



中航证券金融研究所

分析师: 张超 (S0640519070001)

研究助理: 董俊业 (S0640118010019)

分析师: 梁晨 (S0640519080001)

邮箱: dongjy@avicsec.com

电话: 010-59562516

航发动力 (600893) 2019 年报点评:

聚焦航发主业显著, 产品调整蓄势待发

行业分类: 国防军工

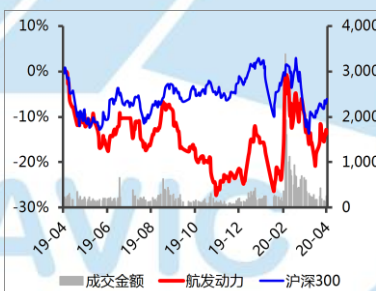
2020 年 04 月 21 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2020.4.20)	23.58
目标股价	30.00

基础数据 (2020.4.20)

沪深 300	3853.46
总股本 (亿)	22.50
流通 A 股 (亿)	19.48
流通 A 股市值 (亿)	459.27
每股净资产 (元)	12.75
PE	49.24
PB	1.85

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 18 日公告, 2019 年总营收 252.10 亿元 (+9.13%), 归母净利润 10.77 亿元 (+1.27%), 扣非归母净利润 7.81 亿元 (+8.73%), 毛利率 16.69% (-0.94pct), 净利率 4.40% (-0.29pct)。

➤ 投资要点:

聚焦航空发动机主业: 公司主要业务分为三类: 航空发动机及衍生产品、外贸出口转包业务、非航空产品及其他业务, 主要产品和服务是军民用航空发动机整机及部件、民用航空发动机零部件生产与出口、军民用燃气轮机、军民用航空发动机维修保障服务。报告期内, 公司主营业务收入 249.15 亿元, 同比增长 9.49%, 其中:

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, 期内订单任务增加, 实现收入 220.25 亿元, 同比增长 11.73%, 占总营收比例为 87.37%, 较五年前 (2015 年) 提升 18.31pct, 聚焦航空发动机主业趋势显著; 该业务期内实现毛利润 36.99 亿元, 占总毛利比例 87.92%, 毛利率 16.80%, 较去年同期下降 1.56pct, 主要是因为新旧产品结构调整;

② 外贸转包生产, 以出口产品制造为主, 参与部分新型民用航空发动机产品研发试制。期内承接相关订单增加, 实现收入 25.76 亿元, 同比增长 10.04%; 该业务期内实现毛利润 2.90 亿元, 同比增长 48.72%; 毛利率 11.27%, 较去年同期上升 2.93pct, 主要是由于毛利高的产品订单增加以及美元汇率上升;

③ 非航空产品及其他, 实现收入 3.15 亿元, 同比下降 55.22%, 主要是受清理非主业子公司。

此外, 期内公司销售费用 3.27 亿元, 较去年同期增加 1.13 亿元, 同比增长 52.55%, 主要是售后保障任务增加, 导致销售服务费同比增加; 管理费用 18.81 亿元, 较上年同期增加 1.40 亿元, 增幅 8.05%, 由于子公司改革费用、修理费等同步增加; 资产减值损失 1.056 亿元, 较上年同期扣除坏账准备后 0.79 亿元增加 0.26 亿元, 主要是存货跌价损失增加, 其中库存商品和原材料分别跌价准备 0.57 亿元和 0.24 亿元。

黎明南方业务稳健: 公司下属子公司任务完成较好, 能力稳健提升。其中, 黎明公司的主要产品为 WS-10 系列航空发动机, 广泛装备我国多款高性能军机, 期内营业收入 125.64 亿元, 同比增长 11.40%, 占上市公司总营收比例 49.84%。黎明三大业务板块中, 航空发动机及衍生产品收入 119.65 亿元, 同比增长 14.07%; 外贸转包生产收入 3.78 亿元, 同比下降 33.79%; 非航空产品及其他收入 0.29 亿元, 同比下降 24.21%, 聚焦航空

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: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

主业；实现利润 4.98 亿元。南方公司的主要产品为涡轴 8、涡浆 6 和活塞式发动机及零部件，广泛装备于各型号直升机，期内营业收入 58.53 亿元，同比增长 18.39%。其中，航空发动机及衍生产品收入 56.48 亿元，同比增长 21.35%；非航空产品实现 1.08 亿元，同比增长 4.89%；实现利润 4.13 亿元。

