

航发动力(600893): 市场化债转 股降杠杆,三家子公司同时受益

2019 年 07 月 23 日 强烈推荐/首次 航发动力 公司报告

报告摘要:

事件:

航发动力7月19日晚披露发行股份购买资产预案,公司拟引入六家机构以现金及债权方式对三家子公司增资,同时中国航发以国拨资金形成的国有独享资本公积合计19.8亿元对黎明公司、黎阳动力、南方公司增资并取得其股权。

我们的观点:

1、市场化债转股先增资再收购三家子公司全部股权。

具体方案为,国发基金、国家军民融合产业投资基金、交银投资、鑫麦穗投资、中国东方、工融金投以现金及债权方式向三家黎明公司、黎阳动力、南方公司增资,国发基金、国家军民融合产业投资基金、交银投资、鑫麦穗投资、中国东方、工融金投合计出资 65 亿元。同时,中国航发以国拨资金形成的国有独享资本公积合计 19.8 亿元对黎明公司、黎阳动力、南方公司增资并取得其股权。本次增资完成后,航发动力拟分别向中国航发、国发基金、国家军民融合产业投资基金、交银投资、鑫麦穗投资、中国东方、工融金投发行股份收购其持有的黎明公司、黎阳动力、南方公司全部股权。本次发行股份的价格为定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%,即 20.56 元/股。

2、公司资产负债率和财务费用有望改善,三家子公司归母净利润有望提高。 2018 年公司资产负债率为 43%, 财务费用 4.21 亿, 而利息费用高达 4.58 亿元。公司通过市场化债转股,资产负债率有望显著降低并节约利息费用支出,流动性风险得以明显缓解。合理的资产负债结构有利于上市公司可持续发展,巩固在行业内的龙头地位。与此同时,黎明公司、黎阳动力和南方公司经营业绩的改善以及财务负担减轻效用体现,有助于提升上市公司归属于母公司所有者净资产和净利润规模,为上市公司全体股东创造更多价值。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入(百万元)	22, 555. 0	23, 102. 02	25, 117. 4	27, 959. 4	31, 360. 5	
增长率 (%)	1. 52%	2. 43%	8. 72%	11. 31%	12. 16%	
归母净利润 (百万元)	935. 34	1, 083. 55	1, 291. 98	1, 591. 64	1, 798. 93	
增长率 (%)	2. 11%	15. 85%	19. 24%	23. 19%	13. 02%	
净资产收益率(%)	3. 72%	4. 03%	4. 58%	5. 55%	6. 11%	
每股收益(元)	0. 47	0. 47	0. 57	0. 71	0. 80	
PE	47. 87	47. 87	39. 39	31. 82	28. 28	
РВ	1. 96	1. 92	1. 80	1. 77	1. 73	

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

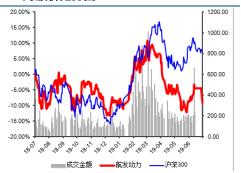
公司是国内大型航空发动机制造基地企业,国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业。公司主要业务分为三类:航空发动机及衍生产品、外贸出口转包业务、非航空产品及其他业务。主要产品和服务有军民用航空发动机整机及部件、民用航空发动机零部件出口、军民用燃气轮机、军民用航空发动机维修保障服务。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间(元)	20.19-28.23
总市值 (亿元)	506
流通市值 (亿元)	438
总股本/流通 A股(万股)	225000/194800
流通 B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.69

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

n
)1
n
)1
n
10

? [│]东兴证券公司报告

航发动力 (600893): 市场化债转股降杠杆, 三家子公司同时受益



3、债转股通过"现金增资偿还债务"会改善公司现金流。有利于公司业务扩张。

公司是国内唯一全品类军用航空发动机生产制造企业,航空发动机产业链长,债转股将对整个产业链的现金流改善产生积极效应。公司由于业务饱满,很多非核心业务采取外包形式,债转股的实施也有助于公司扩大外包,利好上游的配套协作公司,如钢研高纳。

4、公司聚焦主业效果明显。

2018年公司主营业务三大板块中,航空发动机及衍生产品收入同比增长 4.02%,外贸出口收入同比减少 6.59%,非航空产品 及服务业收入同比减少 15.78%。详细来看,航空发动机及衍生产品收入提升原因主要是军品订单增加,毛利率下降主要原因 一是产品结构变化导致整体毛利率下降,军品整机业务、科研销售收入增长,毛利率较高的修理业务下降,二是固定成本中的 人工成本和转固折旧费用增加。非航空产品及其他收入同比减少,主要是聚焦主业,减少附加值较低的非航业务、处置非主业 子公司、导致收入缩减。

5、航空发动机新增和替代市场空间巨大,若干款重点型号发动机有望放量。

目前我国大部分军机已经配套了国产发动机,未来随着几款重点型号发动机研制列装的加速,我国有望实现军机发动机全部国产化的愿景。新增市场方面,我们预测未来歼 16、歼 20、运 20、直 20 这几款重点型号新增发动机市场空间合计为 1730 亿元,假设 15 年内完成列装,则每年新增的航空发动机市场约为 115 亿元人民币。维护和替代市场方面,我们假设目前我国航空发动机总台数为 800 台,使用寿命 10 年,每台发动机价值量为 3000 万元,则每年维护和替代市场空间约为 24 亿元人民币。两者合计每年市场空间约为 140 亿元人民币。

投资建议:

我们预测 2019-2021 年公司净利润为 12. 12 亿元、14. 54 亿元、17. 39 亿元,同比增长 14%、20%、20%, EPS 为 0. 57 元、0. 71 元、0. 80 元,对应当前估计 PE 为 39X/32X/28X,首次覆盖,给予"强烈推荐"评级。

风险提示:

航空产品交付低于预期;军品定价改革影响低于预期。



附表: 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	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
克动资产合计	28761	30268	38033	43507	48925	营业收入	22555	23102	25117	27959	31361
货币资金	6812	4554	10946	12577	14377	营业成本	18276	19029	20722	23039	25848
应收账款	6691	8214	8191	9530	10458	营业税金及附加	83	90	183	157	191
其他应收款	174	194	211	235	264	营业费用	254	214	233	259	291
预付款项	509	686	893	1124	1382	管理费用	2316	1746	1758	1957	2195
存货	13064	14242	15161	17050	19021	财务费用	737	421	579	500	540
其他流动资产	92	108	167	249	348	资产减值损失	140. 38	220. 42	161, 47	174. 09	185. 33
非流动资产合计	22925	23236	20513	19088	17463	公允价值变动收益	0. 00	0. 00	0. 00	0. 00	0. 00
长期股权投资	1180	1402	1402	1402	1402	投资净收益	327. 54	178. 70	0. 00	0. 00	0. 00
固定资产	14621. 9	15000. 2	16524. 5	15277. 0	13604. 4	营业利润	1190	1238	1481	1874	2110
无形资产	2176	2083	1998	1821	1662	营业外收入	48. 35	111. 95	123. 81	94. 70	110. 15
其他非流动资产	1014	1032	1,7,0	0	0	营业外支出	34 13	31 99	33 35	33 16	32 83
资产总计	51685	53504	58547	62595	66388	利润总额	1204	1318	1571	1935	2188
流动负债合计	25347	27959	24069	26725	29843	所得税	269	234	279	344	389
短期借款	6314	5889	0	0	27043	净利润	935	1084	1292	1592	1799
应付账款	5795	6062	6511	7239	8122	少数股东损益	-25	20	7	1	177
预收款项	1598	1572	2577	3695	4950	归属母公司净利润	960	1064	1285	1591	179
一年内到期的非流	118	125	125	125	125	EBITDA	5261	4973	3902	4246	450
非流动负债合计	-3510	-4994	2576	3376		EPS(元)	0. 47	0. 47	0. 57	0. 71	0. 8
长期借款	1420	235	1035	1835	1835	主要财务比率	0.47	0.47	0.57	0.71	0. 8
应付债券	0		1035	1835	1835	-	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	21837	22965	26645	30100	33219	成长能力			20102		
少数股东权益	4056	4110	4117	4118	4127	营业收入增长	1. 52%	2. 43%	8. 72%	11. 31%	12. 169
实收资本(或股本)	2250	2250	2250	2250	2250	营业利润增长	20. 47%	3. 99%	19. 63%	26. 56%	12. 619
资本公积	19129	19089	19967	19967	19967	归属于母公司净利润	20. 47%	23. 80%	20. 80%	23. 80%	12. 50
未分配利润	4182	4914	4856	4783	4702	获利能力	20. 60/0	23. 60/0	20. 60/6	23.60/0	12. 50
日属母公司股东权	25792					毛利率(%)	40.07%	47 (00)	47.50%	47 (00)	47.50
负债和所有者权		26429	28053	28645	29311	净利率(%)	18. 97%	17. 63%	17. 50%	17. 60%	17. 58
现金流量表	51685	53504	58547	<u>62595</u> 单位:	<u>66388</u> 百万元	总资产净利润(%)	4. 15%	4. 69%	5. 14%	5. 69%	5. 74
龙亚加重化	2017A	2018A	2019E	平位. 2020E	2021E	ROE (%)	2. 91%	1. 86%	1. 99%	2. 20%	2. 549
圣营活动现金流						偿债能力	3. 72%	4. 03%	4. 58%	5. 55%	6. 119
净利润	973	1210	4491	2975	3903	资产负债率(%)	400/	400/	4.00	400/	500
折旧摊销	935	1084	1292	1592	1799		42%	43%	46%	48%	509
财务费用	3333. 66	3314. 81	0.00	1672. 55	1672. 55	速动比率	1. 13	1. 08	1. 58	1. 63	1.64
应付帐款的变化	737	421	579	500	540	营运能力	0. 62	0. 57	0. 95	0. 99	1. 0
<u> </u>	0	0	23	-1339		总资产周转率					
	0	0	1005	1118	1254		0. 45	0. 44	0. 45	0. 46	0. 4
受資活动現金流	-1706	-1825	719	-645	-439	之月砂井田社 泰	3	3	3	3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0		3. 73	3. 90	4. 00	4. 07	4. 08
长期股权投资减少 加次此当	0	0	381	0		毎股指标 (元)					
投资收益	328	179	0	0		每股收益(最新摊薄)	0. 47	0. 47	0. 57	0. 71	0. 8
等资活动现金流	1480	-1311	1180	-699	-1664	每股净现金流(最新	0. 33	-0. 86	2. 84	0. 72	0. 80
应付债券增加	0	0	0	0	0		11. 46	11. 75	12. 47	12. 73	13. 03
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	301	0	0	0	0	P/E	47. 87	47. 87	39. 39	31. 82	28. 28
						D /D					
資本公积增加 現金净増加額	9267	-39	878	0	0	P/B EV/EBITDA	1. 96	1. 92	1.80	1. 77	1. 73

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

航发动力 (600893): 市场化债转股降杠杆, 三家子公司同时受益



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。

王习

中央财经大学学士,香港理工大学硕士,六年证券从业经验,历任中航证券、长城证券军工组组长,2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

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:相对弱干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。