

12个月目标价	34.40元
目前价格	29.22元
投资评级	买入

研究员：帅再先  
 执业证书编号：S0640200010010  
 电话：010-84802005  
 E-mail:zxshuai@263.net  
 报告日期：2010.03.25

### 基础数据

航空航天指数	5607.14
总股本(亿股)	5.45
流通A股(亿股)	1.46
总市值(亿元)	159.19
流通A股市值(亿元)	42.80
净资产收益率	4.27%
资产负债率	60.90%
动态市盈率	33.98
动态市净率	2.44

### 公司股价走势



资料来源：wind

### 要点:

- 航空发动机及衍生品业务快速增长。2009年公司航空发动机及衍生品业务收入303205.60万元，同比增长22.96%。2009年公司新品研制收入近3亿元，公司航空发动机业务毛利率下降2个多百分点，导致与2008年相比毛利略有下降。我们认为，我国国防需求持续增长，公司航空发动机业务仍将保持20%以上增长。
- 外贸转包业务受到金融危机冲击。2009年外贸转包收入下降15.98%，而毛利则下降32.43%。然而2009年新增外贸转包订单4亿多美元，我们认为2010年公司外贸转包回到快速增长之途。
- 非航空品业务收入急剧增长。公司制定《非航空品发展纲要》，确立了非航空品业务战略地位。2009年非航空品业务收入达到95334万元，急剧增长135.72%，是公司2009年收入增长的主要原因之一。
- 非公开增发股票成功实施将改善公司财务状况。募集资金到位大大地降低公司资产负债率，2009年末仅为60.90%，公司以暂时闲置募集资金用于补充流动资金，减轻财务费用。募集资金到位后，公司流动性得到提高，2009年末货币资金占总资产比例达到28.68%。
- 公司强化管理提升盈利能力。公司在营业收入大幅提高同时，各项期间费用却大大降低。公司销售费用降低1366.36万元，管理费用降低2564.03万元，大大提高公司盈利能力。我们估计2010年公司期间费用率仍将下降。
- 增发成功实施奠定未来快速增长基础。航空零部件转包生产线技术改造项目已基本完成。航空发动机零部件生产能力项目、QD280/QC280燃气轮机生产能力建设项目将在2011年末或者2012年初量产。估计2012年公司营业收入大幅增长。
- 我们预测公司2010年~2012年每股收益分别是0.47元、0.60元及0.86元。公司未来三年每股收益复合增长率35.0%。考虑到公司作为中航工业航空发动机整合平台，按照40倍市盈率进行估值，公司合理价格34.40元，维持买入评级。

### 江南金融研究所:

联系人：邝野、毛艳琼  
 联系电话：0755-83778731  
 地址：深圳市深南中路68号航空大厦2902室  
 (518031)  
 相关报告

1. 做国际知名航空制造业“动力心” 08/11/17
2. 此次定向增发是为更好地整合 09/06/18

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5126	6167	7589	9948
增长率	23.0%	20.3%	23.1%	31.1%
归属母公司净利润(百万元)	155	254	329	471
增长率	31.3%	63.87%	29.53%	43.16%
每股收益(元)	0.35	0.47	0.60	0.86
增长率	-14.63%	34.29%	27.66%	43.33%
市盈率	83.48	62.17	48.70	33.98
市净率	4.39	2.77	2.63	2.44

