

航空动力 (600893)

增持/ 维持评级

股价: RMB29.03

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号: S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

联系人

吴凯

+755-82080067 wukaiyjs@lhqz.com

步入高速增长

—2009 年报点评

- 2009 经营状况及利润分配:** 2009 年公司实现营业收入 51.3 亿元, 同比增长 22.96%, 公司主营业务三大板块中, 航空发动机及其衍生产品同比增长 24.15%, 外贸转包同比减少 15.98%, 非航空产品同比增长 135.72%。归属母公司净利润 1.55 亿元, 同比增长 31.27%, 基本每股收益为 0.35 元(对应新股本为 0.28 元), 与我们预期一致。09 年公司拟以每 10 股派发 0.8 元现金(含税)。
- 防务产品是盈利关键:** 防务产品增长主要是受益于“秦岭”发动机整机以及“太行”发动机零部件需求的增加。该业务占公司主营收入和毛利的 59.9% 和 72.2%, 是公司最主要利润来源。航空零部件转包业务下降主要是因金融危机影响, 各大航空制造业推迟了采购, 该项业务占公司收入和毛利的 20% 左右。民品业务是公司的有益补充。
- 盈利能力将持续、稳定增长:** 国际形势的变化以及我国经济的快速增长, 都对我国国防装备提出了新的要求, 装备需求的扩大保障了公司产品市场的稳定性。航空发动机衍生产品 QD280/QC280 燃气轮机也随着国民经济和综合国力的不断增强保持稳步增长。通过有效利用我国民机的巨额采购需求、成本优势以及日益完善的加工制造方面的竞争优势, 公司航空发动机零部件外贸转包市场仍将保持进一步扩大的趋势。防务产品、航空零部件外贸转包、非航空民品三项业务将保证公司盈利能力持续、稳定增长。
- 2010 年资产注入有望取得突破性进展:** 新中航工业集团成立之初, 就承诺以公司作为防务产品主机的资产运作平台, 在三年之内要实现对其旗下相关资产的整合。目前中航工业下属主要发动机资产包括沈阳黎明、贵州黎阳等。我们认为, 如果以当时中航工业承诺时限计算, 最迟到 2011 年将完成对相关资产的整合。
- 盈利预测与估值:** 基于对公司长期发展前景的乐观预期, 我们调高盈利预测, 2010 年~2012 年的收入分别为 58.2、71.2 和 90.8 亿元, 对应每股收益分别为 0.42、0.56 和 0.81 元, 对应当前股价的 PE 分别为 69.5、43.7 和 30.3 倍。维持“增持”投资评级。

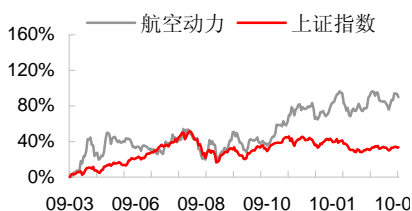
相关研究

《航空动力: 一体两翼, 腾飞在即》(091101)

基础数据

总股本(百万股)	545
流通 A 股(百万股)	146
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	4252

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

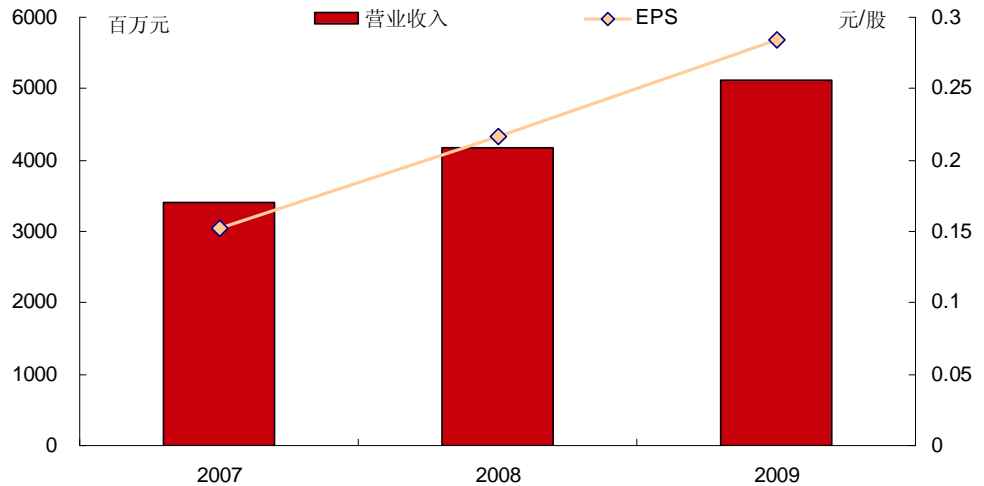
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5125.8	5819.0	7119.0	9081.8
(+/-%)	23.0	13.5	22.3	27.6
归属母公司净利润(百万元)	154.8	227.6	361.8	522.8
(+/-%)	31.3	47.0	59.0	44.5
EPS(元)	0.28	0.42	0.66	0.96
P/E(倍)	102.14	69.50	43.71	30.25

