

航发动力（600893）年报点评

航空发动机主业稳定增长，经营性现金流显著好转 增持（首次）

2018年3月30日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 周佳莹

zhoujy@dwzq.com.cn

事件：2018年3月30日，公司发布2017年年度报告，2017年公司实现营业收入225.55亿元，同比增长1.52%，归母净利润9.60亿元，同比增长7.78%。

投资要点

■ 2017年航空发动机主业稳定增长

2017年，公司实现营业收入225.55亿元，同比增长1.52%，归母净利润9.60亿元，同比增长7.78%，扣非归母净利润5.25亿元，同比下降27.62%。

分产品看，航空发动机及衍生产品实现收入189.49亿元，同比增长7.46%，占比84.01%，毛利率20.33%（-0.86pct），收入提升原因主要是航空发动机及衍生产品订单及任务量增大，毛利率下降主要原因是成本占比最大的直接材料同比增加（成本占比60.86%，同比增长12.01%）；外贸出口业务实现收入25.06亿元，占比11.11%，同比下降3.94%，毛利率8.78%（+0.45pct）；非航空产品及其他实现收入8.35亿元，占比3.70%，同比下降35.86%，毛利率17.42%（-0.88pct）。

费用方面，2017年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为1.12%、10.27%、3.27%，同比分别+0.13pct、+0.27pct、-0.43pct。

利润方面，2017年公司实现归母净利润9.60亿元，同比增长7.78%，扣非归母净利润5.25亿元，同比下降27.62%。二者差距较大的原因在于由于公司本年处置子公司导致投资收益增加，非经常损益项目中的非流动资产处置损益大幅增长，2017年为2.58亿元，上年同期为-337万元。

从子公司层面看，2017年公司3个主要的子公司黎明公司、南方公司和黎阳动力的航空发动机及衍生品业务都实现了增长，其中黎明公司增速较快为15.27%。

整体上看，公司2017年经营状况良好，航空发动机主业稳定增长，受直接材料影响毛利率有所下降，由于处置资产收益增长，归母净利润依然保持增长。

■ 经营性现金流情况显著好转

2017年，公司的经营性净现金流为9.73亿元，同比增加150.55%，主要原因是军品货款、预收款收到的现金增加。一直以来军工企业普遍回款慢、应收账款多，因而存在坏账风险，2014年以来军队改革的实施导致军工企业回款速度更慢，我们认为从航发动力的年报数据可以看出，自2017年开始，随着军队改革逐渐进入尾声，主机厂的现金流情况已经好转。

■ 从关联交易看新飞机发动机列装情况

公司生产的用于装配新飞机的发动机主要销售给中航工业集团下属各军机主机厂，因此从公司与中航工业集团的关联交易可以看出每年装配新飞机的发动机的销售情况。根据公告，2016年公司向中航工业集团销售商品的关联交易金额为56.76亿元，2017年为55.98亿元。我们认为2017年该项关联交易金额下降原因在于，随着二代机的逐渐停产使公司部分旧型号发动机需求下降。2018年公司预计该项关联交易金额为54.39亿元，我们认为公司预计的数额较为保守，主要因为2018年及以后二代机的影响将减弱，同时随着三代机、四代机的继续列装以及发动机国产化率的提升，公司配备新飞机的发动机收入有望快速增长。2017年初公司预计的该项关联交易金额为49亿元，年报中的全年实际金额为55.98亿元，整体上我们认为2018年全年该项关联交易金额仍有提升空间。

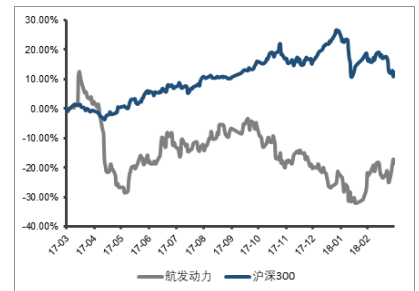
■ 盈利预测与投资建议

我们认为，公司作为国内航空发动机龙头企业，将长期受益于我国先进军用飞机的持续列装，具有良好的成长性，我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为10.82亿元、12.60亿元、15.02亿元，每股收益为0.48元、0.56元、0.67元，基于公司业务的高成长性和公司作为航空发动机龙头的稀缺性，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示：

新型号发动机研制进度不及预期；下游军机机型列装进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	27.33
一年最低/最高价	22.10/38.59
市净率（倍）	2.43
流通A股市值（百万元）	53231.46

基础数据

每股净资产（元）	11.46
资产负债率（%）	42.25
总股本（百万股）	2249.84
流通A股（百万股）	1947.73

1. 2017 年航空发动机主业稳定增长

2017 年，公司实现营业收入 225.55 亿元，同比增长 1.52%，归母净利润 9.60 亿元，同比增长 7.78%，扣非归母净利润 5.25 亿元，同比下降 27.62%。

