

强烈推荐-A (维持)

航发动力 600893.SH

当前股价: 23.19 元

2020 年 04 月 27 日

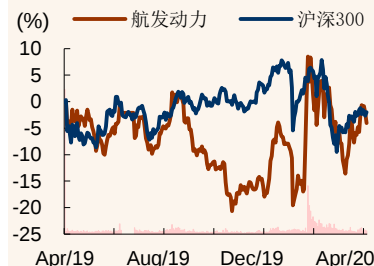
收入规模稳定增长, 盈利能力逐渐改善

基础数据

上证综指	2815
总股本 (万股)	224984
已上市流通股 (万股)	194773
总市值 (亿元)	522
流通市值 (亿元)	452
每股净资产 (MRQ)	12.8
ROE (TTM)	4.0
资产负债率	41.6%
主要股东	中国航发西安航空发
主要股东持股比例	26.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	11	-7
相对表现	2	13	-1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《航发动力 (600893) — 中国航发绝对龙头, 进入增长加速期》2020-04-21
- 2、《航发动力 (600893) — 航发主业增速创新高, 盈利能力有望改善》2020-04-19
- 3、《航发动力 (600893) — 交付节奏变化影响短期业绩, 存货及采购款预示任务饱满》2019-10-29

王超

010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn
S1090518090007

事件:

公司发布 2020 年一季报, 期内实现营业收入 34.52 亿, 同比增长 3.34%, 实现归母净利润 0.86 亿, 同比增长 2106.25%, 实现扣非后归母净利润 0.63 亿, 同比增长 186.67%。

评论:

1、收入稳定增长, 盈利能力改善

期内公司收入稳定增长, 同时毛利率基本保持稳定, 销售毛利率小幅提升 0.02 个百分点。公司期内业绩的快速增长主要来自于费用支出的压缩。本期发生销售费用 (0.53 亿, +10.42%), 增速高于收入增速, 延续了公司 19 年的情况, 预计原因相似, 仍是因为保障任务增加, 导致销售服务费同比增加, 随着后续公司生产成熟度提升, 相关保障需求减少, 销售费用率有望缩减。其他费用方面, 公司发生管理费用 (3.59 亿, -13.29%); 财务费用 (0.33 亿, -70.27%), 主要是带息负债规模减小, 利息支出减少所致; 研发费用 (0.62 亿, +19.23%)。公司管理费用与财务费用的大幅压缩帮助公司实现整体费用率的下降, 带动公司利润快速增长。

2、市场化债转股效果显现, 优化资产负债结构, 提升企业经营效益。

2019 年, 公司启动市场化债转股项目, 由国发基金、国家军民融合产业投资基金等 6 家机构对黎明公司、南方公司和黎阳动力增资 65 亿元, 同时中国航发以国有独享资本公积对上述标的增资 19.80 亿元, 增资完成后公司将发行股份购买上述机构持有的黎明公司 31.23% 股权、黎阳动力 29.14% 股权、南方公司 13.26% 股权。截至到本报告期末, 公司短期借款余额 16.12 亿, 较年初建设 42.15%, 主要是归还贷款所致。资产负债率为 41.89%, 同比下降 3 个百分点。我们认为, 本次重组完成后, 标的公司资产负债率显著降低并节约利息费用支出, 有利于减轻企业经营压力, 增强经营活力, 为标的公司实施技术改造、转型升级奠定坚实基础, 有助于解决标的公司发展困境, 是航发动力供给侧结构性改革的重要举措。

3、航发动力是我国航空发动机产业绝对龙头, 砥砺前行终将进入收获期。

公司是我国大、中、小型军民航空发动机, 大型舰船用燃气轮机动力装置的生产研制和修理基地, 集成了我国航空动力装置主机业务的几乎全部型谱, 是国内生产能力最强、产品种类最全、规模最大的动力装置生产单位。我们预计未来十年, 我国军用航空发动机新增设备市场空间在 410 亿人民币/年, 发动机维修市场 492 亿人民币/年, 合计 902 亿/年。公司不仅受益于国家在航空装备领域的持续投入, 公司在发动机的国产替代、维修保障市场同样有较大的发展潜力。目前我国第三代军用发动机逐步成熟, 而根据公司 2020 年预计发生关联交易情况及经营目标数据来看, 公司业务有望在 20 年进入加速期, 预计未来新产品将进入产能爬坡期, 带动公司业绩的稳步增长。同时随着公司制造成熟度的提升, 定价问题的解决, 公司盈利能力有望实现提升, 实现业绩的加速释放。

4、盈利预测

预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.36 亿、14.58 亿、17.65 亿, 对应估值分别为 42/36/30 倍, 如考虑到市场化债转股完成后对股本的稀释, 相应估值分别为 52/43/35, 维持“强烈推荐”评级!

