



全面发展，燃气轮机成亮点

——航空动力（600893）调研快报

2012年2月27日

推荐/首次

航空动力

调研报告

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：贺宝华

电话：010-6655 4045

MSN: baohuahe@hotmail.com

事件：

近日我对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 燃气轮机成为新的增长点

燃气轮机分为三类：微型燃气轮机，功率为几百瓦，主要替代柴油机用于机车、坦克；轻型燃气轮机，功率在1兆瓦以上，50兆瓦以下，应用于循环发电，石油、天然气的管道运输，钢厂的焦炉废气再次燃烧和舰船应用等，欧美军舰艇燃气轮机装配率在50%以上；重型燃气轮机，功率在50兆瓦以上，主要用于大型舰船和区域发电。

公司目前生产的30兆瓦级别燃气轮机已经稳定交付。除用于舰船的燃机以外，公司正大力研制生产工业用燃气轮机，逐步实现工业用燃气轮机的进口替代。国内工业燃气轮机市场巨大，据相关数据统计，仅我国西气东输一二线工程需要该类燃气轮机210台，且燃气轮机工作寿命为2万小时，工作8年时间便需要更换。

2. 航空发动机业务稳定增长

公司承担“秦岭”发动机的整机制造和“太行”发动机的核心部件制造，发动机产量受到国际形式以及发动机技术的影响。与国际发动机巨头相比，我国发动机产量较小，世界较大的航空发动机销售利润率为9.3%，而公司略低于2%，但是我们认为公司是中航工业集团旗下的发动机资产整合平台，随着我国国产发动机产量的增加，公司会出现规模效益，毛利率将逐步提升。

3. 转包业务具备独特优势

公司外贸转包生产的主要产品包括商用航空发动机盘、环类零件和结构件等，主要为罗罗、GE、普惠、斯奈克玛等生产的航空发动机或燃气轮机配套。公司生产近千种的发动机件号，但其中100种零件公司为全球唯一供货商，原因在于：部分零件公司采用了风险收益共享（RSP）模式，参与了发动机零部件的设计；其次公司零部件具备质量，价格优势。

4. 非航业务快速增长

公司计划快速发展非航业务，努力发展航空技术延伸产业，重点培育航空技术紧密相关的产品。目前非航产品收入比重为10%，公司规划于2015年提升非航产品收入比重达到40%。

5. 盈利预测及评级

我们预测公司2011年、2012年、2013年EPS分别为：0.248元、0.315元和0.409元，当前股价对应PE分别为64.62倍、50.87倍和39.19倍，首次给予“推荐”评级。

财务指标预测

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,125.84	6,085.03	7,464.08	9,066.67	11,200.14
增长率(%)	22.96%	18.71%	22.66%	21.47%	23.53%
净利润(百万元)	154.84	209.21	270.10	343.14	445.43
增长率(%)	31.27%	35.11%	29.11%	27.04%	29.81%
每股收益(元)	0.350	0.380	0.248	0.315	0.409
净资产收益率(%)	4.27%	5.51%	6.09%	7.52%	9.43%
PE	45.77	42.16	64.62	50.87	39.19
PB	2.40	2.30	3.93	3.83	3.70

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	6,085.03	7,464.08	22.66%	9,066.67	21.47%	11,200.14	23.53%
营业成本	5,262.17	6,470.72	22.97%	7,852.69	21.36%	9,694.01	23.45%
营业费用	63.80	78.26	22.66%	95.06	21.47%	117.43	23.53%
管理费用	414.27	500.09	20.72%	607.47	21.47%	728.01	19.84%
财务费用	83.74	107.47	28.35%	116.60	8.49%	142.00	21.78%
投资收益	(6.64)	(2.00)	N/A	(2.00)	N/A	0.00	N/A
营业利润	243.18	292.26	20.18%	378.02	29.34%	501.78	32.74%
利润总额	254.28	305.26	20.05%	391.02	28.09%	514.78	31.65%
所得税	34.63	38.16	10.18%	48.88	28.09%	64.35	31.65%
净利润	219.64	267.10	21.61%	342.14	28.09%	450.43	31.65%
归属母公司所有者的净利润	209.21	270.10	29.11%	343.14	27.04%	445.43	29.81%
NOPLAT	282.39	349.77	23.86%	432.79	23.74%	563.31	30.16%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	1,385.93	1,700.03	22.66%	2,065.03	21.47%	2,550.95	23.53%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	1,292.88	1,585.89	22.66%	1,926.39	21.47%	2,379.69	23.53%
预付款项	165.40	115.38	-30.24%	54.68	-52.61%	(20.26)	N/A
存货	2,419.78	2,975.53	22.97%	3,611.02	21.36%	4,457.74	23.45%
流动资产合计	5,629.28	6,826.89	21.27%	8,203.39	20.16%	10,042.47	22.42%
非流动资产	2,522.97	3,638.15	44.20%	3,457.34	-4.97%	3,273.27	-5.32%
资产总计	8,152.25	10,465.04	28.37%	11,660.73	11.43%	13,315.75	14.19%
短期借款	1,196.71	1,233.25	3.05%	1,614.22	30.89%	2,221.73	37.63%
应付帐款	648.02	785.94	21.28%	953.79	21.36%	1,177.44	23.45%
预收款项	941.67	1,281.77	36.12%	1,694.90	32.23%	2,205.24	30.11%
流动负债合计	3,505.58	5,223.83	49.01%	6,296.87	20.54%	7,786.37	23.65%
非流动负债	756.27	769.35	1.73%	769.35	0.00%	769.35	0.00%
少数股东权益	95.60	92.60	-3.14%	91.60	-1.08%	96.60	5.46%
母公司股东权益	3,794.80	4,437.06	16.92%	4,560.71	2.79%	4,721.22	3.52%
净营运资本	2,123.70	1,603.06	-24.52%	1,906.53	18.93%	2,256.10	18.34%
投入资本 IC	4,215.53	3,947.24	-6.36%	4,085.85	3.51%	4,572.95	11.92%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	219.64	267.10	21.61%	342.14	28.09%	450.43	31.65%
折旧摊销	229.23	0.00	N/A	180.81	N/A	184.06	1.80%
净营运资金增加	(357.53)	(520.64)	N/A	303.46	N/A	349.57	15.19%
经营活动产生现金流	462.44	1,334.33	188.54%	328.13	-75.41%	311.33	-5.12%
投资活动产生现金流	(238.05)	(1,308.20)	N/A	(8.00)	N/A	(6.00)	N/A
融资活动产生现金流	(1,553.12)	287.96	N/A	44.88	-84.42%	180.59	302.39%
现金净增（减）	(1,328.73)	314.09	N/A	365.01	16.21%	485.92	33.13%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

贺宝华

中国科学院理学博士，2011年加盟东兴证券研究所，从事非汽车交运设备行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。