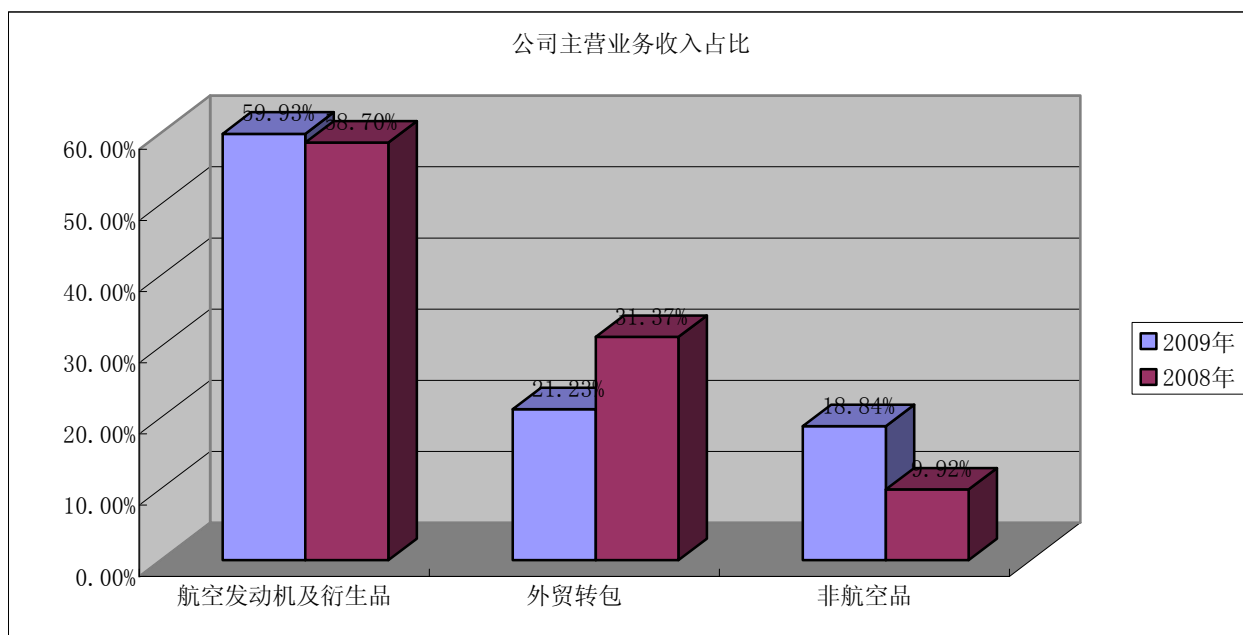
## 一. 航空发动机及衍生品与非航空民品业务快速增长

2009年公司营业收入512584万元，同比增长22.96%，主要得益于航空发动机及衍生品与非航空民品的快速增长。三代机换装推动航空发动机需求，使得航空发动机及衍生品业务快速增长，达到303206万元，同比增长26.74%。公司2009年归属上市公司股东净利润15484万元，同比增长31.27%。

2009年公司制定《非航空品发展纲要》，确立了非航空品业务战略地位。2009年非航空品业务收入达到95334万元，增加54889.90万元，急剧增长135.72%，对公司营业收入增长贡献57.35%，但是由于毛利率仅6.22%，非航空品毛利与2008年同期持平。我们预计2010年非航品毛利率将有所上升。

