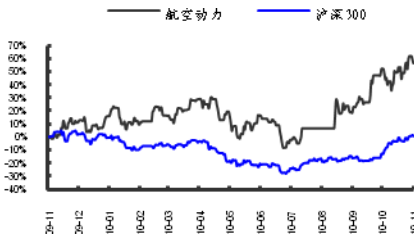


航天军工-航空发动机

首次评级: 买入

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
航空动力	2.9	47.2	56.8
沪深300	15.8	23.6	0.8

市场数据 2010.11.10

当前价格 (元)	37.98
52周价格区间 (元)	21.35-41
总市值 (亿元)	20691.00
流通市值 (亿元)	5594.90
总股本 (万股)	54478.66
流通股 (万股)	14731.19
日均成交额 (百万)	111.73
近一月换手 (%)	102.10

相关报告

分析师

马金良
(执业证书编号: S0350208080555)

联系人

冯胜
电话: 0755-83706284
邮件: fengs@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

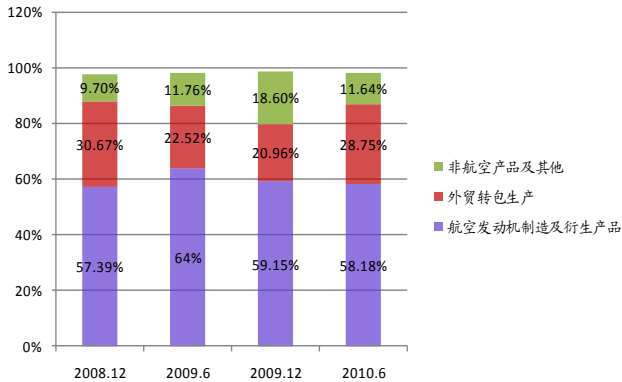
- 三季报增长稳定, 公司前景大好** 公司三季报披露, 7-9月份营业收入为 1406.62 百万元, 同比增长 22.99%; 归属于上市公司股东的净利润为 51.95 百万元, 同比增长 79.59%。公司产品需求稳定, 增长势头正劲。
- 公司航空发动机制造及衍生品业务增长态势明确** 《2008 年中国的国防》白皮书指出, 我国空军适应信息化作战要求, 加快实现由“国土防空”型向“攻防兼备”型转变。我国将大力发展新型战斗机, 加快三代战机列装, 替换大量的二代战机, 这必然加大对航空发动机的需求。公司参与生产的发动机作为我国空军主力机型的配套发动机, 增长态势明确。
- 公司外贸转包业务受益于全球民航运输业复苏** 在全球民航运输业复苏及飞机订单增长的背景下, 世界航空发动机厂商将生产线上的产品逐步向技术相对成熟且生产成本低的地区转移。公司作为中航工业旗下航空发动机零部件外贸转包生产规模最大的企业, 将极大受益。
- 本次资产注入将形成长期利好** 2010年8月20日, 本公司董事会会议审议通过了《关于〈西安航空动力股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案〉的议案》, 本次拟收购资产将丰富公司的航空发动机产品, 完善公司的产业链结构, 为未来新增盈利点埋下伏笔, 形成长期利好。
- 后续可关注热点多** 公司后续看点很多, 包括后续的资产注入, 通用航空的大发展, 大飞机项目以及燃气轮机业务, 这为公司未来发展提供了充分的想象空间。
- 估值分析** 预计 10 年-12 年的每股收益分别为 0.53 元, 0.77 元, 1.02 元, 以 2010 年 11 月 9 日的收盘价计算, 对应的 P/E 值分别为 72、48 和 37 倍。考虑到公司所处行业的高成长性以及后续资产注入的强烈预期, 给予买入”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	5,125.84	6,071.65	7,208.63	8,620.97
营业利润 (百万元)	182.31	346.72	508.73	679.80
净利润 (百万元)	164.10	300.02	438.36	584.48
摊薄每股收益 (元)	0.28	0.53	0.77	1.02
摊薄每股净资产 (元)	6.66	6.92	7.31	7.82
加权平均 ROE (%)	4.27	7.59	10.51	13.10

