

强烈推荐-A (维持)**中航精机 002013.SZ**

目标估值: 55.00-60.00 元

当前股价: 39.20 元

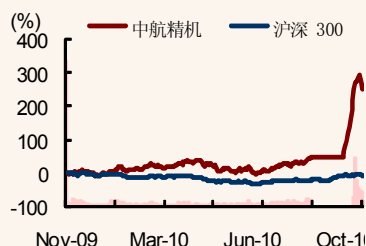
2010 年 11 月 16 日

估值优势明显的航空机电资产平台**基础数据**

上证综指	3014
总股本(万股)	16708
已上市流通股(万股)	12387
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	38.5%
主要股东	中国航空救生研究所
主要股东持股比例	37.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	142	186	300
相对表现	143	171	306

**相关报告**

- 1、《中航精机(002013)-受益汽车行业景气, 后续航空资产有看点》2010/2/28
- 2、《中航精机(002013)- 中期业绩稳步增长, 资产注入预期犹存》2010/8/27
- 3、《中航精机(002013)- 航空机电资产的华丽登场》2010/10/25

王轶铭

0755-82960334
 wangym@cmschina.com.cn
 S1090210030004

本文介绍了航空机电系统在飞机上的作用, 指出业绩好、估值优势、市值小、后续资本运作概率高是投资中航精机的重要理由。上调 10 年 EPS 为 1.02 元, 上调目标价至 55-60 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **航空机电系统是航空制造业的重要组成部分:** 伴随着现代航空技术不断发展, 飞机各子系统逐渐在机械装置基础上引入机电一体化技术, 以满足日益复杂的任务要求。航空机电系统主要包括飞机操纵系统、环境控制系统、液压系统、燃油系统、第二动力系统、电源转动系统、机电控制系统、救生系统等, 机电系统是航空制造行业的重要组成部分, 具有很高的科技含量。
- **中航机电公司未注入资产的收入和利润规模依然可观:** 我们参考 2006 年、2007 年中航机电公司旗下几家主要企业的收入和盈利情况。通过比较可以发现, 航宇公司、新乡航空的收入和利润规模与本次拟注入的庆安公司、郑飞公司基本在同一个数量级上, 金城集团的收入和利润规模较大。我们估计机电公司未注入资产的利润规模约在 4-5 个亿左右。
- **公司在本次资产重组完成后依然能够享受航天军工的平均估值水平:** 资产注入预期、巨大市场前景和行业不可替代性是 A 股航天军工板块享有较高估值的重要因素。重组完成后, 公司业绩出现跨越发展, 在细分航空机电领域具备垄断地位, 航空工业市场前景广阔, 后续资本运作预期依然强烈, 因此, 公司具备支持 A 股航天军工高估值的 3 要素, 应该享受板块的平均估值水平。
- **中航精机投资要点:** 业绩好、估值优势、市值小、后续资本运作概率高。
- **风险提示:** 资产重组尚需要监管部门批准, 未来融资的不确定性。
- **上调目标价至 55-60 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级:** 考虑资产注入, 公司 09 年的业绩有 0.86 元, 由于我国航空工业正处景气上升阶段, 因此将 2010 年 EPS 预测上调至 1.02 元, 上调比例约 13%。我们预测 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.02 元、1.36 元、1.73 元。目前航天军工板块平均估值为 80 倍 PE, 出于谨慎考虑, 按 10 年 60 倍 PE 测算, 上调未来 6 个月目标价为 55-60 元。维持“强烈推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	356	431	4645	5654	6927
同比增长	25%	21%	978%	22%	23%
营业利润(百万元)	19	30	455	603	769
同比增长	10%	56%	1406%	33%	28%
净利润(百万元)	23	31	428	567	723
同比增长	6%	34%	1299%	33%	28%
每股收益(元)	0.05	0.07	1.02	1.36	1.73
PE	717.7	535.1	38.2	28.9	22.6
PB	39.9	37.6	3.7	3.4	3.1

资料来源: 招商证券

正文目录

一、航空机电系统是现代飞机的重要组成系统	3
二、中航精机成为航空机电资产平台	5
三、中航精机投资价值分析	7
1、注入资产使公司业绩实现跨越式成长	7
2、公司市值明显低于中航工业同类平台	7
3、中航机电公司后续资本运作猜想	7
四、估值和投资建议	9
1、收入预测	9
2、估值水平	9
3、投资建议：“强烈推荐-A”	10
4、风险因素	11
附件：中航精机注入资产简介	12

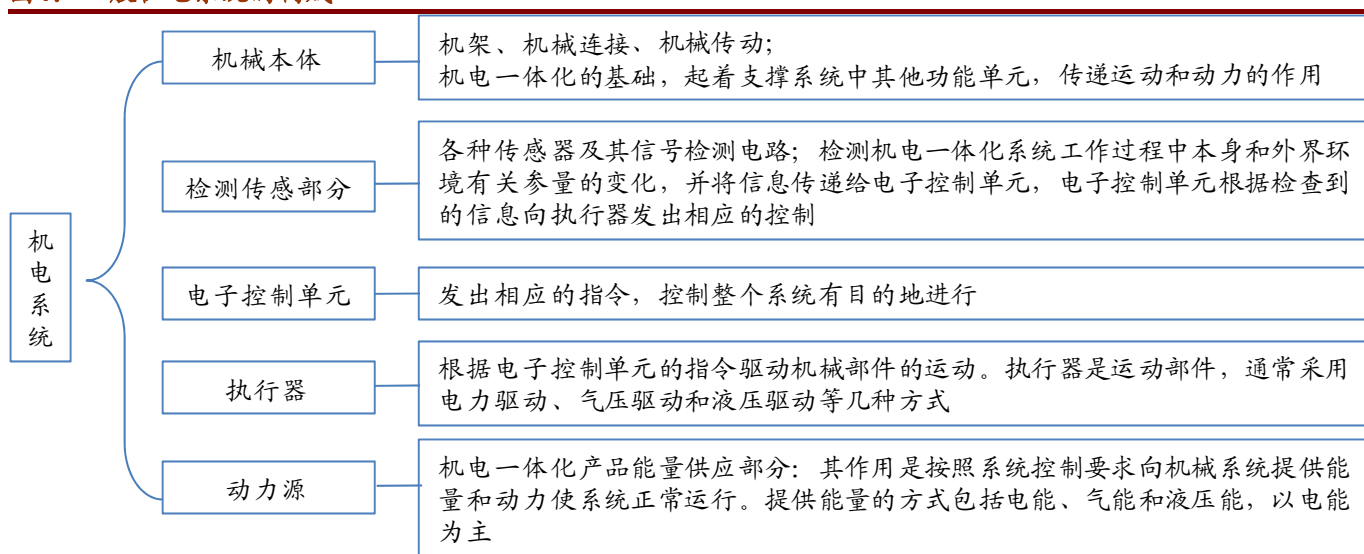
图表目录

图 1：一般机电系统的构成	3
图 2：飞机操纵系统的演化	3
图 3：飞机机电系统的主要构成	4
图 4：本次重大资产重组拟注入的资产	5
图 5：中航精机资产注入前股本结构	8
图 6：中航精机资产注入完成后股本结构	8
图 7：中航机电公司旗下主要公司收入情况	8
图 8：中航机电公司旗下主要公司利润情况	8
图 9：中航精机历史 PE Band	10
图 10：中航精机历史 PB Band	10
表 1：中航精机重大资产重组注入资产概述	5
表 2：中航精机重大资产重组标的资产估值	6
表 3：拟注入资产与中航精机现有业务简要财务资料比较	7
表 4：中航精机与类似的航天军工公司市值比较	7
表 5：考虑资产注入后中航精机旗下各公司收入预测	9
表 6：国内航天军工重点上市公司估值比较表	10
表 7：庆安公司财务数据概要	12
表 8：陕航电气公司财务数据概要	13
表 9：郑飞公司财务数据概要	13
表 10：四川液压财务数据概要	14
表 11：贵航电机财务数据概要	14
表 12：泛华仪表财务数据概要	15
表 13：川西机器财务数据概要	15
附：财务预测表	16

一、航空机电系统是现代飞机的重要组成部分

机电系统（mechatronic systems）源自于日本企业界在 1970 年左右最早提出“机电一体化技术”这一概念，当时他们取名为“Mechatronics”，即结合应用机械技术和电子技术于一体，随着计算机技术的迅猛发展和广泛应用，机电一体化技术获得前所未有的发展。机电系统成为一项综合了计算机与信息技术、自动控制技术、传感检测技术、伺服传动技术和机械技术等多学科的系统工程。

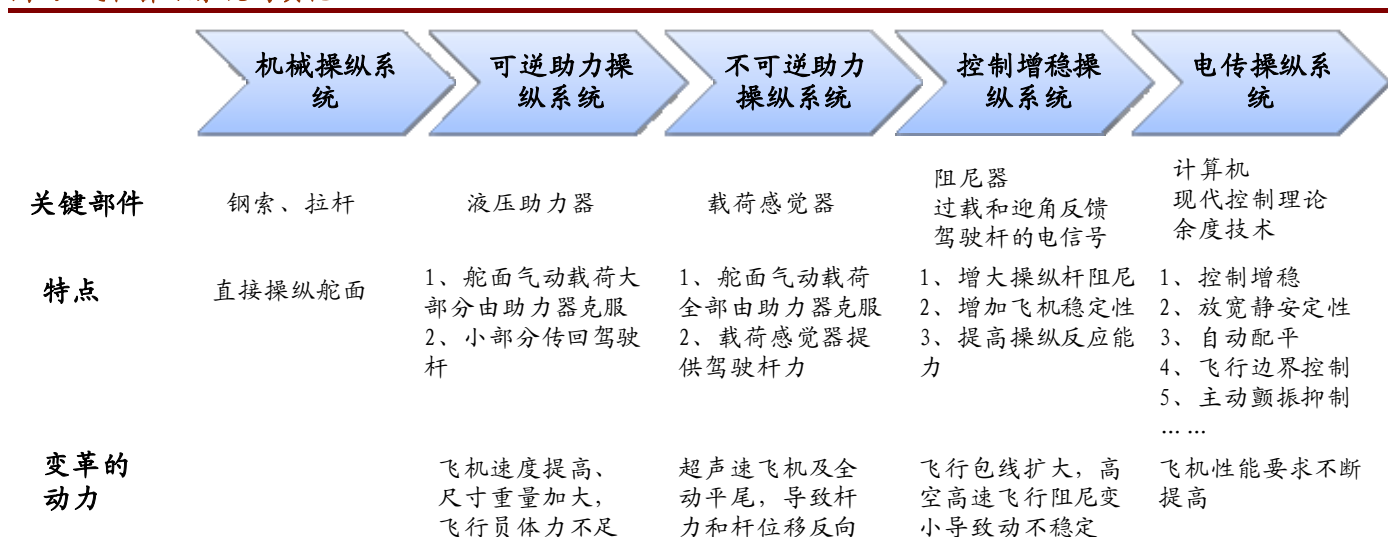
图1：一般机电系统的构成



数据来源：招商证券研发中心

伴随着现代航空技术的不断发展，仅仅使用机械装置逐渐不能满足飞机的性能要求，原来飞机的各任务子系统逐渐在机械装置的基础上引入机电一体化技术，以满足日益复杂的任务要求。以飞机操纵系统为例，最初飞行员借助钢索和拉杆直接操纵舵面，随着飞机性能不断提高，逐渐由简单的机械操纵系统发展成为机电一体的电传操纵系统。目前，电传操纵系统已经成为现代先进飞机不可或缺的关键系统。

