

增长态势良好，长期价值显著

增持首次评级

目标价格：27.44 元

投资要点：

- 📖 增长态势良好，全年业绩有望超预期。
- 📖 “六大专项行动”费用控制显成效。
- 📖 发动机资产整合进展延缓，但大趋势未改。

报告摘要：

- **报告期业绩稳步增长。**报告期公司实现营业收入 320,539 万元、营业利润 13,856 万元和归属于母公司所有者净利润 11,879 万元，分别同比增长 33.94%、34.21%和 37.95%；实现基本每股收益 0.11 元，上年同期为 0.08 元。
- **板块业绩“两升一降”，全年业绩有望超预期。**报告期公司三大业务板块呈现“两升一降”格局，航空发动机及衍生品业务实现营业收入 174,770 万元，同比增涨 25.52%，主要是由于“太行”新型号产品进入批产生，以及原有主力型号产品需求较大增加所致；报告期公司下属各子公司业务开发情况较好，非航空产品及贸易板块业务实现营业收入 77,766 万元，同比大幅增长 179.15%；受人民币持续升值等国际经济环境影响，公司出口贸易订单减少，同时报告期新承揽订单较多，大多件号处于试制阶段造成出口转包业务仅实现营业收入 59,225 万元，同比减少 13.93%。报告期综合毛利率为 12.38%，与上年同期基本持平，盈利能力保持稳定。随着转包板块新型号产品试制陆续完成并进入转批阶段，下半年公司三大业务板块仍将保持良好的增长态势，而且军品交付季节性（四季度交付一般占全年 40%左右），全年业绩有望超过年初业绩计划目标。
- **“六大专项行动”费用控制显成效。**公司今年明确了“六大专项行动”，即大力开展在制品占用控制、专用工装和通用工具费用控制、废品损失控制、低值易耗品控制、物资供应保障及资金控制、产品质量控制等行动，报告期效果显著，期间费用率为 7.71%，比上年同期下降 2 个百分点，达到了历史几年的最低值。对于公司超过 60 亿的收入大盘子，在毛利率基本稳定，费用率下降 2 个点利润规模影响是非常客观的，我们预计随着专项行动的持续，公司盈利能力将持续加强。
- **发动机资产整合进展延缓，但大趋势未改。**公司目前正在实施对西航集团拥有的与航空发动机业务有关的资产和负债、南方公司 100%的股权、黎阳航空动力 100%的股权和三叶公司 80%的股权的增发收购

机械行业研究组

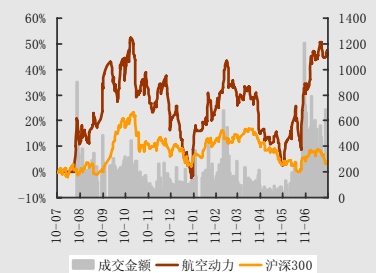
分析师：

庞琳琳 (S1250209110200)

电话：010-88085968

Email: panglinlin@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	10.89
流通股 (亿股)	5.02
当前股价	18.69
52 周最高/最低价 (元)	20.43/12.50
总市值 (亿元)	203.75

主要财务指标 (2011 年中报)

每股净资产	3.54 元
毛利率	12.38%
流动比率	1.67 倍
速动比率	0.97 倍
应收账款周转率	2.06 次
资产负债率 (合并报表)	50.44%
净资产收益率 (加权平均)	3.11%

工作。增发完成后公司将新增涡轴、涡桨发动机，中小推力涡喷、涡扇发动机以及航模、无人机发动机等产品，并进一步增强公司航空发动机零部件出口转包生产能力。但目前受相关部门审批流程影响，进展停止，不排除最后方案被迫停止实施可能。但我们判断中航工业集团发动机板块专业化整合大方向不会改变，公司作为整合平台的地位也不会改变，未来公司还将有望整合中航工业沈阳黎明以及相关研发机构等其他发动机资产。

预测与估值。

不考虑此次增发收购，我们估算公司 2011 年、2012 年和 2013 年可分别实现营业收入 7,363.04 百万元、8,977.53 百万元和 11,057.72 百万元，可分别实现归属母公司股东净利润 324.64 百万元、446.50 百万元和 623.86 百万元，那么 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.30 元、0.41 元和 0.57 元。

