 将在一定程度上影响公司业绩增长。	4.5

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.7
供应商力量	航空发动机供应商主要为系统内企业和有相应资质的企业, 合作关系较为紧密, 公司的谈判力量较强。	4.6
新进入壁垒	航空制造技术壁垒和资质壁垒很高, 客户关系基本确定, 其他公司新进入这个领域的可能性很小。	4.7
客户力量	客户主要为飞机制造公司, 谈判力量较强, 但发动机生产相对垄断, 因此公司有一定的谈判能力。	4.5
替代产品	没有替代品。	4.9
竞争对手	发动机与飞机型号是对应的, 因此公司的整机业务没有实质的竞争对手。转包业务的竞争对手主权在亚洲和欧洲地区, 公司成本优势明显。	4.7

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、航空动力（600893.SH）、洪都航空（600316.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908