



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：qiujb@avicsec.com

航发动力（600893）2020 年报点评： 营收增速创十年新高，黎明黎阳增速近五年最高

行业分类：国防军工

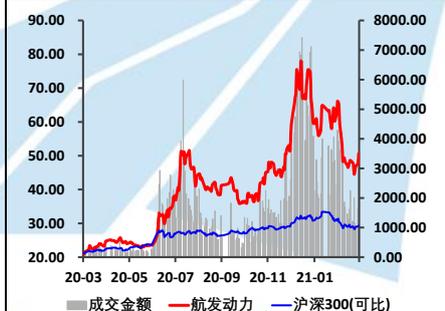
2021 年 4 月 2 日

| | |
|----------------|-------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 当前股价(2021.4.2) | 45.79 |
| 目标价格 | 60.48 |

基础数据（2021.4.2）

| | |
|-----------------|---------|
| 上证指数 | 3484.39 |
| 总股本（亿股） | 26.66 |
| 流通 A 股（亿股） | 21.08 |
| 资产负债率(2020 年) | 41.73% |
| ROE(加权, 2020 年) | 3.72% |
| PE(TTM) | 107 |
| PB(LF) | 3.38 |

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 286.33 亿元 (+13.57%)，归母净利润 11.46 亿元 (+6.37%)，毛利率 14.97% (-1.72pcts)，净利率 4.07% (-0.33pcts)。2021 年公司预计实现营业收入 318 亿元（航空发动机及衍生产品收入 299 亿元），实现归母净利润 12 亿元。

投资要点：

● **营收增速创十年新高：**公司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。2020 年公司延续高质量发展态势，实现营收 286.33 亿元(+13.57%)，增速为近十年最高水平，主要是航空发动机及衍生产品收入增长。归母净利润 11.46 亿元 (+6.37%)；扣非净利润 8.72 亿元 (+11.65%)。毛利率 14.97% (-1.72pcts)，净利率 4.07% (-0.33pcts)，加权 ROE3.72% (-0.25pcts)，主要是因为产品结构调整。2020 年，公司销售商品、提供劳务的关联交易实际执行 133.93 亿元 (+34.87%)，完成率 86.33% (预计 115.62 亿元)，因交付计划调整，产品交付较预计减少。

业务方面，报告期内，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。其中，**航空发动机及衍生产品**实现营业收入 261.63 亿元 (+18.79%)，占总营收比例 91.38%，主要是产品交付及修理业务增加，毛利率 14.81% (-1.99pcts)，主要是公司产品结构调整和部分产品制造成熟度不高；**外贸出口转包业务**实现营业收入 15.09 亿元 (-41.41%)，营收占比 5.27%，毛利率 9.95% (-1.32pcts)，主要受全球新冠肺炎疫情影响客户推迟提货或取消订单；**非航空产品及服务业**实现营业收入 5.93 亿元 (+88.32%)，主要是工贸型子公司材料销售收入增加，营收占比 2.07%，毛利率 12.03% (-11.78pcts)，主要是部分低毛利产品销售增加。**地区角度，**境内收入 267.56 亿元 (+19.77%)，占比 94.66%，毛利率 14.74% (-2.16pcts)，境外收入 15.09 亿元 (-41.41%)，占比 5.34%，毛利率 9.95% (-1.32pcts)

子公司方面，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**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，报告期内实现营收 159.21 亿元 (+26.72%)，增长幅度较大，且为近五年最高水平，利润总额 4.76 亿 (-4.31%)，其中航空发动机及衍生产品实现营收 154.18 亿元 (+28.86%)；**南方公司**的主要产品为涡轴 8、涡桨 6 和活塞式发动机及零部件，广泛装备于各型号直升机，实现营收 71.90 亿元 (+22.85%)，利润总额 3.48 亿 (-15.68%)，其中航空发动机及衍生产品实现营收 69.86 亿元 (+23.69%)；**黎阳动力**实现营收 22.67 亿元 (+7.31%)，增速为近五年最高水平，利润总额 0.90 亿 (+533.47%)，增长幅度较大，为近五年最高水平，其中航空发动机及衍生产品实现营收 21.48 亿元 (+5.75%)

