

## 航发动力 (600893)

公司研究/点评报告

# 盈利能力持续提高，看好长期稳步发展

点评报告/国防军工

2019 年 3 月 29 日

### 一、事件概述

3 月 28 日，公司发布 2018 年年报，全年实现营业收入 231.02 亿元，同比增长 2.43%；实现归母净利润 10.64 亿元，同比提升 10.82%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 归母净利润增速加快，2019 年盈利能力有望提高

2018 年，公司实现营业收入 231.02 亿元，同比增长 2.43%；归母净利润 10.64 亿元，同比增长 10.82%，主要原因为期间费用同比下降。2018 年公司期间费用率为 12.22%，较 2017 年的 14.66% 下降 2.44pct，主要系销售服务费、职工薪酬、利息支出减少所致。期间费用中研发费用为 4.43 亿元，同比增长 6.7%，原因为报告期内新增多个研制项目，包括 193 项关键技术研究。2018 年实现毛利率 17.63%，较 2017 年减少 1.34%，自 2016 年后处于下降趋势。公司预计 2019 年完成营收 230 亿元，与 2018 年基本持平；归母净利润 13.4 亿元，盈利能力持续提高。

#### ➤ 航空发动机板块增幅稳定，外贸及非航空产品萎缩明显

公司三大主营业务分别为航空发动机及衍生品、外贸出口和非航空产品，2018 年实现营业收入分别为 197.12 亿元、23.41 亿元和 7.03 亿元，同比增长分别为 4.02%、-6.59% 和 -15.78%。核心板块航空发动机增长稳定，而外贸出口由于市场竞争激烈导致订单和毛利率均有下降，非航空产品领域报告期内减少了附加值较低的非航业务并处置了非主业子公司，导致收入缩减。未来核心航发业务仍将处于绝对领先；外贸板块虽然存在国际巨头垄断的现状，但公司仍存在一定比较优势；非航产品竞争压力将持续增加。

#### ➤ 航空发动机制造唯一平台，两机专项直接受益者

公司是我国航空发动机事业的主体，具备涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机武器装备科研生产许可资质，是三代主战机型发动机国内唯一供应商。目前，WS10“太行”发动机及衍生型号已批量装备于歼 10、歼 11、歼 15 等机型。“十三五”期间我国将全面启动实施航空发动机和燃气轮机重大专项，两机专项预期资金规模达到 1000 亿。作为我国航空发动机领导者，公司将从两机专项中获得大量政府扶持资源，未来发展前景可期。

#### ➤ 航空发动机至关重要，长期看好航发市场

目前我国航空发动机与国外先进水平相比仍然存在较大差距，在先进军用机型上，发动机仍依赖于进口，而商用发动机几乎处于空白阶段。根据智研咨询预计，未来 20 年我国航空发动机市场总需求接近 3 万亿元人民币，其中军用航发 8000 亿元，商发 17000 亿元，通航发动机 4500 亿元。随着军改影响逐渐消除，军机订单有望快速提升，军用航发的需求增加，叠加民航、通航市场发展带动的商发需求，我们看好公司业绩长期稳定增长。

#### ➤ 控股股东完成增持计划，看好公司未来发展

2019 年 1 月 2 日，公司控股股东中国航发完成首次增持计划，累计增持 447 万股，占公司总股本的 0.2%。本次增持为中国航发集团成立以来首次对旗下上市平台进行增持，彰显了对于公司未来发展的信心。

### 推荐

维持评级

当前价格： 25.88 元

### 交易数据

2019-3-28

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 29.64/20.31 |
| 总股本(百万股)        | 2249.84     |
| 流通股本(百万股)       | 1947.73     |
| 流通股比例(%)        | 86.6%       |
| 总市值(亿元)         | 582.2       |
| 流通市值(亿元)        | 504.0       |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：王一川

执业证号： S0100518020001

电话： (010)85127528

邮箱： wangyichuan@mszq.com

### 相关研究

- 1、《航发动力(600893)简评报告:归母净利润增长 126%，实际控制人增持彰显信心》 20180828
- 2、《航发动力(600893)简评报告:军品放量，全年业绩有望实现高增长》 20180427
- 3、《航发动力(600893)简评报告:业绩增长符合预期，未来发展可期》 20171030

### 三、投资建议

公司作为航空发动机制造平台，在两机专项政府扶持下，我们看好公司长期发展。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.49、0.54 和 0.61 元，对应 PE 为 53X、48X 和 42X，上市以来平均估值 93X，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示

