

公司研究/季报点评

2019年10月30日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 21.07
合理价格区间(元): -

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

何亮 执业证书编号: S0570517110001
研究员 heliang@htsc.com

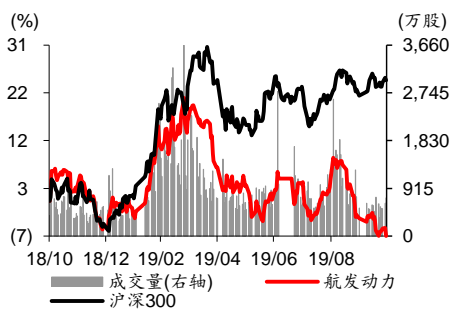
金榜 执业证书编号: S0570517070008
研究员 021-28972092
jinbang@htsc.com

尹会伟 +86 10 56793930
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1《航发动力(600893 SH,买入): 期间费用拖累业绩, 看好航发主业长期发展》2019.08
- 2《航发动力(600893,买入): 受益下游均衡发展, 经营质量持续提升》2019.04
- 3《航发动力(600893,买入): 期间费用明显改善, 毛利下滑拖累业绩释放》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

三季报低迷, 下游需求仍然旺盛

航发动力(600893)

三季报表现低迷, 存货等数据表明下游需求仍然旺盛, 维持“买入”评级

2019年前三季度, 公司实现营业收入127.94亿元, 同比下滑7.61%; 归母净利润4.13亿元, 同比下降36.47%。业务毛利下滑和期间费用增长对公司业绩构成拖累, 业绩表现低于预期。但公司存货等数据的大幅增长, 表明下游航空发动机产品的交付列装和生产准备等处于旺盛状态, 且公司正在推行市场化债转股提升上市公司资产质量。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.48元、0.56元、0.63元, 鉴于公司国内航空发动机龙头的稀缺性产业地位, 以及产业未来发展前景, 维持“买入”评级。

业务毛利下滑及期间费用增长, 拖累业绩表现

2019年前三季度, 公司业务毛利润23.79亿元, 同比下降5.48%, 降幅1.38亿元; 公司期间费用合计19.61亿元, 同比增长6.67%, 增幅1.23亿元。各项期间费用中, 销售费用1.98亿元, 同比增长38.10%; 管理费用13.19亿元, 同比增长8.58%; 财务费用2.93亿元, 同比增长3.72%。公司2019年前三季度归母净利润4.13亿, 同比下降36.47%, 降幅2.37亿元, 业务毛利的下滑和期间费用的增加是主要因素。

应收账款及存货大幅增长, 表明下游需求旺盛

2019年前三季度, 公司应收账款和应收票据总计126.30亿元, 较年初增长21.50亿元; 存货214.43亿元, 较年初增长72.01亿元(去年同期增幅为28.01亿元)。应收账款及存货的大幅增长, 表明下游航空发动机产品的交付列装和生产准备等需求旺盛。

正在推行市场化债转股, 有望进一步改善资产结构

公司2019年7月发布公告, 拟向中国航发、国发基金等机构发行股份购买其持有的黎明公司31.23%股权、黎明动力29.14%股权、南方公司13.26%股权, 债转股总规模65亿元。公司正在积极推行相关事项推进, 本次市场化债转股完成后, 有助于减轻上市公司财务负担, 进一步改善资产结构, 提升归母净资产和净利润规模。

国内航空发动机龙头, 产业前景广阔, 稀缺性标的, 维持“买入”评级

暂不考虑债转股因素影响, 根据公司年报预告和公司前三季度经营情况, 公司当前毛利率水平、业务收入以及期间费率水平等较初始假设高, 因此调整了相关假设。我们预计公司2019-2021年营业收入分别为236.16/253.57/273.22亿元(调整前分别为244.23/261.04/280.08亿元), 归母净利润分别为10.78/12.54/14.17亿元(调整前分别为11.36/13.06/15.10亿元), 对应EPS分别为0.48、0.56和0.63元。我们长期看好公司的突出产业地位和产业发展影响力, 未来成长空间广阔, 维持“买入”评级。

风险提示: 国家军费投入不达预期、新产品定型交付不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,250
流通A股(百万股)	1,948
52周内股价区间(元)	21.07-27.46
总市值(百万元)	47,404
总资产(百万元)	61,119
每股净资产(元)	12.64

