

2009 年 10 月 28 日

评级：强烈推荐（维持）

最近 52 周走势：

相关研究报告：

2009 年 8 月 25 日《中国海空军装备的心脏——航空动力发展利器之一》
 2009 年 9 月 14 日《快速发展的航空外贸转包业务——航空动力发展利器之二》

报告作者：

行业研究员：赵心、徐慧侃

联系方式

电话：0510-82833217

 Email: zhaoxin@glsc.com.cn
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

航空动力（600893.SH）三季度报点评

事件：

航空动力（600893）10 月 28 日发布 2009 年第三季度报告。公司 2009 年三季度实现营业收入 11.44 亿元，营业利润 3234.37 万元，归属于母公司所有者的净利润 2892.76 万元，分别同比降低 7.36%、22.56% 和 18.81%。公司前三季度实现营业收入 30.98 亿元，营业利润 10947.74 万元，归属于母公司所有者的净利润 9529.32 万元，分别同比增长 12.31%、18.23% 和 22.35%。

点评要点：

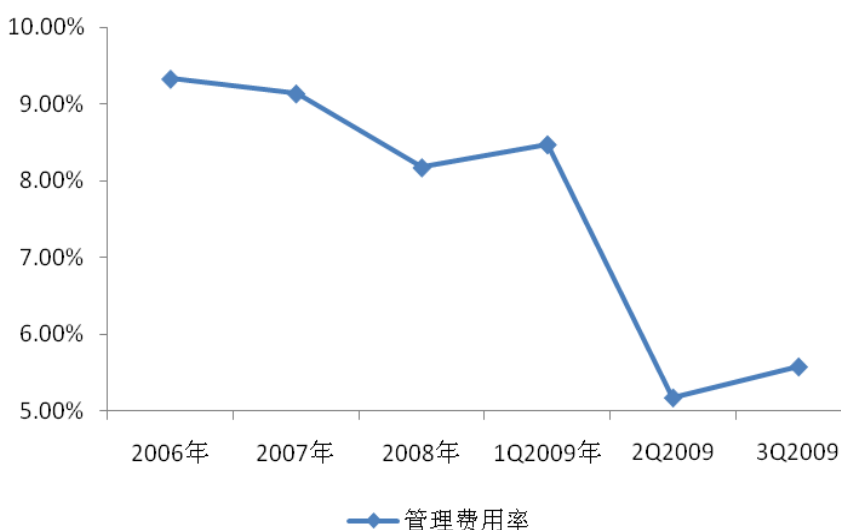
- **提升管理水平见成效，期间费用率持续降低。**公司三季度的期间费用继续维持在低位，显示出公司在上市之后向管理要效益已见成效，符合我们对公司有能维持期间费用改善的预期。
- **公司四季度业绩有望大幅提升。**防务产品交付集中于四季度，我们预计公司四季度业绩将大幅提升，三季度的业绩波动属于正常现象。
- **公司防务产品、非航空产品业务发展前景广阔，整合预期明确。**公司作为未来中航工业唯一的航空发动机整机平台，在防务产品、非航空产品领域都有广阔的发展前景，且有优质项目储备，未来成长可能超出市场预期。
- **我们预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.60 元、0.75 元，鉴于公司的高成长性，以及未来的资产注入预期，继续维持“强烈推荐”的投资评级，目标价 27-30 元。**

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,402.21	4,168.68	4560.40	5,312.50	6,105.13
营业利润	95.20	146.73	204.43	329.88	409.65
净利润	82.69	117.95	166.01	264.60	327.66
全年摊薄 EPS	0.35	0.27	0.38	0.60	0.75
ROE	7.06%	7.81%	9.91%	13.64%	14.45%

