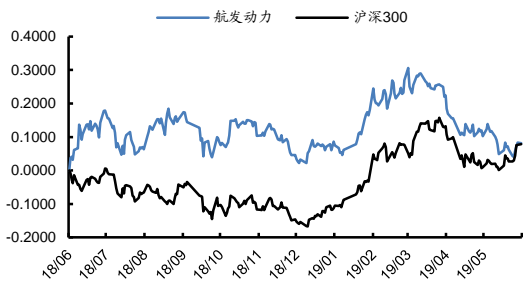


研究所  
证券分析师： 谭倩 S0350512090002  
0755-83473923  
联系人： 苏立赞 S0350117080021  
联系人： 邹刚 S0350117090025  
zoug@ghzq.com.cn

## 步入高质量发展快车道

### ——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	-3.4	-14.8	7.3
沪深 300	6.9	0.2	6.4

#### 市场数据

2019-06-24

当前价格（元）	22.60
52 周价格区间（元）	20.30 - 28.23
总市值（百万）	50846.48
流通市值（百万）	44018.62
总股本（万股）	224984.45
流通股（万股）	194772.66
日均成交额（百万）	197.88
近一月换手（%）	7.21

#### 相关报告

- 《航发动力（600893）动态点评：减负增效，加快前行》——2018-12-26
- 《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

#### 投资要点：

- **非航空业务充分压缩，主业增长有望更好展现。**在“提质增效、瘦身健体”的战略部署下，公司近年来主动压缩非航空业务，当前非航空业务收入占比已下降至 3%。非航空业务的压缩一定程度上掩盖了公司航空发动机主业近年来的持续增长，随着聚焦主业取得阶段性成果，公司主业发展有望得到更好的展现。
- **规模增长毛利率提升，公司盈利有望进一步增强。**2018 年公司航空发动机主业收入同比增长 4.02%，毛利率同比减少 1.97PCT。毛利率下降主要是利润率较高的修理业务占比降低和固定成本增加。当前，国产发动机已成为我国军机的主要配套动力，年产量将随着军机的建设稳步提升，后续在收入增长的同时，随着产能利用率的提升和存量发动机规模扩大带来维修保障需求的快速增长，发动机业务有望实现收入增长的同时毛利率进一步抬升，进而推动盈利快速增长。
- **航空产业前景广阔，发动机龙头充分受益。**军机领域，我国当前机队规模不及美国 1/4，在建设世界一流军队目标明确以及军机数量存在明显缺口的背景下，军机规模将持续扩大；民机领域，我国是世界主要的航空运输市场之一，商飞预测，到 2037 年，中国占全球客机机队的比例将从现在的 16% 增长到 21%。在国防建设持续高额投入以及国产民机不断进步的背景下，航空工业发展前景广阔。公司作为我国国产航空发动机龙头，有望充分受益我国航空产业发展。
- **盈利预测和投资评级：维持增持评级。**公司作为我国航空发动机龙头，在提质增效取得阶段性成果的背景下，随着产能利用率和存量发动机规模的扩大，盈利有望步入快速增长阶段。航空发动机采购略低于预期，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 11.92 亿元、13.96 亿元及 16.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.62 元及 0.71 元，对应当前股价 PE 分别为 43 倍、36 倍以及 32 倍，公司市场龙头地位稳固，发展前景广阔，维持增持评级。
- **风险提示：**1) 航空发动机主业增长不及预期；2) 公司毛利率提升不及预期；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	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	23102	25142	27799	30839
增长率(%)	2%	9%	11%	11%
归母净利润(百万元)	1064	1192	1396	1602
增长率(%)	11%	12%	17%	15%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.53	0.62	0.71
ROE(%)	3.48%	3.75%	4.21%	4.60%

