

整体业绩保持稳健

事件

航空动力公布 2011 年半年报，今年 1—6 月份公司实现营业收入 32 亿元，比去年同期增长 33.94%；营业利润为 10.32 亿元，比去年同期增长 34.22%；归属于母公司的净利润为 1.19 亿元，比去年同期增长 37.95%；完全摊薄后每股收益 0.11 元。

研究结论

- **公司整体收入保持稳健。**公司航空发动机及衍生产品实现收入 1.75 亿元，同比增长 25.52%；非航空产品及贸易实现收入 7.78 亿元，同比增长 179.15%；出口转包实现收入 5.92 亿元，同比下滑 13.93%。公司航空发动机及衍生产品实现了预期中的稳定增长；非航空产品，公司规划每年保持 30% 以上的增长和“十二五”末销售收入 50 亿元，未来非航产品也将成为公司的增长力量之一；公司出口转包下滑，表明世界经济的恢复低于预期，同时也因为产品结构调整，下半年公司新产品试制将逐步完成并转入批产，公司外贸转包业务有望好转。
- **中航工业积极布局民用航空发动机产业。**近期，中航发动机公司与 Honeywell 签署了《小型发动机合作备忘录》，共同为中国市场开发喷气式发动机，未来将延伸至全球商用、通用航空以及民用直升机；南方公司开发的通用航机的活塞发动机进入了持久试验阶段，预期 12 月完成适航首飞，明年获取民用航空产品型号合格证；中航湖南通用航空发动机公司成立，主要生产民用涡轴、涡桨、活塞发动机，预计到 2015 年，公司将实现产值 20 亿元以上，到 2020 年，将实现产值 60 亿元以上。从近期的一系列举动来看，中航工业在民用航空发动机领域已取得一定进展。
- **国家政策支持，公司后续发展动力十足。**近年来，国家日益重视航空发动机的研制，航空发动机产业政策有望取得突破。今年两会期间，有代表建议未来 20 年对航空发动机产业链投入 1000 亿元；同时，航空发动机有望列入国家重大科技专项，从而有利于国家资金直接投入航空发动机的研制；中航工业在“十二五”期间将自主投入 100 亿元发展航空发动机技术。在国家政策和资金的大力支持下，我国航空发动机将进入快速发展期。公司未来新机型不断突破，带动收入保持 10 年高速增长。公司 WS10 主要装备于我国三代机，随着我国三代机的列装，公司该型产品将实现快速增长；未来我国直升机、枭龙战机、L15 教练机、舰载机、大运、大客均将取得突破，公司收入将保持长期快速增长。
- **投资建议：**我们预计公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.28、0.36、0.48 元。维持公司“买入”评级，目标价为 20 元。
- **风险因素：**重组失败、军品型号研制失败和世界经济低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

wangtianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060001

联系人

肖婵

xiaochan@orientsec.com.cn

8621 × 63325888 × 6078

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 7 月 28 日) 18.70 元

目标价格 20.00 元

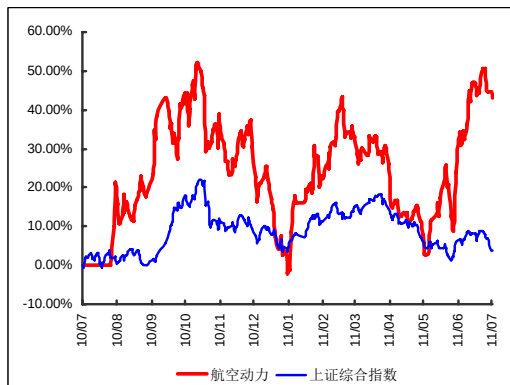
总股本/A 股 (百万股) 1090/1090

国家/地区 中国

行业 军工

报告发布日期 2011 年 7 月 29 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6085	12222	15554	19991
同比(%)	18.71%	101.75%	27.26%	28.53%
归属母公司净利润	209	393	515	679
同比(%)	13.58%	88.04%	31.04%	31.84%
毛利率(%)	13.52%	19.14%	18.95%	18.89%
每股收益(元)	0.19	0.28	0.36	0.48
P/E (倍)	90	63	48	36

