



## 航空动力（600893）重大事件点评：

重组继续，曙光犹存

高端装备制造

评级：增持

## 分析师

马金良

(执业证书编号：S0350208080555)

联系人 冯胜 电话：0755-83706284

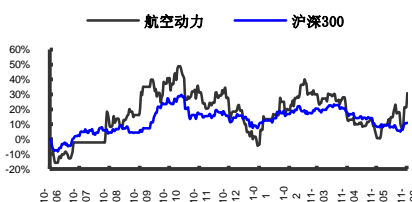
邮件：fengs@ghzq.com.cn

## 合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%？

 是
  否

## 相对沪深300表现



## 市场数据

2011.6.28

当前价格 (元)	17.210
52周价格区间 (元)	13.61-41
总市值 (百万)	18751.56
流通市值 (百万)	8643.30
总股本 (万股)	108957.32
流通股 (万股)	50222.55
日均成交额 (百万)	155.60
近一月换手 (%)	53.43

## 财务数据

FYE

毛利率	14.4
净利率	3.0
净资产收益率	4.3
总资产收益率	0.02
资产负债率	60.9
现金分红收益率	0.0
市盈率	89.6
市净率	4.9

## 事件

**事件1：**2011年6月24日及27日公司分别公布了《关于控股股东股权无偿划转的提示性公告》和《收购报告书摘要》，中航工业集团拟将其持有的本公司控股股东西安航空发动机(集团)有限公司(以下简称“西航集团”)83.47%的股权无偿划转至中航发动机控股。

**事件2：**2011年6月27日公告，因本公司未能在原定的股东大会召开之日(6月30日)前就向中国航空工业集团公司等5个特定对象发行股份购买资产事项获得国有资产监督管理部门的批复，决定再次延期召开2011年第三次临时股东大会至2011年10月28日。

## 点评

## 中航发动机板块整合取得阶段性进展

中航发动机控股公司成立于2010年9月16日，为中航工业集团作为唯一股东以现金方式出资设立的一人有限责任公司，注册资本1000万元，代表中航工业集团对所属发动机板块成员单位进行投资管理，开展投融资及担保业务，本部不从事具体的生产经营活动。

此次，中航工业集团将旗下三家上市公司航空动力(600893)、中航动控(000738)和成发科技(600391)的控股东西航集团公司、西控公司、成发集团公司的股权无偿划转至中航发动机控股公司，此外还将北京长空的股权也无偿划转至中航发动机控股公司，使中航工业集团发动机板块的资产和业务得以进一步整合。

中航工业集团“做实”板块子公司是其“两融、三新、五化、万亿”发展战略的一贯体现，是既定路线的

延伸，是发动机板块整合取得的阶段性进展。目前集团旗下设有防务、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理等产业板块，早在2010年6月份，集团就曾把贵航股份(600523)、中航重机(600765)、中航三鑫(002163)的控股股东中国贵州航空工业(集团)有限责任公司的股权无偿划转给通用飞机公司，从而实现通用飞机板块业务的整合。

### 航空动力资产注入是必然趋势

2008年资产重组报告中，实际控制人中国一航集团(现为中航工业集团)曾明确承诺，“将以本公司为其航空发动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相关业务上市公司的控制权”，并在航空动力需要及可能的前提下，“可将所属其他公司持有的航空发动机批量制造及航空发动机零部件外贸转包生产有关的资产和业务注入本公司”。这一方面确定了航空动力作为中航工业集团航空发动机整机上市的唯一平台的地位，另一方面也为后续整合其他航空发动机资产做了铺垫。

2010年7月公司开始策划重大资产重组，拟增发166,523,007股，购买中国南方航空工业(集团)有限公司(简称南方公司)100%股权、贵州黎阳航空动力有限公司(简称黎阳航空动力)100%股权、三叶公司80%股权以及西航集团部分研发资产。这是公司整合发动机整机资产的第一步。

由于航空发动机资产在国防和国家战略上具有极度的敏感性，国防科工局等主管部门需要进行全面、审慎的研究和论证，需要相对较长的审批时间，导致本次资产重组进度受到影响，进而导致股东大会继续延期。

但是公司作为航空发动机整机上市平台的地位没有发生改变。在下次股东大会举办时间(2011年10月28日)之前，公司重组方案将得到主管部门的全面审核，有望获得通过。

由于国内航空发动机主机厂共有7家，在机型上各有侧重，但是相互之间存在诸多的业务往来。航空发动机作为一项系统性工程，代表着当代工业发展的最高水平，也是国防实力的终极体现。我国空军实现由“国土防空”型向“攻防兼备”型转变，对先进航空发动机需求日趋迫切，而实现7大主机厂的整合，无疑是航空发动机产业进一步发展的必然要求。我们认为，航空动力的整合之路会持续深入，曙光就在眼前。

