

航发动力 (600893)

证券研究报告

2019年12月30日

航空发动机稀缺寡头资产，看好明年业绩回暖机遇

我国军航发动机唯一标的，航空工业/航发集团发动机资产注入而成

航发动力是我国唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军航发动机的企业，是三代主战机型发动机国内唯一供应商，也是国际上能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。公司核心产品和服务有：军民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。

下游需求驱动带来稳健业绩，深度聚焦航空发动机主业

作为我国军民航空发动机及其配件的稀缺资产，公司整体维持了稳健的业绩趋势，同时积极实施主业聚焦战略。2014-2015年军工改革正式启动，“十三五”初期公司业绩触底，2016年营收222亿元，净利润8.9亿元，此后公司业绩开始恢复增长，截至2018年公司营收达到231亿元，同比+2.4%，归母净利润10.64亿元，同比+10.8%，其增速超过营收增速，可见在十三五期间，公司实现了较好的内部体制机制改革，盈利能力持续增强。

2019短期业绩受交付影响放缓，看好短期业绩弹性与中长期大空间

2019年前三季度营收128亿元，同比-7.6%，归母净利润4.13亿元，同比-36.47%；营收增速略有放缓，但存货、研发费用等出现显著的拉升，我们认为公司正处在新老产品迭代期，未来2-3年业绩释放可期。19H1在产品134.81亿元，相比2018年底增加了32.22亿元，而上半年在产品为88.24亿元，是上半年的收入的36.5%。作为国内军航发动机寡头，公司对下游需求预测乐观，未来2-3年业绩望伴随交付恢复。

据10月29日洛马官网消息，五角大楼与洛马签订第12-14批新订单，总量478架，价款达340亿美元，占美国2018年军费总额的340/6488=5.24%。按照同比例估算，我国2018年实际军费开支约2500亿美元，每年花费在新航空装备中的费用约为130亿美元（910亿人民币）。假设发动机在新军机中的价值量为30%，再保守假设，每年已服役飞机航空发动机的替换与维修需求与新飞机发动机价值量完全一致，则每年我国发动机的总产值需求大概在 $(910 \times 30\%) \times 2 = 550$ 亿人民币。相比之下，公司2018年的营收规模仅231亿元，中长期看公司的营收具备翻倍的需求空间。

盈利预测与评级：我们预计，公司2019年业绩或受到短期影响，20-21年公司核心发动机业务将恢复，19-21年营收增速为1%/12%/16%，毛利率为18%/18.1%/18.2%。在此假设下，2019-2021年营收分别为233.3/261.3/303.1亿元，归母净利润分别为11.22/13.91/17.49亿元，EPS为0.5/0.62/0.78元，PE分别为41.4/33.4/26.6x。按照绝对估值法，按照10%的增速假设，公司目标市值为723.34亿元，当前总股本22.5亿股，目标股价32.15元，给予“买入”评级。

风险提示：公司军品交付放缓，核心技术研发不及预期，下游供应链整合进度放缓

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	20.65元
目标价格	32.15元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,249.84
流通A股本(百万股)	1,947.73
A股总市值(百万元)	46,459.29
流通A股市值(百万元)	40,220.55
每股净资产(元)	12.64
资产负债率(%)	41.03
一年内最高/最低(元)	28.40/19.15

作者

李鲁靖	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
许利天	联系人
xulitian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《航发动力-首次覆盖报告:装备制造“核心资产”，坚定看好航发龙头》
2018-01-29

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,555.00	23,102.02	23,332.84	26,132.15	30,313.17
增长率(%)	1.52	2.43	1.00	12.00	16.00
EBITDA(百万元)	3,521.26	3,349.75	3,179.32	3,522.48	3,997.13
净利润(百万元)	959.99	1,063.91	1,122.34	1,390.94	1,749.43
增长率(%)	7.78	10.82	5.49	23.93	25.77
EPS(元/股)	0.43	0.47	0.50	0.62	0.78
市盈率(P/E)	48.40	43.67	41.40	33.40	26.56
市净率(P/B)	1.80	1.76	1.69	1.63	1.57
市销率(P/S)	2.06	2.01	1.99	1.78	1.53
EV/EBITDA	18.11	15.79	16.44	12.32	9.38

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 我国军航发动机唯一标的，航空工业/航发资产注入而成	3
2. 下游需求驱动带来稳健业绩，深度聚焦航空发动机主业	4
2.1. 业绩历年维持稳健，2019 年受交付延迟影响，2020 年恢复可期	4
2.2. 聚焦强军主业调结构，航空发动机产品占比 85%，提升 30 个百分点	6
3. 航空发动机市场广阔，看好公司成长性/经营效率提升	7
3.1. 全球军费趋势上行，中美两国较高增长，核心科技力量将成发展重点	8
3.2. 美国 F-35 航空武器装备投放持续，我国望跟随其发动机投入规模	9
4. 盈利预测与评级：看好短期业绩反弹与中长期成长性	11

图表目录

图 1：航发动力旗下子公司之一-沈阳黎明公司	3
图 2：中航工业发动机集团生产的发动机	3
图 3：公司股权结构及旗下子公司	3
图 4：2014A-2019H1 公司营业总收入及其增速情况	4
图 5：2014A-2019Q3 公司归母净利润及其增速情况	4
图 6：2014A-2019H1 公司存货及其增速情况	4
图 7：2014A-2019H1 公司研发费用及其增速情况	4
图 8：2019 上半年公司存货结构图	5
图 9：历年来公司存货结构，以及占比 Top2 两个子项-原材料、在产品的增速情况	5
图 10：2014-2019H1 公司存货各子项及其变动情况	5
图 11：2014 年公司航空发动机制造及衍生产品占比 56%	6
图 12：2018 年公司航空发动机制造及衍生产品占比高达 85%	6
图 13：2014 年至今公司分板块成长性、盈利性概览	6
图 14：2014-2019Q3 公司毛利率及净利率情况	7
图 15：2014-2019Q3 公司三费占比，19 年受交付影响费用率较高	7
图 16：航空发动机在飞机全寿命周期中，费用占比达到 30%的高位，中后期最高达 50%	7
图 17：2018 年各国军费情况及其增速（单位：亿美元）	8
图 18：洛克希德马丁公司生产的 F-35 战机	9
图 19：普拉特-惠特尼为 F-35 量身打造的 F135 发动机	9
图 20：洛克希德马丁新接五角大楼订单，F-35 第 12-14 批订单总架次高达 478 架，其中 291 架为美国自用，127 架将卖给美国门沟，60 架用于出口外销。	10
图 21：公司 2019-2021 年公司营业总收入、毛利、营收增速假设及其毛利率假设情况	11

1. 我国军航发动机唯一标的，航空工业/航发资产注入而成

航发动力是我国唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军航发动机的企业，是三代主战机型发动机国内唯一供应商，也是国际上能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。航发动力具备涵盖航空发动机全寿命周期的设计、制造、总装、试车整套技术和发动机综合服务保障能力，其核心产品和服务有：**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**。目前，公司的主要业务包括：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。

公司具备发动机领域多年研发生产经验，曾研制生产了我国第一台大推力涡轮喷气发动机、第一台涡轮风扇发动机、第一台舰用燃气轮机燃气发生器，承担过航空、航天、核工业等多项尖端科研试制任务，参与“秦岭”、“太行”等国内多个新型航空发动机的科研、制造任务。

图 1：航发动力旗下子公司之一-沈阳黎明公司



资料来源：CCTV4 中文国际，天风证券研究所

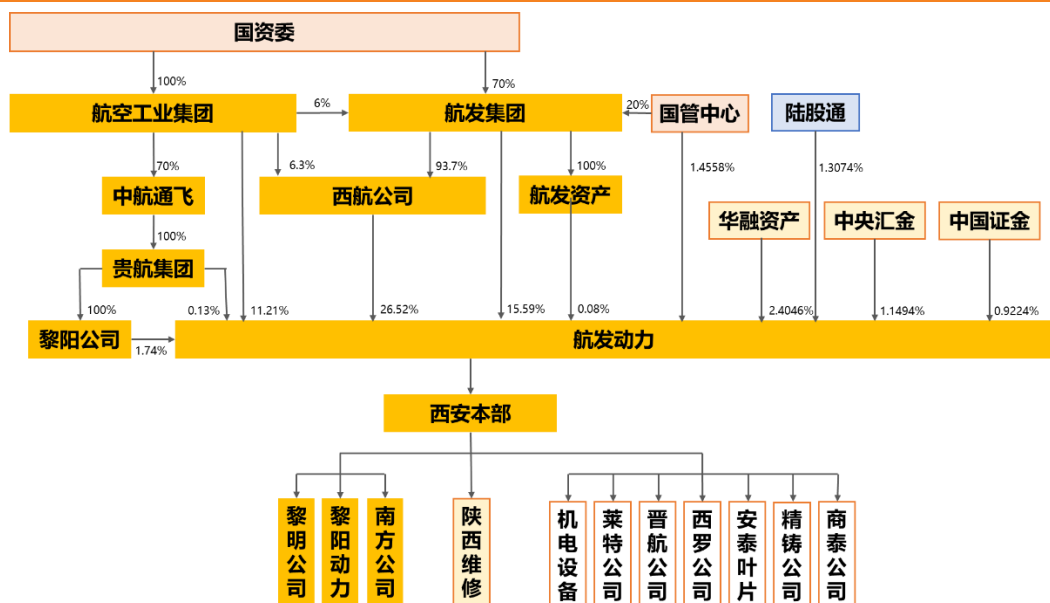
图 2：中航工业发动机集团生产的发动机



资料来源：集团官网，天风证券研究所

航发动力是中航工业、中航发集团旗下资产通过重组注入而形成的公司。2008 年原主体进行重大资产重组，西航集团以航空发动机批量制造等业务及相关资产注入上市公司，公司名称变为航发动力；2014 年公司通过增发将集团多块发动机资产上市公司体内，形成目前公司格局。截至 2019 年底公司旗下包括三家核心子公司（黎明公司、黎阳公司、南方公司）和陕西维修公司，以及其他 7 家军民用零部件公司等。

图 3：公司股权结构及旗下子公司



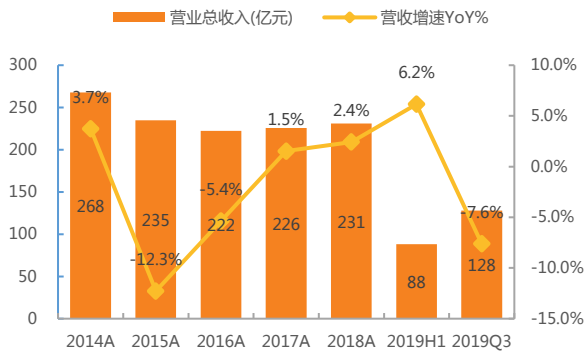
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 下游需求驱动带来稳健业绩，深度聚焦航空发动机主业

2.1. 业绩历年维持稳健，2019 年受交付延迟影响，2020 年恢复可期

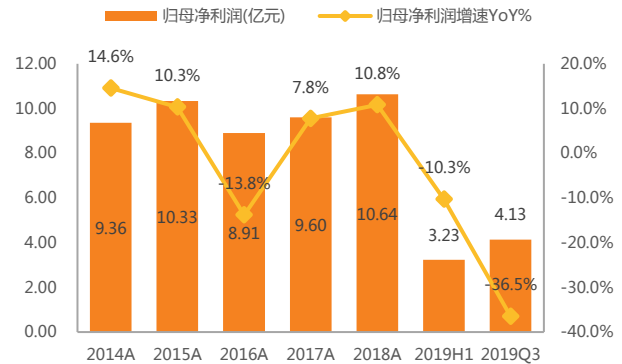
作为我国军民航发动机及其配件的稀缺资产，公司整体维持了稳健的业绩趋势，同时积极实施主业聚焦战略。2014-2015 年军工改革正式启动，“十三五”初期公司业绩触底，2016 年营收 222 亿元，净利润 8.9 亿元，此后公司业绩开始恢复增长，截至 2018 年公司营收达到 231 亿元，同比+2.4%，归母净利润 10.64 亿元，同比+10.8%，增速超过营收增速，可见在十三五期间，公司实现了较好的内部体制机制改革，盈利能力持续增强。