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表：航空动力报表分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	5629	6953	8274	9947	营业收入	6085	7667	9797	12531
货币资金	1386	1576	1795	2150	营业成本	5262	6634	8479	10848
应收账款	1658	2112	2496	2934	营业税金及附加	6	8	10	13
存货	2420	3036	3715	4542	销售费用	64	83	106	136
预付账款	165	229	268	321	管理费用	414	522	667	854
非流动资产	2523	2654	2780	2918	财务费用	84	73	79	86
长期股权投资	42	39	36	33	资产减值损失	5	7	11	13
投资性房地产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
固定资产	1995	2116	2228	2330	投资收益	-7	-3	-3	-3
无形资产	479	492	509	549	营业利润	243	336	440	578
其他	8	7	7	7	营业外收入	16	22	28	35
资产总计	8152	9607	11054	12865	营业外支出	5	7	8	11
流动负债	3506	4727	5854	7245	利润总额	254	351	460	603
短期借款	1197	1397	1597	1797	所得税	35	53	69	90
应付账款	1071	1659	2120	2712	净利润	220	299	391	513
其他	1238	1672	2137	2736	少数股东损益	10	16	20	27
非流动负债	756	751	751	751	归属母公司净利润	209	283	370	486
长期借款	714	714	714	714	EBITDA	558	565	692	861
其他	42	37	37	37	EPS	0.19	0.26	0.34	0.45
负债合计	4262	5478	6605	7996	EPS (资产注入后)	0.22	0.28	0.36	0.48
股东权益	3890	4129	4449	4869	主要财务比率				
实收资本	545	1090	1090	1090	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
资本公积	2933	2388	2388	2388	成长能力				
留存收益	317	541	840	1234	营业收入	18.71%	26.00%	27.77%	27.91%
外币报表折算差额	0	0	0	0	营业利润	33.39%	38.29%	30.97%	31.32%
归属于母公司所有者					归属于母公司净利润	35.11%	35.33%	30.84%	31.17%
权益合计	3795	4018	4318	4711					
少数股东权益	96	111	131	158					
负债和股东权益	8152	9607	11054	12865					
现金流量表					获利能力				
单位：百万元					毛利率	13.52%	13.47%	13.45%	13.43%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	3.44%	3.69%	3.78%	3.88%
经营活动现金流	462	414	463	659	ROE	5.65%	7.23%	8.78%	10.53%
净利润	209	283	370	486	偿债能力				
少数股东损益	10	16	20	27	资产负债率	52.28%	57.02%	59.75%	62.15%
折旧摊销	231	151	165	185	流动比率	1.61	1.47	1.41	1.37
财务费用	82	73	79	86	速动比率	0.92	0.83	0.78	0.75
投资损失	7	3	3	3	运营能力				
营运资金减少	-85	-119	-186	-140	总资产周转率	0.69	0.86	0.95	1.05
其他	0	1	0	0	应收账款周转率	4.00	4.36	4.59	4.99
投资活动现金流	-238	-286	-294	-326	存货周转率	2.18	2.43	2.51	2.63
投资收益	-7	-3	-3	-3	每股指标 (元)				
资本支出	-238	-286	-294	-326	每股收益	0.19	0.26	0.34	0.45
长期投资	7	3	3	3	每股经营现金流	0.42	0.38	0.43	0.61
其他	0	0	0	0	每股净资产	0.07	0.04	0.04	0.04
筹资活动现金流	-1553	62	50	22	估值比率				
财务费用	-84	-73	-79	-86	P/E	97	68	52	39
短期借款	-717	200	200	200	P/B	5	5	5	4
长期借款	-715	0	0	0					
股本及资本公积	0	0	0	0					
其他	-146	-65	-71	-93					
现金净增加额	-1329	190	219	355					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn