

航发动力 (600893)

 证券研究报告
 2021年01月10日

关联交易销售商品大幅提升，产业高景气度持续兑现

● 2021 体系内关联交易销售商品较 2020 调整前同比+58.64%，产业高景气度持续兑现
 1月8日公司发布《关于2021年度与实际控制人及其关联方之持续性关联交易的公告》，2021年公司与中航发系统内/中航工业集团系统内预计实现销售商品金额 162.83 亿元，较 2020 年调整前/调整后（2020 年 10 月公司调增关联交易销售商品预测值）指标同比增长 58.64%/ 22.19%。我们认为，公司关联交易销售商品预算同比大幅增加表明下游产品需求量持续提升，公司正处于进入产业高景气周期前的备产备货阶段，结合我们此前国防军工十年高景气周期的判断（国防军工行业景气度扩张期将为十年维度，2020 年为拐点后第一年），预计公司排产有望持续提升。

● 测算后 2021 年终实际销售商品金额预计同比+28%，公司业绩或维持高增长态势
 我们对公司 2021 年终关联交易实际销售商品金额（两大军工集团系统内）进行测算：我们将近三年公司年终实际销售金额与年初公告预计金额相除，得到销售商品实际“完成度”89.76%/94.40%/86.30%，均值 90.15%，结合近日公告的 162.83 亿元的 2021 全年预计销售商品金额，则可测算得出 2021 年终关联交易销售商品实际金额预测值 146.79 亿元，指标较 2020 年同比增长 27.64%，该测算结果或对公司营收形成有效支撑，公司业绩有望维持高增长态势。

● 业绩超预期多项财务指标向好，产业“高景气度+高持续性”特性凸显
 2020 年公司前三季度实现营业收入 154.68 亿元，同比+20.9%；实现归母净利润 6.34 亿元，同比+53.3%；实现扣非归母净利润 5.3 亿元，同比+117.39%实现超预期增长。
 从资产负债端看，三季度末公司存货达 233.43 亿元，同比+8.86%创历史新高，主要系产品投入增加、制造周期延长所致；应收票据+应收账款达到 161.4 亿元，同比+27.79%，我们预计将随主营业务排产增加实现快速消化；此外，负债端公司三季度末预收款+合同负债达到 21.55 亿元，同比+14.72%，我们认为高预收款+合同负债表明公司在手订单充足，行业高景气度凸显；应付票据+应付账款达到 174.07 亿元，同比+3.4%，主要系公司生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加所致。

● 军队现代化建设跨越式发展持续推进，军机需求/排产有望持续提升
 World Air Forces 2020 数据披露，美国现役各类军机数量达 13,266 架，占全球现役军机比重 25%，我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。从政策层面看，主席在中共中央政治局第二十二次集体学习中指出，我国安全形势不确定性不稳定性增大，要增强使命感和紧迫感，努力实现我军现代化建设跨越式发展。
 我们认为，当前世界局势对国防提出了更加紧迫的要求，以航空器为代表的军品有望实现增量布局，公司作为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，且为三代主战机型发动机国内唯一供应商，将长期受益于我军现代化建设跨越式发展进程，业绩有望保持高增长态势。

盈利预测与评级：综上所述，我们认为，公司作为我国航空发动机龙头供应商，关联交易大幅提升表明下游需求持续提升，预计将充分受益于以军机为代表的跨越式武器装备发展阶段，业绩或持续提升。维持此前盈利预测，2020-22 年预计公司实现营业收入 304.53/370.37/460.96，对应归母净利润为 13.32/16.54/20.71 亿元，对应 EPS 为 0.50/0.62/0.78 元，对应 PE 为 148.53/119.63/95.54x，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	30,453.35	37,036.97	46,095.99
增长率(%)	2.43	9.13	20.80	21.62	24.46
EBITDA(百万元)	3,349.75	3,731.82	3,452.26	4,008.54	4,693.72
净利润(百万元)	1,063.91	1,077.41	1,331.95	1,653.72	2,070.77
增长率(%)	10.82	1.27	23.63	24.16	25.22
EPS(元/股)	0.40	0.40	0.50	0.62	0.78
市盈率(P/E)	185.96	183.63	148.53	119.63	95.54
市净率(P/B)	7.49	6.90	6.53	6.29	6.01
市销率(P/S)	8.56	7.85	6.50	5.34	4.29
EV/EBITDA	15.79	13.31	57.37	49.28	41.93

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	74.22 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,665.59
流通 A 股股本(百万股)	2,108.14
A 股总市值(百万元)	197,840.40
流通 A 股市值(百万元)	156,466.10
每股净资产(元)	13.36
资产负债率(%)	45.50
一年内最高/最低(元)	76.53/19.08

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 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110520080006
 xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

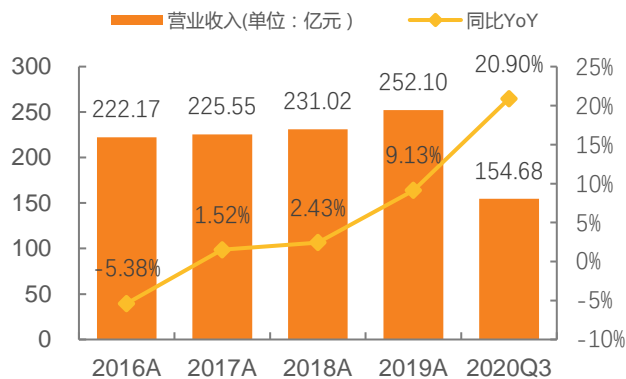
- 1 《航发动力-公司点评:20Q3 业绩大幅超预期，跨越式发展驱动航空发动机龙头实现快速放量》 2020-11-20
- 2 《航发动力-半年报点评:航空发动机龙头兑现盈利拐点，存货/合同负债增长揭示行业高景气度》 2020-08-27
- 3 《航发动力-季报点评:期间费用显著降低，存货/固定资产投资高增预示需求高景气》 2020-04-28

图 1：2021 年终公司与航发系统内/航空工业集团系统内实际关联交易测算（单位：万元）

销售商品				购买商品			
2020年 (10月30日公司将全年关联交易预计金额进行调整)				2020年 (10月30日公司将全年关联交易预计金额进行调整)			
	中国航发系统内	航空工业集团系统内	合计		中国航发系统内	航空工业集团系统内	合计
2020年初公告预计全年金额	115,208.81	911,200.17	1,026,408.98	2020年初公告预计全年金额	494,609.81	638,331.51	1,132,941.32
新增金额	116,590.00	189,545.79	306,135.79	新增金额	125,740.29	66,417.57	192,157.86
2020年公告预计全年金额	231,798.81	1,100,745.96	1,332,544.77	2020年公告预计全年金额	620,350.10	704,749.08	1,325,099.18
2020年预计实际销售金额	153,737.77	996,304.86	1,150,042.63	2020年预计实际购买金额	545,847.33	561,515.79	1,107,363.12
完成度 (调整后)	133.44%	109.34%	112.05%	完成度 (调整后)	110.36%	87.97%	97.74%
完成度 (调整后)	66.32%	90.51%	86.30%	完成度 (调整后)	87.99%	79.68%	83.57%
2019年				2019年			
2019年初公告预计全年金额	137,075.40	754,563.38	891,638.78	2019年初公告预计全年金额	372,801.23	566,492.86	939,294.09
新增金额	0.00	0.00	0.00	新增金额	0.00	0.00	0.00
2019年公告预计全年金额	137,075.40	754,563.38	891,638.78	2019年公告预计全年金额	372,801.23	566,492.86	939,294.09
2019年预计实际销售金额	128,280.21	713,443.55	841,723.76	2019年预计实际购买金额	462,199.29	545,573.82	1,007,773.11
完成度	93.58%	94.55%	94.40%	完成度	123.98%	96.31%	107.29%
2018年				2018年			
2018年初公告预计全年金额	192,184.28	740,668.33	932,852.61	2018年初公告预计全年金额	396,566.78	477,686.57	874,253.35
新增金额	0.00	0.00	0.00	新增金额	0.00	0.00	0.00
2018年公告预计全年金额	192,184.28	740,668.33	932,852.61	2018年公告预计全年金额	396,566.78	477,686.57	874,253.35
2018年预计实际销售金额	89,661.50	747,637.21	837,298.71	2018年预计实际购买金额	350,020.46	438,375.61	788,396.07
完成度	46.65%	100.94%	89.76%	完成度	88.26%	91.77%	90.18%
2021年 (预测)				2021年 (预测)			
2021年预计销售金额	207,965.89	1,420,266.35	1,628,232.24	2021年预计购买金额	819,862.01	727,323.54	1,547,185.55
完成度平均值(调整后)	91.23%	101.61%	98.73%	完成度平均值(调整后)	107.53%	92.01%	98.40%
完成度平均值(调整后)	68.85%	95.33%	90.15%	完成度平均值(调整后)	100.08%	89.25%	93.68%
2020年实际销售金额预测 (调整后)	189,720.57	1,443,158.88	1,607,649.13	2020年实际购买金额预测 (调整后)	881,630.26	669,244.32	1,522,493.27
2021年实际销售金额预测 (调整后)	143,192.42	1,354,021.44	1,467,939.54	2021年实际购买金额预测 (调整后)	820,498.69	649,145.50	1,449,393.91
同比情况 (调整后)	23.41%	44.85%	39.79%	同比情况 (调整后)	61.52%	19.19%	37.49%
同比情况 (调整后)	-6.86%	35.90%	27.64%	同比情况 (调整后)	50.32%	15.61%	30.89%

