

公司事项点评

2013 年 12 月 10 日

证券研究报告

平安军工

强烈推荐 (首次)

证券分析师

陆洲

投资咨询资格编号 S1060513090003
电话 010-59730716
邮箱 luzhou906@pingan.com.cn

杨绍辉

投资咨询资格编号 S1060512070002
电话 021-38639692
邮箱 yangshaohui320@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

航空动力 (600893)

航空发动机龙头地位再巩固

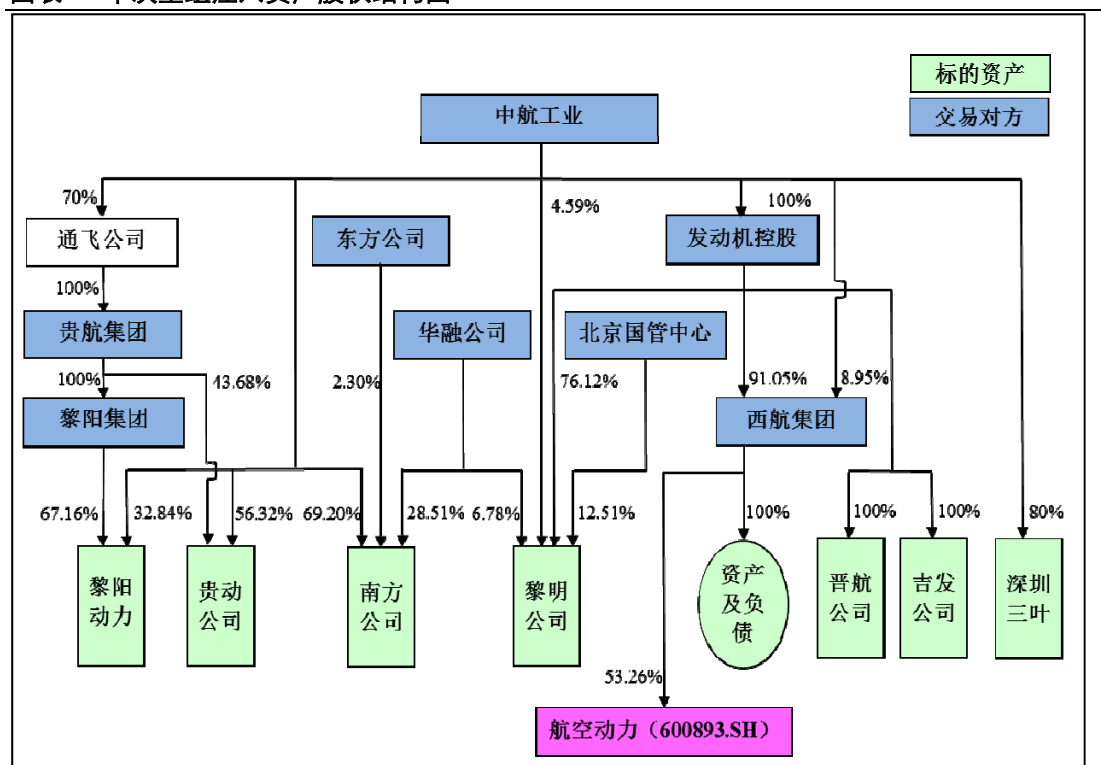
事项：公司发布重组方案：拟定向增发购买价值 95.7 亿元的航空发动机资产，同时配套募资不超过 31.9 亿元。主要注入资产包括沈阳黎明公司 100% 股权、株洲南方公司 100% 股权、黎阳动力 100% 股权、晋航公司 100% 股权、吉发公司 100% 股权、贵动公司 100% 股权和深圳三叶 80% 股权。西航集团拟注入资产为其拥有的与航空发动机科研总装、试车业务相关的资产以及负债。

平安观点：

- **航空发动机龙头地位确立。**此次重组是国内航空发动机行业最大规模的整合，整合完成后航空动力将一举成为中航工业旗下唯一的发动机生产及维修平台，将拥有包括“太行”发动机在内的全系列航空发动机生产能力。除此以外，本次公司还获注大量非航业务，其中黎明公司可生产用于大型军舰的 R0110 重型燃气轮机。公司今年第四季度持续满负荷运转，特别是燃气机轮部门生产任务最为繁重。本次注入资产 2012 年实现收入 167.3 亿元，净利润 3.96 亿元。以 2012 年航空动力 2.9 亿元净利润为基准，按照 17.7 亿股股本计算，重组完成后 2012 年备考净利润为 6.86 亿元，EPS 达 0.39 元，增厚 0.12 元。
- **军队装备更新换代将引发航空发动机需求大幅增长。**假设一架三代战机价格为 2800 万美元、原装发动机占整机价格的 25%、未来 20 年中国三代及相关战机达到 3500 架、一架飞机平均更换 3.5 次发动机，那么未来 20 年中国三代及相关战机更新带来的发动机需求就高达 772 亿美元。如果再加上后期的维护费用，估计平均每年 50 亿美元，远高于目前以太行为主的三代战机的发动机制造收入。民机方面，假设发动机价格为整机价格的 25%、ARJ21 单机价格 3000 万美元、C919 单机价格 6000 万美元、国产发动机市场占有率 40% 测算，未来 20 年国产客机整机增长带动的发动机需求额为 548 亿美元。
- **后续重组值得期待。**在此次资产整合完成之后，我们认为，上市公司体系外的事业单位（涡轮院、608 所等）改制整合、大涵道比民用发动机资产（中航商发）整合仍有空间。我们认为，从中长期来看，目前的罗罗公司、GE 公司和普惠公司是航空动力未来的发展方向和奋斗目标。
- **盈利预测及投资评级。**考虑到国家航空发动机重大专项的扶持力度（千亿元），再考虑到歼 10B 和歼 11B（涡扇 10A）批量交付、大型运输机运-20（涡扇 20）在 2-3 年内量产、外贸机型枭龙（涡扇 13）和歼 20（涡扇 15）未来的订单，航空动力拥有极为广阔的成长空间。英国航空发动机龙头罗罗公司 2012 年已经有 1600 亿人民币的市值，随着我国航空发动机事业的发展，到 2020 年航空动力的市值超越 2012 年的罗罗是大概率事件。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.42 元、0.52 元和 0.66 元。首次给予“强烈推荐”评级，目标价 25 元。
- **风险提示** 重组进度不达预期。

主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7104	9235	18470	24011
YoY(%)	4	30	100	30
净利润(百万元)	292	457	1021	1298
YoY(%)	13	57	123	27
毛利率(%)	15.4	15.7	16.0	16.0
净利率(%)	4.11	4.95	5.53	5.40
ROE(%)	6.9	10.0	16.1	18.3
EPS(元)	0.27	0.42	0.52	0.66
P/E	77	49	39	31
P/B	5.34	4.91	3.55	3.17

图表1: 本次重组注入资产股权结构图



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表2: 中航工业发动机公司所属企业情况

	产品类型	配套机型	型号
沈阳黎明	中大型涡扇发动机	歼击机	太行 昆仑
航空动力	大型、中大型涡扇发动机	运输机、轰炸机	秦岭
南方宇航	涡轴、涡桨、桨扇	直升机等悬翼类飞机	直九、涡轴九、涡桨七
贵州黎阳	涡喷		
成发集团	涡喷	枭龙	
东安集团		2005年主机业务已调整给南方宇航	

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

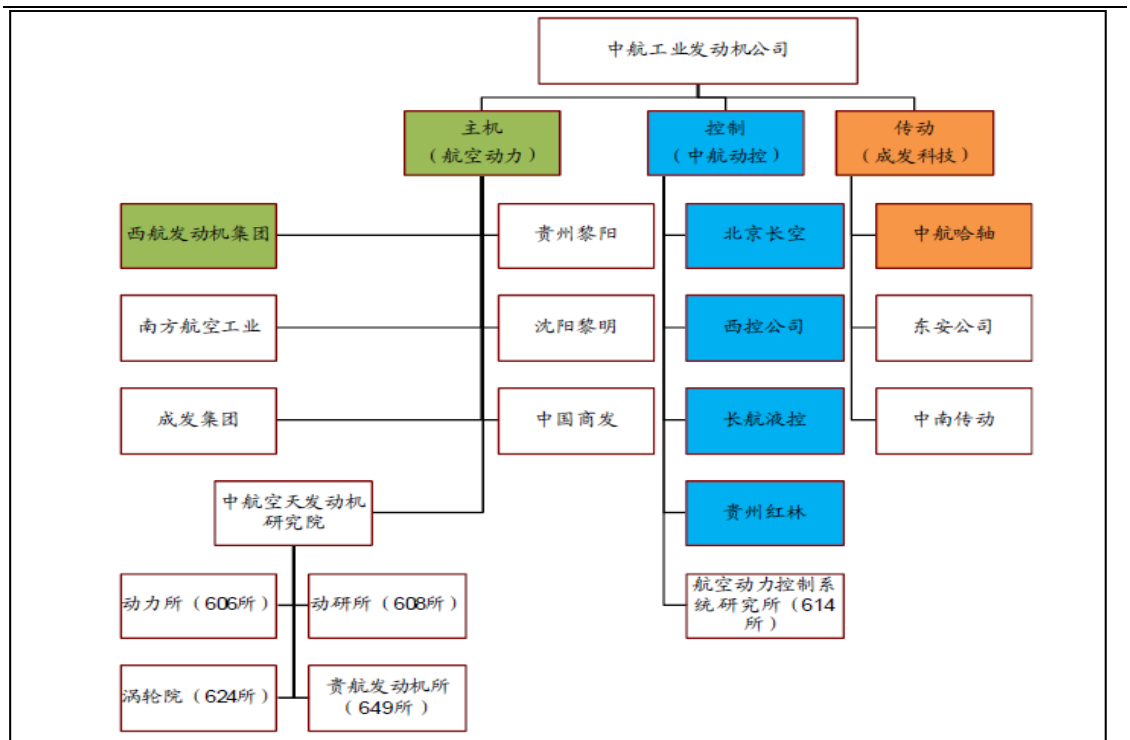
图表 3：各型号发动机配备主力机型一览表

名称	型号	类型	最大推力	配置机型
沈阳黎明	涡扇 10	大推力涡扇	132 千牛	J11B/J10
	涡喷 14	中等推力涡喷	82 千牛	J7/J8
西安西航	涡扇 9	中等推力涡扇	92 千牛	JH7
贵州黎阳	涡喷 13	中等推力涡喷	85 千牛	FC1
	涡喷 13B	中等推力涡喷	65 千牛	J7
南方动力	涡扇 11	小推力不加力涡扇	16 千牛	K8、无人机
	涡轴 8G	小功率涡轴	600 千瓦	Z9
	涡轴 6	中等功率涡轴	1150 千瓦	Z8
	涡浆 6	中等功率涡浆	~3124 千瓦	Y8
	涡浆 9	小功率涡浆	550 千瓦	Y12
成发集团	涡喷 6	小推力涡喷	32 千牛	J6、Q5
东安集团	涡浆 5	中等功率涡浆	~2132 千瓦	Y7、H5

资料来源：公司公告，平安证券研究所

中航工业发动机公司共有23户企业，包括5家主机厂，4个发动机修理厂，3个设计研究所，8家发动机辅件制造企业，以及其它几家企业。

图表 4：中航工业集团发动机平台整合路线图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从国外的发展经验来看，发达国家的航空发动机（尤其大型涡扇发动机）研究、生产资源都在走向集中化。除美国拥有 GE 和普惠两大公司外，英、法都只拥有一家航空发动机企业。俄罗斯新成立的联合发动机制造公司(ODK)整合了发动机行业 85%以上的资产，包括“土星”科研生产联合体、克里莫夫公司、航空发动机公司、乌法发动机科研生产联合体、“马达”科研生产企业、车尔尼雪夫机械造制造公司等下属单位。

在此次资产整合完成之后，我们认为，上市公司体系外的事业单位(发动机研究院所)改制整合、大涵道比民用发动机资产（中航商发）整合仍有空间。我们认为，从中长期来看，目前的罗罗公司、GE公司和普惠公司是航空动力未来的发展方向和奋斗目标，当前航空动力的市值规模应该在 500 亿元以上。