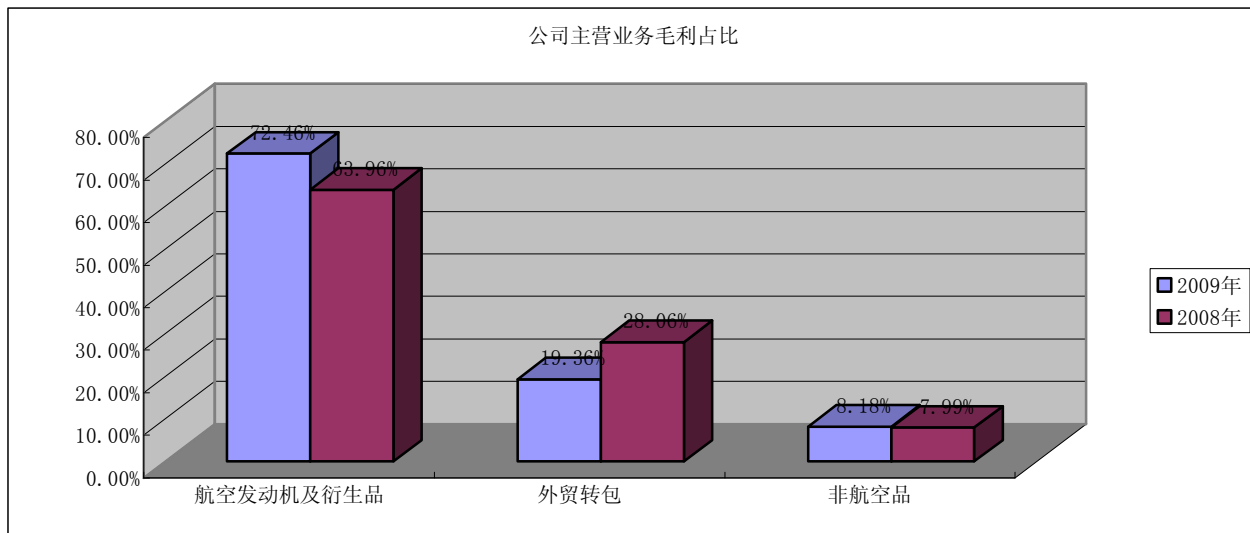
2009年外贸转包业务受到金融危机不利影响。2009年公司外贸转包业务收入107431.50万元，比2008年同期减少15.98%。随着全球经济复苏，公司外贸转包新突破，2009年新增订单4亿多美元，其中公司与普惠签订长期供货协议，合同金额8543万美元，涉及航空发动机41种盘类零件。我们预计公司外贸转包业务回到快速增长之途。

图1 公司主营业务收入占比



数据来源：公司年报，江南金融研究所

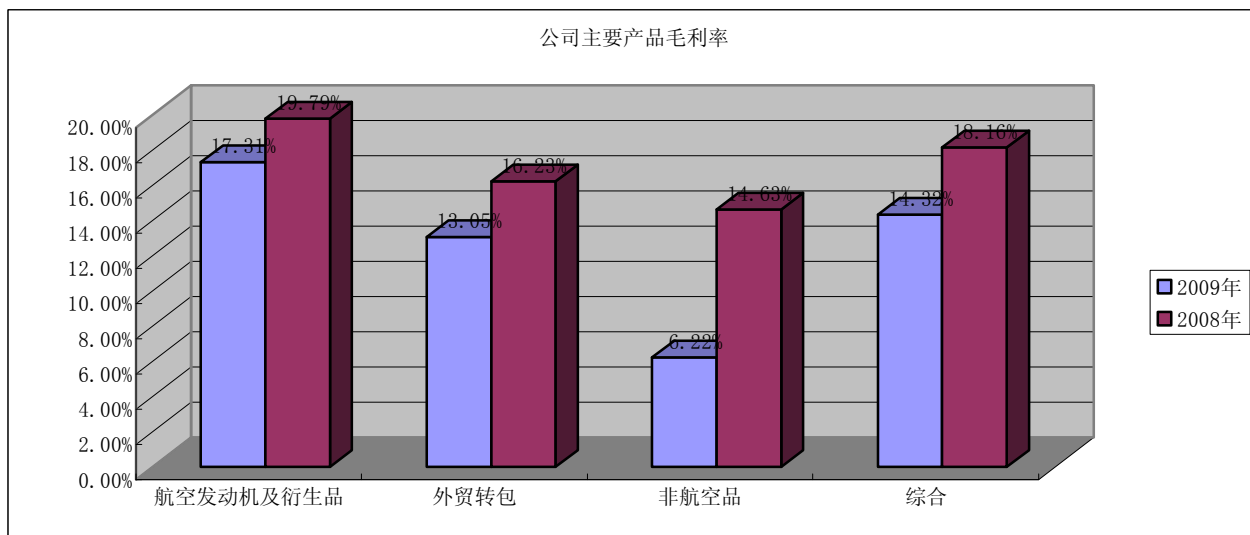
图2 公司主营业务毛利占比



数据来源：公司年报，江南金融研究所

与2008年相比，公司主要产品毛利率略有下降。航空发动机及衍生品毛利率下降主要原因是新品研制收入较大，按照公司《关联交易协议》的披露，2010年公司军品新品研制收入3亿元，与2009年基本持平。考虑到原材料钛、铜等价格涨跌互现，我们估计航空发动机及衍生品业务毛利率保持稳定。而外贸转包业务毛利率将略有上升。

