



中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 董俊业

证券执业证书号: S0640118010019

邮箱: dongjy@avicsec.com

电话: 010-59562516

航发动力 (600893.SH) 2019 年半年报点评:

航发主业强化, 债转股提升效益

行业分类: 国防军工

2019 年 08 月 24 日

公司投资评级	买入
当前股价	22.96

基础数据

沪深 300	3820.86
总股本 (亿)	22.50
流通 A 股 (亿)	19.48
流通 A 股市值 (亿)	447.20
每股净资产 (元)	11.78
PE	45.90
PB	1.97

近一年公司与沪深 300 走势对比图



- 公司 8 月 24 日披露中报, 显示公司 2019H1 营业收入 88.24 亿元 (+6.15%), 归母净利 3.23 亿元 (-10.29%), 主要是期间管理费用和研发投入增加, 销售毛利率 18.95% (+0.51pcts), 摊薄每股收益 0.14 元 (-12.50%)。
- **聚焦主业, 以航空发动机为核心:** 公司主要产品和服务有军民用航空发动机整机及部件、民用航空发动机零部件出口、军民用燃气轮机和军民用航空发动机维修保障服务, 具体分为三类: ① 航空发动机及衍生产品 涵盖航空发动机研制、生产、试验、销售、维修保障五大环节; ② 外贸出口转包业务 以生产制造为主, 参与部分新型民用航空发动机产品研发试制; ③ 非航空产品及其他业务 具备从设计到服务的全过程能力。这三类主营业务 2019H1 分别实现营业收入 72.36 亿元, 12.95 亿元和 1.18 亿元, 前两项同比增长 6.09% 和 15.14%, 非航业务同比减少 30.35%。为了保障强军需求, 公司坚持以航空发动机为核心, 推进结构优化, 提升产能及效率。
- **加大改革和研发力度, 驱动未来发展:** 公司营收同比增长 6.15%, 营业成本同比增长 5.48%, 归母净利 3.23 亿元 相较去年同期减少 0.37 亿元, 同比下降 10.29%, 主要原因是期间费用增加。其中, 销售费用 1.13 亿元, 增加了 0.21 亿元, 同比增长 22.52%, 原因是销售服务费、低值易耗品摊销同比增加; 管理费用 8.89 亿元, 增加了 1.15 亿元, 同比增长 14.79%, 原因是子公司改革费用和修理费同比增加; 财务费用 1.90 亿元, 增加了 0.37 亿元, 同比增长 24.39%, 原因是利息收入同比减少和利息支出同比增加。 研发费用 1.35 亿元 同比增长 77.38%, 研发支出 1.81 亿元 同比增长 128.67%, 这两项合计 3.16 亿元相较去年同期增加了 1.61 亿元, 原因是公司不断加大技术创新基础设施投入, 为各项研究工作提供保障。因此, 公司本期收到政府科研补助增加 96.39%, 达到 7463 万元。公司是主战机型发动机的唯一供应商, 持续受益于“两机专项”, 将逐步实现航空发动机技术的提高与追赶, 未来前景光明。
- **整体运营平稳, 南方公司业绩突出:** 公司各项任务完成较好, 聚焦主业, 主营业务更加突出, 特别是南方公司经济运行稳健。公司下属 10 家主要

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539



控股公司营收合计 75.31 亿元,较去年同期增加 4.40 亿元,利润总额 4.02 亿元。黎明公司,主要产品为 WS-10 系列航空发动机及及零部件,营业收入 42.62 亿元,同比减少 0.95%,其中,航空发动机及衍生产品业务收入 39.74 亿元,同比增长 1.08%;南方公司,主要产品为涡轴 8、涡浆 6 和活塞式发动机及及零部件,营业收入 16.39 亿元,同比增长 27.92%,其中,航空发动机及衍生产品业务收入 15.40 亿元,同比增长 28.51%;黎阳动力公司,主要产品为涡扇发动机及零部件,实现营业收入 8.96 亿元,同比增长 4.32%,其中,航空发动机及衍生产品业务实现营业收入 8.63 亿元,同比增长 4.96%。2019H1,黎明公司利润总额 1.50 亿元,同比下降 8.18%;南方公司总额利润 2.10 亿元,同比增加 44.10%;黎阳动力公司总额利润亏损 0.42 亿元,去年同期亏损 0.32 亿元。

■ **市场化债转股降杠杆,增强经营活力:** 由于军改及科研等因素,公司资金压力较大。对此,公司正在发行债转股,旨在改善资产负债率和财务费用,已经引入军民融合基金、国发基金、交银投资等机构积极参与。完成之后,标的公司资产负债率有望显著降低,节约利息费用支出,利于增强公司经营活力,为公司实施技术改造、转型升级奠定坚实基础,为国家及公司股东创造更多价值。

