

军工行业

庞琳琳 董建华

010-88092288-3705

spyyzyq@126.com

强劲的动力，广阔的前景

——航空动力（600893）调研报告——

2009年3月27日

谨慎持有

市场表现（2008.3.27~2009.3.27）



来源：WIND 资讯，西南证券

市场数据

总股本（百万股）	442.34
流通股（百万股）	121.08
限售流通 A 股（百万股）	321.25
总市值（亿元）	68.69
52 周最高/最低股价（元/股）	8.34/17.39

主要财务指标及估值（百万元）

指标	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,289.43	3,948.91	4,382.96	4,809.81
增长率	25.03%	20.05%	10.99%	9.74%
净利润	93.04	124.49	157.30	171.56
增长率	20.34%	33.80%	26.36%	9.07%
每股收益（元）	—	0.26	0.36	0.39
市盈率(倍)	79.75	59.18	43.67	40.04

相关研究

《即将完成美丽变身，业绩如何已不重要——航空动力（600893）半年报及重大资产重组点评》，2008年8月15日

投资摘要：

- 航空发动机制造和零部件转包生产为公司业务的主要支撑。我国航空发动机制造业面临前所未有的发展机遇和巨大的市场前景，作为我国航空发动机制造业的主力企业，航空动力将充分享受行业的发展机遇和市场前景。
- 公司承担秦岭和涡喷 8 的整机制造，承担太行和昆仑的核心部件制造，秦岭、太行和昆仑为我国最先进的航空发动机，均装备于我国现役防务武器。一段时期内，秦岭仍为业务的主要来源，将保持平稳增长，而太行则为中长期高速增长的最大动力源。
- 公司是名副其实的国内最大的航空发动机零部件转包生产企业，而且是国内第一家以 RSP 方式参与转包生产的企业，我们长期看好这块业务的发展，但短期内受国际金融危机影响，增速恐将显著放缓。
- 作为中航工业集团发动机板块唯一的整机制造上市公司，公司板块整合平台地位显著，未来几年将会获得持续的资产注入，尤其是沈阳黎明的资产更为我们所期待。
- 由于新产品尚未大规模量产，未来几年公司收入增速将适度放缓，毛利率会有小幅提升。与军工板块和制造业板块相比巨大的差距也让人看到了公司巨大的潜力，不过，我们认为，随着上市后管理的规范、效率的提升，公司管理费用率和财务费用率会有所下降，但期待会有很大的幅度却不现实。
- 我们估算公司 08 年、09 年和 10 年可实现基本每股收益 0.26 元、0.36 元和 0.39 元，目前估值偏高，短期内建议“谨慎持有”，注意交易性投资机会。从中长期看，内生、外延均有亮点，我们强烈看好。

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

2008 年西航集团借壳 S 吉生化将其拥有的航空发动机（含衍生品）批量制造业务、航空发动机零部件外贸转包业务及非航空产品制造业务相关的经营性资产注入上市公司，几近实现整体上市，并更名为“航空动力”。交易完成后，公司变身为航空发动机制造企业，成为名副其实的中国航空动力第一股。

一、作为主力企业，西航充分享受我国航空发动机制造业发展机遇

研制航空发动机技术难度大，投资多，周期长，风险大，世界上能搞飞机制造业的国家不少，而能独立研制发展航空发动机的只有美、英、俄、法等少数几个国家。拥有研制先进航空发动机的技术实力不仅可以提升军事实力、满足现代国防装备的需求，而且先进航空发动机技术也可以转化为民用，基础工业的各个领域也将显著受益，拥有广阔的军民用市场需求。

航空发动机制造一直是中国航空工业的软肋，发达国家都对军用航空发动机核心技术实行严密封锁，走独立自主研制航空发动机道路，研制发展先进水平的航空发动机是我国的必然选择。随着太行、秦岭及昆仑三大发动机的研制成功，尤其是属于三代机水平的太行问世，实现了我国军用航空发动机从第二代向第三代、从涡喷向涡扇、从中等推力向大推力的跨越；同时也意味着，在发生大规模常规战争的情况下，我国能够独立大批量地生产三代战机补充前线，显著提升我军作战能力。未来在三代机的基础上进一步改型，还可以将歼 10 改进到三代半，随着三代发动机的设计定型，我国还可以正式进入四代机的研制工作，逐步缩小与美、俄等先进国家的差距。有了先进的军用涡扇发动机，我们就可以在此基础上衍生出大涵道比的民用涡扇发动机，我们的大型军事运输和大型民用客机也就有了自己的动力，解决国产大飞机没有国产发动机的尴尬。同样，在军用涡扇发动机基础上，我们还可以生产出发电用的燃气轮机，生产出护卫舰、驱逐舰用以及未来航空母舰的燃气动力。

一个国家，没有独立自主研制发展的航空发动机事业，就没有独立自主发展的航空工业；没有先进的航空发动机事业，就没有先进的航空工业。2006 年 1 月我国已正式把大飞机（包括大型军事运输机和大型民用客机）和大飞机发动机项目确定为《国家中长期科学和技术发展规划纲要》的 16 个重大专项之一，并将研制我们自己的大飞机（含发动机）上升到了国家意志，这为我国航空发动机技术的提升提供了机遇，也给国内航空发动机制造企业创造了前所未有的发展机会。