存货及关联交易增加表明下游需求旺盛：① 公司 2019 年底存货 185.44 亿元，较年初增加 43.02 亿元，增幅 30.20%。其中，在产品 131.66 亿元，较年初增加 30.61 亿元，增幅 30.29%；原材料 37.56 亿元，较年初增加 8.04 亿元，增幅 27.25%。库存增加是由于产品投入增加、部分产品采用新工艺技术，产品制造周期长，说明公司新旧产品结构调整，同时下游需求增加。② 公司 2020 年预计对航空工业集团下属单位销售商品合计 91.12 亿元，较 2019 年增加 15.66 亿元，同比增长 20.76%，主要产品为航空发动机；从航空工业购买商品 63.83 亿元，同比增长 12.68%，主要产品为航空发动机原材料。

债转股增强公司经营稳定性：2019 年，黎明公司、黎阳动力及南方公司通过债转股方式引入外部投资者，包括国发基金、国家军民融合产业投资基金、交银投资、鑫麦穗投资、中国东方和工融金投，对外募资 65 亿元，增强公司经营稳定性和抗风险能力，为之后实施的技术改造、转型升级奠定坚实基础；2020 年 1 月 14 日，公司公告称拟向上述投资者发行股份购买其持有的相关子公司股权，发行股价 20.56 元/股。

产业自主创新提升能力：我国军用航空发动机产业格局，包括公司主要客户及需求，在短期内不会发生大的改变。中长期，航发集团“小核心、大协作”体系的建设将逐渐发挥航空发动机的技术和经济辐射效应。随着部分优秀民企的参与和社会资本的不断进入，将较大地促进我国航空发动机产业的技术创新、能力提升和成本下降，对产业发展具有积极的推动作用；在外贸转包方面，我国面临着发达国家制造业回流的冲击和挑战，相关企业将积极调整对外合作方式，提升产品质量。此外，公司正在积极参与国产民机发动机产品研发试制，推动 C919 项目进展，在稳定现有客户的同时，不断开发新产品，拓展市场空间。

疫情之下有望逆势增长：国际环境日趋复杂，我国国防投入增速大概率高于经济增速，军工行业有望保持高景气状态。此外，军用航空装备交付具有很强的计划性，主要集中在下半年进行，疫情对公司全年整体发展的影响有限。根据公司年报披露，2020 年目标实现营业收入 265 亿元，实现同比增长（目标值，非业绩承诺）。

➤ 盈利预测及投资建议：

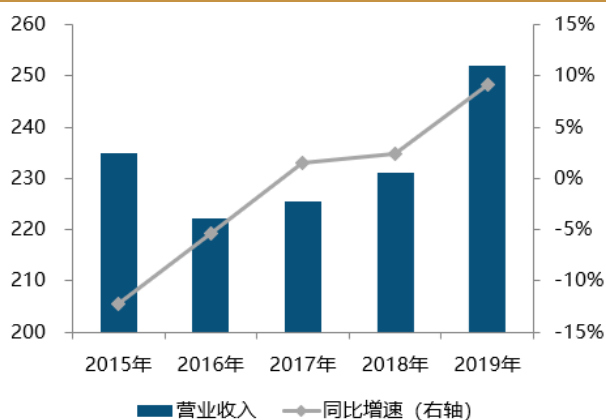
公司是具备全种类航空发动机整机研发制造能力的大型企业，是三代主战机型发动机国内唯一供应商，相关产品需求日益扩大，在航空发动机整机制造行业中也是国内地领军企业。在“全面建成世界一流军队”的目标引领下，我国将加快航空动力装备的更新换代，使得军用航空发动机需求保持持续增长。随着“两机专项”的实施和推进，公司相关业务发展正在迎来重大机遇。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.72、12.56 和 13.63 亿元，EPS 分别为 0.52、0.56 和 0.61 元。考虑到公司未来的高成长性以及战略价值，我们给予买入评级，目标价 30 元，分别对应 2020-2022 年 57 倍、54 倍和 49 倍 PE。

