

评级：买入 维持评级

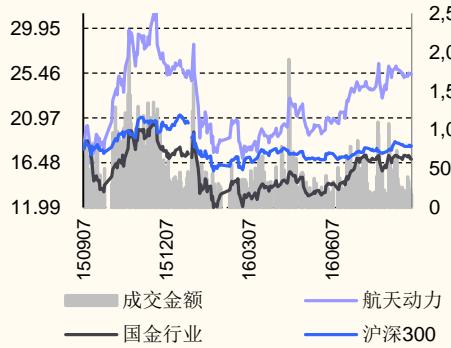
公司点评

市场价格（人民币）：25.35元
 目标价格（人民币）：40.00-40.00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)	16,178.53
年内股价最高最低(元)	31.45/16.36
沪深 300 指数	3314.11
上证指数	3067.35
人民币(元)	
成交金额(百万元)	



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

据中国载人航天工程办公室消息，发射天宫二号空间实验室的长征二号 F 火箭，已安全运抵中国酒泉卫星发射中心发射场，开展发射场区总装和测试工作。目前，发射场设施设备状态良好，各项准备工作正按计划有序进行。天宫二号空间实验室计划于 9 月中旬实施发射。我国将于今明两年，组织实施载人航天工程空间实验室任务，验证未来空间站关键技术。

分析

- **“载人航天工程”开启新篇章：**在经过两年的修整和积累准备后，我国载人航天工程将在今年迎来多个重要发射任务。天宫二号空间实验室是在天宫一号备份目标飞行器基础上改进研制而成，采用实验舱和资源舱两舱构型，是一个真正意义上的空间实验室。为满足推进剂补加验证试验需要，对推进分系统进行了适应性改造；天宫二号空间实验室装载了空间冷原子钟、空地量子密钥分配试验等 14 项空间应用载荷，设计在轨寿命 2 年。同时，天宫二号的系统设计是模块化的，也就是说它出现问题时可以快速更换和在轨维修，这在国内空间领域也属于首次。今年第四季度发射的神舟十一号飞船将乘载两名航天员，和天宫二号完成对接，并在太空驻留 30 天，这个时间长度将比神舟十号提高了一倍。
- **我国 2022 年将建成全球唯一在轨空间站：**在完成和神舟十一号飞船的交会对接和空间科学实验后，“天宫二号”还将在 2017 年上半年验证“天舟一号”货运飞船的对接和资源补给技术。2018 年前后发射“天和一号”空间站核心舱，将是我国空间站建造的重要起点，随后发射两个实验舱与天和一号空间站核心舱交会对接。按计划，我国将于 2020 年左右实施空间站的建造，并在 2022 年全面运行。根据此前新闻，国际空间站将在 2020 年退役，届时中国空间站可能将成为唯一在轨运行的空间站。在我国的载人航天“三步走”计划中，最终要建设的是一个基本型空间站，它的规模不会超过国际空间站。基本型空间站大致包括一个核心舱、一架货运飞船、一架载人飞船和两个用于实验等功能的其他舱，总重量在 100 吨以下。其中的核心舱需长期有人驻守，能与各种实验舱、载人飞船和货运飞船对接。
- **发展航天，动力先行：**今年，我国在海南文昌新建继酒泉、太原、西昌之后的第四个航天发射场已经投入使用，将主要承担地球同步轨道卫星、大质量极轨卫星、大吨位空间站和深空探测卫星等航天器的发射任务。而只有具备

相关报告

- 1.《六院开启空天组合动力研制，重型火箭发动机取得进展》，2016.8.4
- 2.《航天发动机资产整合平台-航天动力公司深度研究》，2016.4.19

司景皓

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

了 20 吨以上运载能力的火箭，才有能力发射空间站核心舱。大型运载火箭的运力高低是彰显国力最有力的证明，也是大国太空博弈的主体，运载火箭的技术水平体现了一个国家最终利用空间和发展空间技术的能力。根据国际航天数据统计，发动机占火箭总造价的三分之一左右。今年 6 月发射的“长征七号”搭载全新研制的 120 吨级液氧煤油发动机 YF-100 作为芯一级和助推器动力，11 月发射的“长征五号”运载火箭将采用我国最新型氢氧发动机 YF-77，发动机的性能提升将大幅提高我国火箭的运载能力，让我国空间站建设成为可能。

- **“十三五”期间看点不断：**航天动力控股股东航天六院垄断了我国火箭用液体发动机生产和制造。今年，我国宇航发射次数将首次突破 20 次，是“史上最密集发射年”，将直接利好航天六院的效益。航天科技集团已经将“十三五”末的资产证券化率目标设定为 45%（目前仅为 15%），预计今年航天科技集团将启动较大规模的资产重组。航天六院今年 3 月 30 日披露的全面深化改革方案和“十三五”综合规划纲要提出，要建成国际一流宇航动力公司、成为集团公司板块专业子公司排头兵。具体目标包括全面推进管控模式调整，在资产证券化领域取得突出成果，实现六院整体上市。