目前，中航工业集团下有六大航空发动机制造企业：西航发动机、沈阳黎明、贵州黎阳、成发集团、南方动力和哈尔滨东安发动机。这其中，西航集团作为我国三大航空发动机生产基地之一，产品线最为丰富，在秦岭、昆仑和太行的研制过程中积累了先进发动机的制造工艺、材料等方面的核心技术和研制经验，在长达 20 多年的研制过程中也投入了巨大的财力、物力和人力，因此，这种技术和经验是其他企业难以模仿的，也正是这种独具的积累使西航无论在国产现役先进发动机还是未来更先进型号的研制中都居于主力位置。

我们认为，作为我国航空发动机制造业的主力企业，西航集团将充分享受我国航空发动机制造业的发展机遇和市场前景。

表 1，国内主要航空发动机制造企业概览

企业	主要研制项目	参与发动机型号
西航发动机	轰炸机、战斗轰炸机、大型军用运输机动力及与黎明合作研发大推及高推歼击机动力	秦岭、涡喷 8 整机，太行、昆仑核心部件
沈阳黎明	与西安航空动力合作研发大推及高推歼击机动力	太行、昆仑整机，涡喷 5、涡喷 6 甲
贵州黎阳	中推涡喷歼击机动力	涡喷 7、涡喷 13 系列整机
成发集团	教练机动力，目前也在进行新型其它用途发动机研发	涡喷 6 乙
南方动力	直升机动力、螺旋桨发动机	活塞 5、活塞 6 系列、涡桨 5 系列和涡桨 6 系列
哈尔滨东安	直升机和运输机动力，直升机减速传动系统及飞机附件传动系统	活塞 7、活塞 8

资料来源：西南证券研发中心整理

二、航空发动机制造和航空发动机零部件转包为两大支撑

公司目前拥有航空发动机制造、航空零部件转包生产和民品三大主业。其中，航空发动机制造业务占据总收入的半壁江山、高达 58%，航空零部件转包生产业务占比 26%，而民品和其他业务占比较小。

图 1，历史三年公司收入情况（单位：元）

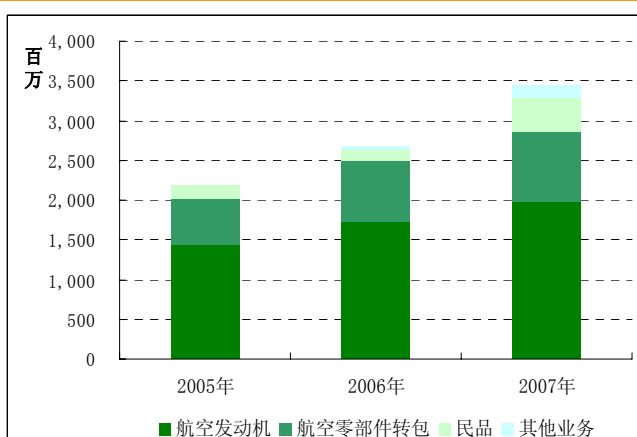
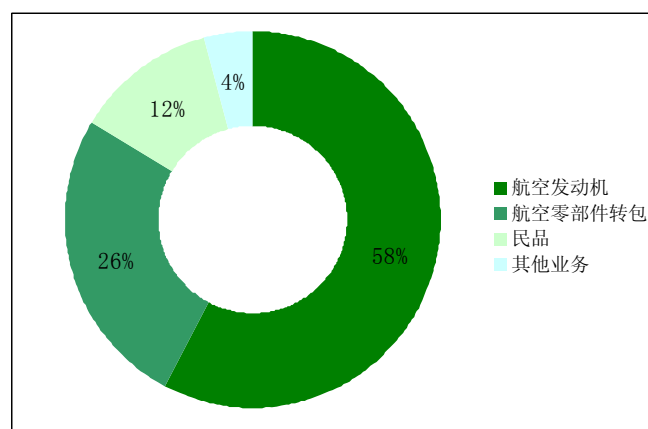


图 2，2007 年公司收入结构



来源：公司公告，西南证券研发中心

1、航空发动机制造业务：秦岭挑大梁、太行寄希望

作为我国三大航空发动机生产基地之一，公司产品涉及到了我国第一代至第四代航空发动机几乎全部型号。公司承担秦岭和涡喷 8 的整机制造，承担太行和昆仑的核心部件制造，另外还开展舰船用燃气轮机、导弹零部件及三代机改型、四代机预研等工作。

表 2，公司发动机产品简介

发动机型号	生产部件	配套机型
秦岭	整机	飞豹
太行	燃烧室和高压涡轮	歼 10、歼 11
涡喷 8	整机	轰 6
昆仑	高压压气机单元体	歼 7、歼 8
GT25000	燃气发生器	燃气轮机