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:	22.60	投资评级:	增持	日期:	2019-06-24		
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值				2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	3%	4%	4%	5%	EPS	0.47	0.53	0.62	0.71			
毛利率	18%	19%	19%	19%	BVPS	11.75	12.28	12.90	13.61			
期间费率	11%	13%	13%	12%	<b>估值</b>							
销售净利率	5%	5%	5%	5%	P/E	47.79	42.65	36.42	31.75			
<b>成长能力</b>					P/B	1.92	1.84	1.75	1.66			
收入增长率	2%	9%	11%	11%	P/S	2.20	2.02	1.83	1.65			
利润增长率	11%	12%	17%	15%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
总资产周转率	0.43	0.46	0.48	0.51	<b>营业收入</b>	<b>23102</b>	<b>25142</b>	<b>27799</b>	<b>30839</b>			
应收账款周转率	2.16	2.16	2.16	2.16	营业成本	19029	20459	22615	25075			
存货周转率	1.34	1.34	1.34	1.34	营业税金及附加	90	101	111	123			
<b>偿债能力</b>					销售费用	214	226	236	278			
资产负债率	43%	42%	42%	42%	管理费用	1746	2564	2836	3146			
流动比	1.08	1.15	1.23	1.31	财务费用	421	354	318	283			
速动比	0.57	0.61	0.65	0.70	其他费用/(-收入)	(42)	40	50	55			
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>营业利润</b>	<b>1238</b>	<b>1478</b>	<b>1733</b>	<b>1990</b>			
现金及现金等价物	4554	4582	5290	5993	营业外净收支	80	14	14	14			
应收款项	10675	11617	12845	14250	<b>利润总额</b>	<b>1318</b>	<b>1492</b>	<b>1747</b>	<b>2004</b>			
存货净额	14242	15388	17010	18860	所得税费用	234	265	310	356			
其他流动资产	797	867	959	1063	<b>净利润</b>	<b>1084</b>	<b>1227</b>	<b>1436</b>	<b>1648</b>			
<b>流动资产合计</b>	<b>30268</b>	<b>32454</b>	<b>36104</b>	<b>40166</b>	少数股东损益	20	34	40	46			
固定资产	15000	14200	13314	12446	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1064</b>	<b>1192</b>	<b>1396</b>	<b>1602</b>			
在建工程	2886	2888	2888	2898	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
无形资产及其他	2083	2083	1885	1686	<b>经营活动现金流</b>	<b>1210</b>	<b>1472</b>	<b>1319</b>	<b>1269</b>			
长期股权投资	1402	1402	1402	1402	净利润	1084	1227	1436	1648			
<b>资产总计</b>	<b>53504</b>	<b>54892</b>	<b>57457</b>	<b>60463</b>	少数股东权益	20	34	40	46			
短期借款	5889	4889	4389	3889	折旧摊销	1369	1208	1155	1076			
应付款项	12711	13734	15181	16832	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	1572	1711	1892	2099	营运资金变动	(1262)	(3320)	(4569)	(5218)			
其他流动负债	7787	7787	7787	7787	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1825)</b>	<b>798</b>	<b>887</b>	<b>858</b>			
<b>流动负债合计</b>	<b>27959</b>	<b>28120</b>	<b>29248</b>	<b>30606</b>	资本支出	(292)	798	887	858			
长期借款及应付债券	235	235	235	235	长期投资	(222)	0	0	0			
其他长期负债	(5229)	(5229)	(5229)	(5229)	其他	(1311)	0	0	0			
<b>长期负债合计</b>	<b>(4994)</b>	<b>(4994)</b>	<b>(4994)</b>	<b>(4994)</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>642</b>	<b>(1000)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>			
<b>负债合计</b>	<b>22965</b>	<b>23126</b>	<b>24254</b>	<b>25612</b>	债务融资	(1611)	(1000)	(500)	(500)			
股本	2250	2250	2250	2250	权益融资	56	0	0	0			
股东权益	30539	31766	33203	34850	其它	2197	0	0	0			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53504</b>	<b>54892</b>	<b>57457</b>	<b>60463</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>27</b>	<b>1270</b>	<b>1706</b>	<b>1626</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基金榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。苏立赞，清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5 年军工领域产业经验，3 年军工行业投研经验；主要负责军工行业上市公司研究  
邹刚，上海交通大学硕士，三年军方装备研究所工作经验，负责军工行业上市公司研究。

## 【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。