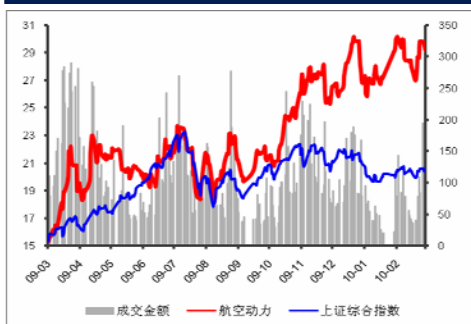


2010 年 3 月 25 日

评级：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》

2009 年 10 月 28 日《精彩还在后面》

2009 年 12 月 18 日《踏上新征程，再腾飞在即》

报告作者：

赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

赵心

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）2009 年度报告点评

事件：

航空动力公告 2009 年年报。2009 年，公司实现营业收入 51.26 亿元，同比增长 22.96%，实现利润总额 1.93 亿元，同比增长 34.24%；归属于上市公司股东的净利润 1.55 亿元，同比增长 31.27%。公司 09 年 EPS 为 0.28 元（全面摊薄后），略低于预期。

点评要点：

- **公司营业收入增长超预期，未来仍将保持较快增长。**尽管外贸转包业务收入下降了 15%，但公司营业收入仍保持较快增长。随着外贸转包业务的复苏和军品业务的持续稳定增长，公司销售收入仍将保持较快增长，并且销售毛利率有望恢复到历史平均水平。
- **期间费用率持续下降，提升公司盈利能力。**2009 年度，公司的销售费用率和管理费用率同比下降，显示出公司在上市之后向管理要效益的努力已见成效，符合我们对公司有能力持续改善期间费用的预期。
- **看好公司广阔的发展前景和潜在的整合。**公司作为未来中航工业唯一的航空发动机整合平台，是中国航空工业高速发展的最直接受益者之一，且具有较强的资产整合预期，未来发展空间巨大。公司本身有多项优质项目储备，内生与外延发展动力充足。
- **维持“推荐”评级。**我们预测公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.57 元、0.69 元，尽管目前股价较高，但我们仍然坚持高成长性的公司应该在高 PE 时买入的观点，维持“推荐”评级。

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5125.84	5898.83	6901.99	8124.60
净利润	154.84	158.21	194.28	237.98
每股收益（元）	0.28	0.41	0.57	0.69
市盈率（倍）	102.14	71.03	50.62	41.97

公司营业收入超预期，未来持续增长可期

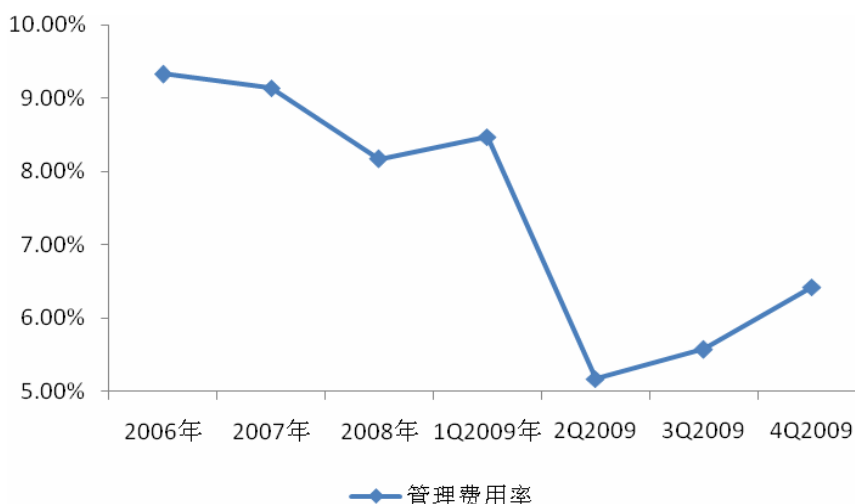
航空发动机制造及衍生产品超出预期，未来仍将保持较快增长。2009 年度公司实现航空发动机制造及衍生产品销售收入 30.32 亿元，超出我们的预期。从公司披露的关联交易内容来看判断，主要是公司的秦岭、WP-8 销售超预期，以及较大金额的样品试制。根据公司对未来关联交易的预测，预计 2010 年秦岭、WP-8 及相关业务仍将保持较好的增长。同时，昆仑、太行零部件的销售也将在 2010 年有较大幅度的增长，从中长期来看，公司为太行配套的零部件将持续放量，未来成长空间尚未打开。2009 年，公司航空发动机制造及衍生产品的毛利率下滑了 2 个百分点，这是由于公司的产品结构发生了一些变化，公司有 2.92 亿元的样品试制，该部分毛利率较低，基本上处于微利或盈亏平衡状态，因此拉低了军品业务的综合毛利率，从长远来看，新品试制将为公司带来新的利润增长点，公司的军品业务仍将保持较快增长。

外贸航空转包业务将恢复增长。2009 年，受国际金融危机的影响，公司的外贸航空转包业务收入下降了 15%，并且毛利率大幅下滑（下降了 3.18 个百分点）。我们判断，2009 年是公司航空外贸转包业务的低谷，随着经济的复苏和国际航空发动机产业链的持续转移，公司的航空外贸转包业务将恢复增长。从公司的订单情况判断，我们认为 2010 年该项业务将至少恢复到 2008 年的水平，并且销售毛利率将比 09 年有较大提升，有望恢复到历史平均水平。

期间费用率持续下降，盈利能力提升

管理费用的降低具有持续性。公司上市以来，积极从老国企向市场化转变。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。从 09 年一年的运行效果来看，公司将管理费用率同比压缩了 2 个百分点，尽管从单季度数据来看，公司的管理费用率有上升趋势，但考虑到 2 季度很低的水平，我们仍然认为公司努力做到了控制管理费用，我们判断公司的管理费用率下降是可持续的，未来管理费用率有望保持在 6.5%左右的水平，提升了公司的盈利能力。