图 4：2014A-2019H1 公司营业总收入及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2014A-2019Q3 公司归母净利润及其增速情况

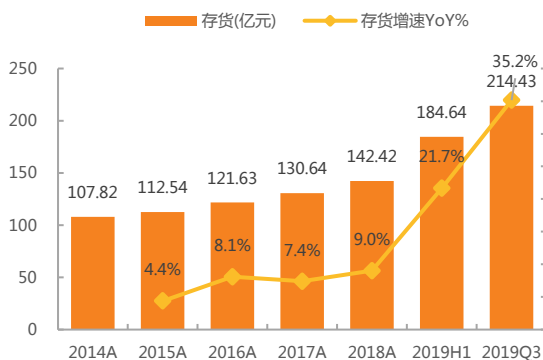


资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年前三季度公司增速略有放缓，存货、研发费用等出现显著的拉升，我们认为，两方面表面上冲突表明，公司正处在新老产品迭代的过渡期，预计未来 2-3 年望迎业绩释放。前三季度营收 128 亿元，同比-7.6%，归母净利润 4.13 亿元，同比-36.5%。

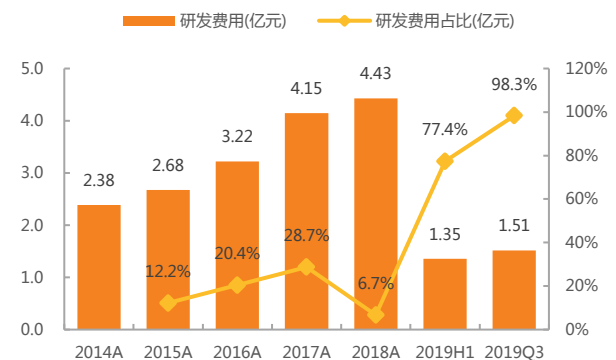
- 从存货端来看，2019 年前三季度相比期初规模增长了超过 70 亿元，我们认为主要是重点型号产品交付延后所致，预计全年业绩放量可期。存货在 2018 年底为 142.42 亿元，2019 上半年增长至 184.64 亿元，同比+21.7%，2019 前三季度存货总额 214.43 亿元，同比出现了 35.2%的较显著增长。
- 从研发费用及其占收入比来看，公司 2014 年至今在研发领域的投入持续加大，针对产品核心技术问题实行重点突破，2014 年公司研发费用 2.38 亿元，2018 年全已增长至 4.43 亿元，基本实现翻倍，此外，2019 年前三季度研发费用 1.35 亿元，新老产品迭代得到侧面印证。

图 6：2014A-2019H1 公司存货及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2014A-2019H1 公司研发费用及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

在产品占比超 70%，原材料近 20%，且从 2018 年底至 2019 上半年在产品增速持续走高。由于军品涉密信息较多，我们主要采用财务指标分析的方法，进一步论证公司为何 2019 年前三季度业绩增速下滑，以及未来 2-3 年公司业绩为何有较大概率恢复增长。从存货结构可以看出，公司的在产品从比例、增速情况看，均从 2018 年开始出现较大变化：

- 2018 年底公司在产品 102.59 亿元，而当年的收入为 231.02 亿元，也就是说，仅在产品单项总额即占到了营业总收入的 50%；
- 进一步看，2019 上半年，公司在产品 134.81 亿元，相比 2018 年底增加了 32.22 亿元，而上半年公司营收为 88.24 亿元，也就是说，上半年的在产品增量是上半年的收入的 36.5%。

一般来说，航空产业链，尤其是军航产业链，通常采用“以销定产”的思路去进行生产。从目前的存货情况我们得知，公司的生产情况并没有因为近年营收增速而停滞，反而是占到收入的较大比重，这证明，作为国内军用航空发动机的寡头企业，航发动力对下游单一客户的需求预测仍较为乐观，我们预计，未来 2-3 年公司成长性有望伴随交付而恢复。

图 8：2019 上半年公司存货结构图

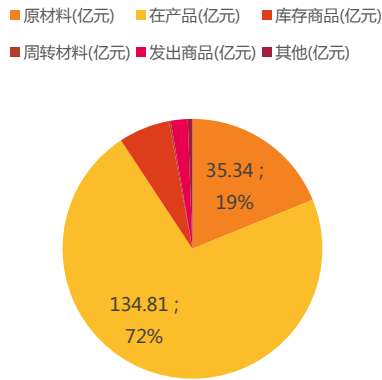
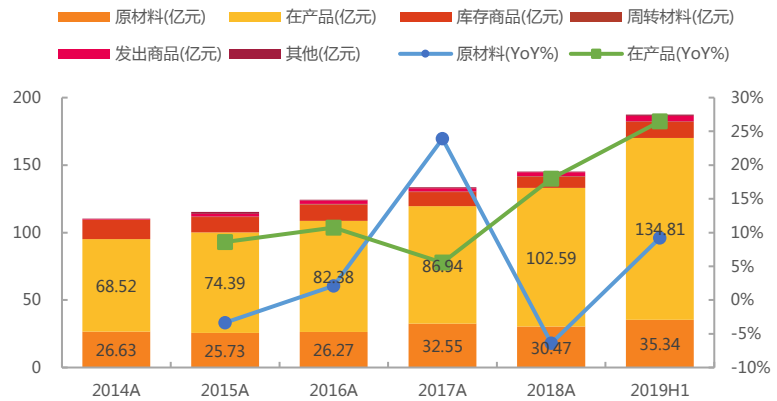


图 9：历年来公司存货结构，以及占比 Top2 两个子项-原材料、在产品的增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2014-2019H1 公司存货各子项及其变动情况

