

航发动力：2020 扣非净利润+11.65%，聚焦主业保障军品

航发动力(600893)

评级：	买入	股票代码：	600893
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	80.76/20.85
目标价格：		总市值(亿)	1,350.12
最新收盘价：	50.65	自由流通市值(亿)	1,067.77
		自由流通股数(百万)	2,108.14

事件概述

公司发布 2020 年年报，实现营收（286.33 亿元，+13.57%），归母净利润（11.46 亿元，+6.37%），扣非净利润（8.72 亿元，+11.65%）。

分析判断：

▶ 公司主业航空发动机及衍生产品交付及修理业务增加，实现收入 261.63 亿元，同比增长 18.79%，营收占比 91.38%，同比提升 4.01pct；受新冠疫情影响，国外客户推迟提货或取消订单，外贸出口实现收入 15.09 亿元，同比减少 41.41%；非航空产品及服务业实现收入 5.93 亿元，同比增长 88.32%。

毛利率方面，公司综合毛利率 14.97%，同比下降 1.72pct，至近 5 年最低点，主要原因是公司产品结构调整，部分产品制造成熟度不高，随着产品成熟度不断提高，毛利率有望得到改善。

期间费用方面，销售费用-7.35%，主要原因是部分产品返厂修理费用减少；管理费用-10.89%，主要原因是子公司改革费用、租赁费、差旅费等减少；研发费用+6.38%，主要原因是研发课题增加；财务费用-26.93%，主要原因是带息负债规模下降致利息支出减少。

关联交易方面，公司向中国航发集团、航空工业集团销售商品实际执行金额 115.06 亿元，较预计金额低 18.19 亿元，主要原因是交付计划调整，产品交付较预计减少。

减值准备方面，公司共计计提资产减值准备 4.73 亿元，其中，存货跌价准备 2.87 亿元，主要原因是产品设计改型致原材料丧失使用价值、产品更新换代致在产品出现减值迹象、外贸受阻致存货积压。

▶ **军用航空发动机产业大爆发，龙头企业核心受益。** 公司是我国军用航空发动机唯一总装上市公司，具备小推力、中等推力、大推力全系列，涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类航空发动机研制生产能力。航空发动机研发周期长，技术壁垒高，短期不存在潜在进入者和替代品；公司产品处于整个航空产业链瓶颈环节，话语权大，对供应商和购买者议价能力强；公司是国内军用航空发动机龙头，垄断性和稀缺性显著，竞争格局好。

▶ **军用航空产业高景气带来航发需求的高确定性。** 一方面，我国军用飞机整体处于加速列装新机型、加速换装老机型的更新换代大周期，军机保有量和先进军机占比将显著提升，作为军机核心配套，航空发动机有着确定性需求；另一方面，近年来演习训练、日常巡逻的频次以及参与的军机数量明显增多，存量军机换发周期缩短，航空发动机半消耗品属性显现。

投资建议

航空发动机具有高投入、高门槛、高回报、长周期等特点，长期以来是制约我国航空装备发展的瓶颈，我国航空发动机自主可控需求迫切。航发动力作为国产军用航空发动机龙头企业，享有较高的估值溢价。考虑到公司部分产品成熟度有待提升，综合毛利率有待改善，将 2021-2022 年营收由 483.51/628.56 亿元调整为 383.12/497.19 亿元，归母净利润由 30.61/42.39 亿元调整为 14.97/19.75 亿元，预计公司 2021-2023 年实现

营收 383.12/497.19/638.01 亿元，归母净利润 14.97/19.75/26.52 亿元，EPS 为 0.56/0.74/1.00 元，对应 PE 为 90/68/51 倍。维持买入评级。

风险提示

下游需求不及预期，产品成熟度不及预期，外贸恢复进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,210	28,633	38,312	49,719	63,801
YoY (%)	9.1%	13.6%	33.8%	29.8%	28.3%
归母净利润(百万元)	1,077	1,146	1,497	1,975	2,652
YoY (%)	1.3%	6.4%	30.6%	32.0%	34.3%
毛利率 (%)	16.7%	15.0%	15.1%	15.6%	16.1%
每股收益 (元)	0.40	0.43	0.56	0.74	1.00
ROE	3.8%	3.2%	4.0%	5.0%	6.3%
市盈率	125.31	117.81	90.19	68.35	50.90

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：010-59775364

研究助理：张力涛

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	28,633	38,312	49,719	63,801	净利润	1,166	1,527	2,016	2,706
YoY (%)	13.6%	33.8%	29.8%	28.3%	折旧和摊销	1,552	932	932	932
营业成本	24,345	32,512	41,962	53,559	营运资金变动	198	-2,190	-4,140	-6,280
营业税金及附加	63	115	159	223	经营活动现金流	3,609	480	-889	-2,224
销售费用	303	421	597	829	资本开支	-2,583	-1,901	-2,210	-2,444
管理费用	1,676	2,854	3,729	4,785	投资	89	-205	-205	-205
财务费用	307	294	411	567	投资活动现金流	-2,669	-1,912	-2,166	-2,330
资产减值损失	-371	-105	-132	-155	股权募资	311	0	0	0
投资收益	113	192	249	319	债务募资	13,831	3,500	390	4,835
营业利润	1,390	1,853	2,451	3,292	筹资活动现金流	-1,071	3,206	-21	4,268
营业外收支	20	1	-5	-8	现金净流量	-174	1,773	-3,076	-287
利润总额	1,410	1,854	2,446	3,284	主要财务指标				
所得税	244	326	431	578	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	1,166	1,527	2,016	2,706	成长能力				
归属于母公司净利润	1,146	1,497	1,975	2,652	营业收入增长率	13.6%	33.8%	29.8%	28.3%
YoY (%)	6.4%	30.6%	32.0%	34.3%	净利润增长率	6.4%	30.6%	32.0%	34.3%
每股收益	0.43	0.56	0.74	1.00	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	15.0%	15.1%	15.6%	16.1%
货币资金	8,089	9,863	6,787	6,500	净利率	4.1%	4.0%	4.1%	4.2%
预付款项	503	975	1,259	1,607	总资产收益率 ROA	1.8%	1.9%	2.2%	2.6%
存货	18,744	25,832	32,190	39,619	净资产收益率 ROE	3.2%	4.0%	5.0%	6.3%
其他流动资产	11,111	15,561	20,139	25,793	偿债能力				
流动资产合计	38,448	52,231	60,375	73,519	流动比率	1.39	1.27	1.24	1.21
长期股权投资	1,757	1,857	1,957	2,057	速动比率	0.70	0.62	0.55	0.53
固定资产	17,083	18,083	19,283	20,683	现金比率	0.29	0.24	0.14	0.11
无形资产	2,136	2,106	2,106	2,136	资产负债率	41.7%	50.8%	53.8%	57.8%
非流动资产合计	25,904	27,073	28,546	30,249	经营效率				
资产合计	64,352	79,304	88,921	103,768	总资产周转率	0.44	0.48	0.56	0.61
短期借款	2,090	5,600	6,000	10,845	每股指标 (元)				
应付账款及票据	18,222	21,378	25,867	30,815	每股收益	0.43	0.56	0.74	1.00
其他流动负债	7,262	14,030	16,753	19,111	每股净资产	13.54	14.10	14.85	15.84
流动负债合计	27,574	41,008	48,620	60,770	每股经营现金流	1.35	0.18	-0.33	-0.83
长期借款	799	789	779	769	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	-1,522	-1,522	-1,522	-1,522	估值分析				
非流动负债合计	-723	-733	-743	-753	PE	117.81	90.19	68.35	50.90
负债合计	26,851	40,275	47,877	60,018	PB	4.38	3.59	3.41	3.20
股本	2,666	2,666	2,666	2,666					
少数股东权益	1,401	1,431	1,472	1,526					
股东权益合计	37,501	39,028	41,044	43,750					
负债和股东权益合计	64,352	79,304	88,921	103,768					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。