

航空动力 (600893)

整合资源，做强做精

增持/ 维持评级

股价：RMB35.67

分析师

吴凯

SAC 执业证书编号:S1000210050074
+755-82080067 wukaijs@lhq.com

整合资源，做强做精

公司拟收购的南方公司、贵州黎阳、三叶公司和西航集团航空发动机业务相关资产，对提升公司研发实力，完善、丰富航空发动机制造产业链、产品结构均具有重要意义。更为重要的是，整个发动机资产将在公司的统筹安排下进行运作，有助于消除原有单位之间机构重叠、效率不高的问题，有利于发挥各个企业的优势，并集中力量做强做精。因此，虽然从目前看，本次拟注入的资产盈利能力较为一般，但是，长期来看，对公司及我国航空制造业都将是极具意义的。

航空发动机整机资产整合平台地位不变

本次拟注入的资产中，市场预期的沈阳黎明并未包含在其中，但是，从中航工业集团所做出的“将以航空动力作为中航工业集团与航空发动机整机相关业务的唯一境内上市平台，不再谋求在中国境内新的航空发动机整机相关业务上市公司的控制权”的承诺来看，沈阳黎明进入上市公司将是较为确定的事件。我们认为，明年或将取得突破性进展。

相关研究

《航空动力：一体两翼，腾飞在即》(091101)
《航空动力：步入高增长》(100325)
《航空动力：稳步增长，志在一流》(100419)
《航空动力：航空发动机资产整合再进一步》(100823)
《航空动力：持续增长可期》(100830)

发展远景

虽然目前公司主要的航空发动机产品是“昆仑”发动机整机及“太行”发动机核心零部件，但是，作为我国航空发动机制造业的主力，以及我国军工制造“装备一代，研制一代，设计一代”的发展原则，我们认为，公司应该有一些新型号的发动机产品在研或在设计。

根据我国民用大飞机 C919 制造规划，2014 年将实现首飞，虽然发动机的设计、适航取证等工作由商飞公司完成，但航空动力作为我国航空发动机制造领域的主力军，将承担绝大部分的制造任务。根据规划，我国 C919 大型客机在未来 20 年内将销售 2000 架。

我国舰船用燃气轮机有着巨大的需求空间，这将为公司未来一新的利润增长点。公司 QC280/QD280 燃气轮机项目大约在 12 年生产线建完，达到 20 台的产量，以每台价格 5 千万计算，将贡献约 10 亿元的收入。此外，管道增压领域也有一定的需求空间。目前国内管道增压领域所使用的产品主要以采购 GE、R-R 等公司产品为主，但从国家相关政策看，未来我国西气东输等工程所采购的产品将倾向于国产化。

基础数据

总股本（百万股）	545
流通 A 股（百万股）	147
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5255

当前经营状况

秦岭发动机是我国自主研发的第一台中推发动机，主要装备于歼轰 7，从目前情况看，未来 20 年内仍将继续使用。太行发动机是我国自主研发的第三代发动机，已经通过发动机技术鉴定，并且小批量生产阶段也已经结束，目前正处于从中批量生产向大批量生产转变的阶段。公司向太行的零部件供应正常。

外贸转包业务回暖趋势明显，预计今年有望达到 2 亿美金。目前公司主要客户是 GE、R-R，同普惠的合作进展也非常快，未来有望超过公司同 GE、R-R 的合作。

去年公司燃气轮机销售在一亿多，今年有望翻倍增长。

太阳能热发电系统将是公司未来重点推进的非航空产品。目前公司斯特林发动机功率为 25 千瓦，整机的热点转换率约 31%，发电成本大约 1 元/度。已经接近美国 08 年底 17 美分/度的水平，未来随着技术的进一步提升，成本有望降低到 10 美分/度。公司将在 2013 年完成太阳能热发电系统的示范工程。

盈利预测与投资评级

我们预测，2010 年~2012 年公司的收入分别为 58.2、69.5 和 86.4 亿元，对应每股收益分别为 0.42、0.56 和 0.81 元，对应当前股价的 PE 分别为 84.9、63.7 和 44.0 倍。考虑到公司资产注入的预期、在我国航空制造业中的地位以及我国航空制造工业的发展前景，我们维持“增持”投资评级。

风险提示

防务产品市场的需求是根据国家防务政策的调整而变动，对公司防务产品销售比例较大的产品结构来说，存在有较大的政策性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6984	7920	10468	11719	营业收入	5126	5818	6948	8638
现金	2725	2250	3968	4173	营业成本	4387	4920	5863	7227
应收账款	1239	1131	1247	1507	营业税金及附加	5	6	7	9
其他应收款	148	169	202	251	营业费用	57	76	86	109
预付账款	206	344	352	361	管理费用	315	367	445	561
存货	2415	3789	4397	5059	财务费用	168	175	177	188
其他流动资产	251	237	302	368	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	2516	3002	3209	3239	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	49	0	0	0	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	1919	2385	2583	2618	营业利润	182	274	370	544
无形资产	477	477	477	477	营业外收入	15	13	13	13
其他非流动资产	72	140	149	144	营业外支出	4	7	7	7
资产总计	9500	10921	13677	14958	利润总额	193	280	376	551
流动负债	4503	5608	6103	6948	所得税	29	36	53	77
短期借款	1914	1600	1800	2000	净利润	164	243	324	473
应付账款	817	1722	1817	2023	少数股东损益	9	17	21	31
其他流动负债	1773	2286	2485	2925	归属母公司净利润	155	227	303	442
非流动负债	1283	1399	1499	1549	EBITDA	559	718	890	1132
长期借款	1229	1399	1499	1549	EPS (元)	0.28	0.42	0.56	0.81
其他非流动负债	54	0	0	0					
负债合计	5786	7007	7602	8497	主要财务比率				
少数股东权益	85	102	123	154		2009	2010E	2011E	2012E
股本	545	545	545	545	成长能力				
资本公积	2933	2933	4830	4830	营业收入	23.0%	13.5%	19.4%	24.3%
留存收益	152	335	577	931	营业利润	24.2%	50.3%	35.2%	46.8%
归属母公司股东权益	3629	3812	5952	6306	归属于母公司净利润	31.3%	46.3%	33.6%	46.0%
负债和股东权益	9500	10921	13677	14958	获利能力				
					毛利率(%)	14.4%	15.4%	15.6%	16.3%
现金流量表				单位: 百万元	净利率(%)	3.0%	3.9%	4.4%	5.1%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	4.3%	5.9%	5.1%	7.0%
经营活动现金流	331	840	309	661	ROIC(%)	7.0%	8.4%	8.7%	10.8%
净利润	164	243	324	473	偿债能力				
折旧摊销	208	268	343	400	资产负债率(%)	60.9%	64.2%	55.6%	56.8%
财务费用	168	175	177	188	净负债比率(%)	57.77%	42.80%	43.40%	41.77%
投资损失	2	0	0	0	流动比率	1.55	1.41	1.72	1.69
营运资金变动	-222	191	-535	-401	速动比率	1.01	0.74	0.99	0.96
其他经营现金流	11	-38	0	1	营运能力				
投资活动现金流	-548	-751	-550	-430	总资产周转率	0.63	0.57	0.56	0.60
资本支出	547	800	550	430	应收账款周转率	5	5	6	6
长期投资	-1	-49	0	0	应付账款周转率	4.95	3.88	3.31	3.76
其他投资现金流	-1	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2004	-564	1960	-26	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.42	0.56	0.81
短期借款	368	-314	200	200	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.54	0.57	1.21
长期借款	-92	170	100	50	每股净资产(最新摊薄)	6.66	7.00	10.93	11.58
普通股增加	102	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1900	0	1898	0	P/E	102.14	69.82	52.24	35.78
其他筹资现金流	-276	-420	-237	-276	P/B	4.36	4.15	2.66	2.51
现金净增加额	1789	-475	1719	205	EV/EBITDA	29	23	19	15

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com