图2：飞机操纵系统的演化

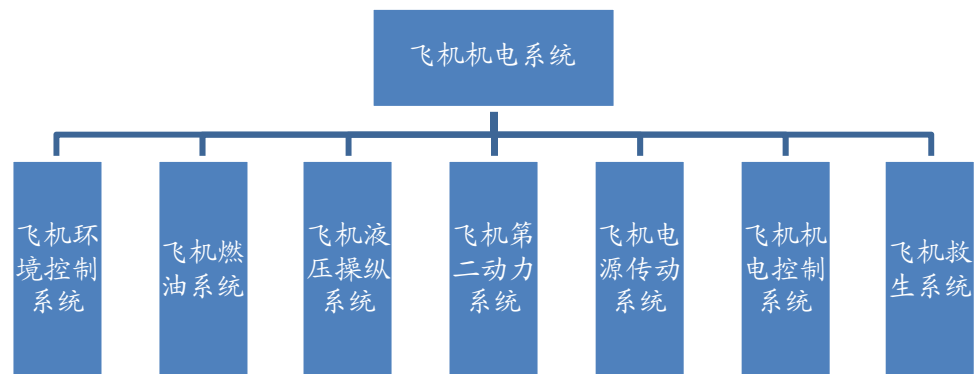


数据来源：招商证券研发中心

敬请阅读末页的重要说明

航空机电系统是现代飞机的重要组成部分。一架飞机由机体结构件、发动机系统、航空电子系统、航空机电系统等重要系统构成。如果将发动机比做飞机的心脏，那么航空机电系统中的燃油系统就是飞机的血管，液压操纵系统就是飞机的运动肌肉。航空机电系统主要包括飞机操纵系统、飞机的环境控制系统、飞机液压系统、飞机燃油系统、飞机第二动力系统、飞机电源转动系统、飞机机电控制系统、飞机救生系统等。

图3：飞机机电系统的主要构成



数据来源：招商证券研发中心

中航工业机电系统公司成立是机电系统专业化整合的要求。在机载设备领域，中航工业最初成立的是中航工业系统公司，业务涵盖整个飞机机载系统。但是，中航工业在 2010 年还是根据航电系统和机电系统的不同特点，将系统公司分为中航工业机电系统公司和中航工业航电系统公司。中航工业机电系统公司的成立，是中航工业实施“专业化整合、资本化运作”的具体体现。

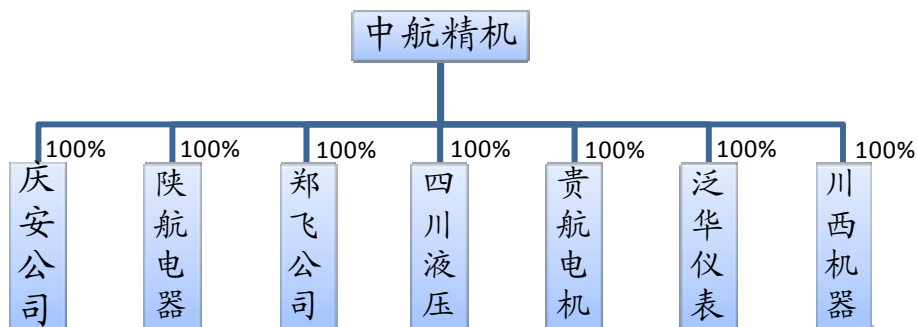
对于中航工业机电系统和航电系统产业的拆分，中航工业副总经理张新国指出：“分”是为了实现专业化管理，提升专业化发展的效率和效益；但同时要“合”，即业务上双方要合作，以提升整体优势和竞争能力。机电系统公司要加强与航电系统公司、电子行业的合作和联合，实现“你中有我，我中有你”，从而实现共同促进和提高。

我们认为航空机电系统是现代航空制造业的重要组成部分，现代航空机电系统已经不仅仅是简单的机械液压装置，而是机电一体化程度非常高的综合任务系统，有非常高的科技含量。

二、中航精机成为航空机电资产平台

2010 年 10 月 22 日，中航精机（002013）公布重大资产重组的预案，公司将通过向中航工业、机电公司、盖克机电、中国华融（以下合称“发行对象”）拟以发行价格 14.53 元/股，定向发行约 2.5 亿股购买发行对象持有的七家公司 100% 股权，截至 2010 年 8 月 31 日，本次资产注入标的资产的评估值预计为 36.38 亿元。

图4：本次重大资产重组拟注入的资产



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

表 1：中航精机重大资产重组注入资产概述

序号	公司名称	简称	净资产 (亿)	净利润 (亿)	业务概述
1	庆安集团有限公司	庆安公司	14.6	0.9	机载作动技术和压缩机技术领域研究和产品开发, 现有产品为所有国产飞机配套, 同时涉及海、陆、天、高技术设备等领域。以机载作动（控制）技术为核心的业务、空调压缩机为核心的非航空民品业务等五个专业组成构成
2	郑州飞机装备有限公司	郑州飞机	3.3	1.0	机载悬挂发射控制产品, 主要包括挂弹架、挂弹钩、导弹发射装置和火箭发射器
3	四川航空工业川西机器有限责任公司	川西机器	1.6	0.1	无人机发射系统、导弹地面测试设备、机载设备
4	陕西航空电气有限责任公司	陕航电气	2.2	0.4	航空电源系统和发动机点火系统等
5	四川航空液压机械厂	四川液压	0.9	0.2	航空液压助力器、作动筒、蓄压器、数字式电传前轮转弯防摆系统、中小型飞机起落架
6	四川泛华航空仪表电器厂	泛华仪表	1.1	0.4	航空燃油测控和航空发动机点火
7	贵阳航空电机有限公司	贵航电机	1.1	0.3	二次电源和电动机