公司主营业务介绍

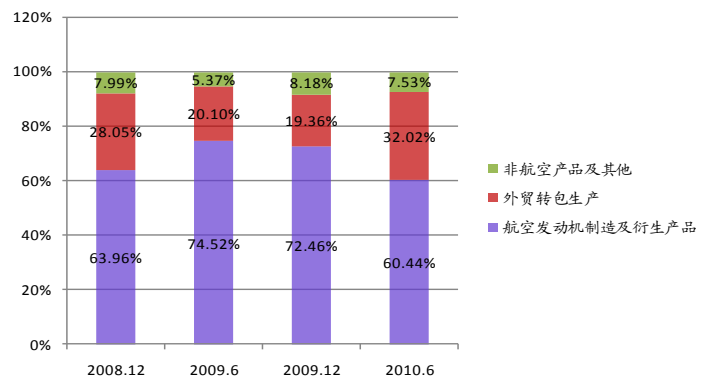
公司主营业务分为三部分：航空发动机制造及衍生产品，外贸转包生产，非航空产品及其他。其中航空发动机制造及衍生产品是公司的核心业务，其收入占比和利润占比均为60%左右。非航产品及其他由于毛利率相对较低，在收入构成中一般大于10%，但是利润贡献度均小于10%。

图1 公司营业收入构成变化



资料来源：公司年报

图2 公司毛利润构成变化



资料来源：公司年报

公司三季报披露，7-9月份营业收入为1406.62百万元，同比增长22.99%；归属于上市公司股东的净利润为51.95百万元，同比增长79.59%。公司是国内生产航空发动机整机的唯一上市公司，具有极高的技术壁垒，市场需求稳定，增长势头正劲。

航空发动机市场容量增大

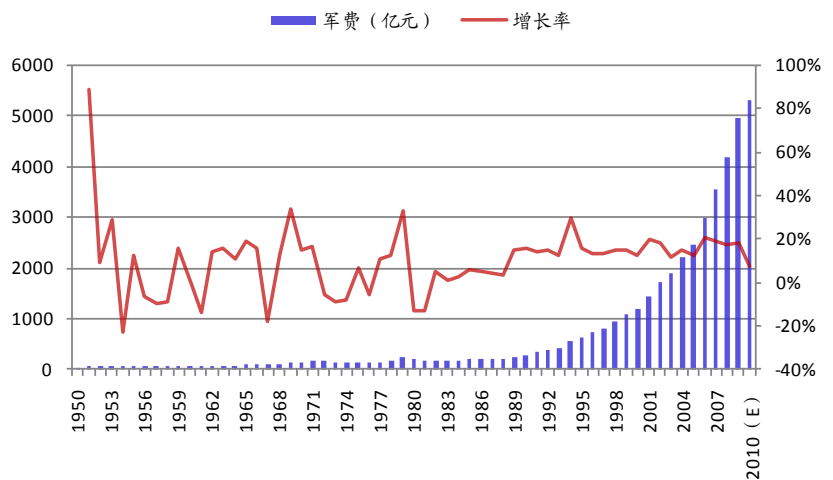
从二十世纪末到现在，人类所经历的几次战争，如“科索沃战争”、“第二次海湾战争”等充分揭示了，空中战场将成为现代战争的一个主要战场。如果空军不具有必要的抗击和反击力量，就会导致战略被动。现代战争通常从空中突袭开始，并贯穿战争的始终，通过“外科手术”式空袭就能达到有限的战略目的。因此，空军尤其是军机的优劣在很大程度上决定了战场的主动权掌握在谁手中。

《2008年中国的国防》白皮书指出，我国空军适应信息化作战要求，加快实现由“国土防空”型向“攻防兼备”型转变。按照“攻防兼备”的战略要求，我国将大力发展新型战斗机，基本形成“以第三代飞机和地空导弹为骨干，以第二代改进型飞机和地空导弹为补充的主战武器装备体系”。据估计，中国军队目前拥有各类战斗机2000多架，但多以歼7、歼8等二代战机为主，苏30、苏27等各类第三代战机总量仅为400-500架；国产化的第三代战机歼10只到2003年才开始列装部队，

