

航发动力(600893)

点评报告

行业公司研究——非汽车交运设备行业一

证券研究报告

# 新工艺影响短期业绩，长期增长趋势不改

## ——航发动力点评报告

✍️：武雨桐 执业证书编号：S1230518080003  
☎️：021-80108035  
✉️：wuyutong@stocke.com.cn

### 报告导读

公司发布三季报，报告期内实现营业收入127.94亿，同比减少7.61%，实现归属于上市公司股东净利润4.13亿，同比减少36.47%。

### 投资要点

#### □ 营收、利润双降，期间费用率上升。

公司发布三季报，期内实现营收127.94亿，同比减少7.61%，实现归母净利润4.13亿，同比减少36.47%。营收出现下降主要原因是产品投入增加、采用新工艺技术暂未实现销售收入。同时期末存货214.43亿，较年初142.42亿增加72.01亿，增幅高达50.56%。净利润大幅下滑的主要原因为营收下滑，投资净收益同比下降55.2%，以及前三季度期间费用率达15.32%，比上年同期增加2.05个百分点。

#### □ 生产任务饱满，长期增长趋势不改。

公司营收出现小幅下降，存货大幅增加，原因为部分采用新工艺技术的新产品暂未实现交付；同时，本期末应付账款109.9亿，较年初增幅高达81.30%，原因为生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加。表明公司营收及业绩虽出现暂时性下滑，但不断投入研发新型产品，订单和生产任务饱满。我们预计新产品未来可实现顺利交付，不改长期保持稳定较快增速的预期。

#### □ 航发国产化加速，公司引领行业发展。

公司是航发集团核心航空发动机、燃气轮机制造资产的上市平台，发动机种类实现了涡扇、涡喷、涡轴、涡浆及活塞的全品种覆盖。公司生产及在研的发动机型号形成了良好的迭代节奏。预计随着我国航空发动机国产化进程的不断加快，新型军机加速列装，公司收入及利润增速也将不断加快。

#### □ 盈利预测及估值

随着我国航空发动机国产化程度不断加深，新型军机装备部队提速；同时公司资产结构通过债转股得到进一步优化，促进业绩释放。我们预计未来公司业务规模及盈利将保持较快速度增长，维持“买入”评级。2019-2021年公司EPS为0.54/0.68/0.78元/股，对应PE为40/32/27X。

风险提示：新产品交付进度不达预期。

### 财务摘要

| (百万元)   | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入    | 23102  | 25123  | 31472  | 36331  |
| (+/-)   | 2.43%  | 8.75%  | 25.27% | 15.44% |
| 净利润     | 1064   | 1209   | 1523   | 1753   |
| (+/-)   | 10.82% | 13.66% | 25.93% | 15.10% |
| 每股收益(元) | 0.47   | 0.54   | 0.68   | 0.78   |
| P/E     | 45.30  | 39.85  | 31.65  | 27.49  |

### 评级

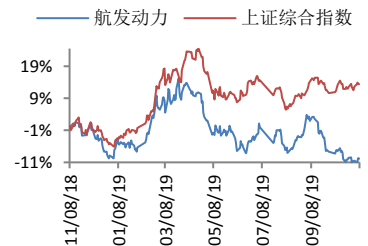
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥21.34

### 单季度业绩

### 元/股

|         |      |
|---------|------|
| 3Q/2019 | 0.05 |
| 2Q/2019 | 0.15 |
| 1Q/2019 | 0.00 |
| 4Q/2018 | 0.18 |



### 公司简介

### 相关报告

- 1《期间费用拖累中报业绩，看好全年稳定增长》2019.08.29
- 2《市场化债转股助力公司夯实基础，释放业绩》2019.08.27
- 3《继续看好航空发动机行业高景气度》2019.03.03
- 4《军用航空发动机龙头企业，独享行业高景气度》2018.12.03

报告撰写人：武雨桐

数据支持人：武雨桐

## 正文目录

1. 新工艺影响短期业绩，长期增长趋势不改..... 3

## 图表目录

表附录：三大报表预测值.....4

## 1. 新工艺影响短期业绩，长期增长趋势不改

**营收、利润双降，期间费用率上升。**公司发布三季报，报告期内实现营业收入 127.94 亿，同比减少 7.61%，实现归属于上市公司股东净利润 4.13 亿，同比减少 36.47%。营收出现下降主要原因系是产品投入增加、采用新工艺技术暂未实现销售收入。同时期末存货 214.43 亿，较年初 142.42 亿增加 72.01 亿，增幅高达 50.56%。净利润大幅下滑的主要原因为营收下滑，投资净收益同比下降 55.2%，以及前三季度期间费用率达 15.32%，比上年同期增加 2.05 个百分点。