分产品看，航空发动机及衍生产品实现收入 189.49 亿元，占比 84.01%，同比增长 7.46%，毛利率 20.33% (-0.86pct)，收入提升原因主要是航空发动机及衍生产品订单及任务量增大，毛利率下降主要原因是成本占比最大的直接材料同比增加（成本占比 60.86%，同比增长 12.01%）；外贸出口业务实现收入 25.06 亿元，占比 11.11%，同比下降 3.94%，毛利率 8.78% (+0.45pct)；非航空产品及其他实现收入 8.35 亿元，占比 3.70%，同比下降 35.86%，毛利率 17.42% (-0.88pct)，收入下降主要是公司退出风险较高的非航业务和物流业务。

费用方面，2017 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.12%、10.27%、3.27%，同比分别+0.13pct、+0.27pct、-0.43pct。销售费用率上升主要原因是销售服务费和低值易耗品摊销增加；管理费用率上升主要原因是研究与开发费、折旧费、水电费和绿化费较上年同期增加；财务费用率下降主要因为本年执行新的政府补助准则，财政贴息采用净额法核算，冲减当期财务费用。

利润方面，2017 年公司实现归母净利润 9.60 亿元，同比增长 7.78%，扣非归母净利润 5.25 亿元，同比下降 27.62%。二者差距较大的原因在于由于公司本年处置子公司导致投资收益增加，非经常损益项目中的非流动资产处置损益大幅增长，2017 年为 2.58 亿元，上年同期为-337 万元。

图表 1：2017 年公司处置资产情况

董事会通过日期	交易资产	交易价格	进度
2017 年 5 月 12 日	中航资本股票 22,261,890 股	1.24 亿元	尚待国资委批复后提交公司股东大会审议
2017 年 9 月 20 日	株洲易力达机电有限公司股权 28.80%	6480.13 万元	已完成工商变更手续
2017 年 11 月 6 日	上海黎明飞浦工贸有限公司 100%股权	14049 万元	已完成工商变更手续
2017 年 12 月 25 日	深圳三叶精密机械股份有限公司 80%股权	9667.47 万元	已完成工商变更手续

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从子公司层面看，2017 年公司 3 个主要的子公司黎明公司、南方公司和黎阳动力的航空发动机及衍生品业务都实现了增长，其中黎明公司增速较快为 15.27%。

图表 2：2017 年公司三个主要子公司业绩情况（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	
黎明公司	航空发动机及衍生产品收入	78.85	91.24	105.17
	增速	6.52%	15.71%	15.27%
	外贸转包生产收入	5.15	6.10	6.83
	增速	9.23%	18.40%	11.97%
	非航空产品及其他收入	3.87	0.49	0.47
	增速	89.50%	-87.22%	-5.55%

	营业总收入	87.87	99.72	114.13
	增速	8.68%	13.48%	14.46%
	利润总额	6.44	4.22	4.26
	增速	104.72%	-34.50%	1.07%
南方公司	航空发动机及衍生产品收入	27.91	35.75	36.41
	增速	-7%	28.09%	1.85%
	非航空产品及其他收入	1.42	1.18	1.20
	增速	-13%	-16.94%	1.18%
	营业总收入	32.03	39.74	38.45
	增速	-5.48%	24.09%	-3.24%
	利润总额	2.91	2.76	2.96
	增速	19.56%	-5.35%	7.41%
黎阳动力	航空发动机及衍生产品收入	25.28	20.34	21.11
	增速	16.66%	-19.52%	3.78%
	外贸转包生产收入	1.38	0.01	
	增速	-53.38%	-99.26%	
	非航空产品及其他收入	1.08		
	增速	16.92%		
	营业总收入	27.74	21.13	22.07
	增速	8.27%	-23.83%	4.45%
	利润总额	0.72	0.76	1.11
	增速	2.51%	5.84%	45.90%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

整体上看，公司 2017 年经营状况良好，航空发动机主业稳定增长，受直接材料影响毛利率有所下降，由于处置资产收益增长，归母净利润依然保持增长。

2. 经营性现金流情况显著好转

2017 年，公司的经营性净现金流为 9.73 亿元，同比增加 150.55%，主要原因是军品货款、预收款收到的现金增加。下表为从净利润推导的经营性净现金流，可以看出 2017 年的经营性净现金流比 2016 年大幅增长，主要原因在于加回项目中的应收账款减少，2016 年应收账款增加 25.34 亿元，2017 年减少 2.22 亿元。一直以来军工企业普遍回款慢、应收账款多，因而存在坏账风险，2014 年以来军队改革的实施导致军工企业回款速度更慢，我们认为从航发动力的年报数据可以看出，自 2017 年开始，随着军队改革逐渐进入尾声，主机厂的现金流情况已经好转。

图表 3：从净利润推导的经营性净现金流（亿元）

		2016	2017
净利润		9.16	9.35
加回项目	资产减值准备	1.24	1.40
	固定资产折旧	10.45	11.57
	无形资产摊销	1.25	1.34
	长期费用摊销	0.07	0.09

	资产处置损失	0.23	0.18
	财务费用	9.16	8.38
	投资损失	-0.84	-3.28
	递延所得税资产减少	0.13	0.36
	递延所得税负债增加	-0.01	0.05
	存货减少	-8.98	-9.14
	应收减少	-25.34	2.22
	应付增加	-15.75	-12.82
	经营性净现金流	-19.24	9.73

资料来源：wind，东吴证券研究所

3. 从关联交易看新飞机发动机列装情况

公司的航空发动机产品可分为用于装配新产飞机的发动机和备用发动机，一般来说用于装配新飞机的发动机主要销售给中航工业集团下属各军机主机厂，备用发动机直接由军方采购，因此从公司与中航工业集团的关联交易可以看出每年装配新飞机的发动机的销售情况。根据公告，2016年公司向中航工业集团销售商品的关联交易金额为56.76亿元，2017为55.98亿元。目前我国正处于新一代军用飞机快速列装的时期，但公司的关联交易金额小幅下降，我们认为原因在于随着二代机的逐渐停产使公司部分旧型号发动机需求下降。2018年公司预计该项关联交易金额为54.39亿元，我们认为公司预计的数额较为保守，主要因为2018年及以后二代机的影响将减弱，同时随着三代机、四代机的继续列装以及发动机国产化率的提升，公司配备新飞机的发动机收入有望快速增长。2017年初公司预计的该项关联交易金额为49亿元，年报中的全年实际金额为55.98亿元，整体上我们认为2018年全年该项关联交易金额仍有提升空间。

图表4：公司关联交易情况（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018 预计
向航发集团销售商品的关联交易金额			10.4	10.64	19.22
向中航工业销售商品的关联交易金额			56.76	55.98	54.39
销售商品关联交易总金额	72.81	58.93	67.16	66.62	73.61
航空发动机及衍生品收入	149.84	162.14	176.33	189.49	
销售商品关联交易金额占航空发动机及衍生品收入比例	48.59%	36.35%	38.09%	35.16%	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2018年预计数据来自公司2018年1月5日发布的公告《中国航发动力股份有限公司关于2018年度与实际控制人及其下属关联方之持续性关联交易的公告》，公司预计2018全年向航发集团销售商品的关联交易金额为19.22元，向中航工业销售商品的关联交易金额为54.39元。

4. 盈利预测与投资建议

我们对于公司各项业务的收入和毛利率预测假设如下：

航空发动机及衍生产品方面，我们认为自 2018 年起二代机停产的影响将减弱，同时随着三代机、四代机的继续列装以及发动机国产化率的提升，公司业务将较快增长，同时随着产品结构以三代机发动机为主，毛利率也将逐渐提升，假设该项业务 2018-2020 增速为 15%、18%、20%，毛利率为 20.5%、20.7%、20.9%；

外贸转包生产方面，我们认为 2017 年收入有所下降，主要是由于公司的成本优势不再突出，随着公司转变对外合作战略，提升产品质量，我们认为该项业务 2018 年起将稳定增长，假设 2017-2019 年增速为 10%，毛利率与 2017 年保持平稳为 8.78%；

非航空产品和其他业务方面，我们认为在“瘦身健体”战略下，公司的非航空发动机业务都将继续萎缩，假设两项业务 2017-2019 收入增速为-50%，毛利率逐渐下降。

图表 5：公司各项业务的收入和毛利率预测假设（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
航空发动机制造及衍生产品	17633.16	18949.32	21791.72	25714.23	30857.07
YoY	8.75%	7.46%	15.00%	18.00%	20.00%
毛利率	21.19%	20.33%	20.50%	20.70%	20.90%
外贸转包生产	2608.85	2505.93	2756.52	3032.18	3335.39
YoY	6.00%	-3.94%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	8.33%	8.78%	8.78%	8.78%	8.78%
非航空产品及其他	1301.41	834.76	417.38	208.69	104.35
YoY	-69.40%	-35.86%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
毛利率	18.30%	17.42%	17.20%	17.10%	10.00%
其他业务	673.87	264.99	132.50	66.25	33.12
YoY	22.16%	-60.68%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
毛利率	21.10%	22.97%	22.80%	22.70%	22.60%
收入合计	22217.29	22555.00	25098.12	29021.34	34329.93
YoY	-5.38%	1.52%	11.28%	15.63%	18.29%
毛利润合计	4334.06	4278.71	4811.32	5639.79	6759.90
综合毛利率	19.51%	18.97%	19.17%	19.43%	19.69%

资料来源：wind，东吴证券研究所

我们认为，公司作为国内航空发动机龙头企业，将长期受益于我国先进军用飞机的持续列装，具有良好的成长性，我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 10.82 亿元、12.60 亿元、15.02 亿元，每股收益为 0.48 元、0.56 元、0.67 元，基于公司业务的高成长性和公司作为航空发动机龙头的稀缺性，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

新型号发动机研制进度不及预期；下游军机机型列装进度不及预期。

航发动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	28760.6	32011.1	36858.7	43565.9	营业收入	22555.0	25230.6	29220.1	34561.8
现金	6812.5	7747.0	9176.2	11319.0	营业成本	18275.6	20424.8	23628.9	27916.7
应收款项	8282.4	9022.9	10049.3	11413.0	营业税金及附加	82.6	92.4	102.3	127.9
存货	13064.0	14567.6	16852.9	19911.1	营业费用	253.5	222.0	248.4	304.1
其他	601.7	673.7	780.2	922.8	管理费用	2450.2	2436.7	2848.5	3373.2
非流动资产	22924.6	24078.6	24906.8	25536.4	财务费用	737.2	745.1	856.0	992.7
长期股权投资	1179.5	1179.5	1179.5	1179.5	投资净收益	327.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	17594.1	18820.6	19721.3	20423.6	其他	106.6	72.5	72.5	72.5
无形资产	2176.3	2103.7	2031.2	1958.6	营业利润	1190.2	1382.3	1608.6	1919.8
其他	1974.7	1974.7	1974.7	1974.7	营业外净收支	14.2	0.0	0.0	0.0
资产总计	51685.2	56089.7	61765.4	69102.3	利润总额	1204.4	1382.3	1608.6	1919.8
流动负债	25347.1	28132.4	31644.3	36255.7	所得税费用	269.1	288.9	336.2	402.6
短期借款	6432.0	6500.0	6500.0	6500.0	少数股东损益	-24.7	10.9	12.7	15.2
应付账款	10296.7	11507.6	13312.9	15728.7	归属母公司净利润	960.0	1082.4	1259.7	1502.0
其他	8618.4	10124.8	11831.4	14027.0	EBIT	1627.5	2127.4	2464.6	2912.5
非流动负债	-3510.3	-2010.3	-10.3	2489.7	EBITDA	2919.3	3851.9	4502.9	5216.5
长期借款	1420.3	2920.3	4920.3	7420.3					
其他	-4930.7	-4930.7	-4930.7	-4930.7	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	21836.8	26122.1	31633.9	38745.4	每股收益(元)	0.43	0.48	0.56	0.67
少数股东权益	4056.3	4067.2	4080.0	4095.1	每股净资产(元)	11.46	11.51	11.58	11.67
归属母公司股东权益	25792.1	25900.4	26051.5	26261.8	发行在外股份(百万股)	2249.8	2249.8	2249.8	2249.8
负债和股东权益总计	51685.2	56089.7	61765.4	69102.3	ROIC(%)	3.5%	4.6%	5.2%	6.0%
					ROE(%)	3.7%	4.2%	4.8%	5.7%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	18.6%	18.7%	18.8%	18.9%
经营活动现金流	972.6	3078.8	3404.2	3868.2	EBIT Margin(%)	7.2%	8.4%	8.4%	8.4%
投资活动现金流	-1706.0	-2738.1	-2866.4	-2933.7	销售净利率(%)	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
筹资活动现金流	1479.8	593.8	891.5	1208.2	资产负债率(%)	42.2%	46.6%	51.2%	56.1%
现金净增加额	720.9	934.5	1429.3	2142.8	收入增长率(%)	1.5%	11.9%	15.8%	18.3%
折旧和摊销	1291.7	1724.5	2038.3	2304.0	净利润增长率(%)	7.8%	12.8%	16.4%	19.2%
资本开支	-1585.1	-2738.1	-2866.4	-2933.7	P/E	64.05	56.80	48.81	40.94
营运资本变动	162.1	260.9	93.6	47.0	P/B	2.38	2.37	2.36	2.34
企业自由现金流	1490.3	930.1	1214.9	1719.1	EV/EBITDA	28.54	22.74	20.68	19.21

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