向管理要效益，期间费用率持续降低

管理费用的降低具有持续性。公司上市以来，从老国企向市场化转变的积极努力带来了很大的成效，公司提出了向管理要效益，加强内部管理，引入 EVA 考核模式，使得公司的期间费用率不断降低，特别是管理费用率持续下降。之前市场担心公司的管理费用率下降是否具有持续性，公司三季度的管理费用率继续保持低水平向市场做出了证明。我们认为公司的管理费用率下降是可持续的。

图表 1：航空动力 2006-2008 年及 2009 年各单季度管理费用率变化情况



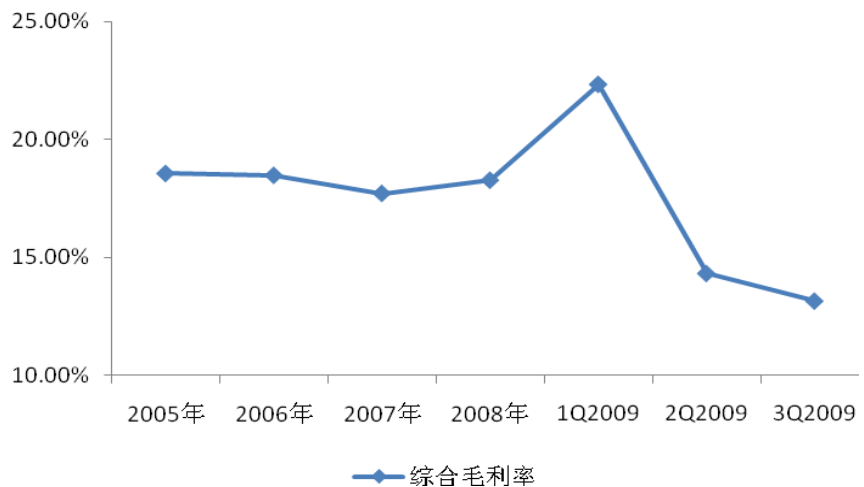
数据来源：国联证券研究所 WIND

公司四季度业绩有望大幅提升

公司主营业务特点决定了公司收入具有不平滑性，四季度收入和业绩将大幅提升。公司三季报显示三季度公司营业收入同比下降，同时毛利率大幅下滑。我们认为这是由于公司主营业务的特点决定的。公司的防务产品业务毛利率高，且目前在公司营业收入中占主导地位，但是公司的防务产品生产周期相对较长，造成营业收入的确认具有不平滑性（同比其它从事防务产品业务的公司亦具有相类似的特点，如哈飞股份）。公司三季度的综合毛利率仅为 13.14%，我们认为这是不正常的。相关数据显示，军品的毛利率稳定在 20% 左右，我们认为防务产品交付量变化是造成毛利率下降的因素之一。我们认为公司能够实现年度收入和盈利目标，预计四季度防务产品交付量将大幅提升，不仅带来营业收入的大幅提升，而且综合毛利率水平也会提升到正常水

平（甚至超越全年的平均水平）。

图表 2：航空动力 2005-2008 年及 2009 年各单季度毛利率情况



数据来源：国联证券研究所 WIND

公司防务产品、非航空产品业务前景广阔

公司是中国航空业唯一的发动机整机资产整合平台。中航工业资产整合目标明确，未来发动机板块将有沈阳黎明、贵州黎阳、南方株洲等优质航空发动机资产及业务注入上市公司，将极大提高业务集中度并大幅增厚公司盈利。

航空动力是中国航空工业快速发展的受益者。中国空军装备的大规模更新换代将带来公司军用航空发动机业务的快速、稳定增长；结合我国航空动力研制、生产以及工业布局体系，公司必将是未来中国大飞机项目动力装置的提供者。相关信息显示，国家重大专项研制总装任务于 2009 年 9 月 28 日正式落户西航公司，我们预测将会成为公司业务成长的重要推动力量。

外贸转包业务短期增长放缓，中长期持续增长明确。外贸转包业务短期内受全球经济危机的影响，全球航空工业受挫，但是随着经济复苏和行业触底反弹，仍将保持快速增长。我们预计 2010 年公司的外贸转包业务将恢复快速增长。