而美、俄等军事发达国家早在上世纪 70 年代就开始大量装备第三代战机，其第四代战机也已经横空出世，因此我国战机与世界先进水平相比还存在代差。随着我国周边环境不稳定性因素的增多，尤其是日本、越南、印度等与我国存在领土争端的国家空军力量的大幅提升，我国迫切需要发展先进战机，替换大量的二代机，以确保拥有足够的威慑力量，实现和平崛起。今后几年，我国将继续加大对第三代战机的列装，淘汰落后机型，而这必然加大对于先进航空发动机的需求。

与此同时，我国军费开支近年来呈快速增长态势。上世纪 90 年代以后中国军费支出年均增速达到 15.66%，这一方面是对之前“欠缺”的弥补，另一方面也是我国国防现代化建设以及国家安全战略转型的客观需求。从军费开支占 GDP 的比例看，九十年代以来基本维持在 1.4% 左右的水平，这一比例也大大少于美国的 4.44%、俄罗斯的 2.18% 以及印度的 2.30%。因此，我国军费开支还有较大上升空间，这为空军主力战机的更新换代以及先进航空发动机的研制提供了必要的经费支持。

图 3 我国建国以后的军费开支情况



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

公司航空发动机制造及衍生品业务增长态势明确

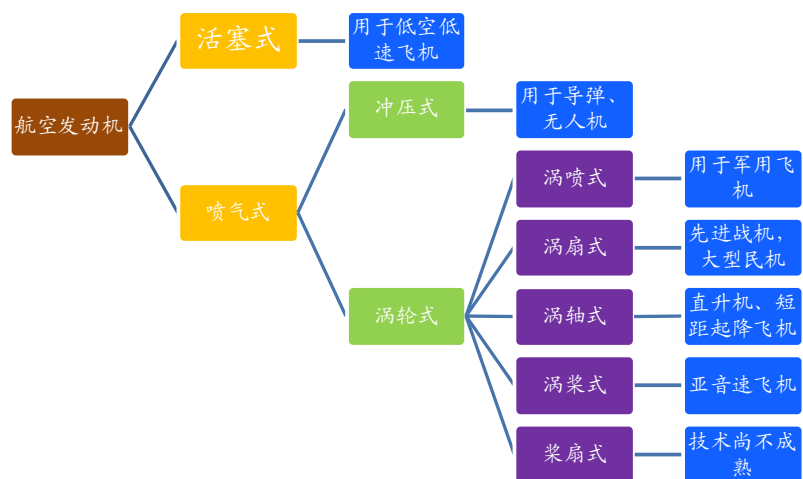
作为飞机的“心脏”，航空发动机的性能直接影响飞机的性能，其研制进度是整个飞机研制进度的决定性因素。一种新飞机试飞时必须有一款相当成熟的发动机配套。因此，航空发达国家都把发动机作为优先发展的技术列为国家或国防关键技术计划，并严格禁止向别国转让。目前，世界上只有美、英、法、俄四国能独立研究和发发展先进航空发动机，我国的航空发动机经历了从主要依靠进口、仿制、升级，逐渐过渡到自主研发的道路，但与西方先进国家相比，差距仍十分巨大，与我国的国

际地位也不相适应。

飞机发动机的研制周期长，技术复杂，耗资巨大，被称为“工业皇冠上的明珠”。但由于我国航空工业基础的薄弱，飞机发动机始终是我国军机发展的一道“软肋”，发动机的进口依赖成为制约我国先进战机装备应用、维护升级、战略部署等诸多方面的障碍。如我国和巴基斯坦合作研制的“枭龙”战机，就因为使用俄罗斯的发动机 RD-33 而遇到较大的出口阻力，如果我国研制的 WS13 中推力涡喷发动机能够实现进口替代，则出口问题将迎刃而解。

近年来，随着国家经济实力的增强和扶持力度的加大，国产发动机的研制有了长足进步。在种类上，我国生产的发动机已经覆盖活塞式、冲压式、涡喷式、涡扇式和涡桨式等各式发动机。在技术水平上，以 WS9（“秦岭”发动机）、WS10（“太行”发动机）为代表的一批先进发动机开始装备飞机，国产发动机逐渐取代进口产品，市场份额逐渐扩大。