资料来源：WIND，招商证券研发中心

本次资产注入后中航精机将成为航空机电业务的龙头公司。本次注入的郑飞公司、四川泛华仪表、庆安公司、陕航电气、四川液压、川西机器、贵航电机七家企业，业务涉及

航空机电系统中的机载悬挂发射控制系统、航空燃油测控系统、航空发动机点火系统、航空航天机载设备系统、飞机电源系统、机载液压系统、无人机发射系统等多个子系统。中航精机的主营业务范围扩展到多个航空机电系统产品领域，增强公司的盈利能力，成为我国航空机电产品的龙头公司。

表 2：中航精机重大资产重组标的资产估值

拟注入资产	账面值（亿元）	评估值（亿元）	评估增值（亿元）	评估增值率
庆安集团有限公司 100% 股权	14.3	18.3	4.0	28%
陕西航空电气有限公司 100% 股权	4.1	4.7	0.6	15%
郑州飞机装备有限责任公司 100% 股权	2.8	5.0	2.2	81%
四川凌峰航空液压有限责任公司 100% 股权	1.5	1.5	0.0	1%
贵阳航空电机有限公司 100% 股权	1.1	3.0	1.9	173%
四川泛华航空仪表电器有限公司 100% 股权	2.0	2.0	0.0	0%
四川航空工业川西机器有限责任公司 100% 股权	1.7	1.9	0.2	14%
合计	27.2	36.4	9.2	34%

资料来源：WIND，招商证券研发中心

三、中航精机投资价值分析

1、注入资产使公司业绩实现跨越式成长

拟注入公司净利润是中航精机现在利润规模的 10 倍。本次注入的七家公司 09 年的净利润约为 3.3 亿元，中航精机 09 年的净利润约 0.3 亿元。拟注入资产的净利润规模是现有资产利润规模的 10 倍。公司资产重组完成后，总股本约 4.18 亿，如果按 4.18 亿股股本估算，公司 2009 年 EPS 应该有 0.86 元。公司此次重大资产重组使公司业绩实现了跨越式成长。

表 3：拟注入资产与中航精机现有业务简要财务资料比较

项目	庆安公司	陕航电气	郑飞公司	四川液压	贵航电机	泛华仪表	川西机器	合计	中航精机
总资产（亿）	32.5	16.2	14.3	2.3	7.3	4.3	3.7	80.4	7.1
总负债（亿）	17.9	14.0	11.0	1.4	6.1	3.1	2.1	55.7	2.7
净资产（亿）	14.6	2.2	3.3	0.9	1.1	1.1	1.6	24.7	4.4
营业收入（亿）	11.9	6.5	7.6	1.4	3.9	2.2	1.8	35.4	4.3
净利润（亿）	0.9	0.4	1.0	0.2	0.3	0.4	0.1	3.3	0.3
净资产收益率（%）	6%	18%	30%	18%	30%	34%	8%	13%	7%
资产负债率（%）	55%	86%	77%	61%	84%	74%	58%	69%	38%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

2、公司市值明显低于中航工业同类平台

公司市值在中航工业各业务板块平台中最低。2010 年以来，中航工业旗下各板块的资本平台已经基本明晰。目前中航各板块的平台市值基本上在 100 亿市值以上。我们认为中航精机与 ST 昌河（中航电子）、中航动控的产品均属于飞机重要的子系统，但是中航精机的市值仅 65 亿，远低于 ST 昌河和中航动控 170 亿元左右的市值。

表 4：中航精机与类似的航天军工公司市值比较

	最新股价	10EPS	10PE	市值（亿）	资本运作现状	后续资产规模	主要产品
ST 昌河	35.14	0.32	109.7	170	实施中	大	航空电子设备
中航动控	18.28	0.23	80.5	172	资产注入完成	无	发动机控制系统
航天电子	14.78	0.28	52.8	120	基本完成，还有预期	小	导航电子设备等
中航精机	39.20	1.02	38.2	65	实施中	大	航空机电设备

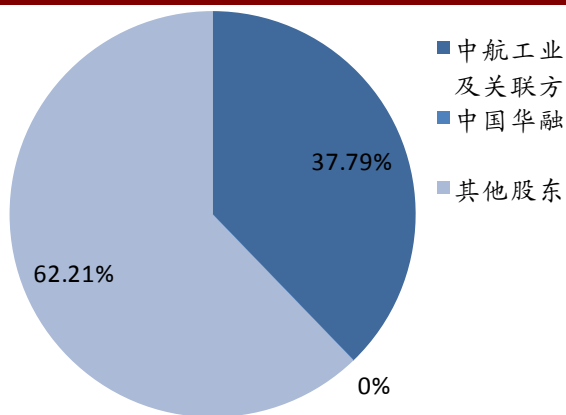
资料来源：WIND，招商证券研发中心；注：中航精机 10 年后 EPS 考虑资产注入和股本摊薄

3、中航机电公司后续资本运作猜想

公司在完成本次资产注入后或将实施增发。本次资产注入完成后，总资产约 80 亿的 7 家企业中航机电生产企业将进入中航精机，中航工业及关联方的持股比例将从 37.79% 提高为 62.92%，EPS 也将大幅提升至 1 元钱左右。我们认为，中航工业不会仅仅简单的为资产注入而注入资产，正如我们在一起的研究报告中强调的那样，国防工业资产证券化的目的就是帮助国防企业完善公司治理结构，提高企业经营效率，具备自我融

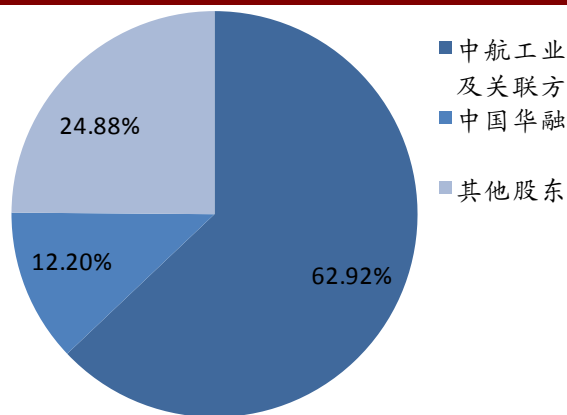
资造血的功能。公司在完成本次资产注入后，股权结构和业绩的优化均为下一步实施增发融资打下了良好的基础。

