

航空动力 600893.SH

东方证券军工&电子研讨会（贵阳）系列报告之三 主业前景广阔，衍生品孕育亮点

研究结论

- **国内高性能发动机进入成熟期，公司主打防务产品供不应求。**今年上半年，公司以国内防务产品市场为主的航空发动机及衍生产品实现营业收入12.5亿元，同比增幅72.3%，是公司三大业务板块中增长最快的。作为龙头企业，公司业务的这种增长，反映了近年我国航空发动机产业的现状：一方面，我国自主研发的高性能航空发动机如“太行”和“秦岭”等技术不断成熟，形成系列化发展趋势；另一方面，随着我国空军现代化建设的提速，三代战斗机批量列装，相关国产发动机需求逐年扩大。目前，公司航空发动机相关产品处于供不应求的情况，业务规模增长受制于公司产能。凭借国内市场的支撑，公司业绩将实现较快增长。
- **增发平稳推进，募投项目助公司解决产能瓶颈。**今年5月，公司公告拟通过增发募集资金，其中包括第三代航空发动机零部件扩充产能项目的投资需求。项目实施以后，公司第三代航空发动机的零部件年生产能力可以从目前的2400套提高到年产4800套，基本满足预计的第三代航空发动机零部件订货量每年5000套左右的水平。该项目达产后，可以满足近期防务产品的需求，同时为公司主业增长奠定了基础。
- **大型燃气轮机，斯特林发动机孕育未来亮点。**大型燃气轮机在发电、动力方面具有明显优势，市场容量可观。新世纪我国“西气东输”、“西电东送”、“南水北调”三大工程，海军发展，均需要大量30兆瓦级燃气轮机。公司的QC280/QD280燃气轮机同属国际第三代燃气轮机，在国内处于领先地位，目前处于批生产能力建设阶段。另外，试验表明，斯特林发动机和碟式组合的太阳能热发电系统在太阳能转化效率方面具有显著优势，未来前景广阔；而凭借公司在航空发动机转移技术方面所具备的高温、材料、冷却、密封以及综合工艺技术等方面的积累，已经是国内斯特林发动机领域龙头企业，将于年底完成整机研制。通过斯特林募投项目建设，公司有望在新能源领域开拓新的市场，形成新的利润增长点。
- **国内民机制造业为未来发展提供巨大空间。**9月23日，国产大飞机C919模型首次亮相北京航展，成为航展上最受关注的焦点之一。C919有望在全球单通道客机市场抢占10%以上的市场份额，并计划于2014年底首飞，2016年取得适航证后交付用户。在其20年的产品生命周期内，C919计划拿下2000多架的销量。按照大飞机项目规划，C919的首批产品有可能采用国外成熟发动机型号，但在国产配套发动机成熟后则将以国产发动机替代。作为国内航空发动机核心发展平台，公司必将成为国产大飞机项目中受益最大的上市公司之一。而除了大客之外，大运、通用飞机等也为公司相关业务发展提供了广阔的市场空间。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

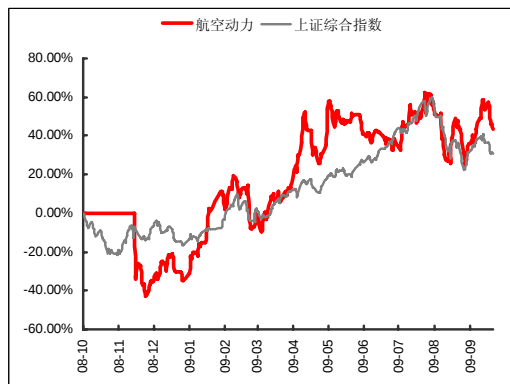
军工及电子行业首席分析师
8621×63325888 × 6096
chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师
8621×63325888 × 6126
wangtianyi@orientsec.com.cn

评级	买入 增持 中性 减持（维持）
股价（2009年9月25日）	20.83元
目标价	22.1元
总股本/A股（万股）	44234/44234
国家/地区	中国
行业	航空制造&军工
报告日期	2009年9月25日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	-0.57	5.7	43.7
相对表现 (%)	0.24	5.9	1.3

