



航空发动机巨人即将崛起

——航空动力（600893）2012年财报点评

2013年3月26日

强烈推荐/维持

航空动力

财报点评

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：贺宝华

hebh@dxzq.net.cn

010-6655 4045

事件：

公司公布2012年年报，2012年公司实现营业收入71亿元，同比增长4.38%，全年实现利润总额3.43亿元，同比增长12.77%。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	1764.9	1583.9	2016.7	1158.5	1550.9	2097.9	2296.6
增长率（%）	37.6%	12.6%	-11.8%	-19.6%	-12.1%	32.5%	13.9%
毛利率（%）	13.0%	14.9%	17.3%	16.2%	13.8%	13.5%	17.7%
期间费用率（%）	7.2%	10.1%	12.1%	11.4%	9.3%	8.2%	11.9%
营业利润率（%）	5.2%	4.6%	4.3%	4.6%	3.8%	4.9%	4.7%
净利润（百万元）	76.6	61.3	75.0	43.8	49.4	90.3	100.7
增长率（%）	43.0%	19.0%	10.4%	21.7%	-36.6%	52.1%	27.4%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.06	0.07	0.04	0.05	0.09	0.09
资产负债率（%）	50.4%	54.6%	51.5%	50.4%	51.8%	50.9%	49.1%
净资产收益率（%）	1.9%	1.5%	1.8%	1.1%	1.2%	2.1%	2.3%
总资产收益率（%）	1.0%	0.7%	0.9%	0.5%	0.6%	1.1%	1.2%

评论：

积极因素：

- 秦岭订单下滑，未来还看太行与大运发动机。**公司去年航空发动机及衍生产品实现收入38.49亿元，同比下降5.34%。我国目前处在二代机向三、四代战机转型的阶段，公司的发动机产品也反映了这一事实。由于飞豹产量下降，因此为飞豹配套的秦岭发动机订货量同比减少，但是2012年底新飞豹3已经试飞成功并依旧采用秦岭发动机，因此公司秦岭发动机业务或将保持稳定；公司目前承担太行发动机价值35%的零件生产，而太行发动机主要装备第三代战机歼-10，因此太行发动机业务将保持稳定增长；今年我国大型运输机运-20成功试飞，运-20的需求量或将达到200架，西航为其研制生产的大涵道比发动机已经完成阶段性试车，公司将重点发展在研发发动机批量生产，力争用3至5年的发展，形成以大涵道比发动机为代表的发动机产业。
- 国际转包业务还看产业升级。**公司去年航空零部件出口转包实现收入14.65亿元，同比增长10.49%。公司

2012 年航空零部件出口转包业务新签订合同额 32.13 亿元，同比 2011 年增长 46.0%。但是公司航空零部件出口以盘环件为主，面临激烈竞争，因此公司将创新合作模式，提高合作层次，从单件、简单件向组合件、复杂件发展，逐步进入研发、服务等环节，提高产品附加值，使得公司技术水平不断提高。

- **燃气轮机领域打开局面，成为公司新的利润增长点。**公司 QC280 燃气轮机已经稳定交付，而 QD280 进展较慢，我国舰艇对与燃气轮机需求量极大，同时我国工业用大型燃气轮机市场每年需求也在 30 亿元左右，公司目前正积极参与和争取舰用燃机的工业化改型，并且恢复某机工业化改型燃机的生产，力争在短期内形成产业规模，因此我们认为工业用燃气轮机今年也将贡献利润，并成为公司新的利润增长点。
- **资产注入将使得公司成为国内航空发动机巨人。**公司目前正进行重大资产重组，初步确定拟将中国航空工业集团公司属下分布在沈阳、西安、贵阳、株洲、深圳、遵义、晋城、柳河等地的航空发动机主机制造及维修业务资产重组注入航空动力，而这几个地方对应的公司为沈阳黎明、贵州黎阳、贵州 5707、南方航空工业金和深圳三叶等公司，如果这些发动机制造及维修资产注入航空动力，那么航空动力将成为国内第一大航空发动机制造公司。
- **发动机专项即将立项，公司受益最大。**我们认为发动机重大专项即将立项，预计将投入千亿元资金支持国产航空发动机的自主研发与制造，资产注入完成后，公司作为中航工业集团发动机板块的整机上市平台，将直接受益于千亿级发动机重大专项投资。