优质项目储备，助推公司持续高速增长。目前公司燃气轮机产业化条件已经全面具备，短期内受制于产能限制，待产能完成扩张，将成为公司新的业绩快速增长点。斯特林发电机研制紧锣密鼓进行中，预计 2009 年末可完成样机试制。同时，公司利用自身的技术优势，根据产品相关性，在高铁、余温余压利用设备领域进行开发和开拓，有望成为公司新的利润增长点。

维持对公司“强烈推荐”的投资评级

我们维持之前对公司的业绩预测，预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.60 元、0.75 元。鉴于公司的高成长性，以及未来的资产注入预期，继续维持“强烈推荐”的投资评级，目标价 27-30 元。

我们提醒投资者注意：

1、公司的估值水平在航空制造企业中（如与西飞国际、洪都航空等比较）仍然属于偏低；

图表 3：与航空制造上市公司的 PE 比较

证券代码	证券简称	EPS(2009E)	EPS(2010E)	PE(2009E)	PE(2010E)
600038.SH	哈飞股份	0.33	0.38	45.32	39.01
600316.SH	洪都航空	0.39	0.49	71.18	57.39
600391.SH	成发科技	0.66	0.76	33.33	28.92
000768.SZ	西飞国际	0.12	0.19	110.12	68.38
均值				64.99	48.42
600893.SH	航空动力	0.38	0.60	55.13	34.92

数据来源：WIND 国联证券研究所

2、公司目前的高 PE 反映的是公司的高成长性，对于高成长的公司而言，在高 PE 时买入，在低 PE 时卖出是正确的投资策略。凭借中国航空发动机工业的技术实力，中国的航空发动机制造商完全能够在民用发动机领域实现高速增长。在民用航空领域，未来对发动机的需求将可能是爆发式的。对于已经具备技术实力的中国航空发动机制造商而言，其未来的增长可能是远超预期的。作为未来国内航空发动机的唯一制造者，再加上航空发动机衍生品的发展潜力，航空动力理应享受较高的市盈率。

3、定向增发可能成为公司股价的催化剂。2009 年 10 月 14 日，公司的定向增发获得证监会发行审核委员会有条件通过。我们预计公司可在下月获得正式批文，并尽快完成发行。公司的定向增发将为公司带来一些变化，一是募投的优质项目为公司未来业绩增长增添动力；二是定向增发完成后，中航工业将极可能全面推动航空发动机业务和资产整合的工作。

4、小非解禁带来买入机会。2009 年 11 月 20 日，公司将有 3131.42 万股的小非解禁，由于持股成本低，解禁后套现的可能性较高。公司股价近期在 22 元左右震荡，支撑力较强，但向上的动力不足，我们认为原因之一可能在于市场在等待小非解禁，期待以一个较低的价格买入。在这样的状况下，小非解禁很难引起公司股价的大幅下降，限售股解禁转让完成后则可能成为股价上涨的动力。建议投资者在系统性风险释放的时候择机建仓。