图4 航空发动机的分类及应用



资料来源：国海证券研究所

航空发动机及衍生品业务是公司收入和业绩的主要来源，大致包括航空发动机整机制造、航空零部件制造和航空维修三项业务。目前国内生产发动机的厂商为六家，分别是南方航空工业有限公司、沈阳黎明航空发动机（集团）有限公司、贵州黎阳航空发动机公司、西安航空发动机（集团）有限公司、成都发动机（集团）有限公司和哈尔滨东安发动机（集团）有限公司。西航集团主要生产 WP8 和 WS9，分别供轰六和歼轰七使用，另外也为 WP14（又称“昆仑”发动机）和 WS10（又称“太行”发动机）提供高压压气机、燃烧室、高压涡轮等核心零部件。其中 WP14 主要用于歼七、歼八及其改进型等第二代战机，未来主要需求还是

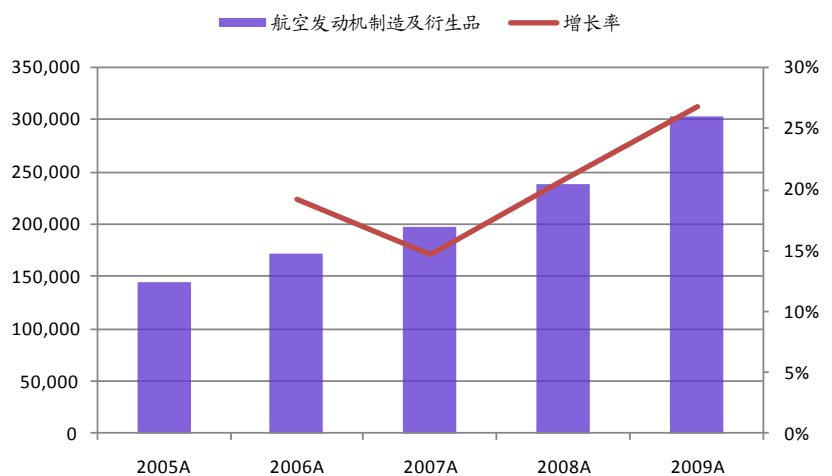
现役发动机的更换和维修; WS10 则装备我国第三代主力战机歼十和歼十一, 市场需求巨大。预计公司在航空发动机制造及衍生品业务方面将继续保持稳定的增长态势, 且基本保持 60%收入占比。

表 1 我国生产的主要发动机型号及配套机型

公司	型号	分类	推力	配套机型	仿制对象
南方航空工业公司	活塞6	星型气冷9缸	198.5千瓦	初教6(运11)	苏AИ-14P
	WZ6	中功率涡轴	1160千瓦	直8	加拿大PT-6B
	WZ8A/D	小功率涡轴	539千瓦	直9/直11	法Arriel1C
	WZ9	中功率涡轴	1000千瓦	直10	自研
	WJ6	中功率涡浆	3124千瓦	运8	苏AH-20M
	WJ9	小功率涡浆	462千瓦	运12	苏PT6A-27
黎阳航空动力	WS11	小推力涡扇	16.87千牛	K8	乌克兰AI-25TL
	WP7	小推力涡喷	43.15千牛	歼7、歼教7	苏P11-Φ-300
	WP13	小推力涡喷	47.56千牛	歼八、山鹰	苏P-13
	WS13	中推力涡扇	56.75千牛	枭龙	苏RD-33
黎明公司	WP6甲	小推力涡喷	36.8千牛	强五(歼六)	苏P11-9B
	WP14(昆仑)	中推力涡喷	68.65千牛	歼7、歼8	自研
	WS10(太行)	大推力涡扇	132千牛	歼10、歼11	美F100
西航集团	WP8	大推力涡喷	9310千牛	轰6	苏P11-3M
	WS9(秦岭)	中推力涡扇	91.1千牛	歼轰7	英国斯贝MK202
成发集团	WP6A/B	小推力涡喷	43.7千牛	强五(歼12)	苏P11-9B
东安公司	WJ5	中功率涡浆	2133千瓦	运7、水轰5	苏AH-24

