

# 航发动力 (600893)

证券研究报告

2020年04月28日

期间费用显著降低, 存货\固定资产投资高增预示需求高景气

疫情对营业收入稳步发展影响弱, 净利润大幅增加受益降本增效

航发动力是我国唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军航发动机的企业, 是三代主战机型发动机国内唯一供应商, 也是国际上能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。

4月27日, 公司发布20年一季报。报告期内, 公司实现营业收入34.52亿元, 同比增长3.34%; 实现归母净利润0.86亿元, 同比增长2106.25%; 实现归母扣非净利润0.63亿元, 同比增长186.67%。利润大幅增长的主要原因为前期债转股、精细化管理等提质增效措施, 让期间费用下降, 负债率持续下降。管理费用为3.59亿, 较上年同期减幅13.23%。公司短期借款为16.12亿元, 同比减少73%, 短期借款的减少将进一步降低公司利息费用, 财务费用为3,328万元, 较上年同期减幅70.11%。公司提质增效成果显著。公司Q1总计期间费用达到5.08亿, 同比降低18.78%。

存货显著增加印证2020年进入高景气交付期, 固定资产投入大幅增加

公司存货207.3亿元, 同比增长21.84%, 合同负债28.26亿元(可理解为产品预收款), 我们认为公司航空主业或于2020年进入高景气阶段。公司现金流量表显示, 本期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金45,108万元, 较上年同期30,254万元, 增加14,854万元, 增幅49.10%, 主要是本期固定资产投资增加造成。我们认为固定资产大量的投资, 意味着公司持续处于扩张阶段, 公司处于高景气成长轨道。

国防支出+武器装备占比与国际相比仍存在较大空间, 看好军机排产释放

2019年, 国防军费增速7.5%, 规模达到约1.19万亿, 连续三年突破万亿。但相比发达国家2%~4%的军费GDP占比, 我国军费占GDP的比重仍然较低, 存在上升空间。此外, 我国武器装备占国防支出比重达33%, 这一数据对比俄罗斯武装部队的武器装备支出占国防支出的60%来看, 我国武器装备支出占比仍处于较低水平。因此, 我们认为, 以军机为代表的武器装备有望进入快速交付期, 公司相关业务有望受益增长。

**盈利预测与评级:** 综上所述, 我们认为19Q4公司完成2020全年进度追赶, 期末存货与预收款较大幅度增长, 结合Q1的存货/固定资产投资数据, 我们认为近期或已迎来新品稳定交付期, 新/老产品结构更替或已完成, 预计20年将进入景气需求拐点, 进入增长快车道。在此假设下, 20-21年营收从290.52/334.46亿元上调至295.72/342.45亿元, 2022年营收为394.85亿元, 上调归母净利润从13.00/15.59亿元至13.31/16.10亿元, 22年归母净利润为19.35亿元, EPS为0.59/0.72/0.86元, PE为39.65/32.77/27.27x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情影响民品收入, 上半年军品交付放缓, 新品定价进度慢。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,102.02	25,210.50	29,572.36	34,245.34	39,484.96
增长率(%)	2.43	9.13	17.30	15.80	15.30
EBITDA(百万元)	3,349.75	3,731.82	3,410.39	3,885.77	4,437.59
净利润(百万元)	1,063.91	1,077.41	1,330.77	1,609.76	1,934.89
增长率(%)	10.82	1.27	23.52	20.96	20.20
EPS(元/股)	0.47	0.48	0.59	0.72	0.86
市盈率(P/E)	49.59	48.97	39.65	32.77	27.27
市净率(P/B)	2.00	1.84	1.75	1.61	1.47
市销率(P/S)	2.28	2.09	1.78	1.54	1.34
EV/EBITDA	15.79	13.31	15.37	13.43	11.70

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	23.19元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	2,249.84
流通A股股本(百万股)	1,947.73
A股总市值(百万元)	52,173.89
流通A股市值(百万元)	45,167.78
每股净资产(元)	12.79
资产负债率(%)	41.59
一年内最高/最低(元)	27.00/19.08