公司所处航空发动机制造行业前景强烈看好，作为行业内的主力企业将充分享受行业的发展机遇，而且作为中航工业发动机板块唯一的整机制造上市公司，其板块整合平台地位显著，将会整合中航工业旗下的优质航空发动机制造资产；目前股价 18.69 元，对应 2011 年、2012 年和 2013 年动态 PE 分别为 62 倍、45 倍和 32 倍，公司未来三年净利润增速超过 40%，估值水平在军工板块处于平均水平。综合考虑公司巨大的内生和外延机会，我们强烈看好公司的中长期发展，我们首次给予“增持”评级。但未来 6 个月内，公司所实施的增发收购事项有不成功的风险，有可能会造成股价较大波动。

风险因素：增发事项停止实施。

附表：盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6085.03	7363.04	8977.53	11057.72
增长率(%)	18.71%	21.00%	21.93%	23.17%
归属母公司股东净利润	209.21	324.64	446.50	623.86
增长率(%)	35.11%	55.17%	37.54%	39.72%
每股收益(BPS)	0.19	0.30	0.41	0.57
每股经营现金流	0.42	0.21	-0.08	0.24
销售毛利率	13.52%	13.61%	13.74%	13.85%
销售净利率	3.61%	4.63%	5.22%	5.92%
净资产收益率(ROE)	5.51%	7.86%	9.10%	11.03%
投入资本回报率(ROIC)	5.46%	7.01%	8.50%	9.76%
市盈率(P/E)	97	62	45	32
市净率(P/B)	5	5	4	4

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6085.03	7363.04	8977.53	11057.72
减: 营业成本	5262.17	6361.14	7744.24	9525.68
营业税金及附加	5.93	7.17	8.74	10.77
营业费用	63.80	77.20	94.13	115.94
管理费用	414.27	441.78	502.74	552.89
财务费用	83.74	80.90	88.18	93.88
资产减值损失	5.31	3.00	3.00	3.00
加: 投资收益	-6.64	-5.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	243.18	386.86	536.49	755.56
加: 其他非经营损益	11.10	15.00	15.00	15.00
利润总额	254.28	401.86	551.49	770.56
减: 所得税	34.63	61.03	82.72	115.58
净利润	219.64	340.83	468.77	654.98
减: 少数股东损益	10.44	16.19	22.27	31.12
归属母公司股东净利润	209.21	324.64	446.50	623.86

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1360.40	1472.61	1795.51	2211.54
应收和预付款项	1823.57	1491.96	2549.83	2427.68
存货	2419.78	3311.09	3665.85	4916.03
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	41.80	36.80	36.80	36.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1994.57	2004.00	2059.49	1991.23
无形资产和开发支出	478.95	512.16	545.37	578.57
其他非流动资产	0.35	1.18	1.00	1.00
资产总计	8119.42	8829.80	10653.84	12162.86
短期借款	1196.71	1283.23	1539.86	1696.05
应付和预收款项	2208.89	2477.53	3144.71	3683.00
长期借款	714.35	717.70	818.25	855.43
其他负债	109.07	109.07	109.07	109.07
负债合计	4229.02	4587.54	5611.90	6343.55
股本	544.79	545.71	573.50	583.77
资本公积	2932.78	2942.89	3246.02	3358.12
留存收益	317.23	641.87	1088.36	1712.23
归属母公司股东权益	3794.80	4130.47	4907.88	5654.12
少数股东权益	95.60	111.79	134.06	165.18
股东权益合计	3890.40	4242.27	5041.94	5819.30
负债和股东权益合计	8119.42	8829.80	10653.84	12162.86

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	460.26	231.45	-87.76	263.42
投资性现金净流量	-238.05	-139.25	-189.25	-69.25
筹资性现金净流量	-1553.12	20.01	599.91	221.87
现金流量净额	-1341.24	112.21	322.90	416.04

分析师简介:

庞琳琳: 宏源证券研究所机械行业研究员, 中国人民大学企业管理专业硕士, 北京航空航天大学自动化专业学士, 2011年加盟宏源证券研究所。从事证券研究工作3年。

主要研究覆盖公司: 郑煤机、天地科技、中国北车、中国南车、天立环保、大禹节水等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。