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



费用方面，销售费用 3.03 亿元(-7.35%)，主要因部分产品返厂修理费用同比减少；管理费用 16.76 亿元(-10.89%)，主要是子公司改革费用、租赁费、差旅费等同比减少；财务费用 3.07 亿元(-26.93%)，受本年带息负债规模下降和国际汇率变动影响；研发费用 4.47 亿元(+6.38%)，主要因为研发课题增加。

资产方面，归属于上市公司股东的净资产 361.00 亿元(+25.83%)，主要是公司发行股份购买资产导致净资产增加；存货 187.44 亿元，属历史最高水平。开发支出 2.22 亿元(+22.28%)，主要是资本化研制项目开发支出增加；计提减值准备 4.71 亿元，超过公司 2020 年度经审计净利润的 10%，包括应收账款坏账损失 9975.55 万元，存货跌价准备 2.87 亿元，因部分产品更新换代、计划调整和设计更改导致，以及在建工程减值准备增加 8365.94 万元，针对在建项目中无法使用的部分。

现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 36.09 亿元(-29.17%)，主要是销售回款同比减少；投资活动产生的现金流量净额为-26.69 亿元(-13.84%)，主要是丧失控制权子公司期末现金余额调整；筹资活动产生的现金流量净额为-10.71 万元(-215.90%)，主要是取得借款收到的现金同比减少。

- **国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业**：公司具备一、二、三代航空发动机及燃气轮机的总装试车能力以及四、五代机试制能力，拥有国内首条大涵道比涡扇发动机脉动装配生产线。公司产品面向军民两大市场，航空发动机及衍生产品覆盖包括研制、生产、试验、销售、维修保障的全产业链，外贸出口转包业务以生产制造为主。与此同时，公司关注技术研发和创新，报告期内申请专利 606 项，其中发明专利 598 项；授权专利 371 项，其中发明专利 363 项；研发投入 5.94 亿元，营收占比 2.08%，涉及 265 项关键技术研究。
- **“十四五”期间业务发展迎来关键性节点**：党的十九大提出新时代国防和军队建设新的“三步走”发展战略，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。国防白皮书强调武器装备更新换代，2020 年 7 月政治局会议提出“十四五”的方向是跨越式武器装备的发展，其中就包括新一代航空装备。国防和军队建设新形势对航空发动机的发展提出更高要求。在需求牵引和技术革新的双轮驱动下，预计公司业务发展将在“十四五”期间迎来关键性节点，以重点型号研制需求为牵引，实现规模增长和技术升级。
- **投资建议**：公司拥有先进的航空发动机研制技术、能力、经验、数据积累以及完备的产品谱系，是国内领先的航空发动机研发制造企业，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“全面建成世界一流军队”和“十四五”大规模列装的引领下，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。

我们预测公司 2021、2022、2023 年归母净利润分别为 14.80 亿元、17.49 亿元、20.10 亿元，EPS 为 0.56 元、0.66 元、0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 81.77 倍、69.38 倍、61.05 倍，结合公司行业地位和盈利能力，目标价格为 60.48 元，给予“买入”评级。