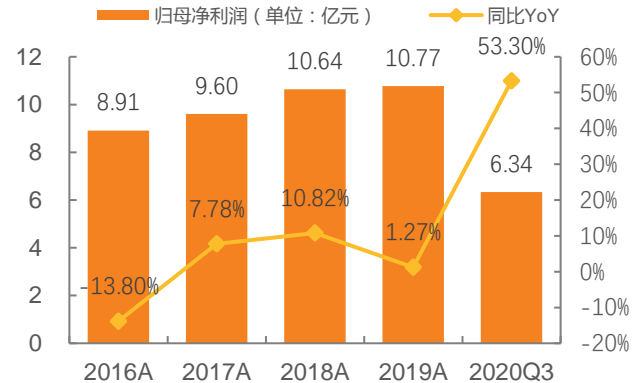
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016A-2020Q3 公司营业收入及增速



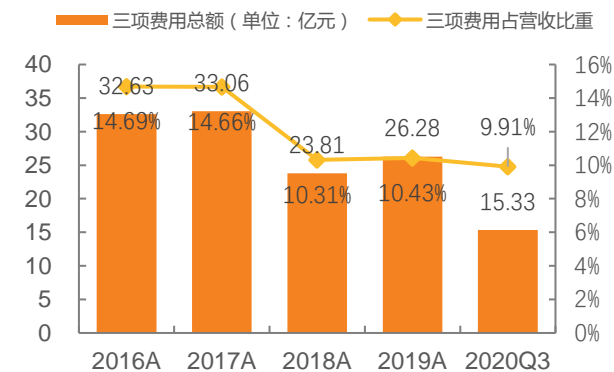
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2016A-2020Q3 公司归母净利润及增速



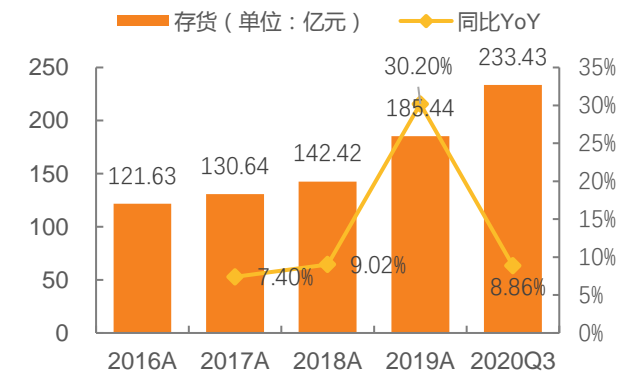
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2016A-2020Q3 公司三项费用支出及占营收比重



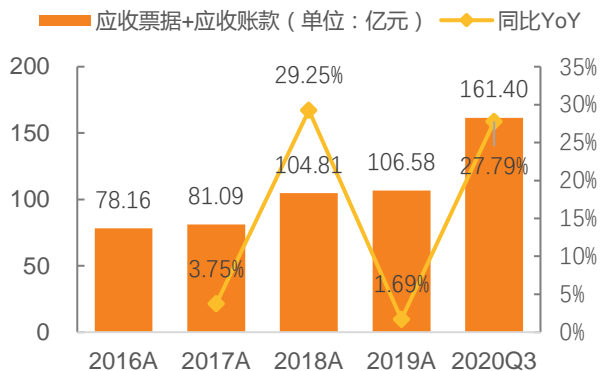
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2016A-2020Q3 公司存货及增速



