

## 航天动力 (600343.SH) 航天行业

评级：增持 维持评级

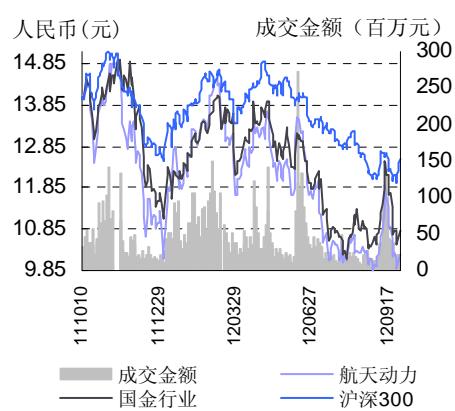
公司研究

市价(人民币)：10.22元  
目标(人民币)：13.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	239.68
总市值(百万元)	24.50
年内股价最高最低(元)	14.84/9.85
沪深300指数	2293.11
上证指数	2086.17



## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.101	0.230	0.250	0.289	0.410
每股净资产(元)	4.42	4.50	4.65	4.83	5.14
每股经营性现金流(元)	0.03	-0.10	-0.12	0.98	0.18
市盈率(倍)	249.24	48.93	40.88	35.31	24.94
行业优化市盈率(倍)	58.30	43.12	37.44	37.44	37.44
净利润增长率(%)	24.73%	128.70%	8.54%	15.79%	41.55%
净资产收益率(%)	2.28%	5.12%	6.76%	7.36%	7.57%
总股本(百万股)	239.68	239.68	239.68	239.68	239.68

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **华威改变公司业绩。**航天华威依托航天流体传热换热技术，以石油、石化、太阳能光伏业、再生能源、发酵行业、矿业、制药等行业为主要目标市场，从事化工生物工程承揽和化工生物工程装备的研发、设计和制造。2011年华威的营业收入为3.3亿元人民币，贡献公司的35%以上的净利润。自从华威进入公司以后，公司的业绩提高了近40%。
- **募投项目提升业绩明显。**募投项目建成投产后，汽车液力变矩器纲领产量提高到188万台，产值达到20亿元，利润总额1.99亿元。项目分四年逐步建设和生产，到2015年全部达产贡献利润。商用汽车变矩器以特种重型汽车、矿用汽车市场为重点。以军车市场为销售核心，重点培育和研发陕西重汽等市场所需产品。矿用汽车市场以泰安泰特等市场销售为核心，重点培育和研发其他市场所需产品。达产后实现产出188万台，销售收入20亿元人民币。实现净利润1.85亿元人民币。
- **商业航天的机遇与挑战。**近年来，集团公司以整星出口、对外发射服务、卫星设备和技术出口为核心的国际业务稳步增长。5年来，集团公司共签署了宇航国际合同21项，签约额达到14.68亿美元，分别是“十五”期间的4.7倍和2.6倍。2011年，集团公司就已签署了玻利维亚通信卫星、委内瑞拉遥感卫星2项在轨交付整星出口合同和土耳其GK-2卫星发射服务合同，并中标白俄罗斯通信卫星项目。这4个国际项目总金额近8亿美元。我们根据国际航空的数据预测，航天发动机占火箭造价的三分之一，我们以长征系列火箭为例，一次商业发射的火箭制造费用应该在8000万-1.5亿元人民币，其中发动机的制造费用占比三分之一，将直接利好公司业绩。

## 盈利预测和投资建议

- 公司业务收入主要来自于公司特种泵、液力变矩器和特种电机的增长，我们预测综合业务收入约为30%左右，公司今年全年业绩增长约为15%左右，2012-2014年营业收入分别为人民币13.55、16.59和22.35亿元人民币，净利润分别为6000万、6900万和9800万元人民币；EPS分别为人民币0.25元、0.29元和0.41元。
- 我们综合业绩的稳定增长及未来核心业务的注入是大概率事件，给予公司2013年45倍的PE估值，最后综合给出13元的目标价，首次给予“增持”评级。**风险提示：**公司的募投项目进展滞后，导致业绩不达预期。资产注入存在重大不确定性。

魏萌 分析师 SAC 执业编号：S1130511110002  
(8610)66216932  
weim@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130511030005  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

## 内容目录

航天动力技术的摇篮 .....	4
改变从华威开始.....	5
华威反应器设备国际领先 .....	5
苯酐设备，华威国内竞争优势突出 .....	6
丙烯酸反应器设备，华威和德国 DWE 公司 .....	7
结晶设备制造，技术国内垄断 .....	8
液力变矩器成就中国汽车的梦想.....	10
本土乘用车品牌的发展推动自动变速器份额增长 .....	10
受益航天动力募投项目，公司收入和利润齐增长 .....	13
航天的“动力梦” .....	15
商业航天的机遇与挑战.....	16
估值与盈利预测.....	17
估值 .....	17
盈利预测 .....	17
风险提示 .....	18
附录：三张报表预测摘要 .....	19

