

航空动力 (600893.SH)

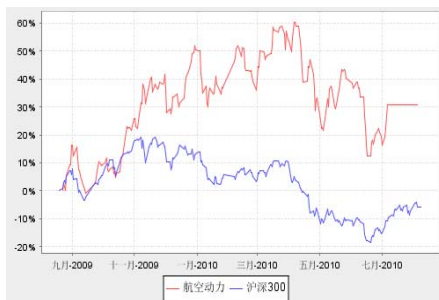
评级: 持有 **前次:**
目标价 (元): 25-30
 分析师: 李将军
 S0740208020083
 0531-81776392
 lijyjs@qlzq.com.cn
 2010年8月24日

拟注入资产的盈利能力是关键

基本状况

总股本(百万股)	544.79
流通股本(百万股)	147.31
市价(元)	25.81
市值(百万元)	14060.94
流通市值(百万元)	3802.12

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	4,168.68	5,125.84	5,860.00	6,660.00	7,588.00
营业收入增速	22.53%	22.96%	14.32%	13.65%	13.93%
净利润增长率	42.64%	31.27%	41.18%	25.50%	18.86%
摊薄每股收益 (元)	0.27	0.28	0.40	0.50	0.60
前次预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	0.00	91.44	64.32	51.25	43.12
PEG	0.00	2.92	1.56	2.01	2.29
每股净资产 (元)	3.41	6.66	6.98	7.49	8.09
每股现金流量	0.74	0.61	1.41	0.96	0.91
净资产收益率	7.81%	4.27%	5.75%	6.73%	7.40%
市净率	0.00	3.90	3.70	3.45	3.19
总股本 (百万股)	442.34	544.79	544.79	544.79	544.79

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 在我国航空工业整合的版图中，航空动力是重要的发动机整合平台。
 - 在 2008 年和 2009 年，经过一系列的资本运作，公司成功注入了西航集团旗下的航空发动机（含衍生产品）批量制造、航空发动机零部件外贸转包、非航空产品生产等核心资产，从而成为西航集团旗下的航空发动机相关业务的资本运作平台；
 - 本次重组，拟将西航集团旗下的航空发动机科研总装、试车业务等相关资产注入上市公司，从而实现西航航空发动机业务的整体上市。同时，拟将贵州黎阳航空动力及株洲南方公司的航空发动机相关资产注入上市公司。
 - 本次重组完成后，我国航空工业版图中六家主要的航空发动机制造企业中的三家（西航、贵州黎阳、株洲南方）将会进入航空动力，从而进一步巩固公司在航空发动机制造领域的行业地位。
- 整体来看，拟注入的资产表现出业绩不突出、不稳定的特征，暂不能作为估值的依据。
- 航空发动机号称“工业之花”，是航空工业领域的重心所在。暂不考虑增发，我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元，鉴于公司是我国航空发动机制造领域重要的整合平台，我们给予其 2011 年 EPS50~60 倍 PE，对应目标股价区间为 25~30 元。

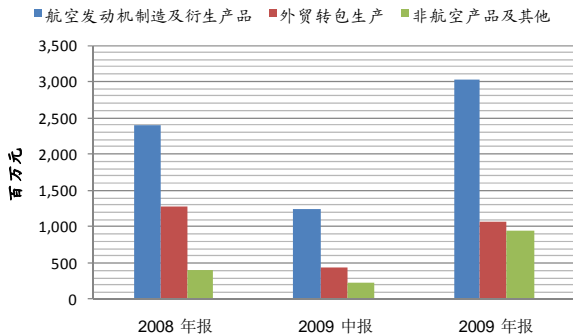
事件:

- 航空动力 (600893.SH) 于 2010 年 8 月 23 日公告了资产整合预案，拟注入的资产为西航集团拥有的与航空发动机业务有关的资产和负债、株洲南方公司 100% 股权、贵州黎阳航空动力 100% 股权和深圳三叶公司 80% 股权，预估值为 4,120 百万元（待评估），发行价格初定为 23.93 元/股，预计发行数量为 175 百万股。

公司目前业务由“三驾马车”拉动

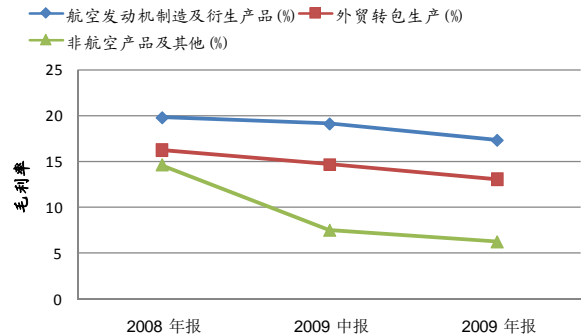
- 西航集团旗下的航空发动机（含衍生产品）批量制造、航空发动机零部件外贸转包、非航空产品生产等“三驾马车”拉动公司业务成长。

图表 1: 目前“三驾马车”拉动公司业务成长



来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 航空发动机相关产品毛利率最高



来源: 齐鲁证券研究所

拟注入资产业绩并不突出

- 拟注入的资产，整体表现出业绩不突出、不稳定的特征。

图表 3: 拟注入资产业绩一览

项目	2008 年	2009 年	2010 年上半年
南方公司营业收入 (100%)	1,682.02	1,998.54	720.98
南方公司净利润 (100%)	12.94	53.41	4.24
黎阳航空动力营业收入 (100%)	879.87	1,328.21	761.94
黎阳航空动力净利润 (100%)	-154.71	21.16	-18.21
三叶公司营业收入 (80%)	57.82	53.16	27.51
三叶公司净利润 (80%)	13.03	13.16	6.74
营业收入合计 (百万元)	2,619.71	3,379.91	1,510.43
净利润合计 (百万元)	-128.74	87.73	-7.23

来源: 齐鲁证券研究所

- 西航集团拟注入的资产主要为航空发动机科研业务（包括试车、总装）及技改项目相关的资产，无法单独核算业绩；
- 南方公司是我国中小型及微型航空发动机研制与生产基地，目前生产涡浆、涡轴、涡扇、活塞、辅助动力装置 5 大类别 10 余个型号产品，拟注入其 100% 股权；
- 黎阳航空动力为以贵州黎阳机械厂为主体改制而成的公司，将继承黎阳公司航空发动机及其衍生产品的资产及业务，拟注入其 100%

- 股权;
- 三叶公司主要定位于运动型航空模型发动机的研制、生产和销售，拟注入其 80% 股权。

业绩预测与估值

- 对于拟注入的资产，由于整体表现出业绩不突出、不稳定的特征，并且数据没有经过审计，我们很难用其来作为估值依据。

图表 4: 公司营业收入预测 (暂不考虑增发)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
航空发动机制造及衍生产品					
销售收入 (百万元)	2392.33	3032.06	3320	3700	4100
增长率 (YOY)	—	26.74%	9.50%	11.45%	10.81%
毛利率	19.78%	17.31%	17.80%	18.00%	18.20%
外贸转包生产					
销售收入 (百万元)	1278.66	1074.31	1180	1300	1460
增长率 (YOY)	—	-15.98%	9.84%	10.17%	12.31%
毛利率	16.23%	13.05%	13.50%	14.00%	14.10%
非航空产品及其他					
销售收入 (百万元)	404.44	953.34	1360	1660	2028
增长率 (YOY)	—	135.72%	42.66%	22.06%	22.17%
毛利率	14.63%	6.22%	7.00%	7.10%	7.30%
销售收入合计 (百万元)	4075.43	5059.71	5860	6660	7588
综合毛利率	18.16%	14.32%	14.43%	14.50%	14.50%

来源: 齐鲁证券研究所

- 航空发动机号称“工业之花”，是技术水平最高、涉及理论最深、整体结构最复杂的工业产品，因此，是航空工业领域的重心所在。
- 暂不考虑增发，我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元，鉴于公司是我国航空发动机制造领域唯一的整合平台，我们给予其 2011 年 EPS50~60 倍 PE，对应股价区间为 25~30 元。