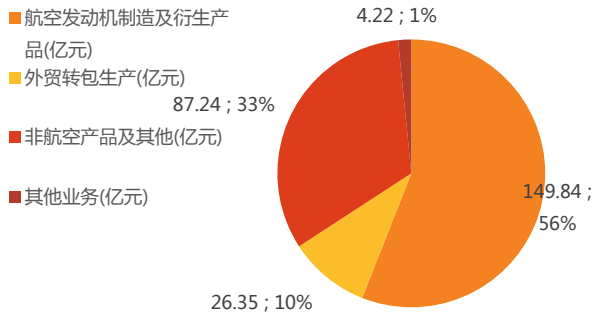
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2018H1
原材料(亿元)	26.63	25.73	26.27	32.55	30.47	35.34	32.36
在产品(亿元)	68.52	74.39	82.38	86.94	102.59	134.81	106.59
库存商品(亿元)	14.17	11.42	12.22	10.53	8.45	11.91	11.34
周转材料(亿元)	0.24	0.37	0.38	0.36	0.37	0.44	0.42
发出商品(亿元)	0.51	2.03	2.70	2.43	2.76	3.95	3.33
其他(亿元)	0.03	1.44	0.42	0.69	0.56	1.09	0.53
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2018H1
原材料(YoY%)		-3.4%	2.1%	23.9%	-6.4%	9.2%	
在产品(YoY%)		8.6%	10.7%	5.5%	18.0%	26.5%	
库存商品(YoY%)		-19.4%	7.0%	-13.8%	-19.7%	5.0%	
周转材料(YoY%)		55.6%	2.1%	-4.9%	1.7%	5.2%	
发出商品(YoY%)		301.0%	32.9%	-10.0%	13.8%	18.7%	
其他(YoY%)		4668.3%	-70.7%	64.8%	-19.7%	106.5%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 聚焦强军主业调结构，航空发动机产品占比 85%，提升 30 个百分点

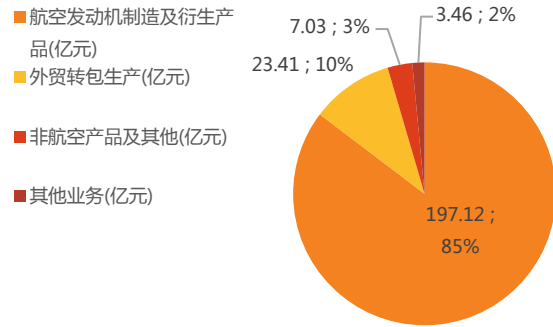
近年来，公司以强军为首要责任，聚焦航空发动机制造及衍生产品主业。公司深入贯彻新发展理念、高质量发展要求，紧紧围绕“十三五”战略规划和年度目标，狠抓科研生产和 AEOS 建设，努力提升公司运营水平。截至 2018 年底，公司第一大板块航空发动机制造及衍生产品营收 197.12 亿元，占营收比例高达 85%，相比 2014 年提升了近 50 亿元，占比提升了近 30 个百分点，有效实现了针对强军主业的聚焦。

图 11：2014 年公司航空发动机制造及衍生产品占比 56%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2018 年公司航空发动机制造及衍生产品占比高达 85%



资料来源：Wind，天风证券研究所

外贸转包业务主动缩量，接单聚焦较高盈利产品。分板块来看，公司第一大业务为前述航空发动机制造及衍生产品，第二大业务为外贸转包生产。近年来，公司坚定实施聚焦主业、保证军需的原则，逐步缩减盈利性弱的外贸转包接单与生产规模，2014 年外贸转包生产营收 26.35 亿元，毛利率为 4%，2018 年外贸转包业务缩减至 23.41 亿元，毛利率提升至 8% 左右，实现公司整体发展重点的有效调整。

图 13：2014 年至今公司分板块成长性、盈利性概览

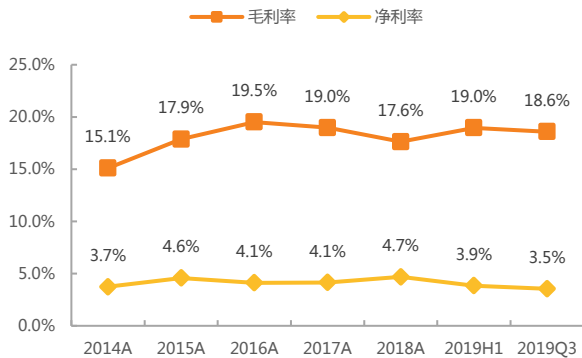
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1	2018H1
	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-06-30	2018-06-30
营业总收入(亿元)	267.64	234.80	222.17	225.55	231.02	88.24	83.12
航空发动机制造及衍生产品(亿元)	149.84	162.14	176.33	189.49	197.12		
外贸转包生产(亿元)	26.35	24.61	26.09	25.06	23.41		
非航空产品及其他(亿元)	87.24	42.53	13.01	8.35	7.03		
其他业务(亿元)	4.22	5.52	6.74	2.65	3.46		
毛利(亿元)	40.41	41.96	43.34	42.79	40.73	16.73	15.33
航空发动机制造及衍生产品(亿元)	33.61	36.20	37.36	38.53	36.18		
外贸转包生产(亿元)	0.99	0.76	2.17	2.20	1.95		
非航空产品及其他(亿元)	4.52	3.33	2.38	1.45	1.78		
其他业务(亿元)	1.29	1.67	1.42	0.61	0.81		
营收增速YoY%		-12%	-5%	2%	2%	6%	
航空发动机制造及衍生产品YoY%		8%	9%	7%	4%		
外贸转包生产YoY%		-7%	6%	-4%	-7%		
非航空产品及其他YoY%		-51%	-69%	-36%	-16%		
其他业务YoY%		31%	22%	-61%	31%		
毛利率(%)	15%	18%	20%	19%	18%	19%	18%
航空发动机制造及衍生产品(%)	22%	22%	21%	20%	18%		
外贸转包生产(%)	4%	3%	8%	9%	8%		
非航空产品及其他(%)	5%	8%	18%	17%	25%		
其他业务(%)	31%	30%	21%	23%	23%		

资料来源：Wind，天风证券研究所

新品交付或采用暂定价原则，短期毛利率与净利率略有波动，补价措施将可预期。2018年以来，公司毛利率、净利率有所波动，我们认为有两方面因素：①毛利率：新品交付量提升，但价格采用暂定价确认，未来可预期补价措施的实施，净利润流入将有较显著提升。②净利率：公司最新产品量将有望增大，一方面由存货量的较大规模增加证实，另一方面，公司研发投入不断提升、新品在生产初期效率较低，导致短期净利率有所波动。

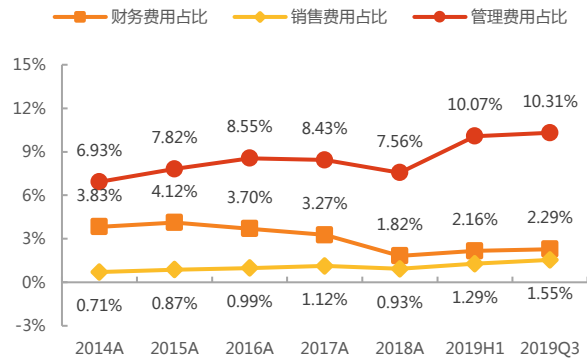
此外，三费的波动与短期内交付的延后有关。迈入2019年以来，公司的三费占比均有所提升，我们认为，绝对值的增加并非主要因素，关键还是在于短期的交付延后带来较低的收入基数，进而导致三费费率在前三季度有所提升，预计未来2-3年，随着存货的交付逐步兑现，公司的三费费率将恢复历史正常水平。

图 14：2014-2019Q3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2014-2019Q3 公司三费占比，19 年受交付影响费用率较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 航空发动机市场广阔，看好公司成长性/经营效率提升

航空发动机在航空装备中占到很大的价值量。2019 年智研咨询发布的报告中指出，飞机全寿命周期要经历研发、采购、使用维护三个阶段，在各个阶段中，航空发动机所占费用比例分别为 10%、40%、50%左右，整体看，发动机全寿命周期的费用，占整个飞机全寿命周期费用的 30%左右。

- 在研究发展阶段，发动机所占费用比例约为 8%~12%。
- 在采购阶段，发动机所占费用比例约为 40%~45%。
- 在使用维护阶段（零部件更新+维修），发动机所占费用比例约为 45%~50%。

图 16：航空发动机在飞机全寿命周期中，费用占比达到 30%的高位，中后期最高达 50%



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

航发作为同时具备发动机制造、发动机维护能力的寡头企业之一，其所在的产业链位置使其在我国军航发动机中占到了不可忽视的作用。一个国家的军费越高、同时花费在航空装备上的费用比例越高，那么可以预计的是，公司所面临的下游需求就越多，市场空间也就越来越广阔。

3.1. 全球军费趋势上行，中美两国较高增长，核心科技力量将成发展重点

从行业中观来看，全球各主要国家的军费支出自 2017 年以来整体出现了较为明显的增长，中美两国军费相比其他国家遥遥领先。其中美国 2018 年的实际军费支出为 6488 亿美元，同比增长 7.1%，我国军费支出为 2500 亿美元，同比增长 9.7%。

图 17：2018 年各国军费情况及其增速（单位：亿美元）

国家	2016	2017	2018预算	2018实际	2018YoY%
USA	6,128.89	6,058.03	6,335.65	6,487.98	7.1%
China	2,157.18	2,278.29	2,392.23	2,499.97	9.7%
Saudi Arabia	631.41	704.00	658.43	675.55	-4.0%
India	603.11	645.59	665.78	665.10	3.0%
France	587.95	604.17	595.42	638.00	5.6%
Russia	825.76	665.27	641.93	613.88	-7.7%
UK	469.03	464.33	468.83	499.97	7.7%
Germany	429.18	453.82	461.92	494.71	9.0%
Japan	453.51	453.87	453.62	466.18	2.7%
Korea, South	384.63	391.71	411.57	430.70	10.0%
全球军费总计(亿美元，以 2017年美元价格计算)	12,670.66	12,719.09	13,085.38	13,472.03	
YoY%	-0.1%	0.4%	2.9%	3.0%	

资料来源：SIPRI，天风证券研究所

根据中国国防部，7 月 25 日发布国防白皮书《新时代的中国国防》。通读内容具有确定我国国防新时代方向的重大意义：

- 打破市场军费或将下降的谣言：**原文语句“军费将保持适度稳定增长。”且文中表示，中国军费占 GDP\财政支出比例均低于其它联合国常任理事国及部分非常国家，表示了我国军费依然处于较低基数。
- 明确不放弃武力解决途径，主权态度首次使用绝对词语，“祖国必须统一，也必然统一”：**因此我国的国防政策和军建政策预计将如表态一样，做好面对一切可能的准备，包括文中所言的武力解决，因此装备换代、实战化或将持续处于快速发展轨道。
- 确定了装备费用占军费的大幅增长，占比提升预计将持续：**装备费用从 2010 年的 33.2% 提升到了 2017 年 41.1%，考虑到十三五开始的 2020 年机械化实现任务、以及本次提及的非战斗人员减员，预计我军装备费将持续保持上升。
- 军建目标依然紧迫，明确 2020、2035 两大军建目标节点：**文中明确 2020 年实现机械化、2035 年实现现代化，我国装备换装和新式装备研制或持续处于强需求时代，高景气预计将长期维持。

此外，《新时代的中国国防》明确指出，**空军在国家安全和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用，我国要加快实现国土防空型向攻防兼备型转变**，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力。我们认为，从军费总量的增长角度、装备费用占军费比例、空军相关开支占军费总量的份额来说，未来我国空军装备都会呈现出较好的增长水平，航发动力作为我国军用航空发动机的寡头厂商，预计将迎来良好的成长契机。

3.2. 美国 F-35 航空武器装备投放持续，我国望跟随其发动机投入规模

据洛克希德马丁官网介绍，美国 F-35 单发战斗机是全球最为先进的第五代隐身战斗机，其杀伤力最强、生还率最高、机队的协同性最好，在飞行员面对敌方战机时为其提供了有效优势，使其能够有效执行任务并安全返航。根据其官网介绍，目前该款机型共有三种变体：A 为普通型、B 为垂直起降型、C 为海军专用型，每款机型都具有相似的气动外形与航电设备，但每款机型都能更好地贴合各个兵种的作战需求。

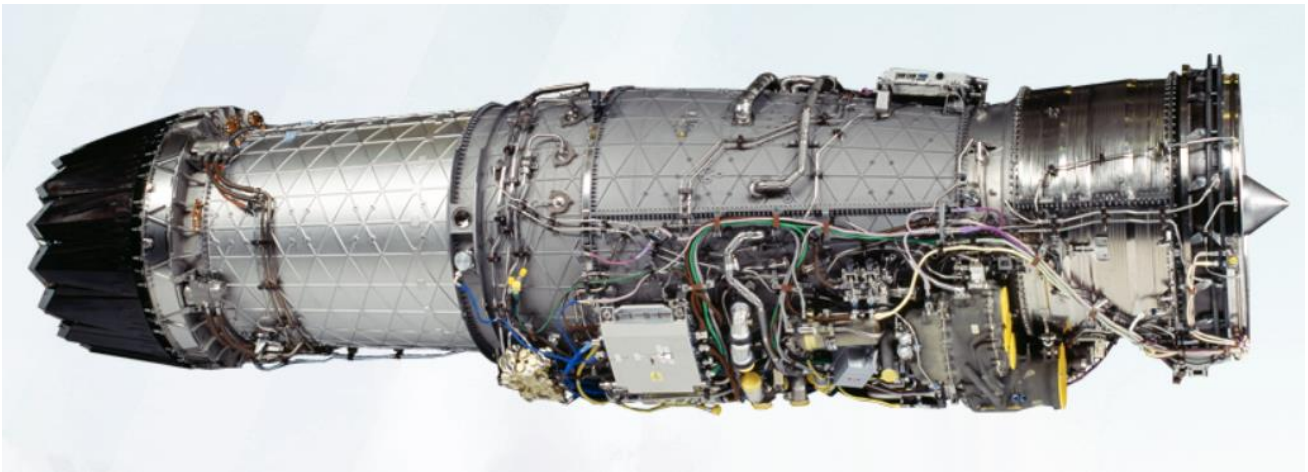
图 18：洛克希德马丁公司生产的 F-35 战机



资料来源：洛克希德马丁公司官网，天风证券研究所

F-35 的发动机 F-135 由美国普拉特-惠特尼 (Pratt & Whitney) 生产。根据普拉特-惠特尼官网介绍，该公司具备多款美国航空武器装备的配套能力，包括为 F-22 生产的 F-119 发动机，为 F-15 和 F-16 生产的 F-100 系列发动机等等。其中，F-135 发动机系统是为 F-35 第五代隐身战机量身打造，单发战斗机能够更优秀地匹配 BAE 系统与格鲁曼的相关航电设备与火力攻击装置。

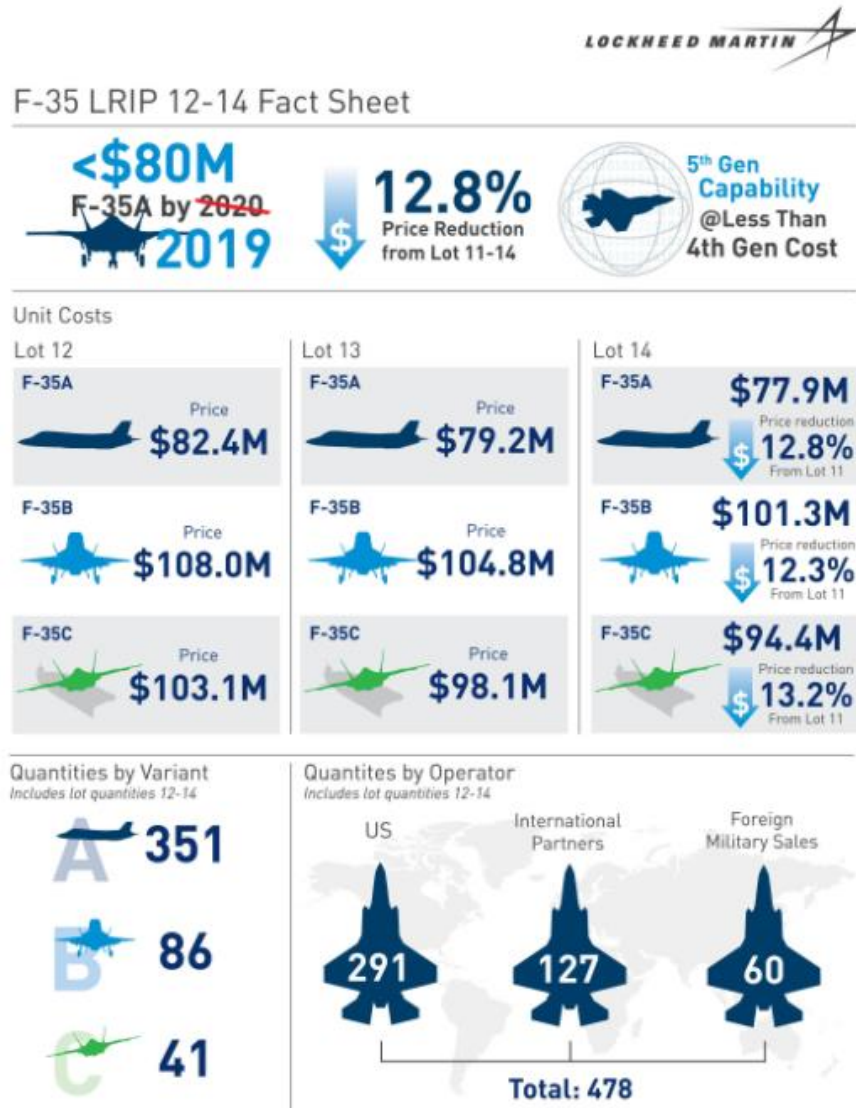
图 19：普拉特-惠特尼为 F-35 量身打造的 F135 发动机



资料来源：普拉特-惠特尼公司官网，天风证券研究所

据 10 月 29 日洛马官网消息，五角大楼与洛马签订第 12-14 批新订单，总量 478 架，价款达 340 亿美元，占美国 2018 年军费总额的 340/6488=5.24%。

图 20：洛克希德马丁新接五角大楼订单，F-35 第 12-14 批订单总架次高达 478 架，其中 291 架为美国自用，127 架将卖给美国门沟，60 架用于出口外销。



资料来源：公司官网，天风证券研究所

https://news.lockheedmartin.com/2019-10-29-Pentagon-and-Lockheed-Martin-Reach-Agreement-Reducing-F-35A-Cost-by-12-8-Percent#assets_all

我们不妨保守地估计，美国每年花费在新武器装备上的总金额占比即为这一比例。按照同比例进行估算，我国 2018 年实际军费开销约 2500 亿美金，每年花费在新航空装备中的费用约为 130 亿美金，按照 7RMB/USD 的近似汇率进行估算，我国每年花费在最新军机中的费用为 910 亿人民币。假设发动机在新军机中的价值量为 30%，再保守假设，每年已服役飞机航空发动机的替换与维修需求与新飞机发动机价值量完全一致，则每年我国发动机的总产值需求大概在 (910*30%)*2=550 亿人民币。

相比之下，航发动力的 2018 年的营收规模仅 231 亿元，中长期看公司的营收具备翻倍的需求空间。未来公司有望持续推动其产能建设，保持发动机技术的先进性，增强其体系内如发动机叶片、发动机涡轮盘等零部件的生产能力，同时不断扩展系统外零部件供货商的体系建设，预计：①中长期来看，公司有望在十四五、十五五迎来全新的发展空间。②短期来看，2019 年内交付问题对业绩的影响有望较快消除，在 2-3 年内公司或将恢复良好成长性。看好公司在短期的业绩弹性与中长期的成长空间。

4. 盈利预测与评级：看好短期业绩反弹与中长期成长性

我们预计，公司 2019 年业绩或受到短期影响，2020-2021 年公司核心发动机业务将恢复增长，同时因 2019 年的低基数而迎来较好的业绩弹性，此外民航转包与其他业务有望持续精简高效进行。预计 2019-2021 年公司营收增速分别为 1%/12%/16%；此外，由于新型号装备遵循暂定价原则，预计未来三年公司毛利率将逐渐恢复，分别为 18%/18.1%/18.2%。

图 21：公司 2019-2021 年公司营业总收入、毛利、营收增速假设及其毛利率假设情况

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(亿元)	267.64	234.80	222.17	225.55	231.02	233.33	261.32	303.13
航空发动机制造及衍生产品(亿元)	149.84	162.14	176.33	189.49	197.12	201.06	229.01	269.66
外贸转包生产(亿元)	26.35	24.61	26.09	25.06	23.41	22.68	22.73	23.41
非航空产品及其他(亿元)	87.24	42.53	13.01	8.35	7.03	6.47	6.47	6.79
其他业务(亿元)	4.22	5.52	6.74	2.65	3.46	3.11	3.11	3.27
毛利(亿元)	40.41	41.96	43.34	42.79	40.73	42.00	47.29	55.18
航空发动机制造及衍生产品(亿元)	33.61	36.20	37.36	38.53	36.18	37.74	43.12	50.83
外贸转包生产(亿元)	0.99	0.76	2.17	2.20	1.95	1.93	1.93	2.04
非航空产品及其他(亿元)	4.52	3.33	2.38	1.45	1.78	1.62	1.55	1.56
其他业务(亿元)	1.29	1.67	1.42	0.61	0.81	0.72	0.69	0.75
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收增速YoY%		-12%	-5%	2%	2%	1.00%	12.00%	16.00%
航空发动机制造及衍生产品YoY%		8%	9%	7%	4%	2.00%	13.90%	17.75%
外贸转包生产YoY%		-7%	6%	-4%	-7%	-3.10%	0.20%	3.00%
非航空产品及其他YoY%		-51%	-69%	-36%	-16%	-8.00%	0.00%	5.00%
其他业务YoY%		31%	22%	-61%	31%	-10.00%	0.00%	5.00%
毛利率(%)	15%	18%	20%	19%	18%	18.00%	18.10%	18.20%
航空发动机制造及衍生产品(%)	22%	22%	21%	20%	18%	18.77%	18.83%	18.85%
外贸转包生产(%)	4%	3%	8%	9%	8%	8.50%	8.50%	8.70%
非航空产品及其他(%)	5%	8%	18%	17%	25%	25.00%	24.00%	23.00%
其他业务(%)	31%	30%	21%	23%	23%	23.00%	22.00%	23.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

在此假设下，公司 2019-2021 年营收分别为 233.3/261.3/303.1 亿元，归母净利润分别为 11.22/13.91/17.47 亿元，EPS 为 0.5/0.62/0.78 亿元，PE 分别为 41.4/33.4/26.6x。采用绝对估值法，同时按照以下假设进行测算：①10 年内归母净利润增速为 10%、10 年后无增长、②分红率 30%、③平均借款成本为历史 5 年均值 5.73%，公司目标市值为 723.34 亿元，当前总股本 22.5 亿股，中长期目标股价 32.15 元，首次覆盖给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	6,812.46	4,554.42	3,499.93	13,103.38	20,072.06
应收票据及应收账款	8,108.86	10,480.53	10,907.91	8,691.20	6,465.39
预付账款	509.20	686.00	515.11	578.82	647.16
存货	13,064.01	14,242.45	18,708.41	15,774.10	16,597.15
其他	266.06	304.83	351.26	329.76	334.42
流动资产合计	28,760.59	30,268.23	33,982.62	38,477.26	44,116.17
长期股权投资	1,179.51	1,401.81	1,401.81	1,401.81	1,401.81
固定资产	14,621.92	15,000.22	14,864.31	14,227.63	13,276.84
在建工程	2,972.21	2,885.65	1,767.39	1,108.43	695.06
无形资产	2,267.05	2,179.03	2,045.02	1,911.01	1,777.00
其他	1,883.94	1,769.11	1,679.72	1,749.81	1,727.79
非流动资产合计	22,924.63	23,235.81	21,758.25	20,398.70	18,878.50
资产总计	51,685.23	53,504.04	55,740.87	58,875.96	62,994.68
短期借款	6,314.26	5,888.65	6,439.15	6,500.00	7,000.00
应付票据及应付账款	10,296.72	12,711.06	12,799.28	13,619.02	13,930.98
其他	8,736.15	9,358.91	9,399.91	10,116.34	11,679.80
流动负债合计	25,347.14	27,958.62	28,638.34	30,235.36	32,610.78
长期借款	1,420.34	235.13	255.96	1,000.00	1,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,930.66)	(5,229.12)	(4,769.90)	(4,976.56)	(4,991.86)
非流动负债合计	(3,510.33)	(4,993.99)	(4,513.93)	(3,976.56)	(3,491.86)
负债合计	21,836.81	22,964.63	24,124.40	26,258.80	29,118.92
少数股东权益	4,056.30	4,110.23	4,133.14	4,160.17	4,194.17
股本	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84
资本公积	19,128.51	19,089.41	19,089.41	19,089.41	19,089.41
留存收益	23,713.28	24,447.85	25,233.49	26,207.15	27,431.75
其他	(19,299.52)	(19,357.92)	(19,089.41)	(19,089.41)	(19,089.41)
股东权益合计	29,848.42	30,539.42	31,616.47	32,617.16	33,875.76
负债和股东权益总	51,685.23	53,504.04	55,740.87	58,875.96	62,994.68

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	935.34	1,083.55	1,122.34	1,390.94	1,749.43
折旧摊销	1,300.74	1,378.18	1,448.18	1,509.64	1,548.18
财务费用	838.33	456.42	422.59	430.91	415.97
投资损失	(327.54)	(178.70)	(250.00)	(190.00)	(150.00)
营运资金变动	(3,114.52)	(1,950.81)	(4,114.68)	6,386.43	3,207.64
其它	1,340.24	421.13	22.90	27.03	34.00
经营活动现金流	972.59	1,209.77	(1,348.67)	9,554.96	6,805.22
资本支出	2,566.63	2,093.09	(399.23)	286.66	65.30
长期投资	(1.48)	222.30	0.00	0.00	0.00
其他	(4,271.17)	(4,140.10)	589.23	(176.66)	34.70
投资活动现金流	(1,706.03)	(1,824.71)	190.00	110.00	100.00
债权融资	7,852.37	6,248.88	6,843.84	7,630.54	8,634.79
股权融资	8,757.32	(552.25)	(32.35)	(309.18)	(267.24)
其他	(15,129.84)	(7,007.71)	(6,707.32)	(7,382.85)	(8,304.09)
筹资活动现金流	1,479.84	(1,311.07)	104.17	(61.50)	63.46
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	746.40	(1,926.02)	(1,054.50)	9,603.46	6,968.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,555.00	23,102.02	23,332.84	26,132.15	30,313.17
营业成本	18,275.56	19,028.75	19,132.75	21,402.94	24,795.00
营业税金及附加	82.58	90.00	91.00	96.69	118.22
营业费用	253.51	214.16	221.66	248.26	272.82
管理费用	1,901.00	1,746.27	1,754.63	1,933.78	2,121.92
研发费用	414.82	442.57	466.66	522.64	606.26
财务费用	737.16	420.95	422.59	430.91	415.97
资产减值损失	140.38	220.42	185.00	105.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	327.54	178.70	250.00	190.00	150.00
其他	(767.72)	(477.45)	(500.00)	(380.00)	(300.00)
营业利润	1,190.18	1,237.65	1,308.55	1,581.93	2,032.98
营业外收入	48.35	111.95	113.50	172.00	165.00
营业外支出	34.13	31.99	30.50	31.00	31.00
利润总额	1,204.40	1,317.61	1,391.55	1,722.93	2,166.98
所得税	269.06	234.06	246.30	304.96	383.56
净利润	935.34	1,083.55	1,145.24	1,417.98	1,783.42
少数股东损益	(24.65)	19.64	22.90	27.03	34.00
归属于母公司净利润	959.99	1,063.91	1,122.34	1,390.94	1,749.43
每股收益(元)	0.43	0.47	0.50	0.62	0.78

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.52%	2.43%	1.00%	12.00%	16.00%
营业利润	20.47%	3.99%	5.73%	20.89%	28.51%
归属于母公司净利润	7.78%	10.82%	5.49%	23.93%	25.77%
获利能力					
毛利率	18.97%	17.63%	18.00%	18.10%	18.20%
净利率	4.26%	4.61%	4.81%	5.32%	5.77%
ROE	3.72%	4.03%	4.08%	4.89%	5.89%
ROIC	5.17%	4.70%	4.68%	4.98%	7.94%
偿债能力					
资产负债率	42.25%	42.92%	43.28%	44.60%	46.22%
净负债率	3.48%	5.55%	10.58%	-16.78%	-33.76%
流动比率	1.13	1.08	1.19	1.27	1.35
速动比率	0.62	0.57	0.53	0.75	0.84
营运能力					
应收账款周转率	2.83	2.49	2.18	2.67	4.00
存货周转率	1.79	1.69	1.42	1.52	1.87
总资产周转率	0.45	0.44	0.43	0.46	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.47	0.50	0.62	0.78
每股经营现金流	0.43	0.54	-0.60	4.25	3.02
每股净资产	11.46	11.75	12.22	12.65	13.19
估值比率					
市盈率	48.40	43.67	41.40	33.40	26.56
市净率	1.80	1.76	1.69	1.63	1.57
EV/EBITDA	18.11	15.79	16.44	12.32	9.38
EV/EBIT	28.60	26.70	30.19	21.56	15.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com