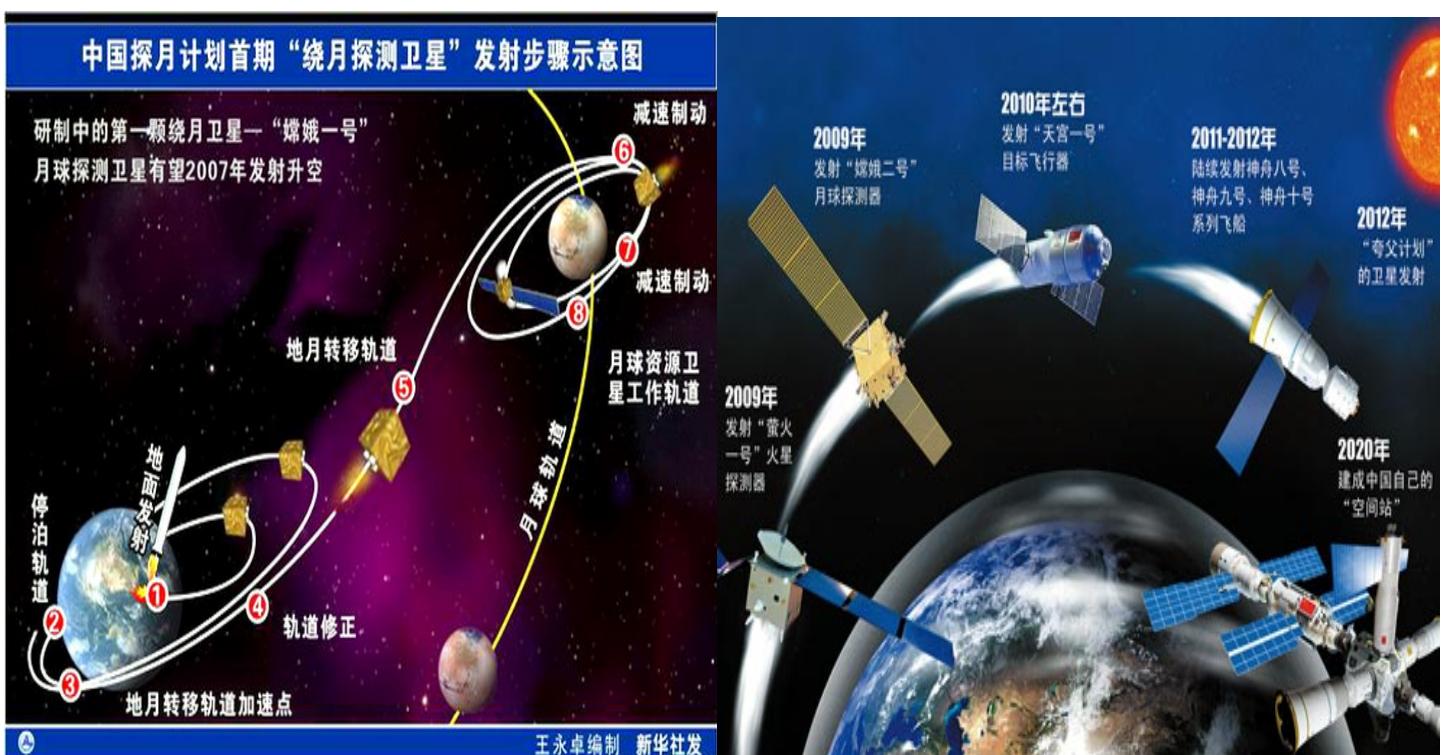
## 图表目录

图表 1: 中国的航天的主要航天工程 .....	4
图表 2: 苯酐上下游示意图 .....	6
图表 3: 苯酐进出口单价 (美元/吨) .....	6
图表 4: 苯酐进口量和进口额 (吨, 美元) .....	6
图表 5: 苯酐出口量和出口额 (吨, 美元) .....	7
图表 6: 华威 2012 年苯酐设备市场需求预测 .....	7
图表 7: 结晶工艺流程图 .....	8
图表 8: 华威 2012 年结晶设备市场需求预测 .....	9
图表 9: 自动变速箱示图 .....	10
图表 10: 液力变矩器的分解图 .....	10
图表 11: 国内各种车型变速器类型统计表 .....	11
图表 12: 2011 年各种变速器成本比较 .....	11
图表 13: 2011 年各种变速器成本比较 .....	12
图表 14: 手动和自动变速器在中国乘用车市场的份额对比 .....	12
图表 15: 本土和合资品牌自动变速器产量和装配率对比 .....	13
图表 16: 公司各型液力变矩器的性能对比 .....	14
图表 17: 公司募投项目的合作情况介绍 .....	15
图表 18: 航天新型长征 5 号系列火箭 .....	16
图表 19: 对比四家军工上市公司的 PE 预测 .....	17
图表 20: 对比四家军工上市公司的 PEG 预测 .....	17
图表 21: 公司分项业务预测 .....	18

## 航天动力技术的摇篮

- 进入新世纪以来，世界各国的航天飞行器发射日益活跃，而且掀起了新一轮的探月探火的高潮，制定了各项计划并且开始实施。2004年1月美国总统布什发表了“太空探索计划新蓝图”，提出重返月球、登陆火星的太空探索新构想，开始新一轮“激励、创新、发现”之旅；欧空局也提出“曙光”太空探索计划，明确了太空探索的目标和时间表。
- 为满足中国未来载人探月和深空探测的需求，需要发展重型运载火箭和空间运输系统，而大推力火箭发动机和先进的空间推进技术是实现载人探月和深空探测的发展基础。而航天动力的大股东航天推进技术研究院，为我国大型运载火箭研制配套液体火箭发动机50余种，研制的发动机获国家优质产品金奖、银奖，被原航天总公司授予“优质常规液体火箭发动机”、首批“航天标志产品”等称号，参加了包括第一颗人造卫星、神州飞船等100余次重大发射任务，成功率一直保持100%。

图表1：中国的主要航天工程（探月和天宫）



来源：百度图片，国金证券研究所

- 据统计，“十一五”期间专业公司对六院航天技术应用产业的贡献率接近80%。销售收入从2005年的5.38亿元，增长到2010年的33多亿元，增长了近6倍，累计实现销售收入90.39亿元，实现产值101亿元。航天六院航天技术应用产业将保持年均25%以上的增长速度，经济规模实现大的突破。2011年航天六院的收入达到40亿元人民

币。航天技术应用产业收入已经占全院总收入的 50%，对经济发展起到举足轻重的作用。到“十二五”结束，六院将实现 100 亿元人民币的收入。我们预测民品和军品业务将会各占“半壁江山”。

- 六院还充分利用自身高科技优势，在民用产业领域也取得了显著成绩，组建了以陕西航天动力高科技术股份有限公司为代表的一批高科技公司，开发出了以特种泵阀系列产品、热能工程及大型成套设备、压力容器系列产品、汽车及工程机械关键零部件、智能仪器仪表、新型节水设备为代表的一系列高科技产品。

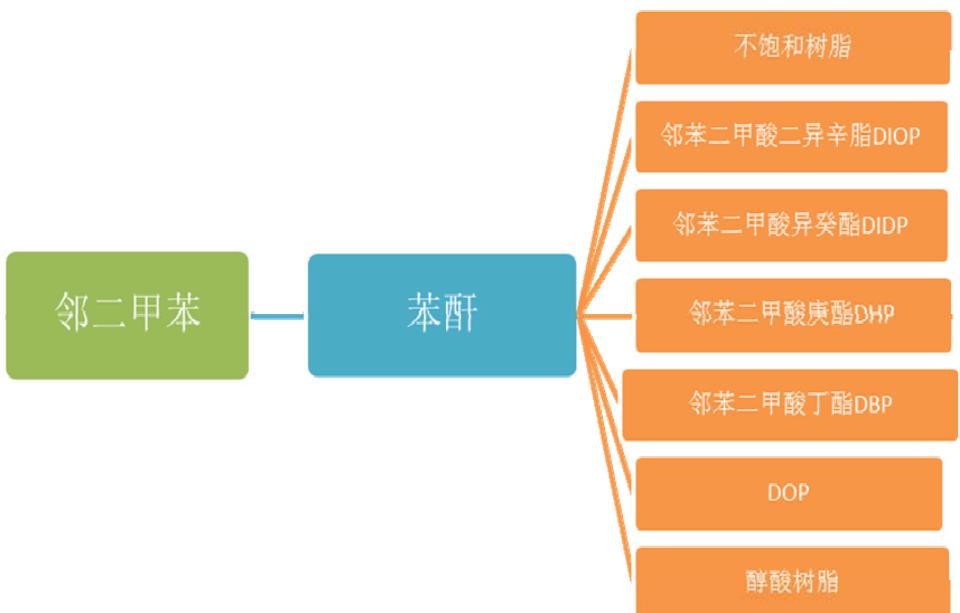
## 改变从华威开始

- 2009 年 9 月公司配股投资了华威生物化工，2011 年开始为公司贡献收入和利润。在没有华威之前，公司主要是生产特种泵阀系统、高压直流电动机和 IC 卡燃气表。这些业务均是民品，且收入和盈利状况一般。而公司投资了华威生物化工设备公司，反映了公司战略的转变—未来成为军民航天动力技术的系统供应商。华威是大股东旗下延伸航天发动机技术，军用技术转化民用技术的一个典范。
- 航天华威依托航天流体传热换热技术，以石油、石化、太阳能光伏业、再生能源、发酵行业、矿业、制药等行业为主要目标市场，从事化工生物工程承揽和化工生物工程装备的研发、设计和制造。2011 年华威的营业收入为 3.3 亿元人民币，贡献公司的 35%以上的净利润。自从华威进入公司以后，公司的业绩提高了近 40%。
- 公司不断地加大自主研发力度，拥有以反应技术、结晶技术、多元醇技术和压滤机技术等系列核心技术和产品，公司现已成为国内大型氧化反应装置、连续结晶装置、特种压力容器等专业的中坚力量。其中“固定床列管式反应器”和“大型立式结晶机”的研制开发，处于国内领先地位。公司以大型固定床反应器和高效连续立式结晶机为依托，将产品扩展到顺酐、丙烯酸、均酐、无氟制冷剂、果糖、木糖、山梨醇、甘露醇、赖氨酸等行业领域的设备制造和工程承包方面，特种压力容器产品也涉及到石油化工、精细化工、生物化工、医药、建筑等领域，使得公司的市场竞争力及产品占有量迅速提高。

## 华威反应器设备国际领先

- 华威反应器系统装置主要有：苯酐反应器系统装置、顺酐反应器系统装置、丙烯酸反应器系统装置。根据市场需求的不断扩大，公司依托强大技术优势，将会逐步实现反应器设备的进口替代。