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2009 经营状况

2009 年公司实现营业收入 51.3 亿元，同比增长 22.96%，公司主营业务三大版块中，航空发动机及其衍生产品同比增长 24.15%，外贸转包同比减少 15.98%，非航空产品同比增长 135.72%。归属母公司净利润 1.55 亿元，同比增长 31.27%，基本每股收益为 0.35 元（对应新股本为 0.28 元）。

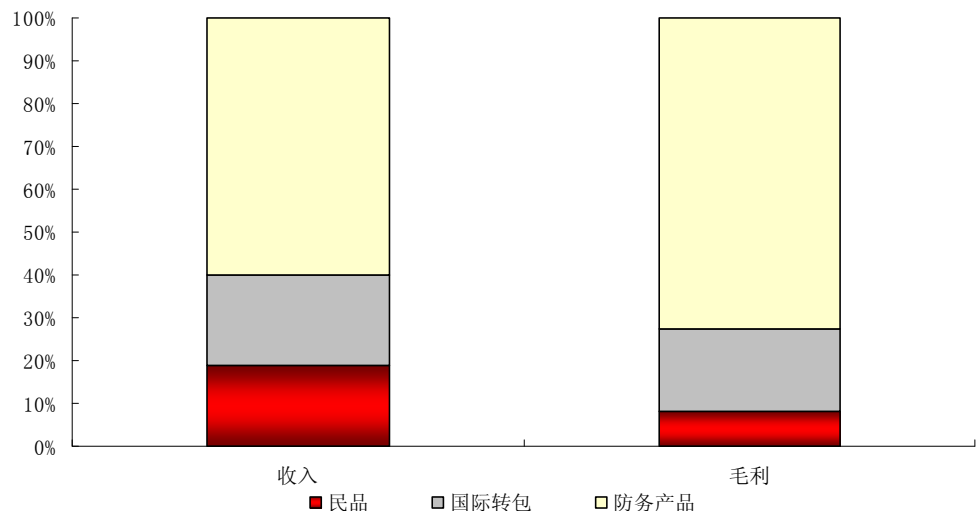
图 1、公司近年营业收入及 EPS（百万元，元/股）



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

防务产品增长主要是受益于“秦岭”发动机整机以及“太行”发动机零部件需求的增加。该业务占公司主营收入和毛利的 59.9% 和 72.2%，是公司最主要利润来源。航空零部件转包业务下降主要是因金融危机影响，各大航空制造业推迟了采购，该项业务占公司收入和毛利的 20% 左右。

图 2、09 年公司各项业务收入及毛利占比 (%)