投资建议

- 2008 年，在先航天科技集团董事长、曾经的六院院长雷凡培的大力推动下，航天科技集团通过整合一院、八院的航天液体动力资产到六院，支持六院这个“航天液体动力国家队”做大做强。8 年之后，产业整合已基本成熟，资本运作成为题中应有之义。我们预计近期有望在航天发动机资产证券化上实现突破，航天动力作为航天发动机资产整合的唯一平台，空间十分广阔。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 40 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,387	1,311	1,503	1,729	1,988	2,286
增长率	-5.5%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	
主营业务成本	-1,132	-1,086	-1,294	-1,470	-1,690	-1,943
%销售收入	81.6%	82.9%	86.1%	85.0%	85.0%	85.0%
毛利	255	224	209	259	298	343
%销售收入	18.4%	17.1%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
营业税金及附加	-6	-4	-6	-6	-7	-8
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-58	-66	-58	-69	-80	-91
%销售收入	4.2%	5.0%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-109	-115	-111	-130	-151	-176
%销售收入	7.9%	8.7%	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	82	40	34	54	61	67
%销售收入	5.9%	3.1%	2.2%	3.2%	3.1%	3.0%
财务费用	-2	6	14	-4	-9	-11
%销售收入	0.1%	-0.4%	-1.0%	0.2%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-17	-3	-10	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	1	1
%税前利润	0.8%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
营业利润	64	43	38	44	51	56
营业利润率	4.6%	3.3%	2.5%	2.5%	2.6%	2.5%
营业外收支	32	42	25	30	30	30
税前利润	96	85	63	74	81	86
利润率	6.9%	6.5%	4.2%	4.3%	4.1%	3.8%
所得税	-10	-10	-7	-8	-9	-9
所得税率	10.7%	11.6%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	86	75	56	66	72	77
少数股东损益	12	14	6	7	8	10
归属于母公司的净利润	74	61	50	59	64	67
净利率	5.3%	4.7%	3.3%	3.4%	3.2%	2.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	86	75	56	66	72	77
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	70	80	66	58	56
非经营收益	18	18	14	26	9	11
营运资金变动	-105	-11	-146	-267	-127	-148
经营活动现金净流	77	153	4	-110	13	-4
资本开支	-97	-44	-46	86	31	30
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	-390	0	5	0	1	1
投资活动现金净流	-487	-44	-41	85	32	31
股权筹资	972	0	0	0	-44	0
债权筹资	-130	155	-50	115	39	15
其他	-26	-50	-31	-37	-40	-42
筹资活动现金净流	816	105	-81	78	-44	-26
现金净流量	406	214	-118	54	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,345	1,558	1,446	1,500	1,500	1,500
应收账款	737	641	710	805	926	1,065
存货	529	610	688	765	880	1,012
其他流动资产	64	73	116	134	154	177
流动资产	2,675	2,882	2,961	3,204	3,460	3,753
%总资产	70.6%	72.1%	72.6%	76.6%	78.9%	81.2%
长期投资	8	16	16	17	16	16
固定资产	914	896	897	838	780	724
%总资产	24.1%	22.4%	22.0%	20.0%	17.8%	15.7%
无形资产	149	157	163	125	126	126
非流动资产	1,115	1,117	1,119	981	923	868
%总资产	29.4%	27.9%	27.4%	23.4%	21.1%	18.8%
资产总计	3,790	3,999	4,080	4,185	4,383	4,621
短期借款	367	523	470	586	625	639
应付款项	690	690	784	810	932	1,072
其他流动负债	42	94	150	49	57	146
流动负债	1,099	1,307	1,404	1,445	1,614	1,857
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	75	72	2	0	0	0
负债	1,174	1,379	1,405	1,445	1,614	1,858
普通股股东权益	2,179	2,168	2,220	2,279	2,300	2,284
少数股东权益	437	451	454	461	469	479
负债股东权益合计	3,790	3,999	4,080	4,185	4,383	4,621

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.231	0.096	0.078	0.092	0.101	0.105
每股净资产	6.828	3.398	3.479	3.571	3.604	3.579
每股经营现金净流	0.240	0.240	0.007	-0.172	0.020	-0.007
每股股利	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	3.38%	2.82%	2.25%	2.58%	2.80%	2.93%
总资产收益率	1.94%	1.53%	1.22%	1.41%	1.47%	1.45%
投入资本收益率	2.45%	1.13%	0.95%	1.46%	1.59%	1.76%
增长率						
主营业务收入增长率	11.17%	-5.49%	14.71%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT 增长率	-0.03%	-51.05%	-16.21%	62.30%	11.35%	11.23%
净利润增长率	29.51%	-16.81%	-18.48%	18.02%	9.44%	3.74%
总资产增长率	33.39%	5.52%	2.01%	2.60%	4.71%	5.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	149.5	156.0	140.0	145.0	145.0	145.0
存货周转天数	166.8	191.3	183.0	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	126.4	140.5	128.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	210.7	219.1	182.4	141.7	108.9	82.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.32%	-39.53%	-36.51%	-33.37%	-31.60%	-31.12%
EBIT 利息保障倍数	44.4	-6.9	-2.3	13.7	6.9	6.4
资产负债率	30.98%	34.49%	34.45%	34.53%	36.82%	40.22%

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
2	2016-08-04	买入	23.90	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认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