



中航证券研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 董俊业

证券执业证书号: S0640520040001

研究助理: 邱净博

证券执业证书号: S0640119100018

邮箱: qiujob@avicsec.com

航发科技 (600391) 2020 年报点评: 内贸平稳, 外贸受疫情和贸易摩擦影响

行业分类: 国防军工

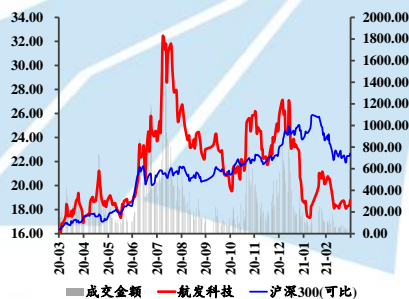
2021 年 3 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.3.30)	18.78
目标价格	24.00

基础数据 (2021.3.30)

上证指数	3456.68
总股本 (亿股)	3.30
流通 A 股 (亿股)	3.30
资产负债率(2020 年)	66.50%
ROE(加权, 2020 年)	-1.10%
PE (TTM)	-386.85
PB (LF)	4.25

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 2020 年营业收入 27.21 亿元 (-19.58%), 归母净利润为-1602.63 万元 (-170.98%), 毛利率 10.86% (-1.64pcts), 净利率 0.36% (-0.77pcts)。公司 2021 年的营收目标为 35.07 亿元 (+28.89%)。

➤ 投资要点:

● **受疫情影响民机转包大幅下滑, 业绩由盈转亏:** 受疫情影响, 民机转包订单大幅下滑, 公司 2020 年同比由盈转亏, 实现营业收入 27.21 亿元 (-19.58%), 归母净利润为-1602.63 万元 (-170.98%), 扣非归母净利润-4440.23 万元 (-2201.88%)。毛利率 10.86% (-1.64pcts), 净利率 0.36% (-0.77pcts), ROE 加权-1.10% (-2.66pcts)。**费用方面:** 销售费用 (2416.31 万元) 下降 25.00%, 主要受疫情影响; 管理费用 (1.61 亿元) 下降 2.18%; 财务费用 (4395.68 万元) 下降 40.68%, 主要为公司压降带息负债, 利息支出同比减少; 研发费用 (6552.23 万元) 下降 11.07%, 营收占比 2.41%。

业务方面: 公司主要业务为航空发动机及燃气轮机零部件的研发、制造、销售、服务, 包含内贸航空及衍生产品、外贸转包产品两个业务板块, 内贸航空、外贸产品、航空轴承三大产品。报告期内, **内贸航空**实现营收 16.73 亿元 (-3.71%), 毛利率 12.91% (+1.74pcts), 与去年同期基本持平, 显示公司内贸业绩保持稳定; **外贸产品**实现营收 9.55 亿元 (-37.15%), 毛利率 4.52% (-8.53pcts), 受国际疫情影响严重; **工业民品**实现营收 5676.08 万元 (-36.83%), 毛利率 11.06% (+11.67pcts), 因聚焦主业需求, 公司近年来持续收缩该部分业务体量。

子公司方面, 2020 年, 中国航发哈轴实现营收与净利润分别为 4.77 亿元 (+12.94%) 与 0.51 亿元 (+63.43%), 主要系公司所生产的航空轴承附加值较高所致; 法斯特实现营收与净利润分别为 0.93 亿元 (+0.23%) 和 0.10 亿元 (+96.30%)。

资产方面, 报告期内, 公司货币资金 5.06 亿元 (+94.97%), 主要为公司预收合同款增加所致; 存货 25.19 亿元 (+23.48%), 占总资产 43.36%; 应收账款及应收票据 6.58 亿 (-34.05%), 占总资产 11.32%, 主要因公司本年转包收入大幅下滑, 转包应收账款减少。

现金流方面: 经营活动产生现金流量净额为 7.91 元 (+1.67%); 投资活动产生现金流量净额为-1.50 亿元 (-15.76%), 主要因购建固定和无形资产等长期资产所致; 筹资活动产生现金流量净额为-3.68 万元 (+43.01%), 主要为本期偿还借款减少。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

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

● **内贸和外贸产品“双轮驱动”，构成公司长期稳定均衡发展格局**

内贸方面，公司的业务量和盈利能力保持稳定。我国内贸航空产品的生产加工主要归属于少数几家航空发动机生产企业，基于任务分工的安排不存在行业竞争，公司相关市场占有率均为 100%。2020 年，公司前五名客户销售额 17.94 亿元，占年度销售总额 65.92%；其中前五名客户销售额中关联方销售额 12.12 亿元，占年度销售总额 44.54%。从近几年全球的运输周转量来看，未来我国商业航空发动机需求量将越来越大。与此同时，随着国家“两机”重大专项推进，以及国产替代需求强烈，国内航空发动机行业将迎来新的发展空间，公司有望受益。