**生产任务饱满，长期增长趋势不改。**公司营收出现小幅下降，存货大幅增加，原因为部分采用新工艺技术的新产品暂未实现交付；同时，本期末应付账款 109.9 亿，较年初 60662 亿增加 49.28 亿，增幅高达 81.30%，原因为生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加。表明公司营收及业绩虽出现暂时性下滑，但不断投入研发新型产品，订单和生产任务饱满。我们预计新产品未来可实现顺利交付，不改长期保持稳定较快增速的预期。

**公司推行市场化债转股。**公司引入国发基金、国家军民融合产业投资基金、等机构以现金及债权方式向黎明公司、黎阳动力、南方公司增资，合计出资 65 亿元。同时，中国航发以国拨资金形成的国有独享资本公积合计 19.8 亿元对三家公司增资并取得其股权。本次增资完成后，航发动力拟分别向以上机构发行股份收购其持有的三家公司全部股权。公司实施市场化债转股有利于减轻相关子公司的债务负担，改善公司资产负债率，节约财务费用，助力公司的长期发展。

**公司是航发集团整机资产唯一整合平台。**公司是航发集团航空发动机、燃气轮机制造资产的上市平台，发动机种类实现了涡扇、涡喷、涡轴、涡浆及活塞的全品种覆盖。此外，航发集团尚有东安公司、兰翔机械以及研究院所 606、608 所等资产尚未证券化，未来不排除继续以航发动力为平台进行资产整合的可能性。

**航发国产化加速，公司引领行业发展。**我国已经具备自主研发与制造先进航空发动机的能力。当前国产仿制航发及具备自主知识产权的太行系列发动机基本可以满足我国军机动力国产化的需求。且公司目前生产及在研的发动机型号，可覆盖所有军民用飞机机种，并能在未来形成了良好的型号迭代节奏。我们预计，随着我国航空发动机国产化进程的不断加快，新型军机加速列装，公司业务规模增速也将不断加快。

**盈利预测：**随着我国航空发动机国产化程度不断加深，新型军机装备部队提速；同时公司资产结构通过债转股得到进一步优化，促进业绩释放。我们预计未来公司业务规模及盈利将保持较快速度增长，维持“买入”评级。2019-2021 年公司 EPS 为 0.54/0.68/0.78 元/股，对应 PE 为 40/32/27X。

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |        |        |        |         |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 单位: 百万元        | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
| <b>流动资产</b>    | 30268  | 31704  | 38275  | 43159   |
| 现金             | 4554   | 5537   | 5422   | 5316    |
| 交易性金融资产        | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 应收账款           | 10481  | 9987   | 12573  | 14423   |
| 其它应收款          | 194    | 207    | 258    | 300     |
| 预付账款           | 686    | 771    | 914    | 1077    |
| 存货             | 14242  | 15103  | 19006  | 21942   |
| 其他             | 111    | 99     | 102    | 102     |
| <b>非流动资产</b>   | 23236  | 22491  | 21720  | 20848   |
| 金额资产类          | 381    | 408    | 402    | 401     |
| 长期投资           | 1402   | 1291   | 1309   | 1319    |
| 固定资产           | 15000  | 15518  | 15632  | 15512   |
| 无形资产           | 2083   | 1888   | 1688   | 1485    |
| 在建工程           | 2886   | 1933   | 1219   | 675     |
| 其他             | 1484   | 1453   | 1469   | 1456    |
| <b>资产总计</b>    | 53504  | 54195  | 59995  | 64007   |
| <b>流动负债</b>    | 27959  | 32054  | 41421  | 48301   |
| 短期借款           | 5889   | 9325   | 12904  | 15366   |
| 应付款项           | 12711  | 12973  | 16324  | 18972   |
| 预收账款           | 1572   | 1608   | 2093   | 2395    |
| 其他             | 7787   | 8148   | 10100  | 11569   |
| <b>非流动负债</b>   | (4994) | (6735) | (8858) | (10748) |
| 长期借款           | 235    | (1785) | (3819) | (5706)  |
| 其他             | (5229) | (4950) | (5040) | (5041)  |
| <b>负债合计</b>    | 22965  | 25319  | 32562  | 37554   |
| 少数股东权益         | 4110   | 4116   | 4122   | 4134    |
| 归属母公司股东权       | 26429  | 27330  | 28544  | 29986   |
| <b>负债和股东权益</b> | 53504  | 54195  | 59995  | 64007   |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |        |         |
| 单位: 百万元        | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 1210   | 1413   | 696    | 1527    |
| 净利润            | 1084   | 1215   | 1529   | 1765    |
| 折旧摊销           | 1378   | 1127   | 1208   | 1272    |
| 财务费用           | 421    | 268    | 318    | 343     |
| 投资损失           | (179)  | (213)  | (220)  | (211)   |
| 营运资金变动         | 38     | 929    | 2789   | 2035    |
| 其它             | (1532) | (1914) | (4928) | (3677)  |
| <b>投资活动现金流</b> | (1825) | (1482) | (1596) | (1586)  |
| 资本支出           | (292)  | (550)  | (464)  | (464)   |
| 长期投资           | (176)  | 79     | (10)   | (8)     |
| 其他             | (1357) | (1011) | (1122) | (1114)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1311) | 2620   | 2504   | 1352    |
| 短期借款           | (426)  | 3436   | 3580   | 2462    |
| 长期借款           | (1185) | (2020) | (2034) | (1888)  |
| 其他             | 300    | 1204   | 958    | 778     |
| <b>现金净增加额</b>  | (1926) | 2551   | 1605   | 1294    |