资料来源：西南证券研发中心整理

● 秦岭发动机

秦岭为我国引进的英国罗尔斯·罗伊斯公司“斯贝”发动机—MK202 的国产化型号，MK202 曾给 60~70 年代第二代战斗机“鬼怪”—F-4 式战斗机配套，西航集团于 1975 年底通过中航技公司与罗尔斯·罗伊斯公司签订了专利许可权和生产合同进行引进，2007 年 12 月生产定型，其国产化研制成功填补了我国自主生产加力式涡扇发动机的空白，为我军主战装备“飞豹”提供了源源不断的动力。

“飞豹”为我军主战歼击轰炸机，1988 年首飞，1998 年装备于部队。“飞豹”战机已列装多年，考虑到其为我国目前唯一的歼击轰炸机，兼具歼击机和轰炸机功能，仍会有 15 年以上的生命期，在今后比较长的时间内，是我国主要的战役支持性空中力量。近期我国东海、南海出现了一些突发事件，估计今年“飞豹”可能还有一定增量的应急需求，这也意味着与之配套的“秦岭”发动机需求也会有一定的增量。

● 涡喷 8

涡喷 8 属于我国第一代航空发动机行列，主要给轰 6 配套。轰 6 是 1968 年底首飞成功，自 1969 年起批产，目前基于轰 6 有空中加油机和预警机等多种改型。作为一款老型轰炸机，而且替代机型可能会在未来几年完成研制，因此，我们认为轰 6 军队列装需求已很小，所以发动机需求也很小。不过，近期我国周边形势又有新的变化，作为权宜之计，轰 6 今年可能会有一定量的增幅，也同时带来涡喷 8 发动机的需求增量，但估计增幅不大。

● 太行发动机

太行为大推力涡轮风扇发动机，属于三代机动力水平，可为我国数型飞机提供动

力，在一定程度上缓解了发动机对飞机发展的制约。太行发动机于 2005 年底设计定型，目前处于试制阶段，主要是替代歼 10、歼 11 战斗机上使用的俄罗斯 AL-31FN 发动机。在这个平台上之后的系列研发还可以更为便捷地开展新型发动机预研，大大缩短研制周期。

歼 10 和歼 11 均处于列装初期，全面形成战斗力还需要一段时间。未来，二代战机将会逐步退出装备，亟需三代战机的补充，我国的航空母舰需要的舰载机也可能从三代机中产生。估计我国目前第三代战斗机总数不到 500 架，未来需求量巨大，保守估计至少 1200 架。AL-31FN 作为歼 10 的配套发动机，拥有推力大、体积小、可靠性高的优点，而国产太行涡扇发动机推力比 AL-31FN 更大，鉴于其更长的使用寿命和经济性，歼 10 和歼 11 将会逐步换装成太行发动机。但据了解我们的“太行”在后勤维护、安全系数、使用操作等方面有不足，虽然主要技术指标方面达到了三代航空发动机的标准，但是还需要很长的时间来进行各方面的完善和改进。

作为与三代战机配套的太行发动机未来需求前景广阔，但期待其进入高增长期还有待时日。公司承担太行发动机燃烧室和高压涡轮两大核心部件的生产，占太行制造份额的 30%~40%，预计公司将于今年开始进入太行核心部件的小批量生产阶段。

● 昆仑

昆仑系列发动机是我国第一台走完自行设计、试制、试验、试飞过程的航空发动机，是国内目前最先进的中等推力级的军用涡喷发动机。研制从 1984 年 6 月开始，1993 年首飞成功，2001 年底终于试制成功，用于歼 7 和歼 8 系列飞机。目前，由于三代机歼 10、歼 11 的逐步列装，歼 7 已逐步淘汰，歼 8 也经过了主要列装期，新的改型还有一定的需求，但总体来说歼 8 已无增长。

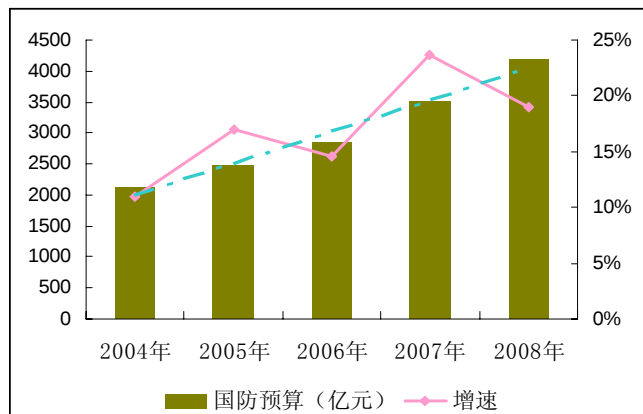
● GT25000

我国 1994 年引进乌克兰 GT25000 舰用燃气轮机生产许可证后，中船 703 所、西安航空发动机公司、哈尔滨动力集团等参与国产化，截至目前已基本完成国产化，用于部分军舰上。GT25000 舰用燃机仿制成功将大大提高舰用动力水平，但是其技术起点不高，仅能解决燃眉之急。加之前不久我国国家科技部 863 先进能源技术领域计划燃气轮机重大专项课题之一——R0110 重型燃气轮机研制获得重大突破，而且 R0110 舰用型号论证工作已经开展，可以作为中型常规航空母舰的主动力，所以 GT25000 军用需求不大。GT25000 可以改造用于石油管道增压和工业发电，目前处于市场开发阶段，未来增长还不确定。

