

航空发动机整机龙头, 政策驱动行业高速发展

——中航动力（600893）调研快报

2015年01月20日

强烈推荐/维持

中航动力

调研快报

关注 1: 资产重组打造航空发动机整机业务龙头。

公司 2014 年 6 月完成重大资产重组, 增加了黎明、南方、黎阳动力三家拥有发动机整机业务的公司, 产品范围从大型发动机扩展为大中小型发动机, 从涡喷、涡扇发动机扩展到涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、航模发动机, 集成了我国航空动力装置主机业务的几乎全部型谱。中航工业集团将公司打造成为航空发动机整机业务的龙头。

关注 2: 航空发动机及衍生产品业务占比 60% 左右, 老机型换发和新机型投产支撑公司业绩高速增长。

公司航空发动机及衍生产品业务主要包括发动机整机、零部件、舰用燃机以及维修业务等, 营业收入占比在 60% 左右, 是公司核心业务。发动机整机业务主要为国产军用机型配套, 短期看, 军用方面老机型的换发和新机型的投产将支撑公司业务的持续快速增长; 长期看, 为 C919 等民机配套的商用航空发动机将成为公司业绩最大增量。

关注 3: 政策驱动航空发动机产业高速发展, 公司将直接受益。

航空发动机是制约我国航空工业发展的短板, 与美俄有代次的差距。航空发动机具有研制周期长、技术难度大、研发费用高的特点, 行业发展与国家投入直接相关。近年来, 国家重视航空工业发展, 对航空发动机投入的增加, 带动了行业的快速发展。未来, 随着航空发动机重大专项的落地, 预计投入资金将超过 1000 亿元, 我们预计航空发动机行业将进入高速发展的阶段, 公司作为发动机整机龙头, 一方面将获得大量的经费支持, 另一方面国产四代机发动机以及商用发动机研发提速, 将为公司带来广阔的市场空间。

关注 4: 扩展发动机维修业务, 提升盈利能力

通过重大资产重组, 公司新增了晋航、吉发以及贵动三家公司的航空发动机维修业务。我们认为, 军用航空发动机维修的市场空间巨大, 同时, 航空发动机维修业务具有高附加值, 将提升公司的盈利能力。

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480513050002

赵炳楠

010-66554067

zhaobn@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	32.4-20.15
总市值 (亿元)	631.38
流通市值 (亿元)	351.94
总股本/流通 A 股 (万股)	194872/108622
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.34

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《航空动力（600893）2013 年半年度财报点评：维修业务提升毛利率水平》2013-08-16
- 2、《航空动力（600893）2012 年年报点评：航空发动机巨人即将崛起》2013-03-26
- 3、《航空动力（600893）2012 年中报点评：军机换装致使收入下降，燃气轮机仍是今年亮点》2012-08-10
- 4、《航空动力（600893）调研快报：全面发展，燃气轮机成亮点》2012-03-01

关注 5：外贸业务平稳增长，制造能力与国际接轨

公司的外贸业务主要是商用航空发动机零部件，公司的发动机零部件制造水平与国际接轨，主要为 GE、RR 等国际知名航空发动机厂商配套，营业收入占比在 25%左右，增速平稳。

结论：

我们看好国家政策扶持下航空发动机产业的发展前景，公司作为航空发动机整机业务龙头将充分受益。预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.47 元、0.54 元和 0.71 元，对应 PE 为 63 倍、55 倍和 42 倍。首次关注，给予“强烈推荐”的评级。

风险提示：

国家航空发动机重大专项政策落地不达预期；

公司航空发动机研发进度不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	5978	6404	22078	25474	29487	营业收入	7104	7927	26496	30751	35753
货币资金	1835	1672	6359	7380	8581	营业成本	6012	6745	22664	26059	30102
应收账款	1362	1337	5081	5897	6857	营业税金及附加	9	9	34	40	46
其他应收款	42	54	179	208	241	营业费用	97	94	344	400	488
预付款项	306	299	299	299	299	管理费用	495	504	1855	2153	2503
存货	2231	2701	9066	10424	12041	财务费用	130	133	371	703	815
其他流动资产	0	19	19	19	19	资产减值损失	33.85	54.81	150.00	160.00	170.00
非流动资产合计	2520	2542	2271	1993	1715	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37	24	24	24	24	投资净收益	-5.20	-11.83	0.00	0.00	0.00
固定资产	1896.43	1863.67	1738.41	1605.93	1370.16	营业利润	322	375	1077	1237	1628
无形资产	410	420	378	336	294	营业外收入	25.11	23.63	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.00	11.99	12.00	12.00	12.00
资产总计	8498	8946	24348	27467	31202	利润总额	343	387	1095	1255	1646
流动负债合计	3560	3967	17948	20655	23852	所得税	59	57	164	188	247
短期借款	1900	1587	11709	13598	15830	净利润	284	329	931	1067	1399
应付账款	716	699	2484	2856	3299	少数股东损益	-7	0	10	10	10
预收款项	177	157	157	157	157	归属母公司净利润	292	330	921	1057	1389
一年内到期的非	38	75	75	75	75	EBITDA	1062	1139	1719	2217	2721
非流动负债合计	616	392	594	594	594	EPS (元)	0.27	0.30	0.47	0.54	0.71
长期借款	680	578	578	578	578	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	4176	4359	18542	21249	24446	成长能力					
少数股东权益	102	101	111	121	131	营业收入增长	4.38%	11.59%	234.23%	16.06%	16.26%
实收资本(或股	1090	1090	1949	1949	1949	营业利润增长	8.38%	16.37%	187.35%	14.81%	31.67%
资本公积	2389	2404	2404	2404	2404	归属于母公司净利润	179.23%	14.73%	179.23%	14.73%	31.51%
未分配利润	665	877	951	1036	1147	获利能力					
归属母公司股东	4220	4486	5680	6082	6610	毛利率(%)	15.37%	14.91%	14.46%	15.26%	15.81%
负债和所有者权	8498	8946	24333	27452	31187	净利率(%)	4.00%	4.15%	3.51%	3.47%	3.91%
现金流量表						总资产净利润(%)		3.43%	3.69%	3.78%	3.85%
						ROE(%)	6.91%	7.35%	16.21%	17.37%	21.02%
经营活动现金流	177	318	-5406	650	815	偿债能力					
净利润	284	329	931	1067	1399	资产负债率(%)	49%	49%	76%	77%	
折旧摊销	610.59	630.28	0.00	277.81	277.81	流动比率		1.61	1.23	1.23	1.24
财务费用	130	133	371	703	815	速动比率		0.93	0.72	0.73	0.73
应付帐款的变化	0	0	-3744	-816	-959	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.84	0.91	1.59	1.19	1.22
投资活动现金流	-183	-282	-149	-160	-170	应收账款周转率	5	6	8	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.49	11.20	16.65	11.52	11.62
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-5	-12	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.47	0.54	0.71
筹资活动现金流	-19	-175	10241	531	555	每股净现金流(最新	-0.02	-0.13	2.41	0.52	0.62
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.87	4.12	2.91	3.12	3.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	859	0	0	P/E	110.15	99.13	62.93	54.85	41.71
资本公积增加	0	14	0	0	0	P/B	7.68	7.22	10.20	9.53	8.77
现金净增加额	-25	-139	4687	1021	1200	EV/EBITDA	31.24	28.96	37.21	29.24	24.20

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

赵炳楠

哈尔滨工业大学工学硕士，2007-2013 年在航天五院从事卫星设计工作，2014 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究。

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。