图表2：苯酐上下游示意图

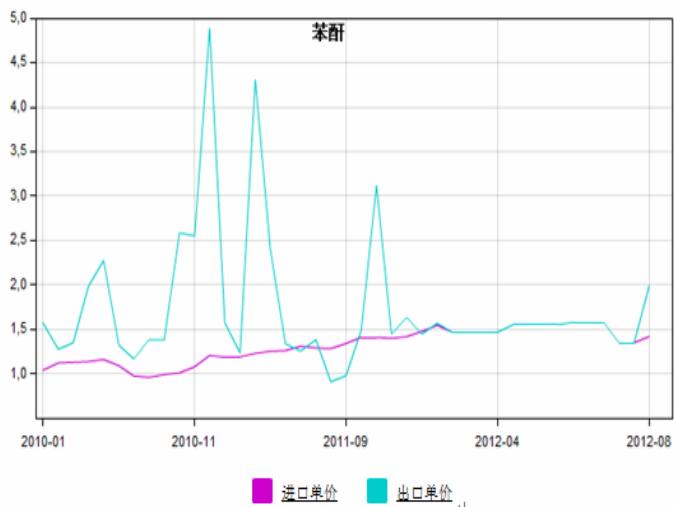


来源：化学网，国金证券研究所

### 苯酐设备，华威国内竞争优势突出

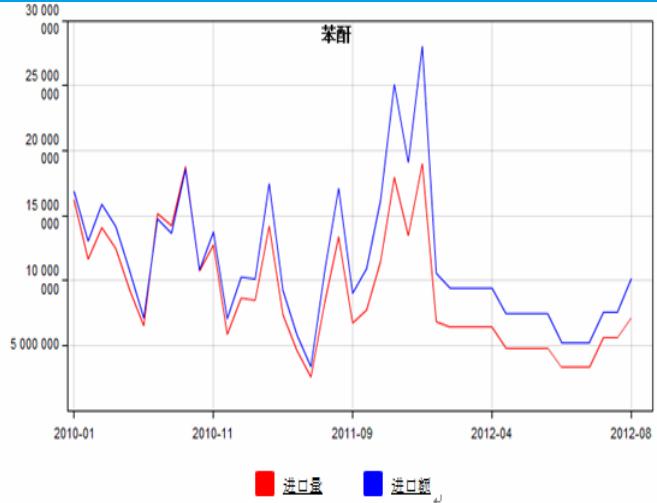
- 苯酐（全称邻苯二甲酸酐）主要用于生产 PVC 增塑剂、不饱和聚酯、醇酸树脂以及染料、油漆、农药和医药等，是一种重要的有机化工原料。据美国 SRI 咨询公司资料，2011 年全球苯酐需求量达到 480-520 万吨。全球苯酐市场需求将每年以 3%-3.5% 增长。预计到 2015 年全球苯酐需求量约为 560-600 万吨。近年来我国苯酐消费量连续增长，2011 年超过 170 万吨。我国现有苯酐生产厂家 30 多家，其中年产量在 2 万吨以上的企业有 16 家，超过 3 万吨的企业有 9 家，需求缺口部分依赖进口解决。

图表3：苯酐进出口单价（美元/吨）



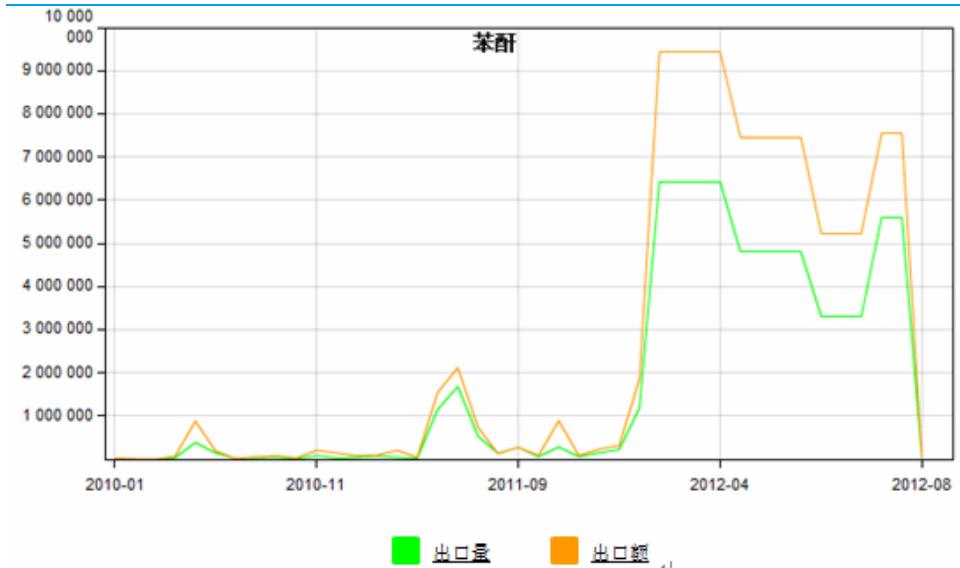
来源：化学网，国金证券研究所

图表4：苯酐进口量和进口额（吨，美元）



- 目前国内苯酐反应器装置生产商可提供 2 万吨以下小规模装置，系统设计是化工六院。国内 3-5 万吨大型反应器制造只有华威工程公司可以完成，华威工程公司现阶段正在进行 6 万吨苯酐反应器系统的设计工作。6 万吨反应器系统是目前国内设计的苯酐反应器中生产能力最大的单套装置。国外生产商，系统设计由德国鲁齐公司提供，反应器制造由德国 DWE 配套供应，价格是国内的 8-10 倍。

图表5：苯酐出口量和出口额（吨，美元）



来源：化学网，国金证券研究所

图表6：华威 2012 年苯酐设备市场需求预测

序号	产品名称	市场需求量（亿元）	华威产量（亿元）	市场份额%	备注
	反应系统装置	15-22	4.22		
	其中：				
1	苯酐	0.7	0.56	80	氧化装置设备
2	顺酐	0.8	0.46	60	氧化装置设备
3	丙烯酸	1.50	1.2	80	氧化装置设备
4	工程总包	20-25	2.0	10	

来源：化学网，国金证券研究所

### 丙烯酸反应器设备，华威和德国 DWE 公司

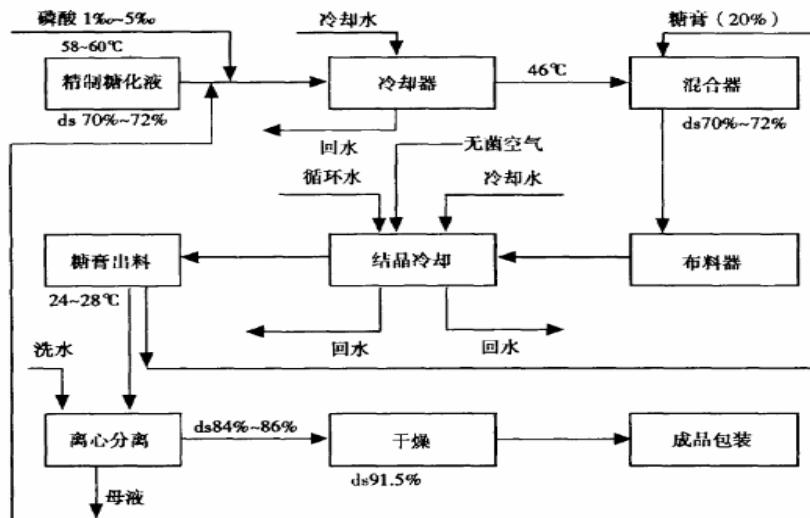
- 我国丙烯酸及其酯类主要应用于化纤、纺织、涂料、皮革和胶粘剂领域，专家预测，随着我国经济的发展，丙烯酸及酯的需求量还将进一步增加。建筑行业仍将是丙烯酸及酯的主要消费领域。预计 2012 年我国建筑涂料需求量将达 330 万吨，配套的通用丙烯酸酯消费量为 48 万吨。在化纤纺织行业，预计 2012 年需求量为 160 万吨。