图5：中航精机资产注入前股本结构



资料来源：中航工业、招商证券研发中心

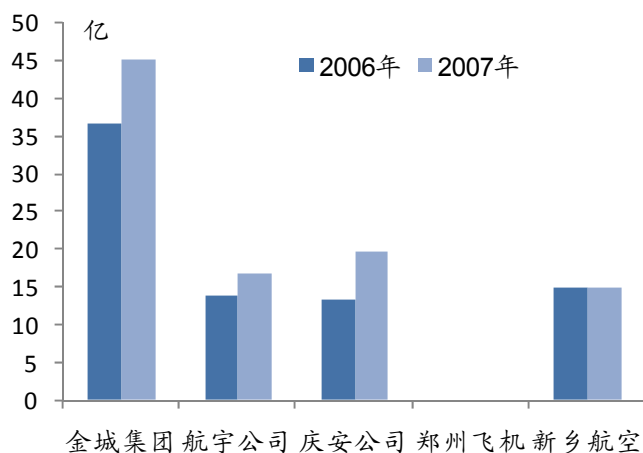
图6：中航精机资产注入完成后股本结构



资料来源：中航工业、招商证券研发中心

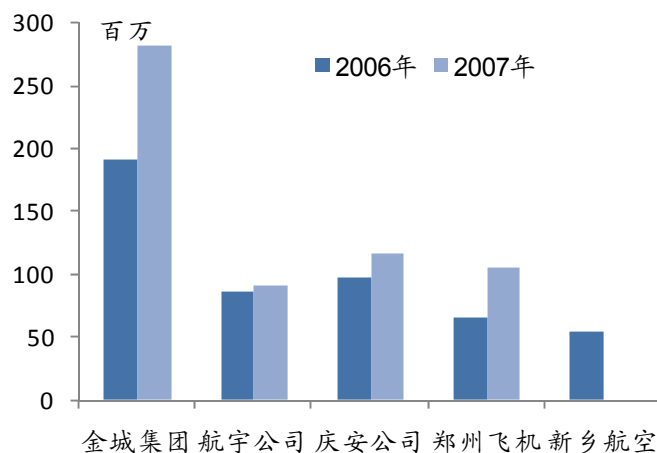
公司后续资产注入的预期依然明确。中航精机一次注入了 6 家中航机电公司旗下的资产，消除了资本市场对公司是否能够成为中航机电公司资本平台的疑虑。中航机电公司（旗下单位详见附件）还有航宇公司、新乡公司、金城集团等规模较大的资产没有实现资产证券化，按照“专业化整合、资本化运作”的思路，航宇公司、新乡公司、金城集团的航空制造资产陆续注入公司是一个合理的预期。

图7：中航机电公司旗下主要公司收入情况



资料来源：中航工业、招商证券研发中心

图8：中航机电公司旗下主要公司利润情况



资料来源：中航工业、招商证券研发中心

中航机电公司未注入资产的收入和盈利规模依然可观。由于中航机电系统公司没有公布旗下未注入涉及本次资产重组企业的详细收入和盈利情况，我们将参考 2006 年、2007 年中航机电公司几家主要企业的收入和盈利情况，给投资者提供一个直观的概念。通过比较可以发现，航宇公司、新乡航空的收入和利润规模与本次拟注入的庆安公司、郑州飞机的收入和利润基本在同一个数量级上。金城集团的收入和利润规模较大，但是剔除金城集团摩托车业务的影响，金城集团航空业务应该与航宇公司、庆安公司等在一个数量级上。我们估计机电公司未注入资产的利润规模约在 4-5 个亿左右。

根据“资产注入-融资-再资产注入”的资本运作规律，中航精机在本次资产注入完成后，很有可能实施融资，然后再次启动资产注入，最终完成中航机电公司的资产证券化。

四、估值和投资建议

1、收入预测

表 5：考虑资产注入后中航精机旗下各公司收入预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中航精机	356	431	539	646	763
YOY		21%	25%	20%	18%
净利率	6%	7%	7%	7%	7%
庆安公司	1691	1193	1551	2093	2826
YOY		-29%	30%	35%	35%
净利率	7%	8%	8%	8%	8%
陕航电气	683	648	686	735	808
YOY		-5%	6%	7%	10%
净利率	6%	6%	6%	6%	6%
郑州飞机	719	764	841	1009	1191
YOY		6%	10%	20%	18%
净利率	13%	13%	13%	13%	13%
四川液压	126	144	174	207	238
YOY		14%	20%	20%	15%
净利率	9%	10%	10%	10%	10%
贵航电机	306	389	408	449	494
YOY		27%	5%	10%	10%
净利率	10%	9%	9%	9%	9%
泛华仪表	195	222	245	281	331
YOY		14%	10%	15%	18%
净利率	16%	17%	17%	17%	17%
川西机器	161	182	201	231	272
YOY		13%	10%	15%	18%
净利率	4%	7%	7%	7%	7%
合计	4238	3973	4645	5651	6923
YOY		-6%	17%	22%	23%
净利率	8%	9%	9%	9%	9%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

2、估值水平

中航精机在本次资产重组完成后依然具备支持航天军工股高估值的三要素。由于资产注入预期、巨大的市场前景和行业的不可替代性，航天军工板块在 A 股市场一直享有较高的估值。考虑资产重组完成后，中航精机不仅业绩出现跨越发展，进入公司的资产在一些细分航空机电领域也具备垄断地位，中国航空工业的发展前景也为航空机电产业提供了巨大的市场成长空间，此外，公司后续资产注入的预期依然强烈，支持 A 股航天军工上市公司高估值的 3 要素依然具备。

