

## 航发动力 (600893)

## 聚焦发动机主业，发行股份增资子公司

## ——航发动力 2019 年中报点评

	彭磊 (分析师)	邱日尧 (分析师)
	010-59312700	010-59312977
	penglei018712@gtjas.com	qiuriyao@gtjas.com
证书编号	S0880518100003	S0880517120005

## 本报告导读:

受期间费用拖累，公司归母净利润略低于预期。公司进一步聚焦主营业务，研发投入大幅增加，且公司发行股份购买子公司资产，实施减负增效计划。

## 投资要点:

- 维持“增持”评级。维持 2019-2021 年 EPS 预测值为 0.57/0.66/0.77 元，给予目标价 29.33 元，对应 2019 年 51.46 倍 PE，维持增持评级。
- 研发费用大幅增加，归母净利润下降。1) 公司 2019 年上半年实现营业收入 88.23 亿元，同比增长 6.15%，归母净利润 3.28 亿元，同比下降 10.29%。主要原因是期间费用合计 13.28 亿元，同比增长 21.17%，对业绩造成拖累。其中销售费用和管理费用分别同比增长 22.52% 和 14.79%，财务费用增长 24.39%，此外，公司加大研发投入，研发费用增加 77.38%。
- 产品需求旺盛，维持全年盈利预期不变。1) 公司聚焦核心业务，非航业务进一步压缩，主营业务向航空发动机领域业务集中，同比增长 6.09%；2) 公司应收账款较年初增加 36.34 亿元，存货增加 42.21 亿元，行业下游需求旺盛，我国航空国产化进程推进，对航空发动机的需求不断加大；3) 公司不断加大研发投入，收到政府科研补助增加 96.39%。
- 催化剂：1) 筹划子公司市场化债转股，通过增发购买子公司股权。为改善资产负债率和财务费用，公司正在筹划市场化债转股，完成后公司将减轻子公司负担；2) 新型发动机批量化列装。目前公司在研产品中有部分产品短期内有批产爆发的趋势，假设短期内成熟产品迭代时批产，将对公司业绩形成有力支撑。
- 风险提示：国际贸易形势紧张，新产品批产进度不达预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,555	23,102	25,412	28,335	32,585
(+/-)%	2%	2%	10%	12%	15%
经营利润 (EBIT)	1,628	1,580	1,768	1,975	2,268
(+/-)%	-12%	-3%	12%	12%	15%
净利润 (归母)	960	1,064	1,286	1,493	1,741
(+/-)%	8%	11%	21%	16%	17%
每股净收益 (元)	0.43	0.47	0.57	0.66	0.77
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	7.2%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%
净资产收益率 (%)	3.7%	4.0%	4.6%	5.0%	5.6%
投入资本回报率 (%)	4.1%	4.1%	4.5%	5.0%	5.7%
EV/EBITDA	21.03	17.09	17.56	15.71	13.79
市盈率	56.57	51.05	42.24	36.37	31.20
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **29.33**

上次预测: 29.33

当前价格: 24.14

2019.09.15

## 交易数据

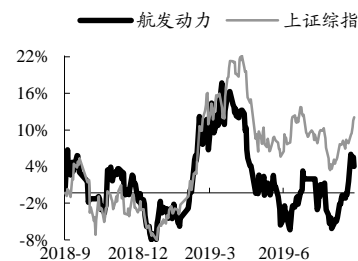
52 周内股价区间 (元)	20.55-28.40
总市值 (百万元)	54,311
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,250/1,948
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	7.85
日均成交值 (百万元)	180.99

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	26,514
每股净资产	11.78
市净率	2.0
净负债率	22.45%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	-0.03	0.00
Q2	0.19	0.14
Q3	0.13	0.18
Q4	0.18	0.25
全年	0.47	0.57