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

公司发展前景广阔

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，未来尚有沈阳黎明、贵州黎阳、南方株洲等优质航空发动机资产注入上市公司，将大幅增厚公司盈利。

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增长；同时公司将是未来中国大飞机动力装置的提供者，民品市场更加广阔。同时随着中国航空工业的发展，国际航空制造产业链持续向中国转移，公司将成为国际航空发动机产业链中出色的部件供应商，航空外贸转包业务持续快速增长。

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已经完成，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。斯特林发电机已经进行了机械试验，后续改进正紧锣密鼓开展，预计 2010 年下半年有望看到完整样机。同时，公司利用自身的技术优势，根据产品相关性，在高铁、余热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“推荐”的投资评级

我们预计公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.57 元、0.69 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“推荐”的投资评级。

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	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	6984.05	6462.22	7266.86	8073.42	营业收入	5,125.84	5,898.83	6,901.99	8,124.60
现金	2724.99	1519.00	1483.00	1265.00	营业成本	4387.22	4996.09	5800.98	6818.74
应收账款	1238.51	1179.77	1380.40	1624.92	营业税金及附加	5.31	6.49	7.59	8.94
其它应收款	147.66	147.47	172.55	203.12	营业费用	56.98	94.38	110.43	129.99
预付账款	206.07	265.45	310.59	365.61	管理费用	314.99	365.73	448.63	528.10
存货	2415.35	3185.37	3727.07	4387.29	财务费用	168.48	166.37	152.87	177.05
其他	251.47	165.17	193.26	227.49	资产减值损失	9.01	2.11	0.00	0.00
非流动资产	2516.38	3035.63	3568.18	3768.97	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	48.80	49.25	50.04	50.83	投资净收益	-1.54	0.52	1.03	1.03
固定资产	1918.94	2291.38	2675.61	3329.09	营业利润	182.31	268.19	382.52	462.82
无形资产	476.95	446.97	417.00	387.02	营业外收入	15.21	7.56	0.00	0.00
其他	71.69	248.03	425.53	2.03	营业外支出	4.11	1.81	0.00	0.00
资产总计	9500.43	9497.85	10835.04	11842.39	利润总额	193.40	273.94	382.52	462.82
流动负债	4502.81	4312.49	5386.18	6076.40	所得税	29.30	41.09	57.38	69.42
短期借款	1913.74	1000.00	1500.00	1500.00	净利润	164.10	232.85	325.14	393.40
应付账款	816.51	1356.73	1587.46	1868.66	少数股东损益	9.26	10.18	12.73	16.55
其他	1772.56	1955.75	2298.73	2707.74	归属母公司净利润	154.84	222.66	312.41	376.85
非流动负债	1283.08	1283.08	1283.08	1283.08	EBITDA	569.97	694.32	844.96	1006.84
长期借款	1229.05	1229.05	1229.05	1229.05	EPS（元）	0.28	0.41	0.57	0.69
其他	54.03	54.03	54.03	54.03	主要财务比率				
负债合计	5785.89	5595.57	6669.26	7359.48	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	85.27	95.45	108.19	124.73	成长能力				
股本	544.79	544.79	544.79	544.79	营业收入	22.96%	15.08%	17.01%	17.71%
资本公积	2932.78	2932.78	2932.78	2932.78	营业利润	24.25%	47.11%	42.63%	20.99%
留存收益	151.75	374.41	686.82	1063.67	归属于母公司净利润	31.27%	43.80%	40.31%	20.62%
归属母公司股东权益	3629.26	3851.98	4164.39	4541.24	获利能力				
负债和股东权益	9500.42	9543.00	10941.84	12025.45	毛利率	14.41%	15.30%	15.95%	16.07%
现金流量表					净利率	3.20%	3.95%	4.71%	4.84%
单位：百万元					ROE	4.27%	5.78%	7.50%	8.30%
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	331.24	910.47	531.65	619.16	资产负债率	60.90%	58.91%	61.55%	62.15%
净利润	164.10	232.85	325.14	393.40	净负债比率	18.09%	19.36%	30.43%	32.54%
折旧摊销	208.09	272.23	315.26	371.00	流动比率	1.55	1.50	1.35	1.33
财务费用	168.66	166.37	152.87	177.05	速动比率	1.01	0.76	0.66	0.61
投资损失	1.54	-0.52	-1.03	-1.03	营运能力				
营运资金变动	-221.84	255.76	-288.91	-352.11	总资产周转率	0.63	0.62	0.68	0.72
其它	10.69	-16.22	28.33	30.86	应收账款周转率	5.09	4.88	5.39	5.41
投资活动现金流	-547.94	-797.79	-846.69	-570.69	应付账款周转率	5.78	5.43	4.69	4.70
资本支出	-547.16	-797.89	-847.01	-571.01	每股指标（元）				
长期投资	-0.60	0.00	0.00	0.00	每股收益（最新摊薄）	0.28	0.41	0.57	0.69
其他	-0.18	0.10	0.31	0.31	每股经营现金流（最新摊薄）	0.61	1.67	0.98	1.14
筹资活动现金流	2003.94	-1318.09	278.28	-265.50	每股净资产（最新摊薄）	6.66	7.07	7.64	8.34
短期借款	-913.74	-913.74	500.00	0.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	102.14	71.03	50.62	41.97
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.36	4.11	3.80	3.48
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	16.01	16.70	13.98	10.92
其他	2917.68	-404.35	-221.72	-265.50					
现金净增加额	1788.70	-1205.41	-36.76	-217.04					

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。