表2 中航工业集团七家航空发动机整机制造商一览表

公司	型号	分类	最大推力	配套机型	仿制对象	发展定位
南方航空 工业公司	活塞6	星型气冷9缸	198.5千瓦	初教6(Y11)	苏AИ-14P	直升机、涡桨发动 机整机及零部件 生产
	WZ8A/D	小功率涡轴	539千瓦	直9/直11	法Arriel1C	
	WZ9	中功率涡轴	1000千瓦	直10	自研	
	WJ6	中功率涡桨	3124千瓦	运8	苏AH-20M	
	WJ9	小功率涡桨	462千瓦	运12	苏PT6A-27	
黎阳公司	WS11	小推力涡扇	16.87千牛	K8	乌克兰AИ-25TL	中小功率发动机 整机及零部件生 产
	WP7	小推力涡喷	43.15千牛	歼7、歼教7	苏P11-Φ-300	
	WP13	小推力涡喷	47.56千牛	歼8、山鹰	苏P-13	
黎明公司	WS13	中推力涡扇	56.75千牛	枭龙	苏RD-33	大功率发动机整 机及零部件生产
	WP5	小推力涡喷	26.5千牛	(歼5、轰5)	苏BK-1φ	
	WP6甲	小推力涡喷	36.8千牛	强五(歼六)	苏PИI-9B	
	WP14(昆仑)	中推力涡喷	68.65千牛	歼7、歼8	自研	
	WS10(太行)	大推力涡扇	132千牛	歼10、歼11	美F100	

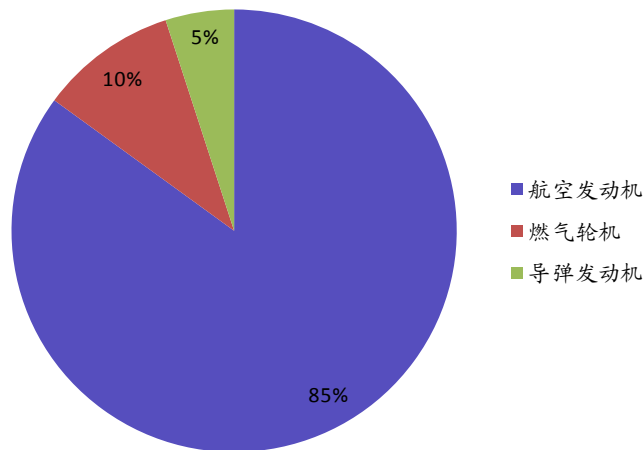
西航集团	WP8	大推力涡喷	93.1千牛	轰6	苏P II-3M	大功率发动机整 机及零部件生产
	WS9 (秦岭)	中推力涡扇	91.1千牛	歼轰7	英国斯贝MK202	
成发集团	WP6A/B	小推力涡喷	43.7千牛	强五 (歼12)	苏P II-9B	整机及零部件生 产
	WS15	大推力涡扇	180千牛	歼20	自研	
东安集团	WJ5	中功率涡桨	2133千瓦	运7、水轰5	苏AIИ-24	不再从事整机生 产
兰翔机械	WZ6	中功率涡轴	1160千瓦	直8	加拿大PT-6B	直升机发动机整 机及零部件生产
	透默IIIC6	中功率涡轴	1170千瓦	SA321 (法国)	大修	

资料来源：国海证券研究所整理（绿色标记的公司正在进行资产重组，黄色标记的公司有望后续注入）

### 公司航空发动机业务受益于战机升级和航母建设

在公司目前的收入结构中，航空发动机及衍生产品占比达到 60%，为第一大业务。在此业务中，约有 85% 以上来自航空发动机业务，10%左右来自燃气轮机，另外有不到 5%来自于航天发动机零部件业务。

图 1 公司三大业务板块



资料来源：公司公告，国海证券研究所

航空发动机业务主要受益于三块：一是空军从“攻防兼备”型向“国土防空”型转变，三代战机替换国内大量的二代战机成为必然要求；

二是我国建设“蓝水海军”，航母建设已成为不争的事实。国内第一艘航母“施琅”号改造工程已经接近尾声，有望于近期试航。而根据我们的推测，第二艘自建航母也正在施工之中。在航母编队中，护卫舰、巡洋舰、驱逐舰等配置舰船的动力燃气化趋势明显，加大对于舰载燃气轮机的需求，公司作为目前唯一的海军舰载燃气轮机供应商将受益；另外，舰载机对于航空发动机的需求也将使公司长期收益。而与此相关的南海争端问题也成为我国建设航母的重要理由之一。