风险提示：列装不及预期，海外市场因疫情疲软，技术研发进度不及预期。

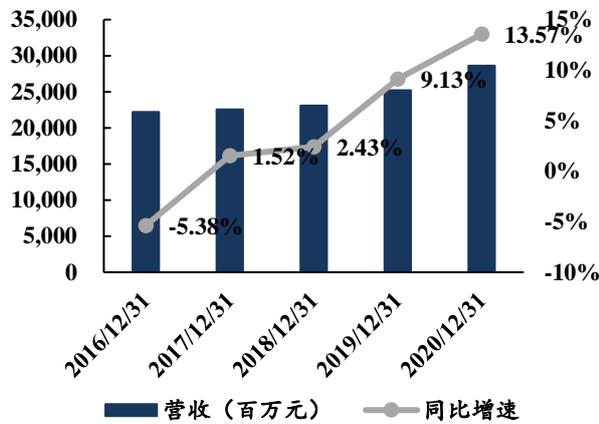
● **盈利预测：**

| 单位:百万元 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 28632.62 | 32520.78 | 37215.13 | 42842.22 |
| 增长率 (%) | 13.57% | 13.58% | 14.43% | 15.12% |
| 归属母公司股东净利润 | 1145.99 | 1479.90 | 1748.72 | 2009.68 |
| 增长率 (%) | 6.37% | 29.14% | 18.16% | 14.92% |
| 每股收益 (EPS) | 0.43 | 0.56 | 0.66 | 0.75 |

数据来源: wind, 中航证券研究所

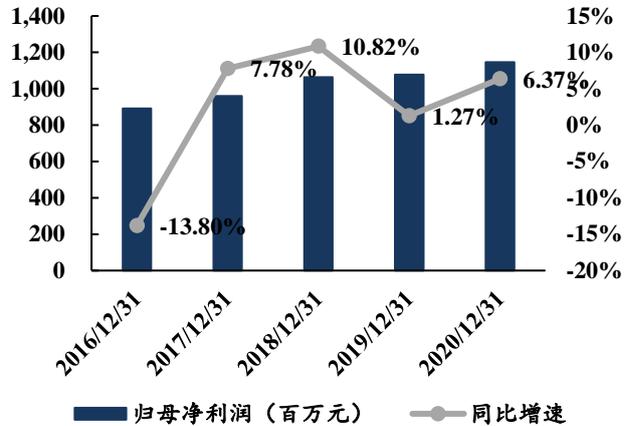
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



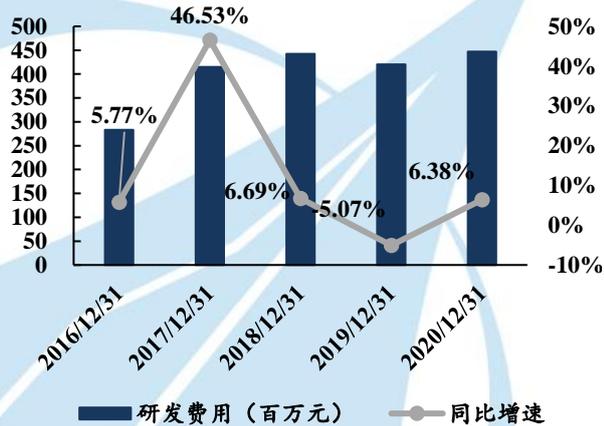
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归属母公司净利润及增速情况



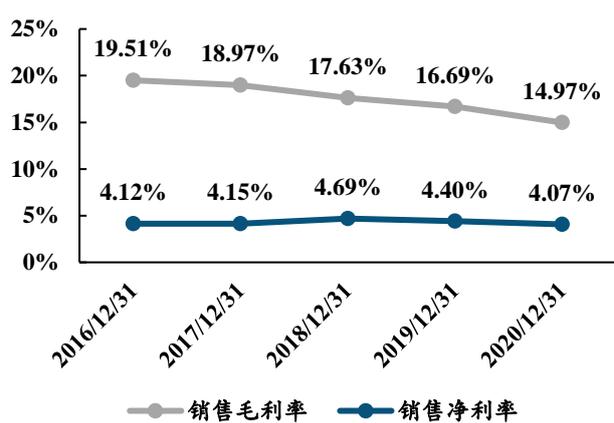
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近五年研发费用情况



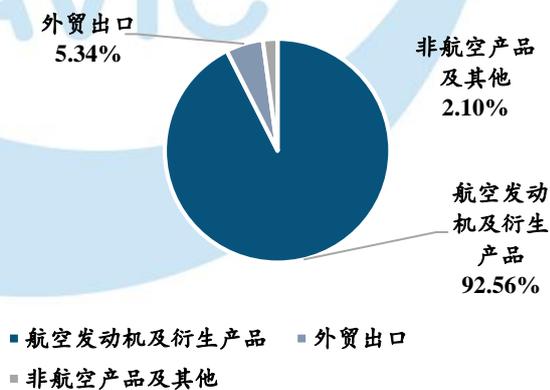
资料来源: wind, 中航证券研究所

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 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债表 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 28632.62 | 32520.78 | 37215.13 | 42842.22 | 货币资金 | 8089.38 | 9012.87 | 11799.11 | 15375.96 |
| 营业成本 | 24345.23 | 27749.98 | 31822.66 | 36677.22 | 应收和预付款项 | 11546.20 | 13987.91 | 15965.72 | 18141.86 |
| 营业税金及附加 | 62.78 | 71.30 | 81.60 | 93.93 | 存货 | 18744.35 | 22116.00 | 25576.40 | 29520.99 |
| 销售费用 | 302.68 | 422.77 | 483.80 | 556.95 | 其他流动资产 | 68.45 | 90.77 | 96.44 | 112.44 |
| 管理费用 | 1676.06 | 2170.27 | 2430.66 | 2770.08 | 长期股权投资 | 1757.29 | 1757.29 | 1757.29 | 1757.29 |
| 财务费用 | 307.43 | 423.67 | 420.72 | 408.02 | 投资性房地产 | 44.57 | 45.09 | 44.92 | 44.98 |
| 资产减值损失 | -371.12 | -5.60 | -8.76 | 9.87 | 固定资产和在建工程 | 20050.14 | 18147.26 | 16235.18 | 14314.31 |
| 投资收益 | 113.24 | 79.97 | 101.60 | 75.98 | 无形资产和开发支出 | 2357.82 | 2005.10 | 1652.39 | 1299.67 |
| 公允价值变动损益 | 38.00 | 35.40 | 42.48 | 50.98 | 其他非流动资产 | 1694.15 | 1775.10 | 1822.99 | 1804.94 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产总计 | 64352.33 | 68937.39 | 74950.43 | 82372.44 |
| 营业利润 | 1389.99 | 1803.76 | 2128.54 | 2453.09 | 短期借款 | 2089.85 | 2014.56 | 2001.98 | 2014.76 |
| 其他非经营损益 | 19.75 | 13.20 | 12.63 | 11.98 | 应付和预收款项 | 18684.56 | 21873.47 | 25329.25 | 29154.66 |
| 利润总额 | 1409.74 | 1816.96 | 2141.17 | 2465.07 | 长期借款 | 799.32 | 999.32 | 1199.32 | 1399.32 |
| 所得税 | 243.66 | 322.69 | 380.27 | 435.84 | 其他负债 | 5277.76 | 5336.76 | 6390.71 | 8271.22 |
| 净利润 | 1166.08 | 1494.27 | 1760.90 | 2029.23 | 负债合计 | 26851.49 | 30224.11 | 34921.25 | 40839.95 |
| 少数股东损益 | 20.09 | 14.37 | 12.18 | 19.55 | 股本 | 2665.59 | 2665.59 | 2665.59 | 2665.59 |
| 归属母公司股东净利润 | 1145.99 | 1479.90 | 1748.72 | 2009.68 | 资本公积 | 26885.84 | 26885.84 | 26885.84 | 26885.84 |
| 现金流量表 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 留存收益 | 6811.67 | 7946.82 | 9250.54 | 10734.30 |
| 经营活动现金流净额 | 3608.61 | 1145.22 | 2735.56 | 3240.85 | 归属母公司股东权益 | 36100.18 | 37298.25 | 38601.97 | 40085.73 |
| 投资活动现金流净额 | -2669.25 | 12.68 | 73.46 | 120.39 | 少数股东权益 | 1400.66 | 1415.03 | 1427.21 | 1446.76 |
| 筹资活动现金流净额 | -1071.47 | -234.41 | -22.78 | 215.62 | 股东权益合计 | 37500.84 | 38713.28 | 40029.18 | 41532.49 |
| 现金流量净额 | -174.38 | 923.49 | 2786.24 | 3576.85 | 负债和股东权益合计 | 64352.33 | 68937.39 | 74950.43 | 82372.44 |

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。