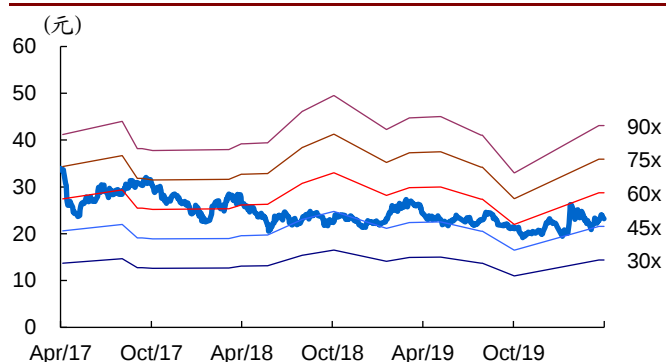
风险提示: 新型号研制交付进度不及预期的风险。

表 1: 公司及主要子公司 2019 年经营情况 (单位: 亿)

单位名称	持股比例	总收入	航发业务	外贸业务	利润总额
母公司	--	67.40	--	--	5.90
		5.15%	--	--	27.98%
黎明公司	68.77%	125.64	119.65	3.78	4.98
		11.40%	14.07%	-33.79%	-3.90%
南方公司	86.74%	58.53	56.48	--	4.13
		18.39%	21.35%	--	2.41%
黎阳公司	70.86%	21.12	20.32	--	0.14
		-3.30%	-2.59%	--	扭亏

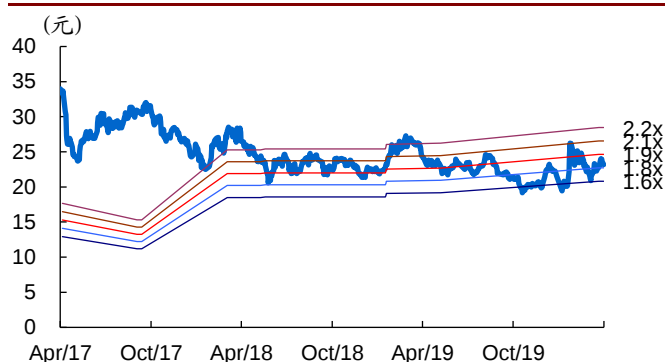
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 航发动力历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 航发动力历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	30268	38188	42272	47453	52246
现金	4554	8235	8875	9973	10974
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8214	9383	10407	11752	13019
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	196	157	174	197	218
存货	14242	18544	20738	23193	25450
其他	3060	1868	2077	2339	2585
非流动资产	23236	24927	26149	27270	28298
长期股权投资	1402	1478	1478	1478	1478
固定资产	15000	16497	17929	19239	20438
无形资产	2083	2100	1890	1701	1531
其他	4751	4852	4852	4851	4851
资产总计	53504	63115	68421	74723	80544
流动负债	27959	26825	31182	36355	40798
短期借款	5889	2787	5056	7895	10193
应付账款	12711	15015	16799	18787	20616
预收账款	1572	2847	3185	3562	3909
其他	7787	6175	6142	6110	6080
长期负债	(4994)	(255)	(255)	(255)	(255)
长期借款	235	230	230	230	230
其他	(5229)	(486)	(486)	(486)	(486)
负债合计	22965	26570	30927	36100	40543
股本	2250	2250	2250	2250	2250
资本公积金	19089	20706	20706	20706	20706
留存收益	5090	5735	6647	7734	9060
少数股东权益	4110	7855	7892	7934	7986
归属于母公司所有者权益	26429	28690	29602	30689	32015
负债及权益合计	53504	63115	68421	74723	80544

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1210	5094	1493	1591	2249
净利润	1064	1077	1236	1458	1765
折旧摊销	1378	1493	1614	1715	1808
财务费用	456	443	181	327	473
投资收益	(179)	(83)	(226)	(203)	(203)
营运资金变动	(1553)	2088	(1332)	(1752)	(1647)
其它	43	75	19	45	54
投资活动现金流	(1825)	(2345)	(2612)	(2634)	(2634)
资本支出	(1743)	(2451)	(2837)	(2837)	(2837)
其他投资	(81)	107	226	203	203
筹资活动现金流	(1311)	924	1759	2141	1386
借款变动	(269)	(4666)	2264	2839	2297
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(39)	1616	0	0	0
股利分配	(290)	(319)	(324)	(372)	(439)
其他	(713)	4294	(181)	(327)	(473)
现金净增加额	(1926)	3674	640	1097	1001

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23102	25211	27964	31576	34982
营业成本	19029	21004	23499	26280	28837
营业税金及附加	90	80	89	100	111
营业费用	214	327	364	379	350
管理费用	1746	1881	2125	2400	2659
研发费用	443	420	489	553	612
财务费用	421	421	181	327	473
资产减值损失	220	(120)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动	0	139	0	0	0
投资收益	299	251	226	203	203
营业利润	1238	1348	1563	1861	2264
营业外收入	112	52	47	42	42
营业外支出	32	53	48	43	43
利润总额	1318	1346	1562	1860	2262
所得税	234	237	289	359	446
净利润	1084	1109	1273	1501	1816
少数股东损益	20	31	36	43	52
归属于母公司净	1064	1077	1236	1458	1765

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	2%	9%	11%	13%	11%
营业利润	4%	9%	16%	19%	22%
净利润	11%	1%	15%	18%	21%
获利能力					
毛利率	17.6%	16.7%	16.0%	16.8%	17.6%
净利率	4.6%	4.3%	4.4%	4.6%	5.0%
ROE	4.0%	3.8%	4.2%	4.8%	5.5%
ROIC	3.5%	3.5%	3.2%	3.7%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	42.1%	45.2%	48.3%	50.3%
净负债比率	11.7%	4.8%	7.7%	10.9%	12.9%
流动比率	1.1	1.4	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
应收帐款周转率	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8
应付帐款周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
每股资料 (元)					
EPS	0.47	0.48	0.55	0.65	0.78
每股经营现金	0.54	2.26	0.66	0.71	1.00
每股净资产	11.75	12.75	13.16	13.64	14.23
每股股利	0.14	0.14	0.17	0.19	0.24
估值比率					
PE	49.0	48.4	42.2	35.8	29.6
PB	2.0	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	24.1	22.4	20.7	17.8	15.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014 年 7 月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016 年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017 年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016 年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。