- 丙烯酸酯橡胶(ACM)是以丙烯酸酯为主单体经共聚而得的弹性体，具有耐热、耐老化、耐油、耐臭氧、抗紫外线等性能，广泛应用于汽车制造领域。据预测，中国各种汽车需求量将达到每年 289~336 万辆，汽车制造领域对丙烯酸酯橡胶需求量很大。预计今后 10 年，随着我国经济快速发展，各行业的发展又会促进丙烯酸及酯的发展，丙烯酸及酯市场需求量将会逐年增加。
- 目前，我国共有 3 家丙烯酸及酯类生产商，均采用丙烯二步氧化法生产。3 家企业分布在华北、东北及华东，形成三足鼎立格局，生产能力 64.1 万吨，丙烯酸酯（甲酯、乙酯、丁酯）生产能力 73.3 万吨。另有再建厂商两家，生产能力均不超过 10 万吨。未来将会保持 100 万吨的丙烯酸酯生产能力。
- 丙烯酸生产线的设计技术长期被 BASF 和日本三菱化工、日本触媒等几家国外大型化工公司垄断，国内丙烯酸生产商，利用对引进技术的吸收和消化，逐渐掌握生产线的系统设计工作，其中国产化的氧化反应器系统的制造和部分设计工作都由华威工程公司完成，目前在该领域只有华威工程公司和德国的 DWE 公司掌握氧化反应器系统的制造技术。2003 年底华威工程公司与德国的 BOYL 公司签定了合作协议，通过该合作，华威工程公司完成了对丙烯酸氧化反应器系统的设计的控制，在该领域的市场地位处于世界领先，为华威工程公司制造丙烯酸反应装置建立了良好的基础。

### 结晶设备制造，技术国内垄断

- 结晶系统装置包括：结晶机、分离机、干燥器、蒸发器、发酵离胶设备等，广泛应用于粮食深加工领域。其中结晶机经过 12 年的技术积累和不断改进，国内已经处于绝对垄断地位。

图表7：结晶工艺流程图



附图 结晶工艺流程

来源：化学网，国金证券研究所

- 一般情况下，结晶系统设备与生产能力配备是：每形成 1 万吨葡萄糖的生产能力，需投入 110 立方当量的连续冷却结晶设备，价值约为 250 万元，则结晶设备市场规模约为 1 亿元。目前糖业协会预测，未来 5 年中国食糖总需求将以年均 5% 的增速增长，到 2015 年将达 1800 万吨。该行业还预测，结晶葡萄糖的需求随着在医药、食品等领域的应用不断扩大，未来结晶葡萄糖将会以年均 15% 的增速增长，到 2015 年将接近 100 万吨。目前 2012 年的结晶葡萄糖的需求 60 万吨，需要结晶设备约 60 亿的市场规模。
- 华威工程公司在国内淀粉糖行业，一直主导着结晶设备的最新技术，并紧跟世界先进技术潮流。由于低端小型结晶设备运行成本高，产品品质差，有逐步被高端大型连续结晶机替代的趋势。华威工程公司掌握的 65-110 立方结晶器技术，在国内处于技术垄断地位。考虑到少数用户为了降低一次性投入而继续选用小型设备的情况，和其它国外公司（如 DSSE 公司）重新开拓市场的可能，预计 2012 年华威工程公司的国内生产结晶机市场占有率为 78% 以上，可实现收入 2.1 亿元左右。

图表8：华威 2012 年国内生产结晶设备市场需求预测（不包括进口设备）

序号	产品名称	市场需求量（亿元）	华威产量（亿元）	市场份额 %
1	结晶系统装置	4.8	1.53	31.8
	其中：			
	结晶设备	2.3	1.75	76
	蒸发设备	1.1	0.22	20
	分离、干燥、压滤设备	1.4	0.42	30
2	工程总包	15-16	1.3	8
	合计	20.8	2.83	

来源：化学网，国金证券研究所

- 华威技术中心开发研制的结晶装置主要有以下五种系列：连续式冷却盘式结晶器、连续式振动盘管冷却结晶器、真空中加热蒸发结晶器、大型强制外循环蒸发结晶器与卧式间歇结晶器。这几种结晶装置的技术结构有很大的差异，针对不同的结晶介质和结晶工艺参数，需要选用构型不同的结晶装置，以达到最佳的结晶效果。
- 目前，国内结晶机大部分为低端小型间歇式结晶机，效率低、运行成本大，国内只有 3 家制造企业：安丘文瑞生物机械设备有限公司，瑞雪生物机械设备有限公司和华威工程公司 3 家企业，近年，市场总产量折合为 30 立方结晶设备约 440 台。华威工程公司市场占有率为

80%左右。目前低端市场价格竞争激烈，付款方式苛刻，产品利润空间小。

- 高端大型连续结晶机市场，国内只有华威工程公司拥有生产技术，除用于葡萄糖生产外，还应用在发酵行业的葡萄糖、柠檬酸等产品生产上。高端产品国外的竞争对手主要有：丹麦的 DSSE 公司和 BMA 公司。DSSE 公司在国内市场没有成功的业绩，BMA 公司产品由于价格昂贵在国内市场销售有限。
- 预计“十二五”及其后续较长时间内，我国的苯酐反应系统、顺酐反应装置、丙烯酸反应装置、结晶装置、分离与干燥设备、高压容器等市场需求将处于明显上升期，为华威工程公司的发展提供了千载难逢的机遇。华威工程公司利用液体火箭发动机研制生产形成的高效换热模型及实验验证手段，开发和转型形成的反应系统、结晶系统装备，具有节能、环保、产品收率高等特点，市场前景广阔。

## 液力变矩器成就中国汽车的梦想

- 公司这次增发的主要项目就是液力变矩器，主要为国产自动档汽车、工程机械和军用汽车进行配套。增发项目完成后，公司的液力变矩器的产能将扩大到 180 万个。液力变矩器是自动变速器的关键核心部件之一，自动变速器是汽车的关键重要传动部件。液力变矩器的市场状况与汽车及自动变速器市场状况是密不可分，即汽车及自动变速器的发展规模决定了液力变矩器的市场需求和发展前景。公司看好自主品牌 的自动挡乘用车市场，因此根据航天技术生产的液力变矩器，打破了中国自主研发的自动变速器的瓶颈，未来将会与合资、独资企业一起分享中国自动挡汽车市场的巨大“蛋糕”。

图表9：自动变速箱示图



来源：百度图片，国金证券研究所

图表10：液力变矩器的分解图



本土乘用车品牌的发展推动自动变速器份额增长

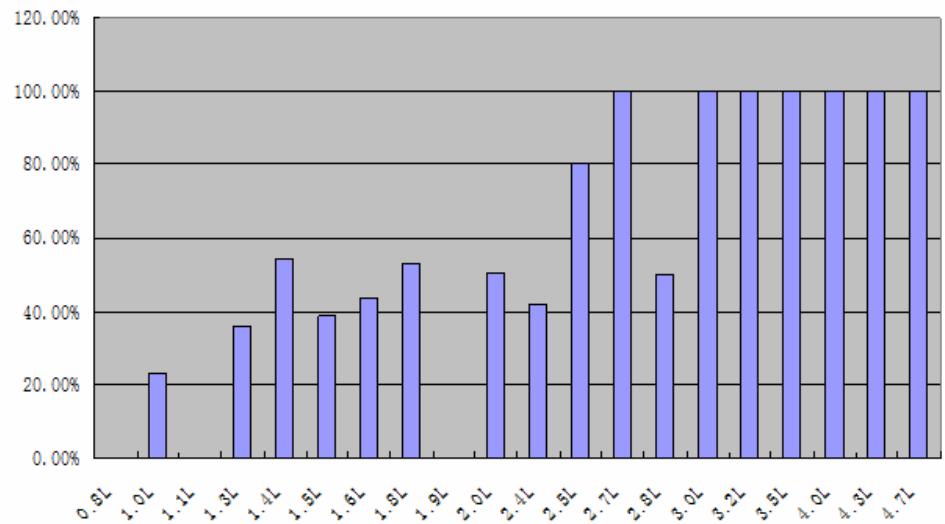
- 中国乘用车（本文指其狭义，即轿车、SUV、MPV 之和，不包括交叉乘用车）用变速器虽仍以手动变速器为主，但其份额在慢慢下降。IHS Global Insight 的数据显示，从 2005 年到 2011 年，手动变速器在中国乘用车市场的份额已从 65% 降至 59%，而自动变速器的份额则从 35% 升至 41%。随着汽车技术的不断改革和人们对汽车乘用舒适性的追求，自动档汽车的需求也越拉越大。