自 20 世纪 90 年代以来，我国逐步加大了对国防的投入力度，国防费用保持年均 10% 以上的增速，尤其是近年来，平均增幅提高到了 18% 以上。即使这样，我国对国防军工的投入力度仍不是很大，和世界上绝大多数国家相比，无论是绝对数，还是占 GDP 比重均处于较低的水平，仍有一定的上升空间。

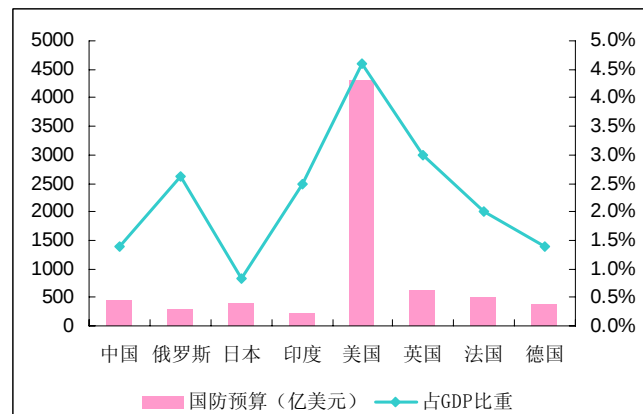
近期，国际上主要大国在宏观经济吃紧的情况下并没有放慢扩充军力的步伐，相反，美国、俄罗斯、法国先后宣布将提高未来 1 个财政年度内的军费开支，提高幅度分别为 15%、20%和 12%；而沙特、印度、委内瑞拉这样的地区性大国也纷纷抛出金额庞大的国际军购大单。我们认为，未来几年，我国国防投入仍将保持较快增长，年均增速至少达到 15% 的水平。

图 3， 我国国防军费预算增长情况



来源：西南证券研发中心整理

图 4， 2007 年部分国家国防预算支出比较



来源：西南证券研发中心整理

《2008 年中国的国防》白皮书强调了对部队兵种建设的新要求，拉起了我军军事装备升级的大幕。空军适应信息化作战要求发展新型战斗机，基本形成以第三代飞机和地空导弹为骨干，以第二代改进型飞机和地空导弹为补充的主战武器装备体系；同时，也提出了对海军和陆军航空兵的建设要求。

国防军费的投入直接拉动了对武器装备的需求，而且为适应新时期国防战略和兵种建设要求，国防费用也会相应出现结构性变化，我们判断航空领域的投入比重将会增加，其增速将显著高于国防整体投入的增速，而大飞机（包括大型军事运输机和大型民用客机）和大飞机发动机作为国家重点专项，尤其发动机更是我们的软肋，为重中之重，至少达到年均 20% 以上的增速水平。

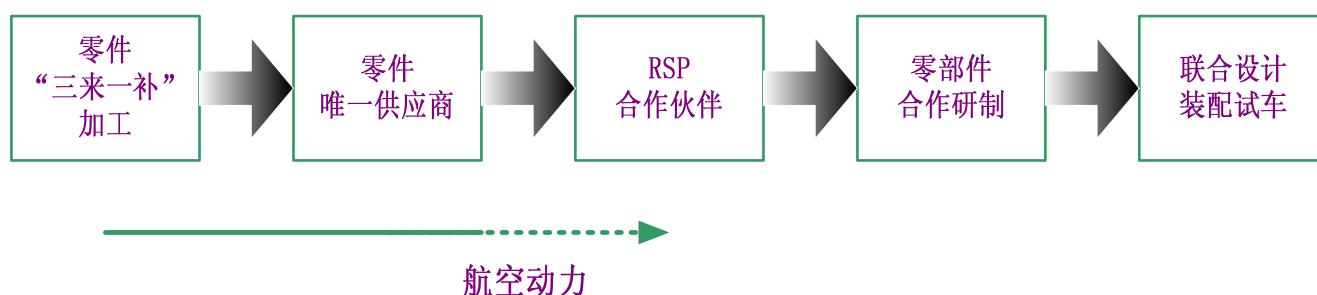
综上所述，一段时间内秦岭仍为公司航空发动机制造业务的主要利润源，将 10~15 年内保持平稳增长，涡喷 8 和昆仑短期内或有增量、长期已无增长。而太行作为我国最先进的三代战机动力，适应国防战略要求和部队兵种建设的需求，将会有爆发性增长，是公司未来 3~15 年高速增长的最大动力，最值得我们期待；目前阶段尚未形成大量批产，短期对业绩贡献有限。另外，GT25000 作为权宜之计，军用领域仅能解燃眉之急，而民用市场还不明朗。