外贸方面，公司民用航空发动机和燃气轮机零部件产品主要向部分国际知名发动机公司提供，转包业务拥有机匣、叶片、钣金、轴类产品专业制造平台。2020 年，在国际疫情严重和中美贸易摩擦双重不利的外界环境下，公司仍然在战略上基本稳住了转包业务的均衡发展。全年新品试制启动 40 项，计划完成 33 项，实际完成 40 项，完成率 121%。受国内原材料价格和人工成本上涨影响，叠加市场激烈竞争等因素，为应对未来外贸转包持续盈利能力将逐步下滑的可能，公司正积极转型升级，将巩固传统优势，推动重点产品系列化和产品价值高端化。

➤ **投资建议：**公司作为国内主要航空发动机零部件研制生产企业，聚焦发展内贸航空及衍生产品和外贸产品两大业务，形成长期均衡的发展格局。公司承接的内贸航空装备目前都是航空装备建设急需的产品，国家对航空装备的动力需求尤为迫切，尽快实现航空发动机的自主保障和发展变得尤为重要。随着系列产品的上量交付，公司将在未来的发展获得更多的机遇。虽然 2020 年受疫情不利影响业绩由盈转亏，但我们认为长期来看，公司未来业绩还是会受益于国家政策驱动和行业需求强劲，实现稳定可持续的增长。

我们预测公司 2021、2022、2023 年归母净利润分别为 0.44 亿元、1.08 亿元、1.34 亿元，EPS 为 0.13 元、0.33 元、0.41 元，当前股价对应 PE 分别为 144.46 倍、56.91、45.80 倍，给予“买入”评级，目标价 24.00 元。

风险提示：海外市场因疫情疲软，新品研制风险，汇率波动风险。

● **盈利预测：**

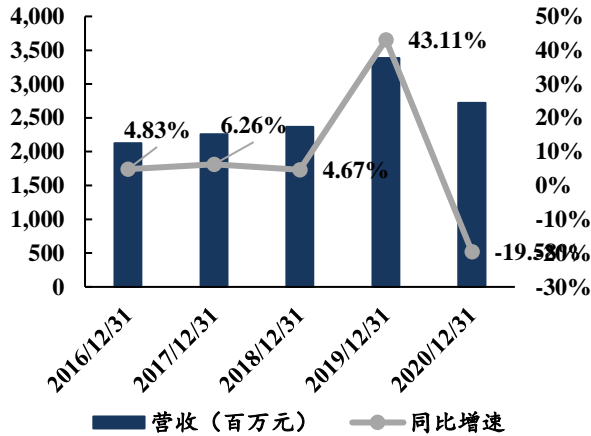
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2721.06	3504.45	4542.12	5862.06
增长率 (%)	-19.58%	28.79%	29.61%	29.06%
归属母公司股东净利润	-16.03	44.30	108.43	134.02
增长率 (%)	-170.98%	176.45%	144.74%	23.60%
每股收益 (EPS)	-0.05	0.13	0.33	0.41

数据来源: wind, 中航证券研究所



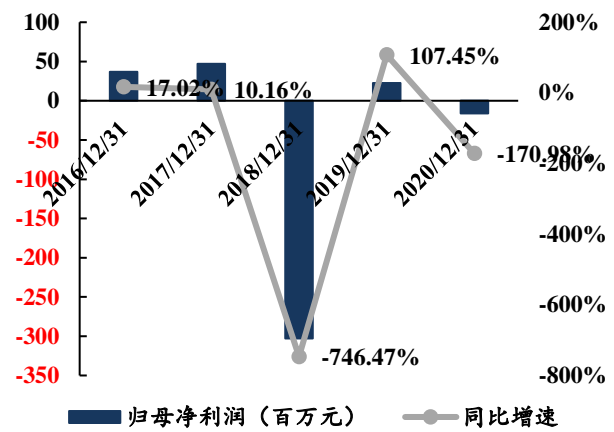
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



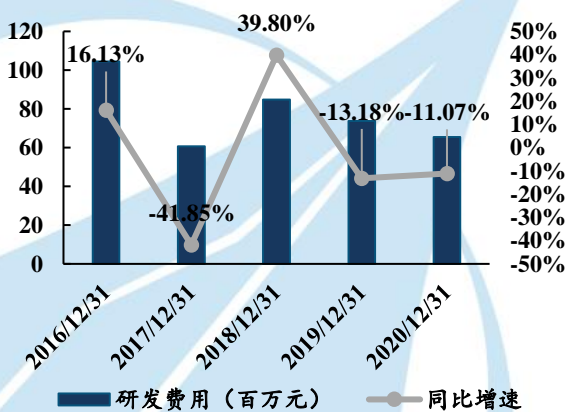
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归属母公司净利润及增速情况



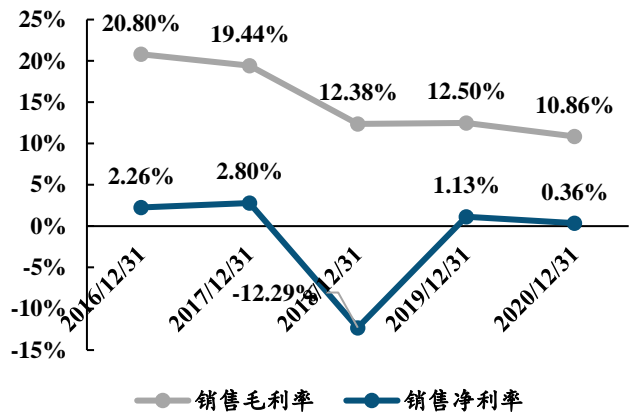
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近五年研发费用情况



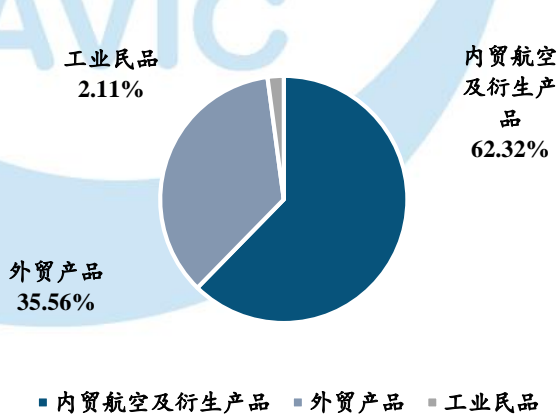
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近五年销售毛利率和净利率情况



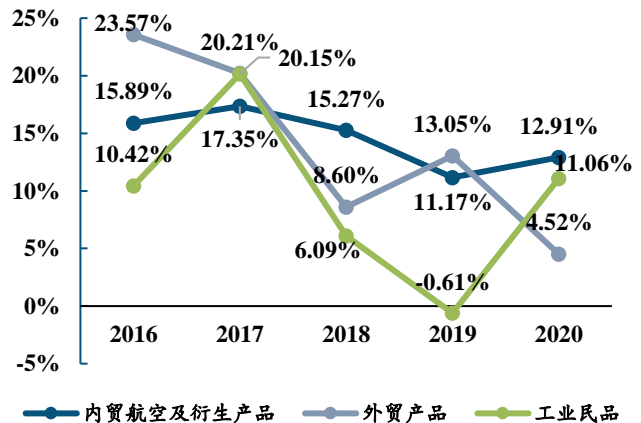
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司 2020 年产品收入结构情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司近五年产品毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

◆ 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2721.06	3504.45	4542.12	5862.06	货币资金	506.02	414.32	454.21	586.21
营业成本	2425.65	3101.79	3952.55	5128.72	应收和预付款项	719.37	925.94	1198.45	1547.39
营业税金及附加	19.71	24.78	31.83	41.43	存货	2518.84	2881.06	3841.68	4938.73
销售费用	24.16	35.36	43.57	56.51	其他流动资产	49.18	63.34	82.09	105.95
管理费用	160.55	194.51	257.40	329.92	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	43.96	41.49	53.10	55.21	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-15.86	10.00	2.00	8.00	固定资产和在建工程	1866.79	1682.79	1498.33	1313.41
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	107.60	99.03	90.47	81.90
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	40.87	41.58	34.58	35.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	5808.66	6108.05	7199.81	8609.38
营业利润	14.86	96.52	201.67	242.27	短期借款	349.45	400.00	760.84	1169.13
其他非经营损益	0.46	-0.86	-3.04	-2.89	应付和预收款项	2160.35	2381.95	3012.35	3876.17
利润总额	15.33	95.66	198.63	239.38	长期借款	370.31	370.31	370.31	370.31
所得税	5.63	35.13	72.94	87.90	其他负债	982.52	948.66	968.16	1075.73
净利润	9.70	60.53	125.69	151.48	负债合计	3862.62	4100.92	5111.66	6491.34
少数股东损益	25.73	16.23	17.26	17.46	股本	330.13	330.13	330.13	330.13
归属母公司股东净利润	-16.03	44.30	108.43	134.02	资本公积	1013.01	1013.01	1013.01	1013.01
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	75.88	134.98	196.74	208.17
经营活动现金流净额	790.50	-298.38	-184.26	-65.52	归属母公司股东权益	1458.26	1503.13	1566.88	1579.31
投资活动现金流净额	-150.11	-20.71	-13.00	-21.21	少数股东权益	487.78	504.01	521.27	538.73
筹资活动现金流净额	-367.89	227.40	237.14	218.73	股东权益合计	1946.04	2007.14	2088.15	2118.04
现金流量净额	264.69	-91.69	39.89	131.99	负债和股东权益合计	5808.66	6108.05	7199.81	8609.38

数据来源: wind, 中航证券研究所

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。

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其客户。

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此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员个人的不同设想、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。