

维修业务提升毛利率水平

——航空动力（600893）2013年半年度财报点评

2013年08月16日

强烈推荐/维持

航空动力

财报点评

韩庆	分析师	执业证书编号：S1480512060001
	hanqing@dxzq.net.cn	010-66554026
贺宝华	联系人	
	hebh@dxzq.net.cn	010-66554045

事件：

公司实现营业收入 30.44 亿元，同比增长 12.36%；实现利润总额 1.44 亿元，同比增长 17.49%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.25 亿元，同比增长 28.66%。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	2016.65	1158.52	1550.89	2097.93	2296.62	1174.06	1870.22
增长率（%）	-11.75%	-19.57%	-12.13%	32.45%	13.88%	1.34%	20.59%
毛利率（%）	17.33%	16.23%	13.84%	13.46%	17.72%	16.89%	13.64%
期间费用率（%）	12.07%	11.45%	9.29%	8.23%	11.88%	11.84%	7.92%
营业利润率（%）	4.28%	4.61%	3.78%	4.87%	4.71%	4.90%	4.74%
净利润（百万元）	74.98	43.82	49.41	90.29	100.65	46.43	77.25
增长率（%）	00.49%	10.01%	-35.53%	47.29%	34.24%	05.97%	56.36%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.04	0.05	0.09	0.09	0.04	0.07
资产负债率（%）	51.47%	50.41%	51.81%	50.88%	49.14%	49.62%	49.57%
净资产收益率（%）	1.83%	1.06%	1.20%	2.14%	2.33%	1.06%	1.77%
总资产收益率（%）	0.89%	0.52%	0.58%	1.05%	1.18%	0.54%	0.89%

观点：

- ▶ 发动机交付减少导致收入下降，维修业务提升毛利率：2013上半年由于发动机计划尚未下达，造成部分产品交付较去年同期有所减少，因此公司航空发动机及衍生产品板块产品收入14.96亿元，同比降低11.46%，但是由于整机产品收入下降，而高毛利率的维修服务收入较大幅度增加，因此公司航空发动机板块毛利率提升6.39个百分点。我们认为随着下半年发动机整机交付数量提升以及维修业务的迅速增长，公司航空发动机业务盈利能力将迅速增长。
- ▶ 外贸转包稳定增长：公司依托盘、环类部件的原有优势，拓宽产品种类，加快开发新客户、新产品的步伐，强化新产品研发，加强管理，提升交付能力，因此2013上半年公司出口转包生产板块实现收入7.38亿元，同比增长14.23%，但是毛利降低3.11个百分点。

- 非航空产品及贸易板块是今年亮点: 公司继续推进新产品研发进度, 努力拓宽非航空产品市场, 非航空产品及贸易板块实现营业收入7.70亿元, 同比增长137.02%, 但是毛利率减少3.56个百分点。
- 资产整合将有效提升公司盈利能力, 实现航空发动机跨越式发展。公司公告拟发行股份约 6.85亿股收购黎明公司、南方公司、黎阳动力、晋航公司、吉发公司、贵动公司等六家公司的100%股权、深圳三叶80%股权及西航集团航空发动机科研总装试车业务资产及负债, 公司业务将扩展至多型号大中小型发动机制造及维修业务, 根据公告披露的信息估算, 公司12年EPS约增厚27%, 而且今年下半年航空发动机专项出台后, 航空动力当之无愧成为最受益公司。

结论:

我们预计公司13-14年EPS分别为0.34元、0.46元和0.64元, 对应PE分别为42倍、31倍和22倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	5940	5978	4827	5583	6823	营业收入	6806	7104	7120	8235	10137
货币资金	1861	1835	641	741	912	营业成本	5824	6012	5956	6860	8355
应收账款	1259	1362	1365	1578	1943	营业税金及附加	9	9	9	10	13
其他应收款	58	42	42	48	59	营业费用	85	97	98	113	139
预付款项	241	306	365	434	518	管理费用	447	495	498	576	710
存货	2173	2231	2211	2546	3101	财务费用	118	130	105	62	59
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	20.94	33.85	30.00	40.00	50.00
非流动资产合计	2503	2520	2601	2445	2281	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37	37	182	182	182	投资净收益	-4.91	-5.20	8.00	8.00	8.50
固定资产	1856.82	1896.43	1819.98	1717.71	1599.32	营业利润	297	322	432	582	820
无形资产	434	410	369	328	287	营业外收入	13.67	25.11	25.00	30.00	35.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	6.54	4.00	6.00	7.00	8.00
资产总计	8443	8498	7428	8028	9104	利润总额	304	343	451	605	847
流动负债合计	3740	3560	1816	1931	2330	所得税	52	59	78	104	146
短期借款	1756	1900	418	297	355	净利润	253	284	373	501	701
应付账款	782	716	700	806	981	少数股东损益	-6	-7	1	2	3
预收款项	337	177	249	331	432	归属母公司净利润	259	292	372	499	698
一年内到期的非流	100	38	0	0	0	EBITDA	670	687	708	823	1066
非流动负债合计	606	616	934	944	954	BPS (元)	0.24	0.27	0.34	0.46	0.64
长期借款	575	680	680	680	680	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
负债合计	4346	4176	2750	2875	3284	成长能力					
少数股东权益	102	102	103	105	108	营业收入增长	-4.2%	4.4%	0.22%	15.67%	23.09%
实收资本(或股本)	1090	1090	1090	1090	1090	营业利润增长	-11.3%	385.7%	34.13%	34.66%	40.96%
资本公积	2389	2389	2389	2389	2389	归属于母公司净利润	27.7%	244.7%	27.71%	33.91%	40.02%
未分配利润	470	665	988	1412	2006	获利能力					
归属母公司股东权	3995	4220	4569	5043	5706	毛利率(%)	14%	15%	16%	17%	18%
负债和所有者权	8443	8498	7422	8023	9099	净利率(%)	4%	4%	5%	6%	7%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		
经营活动现金流	356	177	411	353	260	偿债能力					
净利润	253	284	373	501	701	资产负债率(%)	51%	49%	37%	36%	36%
折旧摊销	254.69	234.62	0.00	178.88	187.19	流动比率	1.59	1.68	2.66	2.89	2.93
财务费用	118	130	105	62	59	速动比率	1.01	1.05	1.44	1.57	1.60
应付帐款的变化	0	0	-16	106	176	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	71	82	101	总资产周转率	0.82	0.84	0.89	1.07	1.18
投资活动现金流	-239	-183	-277	-54	-64	应收账款周转率	5	5	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.52	9.49	10.06	10.94	11.34
长期股权投资减少	37	37	182	182	182	每股指标(元)					
投资收益	-5	-5	8	8	9	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.27	0.34	0.46	0.64
筹资活动现金流	376	-19	-1329	-198	-26	每股净现金流(最新)	0.45	-0.02	-1.10	0.09	0.16
应付债券增加	1756	1900	418	297	355	每股净资产(最新摊)	3.67	3.87	4.19	4.63	5.24
长期借款增加	575	680	680	680	680	估值比率					
普通股增加	545	0	0	0	0	P/E	59.29	52.70	41.63	31.09	22.20
资本公积增加	-543	0	0	0	0	P/B	3.88	3.67	3.39	3.07	2.72
现金净增加额	493	-25	-1194	100	171	EV/EBITDA	23.99	23.73	22.55	19.13	14.66

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

联系人简介

贺宝华

中国科学院理学博士，清华大学数学学士，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。