图3 公司主要产品毛利率



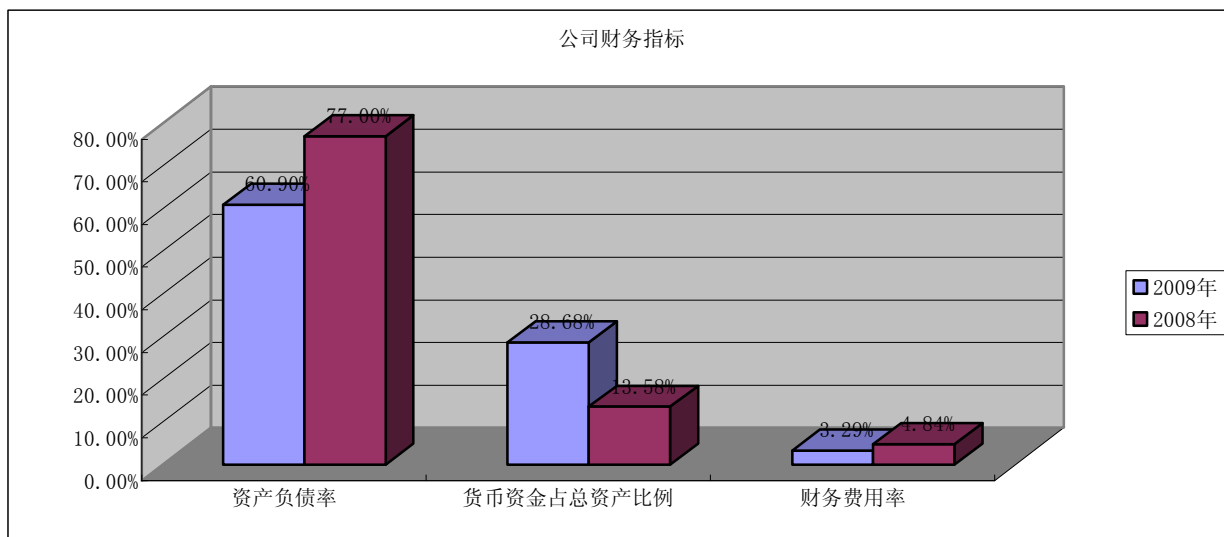
数据来源：公司年报，江南金融研究所

## 二. 成功增发改善公司财务状况

增发成功实施改善公司财务状况。一方面，极大地降低公司资产负债率，减轻财务负担。与2008

年相比，2009年财务费用下降3329.13万元。公司以暂时闲置的76000万元暂时用于补充流动资金，时间2010年1月20日到2010年7月19日，估计节省财务费用1500万元。另一方面，改善公司现金流状况。2009年末公司货币资金272498.53万元，比2008年末增加178869.71万元。货币资金占总资产比例达到28.68%。