资料来源: 国海证券研究所

图 5 公司航空发动机及衍生品收入增长趋势明确

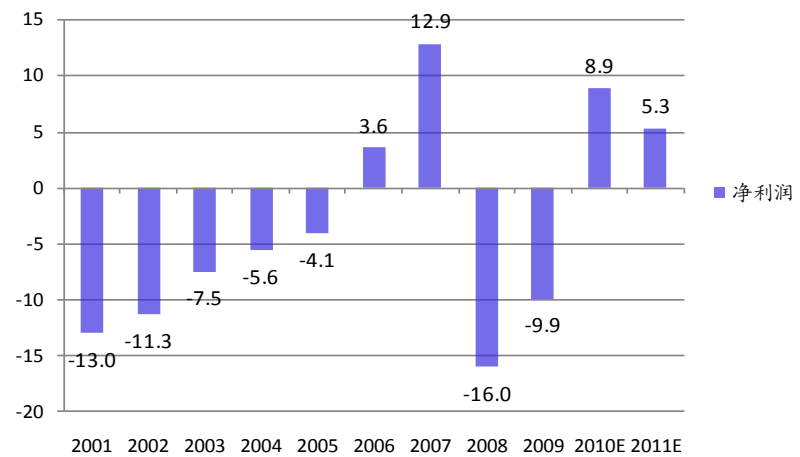


资料来源: 公司年报

公司外贸转包业务受益于全球民航运输业复苏

根据国际航空运输协会 (IATA) 2010 年 9 月份的预测报告, 国际民航运输也在 2010 年将摆脱世界经济危机的影响, 实现大额正收益, 2011 年预计收入增长将有所下降, 之后保持较快增长。

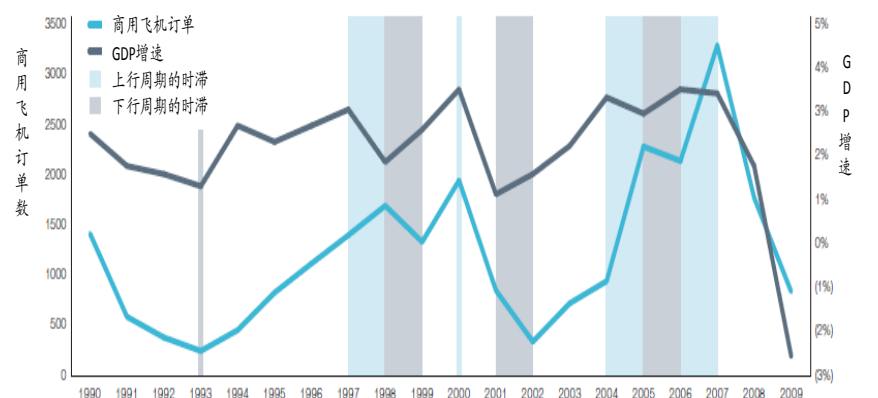
图6 全球民航运输业净利润（单位：十亿美元）



资料来源：国际航空运输协会（IATA）

历史数据表明，全球民航飞机订单增速滞后于GDP的增长。最近的全球经济衰退开始于2008年下半年，并延续到2009年全年，随着2010年全球经济回暖，我们预计飞机制造业将会在未来两年缓慢复苏，之后加速发展。2010年全球最权威的航空信息数据管理公司——英国OAG国际有限公司发表报告称，民航公司的有效座位容量开始重返增长轨迹，民航飞机订单将随之增长。另外Airbus在《全球民用飞机市场预测2009-2028》提出，未来20年间将新增24951架民用客机和运输机，因此未来10-20年仍将是世界喷气飞机市场的高速发展期。

图7 GDP与全球民航飞机订单的历史表现



资料来源：庞巴迪2009年报 国海证券研究所整理

在此形势下，世界航空发动机厂商为降低成本，将生产线上的产品逐步向技术相对成熟且生产成本低的地区转移这一趋势将持续下去。公司作为中航工业旗下航空发动机零部件外贸转包生产规模最大的企业，2008已与美国GE公司、加拿大PW公司、英国RR公司和法国Snecma

公司等世界顶级航空发动机制造厂商建立了长期稳定的业务与合作关系。2009年公司外贸转包生产受国际金融危机的影响,收入出现较大幅度的下降,但订单仍保持了相对较快的增长,当年新订单承揽达4.14亿美元,创历史新高,为以后外贸转包的跨越式增长奠定了基础。公司2010年半年报披露转包生产收入增长56.31%,进一步说明2010年外来订单充足。因此我们预期公司的转包生产业务在2010年将达到与2008年持平的水平,2011年增速放缓,之后平稳增长。

本次资产注入将形成长期利好

2010年8月20日,本公司董事会会议审议通过了《关于〈西安航空动力股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案〉的议案》。本次交易的标的资产为西安航空动力(集团)有限公司拥有的与航空发动机业务有关的资产和负债、南方航空工业(集团)公司100%股权、贵州黎阳航空发动机公司100%股权和三叶公司80%股权,根据有关各方提供的资料,标的资产的预估值为412,000万元,此次重组事项正处于继续推动之中。

本次拟收购资产将丰富公司的航空发动机产品,完善公司的产业链结构。从账面上看,三叶公司具有较强的盈利能力,南方公司次之,黎阳公司最差。但是考虑到后两者将原有盈利能力较弱的辅业资产剥离,因此最终注入公司的资产盈利能力将会有所提高。

同时,由表1可知,南方公司承担了我国现役主力直升机的发动机生产任务,未来受益于低空领域的开放和通用航空的大发展,将为公司带来长期利好。黎阳公司的主打产品是WP13小推力涡喷发动机,主要应用于歼八和高教九(又称“山鹰”)教练机;随着WS13中推力涡扇发动机技术的逐渐成熟,国产发动机有望替代俄制RD33发动机装备于出口型“枭龙”战机上,成为公司的另一盈利点。

表2 本次注入资产的盈利状况

公司	项目	2008年	2009年	2010年1-6月
南方公司	营业收入增长率	—	18.82%	—
	销售利润率	2.20%	4.45%	1.48%
	销售净利率	0.77%	2.67%	0.59%
黎阳航空动力	营业收入增长率	—	50.96%	—
	销售利润率	-16.56%	2.34%	-2.42%
	销售净利率	-17.58%	1.59%	-2.39%
三叶公司	营业收入增长率	—	-8.05%	—
	销售利润率	27.66%	30.57%	31.34%
	销售净利率	22.54%	24.76%	24.50%

资料来源:公司公告

后续资产注入、通用航空、大飞机项目成为今后关注热点

公司后续看点很多，为公司未来发展提供了充分的想象空间，具体如下：

第一，后续资产注入。国内共有六家厂商进行航空发动机整机生产，通过此次资产收购，尚有黎明航空动力、成发集团和东安公司三家在公司经营范围之外（参见表1），其中以黎明航空动力资产最为优良。公司作为中航工业集团指定的航空发动机整机相关业务的唯一上市平台，有强烈的后续资产注入预期。

第二，直升机产业大发展。2008年汶川地震暴露了我国直升机严重不足的缺陷，而在今年发生的甘肃特大泥石流灾害救援中，直升机扮演了重要角色。我国的直升机工业发展水平远远落后于国民经济发展的需要，也落后于美国、俄罗斯等航空发达国家。根据中国科协、中国航空学会、通用航空专家委员会所作的市场预测，未来十年我国的直升机需求量将达到1500架。另国务院、中央军委《关于深化我国低空空域管理改革的意见》已经正式颁布，《意见》规定各类低空空域垂直范围原则为真高1000米以下，由于直升机具备作业高度灵活的特点，这一规定将直接利好直升机行业。公司收购南方公司的资产之后，将生产国内主力直升机所需的发动机，市场前景十分广阔。

第三，大飞机项目的推进。2009年9月公司正式承担了大运发动机的国产化任务，同时中航商用飞机发动机有限责任公司主要负责大客发动机的总装、测试、销售和服务，主要制造业务将分解到中航工业发动机公司旗下的制造企业，公司作为发动机整机制造商将受益于大飞机发动机的国产化进程。

第四，燃气轮机业务亟待突破。燃气轮机作为航空发动机的衍生品，属于高端技术产品，主要应用于军用舰艇和油气管道运输领域。目前，公司募投的QC280/QD280燃气轮机生产能力建设项目进展顺利，市场前景看好，预计在2012年投产后，将带动公司利润率的上升。

估值分析

基于谨慎性原则，我们对公司2010—2012年的业绩进行了预测。业绩预测的前提条件如下：

- 1、不考虑2010年8月的增发情况，不考虑后续的资产注入，股本维持在544.79百万股；
- 2、预计公司在航空发动机制造及衍生品业务方面将继续保持稳定的增长态势，且基本保持60%收入占比；

3、预计公司的转包生产业务在 2010 年将达到与 2008 年持平的水平，2011 年增速放缓，之后平稳增长。

表 3 公司主营业务发展预测

收入	2008	2009	2010E	2011E	2012E
航空发动机及衍生品	2,392,328,000	3,032,056,000	3,638,467,200	4,366,160,640	5,239,392,768
外贸转包生产	1,278,662,600	1,074,314,700	1,289,177,640	1,469,662,510	1,734,201,761
非航空产品及其他	404,442,000	953,341,000	1,144,009,200	1,372,811,040	1,647,373,248
增速(%)					
航空发动机及衍生品	21	27	20	20	20
外贸转包生产	44	-16	20	14	18
非航空产品及其他	-4	136	20	20	20
毛利率					
航空发动机及衍生品	19.79%	17.31%	17%	17%	17%
外贸转包生产	16.23%	13.05%	15%	15%	15%
非航空产品及其他	14.63%	6.22%	10%	10%	10%
毛利					
航空发动机及衍生品	473,441,711	524,848,894	618,539,424	742,247,309	890,696,771
外贸转包生产	207,526,940	140,198,068	193,376,646	220,449,376	260,130,264
非航空产品及其他	59,169,865	59,297,810	114,400,920	137,281,104	164,737,325
综合					
收入	4,075,432,600	5,059,711,700	6,071,654,040	7,208,634,190	8,620,967,777
收入增速	1.60%	24.15%	20.00%	18.73%	19.59%
毛利	740,138,516	724,344,772	926,316,990	1,099,977,789	1,315,564,360
毛利率	18.16%	14.32%	15.26%	15.26%	15.26%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

从表 4 可看到：在上述假设前提下，公司 2010 年-2012 年的每股收益分别为 0.53 元，0.77 元，1.02 元，以 2010 年 11 月 9 日的收盘价 37.98 元计算，对应的 P/E 值分别为 72、48 和 37 倍。考虑到公司所处行业的高成长性以及后续资产注入的强烈预期，给予“买入”评级。

表 4 公司未来三年盈利预测 (单位: 百万)

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1,327.34	4,168.68	5,125.84	6,071.65	7,208.63	8,620.97
减: 营业成本	1,095.93	3,407.31	4,387.22	5,145.34	6,108.66	7,305.40
营业税金及附加	0.06	4.54	5.31	6.11	7.26	8.68
销售费用	113.14	70.65	56.98	66.79	79.29	94.83
管理费用	58.13	340.63	314.99	335.62	357.61	381.03
财务费用	21.25	201.77	168.48	122.40	105.60	107.40
资产减值损失	3.33	-1.84	9.01	47.21	41.97	44.30
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	29.37	1.10	-1.54	-1.46	0.47	0.48
其中: 联营企业收益	15.37	1.03	-1.66	-1.46	0.47	0.48
二、营业利润	64.88	146.73	182.31	346.72	508.73	679.80
加: 营业外收入	0.64	11.49	15.21	10.64	11.71	12.88
减: 营业外支出	3.34	14.14	4.11	4.40	4.72	5.05
三、利润总额	62.18	144.08	193.40	352.96	515.72	687.63
减: 所得税费用	14.32	14.09	29.30	52.94	77.36	103.14
四、净利润	47.86	129.99	164.10	300.02	438.36	584.48
归属母公司净利润	27.27	117.95	154.84	286.52	418.63	558.18
少数股东损益与调整	20.59	12.04	9.26	13.50	19.73	26.30
五、总股本(百万股)	234.91	442.34	544.79	544.79	544.79	544.79
EPS (元)	0.12	0.27	0.28	0.53	0.77	1.02

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。