



航空动力 (600893): 静待后续资产整合

行业分类: 军工机械

2011.03.15

研究员: 魏萌
(执业证书编号: S0640511010012)
联系人: 刁志学、于静
电话: 010-84802004
Email: yuj5159@hotmail.com

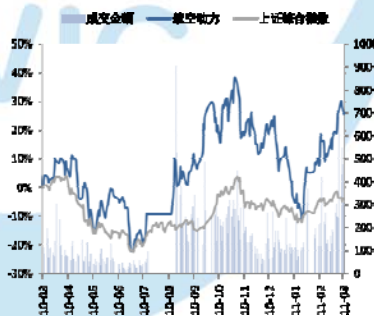
投资要点:

- **2010 年业绩增长稳定。**公司公布 2010 年报, 全年营业收入 60.85 亿元, 营业成本 58.35 亿元, 分别同比增长 18.71% 和 19.74%, 实现每股收益 0.38 元。经营成本费用控制显成效, 全年三项费用率呈下降趋势。2010 年下半年国际经济形势呈现好转, 公司外贸转包业务持续恢复, 非航空业务保持快速增长, 同期航空发动机产品呈现结构性调整, 整体全年保持平稳增长, 多项新产品、新领域的涉入影响 2010 年全年综合毛利率水平略低于 2009 年。
- **2010 年三代机发动机逐步大批量生产。**目前我国正处于三代机的升级替换, 带动所配置航空发动机“太行”的批量供应。2010 年太行发动机生产厂商沈阳黎明销售收入突破百亿, 相较 2009 年收入 66 亿元大幅增长 166%, 同期公司对于集团系统内公司销售收入 18.3 亿元, 较 09 年增长 213.53%。公司作为太行航空发动机关键部件供应商, 航空发动机零部件增长明显受益于沈阳黎明业务增长。2010 年公司年报亦披露销售收入增长原因来自航空发动机及衍生产品业务批产需求有所增长, 由此推测太行发动机已过渡到大批量生产阶段, 沈阳黎明以及公司将持续受益。
- **非航业务亮点多。**2011 年中航集团战略规划强调向非航民品发展倾斜。公司于 2010 年制定《航空动力非航空产品三年发展计划(2011-2013)》, 非航产品每年将保持递增 30% 以上的发展速度, 规划“十二五”末销售收入 50 亿元的目标。2010 年公司加速对于非航产品的布局, 公司凭借自身技术优势涉入非航高端装备领域, 在原有工业燃机项目、斯特林太阳能项目得到持续发展外, 某实验项目、碳纤维牵伸机项目、余热余能发电项目以及地铁屏蔽门等项目逐步展开。进入 2011 年公司非航民品将快速提升规模, 贡献收入比例持续提高。
- **静待后续资产整合。**公司作为中航发动机板块主机业务唯一上市平台, 11 年优质整机资源将进一步得到整合。2010 年公司对于集团下航空发动机资产整合未包括沈阳黎明、东安公司以及成发公司等 3 家航空发动机整机资产, 其中沈阳黎明作为三代机“太行”发动机整机的生产商, 2010 年销售收入实现过百亿, 预计净利润超过 3 亿元, 优质整机资产的注入将直接增厚公司业绩。
- **估值与评级:**不考虑资产注入影响, 我们预测 2011 年-2013 年公司的收入分别为 69.73、86.54 和 107 亿元, 对应每股收益分别为 0.50、0.78 和 1.01, 对应当前股价的 PE 分别为 72、47 和 36 倍。考虑到 1) 国内军备升级、民航业发展带给公司广阔成长空间, 航空发动机作为高端装备制造的核心板块之一, 受益于国家新产业政策支持; 2) 随着航空整机资产的陆续注入, 公司定位于集团航空发动机整机制造“唯一”垄断地位; 3) 沈阳黎明等优质航空整机资产后续注入值得期待。维持“买入”投资评级。

当前股价	36.46 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2896.26
总股本(百万)	545
流通 A 股(百万股)	147
流通 B 股(百万股)	0
流通 A 股市值(百万)	5313
总市值(百万)	196.72
每股净资产(元)	6.97
ROE(TTM)	5.5%
资产负债率	52.73%
动态市盈率	94.04
动态市净率	5.18

近一年股价表现



一、公司经营状况

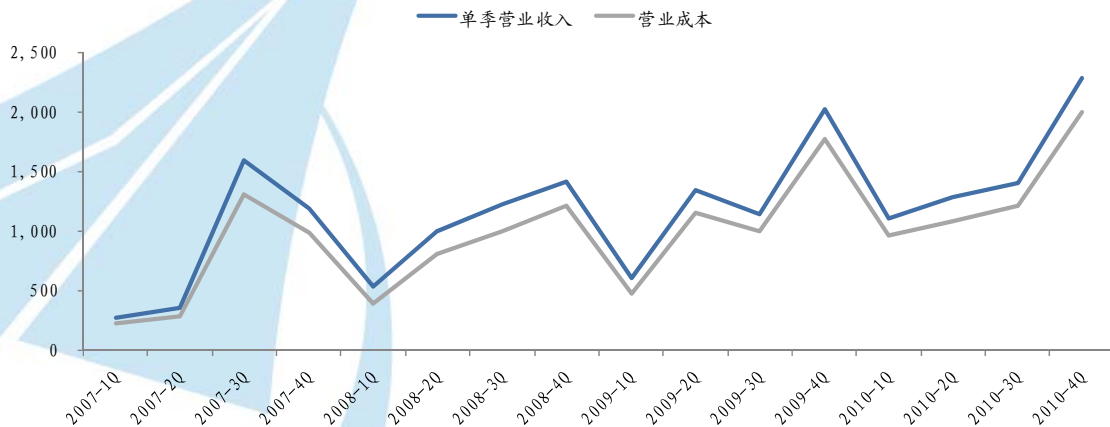
航空动力公布 2010 年报, 全年实现营业收入 60.85 亿元, 同比增长 18.71%。

航空发动机以及衍生产品: 受益于三代机换代提速, 装备太行发动机实现批量生产, 航空发动机及衍生产品实现收入 35.22 亿元, 同比增长 16.16%, 其中公司收入中航工业系统内单位贡献 18.31 亿元, 同期大幅增长 213.53%, 以往年年报披露可以推断收入增长主要来自于向沈阳黎明发动机公司销售发动机零部件。

外贸转包业务: 2010 年国际经济逐步复苏, 公司不断调整外贸转包产品结构, 航空发动机外贸转包开拓新业务范畴涉入半导体机械、石油勘探等新产品, 涉足石油天然气、医疗机械、半导体机械、光伏太阳能、汽车轮胎生产线设备等领域。外贸转包实现收入 13.47 亿元, 同比增长 25.42%。

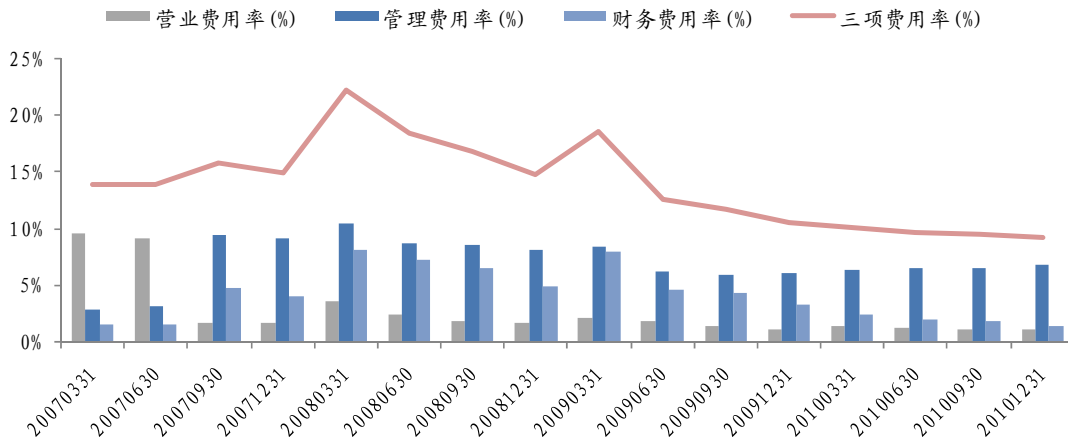
非航空民品以及贸易收入: 09 年开始公司将非航业务提升至战略位置, 公司加大了非航空外贸业务的开发力度, 增加了智能塔式抽油机、多线切割机、碳纤维复合材料关键设备等新产品。2010 年公司非航空民品及贸易收入 114,001 万元, 增幅 19.58%。

图 1: 2010 年营业收入与营业成本平稳增长



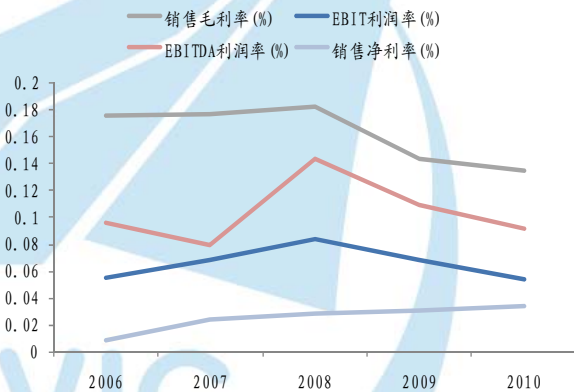
来源: 公司公告、中航证券研究所

2010 年三项费用率呈下降趋势, 财务费用大幅下降 50.3%, 来自于公司年初增发成功实施所影响贷款额减少, 实现营业利润 2.43 亿元, 同比增长 33.52%。在控股公司西安安泰叶片技术有限公司亏损影响下, 全年投资收益下降 331.17%, 归属母公司所有者实现净利润 2.09 亿元, 同比增长 35.11%。

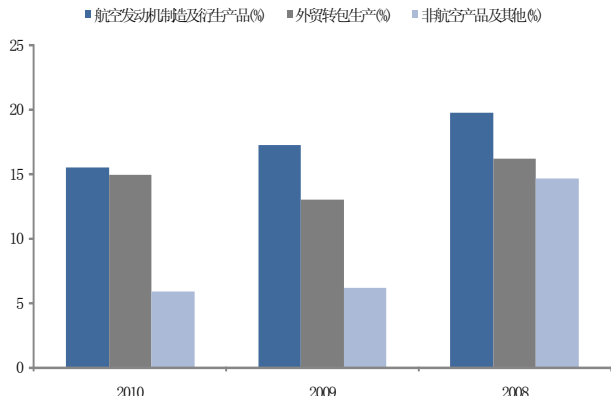
图 2: 三季度期间费用率整体呈下降趋势


来源: 公司公告、中航证券研究所

公司毛利率水平较去年 14.41% 下降至 13.52%，新产品快速增长带来航空发动机以及非航民品板块毛利率同期略有下降，外贸转包业务毛利率受益于欧美经济好转较 09 年略有提升。2010 年公司加大对于非航民品的投入拓展，在经营规模快速扩大的同时，目前民品板块较低盈利水平将会影响未来综合毛利率的提升，我们判断随着非航民品板块的扩大，在沈阳黎明资产注入前，毛利率将一直保持平稳。

图 3: 2010 年公司毛利率有所下降


来源: 公司公告、中航证券研究所

图 4: 2008-2010 年公司分产品毛利率


二、三代机发动机实现大批量生产

三代机“太行”航空发动机生产厂商沈阳黎明 2008 年公司销售收入实现 50 亿元，2009 年达到 66 亿元，同比增长 69%、29%，2010 年销售收入突破百亿，大幅增长 166%，同期公司作为太行航空发动机关键部件供应商来自沈阳黎明销售收入 2008 年实现 3.77 亿元，2009 年增至 5.84 亿元，2010 年集团系统内公司销售收入贡献 18.3 亿元，较 09 年增长 213.53%。公司相关发动机零部件收入增加明显受益于沈阳黎明业务增长，公司年报亦披露销售收入增长原因来自航空发动机及衍生产品业务批产需求有所增长，可以推测太行发动机已过渡到大批量生产，沈阳黎明以及公司将持续受益于此。

表 1: 公司前五名客户的营业收入情况

年	客户名称	营业收入 (亿元)	占公司全部营业收 入比例 (%)	同期增长 (%)
2010	中航工业系统内单位 (沈阳黎明)	18.31	30.09	213.53
	西安航空发动机 (集团) 有限公司	16.91	27.79	-27.58
	美国通用电气公司	6.15	10.1	336.17
	山西太钢销售有限公司	1.35	2.2	
	中国航空器材进出口公司	1.25	2.05	-17.76
	合计	43.96	.25	
2009	西安航空发动机 (集团) 有限公司	23.3	60.56	198.59
	中航工业系统内单位 (沈阳黎明)	5.84	15.15	54.91
	中国航空器材进出口公司	1.52	3.94	
	美国通用电气公司	1.41	3.66	101.43
	中国船舶重工集团单位	0.9	2.34	
	合计	32.03	85.65	
2008	西安航空发动机 (集团) 有限公司	7.82	54.21	
	沈阳黎明航空发动机 (集团) 有限公司	3.77	26.1	
	美国通用有限公司	0.7	.87	
	SNECMA 公司	0.52	3.61	
	英国罗罗技 有限公司	0.7	2.57	
	合计	13.19	91.6	

来源: 公司公告、中航证券研究所



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5629	5693	8397	12440	营业收入	6085	6973	8654	10753
现金	1386	1766	3181	4841	营业成本	5262	5983	7382	9161
应收账款	1293	752	1170	1869	营业税金及附加	6	6	9	11
其他应收款	104	333	285	337	营业费用	64	97	104	128
预付账款	165	165	226	331	管理费用	414	418	521	645
存货	2420	2334	3210	4630	财务费用	84	80	106	109
其他流动资产	261	345	326	433	资产减值损失	5	6	4	4
非流动资产	2523	2496	2305	2125	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	42	156	120	83	投资净收益	-7	0	0	0
固定资产	1937	1745	1540	1328	营业利润	243	385	528	693
无形资产	479	537	607	691	营业外收入	16	10	12	13
其他非流动资产	65	58	37	23	营业外支出	5	5	6	7
资产总计	8152	8189	10702	14565	利润总额	254	389	534	699
流动负债	3506	3164	4092	5493	所得税	35	60	65	93
短期借款	1197	1054	1207	1383	净利润	220	329	469	607
应付账款	648	758	1075	1580	少数股东损益	10	57	45	56
其他流动负债	1661	1353	1810	2530	归属母公司净利润	209	272	424	550
非流动负债	756	880	1056	1261	EBITDA	558	709	885	1060
长期借款	714	857	1029	1228	EPS (元)	0.38	0.50	0.78	1.01
其他非流动负债	42	23	27	32					
负债合计	4262	4045	5148	6754	主要财务比率				
少数股东权益	96	152	198	254	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	545	545	545	545	成长能力				
资本公积	2933	2933	2933	2933	营业收入	18.7%	14.6%	24.1%	24.3%
留存收益	317	529	902	1356	营业利润	33.4%	58.1%	37.4%	31.2%
归属母公司股东权益	3795	4007	4379	4833	归属于母公司净利润	35.1%	30.0%	55.9%	29.8%
负债和股东权益	8152	8204	9725	11841	获利能力				
					毛利率(%)	13.5%	14.2%	14.7%	14.8%
					净利率(%)	3.4%	3.9%	4.9%	5.1%
					ROE(%)	5.5%	6.8%	9.7%	11.4%
					ROIC(%)	6.5%	9.5%	12.3%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	52.3%	49.3%	52.9%	57.0%
					净负债比率(%)	44.84%	48.23%	44.36%	39.52%
					流动比率	1.61	1.80	2.05	2.26
					速动比率	0.91	1.05	1.26	1.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.85	0.92	0.85
					应收账款周转率	5	6	8	6
					应付账款周转率	7.19	8.51	8.06	6.90
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.50	0.78	1.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.25	2.40	2.86
					每股净资产(最新摊薄)	6.97	7.36	8.04	8.87
					估值比率				
					P/E	94.79	72.92	46.79	36.05
					P/B	5.23	4.95	4.53	4.10
					EV/EBITDA	30	24	19	16

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	462	682	1309	1560
净利润	220	329	469	607
折旧摊销	231	244	251	258
财务费用	84	80	106	109
投资损失	7	-2	0	1
营运资金变动	-85	-162	472	623
其他经营现金流	6	193	11	-38
投资活动现金流	-238	-207	-68	-77
资本支出	240	0	0	0
长期投资	0	123	-34	-44
其他投资现金流	2	-83	-102	-121
筹资活动现金流	-1553	-95	174	177
短期借款	-717	-143	154	176
长期借款	-515	143	171	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-321	-95	-151	-199
现金净增加额	-1339	380	1415	1660

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基准。

分析师简介

魏萌, SAC 执业证书号: S0640511010012, 英国埃克赛特大学金融学硕士, 2008年2月加入中航证券金融研究所, 从事军工、机械行业的研究。

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。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)
联系电话: 0755-83689524

公司网址: www.avicsec.com
传真: 0755-83688539

免责声明:

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中航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中航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中航证券。未经中航证券事先书面授权, 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。中航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, 而中航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中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航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。中航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中航证券及关联公司的立场。

中航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。中航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。