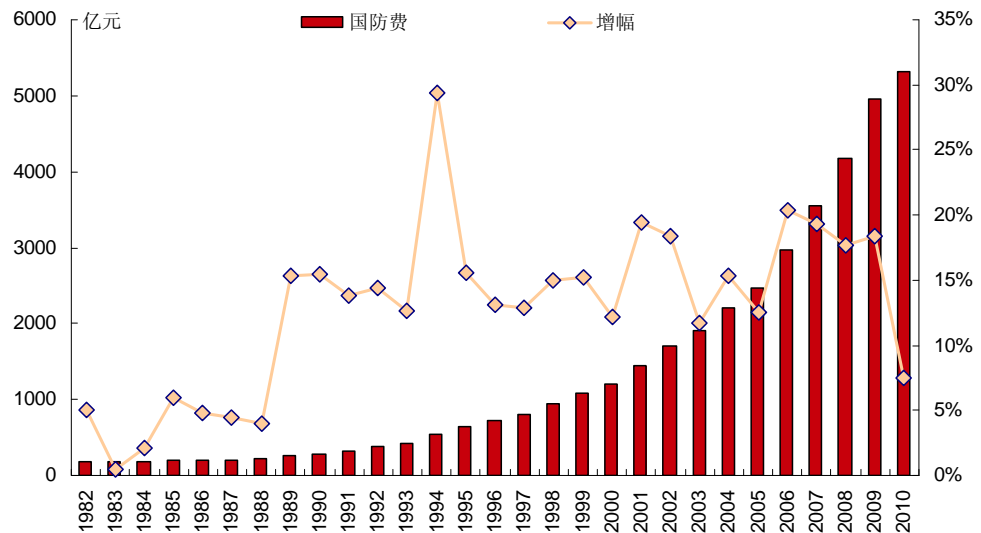


数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利能力将持续、稳定增长

国际形势的变化以及我国经济的快速增长，都对我国国防装备提出了新的要求，装备需求的扩大保障了公司产品市场的稳定性。航空发动机衍生产品 QD280/QC280 燃气轮机也随着国民经济和综合国力的不断增强保持稳步增长。

图 3、我国国防费用及增速（亿元，%）



数据来源：国防部，华泰联合证券研究所

根据《汉和防务评论》介绍，目前我国歼-7、歼-8 等二代战机仍有 1500 余架，而歼-10 及歼-11 等三代机仅数百架，随着二代机逐渐进入退役高峰期，三代战机的需求将会明显增加，这将加大对“太行”发动机的需求。

假设未来我国三代战机中单发动机的歼-10 和双发动机的歼-11 各占一半，每架歼-10 配备 1.5 台发动机（0.5 台为备用），每架歼-11 配备 3 台发动机（1 台为备用），单台发动机售价 2300 万元（国际均价 338 万美元乘以汇率 6.8）计算，未来每年仅“太行”发动机的年市场容量大约在 12~31 亿元。

表 1、国外主要三代发动机型号及售价（万美元）

发动机型号	售价	装配飞机
F100-PW-100	310	F-15A/B
F100-PW-200	340	F-16A/B
F110-GE-100	340	F16C/D
F110-GE-400	370	F-14B/F
AL-31-FN	330	歼 10
均值	338	

数据来源：汉和防务评论，联合证券研究所

注：以上数据仅供参考

表 2、“太行”发动机需求预测（亿元）

战机需求量/架	1200			1500		
	40%	50%	60%	40%	50%	60%
国产发动机占比	40%	50%	60%	40%	50%	60%
发动机需求量/台	1080	1350	1620	1350	1688	2025
市场总容量	248	311	373	311	388	466
分 15 年列装，年市场容量	16.6	20.7	24.8	20.7	25.9	31.1
分 20 年列装，年市场容量	12.4	15.5	18.6	15.5	19.4	23.3

数据来源：联合证券研究所

通过有效利用我国民机的巨额采购需求、成本优势以及日益完善的加工制造方面的竞争优势，公司航空发动机零部件外贸转包市场仍将保持进一步扩大的趋势。随着经济的企稳回升，国外航空制造业巨头逐步加大了采购，09 年公司新增订单已经超过 4 亿美金，创历史新高。

盈利预测与估值

新中航工业集团成立之初，就承诺以公司作为防务产品主机的资产运作平台，在三年之内要实现对其旗下相关资产的整合。目前中航工业下属主要发动机资产包括沈阳黎明、贵州黎阳等。我们认为，如果以当时中航工业承诺时限计算，最迟到 2011 年将完成对相关资产的整合。