2、航空零部件转包生产业务——短期增速恐将显著放缓，长期仍看好

公司外贸转包生产的产品包括民用航空发动机精铸、精锻叶片，盘、环类零件和结构件等，以盘、环类为主，占整个转包收入的 50%以上，为英国罗罗公司、美国通用电气公司、美国普惠公司、法国斯奈克玛公司及加拿大普惠公司生产的航空发动机或燃气轮机配套。

公司于 1978 年开始做外贸转包生产，在国内航空业起步较早，产品主要通过中航技交付国外客户，1996 年起不再通过中航技，而是直接向国外客户交付。目前公司产品有 1000 多个件号，涉及到 22 个发动机型号，同国际上主要航空发动机制造商均有业务联系，公司也在积极开发新领域、新客户，除航空产品外还涉足了石油装备、医疗、发电、机械等六类非航空产品。

图 5，公司航空零部件转包生产演进历程

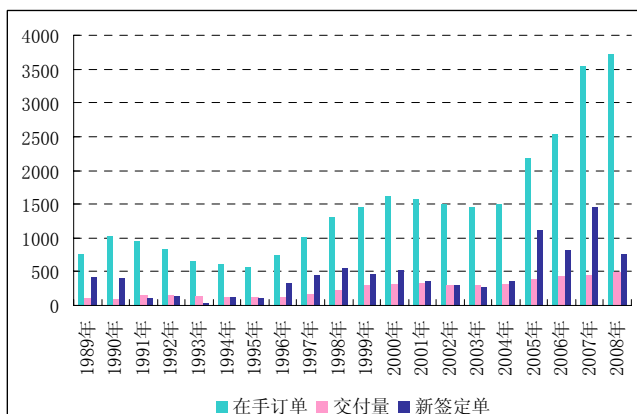


资料来源：西南证券研发中心

为解决产能不足，实现外贸转包生产逐步与母体分线，公司在西安出口加工区组建了专业从事航空发动机零部件外贸转包的莱特公司，通过走专业化发展道路，促进公司外贸转包生产做大做强。计划分两期完成投资，一期 6400 平方米厂房是租赁的，二期 3.5 万平方米的厂房即将竣工交付，计划实现年均增长 30%，年 1.6 亿美元的生产交付能力，利润总额接近 1.4 亿元人民币，利润率达到 10%以上。莱特公司 07 年 9 月底投产，当年产值达到 300 万美元，08 年更是实现 3700 万美元的收入。

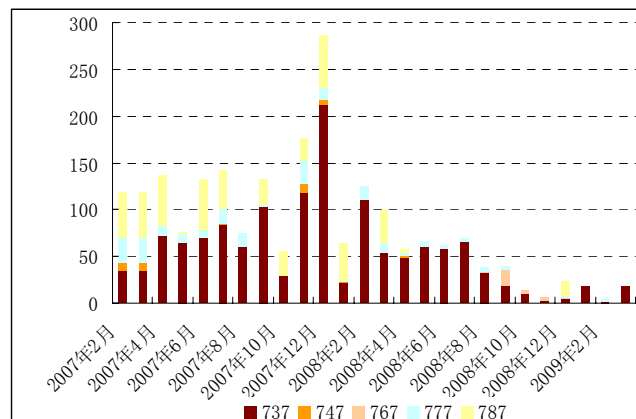
公司 06 年外贸转包收入突破 1 亿美元，07 年 1.6 亿美元，08 年 1.977 亿美元，规模增长很快。除公司外，国内从事航空发动机零部件外贸转包的企业还有沈阳黎明和成发科技两家企业。据了解，沈阳黎明 08 年外贸转包收入约 5000 万美元，成发科技约为 1.1 亿美元，整个中航工业发动机零部件转包收入约为 4.4 亿元，公司占比近 45%，是名副其实的国内最大的航空发动机零部件外贸转包生产企业。而且，公司正在进行“RSP 风险合作伙伴”转包阶段的尝试，是国内第一家以 RSP 方式参与转包生产的企业；公司参与了通用 CF34-3 发动机项目，目前交付额不大，占转包总交付额的 5%左右，但这种合作模式的提升，有利于公司进一步扩大转包生产规模，并享受更高的转包收益。

图 6，空客飞机交付量及订单量统计



来源：空客，西南证券研发中心

图 7，波音每月新签订单量统计



来源：波音，西南证券研发中心

目前,受国际金融危机影响航空运输业持续萎缩,统计数据显示,航空货运量1月份继续走低,同比下跌23.2%,全球制造商都在努力减少运输,尤其是航空货运;客运方面,旅客周转量同比下降5.6%,显示客运量仍然非常疲弱。据国际航空运输协会最新预测,今年的全球航空客运需求将下降5.7%,货运需求将下降13%;相比之下,去年12月份预测的客、货运需求降幅分别为3%和5%。航空运输业的萎缩直接导致了上游航空制造业国际需求的下降。

统计数据显示,世界两大航空制造业巨头——波音和空客公司新签订单均出现大幅下滑,08年两家公司分别新签订单669架和777架,仅为07年的47%和53%;从分月数据看,进入08年后波音公司每月新签订单呈明显的递减趋势,09年二月份更是只有4架,仅为最高峰时的1.39%。在飞机交付量保持平的状态下,两大公司的在手订单量却维持在较高水平,那么在航空运输持续萎缩的趋势下,各航空公司未来新签订单的动力也将大幅下降。因此,我,我们预计09年波音、空客新签订数量还将继续下滑至少50%。

因此,我们认为短期受国际金融危机影响可能遭遇订单延迟或缩减的风险,外贸转包这块发展速度将有所放缓。同时,我们注意到,上游飞机制造商在手订单量仍维持在高水平,所以未来1~2年公司转包交付量下滑速度不会很大,但随后恐将面临较大的下滑风险。不过,鉴于公司转包产品范围的逐步丰富以及转包技术的升级,加之金融危机带来的低成本产业转移加速,我们还是相当看好公司这块业务中长期的发展前景。

3、民品业务——规模尚小，影响有限

公司的民品主要包括铝型材、风力发电机、太阳能发电装置、烟气轮机等。这部分业务占比较小,对公司业绩影响不大。

表 3，民品业务下主要子公司

名称	股权比例	主要业务
商泰公司	75%	经营和代理各种商品及技术的进出口业务。
铝业公司	88.12%	铝型材生产制造，室内外装饰、装修工程的设计和施工，钢结构施工。
维德公司	60%	生产风力发电机及相关零部件，工程设计、安装及售后服务。
设备安装公司	100%	机电设备安装、土建工程等。

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

三、后续资产注入有待期待

中航工业发动机分公司成立后，其资产整合也就被提上了日程。我们前面提过，除了西航外，中航工业集团下还有五大航空发动机制造企业，分别是沈阳黎明、贵州黎阳、成发集团、南方动力和哈尔滨东安发动机。其中，沈阳黎明拥有我国最先进的军用航空发动机总装业务，承担三代战机动力——太行发动机的总装业务，08 年实现销售收入 51 亿元，转包收入突破 5000 万美元，其收入和资产规模与西航相当。南方动力则是我国主要的涡轴发动机及教练机发动机的制造企业，收入、资产规模约为西航、黎明的一半；黎阳公司收入和资产规模更小一些，估计 08 年收入不到 20 亿元。中航工业集团去年提出 3~5 年内实现分公司整体上市的目标，未来 2~4 年将会分布实施发动机板块的资产整合。那么，作为该板块唯一的发动机整机上市公司，公司板块整合平台地位显著，未来几年将会获得持续的资产注入，尤其是沈阳黎明的资产更为我们所期待。但由于一些企业负担也较重，也暂不具备注入条件，需要经过梳理、剥离完成后才适合实施，要耐心等待。

四、收入增速放缓，毛利水平小幅提升，财务费用率难大减

1、收入增速放缓

由于新产品尚未大规模量产，我们假设公司未来三年航空发动机制造业务增速将放缓，考虑 09 年可能会有应急需求，因此 09 年增速与 08 年持平，而 10 年则减小到 8%；转包业务由于受金融危机的影响将逐步显现，所以我们假设 09 年和 10 年转包收入增速分别为 16% 和 15%；而民品业务前景还不明朗，我们姑且认为其维持原状。因此，我们预测公司 08 年、09 年和 10 年主营业务收入增速分别为 20.05%、10.99% 和 9.74%，增速逐年放缓。

表 4，公司主营业务收入分项预测

单位：百万元

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
航空发动机	1,447.81	1,725.74	1,979.77	2,177.75	2,395.52	2,587.16
增长率	——	19.20%	14.72%	10.00%	10.00%	8.00%
航空零部件转包	567.75	764.84	890.24	1,351.75	1,568.03	1,803.23
增长率	——	34.71%	16.40%	51.84%	16.00%	15.00%
民品	163.82	140.38	419.41	419.41	419.41	419.41
增长率	——	-14.30%	198.76%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务收入	2,179.37	2,630.96	3,289.43	3,948.91	4,382.96	4,809.81
增长率	——	20.72%	25.03%	20.05%	10.99%	9.74%

资料来源：西南证券研发中心，公司公告

2、毛利水平小幅提升

随着太行发动机的小批量生产，公司航空发动机制造业务的毛利率也将会有所提升，我们保守假定 08 年、09 年和 10 年分别为 18.5%、19%和 19%。公司转包业务毛利率 07 年有一定下滑，主要原因有三：首先，07 年新成立的莱特公司前期投入费用较大，造成毛利率较低，进而影响到转包整体业务的毛利率；另外，07 年起转包产品由来料加工 转为进料加工，产品结构发生变化也影响到毛利率，第三，与 GE 的专项协议投入转移费用，减少 07 年毛利率约 300 万美元；随着莱特公司的逐步量产，转包产品的毛利率也会慢慢回升，而且假设未来几年不再有专项协议投入的转移费用，我们认为公司转包生产业务的毛利率会较 07 年小幅回升。民品业务毛利率假定为 18%。那么 08 年、09 年和 10 年公司综合毛利率率预测值将为 17.76%、18.19%和 18.16%，较 07 年有小幅提升。