图表11：国内各种车型变速器类型统计表

年份	5MT	CVT	5AMT	4AT	5AT	6AMT	6AT	6DCT	6MT	7DCT	8AT	车型数	自动变速器总数	自动变速器百分比
2006	1											1	0	0.00%
2007	10			2	1		1			1		15	4	26.67%
2008	13	4		2					1			20	6	30.00%
2009	25	1	3	16	5		6		1			57	31	54.39%
2010	65	12	6	23	5	1	8	1	6	3		130	59	45.38%
2011	84	20	7	22	12	1	14	7	12	9	3	191	95	49.74%
2012	12	3		1	3		3	1	1	5		29	16	55.17%
合计	210	40	16	66	26	2	32	9	22	17	3	443	211	47.63%
百分比	47.40%	9.03%	3.61%	14.90%	5.87%	0.45%	7.22%	2.03%	4.97%	3.84%	0.68%	100.00%		

来源：机经网，国金证券研究所

图表12：2011年各种变速器成本比较



来源：IHSGlobalInsight，国金证券研究所

- 虽然相比自动变速器，手动变速器有成本、传动效率、驾驶乐趣等优势，但自动变速器已成为中国市场车企竞争的重要阵地。IHSGlobalInsight 预测，到 2015 年自动变速器在中国乘用车市场的份额将进一步提升至 47%。

图表13：2011年各种变速器成本比较

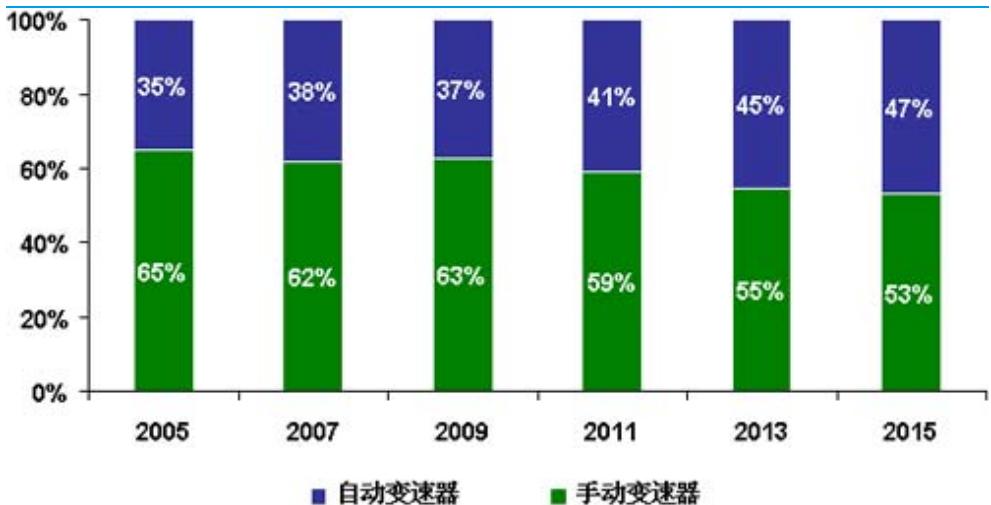
各种变速器的生产成本比较	
变速器	与手动变速器（5MT）的生产成本比较
6速自动变速器	170%
CVT	170%
DCT	180%
5速手动变速器	100%
6速手动变速器	110%

来源：Knibb Gormezano & Partners——乘用车和轻型商用车变速器的发展趋势

来源：Knibb Gormezano&Partners，国金证券研究所

- 自动变速器因为成本较高，目前主要应用于在华合资车企的车型上，本土车企的装配率较低。但随着本土车企纷纷走多品牌战略，加大推出更高级别细分市场的车型，其对自动变速器的需求也逐渐增长，而本土车企的销量和市场份额快速增长，将成为推动自动变速器份额增长的主要因素。

图表14：手动和自动变速器在中国乘用车市场的份额对比



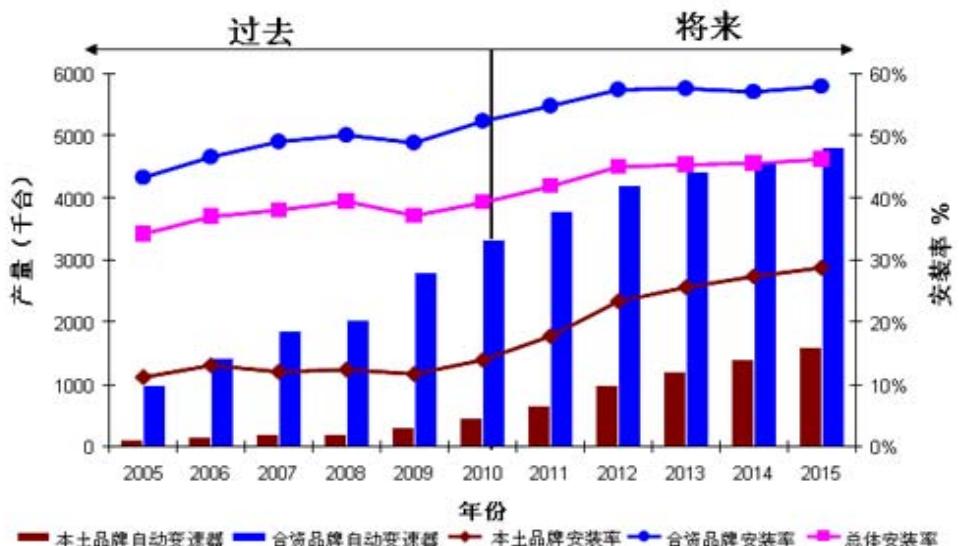
来源：IHS Global Insight

来源：IHS Global Insight，国金证券研究所

- 截至 2009 年，本土品牌汽车的自动变速器装配率都维持在 10% 左右，没有显著提升迹象，但是从 2010 年开始，其自动变速器装配率开始稳步上升，到 2015 年将有近 30% 的本土品牌汽车安装自动变速器。依据中国汽车工业协会分析预测到 2015 年国内汽车产量将超过 2600 万辆，预计乘用车 2000 万辆、商用车 600 万辆，自有品牌乘用车产量将达到 1100 万辆以上。根据行业预测，在 2000 万辆的乘用车

中装配有自动变速器的自动档乘用车将达到 1000 万辆左右。对于各类自动变速器 (AT、AMT、CVT、DCT) 的供应商以及相关技术和服务提供商，如航天动力来说，这是一个巨大的商机。

图表15：本土和合资品牌自动变速器产量和装配率对比



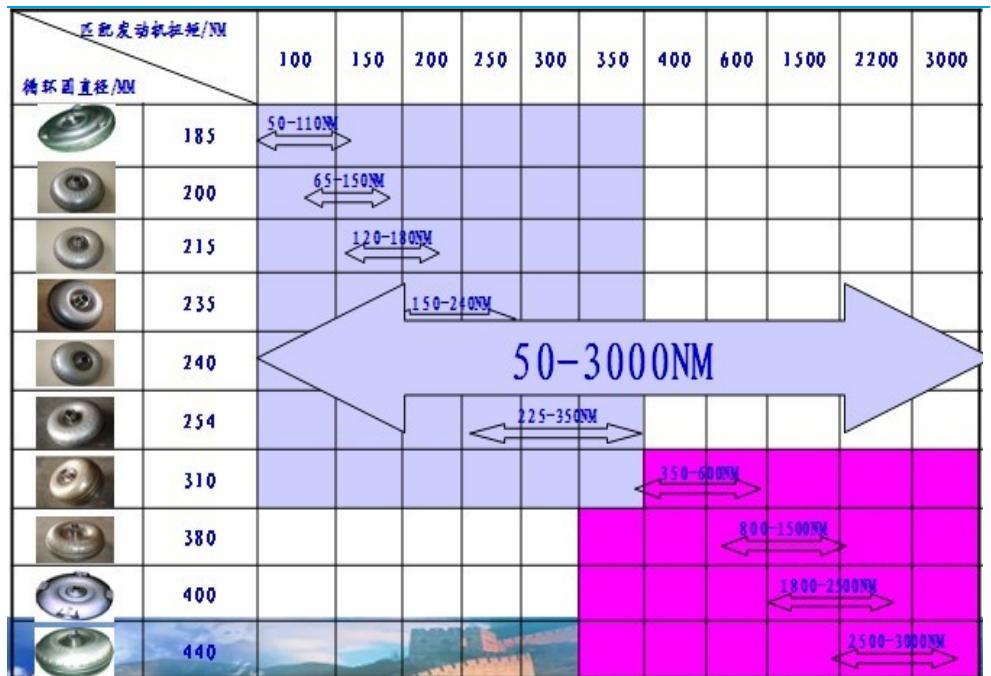
来源：IHS Global Insight

来源：IHSGlobalInsight，国金证券研究所

### 受益公司募投项目，公司收入和利润齐增长

- 航天动力是国内知名的液力变矩器产品制造厂家，在航天液体技术平台的支撑下，经过多年的发展，公司具有自主开发汽车用液力变矩器研制能力，在研发团队自主开发的液力变矩器设计专用平台，能够根据客户需求进行液力变矩器与整车的匹配计算，设计合理的液力变矩器性能指标，进行变矩器流场分析、叶栅设计、试验验证，满足车辆对自动传动系统的动力性、经济性的要求。
- 根据汽车用液力变矩器市场需求，公司近年来已在原有叉车变矩器产品基础上，相继研制并生产非公路车辆用液力变矩器总成、汽车用液力变矩器，并将液力变矩器产品向系列化纵深扩展，其应用领域正在向整个汽车领域延伸。目前，公司钣金冲焊型液力变矩器由原来仅限于供叉车配套的 7 个型号扩展到供工程机械、工业车辆、汽车等配套的 200 多个型号。随着新产品的上市，液力变矩器产品市场份额和整体利润的贡献明显增大。公司已发展成为国内冲焊型液力变矩器研制生产的最大厂家。

图表16：公司各型液力变矩器的性能对比



来源：公司资料，国金证券研究所

- 募投项目建成投产后，汽车液力变矩器纲领产量提高到 188 万台，产值达到 20 亿元，利润总额约 2 亿元。项目分四年逐步建设和生产，到 2015 年全部达产贡献利润。2012 年，形成具有代表性的几个基本型产品，阶段性核心市场实现批量销售。乘用车变矩器以既有客户华泰汽车等为市场核心达到批量供应，并研发其他市场所需产品。完成乘用车液力变矩器 20 万台，实现销售收入 1.5 亿元；商用车变矩器以特种重型汽车、矿用汽车市场为重点。以军车市场为销售核心，重点培育和研发陕西重汽等市场所需产品。矿用汽车市场以泰安泰特等市场销售为核心，重点培育和研发其他市场所需产品。实现产出 1500 台，销售收入 5000 万元。公司 2012 年军用、矿用和乘用车用液力变矩器将共实现销售收入 2.5 亿元。
- 2013 年，在生产能力建设上，上半年主要依托生产线进行生产，中期完成两套总产能 60 万台变矩器生产线的建设，同时完成年产 8 万台商用车变矩器生产线建设。在此基础上，开始进行 3 条单套 30 万台，总产能 90 万台乘用车变矩器生产线建设，以及液力变矩器核心零部件生产能力的建设。同时进行研发中心和市场网络的建设。共实现销售收入 8 亿元。

图表17：公司募投项目的合作情况介绍

市场名称	2015年规划产能	自动变速器	合作情况
华泰欧意德	50万台	4AT/6AT	已签订战略合作协议、技术协议以及供货合同，完成产品全部试验，目前进入小批量供货
山东泰恩斯	40万台	4AT/6AT/5AT	
湖南容大	30万台	CVT	
奇瑞汽车	30万台	4AT/6AT/CVT	已签订技术协议、配套合同，并以提供产品样机，正在进行试验、匹配、标定等工作
吉利汽车	70万台	4AT/6AT	
长城汽车	30万台	4AT	
盛瑞股份	50万台	8AT	已签订技术协议，正在进行产品技术开发中
北汽控股	30万台	CVT	
东安发动机	30万台	4AT	
东风汽车	5万台	4AT	已签订战略合作协议、技术协议、配套合同，正在进行产品开发或制造
泰安泰特	2万台	军车、矿车	
洛阳一拖	1万台	矿车	
双特公司	12万台	商用车	已签订技术协议，正在进行产品技术开发或制造
陕西重汽	1万台	军车、矿车	
三江集团	3000台	商用车	
长春一汽	5000台	重型车	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014 年，达到较为完善的系列产品销售平台，乘用车变矩器基本形成主体市场规模销售，实现销售 140 万台、销售收入 10 亿元；商用车变矩器在军车、矿用汽车、石油车辆及其他领域实现大批量销售，销售收入 1.8 亿元。共实现销售收入 15 亿元。
- 2015 年，汽车液力变矩器产品达到完善的系列化、规模化生产，实现全方位市场规模销售。全面涵盖 0.8L 到 3.0L 全系列乘用车所用变矩器，覆盖牵引车、矿用车辆、军用车辆等重型车辆全系列液力变矩器产品。市场销售在基本覆盖国内主要市场的同时，使产品进入国际市场。实现乘用车液力变矩器 180 万台，实现特种车辆大功率变矩器及商用车变矩器计 8 万台，最终实现销售收入 20 亿元人民币。

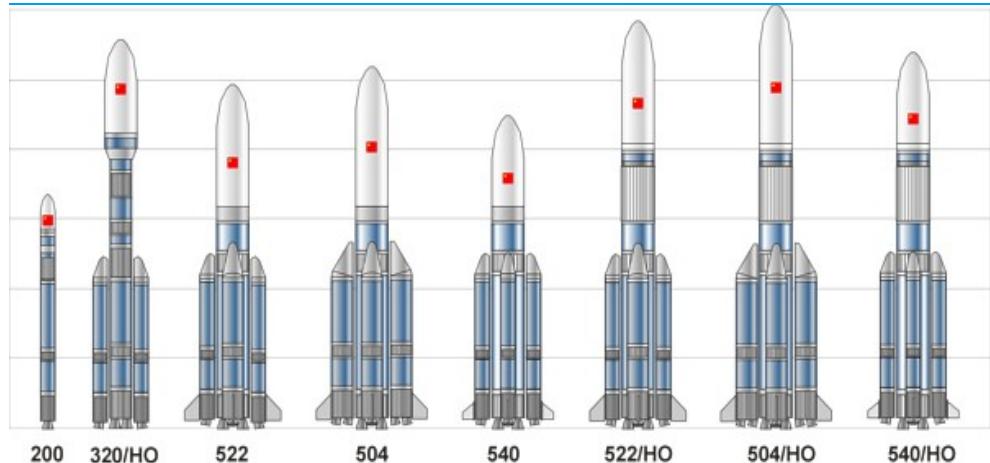
## 航天的“动力梦”

- 公司的大股东六院是我国新一代运载火箭发动机的主体研发单位。从国防科工局获悉，我国推力最大的新一代运载火箭发动机——120 吨级液氧煤油高压补燃循环发动机研制成功，成为继俄罗斯之后第二个

掌握该火箭发动机核心技术的国家。该型发动机将作为我国新一代运载火箭的动力系统，为载人航天、月球探测等国家重大专项任务提供有力保障。

- 该项目于 2000 年 9 月经国务院批准立项，以研制出能够适应未来新一代运载火箭系列发展需要的 120 吨级液氧煤油发动机为立项目标，由国防科工局（原国防科工委）牵头协调组织，航天科技集团公司所属航天推进技术研究院研制。该型发动机是我国首型拥有自主知识产权的高压补燃循环发动机，具有高性能、高可靠、无毒无污染等特点。据介绍，该型发动机的研制成功，填补了我国高压补燃循环发动机的技术空白，缩短了我国液体火箭发动机技术水平与国外的差距，奠定了我国未来航天动力系统发展的技术基础。

图表18：航天新型长征5号系列火箭



来源：百度图片，国金证券研究所

- 航天动力目前是航天六院的唯一上市公司平台，随着事业单位体制改革的不断深化，军工行业也就将进入体制改革阶段，体制改革后军工行业的发展将会带来新的机遇。主要表现在改制后，有大量优质资产等待证券化，加大专业板块的研发实力和盈利能力。我们看中未来商业航天和航天科技民用化给公司长期发展空间。

### 商业航天的机遇与挑战

- 近年来，集团公司以整星出口、对外发射服务、卫星设备和技术出口为核心的国际业务稳步增长。5 年来，集团公司共签署了宇航国际合同 21 项，签约额达到 14.68 亿美元，分别是“十五”期间的 4.7 倍和 2.6 倍，并实现了首次向俄罗斯出口航天产品。2011 年，集团公司就已签署了玻利维亚通信卫星、委内瑞拉遥感卫星 2 项在轨交付整星出口合同和土耳其 GK-2 卫星发射服务合同，并中标白俄罗斯通信卫星项目。这 4 个国际项目总金额近 8 亿美元，创造了新的纪录。2006~2011 年，世界商业性发射服务收入稳步增长，6 年间翻了一倍多，从 2006 年的 14.24 亿美元增长到 2011 年的 32.38 亿美元，6 年共创收约 118.26 亿美元，年均 19.71 亿美元。中国目前占有商业发射市场 5% 左右的份额，未来五年市场份额将扩大到 15% 左右。

- 我们根据国际航空的数据预测，航天发动机占火箭造价的三分之一，我们以长征系列火箭为例，一次商业发射的火箭制造费用应该在 8000 万-1.5 亿元人民币，其中发动机的制造费用约为 2400-3000 万人民币，这将直接利好上市公司业绩。

## 盈利预测与估值

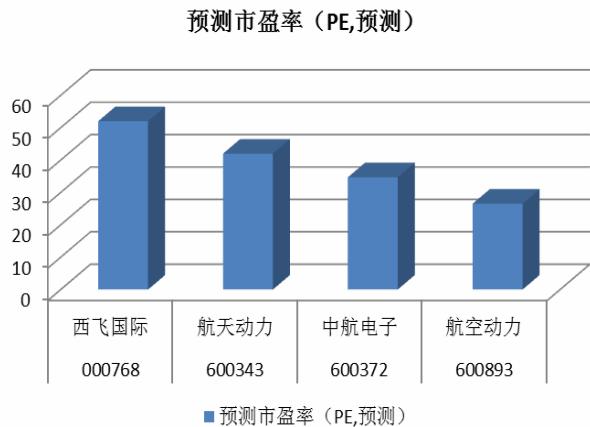
### 盈利预测

- 公司业务收入主要来自于公司特种泵、液力变矩器和特种电机的增长，我们预测综合业务收入约为 30% 左右，公司今年全年业绩增长约为 15% 左右，我们预测 2012-2014 年营业收入分别为人民币 13.55、16.59 和 22.35 亿元人民币，净利润分别为 6000 万、6900 万和 9800 万元人民币；EPS 分别为人民币 0.25 元、0.29 元和 0.41 元。

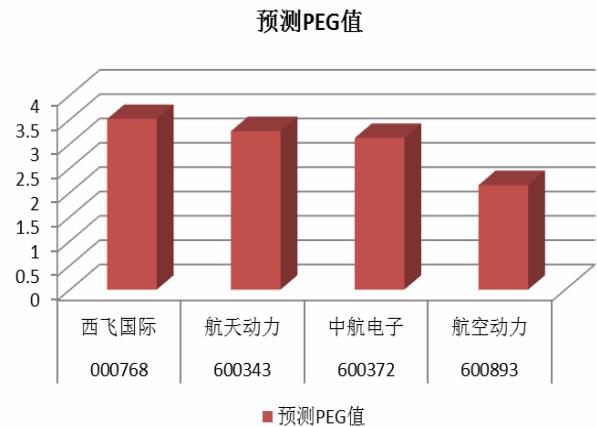
### 估值

- 公司的业务主要是民用业务，暂时公司没有军品业务收入。随着公司战略的深化，我们预测未来不排除核心资产的注入（但是由于存在很大不确定性）。我们综合业绩的稳定增长及未来核心业务的注入是大概率事件，给予公司 45 倍的 PE 估值，最后综合给出 13 元的目标价，首次给出“增持”评级。