附表：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	4437.92	4651.49	5036.39	5810.52	营业收入	4,168.68	4,560.40	5,312.50	6,105.13
现金	936.29	921.09	690.76	816.52	营业成本	3407.31	3771.62	4346.76	4967.31
应收账款	776.18	912.08	1062.50	1221.03	营业税金及附加	4.54	5.02	5.84	6.72
其它应收款	120.17	114.01	132.81	152.63	营业费用	70.65	82.77	95.24	111.78
预付账款	150.24	205.22	239.06	274.73	管理费用	340.63	296.43	340.00	384.62
存货	2354.88	2371.41	2762.50	3174.67	财务费用	201.77	198.42	194.38	223.28
其他	100.16	127.69	148.75	170.94	资产减值损失	-1.84	2.11	0.00	0.00
非流动资产	2457.93	2520.62	3055.43	3317.84	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	49.74	50.19	50.98	51.77	投资净收益	1.10	0.52	1.03	1.03
固定资产	1755.26	1885.85	2307.72	2937.33	营业利润	146.73	204.56	331.32	412.46
无形资产	502.63	444.15	385.66	327.18	营业外收入	11.49	7.56	0.00	0.00
其他	150.30	140.43	311.06	1.55	营业外支出	14.14	1.81	0.00	0.00
资产总计	6895.86	7172.11	8091.81	9128.36	利润总额	144.08	210.31	331.32	412.46
流动负债	3974.30	4105.04	4796.29	5548.25	所得税	14.09	31.55	49.70	61.87
短期借款	1545.35	1545.35	1800.00	2100.00	净利润	129.99	178.76	281.62	350.59
应付账款	956.77	1048.89	1221.87	1404.18	少数股东损益	12.04	12.64	15.80	20.54
其他	1472.18	1510.79	1774.41	2044.07	归属母公司净利润	117.95	166.12	265.82	330.05
非流动负债	1335.18	1335.16	1335.16	1335.16	EBITDA	595.76	635.27	816.05	983.69
长期借款	1320.69	1320.69	1320.69	1320.69	EPS（元）	0.27	0.38	0.60	0.75
其他	14.50	14.47	14.47	14.47	主要财务比率				
负债合计	5309.48	5440.19	6131.44	6883.41	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	76.73	89.37	105.17	125.71	成长能力				
股本	442.34	442.34	442.34	442.34	营业收入	22.53%	9.40%	16.49%	14.92%
资本公积	1032.46	1032.46	1032.46	1032.46	营业利润	54.13%	39.42%	61.97%	24.49%
留存收益	34.92	201.05	466.87	796.91	归属于母公司净利润	42.64%	40.84%	60.01%	24.16%
归属母公司股东权益	1509.64	1675.85	1941.67	2271.72	获利能力				
负债和股东权益	6895.86	7205.41	8178.28	9280.84	毛利率	18.26%	17.30%	18.18%	18.64%
现金流量表					净利率	3.12%	3.92%	5.30%	5.74%
单位：百万元					ROE	7.81%	9.91%	13.69%	14.53%
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	329.21	532.67	596.76	741.53	资产负债率	77.00%	75.85%	75.77%	75.41%
净利润	129.99	178.76	281.62	350.59	净负债比率	122.56%	111.00%	119.42%	109.23%
折旧摊销	249.92	266.83	307.30	363.70	流动比率	1.12	1.13	1.05	1.05
财务费用	202.19	198.42	194.38	223.28	速动比率	0.52	0.56	0.47	0.48
投资损失	-1.10	-0.52	-1.03	-1.03	营运能力				
营运资金变动	-260.29	-64.02	-201.56	-212.43	总资产周转率	0.68	0.65	0.70	0.71
其它	8.51	-46.80	16.06	17.41	应收账款周转率	5.83	5.40	5.38	5.35
投资活动现金流	-115.06	-334.68	-841.00	-625.74	应付账款周转率	4.71	4.55	4.68	4.65
资本支出	-324.22	-334.78	-841.31	-626.05	每股指标（元）				
长期投资	-0.36	0.00	0.00	0.00	每股收益（最新摊	0.27	0.38	0.60	0.75
其他	209.52	0.10	0.31	0.31	每股经营现金流（最	0.74	1.20	1.35	1.68
筹资活动现金流	304.67	-213.13	13.99	9.31	每股净资产（最新摊	3.41	3.79	4.39	5.14
短期借款	0.00	0.00	254.65	300.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	78.57	55.78	34.86	28.08
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.14	5.53	4.77	4.08
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	17.32	17.01	13.45	9.16
其他	304.67	-213.13	-240.66	-290.69					
现金净增加额	499.70	-15.14	-230.25	125.10					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。