三是我国新机型的开发不断取得进步，歼 20、大运、大客等多款飞机对航空发动机的需求巨大，想象空间无限。

此外，随着国内航空发动机技术的不断进步，以 WS10A 和 WS10B 为代表的大功率先进发动机的稳定性等各项指标获得突破，产量增加，废品率降低，使得公司的航空发动机业务将在 2012 年进入“量价齐升”的阶段，年均增速在 20%以上。

## 二级市场投资建议

不考虑正在进行的南方公司等资产注入，按照2010年送配后的总股本1,089,573,236股计算，公司的主营业务发展如下：

表2 公司主营业务发展预测

收入	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
航空发动机及衍生品	2,392,328,000	3,032,056,000	3,521,978,755	3,874,176,631	4,649,011,957	5,578,814,349
外贸转包生产	1,278,662,600	1,074,314,700	1,347,374,701	1,616,849,641	1,940,219,569	2,328,263,482
非航空产品及其他	404,442,000	953,341,000	1,140,011,824	1,596,016,554	2,074,821,520	2,697,267,976
<b>增速(%)</b>						
航空发动机及衍生品	21	27	16	10	20	20
外贸转包生产	44	-16	25	20	20	20
非航空产品及其他	-4	136	20	40	30	30
<b>毛利率</b>						
航空发动机及衍生品	19.79%	17.31%	15.6%	16.0%	17.0%	18.0%
外贸转包生产	16.23%	13.05%	14.9%	16.0%	17.0%	18.0%
非航空产品及其他	14.63%	6.22%	5.9%	4.0%	3.0%	3.0%
<b>毛利</b>						
航空发动机及衍生品	473,441,711	524,848,894	548,019,894	619,868,261	790,332,033	1,004,186,583
外贸转包生产	207,526,940	140,198,068	201,163,043	258,695,942	329,837,327	419,087,427
非航空产品及其他	59,169,865	59,297,810	66,690,692	63,840,662	62,244,646	80,918,039
<b>综合</b>						
收入	4,075,432,600	5,059,711,700	6,009,365,280	7,087,042,825	8,664,053,046	10,604,345,807
收入增速	23.89%	24.15%	18.77%	17.93%	22.25%	22.39%
毛利	740,138,516	724,344,772	815,873,629	942,404,866	1,182,414,005	1,504,192,049
毛利率	18.16%	14.32%	13.58%	13.30%	13.65%	14.18%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

在上述假设前提下，公司2011年-2013年的每股收益分别为0.26元，0.37元，0.52元，以2011年6月27日的收盘价17.21元计算，对应的P/E值分别为66、47和33倍。近期受航母概念的影响，公司股价表现强劲。我们认为，公司基本面持续向好，资产重组获批仍是大概率事件。在航母及南海问题持续发酵的情况下，建议逢低介入，给予“增持”评级。

表3 利润表测算(单位:百万元)

会计年度	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	1,327.34	4,168.68	5,125.84	6,085.03	7,087.04	8,664.05	10,604.35
减: 营业成本	1,095.93	3,407.31	4,387.22	5,262.17	6,144.64	7,481.64	9,100.15
营业税金及附加	0.06	4.54	5.31	5.93	6.22	7.80	9.93
销售费用	113.14	70.65	56.98	63.80	77.96	95.30	116.65
管理费用	58.13	340.63	314.99	414.27	455.70	524.05	602.66
财务费用	21.25	201.77	168.48	83.74	66.44	68.97	86.64
资产减值损失	3.33	-1.84	9.01	5.31	2.98	3.48	4.22
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	29.37	1.10	-1.54	-6.64	-0.10	0.10	0.30
其中: 联营企业收益	15.37	1.03	-1.66	-6.99	-0.10	0.10	0.30
二、营业利润	64.88	146.73	182.31	243.18	333.00	482.90	684.40
加: 营业外收入	0.64	11.49	15.21	15.80	17.38	19.12	21.03
减: 营业外支出	3.34	14.14	4.11	4.71	5.04	5.40	5.78
三、利润总额	62.18	144.08	193.40	254.28	345.34	496.62	699.65
减: 所得税费用	14.32	14.09	29.30	34.63	51.80	74.49	104.95
四、净利润	47.86	129.99	164.10	219.64	293.54	422.13	594.70
归属母公司净利润	27.27	117.95	154.84	209.21	280.33	403.14	567.94
少数股东损益与调整	20.59	12.04	9.26	10.44	13.21	19.00	26.76
五、总股本(百万股)	234.91	442.34	544.79	544.79	1,089.57	1,089.57	1,089.57
<b>EPS (元)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.27</b>	<b>0.28</b>	<b>0.38</b>	<b>0.26</b>	<b>0.37</b>	<b>0.52</b>

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 国海证券投资评级标准

---

### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

### 股票投资评级

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

## 风险提示

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。本报告版权归国海证券所有。