## 作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
许利天	联系人
xulitian@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源: 贝格数据

## 相关报告

- 《航发动力-年报点评报告: 存货与预收款高增长标志需求旺盛, 多项指标显示经营改善》2020-04-19
- 《航发动力-首次覆盖报告: 航空发动机稀缺寡头资产, 看好明年业绩回暖机遇》2019-12-30
- 《航发动力-首次覆盖报告: 装备制造“核心资产”, 坚定看好航发龙头》2018-01-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,554.42	8,235.44	9,798.56	10,273.60	10,453.62
应收票据及应收账款	10,480.53	10,657.93	12,507.08	13,937.93	15,456.43
预付账款	686.00	487.44	607.40	739.52	904.63
存货	14,242.45	18,544.36	19,364.28	22,469.37	25,576.45
其他	304.83	217.54	259.78	292.75	329.75
<b>流动资产合计</b>	<b>30,268.23</b>	<b>38,142.71</b>	<b>42,537.10</b>	<b>47,713.17</b>	<b>52,720.88</b>
长期股权投资	1,401.81	1,477.63	1,580.63	1,691.63	1,790.63
固定资产	15,000.22	16,497.27	16,665.70	16,996.04	16,935.78
在建工程	2,885.65	2,956.18	2,636.95	2,223.86	1,990.70
无形资产	2,179.03	2,281.70	2,179.94	2,102.97	2,086.24
其他	1,769.11	1,714.53	1,726.04	1,720.56	1,731.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,235.81</b>	<b>24,927.31</b>	<b>24,789.26</b>	<b>24,735.06</b>	<b>24,534.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>53,504.04</b>	<b>63,115.02</b>	<b>67,326.36</b>	<b>72,448.23</b>	<b>77,255.38</b>
短期借款	5,888.65	2,787.46	2,612.00	2,913.13	2,840.00
应付票据及应付账款	12,711.06	15,015.34	15,640.02	17,319.82	18,668.88
其他	9,358.91	9,022.18	11,358.95	11,816.15	12,281.36
<b>流动负债合计</b>	<b>27,958.62</b>	<b>26,824.98</b>	<b>29,610.98</b>	<b>32,049.10</b>	<b>33,790.23</b>
长期借款	235.13	230.20	239.19	294.84	326.81
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,229.12)	(485.55)	(590.00)	(630.00)	(680.00)
<b>非流动负债合计</b>	<b>(4,993.99)</b>	<b>(255.35)</b>	<b>(350.81)</b>	<b>(335.16)</b>	<b>(353.19)</b>
<b>负债合计</b>	<b>22,964.63</b>	<b>26,569.63</b>	<b>29,260.17</b>	<b>31,713.94</b>	<b>33,437.04</b>
少数股东权益	4,110.23	7,855.44	7,889.56	7,930.83	7,980.45
股本	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84
资本公积	19,089.41	20,705.58	21,005.58	22,505.58	24,185.58
留存收益	24,447.85	26,695.24	27,926.78	30,553.62	33,588.04
其他	(19,357.92)	(20,960.71)	(21,005.58)	(22,505.58)	(24,185.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>30,539.42</b>	<b>36,545.39</b>	<b>38,066.19</b>	<b>40,734.29</b>	<b>43,818.33</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>53,504.04</b>	<b>63,115.02</b>	<b>67,326.36</b>	<b>72,448.23</b>	<b>77,255.38</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,083.55	1,108.88	1,330.77	1,609.76	1,934.89
折旧摊销	1,378.18	1,493.44	1,562.57	1,729.71	1,880.15
财务费用	456.42	443.34	217.51	210.93	231.40
投资损失	(178.70)	(82.52)	(129.00)	(112.00)	(122.20)
营运资金变动	(1,950.81)	6,480.58	(635.51)	(2,661.04)	(3,174.43)
其它	421.13	(4,349.24)	34.12	41.28	49.61
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,209.77</b>	<b>5,094.46</b>	<b>2,380.46</b>	<b>818.64</b>	<b>799.42</b>
资本支出	2,093.09	(1,512.22)	1,414.45	1,610.00	1,620.00
长期投资	222.30	75.81	103.00	111.00	99.00
其他	(4,140.10)	(908.27)	(2,651.93)	(3,177.52)	(3,165.38)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,824.71)</b>	<b>(2,344.68)</b>	<b>(1,134.48)</b>	<b>(1,456.52)</b>	<b>(1,446.38)</b>
债权融资	6,248.88	3,022.45	3,401.19	3,707.97	3,666.81
股权融资	(511.17)	1,255.21	384.02	1,335.47	1,495.00
其他	(7,048.79)	(3,353.22)	(3,468.07)	(3,930.51)	(4,334.83)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,311.07)</b>	<b>924.44</b>	<b>317.14</b>	<b>1,112.92</b>	<b>826.98</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,926.02)</b>	<b>3,674.22</b>	<b>1,563.12</b>	<b>475.04</b>	<b>180.02</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>23,102.02</b>	<b>25,210.50</b>	<b>29,572.36</b>	<b>34,245.34</b>	<b>39,484.96</b>
营业成本	19,028.75	21,003.68	24,633.77	28,522.94	32,883.07
营业税金及附加	90.00	79.92	94.63	102.74	102.66
营业费用	214.16	326.71	372.61	414.37	454.08
管理费用	1,746.27	1,880.82	2,164.70	2,489.64	2,854.76
研发费用	442.57	420.15	496.82	585.60	679.14
财务费用	420.95	420.73	217.51	210.93	231.40
资产减值损失	220.42	(105.64)	91.00	86.00	76.00
公允价值变动收益	0.00	139.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	178.70	82.52	129.00	112.00	122.20
其他	(477.45)	(385.03)	(258.00)	(224.00)	(244.40)
<b>营业利润</b>	<b>1,237.65</b>	<b>1,347.64</b>	<b>1,630.32</b>	<b>1,945.13</b>	<b>2,326.05</b>
营业外收入	111.95	51.83	59.50	83.00	91.70
营业外支出	31.99	53.37	35.40	29.30	21.00
<b>利润总额</b>	<b>1,317.61</b>	<b>1,346.09</b>	<b>1,654.42</b>	<b>1,998.83</b>	<b>2,396.75</b>
所得税	234.06	237.21	289.52	347.80	412.24
<b>净利润</b>	<b>1,083.55</b>	<b>1,108.88</b>	<b>1,364.90</b>	<b>1,651.04</b>	<b>1,984.51</b>
少数股东损益	19.64	31.47	34.12	41.28	49.61
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,063.91</b>	<b>1,077.41</b>	<b>1,330.77</b>	<b>1,609.76</b>	<b>1,934.89</b>
每股收益(元)	0.47	0.48	0.59	0.72	0.86

