

经营性业绩低于预期，不改长期看好逻辑

——航发动力（600893）2017年度财报点评

2018年03月30日

强烈推荐/维持

航发动力

财报点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
王习	分析师	执业证书编号：S1480518080001
	Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034	
张高艳	研究助理	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	
张卓琦	研究助理	
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：

公司发布2017年年报，2017全年实现营收225.55亿元，同比增长1.52%；实现归母净利润9.60亿元，同比增长7.78%；扣非后归母净利润5.25亿元，同比下滑27.62%；实现基本每股收益为0.47元，同比增长2.17%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	4,962.64	5,064.77	9,618.27	2,726.15	5,128.35	5,143.22	9,557.29
增长率（%）	-6.66	10.10	0.44	6.01	3.34	1.55	-0.63
毛利率（%）	20.16	20.07	19.21	18.30	21.57	18.32	18.13
期间费用率（%）	14.70	15.11	11.47	24.51	14.54	13.68	12.44
营业利润率（%）	5.11	5.31	6.52	-5.68	6.93	4.52	7.92
净利润（百万元）	213.15	234.35	567.86	-92.99	251.13	218.29	558.91
增长率（%）	-49.88	59.31	3.41	6.40	17.82	-6.85	-1.57
每股盈利（元，单季）	0.10	0.11	0.30	-0.05	0.13	0.09	0.26
资产负债率（%）	63.44	63.80	61.74	61.23	62.42	53.79	42.25
净资产收益率（%）	1.26	1.43	3.85	-0.57	1.58	1.01	2.33
总资产收益率（%）	0.44	0.47	1.14	-0.19	0.50	0.38	0.97

观点：

- ▶ 主业进一步聚焦实现稳步增长，非核心业务持续压缩。公司全年实现营业收入225.55亿元：航空发动机及衍生品收入189.49亿元(+7.46%)，占主营业务收入的85.01%；外贸出口转包收入25.06亿元(-3.95%)，占主营业务收入的11.11%；非航空产品收入8.35亿元(-35.86%)，占主营业务收入的3.88%；其他业务收

入2.65亿元(-60.68%)。公司的核心业务航空发动机及衍生产品实现2014年重组并表后连续第三年的稳步增长, 外贸转包业务基本稳定在25亿元左右, 非航空产品业务则持续收缩, 从2014年的87.23亿元大幅压缩至2017年的8.34亿元, 主业聚焦成效明显。

- ▶ **航空发动机及衍生产品毛利率受制造费用的大幅增长有所下滑, 拖累经营性业绩表现。**2017年公司的航空发动机及衍生产品毛利率为20.33%, 较去年同期下滑0.86pct, 导致扣非后净利润出现较大幅度的下滑。外贸转包业务毛利率8.78%, 较去年同期增加了0.45pct; 非航空产品毛利率17.42%, 较去年同期下降了0.88pct。

经过分析我们发现, 核心产品的毛利率下滑主要是受到制造费用的大幅增加影响, 2017年公司的制造费用为67.28亿元, 较去年同期的48.56亿元同比大幅增长了38.54%, 远远超过公司核心业务收入的增长幅度。制造费用的大幅增长或与公司近年来固定资产投入较大有关, 作为工业制造企业, 部分折旧金额或计入制造费用, 导致制造费用高企、拖累毛利率水平, 2017年公司新增固定资产折旧金额为11.6亿元。

- ▶ **四大发动机主机厂中沈阳黎明增速最快, 印证了太行系列发动机逐步成熟成为公司主力产品。**从四家发动机主机厂的业绩表现来看: 2017年黎明公司实现航空发动机及衍生产品的收入105.17亿元, 同比增长15.27%; 公司本部西航实现营收54.95亿元, 同比增5.31%; 株洲南方公司实现航空发动机及衍生产品收入35.41亿元, 同比微增1.85%; 贵州黎阳实现航空发动机及衍生产品收入21.11亿元, 同比增长3.78%。增速最快的沈阳黎明公司主力产品为太行系列, 随着该系列型号的逐步成熟已成为公司整体业务收入和利润贡献的主要来源, 黎明公司2017年实现利润总额4.26亿元, 占到航发动力利润总额的35.40%。
- ▶ **百亿募资到位, 资产负债表改善显著, 财务费用下调潜力较大。**公司于2017年9月底实施完成96.3亿元的非公开发行用以偿还借款和补充流动资金, 体现在资产负债率改善显著, 从中报时的62.42%下降至3季度末的53.79%再到4季度末的42.25%。我们认为, 资产负债率的改善将直接减少公司的贷款费用, 2017年由于仅影响9-12月份单个季度效果尚不明显, 2018年后轻装上阵的资产负债结构将大大减少财务费用, 积极促进未来的利润空间释放。
- ▶ **增值税调降直接利好公司降低成本, 同时未来将受益于军品定价规则的改革落地。**2018年3月28日, 国务院常务会议决定, 从2018年5月1日起, 将制造业等行业增值税税率从17%降至16%。军工总装企业按规定在总装环节免征增值税, 但其采购一般原材料的成本中含税(配套厂商产品定价中含17%增值税), 过去总装企业无法进行进项税额抵扣, 此次制造业等行业增值税率调低一个百分点, 相当于总装企业降低成本。

目前我国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。

- ▶ **公司的长期成长逻辑具有极高的确定性。**公司是我国三代主战机型发动机的国内唯一供应商, 稀缺性和独特性十分突出, 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”的支撑下也是唯一的。我们认为, 公司业绩目前已处于向上拐点, 同时即将进入“十三五”军品订单交付周期的后半段高峰, 太行系列发动机逐步成熟, 未来几年各个主机厂型号放量将带来的业绩兑现非常值得期待。

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。

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为239.7亿元/257.9亿元/285.4亿元，净利润分别为11.7亿元/13.4亿元/15.7亿元，对应PE分别为52X/46X/39X。维持公司“强烈推荐”投资评级。

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	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	27227	28761	36547	39318	43413	营业收入	10036	22555	23975	25793	28539
货币资金	5933	6812	11987	12896	14269	营业成本	8857	18276	19419	20901	23036
应收账款	6368	6691	7882	8480	9383	营业税金及附加	43	83	96	103	114
其他应收款	195	174	184	198	220	营业费用	219	254	276	297	328
预付款项	1045	509	548	590	636	管理费用	2222	2316	2534	2726	3017
存货	12163	13064	13882	14941	16467	财务费用	821	737	276	196	189
其他流动资产	74	92	92	92	92	资产减值损失	123.62	140.38	120.00	120.00	120.00
非流动资产合计	22118	22925	21415	19562	17728	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1181	1180	1200	1200	1200	投资净收益	84.03	327.54	80.00	80.00	80.00
固定资产	13196	14621	16738	15083	13427	营业利润	988	1190	1334	1530	1814
无形资产	2197	2176	1959	1763	1587	营业外收入	211.14	48.35	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	714	1014	600	600	600	营业外支出	33.92	34.13	29.70	32.58	32.14
资产总计	49345	51685	57962	58880	61141	利润总额	1165	1204	1504	1697	1982
流动负债合计	29422	25347	25331	26543	29156	所得税	249	269	316	356	416
短期借款	10508	6314	5033	4643	5206	净利润	916	935	1188	1341	1566
应付账款	6286	5795	6073	6536	7204	少数股东损益	25	-25	14	5	-2
预收款项	846	1598	2317	3091	3947	归属母公司净利润	891	960	1174	1336	1568
一年内到期的非流	1856	118	118	118	118	EBITDA	5051	5261	3483	3577	3835
非流动负债合计	1042	-3510	3030	3030	3030	BPS (元)	0.46	0.47	0.52	0.59	0.70
长期借款	5192	1420	1420	1420	1420	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	30464	21837	28361	29573	32186	成长能力					
少数股东权益	3269	4056	4071	4076	4074	营业收入增长	14.25%	124.73	6.30%	7.58%	10.65%
实收资本(或股本)	1949	2250	2250	2250	2250	营业利润增长	-6.84%	20.47%	12.05%	14.72%	18.58%
资本公积	9862	19129	19129	19129	19129	归属于母公司净利润	22.26%	7.78%	22.26%	13.82%	17.34%
未分配利润	3542	4182	3442	2599	1611	获利能力					
归属母公司股东权	15612	25792	25701	25402	25052	毛利率(%)	11.75%	18.97%	19.00%	18.97%	19.28%
负债和所有者权	49345	51685	57962	58880	61141	净利率(%)	9.13%	4.15%	4.96%	5.20%	5.49%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	-1924	973	2021	3170	2957	偿债能力					
净利润	916	935	1188	1341	1566	资产负债率(%)	62%	42%	49%	50%	53%
折旧摊销	3241.2	3333.6	0.00	1655.4	1655.4	流动比率	0.93	1.13	1.44	1.48	1.49
财务费用	821	737	276	196	189	速动比率	0.51	0.62	0.89	0.92	0.92
应收账款减少	0	0	-1191	-598	-903	营运能力					
预收帐款增加	0	0	719	774	856	总资产周转率	0.21	0.45	0.44	0.44	0.48
投资活动现金流	-2134	-1706	-406	-40	-40	应收账款周转率	2	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.89	3.73	4.04	4.09	4.15
长期股权投资减少	0	0	-71	0	0	每股指标(元)					
投资收益	84	328	80	80	80	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.47	0.52	0.59	0.70
筹资活动现金流	975	1480	3560	-2221	-1544	每股净现金流(最新)	-1.58	0.33	2.30	0.40	0.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.01	11.46	11.42	11.29	11.14
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	301	0	0	0	P/E	36.40	58.15	52.39	46.03	39.22
资本公积增加	14	9267	0	0	0	P/B	3.41	2.38	2.39	2.42	2.45
现金净增加额	-3083	746	5175	909	1373	EV/EBITDA	12.85	11.89	16.10	15.31	14.07

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。

王习

香港理工大学硕士, 四年证券从业经验, 曾任职于中航证券, 长城证券, 2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张高艳

清华大学工学硕士, 2年制造型企业运营管理咨询经验, 2016年加盟东兴证券研究所, 重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士, 3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验, 2017年加盟东兴证券研究所, 关注新三板、军工领域。

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。