表 5，公司主营业务毛利率分项预测

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
航空发动机	20.22%	17.60%	17.97%	18.50%	19.00%	19.00%
航空零部件转包	15.02%	20.89%	15.00%	16.50%	17.00%	17.00%
民品	12.31%	11.21%	23.82%	18.00%	18.00%	18.00%
综合毛利率	18.27%	18.22%	17.91%	17.76%	18.19%	18.16%

资料来源：西南证券研发中心，公司公告

3、财务费用率难大减

关于公司管理费用和财务费用问题一直是比较受关注的。我们统计了过去三年公司与军工板块、制造业的相关比率数据，公司管理费用率虽成下降趋势，但与军工板块和制造业相比仍显偏高，而财务费用费用率却是逐年提高，显著高于军工板块和制造业。

图 8，管理费用比较

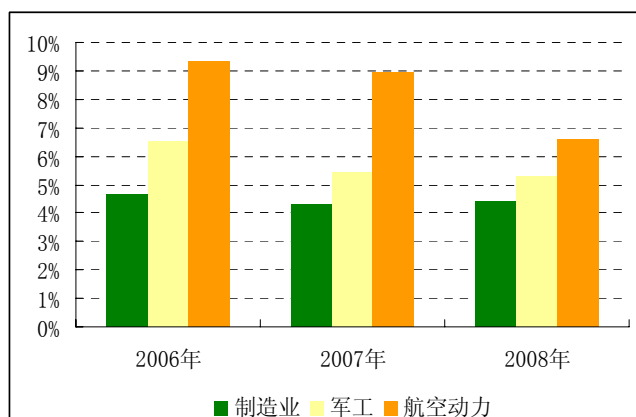
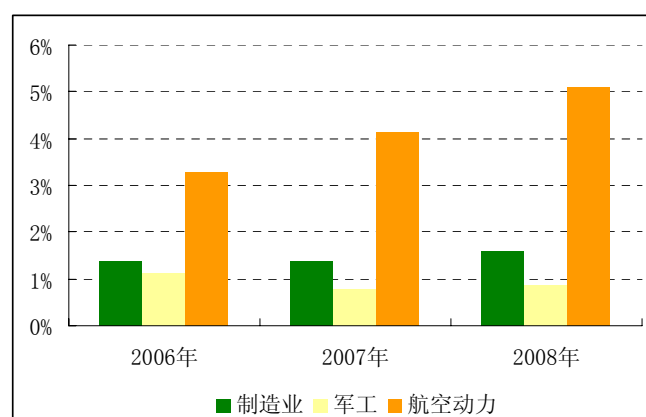


图 9，财务费用比较



注：整体法，航空动力 08 年的数据取自公司备考合并预测。来源：WIND，公司公告，西南证券研发中心。

过高的管理费率 and 财务费用率吞噬了公司的大部分利润，直接导致了较低的净利润率，同时，与军工板块和制造业板块相比巨大的差距也让人看到了公司巨大的潜力，综合考虑各方面因素，我们认为，随着上市后管理的规范、效率的提升，公司管理费用率和财务费用率会有所下降，但期待会有较大的幅度却不现实。

尤其是财务费用，短期内期待大减不太可能。公司的财务费用结构中，汇兑损失占比不大，我们假定 09 年和 10 年美元兑人民币汇率变化幅度不大，因此，我们暂不考虑汇兑损失，重点关注占比 90%以上的利息费用这块。

公司有息负债中，短期借款和长期借款占比基本相当，随着贷款利率的下调，短期借款的利息费用肯定要下降，而对于长期负债的利息支出公司则无能为力。而且因此一些新产品及技改项目还需要一定的投入，在重组完成后，公司还将会择机启动融资，在此之前可能还需要借款，以解燃眉之急。

综合考虑，我们初步假定公司 09 年和 10 年管理费用率和财务费用率与 08 年基本持平。

（08 年参照公司备考合并预测利润表）未来随着公司进一步发展，逐步完善现代化企业制度，其管理费用率也将会逐步降低。公司资产负债率水平一直较高，达 70%以上，而且公司流通股占比较小，因此，我们判断重组完成后，公司下一步的融资计划可能会采取股权融资形式，可以降低较高的资产负债水平，流动资金的增加也可以用于偿债，从而减少利息支出，从而降低较高的财务费用。