资料来源：WIND

财务预测

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	4168	5208	6445	7605
营业利润	146	191	230	264
净利润	129	165	198	227
每股收益	0.27	0.34	0.40	0.46
市盈率	77.1	62.0	51.5	44.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

交流环节：

问题 1

问：我国航空发动机的发展情况如何？

答：总体上讲，我国航空发动机制造能力和水平同国际先进水平尚存在一定的差距，我们的政府和相关行业正在通过多种措施努力缩短这一差距。受总体制造批量和技术水平的影响，目前国内航空发动机制造的成本不低于国际同类型产品。公司将通过多种措施，以成本控制为长期目标，缩小相关差距。秦岭发动机的需求比较稳定。

问题 2

问：国内发动机业务，整机、零部件、维修，三块业务未来发展的情况？

答：目前国内发动机整机领域还没有提供商用发动机产品，全部是防务产品。而防务产品生产方面，一个发动机厂只负责指定型号发动机的生产。从三代机开始，为充分的发挥各自优势，并配合能力调整规划，开展了分工合作。零部件供应、维修业务基本上按分工开展。

问题 3：

问：中航发动机的规划？

答：航空动力是中航工业确定的中航发动机整机制造业务和资源整合的唯一的境内上市平台，将推动整个中航工业发动机行业的整合。从前苏联经验来看，其发动机发展不足，主要原因之一就是由于过于分立，跟中国以往的模式一样，资源太分散。整合工作是有规划的，但目前没有具体的时间表。

问题 4：

问：上海成立的中航商发和公司的分工和定位有何不同？

答：根据公司了解的以及媒体上的相关披露，中航商发是国务院大型飞机重大专项领导小组会议决定的责任主体，并在此背景下成立的公司。中航工业整个发动机制造资源和平台必将在大飞机项目中起到积极的促进作用。

问题 5：

问：航空发动机的产品生命周期有多长？

答：根据行业经验，国外一款成熟的发动机产品的生命周期在 20-30 年之间，我国的时间则更长。防务产品的寿命周期一般受列装周期、作训时间、技战术要求、重大变化事项等诸多因素的影响，一般很难确定。秦岭是目前防务产品主要的动力装置之一，维持一个较长的生命周期应该没有问题。

问题 6:

问:我国第三代飞机发动机的性能情况如何?据媒体报道来看好像问题比较多?大概的发展情况怎么样?

答:客观地讲,我们的航空发动机整体水平同国外的先进水平还是存在一定的差距的。通过中航工业四十余万职工的艰苦努力,我们终于拿出来了完全属于我们自己的具有国际第三代水平的飞机发动机,整体的技术水平完全达到了国际第三代航空发动机的技术指标,据专家讲,我们的部分指标甚至优于三代机的指标,整体的性能情况是令人满意和鼓舞的。

先进航空发动机发展的背后是国家的工业基础、科技实力。同时,它又是集空气动力、传动、液压、材料、综合实验等多种学科的集成。发动机在研制、小批生产甚至批产后,由于防务产品追求高速度、高机动性等技战术指标,各个国家的产品都出现过各种各样的问题。在我们的整个三代发动机研发、批产过程中,截止目前发生的各种故障或问题,经过专项的分析和论证,都是符合行业特点的客观现象。目前,我们的三代发动机一直在正常批产,没有受到任何影响。

表：航空动力利润表

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	416868	520876	644547	760505
营业成本	340731	424702	526182	621606
营业税金及附加	454	567	701	827
销售费用	7065	8827	10924	12888
管理费用	34063	42562	52667	62143
财务费用	20177	25212	31197	36809
资产减值损失	-184	-100	-107	-103
投资收益	110	138	170	201
营业利润	14673	19145	23046	26432
加：营业外收入	1149	915	1132	1335
减：营业外支出	1414	1767	2186	2579
利润总额	14408	18293	21991	25188
减：所得税费用	1409	1792	2156	2468
净利润	12999	16500	19837	22719
归属于母公司所有者的净利润	11795	14966	17991	20606
每股收益	0.27	0.34	0.40	0.47

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

陈 刚：军工&电子行业首席分析师

王天一：军工行业助理分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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、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人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn