

航天动力（600343）

资产整合空间大，航天重大工程建设打开长期空间

买入（首次覆盖）

2016 年 8 月 12 日

首席证券分析师 郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001

haob@dwzq.com.cn

研究助理 陈晨

chenchen@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1503.4	1729.9	1995.7	2288.1
同比(+/-%)	14.7	15.1	15.4	14.7
净利润(百万元)	49.9	59.1	63.6	67.6
同比(+/-%)	-18.5	18.4	7.6	6.4
毛利率(%)	13.5	13.5	13.3	13.0
ROE(%)	2.2	2.6	2.8	2.9
每股收益(元)	0.08	0.09	0.10	0.11
P/E	320.23	270.32	251.27	236.11
P/B	7.19	7.07	6.95	6.83

事件 1:

2016 年 8 月 10 日、6 日，我国分别在太原卫星发射中心用长征四号丙运载火箭成功发射高分三号卫星，在西昌卫星发射中心用长征三号乙运载火箭成功将天通一号 01 星发射升空。两系列运载火箭均采用液体燃料推进剂。

事件 2:

8 月 8 日，国务院印发《“十三五”国家科技创新规划》，在深入实施国家科技重大专项中，包含载人航天与探月工程。

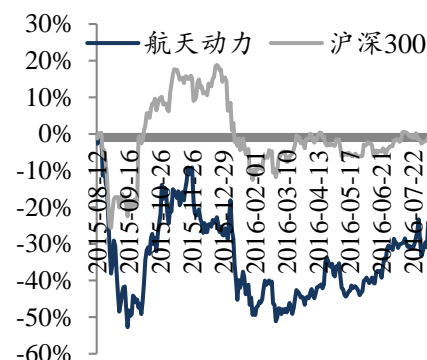
事件 3:

根据航天科技集团官网，近日由中国航天科技集团公司六院自主研发的重型运载火箭 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圆满成功，500 吨级液氧煤油发动机是我国可预见未来研制的最大推力液体火箭发动机，其推力、比冲和推重比均达到世界先进水平，将用于我国深空探测、超大型空间设施建设等重大航天活动。

投资要点

■ **资产整合空间巨大。**航天科技集团计划到“十三五”末，资产证券化率达到 45%（15 年底仅为 15%）。作为航天动力控股母公司，航天科技六院是国内唯一集运载火箭主动力系统、轨姿控动力系统及空间飞行器推进系统研究、设计、生产、试验为一体的航天液体动力研究院，被誉为“液体动力国家队”。航天科技六院下辖陕西、北京、上海和武汉地区 11 家企事业单位，2015 年净利润 10.1 亿，目标在“十三五”期间实现收入 340 亿（其中军转民应用达到 200 亿元左右），利润 17.5 亿元，六院明确表示将航天发动机的核心技术应用到民用产业中，紧密围绕国家战略性新兴产业，大力发展节能环保等项目。我们按 45% 的资产证券化率计算，预估未来 3-5 年六院拥有近 8 亿元利润注入上市公司的巨大潜力，作为六院控股的唯一上市平台，15 年航天动力利润仅 6289 万元，资产整合空间巨大。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.03
一年最低价/最高价	15.37
市净率	15.0
流通 A 股市值(百万元)	15974.3

基础数据

每股净资产(元)	3.39
资产负债率(%)	32.46
总股本(百万股)	638.21
流通 A 股(百万股)	638.21

- **“十三五”国家科技创新规划强调深入实施载人航天与探月工程，航天发射催化密集。**
本次通知第四章第一项重点提出，深入实施国家科技重大专项，其中包括发射新型大推力运载火箭，发射天宫二号空间实验室、空间站试验核心舱，及载人飞船和货运飞船；掌握货物运输、航天员中长期驻留等技术；突破全月球到达、高数据率通信、高精度导航定位、月球资源开发等关键技术；突破地外天体自动返回技术，研制发射月球采样返回器技术，实现特定区域软着陆并实现采样返回。我们认为，航天发射迎来政策利好，公司作为“航天液体动力国家队”，发展空间巨大。此外，2016 年下半年，航天发射计划密集，新华社报道，天宫 2 号和神舟 11 号已正式进入发射装备阶段；后续的长征 5 号等发射计划均在 2016 年发射日程中。作为承担着我国航天发射液体动力实力最强的国家队，事件催化密集。
- **液氧煤油发动机技术获突破，航天领域重大工程的建设打开长期空间。**航天六院的 500 吨级液氧煤油发动机联试获成功是我国航天液体动力体系持续发展的重要标志，500 吨推力意味着已经可以满足载人登月要求，将推动我国航天主动力技术达到世界先进水平。十三五期间我国将从载人飞船、太空空间站、月球与火星探测、空间科学等多方面推进航天重大工程的建设，空天组合动力更有望开启航天旅游时代，打开公司长期成长空间。
- **民品业务实力强劲，军民融合打开公司新发展点。**公司以流体技术为核心，拥有流体机械、热能工程及节能环保三大民用业务板块，核心产品泵与泵系统、化工生物装备、液力变矩器、智能燃气表在国内均处于领先地位，继续保持稳定发展。此外，公司背靠航天体系，可以充分利用军民共享的技术和资源优势，加强军民融合发展，目前部分民参军项目取得新进展；军转民方面，如利用航天发动机技术结合节能环保大力发展节能环保项目。
- **投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 5910/6360/6760 万元，EPS 分别为 0.09/0.10 元/0.11 元，现价对应 PE 分别为 270/251/236 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新型液氧煤油燃料推进低于预期；资产整合进度低于预期；未来发射计划低于预期。

图表 1：2016 年以来我国发射的卫星概览（红色表示下半年有望发射）

时间	卫星	运载火箭	火箭动力系统主要构成	发射基地	结果
2016.01.16	白俄罗斯通信卫星一号	长征三号乙	三级液体推进剂+四枚液体燃料助推器	西昌	成功
2016.02.01	北斗卫星导航系统第 21 颗卫星，M3-S	长征三号丙	三级液体推进剂火箭+两枚液体燃料助推器	西昌	成功
2016.03.30	北斗卫星导航系统第 22 颗卫星，IGSO-6	长征三号甲	三级液体推进剂火箭	西昌	成功
2016.04.06	实践十号返回式科学实验卫星	长征二号丁	二级液体推进剂火箭	酒泉	成功
2016.05.15	遥感卫星三十号	长征二号丁	二级液体推进剂火箭	酒泉	成功
2016.05.30	资源三号卫星 02 星	长征四号乙	三级液体推进剂火箭	太原	成功
2016.06.12	北斗卫星导航系统第 23 颗卫星	长征三号丙	三级液体推进剂火箭+两枚液体燃料助推器	西昌	成功
2016.06.25	载荷组合体	长征七号	二级新型液体燃料火箭+四级新型液体燃料助推器（液氧煤油）	海南文昌	成功
2016.06.29	实践十六号 02 星	长征四号乙	三级液体推进剂火箭	酒泉	成功

2016.08.06	天通一号	长征三号乙	三级液体推进剂火箭+四枚液体燃料助推器	西昌	成功
2016.08.10	高分 3 号	长征四号丙	三级液体推进剂火箭	太原	成功
2016	量子科学试验卫星	长征二号丁	二级液体推进剂火箭	酒泉	
2016	天宫 2 号	长征二号 F	二级液体推进剂火箭+四个液体助推器	酒泉	
2016	神舟 11 号	长征二号 F	二级液体推进剂火箭+四个液体助推器	酒泉	
2016	载荷组合体	长征五号	二级液体推进剂火箭+二个新型液体燃料助推器（液氧煤油）		

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2960.9	3263.9	3498.1	3817.6	营业收入	1503.4	1729.9	1995.7	2288.1
现金	1446.3	1502.4	1474.4	1488.4	营业成本	1294.3	1490.9	1723.5	1981.6
应收款项	709.8	831.7	950.9	1095.1	营业税金及附加	5.8	6.1	7.0	8.0
存货	688.3	814.8	929.2	1075.7	营业费用	58.2	60.5	69.8	80.1
其他	116.5	115.0	143.6	158.4	管理费用	121.6	133.5	148.8	165.6
非流动资产	1118.6	1061.3	986.9	906.0	财务费用	-14.3	2.2	3.0	3.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产	896.7	851.8	788.5	717.7	其他	0.1	2.4	1.1	0.0
无形资产	123.7	111.3	100.2	90.2	营业利润	38.0	39.2	44.9	50.0
其他	98.2	98.2	98.2	98.2	营业外净收支	24.9	35.0	35.0	35.0
资产总计	4079.5	4325.1	4484.9	4723.6	利润总额	62.9	74.2	79.9	85.0
流动负债	1297.5	1503.3	1620.3	1813.3	所得税费用	6.7	7.9	8.5	9.0
短期借款	470.1	533.0	510.4	531.2	少数股东损益	6.3	7.3	7.9	8.4
应付账款	567.2	677.2	769.0	892.1	归属母公司净利润	49.9	59.1	63.6	67.6
其他	260.3	293.2	340.9	390.1	EBIT	33.6	51.3	57.7	62.8
非流动负债	105.3	105.3	105.3	105.3	EBITDA	95.8	146.8	162.5	172.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	105.3	105.3	105.3	105.3					
负债总计	1402.8	1608.6	1725.6	1918.6					
少数股东权益	453.8	458.2	462.9	467.9					
归属母公司股东权益	2222.9	2258.3	2296.5	2337.0					
负债和股东权益总计	4079.5	4325.1	4484.9	4723.6					
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	4.2	54.9	60.4	59.0	每股收益(元)	0.08	0.09	0.10	0.11
投资活动现金流	-41.1	-38.1	-40.4	-38.8	每股净资产(元)	3.48	3.54	3.60	3.66
筹资活动现金流	-80.5	39.3	-48.0	-6.3	发行在外股份(百万股)	638.2	638.0	638.0	638.0
现金净增加额	-117.5	56.1	-28.0	14.0	ROIC(%)	1.0%	1.4%	1.6%	1.7%
企业自由现金流	-56.2	-10.8	-6.7	-6.2	ROE(%)	2.2%	2.6%	2.8%	2.9%
					毛利率(%)	13.5%	13.5%	13.3%	13.0%
					EBIT Margin(%)	2.2%	3.0%	2.9%	2.7%
					销售净利率(%)	3.3%	3.4%	3.2%	3.0%
					资产负债率(%)	34.4%	37.2%	38.5%	40.6%
					收入增长率(%)	14.7%	15.1%	15.4%	14.7%
					净利润增长率(%)	-18.5%	18.4%	7.6%	6.4%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.gs jq.com.cn>