图表 5：中航发动机控股公司旗下资产

公司名	生产经营情况
中国燃气涡轮研究院	中国燃气涡轮研究院(624 所)始建于 1965 年 4 月，是以航空动力技术预先研究、产品研制开发和整机鉴定试验为主业的航空科研事业单位，产品研制开发主要涉及军机动力、民机动力、空天动力、燃机动力等叶轮机产品。中国燃气涡轮研究院是我国航空发动机预研设计和大型试验研究基地，正在建设的绵阳航空新城将建成我国规模最大、用途最广泛的航空发动机试验基地。现拥有大型连续气源航空发动机高空模拟试车台和涡轴，是国内高性能航空动力装置预先研究的技术抓总单位、航空发动机核心机预研的总设计单位。
中国航空动力机械研究所	中国航空动力机械研究所（608 研究所）由中央军委批准于 1968 年成立，是我国中小型航空发动机研制发展中心、直升机减速传动系统预先研究及研制基地、轻型燃气轮机工程研究基地。现有职工近 2000 人。
中航工业南京轻型航空动力有限公司	中航工业与南京市政府于 2011 年 1 月在南京签订了战略合作协议，借助南京市地方资源，引进市场化机制，在南京江宁经济技术开发区建设小型航空动力产业基地，成立了中航工业南京轻型航空动力有限公司。公司经营范围：活塞发动机产品、飞机第二动力系统、小型涡轴、涡喷、涡扇发动机产品和燃机产品的研发、生产、总装、总试、维修、营销和售后服务等。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

附录：

《简氏防务周刊》：中国开足马力造歼 10 和歼 11 今年造 148 架军机

12月4日出版的英国《简氏防务周刊》刊发题为“瞄准更高：中国的空中雄心”的年终总结，宣称尽管一些关键领域存在差距，但是中国研发军用飞机的能力总体上正在快步前进。

自从中国空军提出“从国土防空型向攻防兼备型转变”的目标后，简氏的报道注意到，中国空军正努力提高侦察、早期预警和战略投射能力，努力建设为“一支现代化的战略空军。”从中国空军装备结构来看，也在朝着攻防兼备的方向努力。报道称，2013年中国航空工业一共在推进9个作战飞机生产项目，其中包括轰-6K，歼轰-7A以及成飞的歼-10A和沈飞的歼-11B。轰-6K和歼轰-7A是目前解放军最主要的对地攻击飞机。还有5种正在发展之中，包括歼-10B、歼-15、歼-16、歼-20和歼-31，它们都是多用途战机，具备较强的对地攻击能力。

除了主战飞机研制领域的突破以外，中国在运输机和预警机方面也实现跨越。2013年1月，运-20实现首飞，这是中国第一种国产战略运输机，具备改装为空中加油机的潜力。与此同时，中国还在发展一种与C-130同级的中型运输机运-9，它是运-8中型运输机的进一步发展型号。而在预警机方面，中国一口气推出空警-200、空警-2000以及ZDK-03三种型号的预警机，前两种已装备中国空军和海军，极大提高了中国空军的体系作战能力。

报道称，中国空军战斗机部队正得到快速更新，尽管老式歼-7和歼-8战斗机的装备数量仍很多，但歼-10和歼-11生产线开足马力，大大改善空军的装备质量。2007年，约1/4的解放军空军战机符合第四代战斗机的标准，而到2013年，约一半战斗机都达到这个标准。简氏的统计显示，2007年解放军战斗机约1500架，而2013年虽减少到不足1300架，但现代化战机的比重大幅增加。

这些战机大都是最新生产的型号。报道称，自从2011年以来，中国有7种新型飞机完成首飞，包括两型第五代战斗机。2012年，中国航空工业部门为海陆空三军生产了多达148架飞机。2011年以来

最优先的项目是成都飞机公司的歼-20和沈阳飞机公司的歼-31隐形战斗机。而歼-10则是当前中国空军最重要的战斗机项目，包括更先进的歼-10B。报道称，该机是中国战斗机改型的典范，它是中国第一款使用相控阵雷达的战斗机，同时还修改了进气道，提高传感器的探测距离和电子战能力。

