

方正证券研究所

机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

TEL: 010-68584881

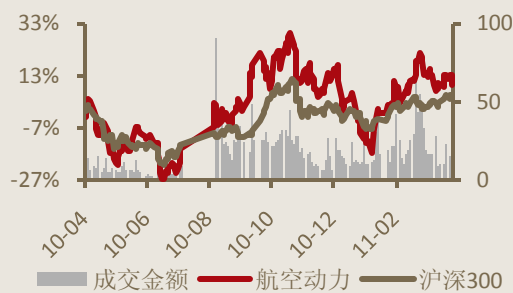
E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	6085.03	7352.96	8807.00	10595.33
(+/-)	18.71%	20.84%	19.77%	20.31%
净利润	209.21	296.20	327.55	407.52
(+/-)	35.11%	41.58%	10.58%	24.41%
EPS (元)	0.38	0.27	0.30	0.37
P/E	135.41	68.05	61.54	49.46

相关研究

2010 年报点评

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

航空动力(600893)

公司调研快报
2011.04.18 增持

非汽车交运设备行业

事件：

近日我们拜访了上市公司高管并就中国航空发动机产业的未来发展趋势、航空动力主营业务的现状 & 前景进行了交流。

投资要点：

※国家军费有望继续维持两位数增长，国防装备支出持续加大。中国周边存在朝核问题、南海争端等局部冲突隐患，美国近年来持续加强其东亚军事力量威胁中国周边和平，中国仍需加强军备以保卫国家安全，预计军费增长率会稳定在 12% 以上。我们预计，2015 年军费支出将超万亿，其中装备支出将达到 4000 亿。

※三代战机加速列装，公司军用航空发动机业务有望放量。据公开资料显示，我国三代战斗机数量为 500 架左右，占整个空军战斗机总量不足 25%。而美国三代及四代机 5100 架，俄罗斯三代及四代机 2000 架，美、俄、英、法、日等国三代战斗机占全部战斗机比例皆超过 80%。我国三代战机的缺口较大，国防装备支出有望对空军装备倾斜。2010 年公司年报披露销售收入增长 18.71%，主要来自航空发动机业务批产需求有所增长。由此推测“太行”发动机已开始批量生产，未来三代机发动机将主要来自于国产，预计国产化比例将超过 80%。公司目前承担“太行”发动机八大核心部件的生产，约占太行发动机价值量的 40%，将长期受益于三代发动机的批量生产。

※公司 QC280 作为大型水面舰艇动力，长期受益海军建设。舰用燃气轮机具有动力性好、占地小，燃烧效率高等特点，目前美日两国的驱逐舰和巡洋舰 100% 都采用了全燃动力。我国现有军舰 260 多艘，37 艘为 3500-8000 吨的导弹驱逐舰/护卫舰，其中只有 13% 采用或部分采用先进的燃气轮机，25 艘左右军舰采用落后的动力装备。海军在向强大蓝水力量

迈进过程中，必将存在替换现有旧式发动机的强烈需求。公司作为大功率舰艇发动机 QC280 的唯一提供者，将长期受益于蓝水海军建设。

※世界经济缓慢复苏，公司航空转包业务或有超预期表现。公司经营转包业务 30 年，与美国通用（GE）、美国普惠（PW）、英国罗罗（RR）、法国塞峰（Snecma）等世界主要航空发动机制造商建立了长期稳定的合作关系，已为 20 多种型号的发动机加工生产上千种零件，其中有近百种关键零配件被国外发动机公司确定为唯一的供应商。随着全球经济复苏态势的明朗以及航空制造业加速向亚太地区的转移，公司航空外包业务有望有超预期表现。

※沈阳黎明注入不存在政策障碍，未来注入可期。2010 年 12 月 27 日，公司正式获得由国家国防科技工业局颁发的《中华人民共和国武器装备科研生产许可证》，成为全国军工上市公司中首家获得关键军工项目武器装备科研生产许可证的单位。既然被国防科工局定义为关键武器生产单位，那就可以在保持国家绝对控股的条件下实现股份制的改造，所以未来沈阳黎明资产的注入不存在政策障碍。沈阳黎明作为三代机“太行”发动机整机的生产商，2010 年销售收入实现超过 100 亿元，比上年度大幅增长 166%，为公司总收入 180%左右，优质整机资产的注入将大幅度增厚公司业绩。