➤ 风险提示：

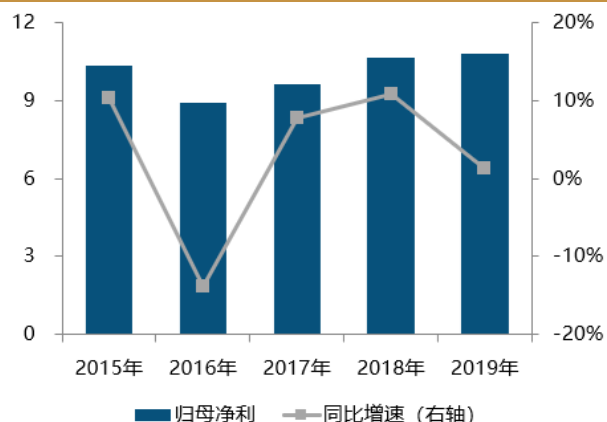
航发产品交付低于预期；新型号研制进度不及预期；外贸需求不足等。

单位/百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23102.02	25210.50	26899.46	28899.42	30899.38
增长率 (%)	2.43%	9.13%	6.70%	7.43%	6.92%
归属母公司股东净利润	1063.91	1077.41	1171.95	1256.21	1363.09
增长率 (%)	10.82%	1.27%	8.77%	7.19%	8.51%
每股收益 (元)	0.47	0.48	0.52	0.56	0.61
PE	56	48	44	41	38

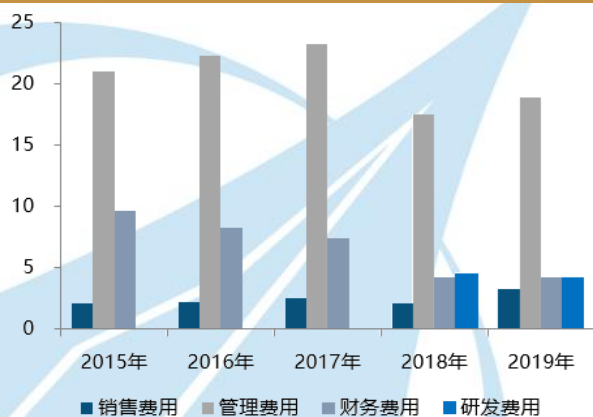
资料来源：wind，中航证券金融研究所

◆ 公司主要财务数据
图 1: 公司 2015-2019 年营收 (亿元) 及增速 (%)


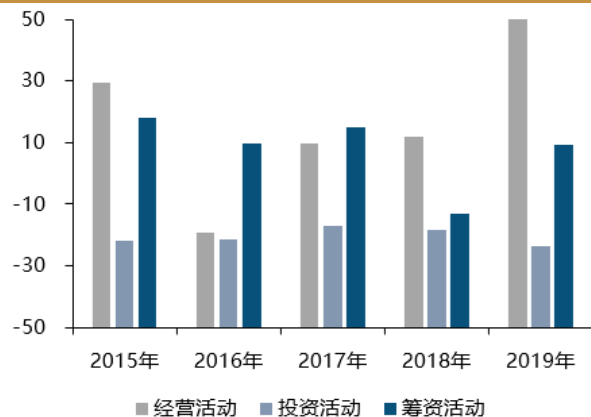
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司 2015-2019 年归母净利 (亿元) 及增速 (%)


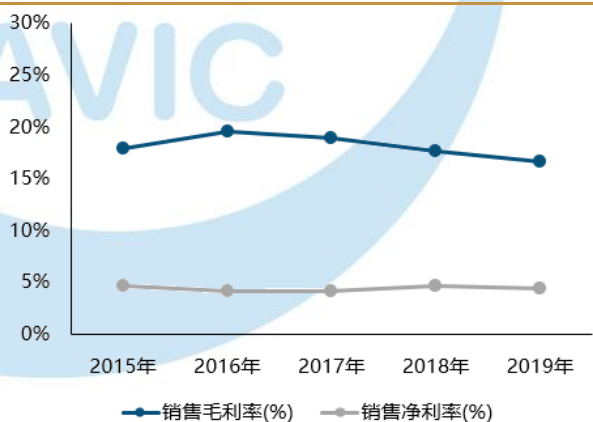
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司 2015-2019 年费用情况 (亿元)