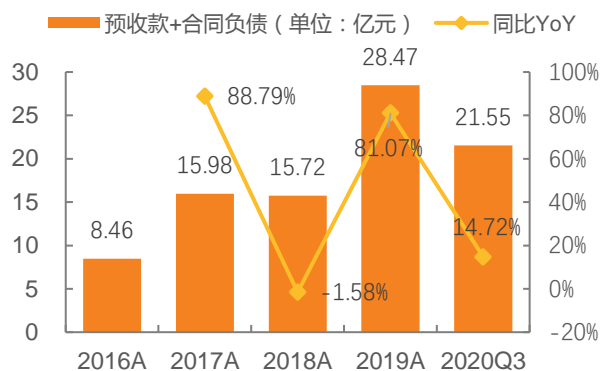
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2016A-2020Q3 公司应收票据+应收账款及增速



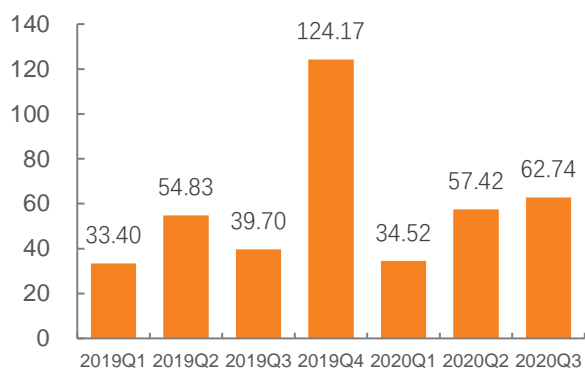
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2016A-2020Q3 公司预收款+合同负债及增速



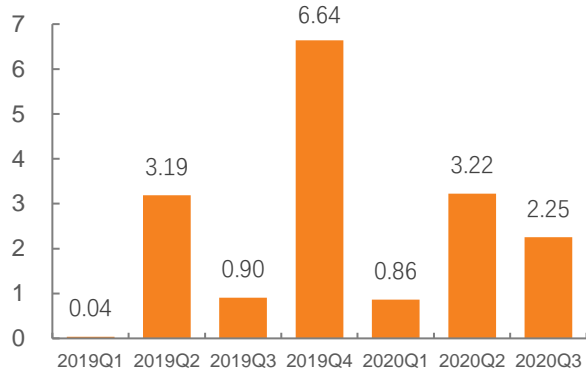
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2019Q1-2020Q3 公司单季度营收情况 (单位：亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2019Q1-2020Q3 公司单季度归母净利润情况 (单位：亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

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	8,736.78	9,052.71	9,539.71
应收票据及应收账款	10,480.53	10,657.93	15,058.23	14,777.11	17,746.17
预付账款	686.00	487.44	951.47	803.44	1,348.46
存货	14,242.45	18,544.36	20,916.41	20,385.76	25,254.18
其他	304.83	217.54	270.06	315.04	382.38
流动资产合计	30,268.23	38,142.71	45,932.94	45,334.06	54,270.90
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	16,882.53	17,464.43	17,678.04
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
非流动资产合计	23,235.81	24,927.31	25,006.09	25,203.45	25,276.75
资产总计	53,504.04	63,115.02	70,939.03	70,537.51	79,547.65
短期借款	5,888.65	2,787.46	2,657.00	2,531.00	2,348.54
应付票据及应付账款	12,711.06	15,015.34	18,526.31	17,120.37	22,761.26
其他	9,358.91	9,022.18	11,941.69	11,924.39	14,038.29
流动负债合计	27,958.62	26,824.98	33,125.00	31,575.76	39,148.09
长期借款	235.13	230.20	221.24	208.95	194.13
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)
非流动负债合计	(4,993.99)	(255.35)	(368.76)	(421.05)	(485.88)
负债合计	22,964.63	26,569.63	32,756.24	31,154.71	38,662.22
少数股东权益	4,110.23	7,855.44	7,889.59	7,931.99	7,985.09
股本	2,249.84	2,249.84	2,665.59	2,665.59	2,665.59
资本公积	19,089.41	20,705.58	20,705.58	20,705.58	20,705.58
留存收益	24,447.85	26,695.24	27,627.61	28,785.21	30,234.75
其他	(19,357.92)	(20,960.71)	(20,705.58)	(20,705.58)	(20,705.58)
股东权益合计	30,539.42	36,545.39	38,182.79	39,382.80	40,885.43
负债和股东权益总计	53,504.04	63,115.02	70,939.03	70,537.51	79,547.65

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,083.55	1,108.88	1,331.95	1,653.72	2,070.77
折旧摊销	1,378.18	1,493.44	1,582.73	1,775.15	1,955.29
财务费用	456.42	443.34	224.11	202.43	190.99
投资损失	(178.70)	(82.52)	(98.00)	(87.00)	(48.00)
营运资金变动	(1,950.81)	6,480.58	(1,083.68)	(661.55)	(859.50)
其它	421.13	(4,349.24)	34.15	42.40	53.10
经营活动现金流	1,209.77	5,094.46	1,991.27	2,925.16	3,362.63
资本支出	2,093.09	(1,512.22)	1,651.45	1,907.00	1,969.00
长期投资	222.30	75.81	103.00	111.00	99.00
其他	(4,140.10)	(908.27)	(3,156.93)	(3,796.52)	(3,937.58)
投资活动现金流	(1,824.71)	(2,344.68)	(1,402.48)	(1,778.52)	(1,869.58)
债权融资	6,248.88	3,022.45	2,887.81	2,755.64	2,561.81
股权融资	(511.17)	1,255.21	493.17	(156.03)	(144.59)
其他	(7,048.79)	(3,353.22)	(3,468.43)	(3,430.32)	(3,423.26)
筹资活动现金流	(1,311.07)	924.44	(87.45)	(830.71)	(1,006.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,926.02)	3,674.22	501.34	315.93	487.00

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,102.02	25,210.50	30,453.35	37,036.97	46,095.99
营业成本	19,028.75	21,003.68	25,367.64	30,848.09	38,388.74
营业税金及附加	90.00	79.92	97.45	122.22	158.57
营业费用	214.16	326.71	383.71	470.37	591.87
管理费用	1,746.27	1,880.82	2,229.18	2,719.25	3,376.07
研发费用	442.57	420.15	512.53	644.44	820.51
财务费用	420.95	420.73	224.11	202.43	190.99
资产减值损失	220.42	(105.64)	91.30	86.20	69.80
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	98.00	87.00	48.00
其他	(477.45)	(385.03)	(196.00)	(174.00)	(96.00)
营业利润	1,237.65	1,347.64	1,645.42	2,030.96	2,547.44
营业外收入	111.95	51.83	59.50	67.00	64.00
营业外支出	31.99	53.37	49.00	42.00	37.00
利润总额	1,317.61	1,346.09	1,655.92	2,055.96	2,574.44
所得税	234.06	237.21	289.82	359.83	450.58
净利润	1,083.55	1,108.88	1,366.10	1,696.13	2,123.86
少数股东损益	19.64	31.47	34.15	42.40	53.10
归属于母公司净利润	1,063.91	1,077.41	1,331.95	1,653.72	2,070.77
每股收益(元)	0.40	0.40	0.50	0.62	0.78

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	2.43%	9.13%	20.80%	21.62%	24.46%
营业利润	3.99%	8.89%	22.10%	23.43%	25.43%
归属于母公司净利润	10.82%	1.27%	23.63%	24.16%	25.22%
获利能力					
毛利率	17.63%	16.69%	16.70%	16.71%	16.72%
净利率	4.61%	4.27%	4.37%	4.47%	4.49%
ROE	4.03%	3.76%	4.40%	5.26%	6.29%
ROIC	4.70%	4.78%	5.22%	6.04%	7.25%
偿债能力					
资产负债率	42.92%	42.10%	46.18%	44.17%	48.60%
净负债率	5.55%	-14.26%	-15.32%	-15.99%	-17.07%
流动比率	1.08	1.42	1.39	1.44	1.39
速动比率	0.57	0.73	0.76	0.79	0.74
营运能力					
应收账款周转率	2.49	2.39	2.37	2.48	2.83
存货周转率	1.69	1.54	1.54	1.79	2.02
总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.52	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.40	0.50	0.62	0.78
每股经营现金流	0.45	1.91	0.75	1.10	1.26
每股净资产	9.91	10.76	11.36	11.80	12.34
估值比率					
市盈率	185.96	183.63	148.53	119.63	95.54
市净率	7.49	6.90	6.53	6.29	6.01
EV/EBITDA	15.79	13.31	57.37	49.28	41.93
EV/EBIT	26.70	22.10	105.94	88.45	71.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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