

航发动力（600893）2019年三季报点评

采用新工艺技术等因素影响公司业绩，存货及预付账款大增显示任务依旧饱满

事项:

❖ 公司发布2019年三季报，2019年前三季度公司实现营业收入127.94亿元，同比减少7.61%；实现归母净利润4.13亿元，同比减少36.47%。

评论:

❖ **产品投入增加、采用新工艺技术等因素导致收入确认减少。**2019年前三季度公司实现营业收入127.94亿元，同比减少7.61%；实现归母净利润4.13亿元，同比减少36.47%；单季度来看，2019Q3公司实现营业收入39.70亿元，同比减少28.28%；实现归母净利润9039.87万元，同比减少68.89%。公司收入下滑一方面是因为公司产品投入增加、采用新工艺技术等因素，导致暂未实现销售收入；另一方面是公司进一步聚焦主业、主动压缩其他业务。利润下滑主要是受到收入下滑的影响，另外投资收益较去年同期减少7404万元，同比减少55.20%。

❖ **毛利率有所提升，费用率有所增加。**盈利能力方面，2019前三季度公司毛利率18.59%，同比提升0.42个百分点。费用方面，2019前三季度公司销售费用1.98亿元，同比增加38.46%，销售费用率1.55%，同比增加0.51个百分点，销售费用增加较多的原因主要是销售服务费增加；管理费用13.19亿元，同比增加8.56%，管理费用率10.31%，同比增加1.54个百分点；研发费用1.51亿元，同比减少23.74%，研发费用率1.18%，同比下降0.25个百分点，研发费用减少较多主要原因是自筹研发项目立项后转入专享应付款；财务费用2.92亿元，同比增加3.55%，财务费用率2.28%，同比增加0.25个百分点；期间费用合计19.60亿元，同比增加6.64%，受营收下滑拖累，前三季度期间费用率15.32%，同比增加2.05个百分点。净利率3.54%，同比降低1.31个百分点。

❖ **存货和应付反应生产任务饱满。**2019三季度末公司存货214.43亿元，较年初增加72.01亿元，增幅50.56%，主要原因是产品投入增加、采用新工艺暂未形成收入。应付账款达到109.90亿元，较年初增幅81.30%，主要是生产任务增加、采购原材料和配套产品增加。存货和应付账款的大幅增加反映公司生产任务饱满，收入和利润的短期波动不改长期发展向好的趋势。

❖ **推行市场化债转股，有望提升经营质量。**7月20日公司公告，拟引入国发基金等六家投资者以现金及债权方式向黎明公司、黎阳动力和南方公司增资，同时中国航发以国拨资金形成的国有独资资本公积合计19.8亿元对黎明公司、黎阳动力、南方公司增资并取得其股权。增资完成后，公司拟向七家机构发行股份收购其持有的黎明公司、黎阳动力、南方公司全部股权。本次交易将有效缓解标的公司资产负债率较高、财务负担较重的问题，公司的抗风险能力和经营质量有望提升。

❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为10.88亿、13亿和16.26亿，对应EPS分别为0.48元、0.58元和0.72元。公司近三年PE范围为38-85倍，估值中枢为61倍。综合考虑公司在我国航空发动机领域的龙头地位和历史估值水平，给予公司2020年45倍PE，对应目标价26元，首次覆盖给予“强推”评级。

❖ **风险提示：**新型号研制交付进度不及预期；军费增长不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	23,102	23,533	25,524	28,809
同比增速(%)	2.4%	1.9%	8.5%	12.9%
归母净利润(百万)	1,064	1,088	1,300	1,626
同比增速(%)	10.8%	2.2%	19.5%	25.1%
每股盈利(元)	0.47	0.48	0.58	0.72
市盈率(倍)	45	44	37	29
市净率(倍)	2	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年11月1日收盘价

强推（首次）

目标价：26.00元

当前价：21.19元

华创证券研究所

证券分析师：卫喆

电话：021-20572551

邮箱：weizhe@hcyjs.com

执业编号：S0360518120002

联系人：王卓星

电话：021-20572580

邮箱：wangzhuoxing@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	224,984
已上市流通股(万股)	194,773
总市值(亿元)	476.74
流通市值(亿元)	412.72
资产负债率(%)	41.0
每股净资产(元)	12.6
12个月内最高/最低价	28.23/20.59

市场表现对比图(近12个月)



