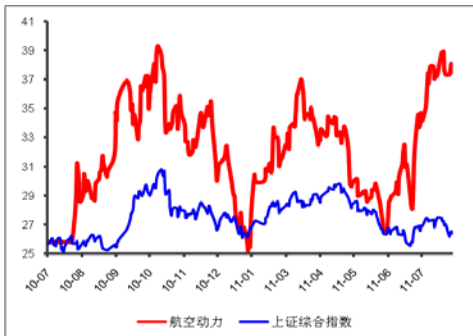


2011年7月29日

## 航空动力（600893）中报点评

评级：推荐

## 上市以来走势：



## 相关研究报告：

## 报告作者：

机械军工研究组

赵心

执业证书编号：S0590210020005

## 联系人：

赵心

电话：0510-82833217

Email：[zhaoxin@glsc.com.cn](mailto:zhaoxin@glsc.com.cn)

滕亚兰

电话：0510-82833337

Email：[tengyl@glsc.com.cn](mailto:tengyl@glsc.com.cn)

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

公司7月29日公告2011年半年度报告，公司2011年上半年实现营业收入32.05亿元，同比增长33.94%，实现净利润1.19亿元，同比增长37.95%，实现每股收益0.11元。公司上半年业绩基本符合预期。

## 点评：

- **航空发动机及衍生品业务收入增长良好，但毛利率有所下降。**  
公司的航空发动机及衍生品业务收入同比增长了25.52%，从关联交易数据判断，太行、昆仑发动机部件及秦岭、WP-8发动机的交付情况符合我们年初的预期，目前已经接近我们全年预测值的一半，但由于军品交付的不确定性，我们暂时无法判断全年的交付量，但从09、10年的历史经验来看，下半年的交付量往往要高于上半年，因此我们判断11年全年的发动机及衍生品交付量可以达到我们的预期，甚至有可能高于我们的预期。但是从毛利率来看，航空发动机及衍生品业务的毛利率低于我们此前的预期，但对比1季度和2季度数据，毛利率可能有所上升。谨慎起见，我们下调了航空发动机及衍生品业务的毛利率水平。
- **航空外贸转包业务增长低于预期，但毛利率回升。**2011年上半年，出口转包业务收入下降13.93%，低于我们的预期；据中报披露，该项业务下降的原因在于人民币持续升值等国际经济环境因素影响下出口订单减少，但下半年随着新订单试制进入转批阶段，收入增长会出现提升。但鉴于上半年增长的乏力，谨慎起见，我们调整了航空外贸转包业务的收入增速。可喜的是，航空外贸转包业务的毛利率恢复到金融危机前的水平，我们判断随着全球航空制造业的复苏，航空外贸转包业务的毛利率水平有望保持目前的水平。

- **期间费用控制良好，显示公司不断提升的管理能力。**公司上半年的销售费用率和去年同期基本持平；管理费用率同比下降了1.3个百分点。从期间费用的细分项来看，职工薪酬增长较快，其增幅超过了收入的增幅，其余绝大部分费用基本控制较好。我们适当调低了对于公司销售费用率和管理费用率的预测。
- **维持对公司“推荐”的评级。**我们调整了对公司的盈利预测，不考虑黎阳、南方、三叶公司资产注入的情况下，我们预计公司2011年、2012年、2013年的净利润分别为2.50亿元、3.25亿元和4.05亿元，对应目前股本的EPS分别为0.23元、0.30元、0.37元。尽管从2011年动态PE来看，公司估值较高，但考虑1、黎阳、南方、三叶公司资产注入对于公司业绩的提升及该次资产注入获批对公司的利好作用；2、近期受益于航母消息刺激；3、作为中航工业航空发动机整合平台，未来黎明公司整合预期对于公司股价的溢价作用；4、在中国航空工业及航空发动机工业大发展背景下的长期利好因素；我们认为公司值得长期关注，维持对公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**1、下半年军品交付低于预期的风险；2、航空外贸转包业务增长低于预期的风险以及毛利率再次下降的风险；3、黎阳、南方、三叶公司资产注入审批拖延或不通过的风险；4、航母概念退潮下公司股价随军工股调整的风险。