图4 公司财务指标



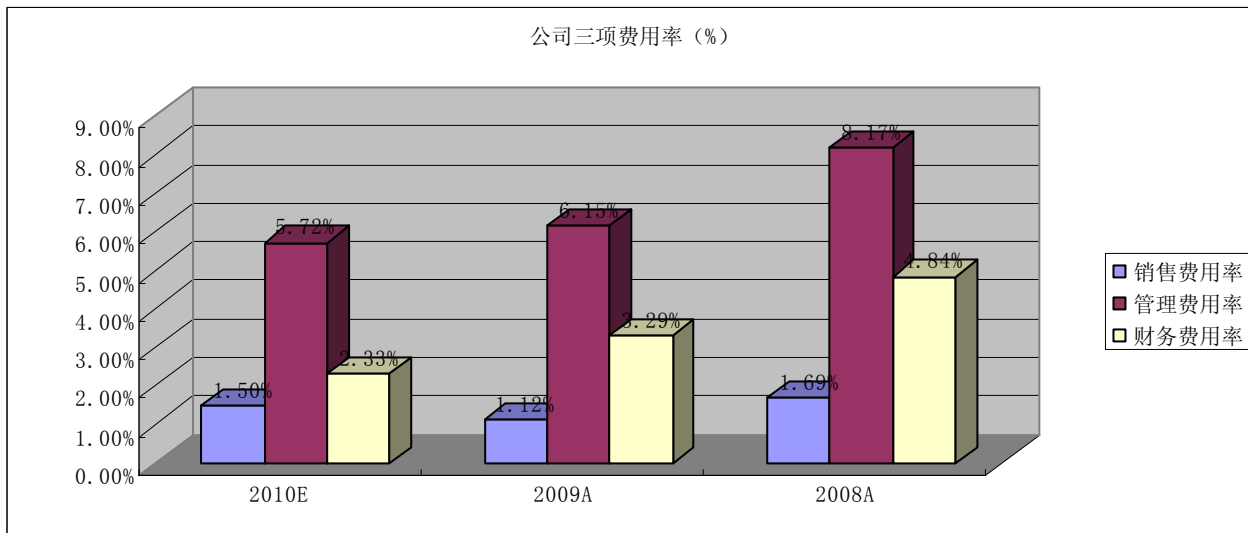
数据来源：公司年报，江南金融研究所

### 三. 公司强化管理提升盈利能力

公司一直注重加强管理，采用六西格、玛精益制造等先进管理方法。2009年公司以“保增长、降成本”为核心，以“成本管理”为重点，消除浪费、降低成本、缩短周期，在各生产单位开展了低成本运营活动，结合单位的生产规模、工艺、成本构成等特点，寻求降低成本的途径和突破点。

2009年公司营业收入大幅提高22.96%，而各项期间费用却降低了。与2008年相比，公司销售费用降低1366.36万元，管理费用降低2564.03万元，大大提高公司盈利能力。我们预计2010年公司期间费用率仍将下降。

图5 公司三项费用率



数据来源：公司年报，江南金融研究所

#### 四. 增发成功实施奠定未来快速增长基础

按照公司计划，航空零部件转包生产线技术改造项目2010年投入47000万元，该项目先期借款实施，目前基本完成，只需将银行贷款与募集资金置换。

我们初步估计，四个募集资金项目量产后，新增销售收入25亿元，按照20%毛利率计算，新增毛利达到5亿元。按照公司募集资金实施计划，我们判断，航空发动机零部件生产能力项目、QD280/QC280燃气轮机生产能力建设项目将在2011年末或者2012年初量产。斯特林太阳能发动机项目进展较快，但是目前仍没有小批量生产。估计2012年公司营业收入大幅增长。

表1 公司募集资金计划投入情况

	募集资金拟投入金额	2010年计划投入金额
航空发动机零部件生产能力项目	48943	11000
航空零部件转包生产线技术改造项目	47000	47000
QD280/QC280燃气轮机生产能力建设项目	49958	9600
斯特林太阳能发动机项目	9700	4000

资料来源：公司年报

#### 五. 盈利预测与估值

我们预测公司2010年~2012年每股收益分别是0.47元、0.60元及0.86元。公司未来三年每股收益复合增长率35%。公司作为中航工业唯一完整的航空发动机整机上市公司，为中航工业航空发动机整合平台。我们认为，可以对公司按照40倍市盈率进行估值，公司合理价格34.40元，维持买入评级。

资产负债表 (单位:百万元)