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.43%	9.13%	17.30%	15.80%	15.30%
营业利润	3.99%	8.89%	20.98%	19.31%	19.58%
归属于母公司净利润	10.82%	1.27%	23.52%	20.96%	20.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.63%	16.69%	16.70%	16.71%	16.72%
净利率	4.61%	4.27%	4.50%	4.70%	4.90%
ROE	4.03%	3.76%	4.41%	4.91%	5.40%
ROIC	4.70%	4.78%	5.15%	5.97%	6.57%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.92%	42.10%	43.46%	43.77%	43.28%
净负债率	5.55%	-14.26%	-16.81%	-16.12%	-15.49%
流动比率	1.08	1.42	1.44	1.49	1.56
速动比率	0.57	0.73	0.78	0.79	0.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.49	2.39	2.55	2.59	2.69
存货周转率	1.69	1.54	1.56	1.64	1.64
总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.49	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	0.48	0.59	0.72	0.86
每股经营现金流	0.54	2.26	1.06	0.36	0.36
每股净资产	11.75	12.75	13.41	14.58	15.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	49.59	48.97	39.65	32.77	27.27
市净率	2.00	1.84	1.75	1.61	1.47
EV/EBITDA	15.79	13.31	15.37	13.43	11.70
EV/EBIT	26.70	22.10	28.37	24.21	20.30

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com