1、军机订单不达预期；2、政府扶持力度低于预期；3、毛利率持续下降

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 23,102 | 24,028 | 26,111 | 28,456 |
| 增长率（%）          | 2.4%   | 4.0%   | 8.7%   | 9.0%   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 1,064  | 1,105  | 1,224  | 1,380  |
| 增长率（%）          | 10.8%  | 3.8%   | 10.8%  | 12.8%  |
| 每股收益（元）         | 0.47   | 0.49   | 0.54   | 0.61   |
| PE（现价）          | 55.1   | 52.7   | 47.6   | 42.2   |
| PB              | 2.2    | 2.1    | 2.0    | 1.9    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 23,102 | 24,028 | 26,111 | 28,456 |
| 营业成本      | 19,029 | 19,863 | 21,590 | 23,527 |
| 营业税金及附加   | 90     | 84     | 95     | 104    |
| 销售费用      | 214    | 241    | 260    | 281    |
| 管理费用      | 2,189  | 2,275  | 2,507  | 2,695  |
| EBIT      | 1,580  | 1,565  | 1,659  | 1,849  |
| 财务费用      | 421    | 287    | 278    | 263    |
| 资产减值损失    | 220    | 143    | 96     | 109    |
| 投资收益      | 179    | 178    | 178    | 178    |
| 营业利润      | 1,238  | 1,313  | 1,464  | 1,655  |
| 营业外收支     | 80     | 30     | 30     | 30     |
| 利润总额      | 1,318  | 1,388  | 1,530  | 1,726  |
| 所得税       | 234    | 276    | 300    | 335    |
| 净利润       | 1,084  | 1,112  | 1,230  | 1,392  |
| 归属于母公司净利润 | 1,064  | 1,105  | 1,224  | 1,380  |
| EBITDA    | 2,958  | 2,990  | 3,148  | 3,399  |

| 资产负债表 (百万元) | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 4554   | 8497   | 10764  | 12634  |
| 应收账款及票据     | 10481  | 9222   | 10367  | 11445  |
| 预付款项        | 686    | 736    | 760    | 846    |
| 存货          | 14242  | 13863  | 15181  | 16559  |
| 其他流动资产      | 111    | 111    | 111    | 111    |
| 流动资产合计      | 30268  | 32489  | 37159  | 41484  |
| 长期股权投资      | 1402   | 1402   | 1402   | 1402   |
| 固定资产        | 15000  | 16019  | 16892  | 17731  |
| 无形资产        | 2083   | 1895   | 1714   | 1541   |
| 非流动资产合计     | 23236  | 21276  | 20183  | 19029  |
| 资产合计        | 53504  | 53766  | 57342  | 60513  |
| 短期借款        | 5889   | 5889   | 5957   | 5607   |
| 应付账款及票据     | 12711  | 12222  | 13475  | 14760  |
| 其他流动负债      | 47     | 47     | 47     | 47     |
| 流动负债合计      | 27959  | 27129  | 29476  | 31254  |
| 长期借款        | 235    | 235    | 235    | 235    |
| 其他长期负债      | (5229) | (5249) | (5249) | (5249) |
| 非流动负债合计     | (4994) | (5014) | (5014) | (5014) |
| 负债合计        | 22965  | 22115  | 24461  | 26240  |
| 股本          | 2250   | 2250   | 2250   | 2250   |
| 少数股东权益      | 4110   | 4117   | 4123   | 4135   |
| 股东权益合计      | 30539  | 31651  | 32881  | 34273  |
| 负债和股东权益合计   | 53504  | 53766  | 57342  | 60513  |

| 主要财务指标          | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 2.4%  | 4.0%  | 8.7%  | 9.0%  |
| EBIT 增长率        | -2.9% | -1.0% | 6.0%  | 11.4% |
| 净利润增长率          | 10.8% | 3.8%  | 10.8% | 12.8% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 17.6% | 17.3% | 17.3% | 17.3% |
| 净利润率            | 4.6%  | 4.6%  | 4.7%  | 4.9%  |
| 总资产收益率 ROA      | 2.0%  | 2.1%  | 2.1%  | 2.3%  |
| 净资产收益率 ROE      | 4.0%  | 4.0%  | 4.3%  | 4.6%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.3   |
| 速动比率            | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.8   |
| 现金比率            | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.4   |
| 资产负债率           | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 117.8 | 108.4 | 111.1 | 111.3 |
| 存货周转天数          | 261.9 | 254.7 | 256.7 | 256.9 |
| 总资产周转率          | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 每股净资产           | 11.7  | 12.2  | 12.8  | 13.4  |
| 每股经营现金流         | 0.5   | 1.6   | 1.2   | 1.2   |
| 每股股利            | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 55.1  | 52.7  | 47.6  | 42.2  |
| PB              | 2.2   | 2.1   | 2.0   | 1.9   |
| EV/EBITDA       | 20.3  | 18.7  | 17.1  | 15.2  |
| 股息收益率           | 0.5%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2018    | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 1,084   | 1,112 | 1,230 | 1,392 |
| 折旧和摊销       | 1,599   | 1,568 | 1,585 | 1,658 |
| 营运资金变动      | (1,777) | 952   | (220) | (434) |
| 经营活动现金流     | 1,210   | 3,664 | 2,658 | 2,667 |
| 资本开支        | 1,734   | (609) | 330   | 325   |
| 投资          | 36      | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (1,825) | 787   | (152) | (147) |
| 股权募资        | 56      | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | (1,038) | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | (1,311) | (509) | (239) | (650) |
| 现金净流量       | (1,926) | 3,942 | 2,268 | 1,870 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

王一川，军工行业分析师，美国福特汉姆大学金融学硕士，1年股权投资工作经验，2015年加盟民生证券研究院，从事军工行业研究。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。