

评级：买入 维持评级

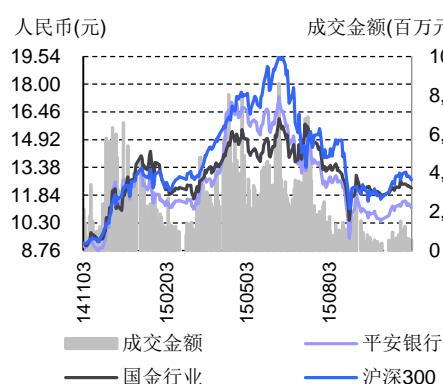
公司点评

市场价格（人民币）：23.90元
 目标价格（人民币）：30.00-30.00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)	638.21
总市值(百万元)	15,253.13
年内股价最高最低(元)	34.61/16.36
沪深 300 指数	3193.51
上证指数	2978.46



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.096	0.078	0.092	0.101	0.105
每股净资产(元)	3.40	3.48	3.57	3.60	3.58
每股经营性现金流(元)	0.24	0.01	-0.17	0.02	-0.01
市盈率(倍)	191.91	327.14	221.15	202.07	194.77
行业优化市盈率(倍)	123.38	161.24	136.96	136.96	136.96
净利润增长率(%)	-16.81%	-18.48%	18.02%	9.44%	3.74%
净资产收益率(%)	2.82%	2.25%	2.58%	2.80%	2.93%
总股本(百万股)	638.21	638.21	638.21	638.21	638.21

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月1日，中国航天科技集团六院负责研制的重型运载火箭500吨级液氧煤油发动机首次燃气发生器-涡轮泵联动试验取得成功，标志着该型发动机研制工作取得首个里程碑式胜利，为后续圆满完成研制任务奠定了基础。
- 8月1日，央视在新闻联播中披露，中国航天科技集团公司正在研制组合动力飞行器项目，未来普通人上太空的成本和门槛将有望大大降低，航天六院11所将参与发动机部分的攻关工作。

经营分析

- **500吨推力发动机将满足载人登月要求：**根据中国航天报报道，500吨级液氧煤油发动机为中国在研制的最大推力火箭发动机，对支撑后续空间站建设、载人登月及深空探测具有重要意义。500吨级液氧煤油发动机于2011年立项，将在今年10月前，完成单体推进器组合点火(协调性)试验，有望在今年实现技术突破。如果实验成功，将大大加速中国从轻型中型运载火箭的国家进入拥有重型运载火箭的国家。
- **空天组合动力有望开启航天旅游时代：**根据科技日报报道，组合动力飞行器可以实现可重复的天地往返航天运输。组合动力飞行器在起飞时，使用在低速飞行条件下性能很高的航空涡轮发动机或吸气式火箭发动机；达到一定速度后，使用适应在大气层内高速飞行的冲压发动机。这两种发动机只能在大气层内使用，而飞行器到达临近空间，便需使用火箭发动机进入太空。随着空天融合趋势日益加剧，临近空间开发趋势日益明显，组合动力技术已成为动力研究的前沿和热点，将是航天运输实现完全可重复使用的长远发展目标。
- **航天科技集团资产证券化方向明确：**航天科技集团已经明确提出，要在十三五期间将资产证券化率由15%提高至45%。六院十三五规划提出，将在资产证券化领域取得突出成果，实现整体上市。我们认为，航空和船舶发动机资产整合之后，航天科技集团的航天发动机类资产也存在强烈的整合预期，有望在集团内部率先推进证券化。围绕“长征九号”重型火箭的立项，我们预计六院将在资产整合和载体建设上将会快速推进，航天动力作为六院的唯一上市平台将承担更重要的使命。

司景喆

联系人
 (8621)60870938
 sijz@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

投资建议

- 考虑到航天六院庞大的优质资产和强烈的重组预期，从市值角度分析，目前上市公司 150 亿市值无法承载航天发动机的巨大体量。从长远角度看，航天六院“十三五”目标为年收入 340 亿元，年利润 17 亿元，资产整合后的市值目标应在 500 亿元以上。我们给予航天动力“买入”评级，未来 6 个月目标价 30 元。

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）						
主营业务收入	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	货币资金	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率	1,387	1,311	1,503	1,729	1,988	2,286	应收账款	1,345	1,558	1,446	1,500	1,500	1,500
主营业务成本	-5.5%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	存货	737	641	710	805	926	1,065
%销售收入	-1,132	-1,086	-1,294	-1,470	-1,690	-1,943	其他流动资产	529	610	688	765	880	1,012
毛利	81.6%	82.9%	86.1%	85.0%	85.0%	85.0%	流动资产	64	73	116	134	154	177
%销售收入	255	224	209	259	298	343	%总资产	2,675	2,882	2,961	3,204	3,460	3,753
营业税金及附加	18.4%	17.1%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%	长期投资	70.6%	72.1%	72.6%	76.6%	78.9%	81.2%
%销售收入	-6	-4	-6	-6	-7	-8	固定资产	8	16	16	17	16	16
营业费用	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	%总资产	914	896	897	838	780	724
%销售收入	-58	-66	-58	-69	-80	-91	无形资产	24.1%	22.4%	22.0%	20.0%	17.8%	15.7%
管理费用	4.2%	5.0%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	非流动资产	149	157	163	125	126	126
%销售收入	-109	-115	-111	-130	-151	-176	%总资产	1,115	1,117	1,119	981	923	868
销售费用	7.9%	8.7%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%	负债总计	29.4%	27.9%	27.4%	23.4%	21.1%	18.8%
%销售收入	息税前利润（EBIT）	82	40	34	54	61	67	3,790	3,999	4,080	4,185	4,383	4,621
财务费用	5.9%	3.1%	2.2%	3.2%	3.1%	3.0%	短期借款	367	523	470	586	625	639
%销售收入	-2	6	14	-4	-9	-11	应付账款	690	690	784	810	932	1,072
资产减值损失	0.1%	-0.4%	-1.0%	0.2%	0.4%	0.5%	其他流动负债	42	94	150	49	57	146
公允价值变动收益	-17	-3	-10	-7	-1	-1	流动负债	1,099	1,307	1,404	1,445	1,614	1,857
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%销售收入	1	0	0	0	1	1	其他长期负债	75	72	2	0	0	0
%税前利润	0.8%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	负债总计	1,174	1,379	1,405	1,445	1,614	1,858
营业利润	64	43	38	44	51	56	普通股股东权益	2,179	2,168	2,220	2,279	2,300	2,284
营业利润率	4.6%	3.3%	2.5%	2.5%	2.6%	2.5%	少数股东权益	437	451	454	461	469	479
营业外收支	32	42	25	30	30	负债股东权益合计	3,790	3,999	4,080	4,185	4,383	4,621	
税前利润	96	85	63	74	81	86	比率分析						
利润率	6.9%	6.5%	4.2%	4.3%	4.1%	3.8%							
所得税	-10	-10	-7	-8	-9	-9	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
所得税率	10.7%	11.6%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%	每股指标						
净利润	86	75	56	66	72	77	每股收益	0.231	0.096	0.078	0.092	0.101	0.105
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	6.828	3.398	3.479	3.571	3.604	3.579
非现金支出	78	70	80	66	58	56	每股经营现金流	0.240	0.240	0.007	-0.172	0.020	-0.007
非经营收益	18	18	14	26	9	11	每股股利	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.130
营运资金变动	-105	-11	-146	-267	-127	-148	回报率						
经营活动现金净流	77	153	4	-110	13	-4	净资产收益率	3.38%	2.82%	2.25%	2.58%	2.80%	2.93%
资本开支	-97	-44	-46	86	31	30	总资产收益率	1.94%	1.53%	1.22%	1.41%	1.47%	1.45%
投资	0	0	0	-1	0	0	投入资本收益率	2.45%	1.13%	0.95%	1.46%	1.59%	1.76%
其他	-390	0	5	0	1	1	增长率						
投资活动现金净流	-487	-44	-41	85	32	31	主营业务收入增长率	11.17%	-5.49%	14.71%	15.00%	15.00%	15.00%
股权筹资	972	0	0	0	-44	0	EBIT 增长率	-0.03%	-51.05%	-16.21%	62.30%	11.35%	11.23%
债权筹资	-130	155	-50	115	39	15	净利润增长率	29.51%	-16.81%	-18.48%	18.02%	9.44%	3.74%
其他	-26	-50	-31	-37	-40	-42	总资产增长率	33.39%	5.52%	2.01%	2.60%	4.71%	5.44%
筹资活动现金净流	816	105	-81	78	-44	-26	资产管理能力						
现金净流量	406	214	-118	54	0	0	应收账款周转天数	149.5	156.0	140.0	145.0	145.0	145.0

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-19	买入	20.04	30.00~30.00

来源：国金证券研究所

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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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方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信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：021-60753903
传真：021-61038200
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：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD