



中航动力

受益空军攻防兼备型转变

热点速评

事件

《中国的军事战略》白皮书发布，要求空军实现国土防空型向攻防兼备型转变，并要求将实战化军事训练摆在战略位置，利好航空发动机行业发展。

评论

攻防兼备型空军对新型发动机提出更高要求。四代战机具备隐身性能，在进攻中优势明显，随着我国空军由国土防空型向攻防兼备型转变，对四代机等新一代战机及其配套发动机的数量需求将进一步提升。三代战斗机目前处于批量列装阶段，国产发动机有望取得持续性订单突破。公司作为我国航空发动机的唯一总装企业，将确定受益新式装备的列装。

实战化军事训练利好发动机维修保养业务。航空发动机属于消耗品，优秀的战斗机发动机飞行时间一般在 1000-2000 小时。军事训练强度和质量的增加将加快发动机的消耗，利好发动机维修保养业务。

公司后续催化剂不断。公司显著受益我国航空发动机政策支持，预计航空发动机专项将是“十三五”期间国家重点支持项目之一，资金支持超千亿。受益政策和资金支持，公司新产品研发有望快速取得突破。

估值建议

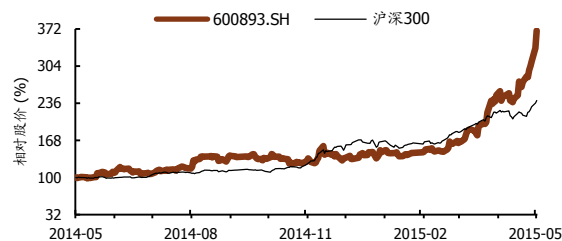
公司当前股价对应 2015-2016 年 P/E 分别为 137.0x 和 102.8x，公司是军机发动机核心标的，上调公司目标价 45% 至 96 元，对应 2016 年 P/E 123x，维持“推荐”评级。

风险

非航空产品竞争激烈；航空发动机研发进程的不确定性。

维持推荐

股票代码	600893.SH
最新收盘价	人民币 79.73
目标价	人民币 96.00
52 周最高价/最低价	人民币 80.10~21.05
总市值(亿)	人民币 1,554
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,546.47
发行股数(百万)	1,949
其中：自由流通股(%)	32
30 日日均成交量(百万股)	26.04
主营业务	航空航天军工



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	25,800	26,764	26,371	31,427
增速	263.2%	3.7%	-1.5%	19.2%
归属母公司净利润	817	936	1,134	1,511
增速	180.3%	14.6%	21.1%	33.3%
每股净利润	0.42	0.48	0.58	0.78
每股净资产	5.76	8.02	8.50	9.17
每股股利	0.05	0.14	0.15	0.15
每股经营现金流	1.47	0.08	1.70	1.58
市盈率	190.1	165.9	137.0	102.8
市净率	13.8	9.9	9.4	8.7
EV/EBITDA	69.7	48.5	42.0	35.7
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
平均总资产收益率	3.6%	2.3%	2.5%	3.1%
平均净资产收益率	10.5%	7.0%	7.0%	8.8%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

王宇飞

分析师

yufei3.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514090001

SFC CE Ref: BEE831

吴慧敏

分析师

huimin.wu@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030004

SFC CE Ref: AUZ699

贾乃鑫

联系人

naixin.jia@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080114120008



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	25,800	26,764	26,371	31,427	营业收入	263.2%	3.7%	-1.5%	19.2%
营业成本	21,927	22,723	22,061	26,261	营业利润	137.6%	25.5%	24.7%	36.7%
营业税金及附加	25	29	28	34	EBITDA	218.7%	44.3%	15.6%	18.1%
营业费用	180	190	185	220	净利润	180.3%	14.6%	21.1%	33.3%
管理费用	1,924	2,093	2,057	2,420	盈利能力				
财务费用	941	1,024	1,103	1,142	毛利率	15.0%	15.1%	16.3%	16.4%
其他	98	108	118	130	营业利润率	3.0%	3.6%	4.5%	5.2%
营业利润	766	961	1,199	1,638	EBITDA 利润率	8.7%	12.2%	14.3%	14.1%
营业外收支	372	580	609	669	净利率	3.2%	3.5%	4.3%	4.8%
利润总额	1,077	1,180	1,427	1,890	偿债能力				
所得税	223	178	215	285	流动比率	1.03	0.95	0.93	0.94
少数股东损益	36	65	78	94	速动比率	0.57	0.54	0.54	0.53
归属母公司净利润	817	936	1,134	1,511	现金比率	0.27	0.24	0.25	0.23
EBITDA	2,256	3,256	3,765	4,445	资产负债率	69.4%	64.5%	64.0%	65.2%
资产负债表					净债务资本比率	15.9%	15.3%	17.4%	19.3%
货币资金	5,717	6,267	6,777	7,212	回报率分析				
应收账款及票据	6,293	7,746	7,610	9,066	总资产收益率	3.6%	2.3%	2.5%	3.1%
预付款项	1,182	1,128	1,095	1,304	净资产收益率	10.5%	7.0%	7.0%	8.8%
存货	9,624	10,782	10,468	12,461	每股指标				
其他流动资产	-1,114	-1,074	-1,036	-1,238	每股净利润 (元)	0.42	0.48	0.58	0.78
流动资产合计	21,702	24,849	24,915	28,804	每股净资产 (元)	5.76	8.02	8.50	9.17
固定资产及在建工程	7,607	10,102	12,103	13,610	每股股利 (元)	0.05	0.14	0.15	0.15
无形资产及其他长期资产	2,032	2,303	2,540	2,747	每股经营现金流 (元)	1.47	0.08	1.70	1.58
非流动资产合计	14,940	19,127	21,070	22,580	估值分析				
资产合计	36,642	43,976	45,985	51,385	市盈率	190.1	165.9	137.0	102.8
短期借款	7,501	8,664	9,664	10,664	市净率	13.8	9.9	9.4	8.7
应付账款及票据	11,815	14,762	14,355	17,060	EV/EBITDA	69.7	48.5	42.0	35.7
其他流动负债	1,849	2,738	2,888	3,054	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
流动负债合计	21,165	26,164	26,908	30,778					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	4,258	2,190	2,519	2,728					
负债合计	25,424	28,354	29,427	33,506					
股东权益合计	11,218	15,622	16,558	17,879					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	36,642	43,976	45,985	51,385					
现金流量表									
净利润	817	936	1,134	1,511					
折旧和摊销	239	1,053	1,235	1,414					
营运资本变动	1,498	-341	-43	744					
其他	2,388	-2,893	94	90					
经营活动现金流	2,862	165	3,307	3,087					
投资活动现金流入	61	362	380	418					
投资活动现金流出	-1,940	-2,007	-2,291	-2,146					
投资活动现金流	-1,879	-1,645	-1,911	-1,728					
股权融资	27	3,448	0	0					
银行借款	1,690	-436	500	500					
其他	85	79	0	0					
筹资活动现金流	759	1,988	-886	-925					
汇率变动对现金的影响	-24	1	0	0					
现金净增加额	1,718	509	510	435					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中航动力是国内大型航空发动机制造基地企业。公司于 2014 年上半年完成收购资产并表，将在原有产品的基础上新增中等推力涡喷动力装置、直升机动力装置的生产能力，航空发动机零部件外贸转包生产业务的产品类型和规模也将得到进一步扩大。

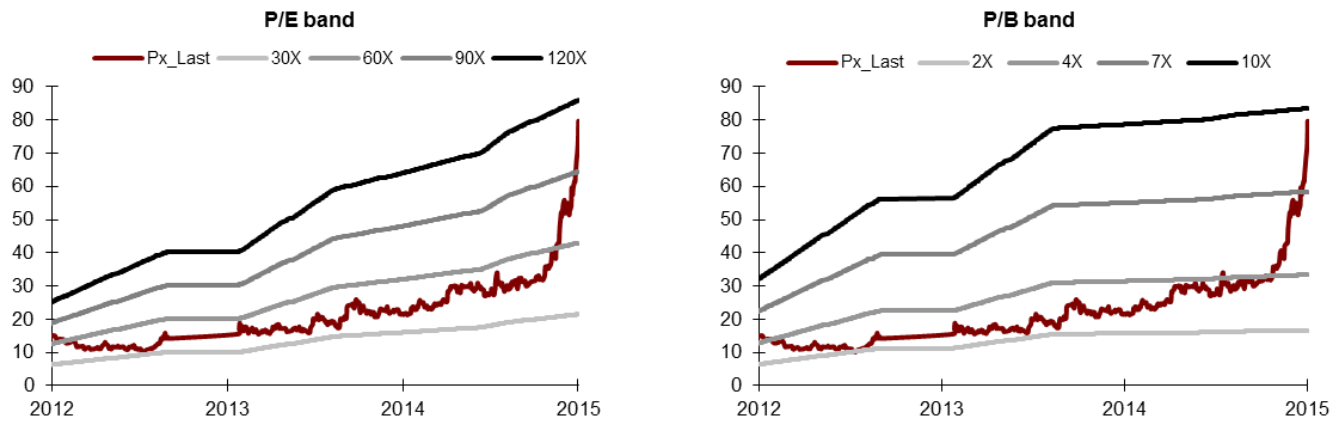


图表 1: 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (本地货币)	市值 (本地货币 百万)	14A	EPS 15E	16E	14A	P/E 15E	16E	14A	P/B 15E	16E
中国重工*	601989.SH	18.7	344,098	0.12	0.15	0.18	151.2	122.6	104.9	5.7	5.5	5.3
中国船舶*	600150.SH	69.3	95,490	0.03	0.28	0.48	2,160.9	251.6	144.6	5.5	5.4	5.2
中航飞机	000768.SZ	43.5	115,309	0.13	0.21	0.29	327.7	203.5	148.9	9.7	9.0	8.7
中航动力*	600893.SH	79.7	155,371	0.48	0.58	0.78	165.9	137.0	102.8	9.9	9.4	8.7
海特高新*	002023.SZ	28.7	19,356	0.23	0.33	0.48	122.5	88.1	60.0	11.6	10.4	9.1
航天科技	000901.SZ	81.6	26,411	0.10	0.20	0.28	837.2	412.6	289.6	n.a.	22.7	21.7
中国卫星*	600118.SH	75.7	89,455	0.30	0.37	0.45	251.0	203.1	166.5	20.8	19.2	17.7
中航电子*	600372.SH	47.5	83,543	0.34	0.44	0.51	139.1	107.7	92.3	16.2	14.5	12.8
航天电子	600879.SH	24.5	25,469	0.24	0.28	0.32	103.3	88.1	77.4	4.9	4.7	4.5
海兰信*	300065.SZ	34.5	7,260	0.09	0.30	0.59	401.8	114.7	58.3	12.1	11.0	9.5
平均值							466.1	172.9	124.5	10.7	11.2	10.3
中值							208.5	129.8	103.9	9.9	9.9	8.9

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 2: 历史 P/E 和 P/B Band



资料来源: Wind, 公司公告, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323
编辑：张莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