目前，航天军工板块 2010 年估值水平在 80 倍 PE 左右，公司考虑资产注入后，2010 年的估值仅为 38 倍，远低于板块的平均水平，估值优势十分明显。

表 6: 国内航天军工重点上市公司估值比较表

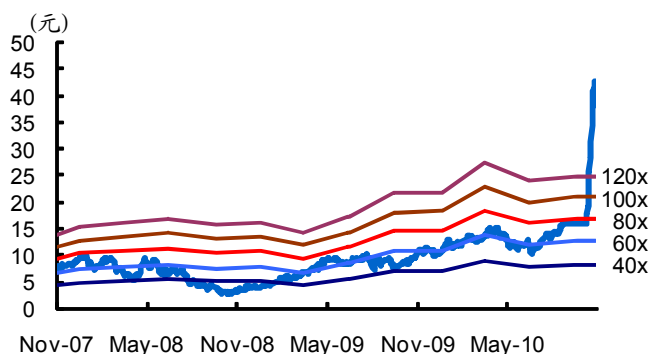
股票名称	最新收 盘价	09EPS	10EPS (E)	11EPS (E)	09PE	10PE	11PE	PB	ROE (TTM%)	市值 (亿)
西飞国际	13.37	0.13	0.14	0.23	104.9	93.4	58.0	3.6	5.2%	331
洪都航空	33.72	0.29	0.30	0.31	115.6	112.4	107.9	5.2	3.6%	242
中航电子	35.14	-1.04	0.32	0.29	-33.9	109.7	122.5	21.4	10.8%	170
成飞集成	38.26	0.32	0.25	0.29	119.7	152.9	130.2	14.4	8.3%	79
哈飞股份	32.53	0.29	0.35	0.42	111.3	92.9	77.5	8.1	6.3%	110
中航动控	18.28	-0.14	0.23	0.27	-135.3	80.5	68.4	4.2	5.1%	172
航空动力	33.97	0.28	0.52	0.70	121.3	65.3	48.5	5.0	5.3%	185
航天电子	14.78	0.17	0.28	0.38	88.7	52.8	39.1	4.0	5.9%	120
中国卫星	27.00	0.28	0.38	0.50	97.2	71.1	54.0	11.1	11.5%	190
中航精机	39.20	0.18	1.02	1.36	214.2	38.2	28.9	14.3	7.6%	65
平均					290.2	80.9	62.7	5.6	2.7%	1665

资料来源: WIND, 招商证券研发中心; 注: 10 年后 EPS 考虑资产注入和股本摊薄

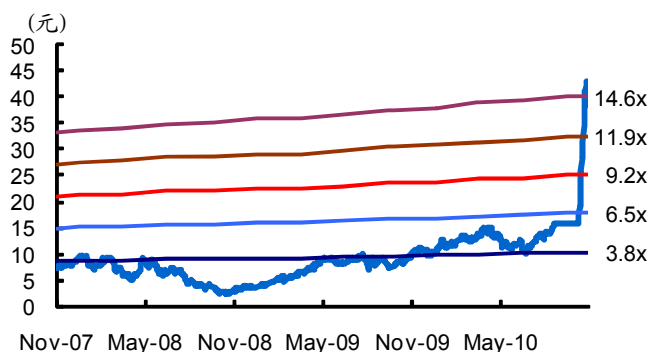
3、投资建议: “强烈推荐-A”

在“十二五”期间,我国大力发展高端装备制造业,在国务院的规划中,航空航天产业被列为高端装备制造业的第一位。中航精机在资产重组后,航空机电产品将成为公司主业,未来 10 年将受益我国航空产业的高速发展。

航空机电产品是现代飞机的重要组成部分,拥有很高的技术含量。中航精机是目前中航工业板块中最具备估值优势的上市公司,同时又是市值最低的子系统平台。在本次资产注入完成后,公司融资条件已经具备,后续可能注入的机电资产收入和利润规模均值得关注。经过前期的调整后,公司的投资价值近一步体现。

图9: 中航精机历史PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图10: 中航精机历史PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

上调目标价至 **55-60 元**, 维持“**强烈推荐-A**”投资评级。考虑资产注入后,公司 09 年的业绩有 0.86 元,由于我国航空工业正处景气上升阶段,因此将 2010 年 EPS 预测上调至 1.02 元,上调比例约 13%。我们预测 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.02 元、1.36 元、1.73 元。目前 A 股航天军工板块平均估值为 80 倍,出于谨慎考虑,按 10 年 60 倍 PE 测算,上调未来 6 个月目标价为 55-60 元。维持“**强烈推荐-A**”投资评级。

4、风险因素

重大资产重组依然需要主管部门批准，未来融资的不确定性。

参考报告：

- 1、《中航精机(002013)- 受益汽车行业景气，后续航空资产有看点》2010/2/28
- 2、《中航精机(002013)- 中期业绩稳步增长,资产注入预期犹存》2010/8/27，中报点评，指出公司资产运作的可能新加的
- 3、《中航精机(002013)- 航空机电资产的华丽登场》2010/10/25，点评中航精资产重组方案

附件：中航精机注入资产简介

1、庆安公司

庆安公司专业从事机载作动技术和压缩机技术领域研究和产品开发，现有产品为所有国产飞机配套，同时涉及海、陆、天、高技术设备等领域。以机载作动（控制）技术为核心的业务、空调压缩机为核心的非航空民品业务等五个专业组成构成。2005 年~2010 年产品任务量稳中有升，产品能按客户的要求及时交付，得到了主机厂所和军方的好评。