基于对公司长期发展前景的乐观预期，我们调高盈利预测，2010 年~2012 年的收入分别为 58.2、71.2 和 90.8 亿元，对应每股收益分别为 0.42、0.56 和 0.81 元，对应当前股价的 PE 分别为 69.5、43.7 和 30.3 倍。维持“增持”投资评级。

风险提示

防务产品市场的需求是根据国家防务政策的调整而变动，对目前公司防务产品销售比例较大的产品结构来说，存在有较大的政策性风险。

盈利预测

资产负债表	单位: 百万元				利润表	单位: 百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6984	8413	11350	12780	营业收入	5126	5819	7119	9082
现金	2725	2743	4737	4891	营业成本	4387	4921	5950	7539
应收账款	1239	1131	1277	1584	营业税金及附加	5	6	7	10
其他应收款	148	169	207	264	营业费用	57	76	88	115
预付账款	206	344	357	377	管理费用	315	367	456	590
存货	2415	3789	4462	5277	财务费用	168	174	174	184
其他流动资产	251	237	310	387	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	2516	2509	2556	2595	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	49	0	0	0	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	1919	1943	1970	1994	营业利润	182	275	444	644
无形资产	477	477	477	477	营业外收入	15	13	13	13
其他非流动资产	72	90	109	124	营业外支出	4	7	7	7
资产总计	9500	10923	13906	15375	利润总额	193	281	450	651
流动负债	4503	5608	6165	7149	所得税	29	37	63	91
短期借款	1914	1600	1800	2000	净利润	164	244	387	560
应付账款	817	1722	1844	2111	少数股东损益	9	17	25	37
其他流动负债	1773	2286	2521	3038	归属母公司净利润	155	228	362	523
非流动负债	1283	1399	1499	1549	EBITDA	559	690	891	1139
长期借款	1229	1399	1499	1549	EPS (元)	0.28	0.42	0.56	0.81
其他非流动负债	54	0	0	0					
负债合计	5786	7007	7664	8698	主要财务比率				
少数股东权益	85	102	127	164		2009	2010E	2011E	2012E
股本	545	545	647	647	成长能力				
资本公积	2933	2933	4830	4830	营业收入	23.0%	13.5%	22.3%	27.6%
留存收益	152	336	637	1035	营业利润	24.2%	51.1%	61.2%	45.2%
归属母公司股东权益	3629	3813	6114	6512	归属于母公司净利润	31.3%	47.0%	59.0%	44.5%
负债和股东权益	9500	10923	13906	15375	获利能力				
					毛利率(%)	14.4%	15.4%	16.4%	17.0%
现金流量表					净利率(%)	3.0%	3.9%	5.1%	5.8%
					ROE(%)	4.3%	6.0%	5.9%	8.0%
					ROIC(%)	7.0%	9.4%	11.1%	13.4%
经营活动现金流	331	812	248	563	偿债能力				
净利润	164	244	387	560	资产负债率(%)	60.9%	64.2%	55.1%	56.6%
折旧摊销	208	241	274	311	净负债比率(%)	57.77%	42.80%	43.04%	40.80%
财务费用	168	174	174	184	流动比率	1.55	1.50	1.84	1.79
投资损失	2	0	0	0	速动比率	1.01	0.82	1.12	1.05
营运资金变动	-222	191	-586	-493	营运能力				
其他经营现金流	11	-38	0	1	总资产周转率	0.63	0.57	0.57	0.62
投资活动现金流	-548	-231	-320	-350	应收账款周转率	5	5	6	6
资本支出	547	280	320	350	应付账款周转率	4.95	3.88	3.34	3.81
长期投资	-1	-49	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.42	0.66	0.96
筹资活动现金流	2004	-563	2065	-59	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.49	0.46	1.03
短期借款	368	-314	200	200	每股净资产(最新摊薄)	6.66	7.00	11.22	11.95
长期借款	-92	170	100	50	估值比率				
普通股增加	102	0	102	0	P/E	102.14	69.50	43.71	30.25
资本公积增加	1900	0	1898	0	P/B	4.36	4.15	2.59	2.43
其他筹资现金流	-276	-419	-235	-309	EV/EBITDA	29	24	18	14
现金净增加额	1789	18	1994	154					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com