

2018年12月26日

公司研究

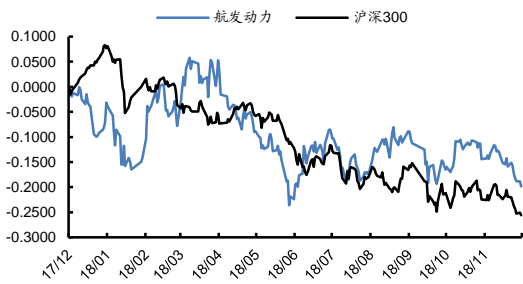
评级：增持（维持）

研究所  
证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923  
联系人：苏立赞 S0350117080021  
联系人：邹刚 S0350117090025  
zoug@ghzq.com.cn

## 减负增效，加快前行

### ——航发动力（600893）动态点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
航发动力	-6.3	-12.0	-19.1
沪深300	-3.9	-11.7	-25.6

#### 市场数据

2018-12-25

当前价格（元）	21.73
52周价格区间（元）	20.31 - 29.64
总市值（百万）	48889.12
流通市值（百万）	42324.10
总股本（万股）	224984.45
流通股（万股）	194772.66
日均成交额（百万）	219.90
近一月换手（%）	4.86

#### 相关报告

《航发动力（600893）事件点评：业绩大幅增长，能力持续提升》——2018-10-31

《航发动力（600893）事件点评：收入增长费用减少，航发龙头业绩大幅增长》——2018-08-28

《航发动力（600893）事件点评：实力提升业绩增长，增持提振市场信心》——2018-07-03

《航发动力（600893）深度报告：装备建设促增长，实力提升担大任》——2018-05-21

《航发动力（600893）动态点评：军机需求释放，业绩增长有望》——2018-05-09

#### 投资要点：

- **减轻包袱控制成本，航发龙头轻装前装。**公司子公司黎阳动力拟将涉及的三供一业及办社会职能资产协议转让，作为国企改革的重要举措，根据国资委规划，中央企业2018年底基本完成“三供一业”分离移交工作。移交完成后，企业包袱减轻，资产质量、经营效率和盈利能力有望进一步提升。此外，在航发集团的大力推进下，成本工程扎实开展，成本优化的效果有望逐渐显现。
- **采购增长存量提升，公司业绩有望加速增长。**一方面，随着军机采购力度的加大，发动机需求相应增长；另一方面，随着军机规模的提升，存量发动机的增多使得维修保障需求快速增长；最后，目前我国部分军机发动机仍依赖进口，随着新机型研制的推进，有望逐渐实现进口替代。在上述三个方面的驱动下，公司有望从新增和存量两个方面受益，业绩有望呈现加速增长的态势。
- **国家转型产业升级，航空装备担当大任。**一方面，我国经济发展进入新常态，亟需寻找新的增长动力；另一方面，中美关系发展存在长期的不确定性，掌握高端装备研发制造、降低对外依赖需求迫切。航空发动机作为军民两用的高端装备，技术含量高、经济拉动能力强，在我国航空装备市场需求持续增长的背景下，产业自身发展动力和国家战略需求都有望加速我国航空发动机发展。
- **盈利预测和投资评级：维持增持评级。**三供一业的移交和成本工程的开展促进公司提质增效，航空发动机产业发展不断向好，公司前景广阔。预计2018-2020年归母净利润分别为13.12亿元、15.80亿元及18.46亿元，对应EPS分别为0.58元、0.70元及0.82元，对应当前股价PE分别为37倍、31倍以及26倍，维持增持评级。
- **风险提示：**1) 三供一业移交及效果不及预期；2) 产品需求不及预期；3) 公司盈利不及预期；4) 系统性风险。

## 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	22555	24718	26759	28534
增长率(%)	2%	10%	8%	7%
归母净利润(百万元)	960	1312	1580	1846
增长率(%)	8%	37%	20%	17%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.58	0.70	0.82
ROE(%)	3.22%	4.21%	4.81%	5.32%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：航发动力盈利预测表