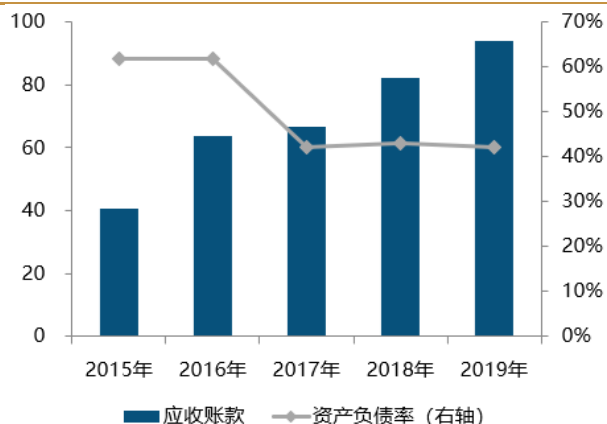
数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

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 2015-2019 年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						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22555.00	23102.02	25210.50	26899.46	28899.42	30899.38
减: 营业成本	18275.56	19028.75	21003.68	22463.74	24131.02	25794.80
营业税金及附加	82.58	90.00	79.92	85.27	91.61	97.95
销售费用	253.51	214.16	326.71	349.69	375.69	401.69
管理费用	2315.82	1746.27	1880.82	2259.55	2456.45	2626.45
财务费用	737.16	420.95	420.73	473.80	472.02	475.62
资产减值损失	140.38	220.42	-105.64	120.00	120.00	120.00
加: 投资收益	327.54	178.70	82.52	110.00	110.00	110.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	139.00	139.00	139.00	139.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1190.18	1237.65	1347.64	1396.40	1501.63	1631.87
加: 其他非经营损益	14.22	79.96	-1.55	65.11	62.34	61.59
利润总额	1204.40	1317.61	1346.09	1461.51	1563.97	1693.46
减: 所得税	269.06	234.06	237.21	259.56	277.76	300.37
净利润	935.34	1083.55	1108.88	1201.95	1286.21	1393.09
减: 少数股东损益	-24.65	19.64	31.47	30.00	30.00	30.00
归属母公司股东净利润	959.99	1063.91	1077.41	1171.95	1256.21	1363.09
资产负债表						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6812.46	4554.42	8235.44	9494.33	8853.30	8450.73
应收和预付款项	8791.62	11360.79	11302.54	12025.71	12945.50	13888.61
存货	13064.01	14242.45	18544.36	18818.47	20578.63	21898.38
其他流动资产	92.49	110.57	105.37	93.51	96.35	99.65
长期股权投资	1179.51	1401.81	1477.63	1477.63	1477.63	1477.63
投资性房地产	49.26	47.70	46.13	46.66	46.48	46.54
固定资产和在建工程	17594.13	17885.86	19453.44	20316.01	21160.11	21980.34
无形资产和开发支出	2267.05	2179.03	2281.70	2471.68	2661.66	2851.63
其他非流动资产	1834.68	1721.41	1668.41	1677.97	1685.87	1692.10
资产总计	51685.23	53504.04	63115.02	66421.96	69505.53	72385.60
短期借款	6314.26	5888.65	2787.46	3000.00	3000.00	3000.00
应付和预收款项	12360.87	14824.00	18344.54	18887.73	20549.37	21874.59
长期借款	1420.34	235.13	230.20	330.20	430.20	530.20
其他负债	1741.35	2016.85	5207.43	6701.06	7057.87	7461.26
负债合计	21836.81	22964.63	26569.63	28918.99	31037.44	32866.04
股本	2249.84	2249.84	2249.84	2249.84	2249.84	2249.84
资本公积	19128.51	19089.41	20705.58	20705.58	20705.58	20705.58
留存收益	4584.76	5358.44	5989.66	6862.11	7797.23	8818.70
归属母公司股东权益	25792.12	26429.18	28689.95	29617.53	30552.65	31574.12
少数股东权益	4056.30	4110.23	7855.44	7885.44	7915.44	7945.44
股东权益合计	29848.42	30539.42	36545.39	37502.96	38468.09	39519.56
负债和股东权益合计	51685.23	53504.04	63115.02	66421.96	69505.53	72385.60
现金流量表						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流净额	972.59	1209.77	5094.46	3775.83	2202.90	2465.72
投资性现金流净额	-1706.03	-1824.71	-2344.68	-2106.52	-2150.83	-2151.06
筹资性现金流净额	1479.84	-1311.07	924.44	-410.42	-693.10	-717.24
现金流量净额	720.91	-1895.90	3686.71	1258.89	-641.03	-402.57

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 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

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。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

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送发或为任何就送发、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替行使独立判断。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。