资料来源: 公司公告

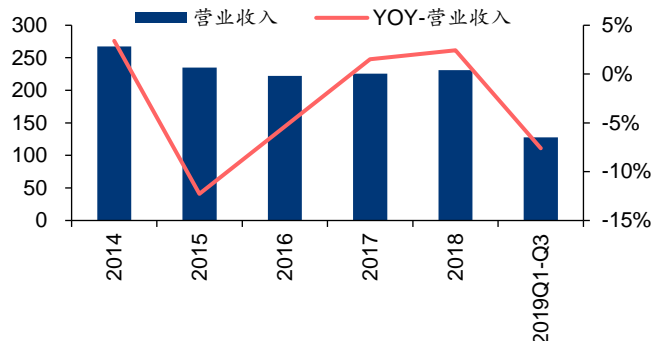
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,555	23,102	23,616	25,357	27,322
+/-%	1.52	2.43	2.23	7.37	7.75
归属母公司净利润(百万元)	959.99	1,064	1,078	1,254	1,417
+/-%	7.78	10.82	1.32	16.31	13.03
EPS(元, 最新摊薄)	0.43	0.47	0.48	0.56	0.63
PE(倍)	49.38	44.56	43.98	37.81	33.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

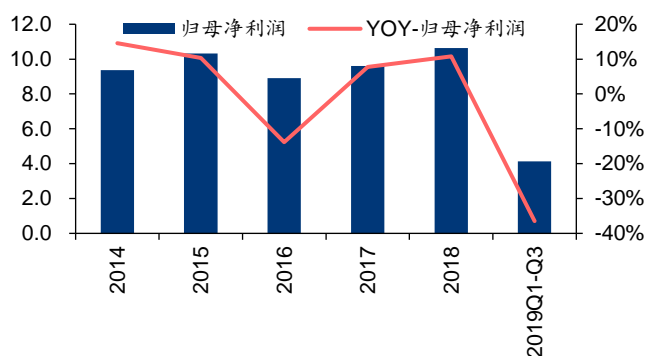
公司是我国航空发动机领域主机厂，具备稀缺性投资价值。鉴于航空发动机产业发展的重要性，以及国家对航空发动机产业发展的高度重视，以及未来公司盈利改善潜力，维持“买入”评级。

图表1：航发动力历年营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：航发动力历年归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

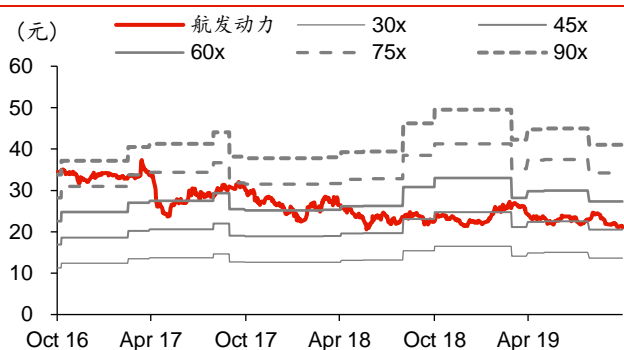
图表3：可比上市公司估值一览表（可比公司估值参考Wind一致预测）

股票代码	股票简称	2019年10月29日 收盘价(元)	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000768.SZ	中航飞机	15.11	0.24	0.28	0.33	63.37	53.97	45.76
600760.SH	中航沈飞	29.67	0.64	0.78	0.92	46.08	38.14	32.23
600038.SH	中直股份	44.95	1.09	1.35	1.66	41.18	33.18	27.11
	平均					54.73	46.06	39.00
600893.SH	航发动力	21.07	0.48	0.56	0.63	43.98	37.81	33.45

资料来源：Wind，华泰证券研究所

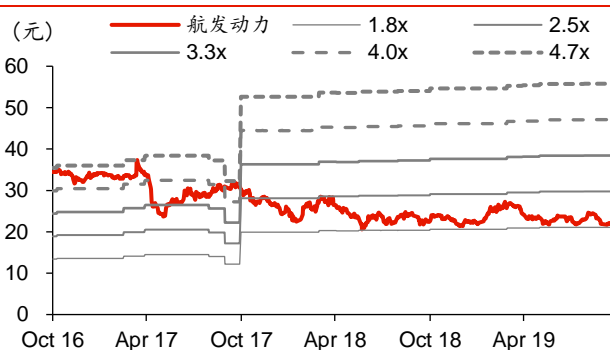
PE/PB - Bands

图表4：航发动力历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：航发动力历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