证券代码:	600893.SH				股价:	21.73	投资评级:	增持	日期:	2018-12-25		
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值				2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	3%	4%	5%	5%	EPS	0.43	0.58	0.70	0.82			
毛利率	19%	20%	20%	21%	BVPS	11.46	12.05	12.75	13.57			
期间费率	15%	13%	13%	13%	<b>估值</b>							
销售净利率	4%	5%	6%	6%	P/E	50.93	37.26	30.94	26.49			
<b>成长能力</b>					P/B	1.90	1.80	1.70	1.60			
收入增长率	2%	10%	8%	7%	P/S	2.17	1.98	1.83	1.71			
利润增长率	8%	37%	20%	17%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
总资产周转率	0.44	0.47	0.48	0.50	<b>营业收入</b>	<b>22555</b>	<b>24718</b>	<b>26759</b>	<b>28534</b>			
应收账款周转率	2.72	2.72	2.72	2.72	营业成本	18276	19884	21365	22626			
存货周转率	1.40	1.40	1.40	1.40	营业税金及附加	83	49	54	57			
<b>偿债能力</b>					销售费用	254	260	294	314			
资产负债率	42%	41%	41%	40%	管理费用	2316	2521	2729	2911			
流动比	1.13	1.22	1.32	1.43	财务费用	737	464	428	391			
速动比	0.62	0.66	0.73	0.81	其他费用/(-收入)	187	185	190	195			
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>营业利润</b>	<b>1190</b>	<b>1725</b>	<b>2079</b>	<b>2431</b>			
现金及现金等价物	6812	6986	8298	9975	营业外净收支	14	14	14	14			
应收款项	8282	9077	9826	10478	<b>利润总额</b>	<b>1204</b>	<b>1739</b>	<b>2093</b>	<b>2445</b>			
存货净额	13064	14249	15310	16214	所得税费用	269	388	468	546			
其他流动资产	602	659	714	761	<b>净利润</b>	<b>935</b>	<b>1350</b>	<b>1626</b>	<b>1899</b>			
<b>流动资产合计</b>	<b>28761</b>	<b>30971</b>	<b>34148</b>	<b>37429</b>	少数股东损益	(25)	38	46	53			
固定资产	14622	13847	12984	12138	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>960</b>	<b>1312</b>	<b>1580</b>	<b>1846</b>			
在建工程	2972	2974	2974	2984	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
无形资产及其他	2176	2176	1969	1761	<b>经营活动现金流</b>	<b>973</b>	<b>1631</b>	<b>1928</b>	<b>2250</b>			
长期股权投资	1180	1180	1180	1180	净利润	935	1350	1626	1899			
<b>资产总计</b>	<b>51685</b>	<b>53123</b>	<b>55229</b>	<b>57466</b>	少数股东权益	(25)	38	46	53			
短期借款	6314	5314	4814	4314	折旧摊销	1292	1192	1141	1062			
应付款项	10297	11231	12067	12780	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	1598	1751	1895	2021	营运资金变动	(1230)	(3124)	(2847)	(2441)			
其他流动负债	7139	7139	7139	7139	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1706)</b>	<b>773</b>	<b>863</b>	<b>836</b>			
<b>流动负债合计</b>	<b>25347</b>	<b>25434</b>	<b>25916</b>	<b>26254</b>	资本支出	(551)	773	863	836			
长期借款及应付债券	1420	1420	1420	1420	长期投资	1	0	0	0			
其他长期负债	(4931)	(4931)	(4931)	(4931)	其他	(1156)	0	0	0			
<b>长期负债合计</b>	<b>(3510)</b>	<b>(3510)</b>	<b>(3510)</b>	<b>(3510)</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>907</b>	<b>(1000)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>			
<b>负债合计</b>	<b>21837</b>	<b>21924</b>	<b>22405</b>	<b>22743</b>	债务融资	(7965)	(1000)	(500)	(500)			
股本	2250	2250	2250	2250	权益融资	9604	0	0	0			
股东权益	29848	31199	32824	34723	其它	(732)	0	0	0			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>51685</b>	<b>53123</b>	<b>55229</b>	<b>57466</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>173</b>	<b>1403</b>	<b>2291</b>	<b>2585</b>			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【军工组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。苏立赞，负责军工行业研究；清华大学工学硕士，西北工大工学学士；军工行业 7 年工作经验，其中实体从业 5 年，证券研究 2 年。邹刚，负责军工行业上市公司研究。上海交通大学硕士，大连理工大学学士；三年军方装备研究所工作经验。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、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。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。