利润表 (单位:百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	6984	7406	8426	9855	<b>营业收入</b>	5126	6167	7589	9948
现金	2725	3109	2726	2514	营业成本	4387	5280	6508	8490
应收账款	1239	1136	1546	2025	营业税金及附加	5	6	8	10
其他应收款	148	197	231	305	营业费用	57	80	114	129
预付账款	206	0	0	0	管理费用	315	353	395	497
存货	2415	2738	3630	4616	财务费用	168	144	177	232
其他流动资产	251	225	293	395	资产减值损失	9	9	9	9
<b>非流动资产</b>	2516	3076	2847	2627	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	2591	2423	2247	<b>营业利润</b>	182	295	379	541
无形资产	477	437	401	364	营业外收入	15	0	0	0
其他非流动资产	72	48	22	16	营业外支出	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	9500	10483	11273	12481	<b>利润总额</b>	193	295	379	541
<b>流动负债</b>	4503	3396	3867	4565	所得税	29	30	38	54
短期借款	1914	1526	1659	1657	<b>净利润</b>	164	265	341	487
应付账款	817	1149	1348	1789	少数股东损益	9	11	13	16
其他流动负债	1773	721	861	1120	<b>归属母公司净利润</b>	155	254	329	471
<b>非流动负债</b>	1283	1229	1229	1229	<b>EBITDA</b>	559	634	776	1034
长期借款	1229	1229	1229	1229	<b>EPS (元)</b>	0.35	0.47	0.60	0.86
其他非流动负债	54	0	0	0					
<b>负债合计</b>	5786	4625	5096	5795	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	85	104	129	169	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	545	545	545	545	<b>成长能力</b>				
资本公积	2933	4830	4830	4830	营业收入	23.0%	20.3%	23.1%	31.1%
留存收益	152	378	672	1143	营业利润	24.2%	62.08%	28.47%	42.74%
归属母公司股东权益	3629	5753	6047	6518	归属于母公司净利润	31.3%	63.87%	29.53%	43.16%
<b>负债和股东权益</b>	9500	10483	11273	12481	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	14.4%	14.4%	14.2%	14.7%
					净利率 (%)	3.1%	4.3%	4.5%	4.9%
<b>现金流量表 (单位:百万元)</b>					ROE (%)	4.3%	4.7%	6.2%	8.9%
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROIC (%)	7.0%	7.2%	7.9%	10.4%
<b>经营活动现金流</b>	331	-14	-324	23	<b>偿债能力</b>				
净利润	164	289	400	623	资产负债率 (%)	60.9%	44.1%	45.2%	46.4%
折旧摊销	208	195	220	222	净负债比率 (%)	57.77%	59.57%	56.66%	49.81%
财务费用	168	118	111	120	流动比率	1.55	2.18	2.18	2.16
投资损失	2	0	0	0	速动比率	1.01	1.36	1.23	1.13
营运资金变动	-222	-610	-1079	-955	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	11	-5	23	13	总资产周转率	0.63	0.62	0.70	0.84
<b>投资活动现金流</b>	-548	-749	-0	-0	应收账款周转率	5	5	6	6
资本支出	547	798	0	0					

长期投资	-1	-49	0	0	应付账款周转率	4.95	5.37	5.21	5.41
其他投资现金流	-1	0	-0	-0	每股指标 (元)				
<b>筹资活动现金流</b>	2004	1147	-60	-235	每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.47	0.60	0.86
短期借款	368	-387	132	-2	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	-0.03	-0.59	0.04
长期借款	-92	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	6.66	10.56	11.10	11.96
普通股增加	102	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1900	1898	0	0	P/E	83.48	62.17	48.70	33.98
其他筹资现金流	-276	-363	-192	-233	P/B	4.39	2.77	2.63	2.44
<b>现金净增加额</b>	1789	384	-384	-212	EV/EBITDA	30	26	21	16

## 分析师简介

帅再先，SAC 执业证书号：S0640200010010，中央财经大学国际金融学硕士。2000 年 8 月进入湘财证券研发中心，从事石化行业研究。2002 年 6 月进入江南金融研究所，目前任首席研究员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考

## 免责条款：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。