■ **盈利预测及投资建议:**

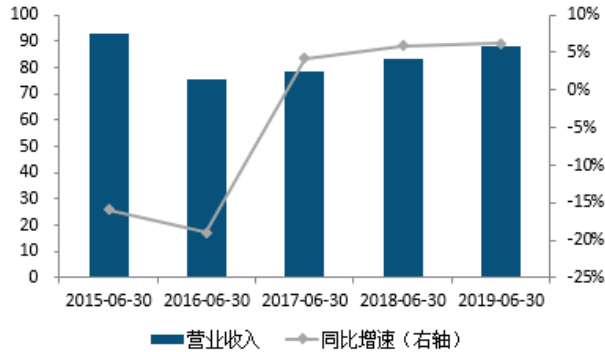
垄断稀缺,成长稳健。公司是我国主战机型发动机的唯一制造商,具有绝对垄断优势。同时,由于国际环境复杂,我国航空装备加速列装,实战化训练强度提升,对公司航空发动机产品的需求有望持续增长。因此,我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 11.47、12.52 和 13.72 亿元,EPS 分别为 0.51、0.56 和 0.61 元,对应当前股价的估值分别为 45、41 和 38 倍,给予 2019 年 60 倍 PE,对应目标价格为 30.6 元。

■ **风险提示:**

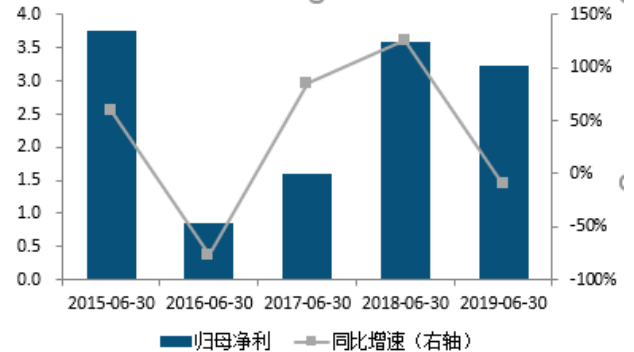
航空发动机产品交付低于预期,新型号研制进度不及预期,重组事项不确定性等。

单位/百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22555.00	23102.02	24950.19	27120.85	29626.82
增长率 (%)	1.52%	2.43%	8.00%	8.70%	9.24%
归属母公司股东净利润	959.99	1063.91	1146.73	1251.78	1371.95
增长率 (%)	7.78%	10.82%	7.78%	9.16%	9.60%
每股收益(元)	0.43	0.47	0.51	0.56	0.61
PB	66	49	45	41	38

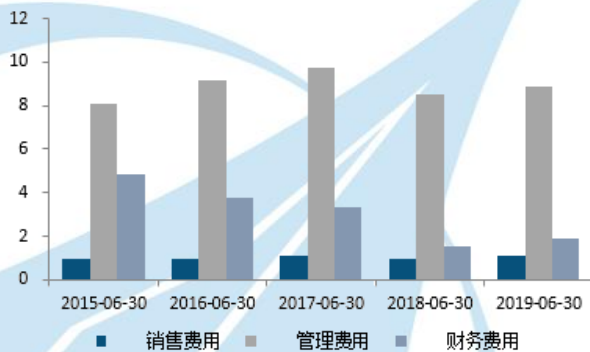
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

◆ 公司主要财务数据
图 1: 公司 2019 年半年营收 (亿元) 及增速 (%)


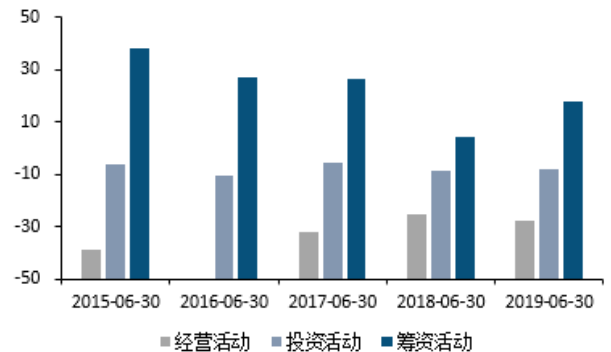
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司 2019 年半年归母净利 (亿元) 及增速 (%)


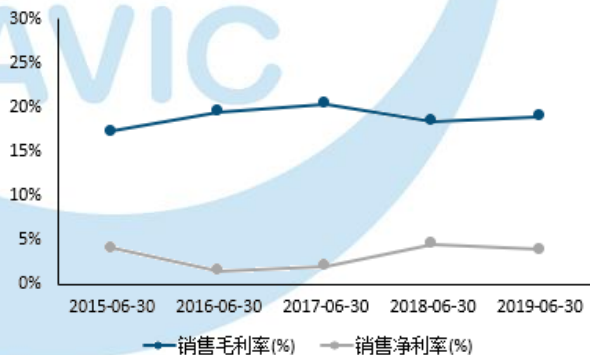
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司 2019 年半年三费情况 (亿元)