※投资建议：预计公司 2011-2012 年摊薄 EPS 分别为 0.27 元、0.30 元和 0.37 元，对应的 PE 为 61 倍、55 倍和 45 倍，考虑公司在整个航空制造业里突出地位以及作为中航工业唯一发动机整合平台未来优质资产注入的预期，维持“增持”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5629.28	8842.84	9294.21	12366.77	经营活动现金流	476.23	-766.82	1532.92	-1300.33
现金	1385.93	2411.72	3192.16	3242.92	净利润	219.64	312.44	344.70	429.36
应收账款	1292.88	1679.18	1931.84	2381.38	折旧摊销	231.32	258.00	311.53	378.50
其它应收款	104.30	200.16	164.51	274.21	财务费用	83.74	101.18	121.19	145.80
预付账款	165.40	312.59	241.94	435.83	投资损失	6.64	-0.18	-0.27	-0.22
存货	2419.78	3880.96	3380.33	5523.58	营运资金变动	-64.50	-1438.95	756.08	-2253.74
其他	260.99	358.24	383.44	508.84	其它	-0.60	0.69	-0.31	-0.02
非流动资产	2522.97	2826.38	3133.01	3530.89	投资活动现金流	-244.09	-561.90	-617.59	-776.12
长期投资	41.80	41.80	41.80	41.80	资本支出	25.24	298.02	309.37	396.33
固定资产	1936.76	2171.55	2404.97	2706.00	长期投资	6.99	0.00	0.00	0.00
无形资产	478.95	548.49	620.80	713.76	其他	-211.86	-263.88	-308.22	-379.79
其他	65.45	64.53	65.44	69.33	筹资活动现金流	-1571.24	323.30	-450.08	-189.56
资产总计	8152.25	11669.22	12427.22	15897.65	短期借款	-717.02	358.51	-179.26	89.63
流动负债	3505.58	6810.97	7394.82	10598.55	长期借款	-514.70	-47.00	-83.16	-70.70
短期借款	1196.71	3586.44	3722.36	6128.77	其他	-339.51	11.78	-187.66	-208.49
应付账款	648.02	1112.60	1001.62	1538.64	现金净增加额	-1339.09	-1005.43	465.26	-2266.02
其他	1660.84	2111.93	2670.84	2931.14					
非流动负债	756.27	715.34	629.14	559.95	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	714.35	667.35	584.19	513.49	成长能力				
其他	41.92	47.99	44.95	46.47	营业收入	18.71%	20.84%	19.77%	20.31%
负债合计	4261.85	7526.31	8023.97	11158.50	营业利润	33.39%	46.59%	10.65%	25.25%
少数股东权益	95.60	111.84	128.98	150.81	归属母公司净利润	35.11%	41.58%	10.58%	24.41%
归属母公司股东权益	3794.80	4031.08	4274.27	4588.33	获利能力				
负债和股东权益	8152.25	11669.22	12427.22	15897.65	毛利率	13.52%	13.97%	13.74%	13.86%
					净利率	3.61%	4.25%	3.91%	4.05%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	5.65%	7.54%	7.83%	9.06%
营业收入	6085.03	7352.96	8807.00	10595.33	ROIC	3.82%	3.68%	3.91%	3.74%
营业成本	5262.17	6326.03	7596.52	9127.31	偿债能力				
营业税金及附加	5.93	7.39	8.72	10.57	资产负债率	52.28%	64.50%	64.57%	70.19%
营业费用	63.80	79.42	93.73	113.60	净负债比率	44.84%	58.74%	56.01%	61.47%
管理费用	414.27	476.22	584.99	695.00	流动比率	1.61	1.30	1.26	1.17
财务费用	83.74	101.18	121.19	145.80	速动比率	0.92	0.73	0.80	0.65
资产减值损失	5.31	6.42	7.69	9.25	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.69	0.74	0.73	0.75
投资净收益	-6.64	0.18	0.27	0.22	应收帐款周转率	4.81	4.95	4.88	4.91
营业利润	243.18	356.48	394.43	494.03	应付帐款周转率	7.19	7.19	7.19	7.19
营业外收入	15.80	15.50	15.65	15.58	每股指标(元)				
营业外支出	4.71	4.41	4.56	4.48	每股收益	0.38	0.27	0.30	0.37
利润总额	254.28	367.57	405.53	505.13	每股经营现金	0.87	-0.70	1.41	-1.19
所得税	34.63	55.14	60.83	75.77	每股净资产	6.97	3.70	3.92	4.21
净利润	219.64	312.44	344.70	429.36	估值比率				
少数股东损益	10.44	16.24	17.14	21.83	P/E	135.41	68.05	61.54	49.46
归属母公司净利润	209.21	296.20	327.55	407.52	P/B	7.47	5.00	4.72	4.39
EBITDA	485.59	625.57	717.05	883.63	EV/EBITDA	59.70	67.91	58.28	49.94
EPS (元)	0.38	0.27	0.30	0.37					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com