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 13-15 年 EPS 为分别为 0.33 元、0.46 元和 0.64 元，当前股价对应 PE 分别为 43 倍、31 倍和 22 倍，维持“强烈推荐”评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

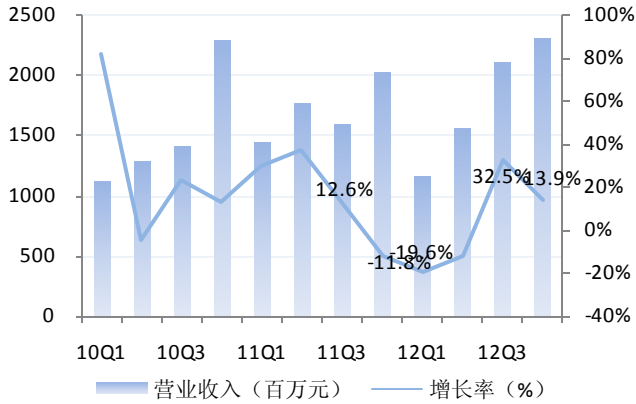
万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	6,805.96	7,103.97	7,589.19	8,885.67	10,995.26
增长率（%）	11.85%	4.38%	6.83%	17.08%	23.74%
净利润（百万元）	259.15	291.63	360.87	504.23	701.78
增长率（%）	23.87%	12.54%	23.74%	39.73%	39.18%
每股收益(元)	0.240	0.270	0.331	0.463	0.644
净资产收益率（%）	6.49%	6.91%	7.92%	10.01%	12.30%
PE	59.29	52.70	42.96	30.75	22.09
PB	3.88	3.67	3.40	3.08	2.72

资料来源：东兴证券

风险提示：

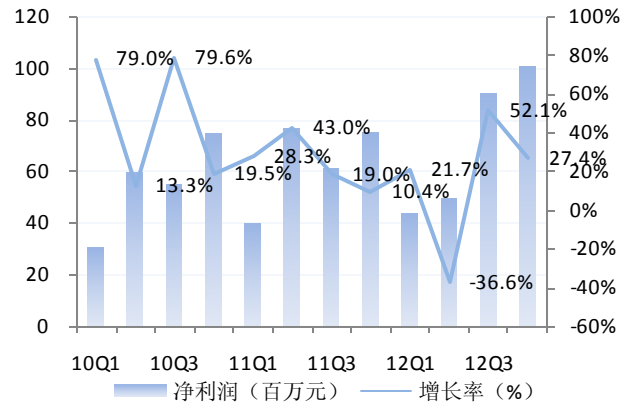
- 新发动机研制生产不达预期。

图 1：航空动力分季度净利润及增速



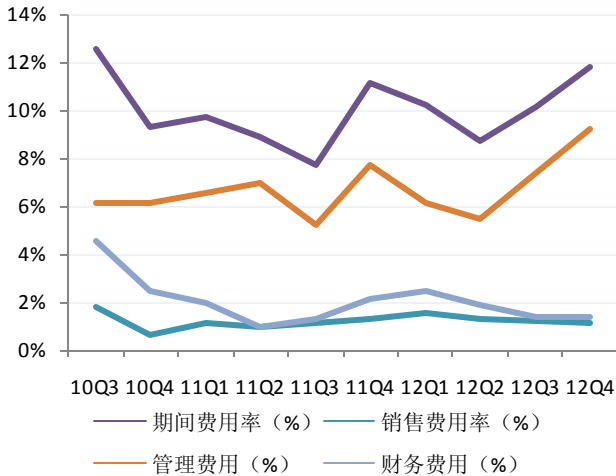
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：航空动力分季度收入及增速



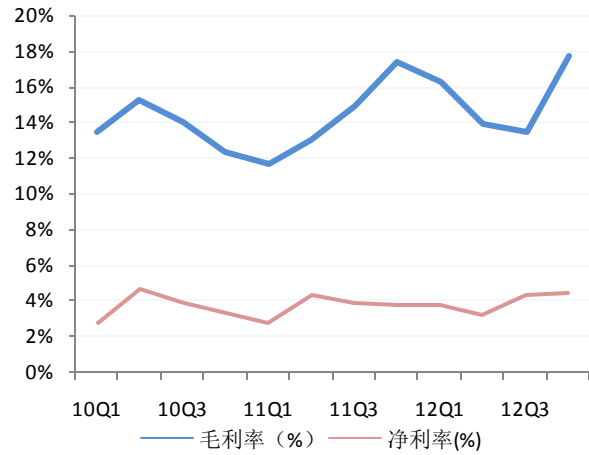
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：航空动力分季度费用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：航空动力分季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

利润表 (百万元)	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	7,103.97	7,589.19	6.83%	8,885.67	17.08%	10,995.26	23.74%
营业成本	6,011.78	6,391.84	6.32%	7,430.53	16.25%	9,113.38	22.65%
营业费用	97.44	104.09	6.83%	121.88	17.08%	150.81	23.74%
管理费用	494.85	531.24	7.35%	622.00	17.08%	769.67	23.74%
财务费用	129.75	112.32	-13.43%	79.57	-29.16%	81.70	2.69%
投资收益	(5.20)	8.00	N/A	8.00	0.00%	8.50	6.25%
营业利润	322.15	418.13	29.79%	588.52	40.75%	824.35	40.07%
利润总额	343.26	437.13	27.35%	611.52	39.89%	851.35	39.22%
所得税	59.10	75.26	27.35%	105.28	39.89%	146.57	39.22%
净利润	284.17	361.87	27.35%	506.23	39.89%	704.78	39.22%
归属母公司所有者的净利润	291.63	360.87	23.74%	504.23	39.73%	701.78	39.18%
NOPLAT	374.10	439.13	17.38%	553.06	25.94%	750.07	35.62%
资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	1,834.99	683.03	-62.78%	799.71	17.08%	989.57	23.74%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	1,361.58	1,454.58	6.83%	1,703.07	17.08%	2,107.40	23.74%
预付款项	305.90	369.81	20.90%	444.12	20.09%	535.25	20.52%
存货	2,231.33	2,372.39	6.32%	2,757.91	16.25%	3,382.51	22.65%
流动资产合计	5,978.37	5,141.10	-14.00%	6,010.73	16.92%	7,393.30	23.00%
非流动资产	2,519.91	2,601.10	3.22%	2,445.22	-5.99%	2,281.03	-6.71%
资产总计	8,498.28	7,742.20	-8.90%	8,455.95	9.22%	9,674.33	14.41%
短期借款	1,900.38	675.59	-64.45%	635.99	-5.86%	797.94	25.46%
应付帐款	716.00	750.83	4.87%	872.85	16.25%	1,070.53	22.65%
预收款项	177.34	253.24	42.79%	342.09	35.09%	452.05	32.14%
流动负债合计	3,559.68	2,141.78	-39.83%	2,364.51	10.40%	2,903.20	22.78%
非流动负债	616.07	933.80	51.57%	943.80	1.07%	953.80	1.06%
少数股东权益	102.23	103.23	0.98%	105.23	1.94%	108.23	2.85%
母公司股东权益	4,220.31	4,558.12	8.00%	5,037.14	10.51%	5,703.83	13.24%
净营运资本	2,418.69	2,999.32	24.01%	3,646.22	21.57%	4,490.10	23.14%
投入资本 IC	4,924.43	5,152.39	4.63%	5,477.13	6.30%	6,300.90	15.04%
现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	284.17	361.87	27.35%	506.23	39.89%	704.78	39.22%
折旧摊销	234.62	0.00	N/A	178.88	N/A	187.19	4.64%
净营运资金增加	218.27	580.63	166.01%	646.90	11.41%	843.88	30.45%
经营活动产生现金流	176.75	202.79	14.73%	305.06	50.43%	198.21	-35.03%
投资活动产生现金流	(182.55)	(276.64)	N/A	(54.00)	N/A	(63.50)	N/A
融资活动产生现金流	(19.27)	(1,078.12)	N/A	(134.38)	N/A	55.16	N/A
现金净增(减)	(25.07)	(1,151.96)	N/A	116.68	N/A	189.86	62.72%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

贺宝华

中国科学院理学博士，清华大学理学学士，北京大学经济学双学士，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。