附录 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	3,402	4,169	5,126	5,860	6,660	7,588	货币资金	437	936	2,725	3,110	3,258	3,460
增长率	186.50%	22.5%	23.0%	14.3%	13.7%	13.9%	应收款项	843	997	1,638	1,574	1,790	2,050
营业成本	-2,800	-3,407	-4,387	-5,015	-5,694	-6,488	存货	1,662	2,355	2,415	2,734	3,120	3,573
% 销售收入	82.3%	81.7%	85.6%	85.6%	85.5%	85.5%	其他流动资产	184	150	206	231	268	305
毛利	602	761	739	845	966	1,100	流动资产	3,125	4,438	6,984	7,648	8,436	9,388
% 销售收入	17.7%	18.3%	14.4%	14.4%	14.5%	14.5%	% 总资产	57.4%	64.4%	73.5%	75.2%	77.2%	79.6%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-6	-7	-8	长期投资	49	50	49	49	49	49
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	1,748	1,898	1,982	2,014	2,002	1,946
营业费用	-59	-71	-57	-65	-75	-85	% 总资产	32.1%	27.5%	20.9%	19.8%	18.3%	16.5%
% 销售收入	1.7%	1.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	515	504	479	459	431	405
管理费用	-311	-341	-315	-352	-400	-455	非流动资产	2,318	2,458	2,516	2,529	2,488	2,407
% 销售收入	9.1%	8.2%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	% 总资产	42.6%	35.6%	26.5%	24.8%	22.8%	20.4%
息税前利润 (EBIT)	229	346	361	423	485	552	资产总计	5,444	6,896	9,500	10,177	10,924	11,795
% 销售收入	6.7%	8.3%	7.0%	7.2%	7.3%	7.3%	短期借款	1,263	1,545	2,114	2,114	2,114	2,114
财务费用	-136	-202	-168	-151	-150	-150	应付款项	1,749	2,343	2,304	2,742	3,234	3,749
% 销售收入	4.0%	4.8%	3.3%	2.6%	2.3%	2.0%	其他流动负债	80	85	85	133	95	101
资产减值损失	-2	2	-9	-12	-4	-7	流动负债	3,092	3,974	4,503	4,989	5,442	5,964
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,115	1,321	1,229	1,229	1,229	1,229
投资收益	4	1	-2	2	2	2	其他长期负债	0	14	54	54	54	54
% 税前利润	4.5%	0.8%	—	0.7%	0.6%	0.5%	负债	4,208	5,309	5,786	6,272	6,725	7,247
营业利润	95	147	182	262	333	398	普通股股东权益	0	1,510	3,629	3,804	4,079	4,405
营业利润率	2.8%	3.5%	3.6%	4.5%	5.0%	5.2%	少数股东权益	65	77	85	101	120	144
营业外收支	5	-3	11	13	13	13	负债股东权益合计	4,272	6,896	9,500	10,177	10,924	11,795
税前利润	100	144	193	275	346	411	比率分析						
利润率	2.9%	3.5%	3.8%	4.7%	5.2%	5.4%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-7	-14	-29	-41	-52	-62	每股指标						
所得税率	6.9%	9.8%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	—	0.267	0.284	0.401	0.504	0.599
净利润	93	130	164	234	294	349	每股净资产 (元)	—	3.413	6.662	6.983	7.487	8.085
少数股东损益	11	12	9	16	20	23	每股经营现金流 (元)	—	0.744	0.608	1.410	0.958	0.905
归属于母公司的净利润	83	118	155	219	274	326	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.080	0.080	0.000	0.000
净利率	2.4%	2.8%	3.0%	3.7%	4.1%	4.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	—	7.81%	4.27%	5.75%	6.73%	7.40%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	1.94%	1.71%	1.63%	2.15%	2.51%	2.76%
净利润	93	130	164	234	294	349	投入资本收益率	10.89%	8.99%	7.16%	8.79%	9.73%	10.71%
少数股东损益	0	0	0	16	20	23	增长率						
非现金支出	200	248	217	239	233	236	营业总收入增长率	186.50%	22.53%	22.96%	14.32%	13.65%	13.93%
非经营收益	127	211	172	142	142	142	EBIT增长率	242.91%	50.87%	4.57%	17.05%	14.67%	13.86%
营运资金变动	-401	-260	-222	153	-147	-234	净利润增长率	752.11%	42.64%	31.27%	41.18%	25.50%	18.86%
经营活动现金流	19	329	331	784	541	516	总资产增长率	254.99%	61.40%	37.77%	7.12%	7.34%	7.97%
资本开支	456	320	547	227	175	136	资产管理能力						
投资	0	0	-1	0	0	0	应收账款周转天数	35.8	62.6	71.7	72.0	72.0	72.0
其他	0	206	-1	2	2	2	存货周转天数	118.9	215.2	198.4	199.0	200.0	201.0
投资活动现金流	-457	-115	-548	-225	-173	-134	应付账款周转天数	55.0	94.7	73.8	73.0	73.0	73.0
股权募资	0	0	2,003	0	0	0	固定资产周转天数	106.3	151.0	130.8	117.4	98.9	81.8
债权募资	787	503	262	0	0	0	偿债能力						
其他	-196	-218	-259	-158	-200	-157	净负债/股东权益	2993.55%	121.65%	16.63%	5.96%	2.02%	-2.59%
筹资活动现金流	592	286	2,005	-158	-200	-157	EBIT利息保障倍数	1.7	1.7	2.1	2.8	3.2	3.7
现金净流量	154	500	1,789	400	168	225	资产负债率	98.48%	77.00%	60.90%	61.63%	61.56%	61.44%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

- 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%
- 持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501