

航空航天设备

署名人: 真怡

S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

航空动力

600893

推荐

资产注入兑现中航发动机整合承诺, 但业绩增厚似不显著

投资要点:

- 公司公告非公开发行收购资产预案: 公司拟向中航工业集团、西航集团、黎阳公司、华融资产和东方资产发行约1.75亿股, 收购西航集团拥有的航空发动机总装、试车及技改项目等资产和负债、南方公司100%股权、黎阳航空动力100%股权和三叶公司80%股权, 发行价约为23.93元/股。此次资产重组完成后, 西航集团仍为公司第一大股东。
- 根据公告, 此次收购资产净资产账面值约 23.15 亿元, 预计收购溢价率为 82%; 此次公告未公告备考盈利预测情况, 数据均未经审计, 但按各公司预估值及南方公司、黎阳航空动力及三叶公司 09 年末未审盈利情况看, 收购 PE 约 49 倍, 远高于中航工业集团历次重组收购 PE 水平。从未审数据来看, 南方公司、黎阳公司的盈利状况均低于公司。
- 此次非公开增发此次收购的南方公司主要以直升机及中小型发动机业务为主, 黎阳公司以中等推力歼击机发动机为主, 这两个公司均有外贸航空转包业务; 三叶公司产品主要是运动型航空模型发动机; 西航集团作为航空动力的直接控股股东, 此次注入上市公司的是航空发动机科研业务 (包括试车、总装) 及技改项目相关的资产和负债, 将减少上市公司与其之间的关联交易。
- 从此次方案公告的未审数据来看, 对公司每股收益似无增厚, 但由于数据为未审数据, 且南方公司、黎阳公司及拟收购西航资产均有相应的剥离调整等情况, 我们将密切关注后续的公告情况。由于此次公告预案中未公告各公司报表、备考报表及备考盈利预测, 我们暂不调整盈利预测。如果不考虑增发, 公司 10-12 年 EPS 为 0.37、0.45、0.54 元, 10-12 年 EPS 复合增长率为 20%。虽然方案对公司业绩的增厚低于预期, 但考虑到公司所处行业具有较高的技术壁垒、未来广阔的发展空间及整合预期, 维持推荐评级。

风险提示:

- 此次重组涉及剥离、改制工作, 也涉及国资委、国防科工局、董事会、股东大会及证监会等部门的审批, 其过程具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5126	6191	7179	8204
同比(%)	23%	21%	16%	14%
归属母公司净利润(百万元)	155	202	243	293
同比(%)	31%	30%	20%	21%
毛利率(%)	14.4%	14.4%	14.4%	14.3%
ROE(%)	4.3%	5.3%	6.0%	6.8%
每股收益(元)	0.35	0.37	0.45	0.54
P/E	73.73	69.67	57.93	48.03
P/B	3.87	3.71	3.49	3.25
EV/EBITDA	26	21	17	14

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 25.81 元

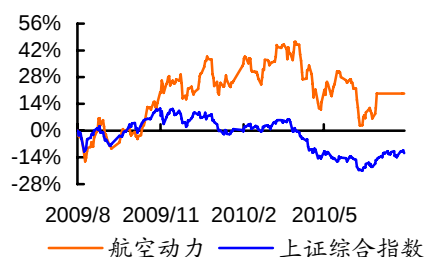
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2642.31
总股本(百万)	545
流通股本(百万)	147
流通市值(亿)	38
EPS (TTM)	0.31
每股净资产 (元)	6.82
资产负债率	60.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
航空动力	6.70	7.86	0.00
上证综合指数	4.49	3.38	0.00



相关报告

《航空动力-业绩符合预期, 军品和非航业务增长快速》2010-3-25

《航空动力-关联交易披露, 预计军品业务增长趋势继续》2010-1-4

《航空动力-3 季报符合预期, 预计全年增长无忧》2009-10-28

请务必阅读正文之后的免责条款部分

拟注入资产内容:

表 1 拟注入资产预估情况

拟注入资产	注入资产内容
西航集团拥有的与航空发动机相关资产和负债	与航空发动机科研业务（包括试车、总装）及技改项目相关的资产，包括土地、房屋、设备、车辆、在建工程、长期股权投资等，及与该等资产相关的负债。剥离后勤、
南方公司 100%的股权	原南方航空工业集团公司（持有 22.72%ST 宇航），剥离南方燃机成套公司和南方航空机械进出口公司的股权及 76 宗非经营性用地
黎阳航空动力 100%的股权	原黎阳公司及其下属的贵州黎阳机械厂、贵州新艺机械厂、贵州红湖机械厂、贵州航空发动机研究所和贵州黎阳物资供应公司，改制尚在进行
三叶公司 80%的股权	三叶公司 80%的股权