附表：盈利预测表

| 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        |
| <b>流动资产</b>      | 5629.28      | 6960.28      | 7349.27      | 8244.78      | <b>营业收入</b>     | 6,085.03     | 6,669.24     | 7,629.20     | 8,961.55     |
| 现金               | 1385.93      | 1038.00      | 956.00       | 735.00       | 营业成本            | 5262.17      | 5750.07      | 6556.85      | 7697.17      |
| 应收账款             | 1292.88      | 1667.31      | 1525.84      | 1792.31      | 营业税金及附加         | 5.93         | 7.34         | 8.39         | 9.86         |
| 其它应收款            | 104.30       | 166.73       | 190.73       | 224.04       | 营业费用            | 63.80        | 80.03        | 91.55        | 107.54       |
| 预付账款             | 165.40       | 300.12       | 343.31       | 403.27       | 管理费用            | 414.27       | 366.81       | 419.61       | 492.89       |
| 存货               | 2419.78      | 3601.39      | 4119.77      | 4839.24      | 财务费用            | 83.74        | 156.44       | 154.21       | 157.56       |
| 其他               | 260.99       | 186.74       | 213.62       | 250.92       | 资产减值损失          | 5.31         | 2.11         | 0.00         | 0.00         |
| <b>非流动资产</b>     | 2522.97      | 3041.83      | 3574.66      | 3775.69      | 公允价值变动收益        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资             | 41.80        | 42.14        | 42.89        | 43.58        | 投资净收益           | -6.64        | 1.03         | 1.19         | 1.37         |
| 固定资产             | 1936.76      | 2304.36      | 2688.92      | 3342.74      | <b>营业利润</b>     | 243.18       | 307.48       | 399.78       | 497.91       |
| 无形资产             | 478.95       | 448.97       | 419.00       | 389.02       | 营业外收入           | 15.80        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他               | 65.46        | 246.35       | 423.85       | 0.35         | 营业外支出           | 4.71         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>资产总计</b>      | 8152.25      | 10002.11     | 10923.93     | 12020.47     | <b>利润总额</b>     | 254.28       | 307.48       | 399.78       | 497.91       |
| <b>流动负债</b>      | 3505.58      | 5144.73      | 5791.67      | 6545.61      | 所得税             | 34.63        | 46.12        | 59.97        | 74.69        |
| 短期借款             | 1196.71      | 1400.00      | 1500.00      | 1500.00      | <b>净利润</b>      | 219.64       | 261.36       | 339.81       | 423.23       |
| 应付账款             | 648.02       | 1533.93      | 1754.72      | 2061.16      | 少数股东损益          | 10.44        | 11.48        | 14.36        | 18.66        |
| 其他               | 1660.85      | 2210.81      | 2536.95      | 2984.46      | <b>归属母公司净利润</b> | 209.21       | 249.87       | 325.46       | 404.56       |
| <b>非流动负债</b>     | 756.27       | 756.27       | 756.27       | 756.27       | <b>EBITDA</b>   | 569.32       | 699.70       | 855.06       | 1012.12      |
| 长期借款             | 714.35       | 714.35       | 714.35       | 714.35       | <b>EPS (元)</b>  | 0.19         | 0.23         | 0.30         | 0.37         |
| 其他               | 41.92        | 41.92        | 41.92        | 41.92        |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | 4261.85      | 5901.00      | 6547.94      | 7301.88      | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 95.60        | 107.08       | 121.44       | 140.10       | <b>会计年度</b>     | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本               | 544.79       | 544.79       | 544.79       | 544.79       | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 资本公积             | 2932.78      | 2932.78      | 2932.78      | 2932.78      | 营业收入            | 18.71%       | 9.60%        | 14.39%       | 17.46%       |
| 留存收益             | 317.38       | 567.25       | 892.71       | 1297.27      | 营业利润            | 33.39%       | 26.44%       | 30.02%       | 24.55%       |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 3794.80      | 4044.82      | 4370.28      | 4774.84      | 归属于母公司净利润       | 35.11%       | 19.44%       | 30.25%       | 24.31%       |
| <b>负债和股东权益</b>   | 8152.25      | 10052.91     | 11039.66     | 12216.83     | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |              |              |              |              | 毛利率             | 13.52%       | 13.78%       | 14.06%       | 14.11%       |
|                  |              |              |              |              | 净利率             | 3.61%        | 3.92%        | 4.45%        | 4.72%        |
|                  |              |              |              |              | ROE             | 5.51%        | 6.18%        | 7.45%        | 8.47%        |
| <b>现金流量表</b>     |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |              |              |              |              | 资产负债率           | 52.28%       | 59.00%       | 59.94%       | 60.75%       |
|                  |              |              |              |              | 净负债比率           | 14.58%       | 26.93%       | 28.95%       | 30.95%       |
|                  |              |              |              |              | 流动比率            | 1.61         | 1.35         | 1.27         | 1.26         |
|                  |              |              |              |              | 速动比率            | 0.92         | 0.65         | 0.56         | 0.52         |
|                  |              |              |              |              | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |              |              |              |              | 总资产周转率          | 0.69         | 0.73         | 0.73         | 0.78         |