附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,554	5,209	6,324	5,368
应收票据	2,266	941	1,276	1,440
应收账款	8,214	8,110	8,796	9,928
预付账款	686	580	625	703
存货	14,242	15,469	14,576	16,397
其他流动资产	306	269	291	329
流动资产合计	30,268	30,578	31,888	34,165
其他长期投资	480	487	492	499
长期股权投资	1,402	1,456	1,456	1,456
固定资产	15,000	15,453	15,868	16,248
在建工程	2,886	2,386	1,886	1,386
无形资产	2,083	1,925	1,832	1,749
其他非流动资产	1,385	1,292	1,290	1,289
非流动资产合计	23,236	22,999	22,824	22,627
资产合计	53,504	53,577	54,712	56,792
短期借款	5,889	4,889	5,089	5,289
应付票据	6,649	4,834	5,206	5,856
应付账款	6,062	7,734	7,288	7,027
预收款项	1,572	1,602	1,737	1,961
其他应付款	6,872	6,872	6,872	6,872
一年内到期的非流动负债	125	515	200	200
其他流动负债	790	485	610	657
流动负债合计	27,959	26,931	27,002	27,862
长期借款	235.00	295.00	355.00	255.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	-5,229	-5,246	-5,246	-5,246
非流动负债合计	-4,994	-4,951	-4,891	-4,991
负债合计	22,965	21,980	22,111	22,871
归属母公司所有者权益	26,429	27,466	28,446	29,735
少数股东权益	4,110	4,131	4,155	4,186
所有者权益合计	30,539	31,597	32,601	33,921
负债和股东权益	53,504	53,577	54,712	56,792

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	878	3,433	3,095	954
现金收益	2,883	2,996	3,334	3,624
存货影响	-1,178	-1,226	893	-1,820
经营性应收影响	-2,769	1,385	-1,216	-1,524
经营性应付影响	2,787	-113	61	613
其他影响	-844	392	23	62
投资活动现金流	-1,825	-1,310	-1,300	-1,300
资本支出	-1,577	-1,252	-1,302	-1,301
股权投资	20	54	0	0
其他长期资产变化	-268	-112	2	1
融资活动现金流	-1,311	-1,468	-680	-610
借款增加	-1,603	-550	-55	100
股利及利息支付	-668	-775	-275	-346
股东融资	56	0	0	0
其他影响	904	-143	-350	-364

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,102	23,533	25,524	28,809
营业成本	19,029	19,336	20,823	23,424
税金及附加	90	92	99	112
销售费用	214	306	281	317
管理费用	1,746	1,812	1,940	2,189
财务费用	421	430	530	462
资产减值损失	220	150	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	179	90	90	90
其他收益	117	160	160	160
营业利润	1,238	1,307	1,570	1,975
营业外收入	112	100	100	100
营业外支出	32	60	60	60
利润总额	1,318	1,347	1,610	2,015
所得税	234	239	286	358
净利润	1,084	1,108	1,324	1,657
少数股东损益	20	20	24	31
归属母公司净利润	1,064	1,088	1,300	1,626
NOPLAT	1,430	1,462	1,760	2,037
EPS(摊薄) (元)	0.47	0.48	0.58	0.72

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	2.4%	1.9%	8.5%	12.9%
EBIT 增长率	-10.5%	2.2%	20.5%	15.7%
归母净利润增长率	10.8%	2.2%	19.5%	25.1%
获利能力				
毛利率	17.6%	17.8%	18.4%	18.7%
净利率	4.7%	4.7%	5.2%	5.8%
ROE	3.5%	3.4%	4.0%	4.8%
ROIC	4.6%	4.8%	5.7%	6.4%
偿债能力				
资产负债率	42.9%	41.0%	40.4%	40.3%
债务权益比	3.3%	1.4%	1.2%	1.5%
流动比率	108.3%	113.5%	118.1%	122.6%
速动比率	57.3%	56.1%	64.1%	63.8%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	116	125	119	117
应付账款周转天数	112	128	130	110
存货周转天数	258	277	260	238
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.48	0.58	0.72
每股经营现金流	0.39	1.53	1.38	0.42
每股净资产	11.75	12.21	12.64	13.22
估值比率				
P/E	45	44	37	29
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	9	8	8	7

军工组团队介绍

首席分析师：卫喆

中科院硕士，四年航空发动机产业经验，四年军工行业研究积淀，先后任职于中国航发商发、中泰证券、招商证券，2016年、2017年新财富军工行业第五名、第三名核心成员。

助理研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500