国家军费投入不达预期。我国武器装备采购经费主要来自于军费，如果军费投入不达预期，将会对军品的采购产生影响。

新产品定型批产不达预期。国防装备系统复杂、技术难度高，如果新产品定型批产进度低于预期，可能对公司业绩带来不利影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	28,761	30,268	30,659	33,005	34,903
现金	6,812	4,554	4,205	4,402	4,405
应收账款	6,691	8,214	8,659	9,396	10,018
其他应收账款	173.56	196.48	214.25	243.43	255.73
预付账款	509.20	686.00	751.26	828.68	864.28
存货	13,064	14,242	14,239	15,235	16,381
其他流动资产	1,510	2,374	2,591	2,900	2,979
非流动资产	22,925	23,236	23,504	23,439	23,096
长期投资	1,180	1,402	1,420	1,420	1,420
固定投资	14,622	15,000	16,473	17,144	17,294
无形资产	2,176	2,083	1,918	1,753	1,588
其他非流动资产	4,947	4,751	3,693	3,122	2,795
资产总计	51,685	53,504	54,163	56,445	58,000
流动负债	25,347	27,959	28,628	30,306	30,876
短期借款	6,314	5,889	5,700	5,700	5,700
应付账款	5,795	6,062	6,351	6,878	7,306
其他流动负债	13,238	16,008	16,577	17,728	17,870
非流动负债	(3,510)	(4,994)	(5,783)	(6,456)	(6,915)
长期借款	1,420	235.13	(564.87)	(1,165)	(1,665)
其他非流动负债	(4,931)	(5,229)	(5,218)	(5,291)	(5,250)
负债合计	21,837	22,965	22,845	23,850	23,962
少数股东权益	4,056	4,110	4,130	4,153	4,180
股本	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250
资本公积	19,129	19,089	19,089	19,089	19,089
留存公积	4,585	5,358	5,848	7,102	8,519
归属母公司股东权益	25,792	26,429	27,188	28,441	29,858
负债和股东权益	51,685	53,504	54,163	56,445	58,000

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	972.59	1,210	3,041	2,717	2,282
净利润	935.34	1,084	1,098	1,277	1,443
折旧摊销	1,301	1,378	1,540	1,758	1,937
财务费用	737.16	420.95	330.46	276.95	236.44
投资损失	(327.54)	(178.70)	(98.00)	(94.00)	(90.00)
营运资金变动	(1,974)	(1,777)	105.96	(542.61)	(1,290)
其他经营现金	300.54	282.61	65.04	41.63	45.10
投资活动现金	(1,706)	(1,825)	(1,750)	(1,643)	(1,543)
资本支出	1,986	1,743	1,850	1,750	1,650
长期投资	(49.47)	(35.78)	16.49	(1.50)	(1.50)
其他投资现金	230.96	(117.13)	116.34	106.00	106.00
筹资活动现金	1,480	(1,311)	(1,641)	(876.95)	(736.44)
短期借款	(4,193)	(425.61)	(188.65)	0.00	0.00
长期借款	(3,772)	(1,185)	(800.00)	(600.00)	(500.00)
普通股增加	301.13	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	9,267	(39.11)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(122.87)	338.85	(651.87)	(276.95)	(236.44)
现金净增加额	720.91	(1,896)	(349.78)	197.58	3.18

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,555	23,102	23,616	25,357	27,322
营业成本	18,276	19,029	19,362	20,717	22,275
营业税金及附加	82.58	90.00	92.10	98.89	106.55
营业费用	253.51	214.16	307.01	329.65	355.18
管理费用	1,901	1,746	2,362	2,536	2,732
财务费用	737.16	420.95	330.46	276.95	236.44
资产减值损失	140.38	220.42	148.00	162.00	172.00
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	98.00	94.00	90.00
营业利润	1,190	1,238	1,271	1,489	1,692
营业外收入	48.35	111.95	100.00	100.00	100.00
营业外支出	34.13	31.99	32.00	32.00	32.00
利润总额	1,204	1,318	1,339	1,557	1,760
所得税	269.06	234.06	240.99	280.30	316.82
净利润	935.34	1,084	1,098	1,277	1,443
少数股东损益	(24.65)	19.64	19.95	23.20	26.23
归属母公司净利润	959.99	1,064	1,078	1,254	1,417
EBITDA	3,228	3,037	3,141	3,524	3,866
EPS (元, 基本)	0.43	0.47	0.48	0.56	0.63

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.52	2.43	2.23	7.37	7.75
营业利润	23.34	3.99	2.68	17.18	13.62
归属母公司净利润	7.78	10.82	1.32	16.31	13.03
获利能力 (%)					
毛利率	18.97	17.63	18.01	18.30	18.47
净利率	4.26	4.61	4.56	4.94	5.19
ROE	3.72	4.03	3.96	4.41	4.75
ROIC	5.05	4.41	4.23	4.59	4.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.25	42.92	42.18	42.25	41.31
净负债比率 (%)	35.96	27.21	23.00	19.52	17.34
流动比率	1.13	1.08	1.07	1.09	1.13
速动比率	0.61	0.56	0.56	0.58	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.44	0.44	0.46	0.48
应收账款周转率	3.35	3.00	2.71	2.72	2.73
应付账款周转率	3.03	3.21	3.12	3.13	3.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.47	0.48	0.56	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.54	1.35	1.21	1.01
每股净资产(最新摊薄)	11.46	11.75	12.08	12.64	13.27
估值比率					
PE (倍)	49.38	44.56	43.98	37.81	33.45
PB (倍)	1.84	1.79	1.74	1.67	1.59
EV_EBITDA (倍)	15.60	16.58	16.03	14.29	13.02

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com