庆安公司自 1998 年开展民用航空转包生产业务以来，先后同英国史密斯（SMITHS）公司、美国伊顿（EATON）公司、古德里奇（GOODRICH）公司、通用公司（GE）公司、英国的道蒂（DOWTY）公司等合作进行航空液压产品及货运系统零部件转包生产；为波音 B787 和空中客车 A380 等多种型号飞机生产了包括飞控、电源、机轮刹车、起落架收放等系统用零件、组件；积累了丰富的民机转包生产经验，建立了良好的外部合作关系。国内民机方面，交付了 ARJ21 静力试验机、疲劳试验机的高升力操纵系统地面试验件，通过了适航审查，为国产化生产奠定了基础。

在民品制冷领域：庆安公司拥有独立知识产权的空调压缩机开发和生产企业，主要从事绿色环保型新工质、高效节能型空调压缩机的研制和生产，目前形成了十三大系列近 130 多种规格型号的空调压缩机产品，已具备年产 500 万台的生产能力。庆安公司研制生产的系列转子式空调压缩机已经成为中航工业的支柱民品之一。庆安牌压缩机还是中国名牌产品，“庆安”品牌的知名度、信誉度、影响力在行业不断提升和加强。庆安公司主要客户包括格力、美的、长虹、海尔、海信等国内一线品牌空调厂家。

表 7：庆安公司财务数据概要

项目	2008 年	2009 年	2010 年 8 月 31 日
资产总计	2,919	3,252	3,563
负债总计	1,519	1,794	1,985
股东权益	1,400	1,457	1,578
归属于母公司所有者权益	1,221	1,288	1,404
项目	2008 年	2009 年	2010 年 1-8 月
营业收入	1,691	1,193	1,434
利润总额	133	98	106
净利润	114	93	92
归属于母公司净利润	117	103	87

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

2、陕航电气

陕航电气是我国航空电气行业唯一国家确定保留军品科研生产能力的企业。承担了我国几乎所有飞机电源系统研发、生产任务，特别是在国家新型号飞机电源系统和发动机点火系统等未来飞机项目研发上继续领先发展。国家投入巨资建立的飞机电力系统研发平台将为陕航电气打造国内领先、国际知名的航空电源企业提供坚强保障。

目前，陕航电气航空业务领域不断拓展，以发展大型载客飞机为契机，民用航空领域正在和国际著名航空电源企业洽谈国际合作，积极融入世界航空产业链。同时，陕航电气

充分发挥航空电源系统和发动机点火系统核心技术优势，积极参与军工行业竞争，与航天、兵器、船舶等用户建立了密切联系，实现航空核心技术的拓展应用。

表 8：陕航电气公司财务数据概要

项目	2008 年	2009 年	2010 年 8 月 31 日
资产总计	1,337	1,616	1,773
负债总计	1,153	1,397	1,365
股东权益	184	219	408
归属于母公司所有者权益	162	199	408
项目	2008 年	2009 年	2010 年 1-8 月
营业收入	683	648	486
利润总额	48	45	29
净利润	40	40	25
归属于母公司净利润	49	42	26

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

3、郑飞公司

郑飞公司主要从事航空产品和非航空民品的研制生产，并以军用航空产品为主业，为国家重点保军企业之一。其中军用航空产品主指机载悬挂发射控制产品，主要包括挂弹架、挂弹钩、导弹发射装置和火箭发射器等。

郑飞公司自建立以来，先后研制生产了 8 大类 200 余种航空产品，其产品已广泛应用于我国各型歼击机、轰炸机、强击机、运输机、武装直升机、无人机和各型航空武器，为各主机厂、所及空海军部队提供配套，悬挂发射装置综合配套率高达 90% 左右，并承担了多项国家重点型号项目的研制生产任务。目前，随着我国军队现代化发展及新一代各型战机的装备需求的增长，郑飞公司的军用航空产品亦将迎来良好的发展契机。

表 9：郑飞公司财务数据概要

项目	2008 年	2009 年	2010 年 8 月 31 日
资产总计	1,104	1,427	1,746
负债总计	799	1,100	1,469
股东权益	305	327	277
归属于母公司所有者权益	305	327	277
项目	2008 年	2009 年	2010 年 1-8 月
营业收入	719	764	468
利润总额	108	115	90
净利润	94	99	80
归属于母公司净利润	94	99	80

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

4、四川液压

四川液压一直致力于航空液压助力器、作动筒、蓄压器、数字式电传前轮转弯防摆系统、中小型飞机起落架等产品的研制生产，形成了以液压作动筒、蓄压器、阀、阻尼器、机电液一体化系统产品、中小飞机起落架等产品的研制、生产、验证和飞机结构件加工、服务等主营业务；产品覆盖了歼击机、轰炸机、直升机、教练机、预警机、强击机、运输机、无人机、发动机等二十余种机型、十几种类别、100 多项产品。

表 10: 四川液压财务数据概要

项目	2008 年	2009 年	2010 年 8 月 31 日
资产总计	214	226	332
负债总计	146	143	184
股东权益	68	83	148
归属于母公司所有者权益	68	83	148
项目	2008 年	2009 年	2010 年 1-8 月
营业收入	126	144	120
利润总额	10	14	2
净利润	11	14	2
归属于母公司净利润	11	14	2

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

5、贵航电机

贵航电机主要军品产品分为二次电源和电动机两大类。贵航电机在国内航空二次电源配套领域占有 95%以上的份额，广泛应用于各重点型号航空器，技术水平国内领先。贵航电机正大力拓展航天、兵器、船舶等行业二次电源的生产销售领域。

表 11: 贵航电机财务数据概要

项目	2008 年	2009 年	2010 年 8 月 31 日
资产总计	502	728	764
负债总计	424	614	648
股东权益	78	114	116
归属于母公司所有者权益	74	108	110
项目	2008 年	2009 年	2010 年 1-8 月
营业收入	306	389	237
利润总额	35	38	7
净利润	29	34	5
归属于母公司净利润	29	33	4