资料来源：公司公告 中投证券研究所

截至 2010 年 6 月 30 日，本次交易的标的资产的预估值情况如下：

表 1 拟注入资产预估情况

拟注入资产	账面值（万元）	预估值（万元）	预估增值率	备注
西航集团拥有的与航空发动机相关资产和负债	800	23,000	2775%	土地和长投增值
南方公司 100%的股权	144,152	300,000	108.11%	土地、房屋和长投增值
黎阳航空动力 100%的股权	73,012	78,000	6.83%	
三叶公司 80%的股权	8,341	11,000	31.88%	
合计	226,406	412,000	81.97%	

资料来源：公司公告 中投证券研究所

本次注入资产规模和收入、利润情况（未审数）如下：

表 1 注入资产规模和历史收入、利润情况（万元）

相关资产及公司	10 年 6 月底净资产	09 年收入	09 年净利润	备注
西航集团拟注入资产和负债	约 800	-	-	未公告
南方公司	168,607.92	199,854.19	5,341.17	剥离南方燃机成套公司和南方航空机械进出口公司之前数据
黎阳航空动力	73,012.21	132,821.27	2,116.47	
三叶公司	8,497.19	6,644.85	1,645.47	

资料来源：公司公告 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6984	5956	7651	7056	营业收入	5126	6191	7179	8204
现金	2725	1057	359	410	营业成本	4387	5302	6149	7030
应收账款	1239	819	1988	1041	营业税金及附加	5	6	7	9
其它应收款	148	159	315	227	营业费用	57	69	80	91
预付账款	206	274	397	537	管理费用	315	380	441	504
存货	2415	3344	4233	4431	财务费用	168	186	208	212
其他	251	304	359	410	资产减值损失	9	2	0	0
非流动资产	2516	3028	3516	3969	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	49	49	49	49	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	1919	2452	2970	3434	营业利润	182	245	295	357
无形资产	477	473	468	464	营业外收入	15	14	14	14
其他	72	55	29	23	营业外支出	4	7	6	7
资产总计	9500	8984	11167	11026	利润总额	193	252	303	365
流动负债	4503	4016	5942	5491	所得税	29	38	45	55
短期借款	1914	300	2208	362	净利润	164	214	257	310
应付账款	817	1327	909	1647	少数股东损益	9	12	14	17
其他	1773	2390	2825	3481	归属母公司净利润	155	202	243	293
非流动负债	1283	1283	1283	1283	EBITDA	559	708	879	1054
长期借款	1229	1229	1229	1229	EPS（元）	0.35	0.37	0.45	0.54
其他	54	54	54	54	主要财务比率				
负债合计	5786	5299	7225	6774	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	85	97	112	129	成长能力				
股本	545	545	545	545	营业收入	23.0%	20.8%	16.0%	14.3%
资本公积	2933	2933	2933	2933	营业利润	24.2%	34.4%	20.2%	21.3%
留存收益	152	310	553	845	归属于母公司净利润	31.3%	30.3%	20.3%	20.6%
归属母公司股东权益	3629	3788	4030	4323	获利能力				
负债和股东权益	9500	9184	11367	11226	毛利率	14.4%	14.4%	14.4%	14.3%
现金流量表					净利率	3.0%	3.3%	3.4%	3.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	4.3%	5.3%	6.0%	6.8%
经营活动现金流	331	1151	-1524	3046	ROIC	7.0%	8.5%	6.0%	8.7%
净利润	164	214	257	310	偿债能力				
折旧摊销	208	277	376	484	资产负债率	60.9%	57.7%	63.6%	60.3%
财务费用	168	186	208	212	净负债比率	57.77	32.63%	50.34	26.44%
投资损失	2	0	0	0	流动比率	1.55	1.48	1.29	1.29
营运资金变动	-222	476	-2393	2042	速动比率	1.01	0.64	0.56	0.47
其它	11	-1	28	-2	营运能力				
投资活动现金流	-548	-775	-875	-936	总资产周转率	0.63	0.67	0.71	0.74
资本支出	547	775	875	936	应收账款周转率	5	6	5	5
长期投资	-1	0	0	0	应付账款周转率	4.95	4.95	5.50	5.50
其他	-1	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	2004	-2044	1701	-2059	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.37	0.45	0.54
短期借款	368	-1614	1908	-1846	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	2.11	-2.80	5.59
长期借款	-92	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.66	6.95	7.40	7.94
普通股增加	102	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1900	0	0	0	P/E	90.81	69.67	57.93	48.03
其他	-276	-431	-208	-212	P/B	3.87	3.71	3.49	3.25
现金净增加额	1789	-1668	-698	51	EV/EBITDA	26	21	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

真怡, 中投证券研究所机械/军工行业分析师, 工学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434