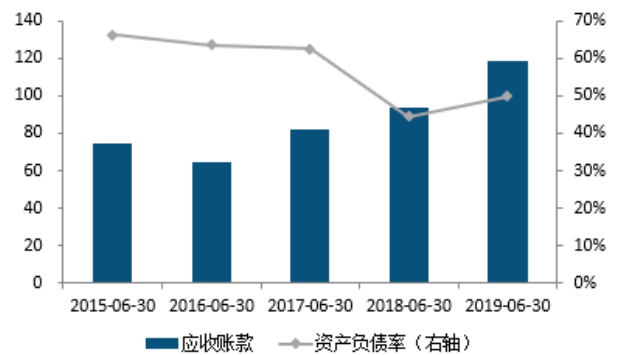
数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 4: 公司经营、投资和筹资活动现金流量净额 (亿元)


数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

图 5: 公司销售毛利率和净利率 (%)


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 公司资产负债率 (%) 及应收账款 (亿元)


数据来源: wind, 中航证券金融研究所



报表预测（单位：百万元）						
利润表						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22217.29	22555.00	23102.02	24950.19	27120.85	29626.82
减：营业成本	17883.39	18275.56	19028.75	20551.47	22339.45	24403.61
营业税金及附加	43.36	82.58	90.00	95.25	104.24	113.62
销售费用	219.13	253.51	214.16	274.45	298.33	325.90
管理费用	2222.45	2315.82	1746.27	2495.02	2712.09	2962.68
财务费用	821.38	737.16	420.95	132.29	137.46	145.68
资产减值损失	123.62	140.38	220.42	220.00	220.00	220.00
加：投资收益	84.03	327.54	178.70	170.00	170.00	170.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	987.97	1190.18	1237.65	1351.71	1479.29	1625.33
加：其他非经营损益	177.22	14.22	79.96	66.97	67.14	67.23
利润总额	1165.19	1204.40	1317.61	1418.68	1546.42	1692.56
减：所得税	249.19	269.06	234.06	251.96	274.65	300.61
净利润	916.00	935.34	1083.55	1166.73	1271.78	1391.95
减：少数股东损益	25.30	-24.65	19.64	20.00	20.00	20.00
归属母公司股东净利润	890.70	959.99	1063.91	1146.73	1251.78	1371.95
资产负债表						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5932.51	6812.46	4554.42	4990.04	5424.17	5925.36
应收和预付款项	9055.65	8791.62	11360.79	11209.71	12445.44	13626.19
存货	12163.49	13064.01	14242.45	15180.65	16606.72	18138.01
其他流动资产	75.71	92.49	110.57	119.41	129.80	141.80
长期股权投资	1181.00	1179.51	1401.81	1402.81	1403.81	1404.81
投资性房地产	76.15	49.26	47.70	48.22	48.05	48.10
固定资产和在建工程	17042.80	17594.13	17885.86	16293.13	14691.01	13079.67
无形资产和开发支出	2322.77	2267.05	2179.03	1951.20	1733.37	1525.53
其他非流动资产	1495.33	1834.68	1721.41	1769.04	1764.10	1763.48
资产总计	49345.41	51685.23	53504.04	52964.21	54246.46	55652.97
短期借款	10507.66	6314.26	5888.65	3972.68	1920.05	115.44
应付和预收款项	12225.48	12360.87	14824.00	15304.43	16891.64	18359.31
长期借款	5192.24	1420.34	235.13	235.13	235.13	235.13
其他负债	2538.93	1741.35	2016.85	1998.72	2821.09	3550.81
负债合计	30464.32	21836.81	22964.63	21510.95	21867.90	22260.69
股本	1948.72	2249.84	2249.84	2249.84	2249.84	2249.84
资本公积	9861.62	19128.51	19089.41	19089.41	19089.41	19089.41
留存收益	3893.69	4584.76	5358.44	6183.77	7089.07	8082.79
归属母公司股东权益	15611.88	25792.12	26429.18	27323.02	28228.33	29222.04
少数股东权益	3269.21	4056.30	4110.23	4130.23	4150.23	4170.23
股东权益合计	18881.09	29848.42	30539.42	31453.25	32378.56	33392.27
负债和股东权益合计	49345.41	51685.23	53504.04	52964.21	54246.46	55652.97
现金流量表						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流净额	-1923.92	972.59	1209.77	2942.82	3010.05	2885.29
投资性现金流净额	-2133.77	-1706.03	-1824.71	-80.95	-39.35	-55.57
筹资性现金流净额	974.92	1479.84	-1311.07	-2426.26	-2536.56	-2328.52
现金流量净额	-3065.91	720.91	-1895.90	435.61	434.13	501.19

数据来源：wind，中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使其独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。