“尽管中国网络上的图片暗示歼-10B的批量生产正在进行，但尚无官方消息确认解放军空军装备了这种新型战机”。

报道预计，将有超过600架歼-10系列战斗机服役。另外，早期曾问题重重的歼-11B战斗机目前进展顺利，它使用国产涡扇发动机WS-10A，至少4个航空兵团装备了这种战斗机。歼-11B提高子系统的性能，通过复合材料加强机体，改进火控雷达，采用新的飞行控制系统和玻璃化座舱。据称，解放军海军也在2010年中期开始装备歼-10B。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	5978	7255	12615	15859	营业收入	7104	9235	18470	24011
现金	1835	1844	1841	1842	营业成本	6012	7785	15515	20170
应收账款	1362	1750	3513	4561	营业税金及附加	9	12	23	30
其他应收款	42	62	119	157	营业费用	97	123	248	322
预付账款	306	372	757	977	管理费用	495	631	1270	1648
存货	2231	2895	5765	7496	财务费用	130	129	195	297
其他流动资产	203	333	620	826	资产减值损失	34	30	31	30
非流动资产	2520	2314	2103	1888	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	37	37	37	投资净收益	-5	-5	-5	-5
固定资产	1896	1773	1602	1408	营业利润	322	521	1183	1509
无形资产	410	410	410	410	营业外收入	25	21	23	22
其他非流动资产	177	95	54	34	营业外支出	4	5	5	5
资产总计	8498	9569	14718	17748	利润总额	343	537	1201	1526
流动负债	3560	4205	7614	9927	所得税	59	92	206	262
短期借款	1900	2079	3667	4832	净利润	284	445	995	1265
应付账款	716	966	1900	2481	少数股东损益	-7	-12	-26	-33
其他流动负债	943	1160	2047	2613	归属母公司净利润	292	457	1021	1298
非流动负债	616	684	684	684	EBITDA	687	855	1589	2021
长期借款	680	680	680	680	EPS (元)	0.27	0.42	0.52	0.66
其他非流动负债	-64	4	4	4					
负债合计	4176	4889	8298	10611					
少数股东权益	102	91	65	32	主要财务比率				
股本	1090	1090	1970	1970	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
资本公积	2389	2389	2389	2389	成长能力				
留存收益	736	1105	1991	2741	营业收入	4.4%	30.0%	100.0%	30.0%
归属母公司股东权益	4220	4589	6355	7105	营业利润	8.4%	61.7%	127.0%	27.6%
负债和股东权益	8498	9569	14718	17748	归属于母公司净利润	12.5%	56.7%	123.4%	27.1%
					获利能力				
					毛利率	15.4%	15.7%	16.0%	16.0%
					净利率	4.1%	4.9%	5.5%	5.4%
					ROE	6.9%	10.0%	16.1%	18.3%
					ROIC	7.4%	9.6%	12.8%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率	49.1%	51.1%	56.4%	59.8%
					净负债比率	62.72%	57.64%	53.02%	52.46%
					流动比率	1.68	1.73	1.66	1.60
					速动比率	1.04	1.02	0.88	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	1.02	1.52	1.48
					应收账款周转率	5	6	7	6
					应付账款周转率	8.03	9.25	10.83	9.21
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.42	0.52	0.66
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.03	-1.96	-0.29
					每股净资产(最新摊薄)	3.87	4.21	5.83	6.52
					估值比率				
					P/E	77.30	49.34	39.93	31.41
					P/B	5.34	4.91	3.55	3.17
					EV/EBITDA	34	27	15	12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	177	35	-2130	-316
净利润	284	445	995	1265
折旧摊销	235	205	211	215
财务费用	130	129	195	297
投资损失	5	5	5	5
营运资金变动	-514	-762	-3632	-2150
其他经营现金流	36	13	96	53
投资活动现金流	-183	-5	-5	-5
资本支出	182	0	0	0
长期投资	0	0	-0	0
其他投资现金流	-0	-5	-5	-5
筹资活动现金流	-19	-21	2132	322
短期借款	144	179	1588	1165
长期借款	105	0	0	0
普通股增加	0	0	880	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-269	-199	-336	-843
现金净增加额	-26	9	-3	1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257