图 10，财务费用构成

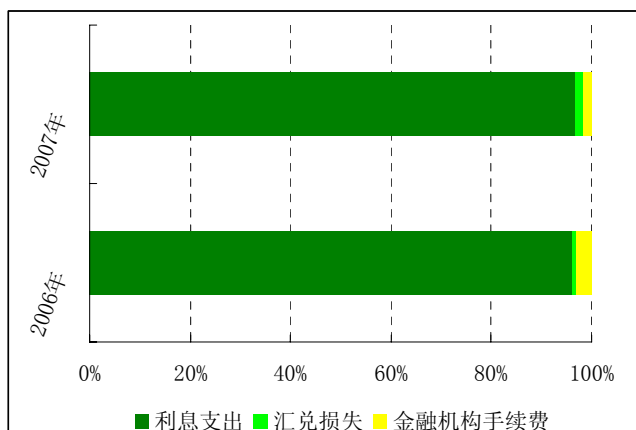
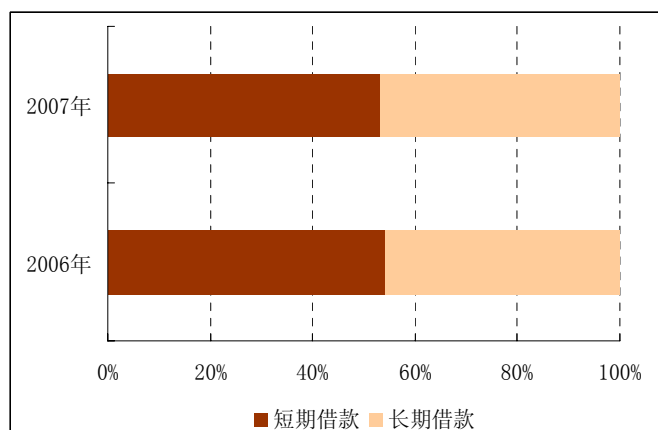


图 11，有息负债构成



来源：公司公告，西南证券研发中心

五、估值与评级

基于以上假设，我们做出了公司 08 年、09 年和 10 年的利润表预测。公司 08 年、09 年和 10 年可实现营业收入 3,948,906,848.43 元、4,382,960,956.72 元和 4,809,806,578.94 元，归属母公司税后净利润 116,068,489.55 元、157,299,932.43 元和 171,563,705.71 元，以总股本 442,336,763 股计算，则 08 年、09 年和 10 年可实现基本每股收益 0.26 元、0.36 元和 0.39 元。

公司所处航空发动机制造行业前景强烈看好，作为行业内的主力企业将充分享受行业的发展机遇，而且作为中航工业发动机板块唯一的整机制造上市公司，其板块整合平台地位显著，后续将会整合中航工业旗下的其他优质航空发动机制造资产，内生、外延均有亮点，中长期强烈看好。公司 3 月 26 日股票收盘价为 15.53 元，对应市盈率分别为 60 倍、43 倍和 40 倍，目前阶段估值水平偏高，短期内建议“谨慎持有”。公司股价在重组完成复牌后涨幅较大，之后必然有调整的过程，波动会比较大、也较频繁，请投资者关注交易性投资机会。

表 6，利润表预测

单位：元

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2,686,354,541.96	3,434,685,426.36	3,948,906,848.43	4,382,960,956.72	4,809,806,578.94
减：营业成本	2,190,151,313.65	2,810,582,705.08	3,247,491,095.10	3,585,753,050.24	3,936,202,084.47
营业成本/营业收入	81.53%	81.83%	82.24%	81.81%	81.84%
营业税金及附加	1,944,162.91	3,644,438.47	3,537,000.00	3,925,778.32	4,308,100.07
营业税金及附加/营业收入	0.07%	0.11%	0.09%	0.09%	0.09%
销售费用	61,715,799.85	72,206,860.96	94,655,200.00	105,059,466.30	115,290,945.36
销售费用/销售收入	2.30%	2.10%	2.40%	2.40%	2.40%
管理费用	250,586,886.19	307,140,758.65	259,289,492.58	284,015,870.00	311,675,466.32
管理费用/销售收入	9.33%	8.94%	6.50%	6.48%	6.48%
财务费用	87,503,397.00	141,993,892.45	201,713,700.00	219,148,047.84	240,490,328.95
财务费用/销售收入	3.26%	4.13%	5.00%	5.00%	5.00%
资产减值损失	7,144,486.99	15,788,189.40	17,340,000.00	0.00	0.00
其他经营收益	1,612,585.00	5,114,470.69	4,772,350.00	0.00	0.00
营业利润	88,921,080.37	88,443,052.04	129,652,710.75	185,058,744.03	201,839,653.78
营业利润/销售收入	3.31%	2.57%	3.28%	4.22%	4.20%
加：营业外收支	-4,177,553.36	9,653,029.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	84,743,527.01	98,096,081.35	129,652,710.75	185,058,744.03	201,839,653.78
减：所得税	7,427,710.16	5,055,718.15	5,165,221.20	27,758,811.61	30,275,948.07
所得税率	8.76%	5.15%	3.98%	15%	15%
净利润	77,315,816.85	93,040,363.20	124,487,489.55	157,299,932.43	171,563,705.71
减：少数股东损益	2,371,763.78	6,899,409.80	8,419,000.00	0.00	0.00
归属母公司的税后净利润	74,944,053.07	86,140,953.40	116,068,489.55	157,299,932.43	171,563,705.71
总股本	442,336,653	442,336,653	442,336,653	442,336,763	442,336,763
每股收益（元）	0.17	0.19	0.26	0.36	0.39

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>