图表19：对比四家军工上市公司的 PE 预测



图表20：对比四家军工上市公司的 PEG 预测



来源：wind，国金证券研究所

图表21：公司分项业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>泵及泵系统</b>							
销售收入（百万元）	155.84	172.35	374.30	411.73	494.07	642.29	834.98
增长率(VOY)	#REF!	10.59%	117.17%	10.00%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	27.83%	25.93%	26.69%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	112.47	127.66	274.40	308.79	370.55	481.72	626.23
增长率(VOY)	#REF!	13.51%	114.94%	12.54%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利(百万元)	43.37	44.69	99.90	102.93	123.52	160.57	208.74
增长率(VOY)	#REF!	3.04%	123.54%	3.03%	20.00%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	33.73%	29.62%	31.32%	30.38%	30.16%	29.09%	27.95%
占主营业务利润比重	38.27%	32.90%	43.78%	41.00%	39.64%	38.91%	38.07%
<b>化工生物设备</b>							
销售收入（百万元）	0.00	0.00	331.99	398.39	497.99	722.08	1,047.01
增长率(VOY)	#REF!	#DIV/0!	#DIV/0!	20.00%	25.00%	45.00%	45.00%
毛利率	0.00%	0.00%	7.49%	7.00%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	307.12	370.50	453.17	657.09	952.78
增长率(VOY)	#REF!	#DIV/0!	#DIV/0!	20.64%	22.31%	45.00%	45.00%
毛利(百万元)	0.00	0.00	24.87	27.89	44.82	64.99	94.23
增长率(VOY)	#REF!	#DIV/0!	#DIV/0!	12.15%	60.71%	45.00%	45.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	27.78%	29.40%	30.40%	32.70%	35.04%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	10.90%	11.11%	14.38%	15.75%	17.18%
<b>电机产品</b>							
销售收入（百万元）	161.77	198.22	220.77	242.85	279.27	377.02	508.97
增长率(VOY)	#REF!	22.53%	11.38%	10.00%	15.00%	35.00%	35.00%
毛利率	18.71%	19.92%	17.40%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	131.50	158.73	182.36	194.28	223.42	301.61	407.18
增长率(VOY)	#REF!	20.71%	14.88%	6.54%	15.00%	35.00%	35.00%
毛利(百万元)	30.27	39.49	38.41	48.57	55.85	75.40	101.79
增长率(VOY)	#REF!	30.46%	-2.71%	26.44%	15.00%	35.00%	35.00%
占总销售额比重	35.01%	34.07%	18.48%	17.92%	17.05%	17.08%	17.03%
占主营业务利润比重	26.71%	29.07%	16.83%	19.35%	17.93%	18.27%	18.56%
<b>液力传动产品</b>							
销售收入（百万元）	58.06	111.69	149.68	172.13	223.77	302.08	407.81
增长率(VOY)	#REF!	92.37%	34.01%	15.00%	30.00%	35.00%	35.00%
毛利率	28.54%	27.02%	27.27%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	41.49	81.51	108.86	129.10	167.82	226.56	305.86
增长率(VOY)	#REF!	96.46%	33.55%	18.59%	30.00%	35.00%	35.00%
毛利(百万元)	16.57	30.18	40.82	43.03	55.94	75.52	101.95
增长率(VOY)	#REF!	82.12%	35.25%	5.43%	30.00%	35.00%	35.00%
占总销售额比重	12.57%	19.20%	12.53%	12.70%	13.66%	13.68%	13.65%
占主营业务利润比重	14.62%	22.22%	17.89%	17.14%	17.95%	18.30%	18.59%
<b>智能燃气表</b>							
销售收入（百万元）	86.38	99.54	118.20	130.02	143.02	164.48	189.15
增长率(VOY)	#REF!	15.24%	18.75%	10.00%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	26.76%	21.57%	20.48%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本（百万元）	63.26	78.07	93.99	101.42	111.56	128.29	147.53
增长率(VOY)	#REF!	23.40%	20.40%	7.90%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	23.12	21.47	24.21	28.60	31.46	36.18	41.61
增长率(VOY)	#REF!	-7.11%	12.75%	18.16%	10.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	18.69%	17.11%	9.89%	9.59%	8.73%	7.45%	6.33%
占主营业务利润比重	20.40%	15.81%	10.61%	11.40%	10.10%	8.77%	7.59%
销售总收入（百万元）	462.05	581.80	1194.93	1355.11	1638.12	2207.95	2987.93
销售总成本（百万元）	348.73	445.97	966.73	1104.08	1326.52	1795.28	2439.59
毛利(百万元)	113.32	135.83	228.20	251.02	311.60	412.67	548.34
平均毛利率	24.53%	23.35%	19.10%	18.52%	19.02%	18.69%	18.35%

来源：公司年报，国金证券研究所

## 风险提示

- 公司的募投项目进展速度慢，导致业绩增速不达预期。资产注入存在重大不确定性。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>467</b>	<b>596</b>	<b>1,233</b>	<b>1,355</b>	<b>1,659</b>	<b>2,235</b>							
增长率	27.5%	106.7%	9.9%	22.4%	34.7%		货币资金	108	303	569	768	828	792
<b>主营业务成本</b>	<b>-353</b>	<b>-451</b>	<b>-989</b>	<b>-1,104</b>	<b>-1,342</b>	<b>-1,815</b>	应收账款	256	650	642	804	849	1,143
%销售收入	75.6%	75.7%	80.2%	81.5%	80.9%	81.2%	存货	247	321	435	544	588	796
<b>毛利</b>	<b>114</b>	<b>145</b>	<b>244</b>	<b>251</b>	<b>317</b>	<b>419</b>	其他流动资产	16	53	119	134	150	202
%销售收入	24.4%	24.3%	19.8%	18.5%	19.1%	18.8%	流动资产	626	1,326	1,765	2,251	2,415	2,933
营业税金及附加	-3	-3	-4	-7	-8	-9	%总资产	59.6%	69.9%	67.0%	57.4%	59.2%	56.6%
%销售收入	0.6%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	长期投资	14	13	13	14	13	13
营业费用	-34	-42	-51	-81	-83	-89	固定资产	317	435	713	1,543	1,548	2,138
%销售收入	7.2%	7.0%	4.1%	6.0%	5.0%	4.0%	%总资产	30.2%	22.9%	27.1%	39.4%	37.9%	41.3%
管理费用	-41	-58	-99	-122	-149	-190	无形资产	89	117	135	111	104	97
%销售收入	8.8%	9.8%	8.0%	9.0%	9.0%	8.5%	非流动资产	424	572	869	1,670	1,666	2,250
							%总资产	40.4%	30.1%	33.0%	42.6%	40.8%	43.4%
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>89</b>	<b>41</b>	<b>76</b>	<b>131</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,050</b>	<b>1,898</b>	<b>2,634</b>	<b>3,921</b>	<b>4,081</b>	<b>5,183</b>
%销售收入	7.9%	7.0%	7.3%	3.0%	4.6%	5.9%	短期借款	250	236	403	1,520	1,472	2,140
财务费用	-8	-10	-16	-48	-79	-99	应付款项	244	386	689	807	945	1,273
%销售收入	1.7%	1.6%	1.3%	3.5%	4.8%	4.4%	其他流动负债	14	1	17	49	54	64
资产减值损失	-7	-6	-9	-7	0	-2	流动负债	508	623	1,109	2,376	2,470	3,478
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	5	5	5	其他长期负债	7	9	37	0	0	0
%税前利润	0.4%	0.0%	0.0%	5.5%	4.9%	3.7%	<b>负债</b>	<b>515</b>	<b>632</b>	<b>1,146</b>	<b>2,376</b>	<b>2,470</b>	<b>3,479</b>
<b>营业利润</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>64</b>	<b>-9</b>	<b>2</b>	<b>35</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>488</b>	<b>1,060</b>	<b>1,077</b>	<b>1,113</b>	<b>1,159</b>	<b>1,233</b>
营业利润率	4.8%	4.3%	5.2%	n.a	0.1%	1.6%	少数股东权益	47	206	411	431	451	471
营业外收支	3	7	18	100	100	100	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,050</b>	<b>1,898</b>	<b>2,634</b>	<b>3,921</b>	<b>4,081</b>	<b>5,183</b>
<b>税前利润</b>	<b>25</b>	<b>33</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>102</b>	<b>135</b>							
利润率	5.4%	5.5%	6.7%	6.7%	6.2%	6.0%							
所得税	-4	-2	-10	-11	-13	-17							
所得税率	14.2%	7.4%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%							
净利润	22	30	72	80	89	118							
少数股东损益	2	6	17	20	20	20							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>69</b>	<b>98</b>							
净利率	4.1%	4.0%	4.5%	4.4%	4.2%	4.4%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>29</b>	<b>9</b>	<b>-24</b>	<b>-28</b>	<b>235</b>	<b>42</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-45	-96	-187	-798	-9	-610	每股收益	0.105	0.101	0.230	0.250	0.289	0.410
投资	-1	-12	0	-1	0	0	每股净资产	2.638	4.422	4.495	4.645	4.835	5.144
其他	0	0	25	5	5	5	每股经营现金净流	0.155	0.034	-0.101	-0.118	0.978	0.176
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-46</b>	<b>-108</b>	<b>-162</b>	<b>-794</b>	<b>-4</b>	<b>-605</b>	每股股利	0.000	0.100	0.000	0.100	0.100	0.100
股权募资	0	569	0	0	0	0							
债权募资	36	-35	162	1,085	-48	669							
其他	-14	-319	-25	-63	-122	-143							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>21</b>	<b>216</b>	<b>137</b>	<b>1,021</b>	<b>-171</b>	<b>527</b>							
现金净流量	4	117	-48	199	60	-36							

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.00</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B