| <b>利润表</b>        |        |        |        |        |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元           | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>营业收入</b>       | 23102  | 25123  | 31472  | 36331  |
| 营业成本              | 19029  | 20807  | 25980  | 29955  |
| 营业税金及附加           | 90     | 88     | 1      | 132    |
| 营业费用              | 214    | 252    | 314    | 359    |
| 管理费用              | 1746   | 1899   | 2379   | 2746   |
| 研发费用              | 443    | 481    | 603    | 696    |
| 财务费用              | 421    | 268    | 318    | 343    |
| 资产减值损失            | 220    | 195    | 255    | 299    |
| 公允价值变动损益          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益             | 179    | 213    | 220    | 211    |
| 其他经营收益            | 120    | 98     | 108    | 106    |
| <b>营业利润</b>       | 1238   | 1443   | 1835   | 2118   |
| 营业外收支             | 80     | 74     | 66     | 71     |
| <b>利润总额</b>       | 1318   | 1517   | 1902   | 2189   |
| 所得税               | 234    | 302    | 373    | 424    |
| <b>净利润</b>        | 1084   | 1215   | 1529   | 1765   |
| 少数股东损益            | 20     | 6      | 6      | 12     |
| <b>归属母公司净利润</b>   | 1064   | 1209   | 1523   | 1753   |
| <b>EBITDA</b>     | 2936   | 2910   | 3422   | 3809   |
| <b>EPS (最新摊薄)</b> | 0.47   | 0.54   | 0.68   | 0.78   |
| <b>主要财务比率</b>     |        |        |        |        |
|                   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>成长能力</b>       |        |        |        |        |
| 营业收入              | 2.43%  | 8.75%  | 25.27% | 15.44% |
| 营业利润              | 3.99%  | 16.57% | 27.22% | 15.38% |
| 归属母公司净利润          | 10.82% | 13.66% | 25.93% | 15.10% |
| <b>获利能力</b>       |        |        |        |        |
| 毛利率               | 17.63% | 17.18% | 17.45% | 17.55% |
| 净利率               | 4.69%  | 4.84%  | 4.86%  | 4.86%  |
| ROE               | 3.52%  | 3.90%  | 4.75%  | 5.25%  |
| ROIC              | 4.72%  | 4.76%  | 5.48%  | 5.92%  |
| <b>偿债能力</b>       |        |        |        |        |
| 资产负债率             | 42.92% | 46.72% | 54.28% | 58.67% |
| 净负债比率             | 27.21% | 31.40% | 28.72% | 26.50% |
| 流动比率              | 1.08   | 0.99   | 0.92   | 0.89   |
| 速动比率              | 0.57   | 0.52   | 0.47   | 0.44   |
| <b>营运能力</b>       |        |        |        |        |
| 总资产周转率            | 0.44   | 0.47   | 0.55   | 0.59   |
| 应收帐款周转率           | 3.10   | 3.07   | 3.39   | 3.23   |
| 应付帐款周转率           | 3.21   | 3.25   | 3.45   | 3.34   |
| <b>每股指标(元)</b>    |        |        |        |        |
| 每股收益              | 0.47   | 0.54   | 0.68   | 0.78   |
| 每股经营现金            | 0.54   | 0.63   | 0.31   | 0.68   |
| 每股净资产             | 11.75  | 12.15  | 12.69  | 13.33  |
| <b>估值比率</b>       |        |        |        |        |
| P/E               | 45.30  | 39.85  | 31.65  | 27.49  |
| P/B               | 1.82   | 1.76   | 1.69   | 1.61   |
| EV/EBITDA         | 16.73  | 16.99  | 14.86  | 13.54  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>