|                  |              |              |              |              | 应收账款周转率         | 4.81         | 4.51         | 4.78         | 5.40         |
|                  |              |              |              |              | 应付账款周转率         | 8.31         | 6.11         | 4.64         | 4.70         |
|                  |              |              |              |              | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                  |              |              |              |              | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.19         | 0.23         | 0.30         | 0.37         |
|                  |              |              |              |              | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.42         | 0.39         | 0.81         | 0.54         |
|                  |              |              |              |              | 每股净资产 (最新摊薄)    | 3.48         | 3.71         | 4.01         | 4.38         |
|                  |              |              |              |              | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                  |              |              |              |              | P/E             | 97.39        | 81.54        | 62.60        | 50.36        |
|                  |              |              |              |              | P/B             | 5.37         | 5.04         | 4.66         | 4.27         |
|                  |              |              |              |              | EV/EBITDA       | 16.65        | 31.29        | 25.86        | 21.02        |
| <b>单位：百万元</b>    |              |              |              |              |                 |              |              |              |              |
| <b>会计年度</b>      | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b>   | 462.44       | 425.88       | 884.74       | 587.67       |                 |              |              |              |              |
| 净利润              | 219.64       | 261.36       | 339.81       | 423.23       |                 |              |              |              |              |
| 折旧摊销             | 231.31       | 272.07       | 314.92       | 370.66       |                 |              |              |              |              |
| 财务费用             | 82.04        | 156.44       | 154.21       | 157.56       |                 |              |              |              |              |
| 投资损失             | 6.64         | -1.03        | -1.19        | -1.37        |                 |              |              |              |              |
| 营运资金变动           | -85.28       | -219.73      | 56.99        | -383.72      |                 |              |              |              |              |
| 其它               | 8.09         | -43.21       | 19.99        | 21.31        |                 |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b>   | -238.05      | -797.68      | -846.65      | -570.59      |                 |              |              |              |              |
| 资本支出             | -240.03      | -797.89      | -847.01      | -571.01      |                 |              |              |              |              |
| 长期投资             | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |                 |              |              |              |              |
| 其他               | 1.98         | 0.21         | 0.36         | 0.41         |                 |              |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b>   | -1553.12     | 24.05        | -120.34      | -238.63      |                 |              |              |              |              |
| 短期借款             | 203.29       | 203.29       | 100.00       | 0.00         |                 |              |              |              |              |
| 长期借款             | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |                 |              |              |              |              |
| 普通股增加            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |                 |              |              |              |              |
| 资本公积增加           | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |                 |              |              |              |              |
| 其他               | -1756.41     | -179.24      | -220.34      | -238.63      |                 |              |              |              |              |
| <b>现金净增加额</b>    | -1339.05     | -347.75      | -82.25       | -221.55      |                 |              |              |              |              |

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

| 类别         | 级别   | 定义                                |
|------------|------|-----------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上          |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上          |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上           |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10% |
| 行业<br>投资评级 | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上        |
|            | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘                 |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平                |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘                 |

**免责声明:**

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。