

# 对航发动力的三点思考

## ——航发动力（600893）事件点评

2017年10月25日

强烈推荐/维持

航发动力

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn	010-66554142

### 事件：

航发集团董事长曹建国刚刚当选中央候补委员。在为数不多的军工央企中，成立时间不长的航发集团能够跻身中候补委员行列，无疑体现了国家对航空发动机产业的高度重视。航空发动机是大国重器，国家重金支持，决心突破这一难关。**空军的计划是在十三五末要全面实现三代动力的自我保障。**同时，航空发动机又是典型的军民融合产品，国内军民用市场空间高达2500亿元。未来的3年是见证太行等国产发动机放量突破的新时代。三年有较大变化，五年脱胎换骨——这是国务院对航发集团的殷殷嘱托。以下是我们对航发动力（600893）中长期投资价值的三点思考。

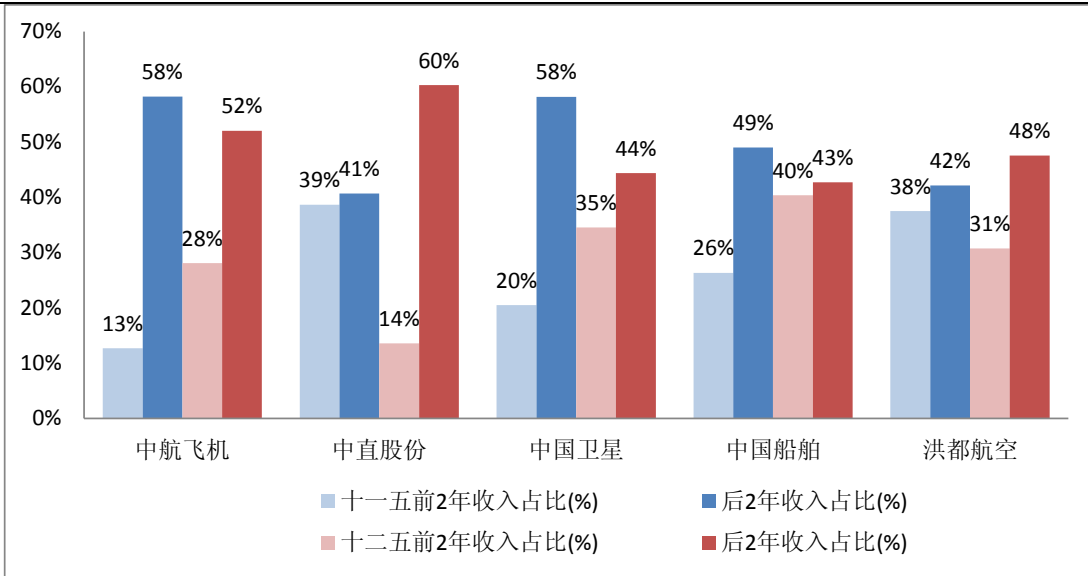
### 观点：

- **1、未来成长的确定性。**航发动力的稀缺性和独特性十分突出。公司具有稳定的业绩增长预期，而且十分确定，不受经济形势等外部局势的影响。这种确定性在“两机专项”的支撑下是唯一的。可以从两方面考虑：
  - 一是2016年5月，中国航发集团从中航工业体系分离出来，是在国企合并潮的背景下成立一家独立的军工央企。航发集团董事长曹建国刚刚当选中央候补委员，这体现了国家对航空发动机的高度重视。“飞发分离”既是在顶层设计层面充分反映了国家对于航空发动机产业的战略重视高度，也顺应了产业发展规律；同时，“两机专项”超过1000亿的专项资金支持也从可执行落地层面给予了航发集团前所未有的确定性支撑！
  - 二是在未来宏观经济增速趋于平稳的趋势下，资源必然向具备高抗风险能力的大中型企业集中。

**2、业绩释放在五年计划第3-5年加速，型号进度超预期。**核心军品类企业往往周期性较强，根据军方五年一个周期的订单计划进行产品交付。根据我们对市场上军工总装类公司过去两个五年周期的统计，**军工总装企业的业绩释放往往从第三年开始加速，往往后3年收入及利润占五年总体的70%-75%，后2年这一数据则为50%左右。**

据统计，五年周期中往往第一年释放的收入/净利润比例在11%/12%左右，以2016年航发动力归母净利润8.9亿元为例，按照均值水平进行推演，假设后3年净利润释放节奏分别为20%、25%、30%，则2018年净利润规模或有望达14.8亿元。这还没有考虑目前100亿元增发方案实施对财务费用的积极影响。

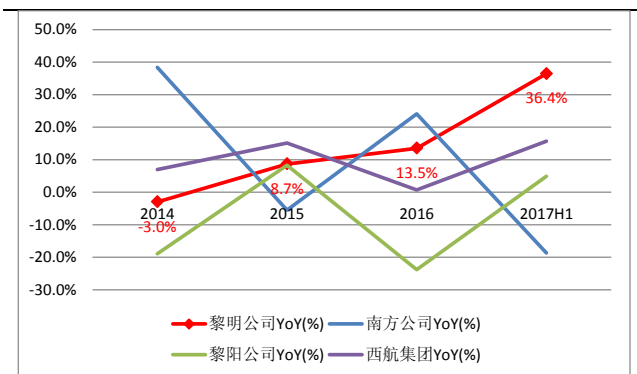
图 1：过去十年军工总装类公司的业绩释放节奏



资料来源: wind, 东兴证券研究所

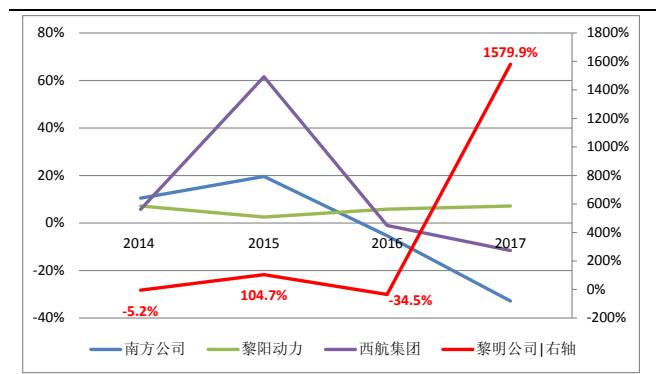
目前, 太行系列发动机逐步成熟, 关键指标千小时故障次数、平均无故障间隔时间或已超越进口俄制发动机, 实际情况可从承担太行发动机生产的沈阳黎明发动机总装厂的业绩变化管中窥豹。黎明公司 2017 上半年收入占航发动力总收入达 48.9%, 2015-2017H1 航空产品收入分别同比增长 6.5%/ 15.7%/ 41.4%, 业绩加速增长的趋势明显, 与涡扇 10 系列发动机成熟后批量列装后逐步进行国产化替代的假设相互印证。我们预测, 到十三五末, 航发动力的三代发动机收入要比现在翻一番。

图 2: 2014-2017H1 公司各主机厂收入增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 3: 2013-2017H1 公司各主机厂利润总额增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

➤ **3. 受益于未来军品定价规则的改革落地。**我国目前总装类军工上市公司的平均净利率大致在2.3%左右, 分系统类军工上市公司平均净利率6.5%, 我们整理过包含洛马、GE等在内的国外9家大型军工上市公司的净利润水平, 均值为7.9%, 也远高于航发动力2016年净利率水平4.1%。保守预计, 未来10年航发动力受益于军品定价规则的改革, 净利率从目前的4%左右提升一倍至8%的可能性是很大的, 这将释放巨大的潜在利润。

### 结论：

从长期看，军工总装类公司的蓝筹属性和资产稀缺价值将日益增强。总装类公司具有足够的产品批量、可观的业务规模与完整的生产体系，进而在国家军工研制体系中占据主导和引领的地位，最终表现为加速的外延式增长，进而充分享有国防现代化的巨大市场机遇。

### 风险提示：

航空发动机型号成熟进度不及预期；公司业绩释放不及预期

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	26917	27227	29581	34360	41635	<b>营业收入</b>	10036	22217	24490	28623	34892
货币资金	9016	5933	6539	7643	9317	<b>营业成本</b>	8857	17883	19193	22339	27171
应收账款	4084	6368	7020	8205	10002	营业税金及附加	31	43	61	72	87
其他应收款	276	195	215	251	306	营业费用	205	219	245	401	576
预付款项	1005	1045	1083	1128	1182	管理费用	2103	2222	3429	4150	4955
存货	11254	12163	13055	15194	18481	财务费用	967	821	522	400	515
其他流动资产	47	74	74	74	74	资产减值损失	130.86	123.62	120.00	120.00	120.00
<b>非流动资产合计</b>	20701	22118	20864	19059	17273	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1259	1181	1200	1200	1200	投资净收益	300.95	84.03	80.00	80.00	80.00
固定资产	11068.9	13196.	16236.	14631.	13025.	<b>营业利润</b>	1060	988	999	1221	1548
无形资产	2241	2197	1977	1779	1601	营业外收入	274.58	211.14	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	477	714	600	600	600	营业外支出	21.05	33.92	24.14	26.37	28.15
<b>资产总计</b>	47618	49345	50445	53418	58908	<b>利润总额</b>	1314	1165	1175	1395	1720
<b>流动负债合计</b>	26053	29422	24932	28202	34071	所得税	238	249	129	153	189
短期借款	9740	10508	5350	6715	9659	<b>净利润</b>	1076	916	1046	1241	1530
应付账款	4323	6286	6654	7744	9419	少数股东损益	43	25	44	37	36
预收款项	2341	846	846	846	846	归属母公司净利润	1033	891	1001	1204	1495
一年内到期的非流	737	1856	1856	1856	1856	EBITDA	5302	5051	3347	3425	3847
<b>非流动负债合计</b>	3340	1042	6865	6865	6865	<b>BPS (元)</b>	0.53	0.46	0.51	0.62	0.77
长期借款	6213	5192	5192	5192	5192	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	29393	30464	31797	35067	40936	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3164	3269	3314	3351	3387	营业收入增长	14.25%	121.37	10.23%	16.88%	21.90%
实收资本(或股本)	1949	1949	1949	1949	1949	营业利润增长	10.34%	-6.84%	1.11%	22.25%	26.73%
资本公积	9847	9862	9862	9862	9862	归属于母公司净利润	12.41%	-13.80	12.41%	20.25%	24.14%
未分配利润	3017	3542	2923	2178	1253	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	15061	15612	15426	15092	14678	毛利率(%)	11.75%	19.51%	21.63%	21.95%	22.13%
<b>负债和所有者权</b>	47618	49345	50445	53418	58908	净利率(%)	10.72%	4.12%	4.27%	4.34%	4.39%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利润(%)	14.15%	2.17%	1.81%	1.98%	2.25%
<b>经营活动现金流</b>	2940	-1924	2373	1716	1195	ROE(%)	6.86%	5.71%	6.49%	7.98%	10.18%
净利润	1076	916	1046	1241	1530	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	3274.4	3241.2	0.00	1605.8	1605.8	资产负债率(%)	62%	62%	63%	66%	69%
财务费用	967	821	522	400	515	流动比率			1.19	1.22	1.22
应收账款减少	0	0	-651	-1185	-1797	速动比率			0.66	0.68	0.68
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-2194	-2134	-611	-40	-40	总资产周转率	0.22	0.46	0.49	0.55	0.62
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	2	4	4	4	4
长期股权投资减少	0	0	-13	0	0	应付账款周转率	2.11	4.19	3.79	3.98	4.07
投资收益	301	84	80	80	80	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	1806	975	-1156	-573	519	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.46	0.51	0.62	0.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	1.31	-1.58	0.31	0.57	0.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.73	8.01	7.92	7.74	7.53
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	148	14	0	0	0	P/E	36.40	66.07	59.15	49.19	39.62
<b>现金净增加额</b>	2551	-3083	607	1104	1674	P/B	3.93	3.79	3.84	3.92	4.03
						EV/EBITDA	12.62	14.03	19.45	19.08	17.32

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。