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

6、泛华仪表

泛华电器厂在航空燃油测控和航空发动机点火两个主专业技术领域积累了 40 多年的科研生产经验，专业技术水平国内领先。航空燃油测控系统的主要功能有：燃油热管理、加输油控制、燃油油量测量、故障诊断隔离、功能重构、信息融合、飞机重心辅助控制、油位告警等。航空燃油测控系统通过传感器优化布局技术、误差修正技术实现高精度测控，测量精度和控制技术达到 20 世纪末世界水平。该系统成系列覆盖国产所有飞机，国内市场占有率在 98%以上。

航空发动机点火系统高空、密封技术国内领先，耐高温技术世界一流，逆变技术、云母纸和云母纸电容器生产技术世界先进，产品达到世界级高可靠性水平，是亚太地区唯一进入 GE 公司供应商网链、能独立设计制造产品的企业。该系统（点火装置、点火电缆、点火电嘴）为飞机发动机、导弹发动机配套，在国内航空航天发动机型号项目的市场占有率达 82%以上。

表 12: 泛华仪表财务数据概要

项目	2008 年	2009 年	2010 年 8 月 31 日
资产总计	315	425	524
负债总计	252	314	318
股东权益	63	111	206
归属于母公司所有者权益	63	111	206
项目	2008 年	2009 年	2010 年 1-8 月
营业收入	195	222	135
利润总额	32	46	34
净利润	31	38	29
归属于母公司净利润	31	38	29

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

7、川西机器

川西机器的产品主要包括军用产品和民用产品两部分。军用产品主要是无人机发射系统、导弹地面测试设备、机载设备; 民品主要是各种型号的超高压等静压设备。川西机器建有较完善的等静压装备生产线、电器装配生产线、武器发射装置生产线、防弹头盔生产线; 承担着测试设备和专用设备、航空机载产品等国家军品科研、生产项目 18 项。

表 13: 川西机器财务数据概要

项目	2008 年	2009 年	2010 年 8 月 31 日
资产总计	348	370	401
负债总计	209	213	234
股东权益	139	156	167
归属于母公司所有者权益	139	156	167
项目	2008 年	2009 年	2010 年 1-8 月
营业收入	161	182	61
利润总额	8	13	5
净利润	6	13	5
归属于母公司净利润	6	13	5

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	357	444	6536	7193	8316
现金	109	109	3634	3861	4234
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	30	78	697	848	1039
应收款项	107	142	948	1153	1413
其它应收款	1	1	5	6	7
存货	95	105	1182	1239	1518
其他	16	8	70	85	105
非流动资产	267	261	2215	2282	2078
长期股权投资	0	38	38	38	38
固定资产	223	187	2163	2232	2028
无形资产	24	14	13	12	10
其他	19	21	1	1	1
资产总计	624	705	8751	9475	10394
流动负债	194	240	2710	3037	3450
短期借款	69	63	1200	1200	1200
应付账款	65	126	1053	1282	1571
预收账款	0	0	4	4	5
其他	59	51	453	551	674
长期负债	0	30	1630	1630	1630
长期借款	0	30	1630	1630	1630
其他	0	0	0	0	0
负债合计	194	270	4340	4667	5080
股本	107	129	417	417	417
资本公积金	230	230	3618	3618	3618
留存收益	72	76	376	773	1279
少数股东权益	21	0	0	0	0
母公司所有者权益	410	435	4411	4808	5314
负债及权益合计	624	705	8751	9475	10394

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	26	28	(453)	817	718
净利润			428	567	723
折旧摊销			123	230	223
财务费用			139	121	118
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(1690)	(204)	(479)
其它			546	104	133
投资活动现金流	(83)	(27)	(2168)	(300)	(10)
资本支出			(2186)	(300)	(10)
其他投资			18	0	0
筹资活动现金流	15	9	6146	(291)	(334)
借款变动			2737	0	0
普通股增加			289	0	0
资本公积增加			3388	0	0
股利分配			(128)	(170)	(217)
其他			(139)	(121)	(118)
现金净增加额	(41)	10	3525	227	373

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	356	431	4645	5654	6927
营业成本	288	346	3512	4275	5237
营业税金及附加	1	2	23	28	35
营业费用	12	17	181	221	270
管理费用	28	31	334	407	499
财务费用	11	1	139	121	118
资产减值损失	(3)	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(1)	0	0	0
营业利润	19	30	455	603	769
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	23	32	455	603	769
所得税	1	2	27	36	46
净利润	22	31	428	567	723
少数股东损益	(1)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	23	31	428	567	723
EPS (元)	0.05	0.07	1.02	1.36	1.73

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	25%	21%	978%	22%	23%
营业利润	10%	56%	1406%	33%	28%
净利润	6%	34%	1299%	33%	28%
获利能力					
毛利率	19.3%	19.6%	24.4%	24.4%	24.4%
净利率	6.4%	7.1%	9.2%	10.0%	10.4%
ROE	1.4%	2.2%	9.7%	11.8%	13.6%
ROIC	5.9%	5.6%	7.7%	8.9%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	31.0%	38.3%	49.6%	49.3%	48.9%
净负债比率	11.1%	13.2%	32.3%	29.9%	27.2%
流动比率	1.8	1.8	2.4	2.4	2.4
速动比率	1.4	1.4	2.0	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.3	3.5	5.5	3.5	3.8
应收帐款周转率	3.7	3.5	8.5	5.4	5.4
应付帐款周转率	4.3	3.6	6.0	3.7	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.05	0.07	1.02	1.36	1.73
每股经营现金	0.06	0.07	-1.09	1.96	1.72
每股净资产	0.98	1.04	10.57	11.52	12.73
每股股利	0.13	0.10	0.31	0.41	0.52
估值比率					
PE	717.7	535.1	38.2	28.9	22.6
PB	39.9	37.6	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	285.6	268.6	19.0	14.3	12.3

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，机械军工行业分析师，曾获 2009 年《新财富》机械行业最佳分析师第一名（小组）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。