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	10%	0%
相对指数	2%	4%	-11%

## 相关报告

《不忘初“心”，自强不息》2019.07.01

模型更新时间: 2019.09.08

股票研究

可选消费品  
军工

航发动力 (600893)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **29.33**

上次预测: 29.33

当前价格: 24.14

公司网址

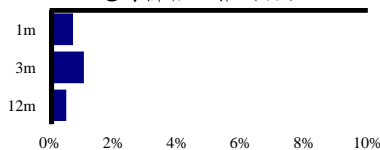
hfdl.aecc.cn

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

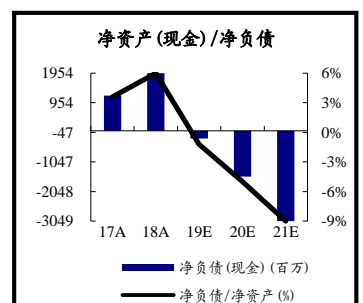
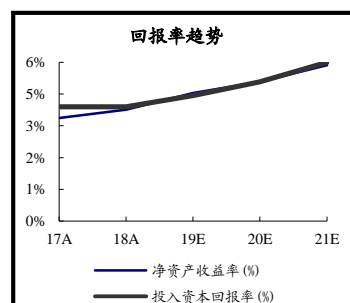
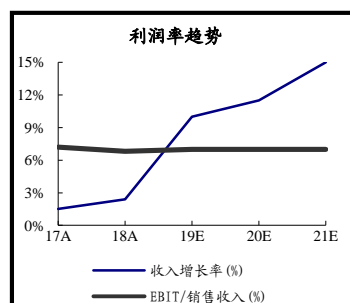
20.55-28.40

市值 (百万)

54,311

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	22,555	23,102	25,412	28,335	32,585
营业成本	18,276	19,029	20,722	23,095	26,559
税金及附加	83	90	89	104	119
销售费用	254	214	255	283	322
管理费用	1,901	1,746	2,098	2,340	2,692
EBIT	1,628	1,580	1,768	1,975	2,268
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	328	179	0	0	0
财务费用	737	421	222	183	160
营业利润	1,190	1,238	1,546	1,792	2,108
所得税	269	234	309	347	410
少数股东损益	-25	20	6	6	12
归母净利润	960	1,064	1,286	1,493	1,741
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	6,812	4,554	6,485	7,615	8,933
其他流动资产	21,948	25,714	25,552	28,661	32,876
长期投资	1,180	1,402	1,402	1,402	1,402
固定资产合计	14,622	15,000	15,615	16,002	16,272
无形及其他资产	7,123	6,834	6,368	5,956	5,582
资产合计	51,685	53,504	55,422	59,636	65,065
流动负债	25,347	27,959	28,217	30,931	34,608
非流动负债	-3,510	-4,994	-4,994	-4,994	-4,994
股东权益	29,848	30,539	32,199	33,699	35,451
投入资本(IC)	30,463	31,853	31,582	31,952	32,386
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	1264	1300	1427	1604	1838
折旧与摊销	1,301	1,378	1,311	1,395	1,476
流动资金增量	-1,199	729	-420	395	538
资本支出	-1,979	-1,734	-1,406	-1,315	-1,317
自由现金流	-614	1,673	913	2,078	2,535
经营现金流	973	1,210	3,281	2,758	2,948
投资现金流	-1,706	-1,825	-1,406	-1,315	-1,317
融资现金流	1,480	-1,311	55	-313	-313
现金流净增加额	746	-1,926	1,930	1,130	1,318
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	1.5%	2.4%	10.0%	11.5%	15.0%
EBIT 增长率	-12.0%	-2.9%	11.9%	11.7%	14.8%
净利润增长率	7.8%	10.8%	20.8%	16.2%	16.5%
利润率					
毛利率	19.0%	17.6%	18.5%	18.5%	18.5%
EBIT 率	7.2%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%
归母净利润率	4.3%	4.6%	5.1%	5.3%	5.3%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	3.7%	4.0%	4.6%	5.0%	5.6%
总资产收益率(ROA)	1.9%	2.0%	2.3%	2.5%	2.7%
投入资本回报率(ROIC)	4.1%	4.1%	4.5%	5.0%	5.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	252	262	259	260	259
应收账款周转天数	129	147	141	143	142
总资产周转天数	817	831	782	741	698
净利润现金含量	101.3%	113.7%	255.2%	184.7%	169.4%
资本支出/收入	8.8%	7.5%	5.5%	4.6%	4.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.2%	42.9%	41.9%	43.5%	45.5%
净负债率	4.0%	6.4%	-0.8%	-4.6%	-8.6%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	56.57	51.05	42.24	36.37	31.20
PB	2.35	1.85	1.93	1.84	1.73
EV/EBITDA	21.03	17.09	17.56	15.71	13.79
P/S	2.41	2.35	2.14	1.92	1.67
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		