

航发动力 (600893.SH)

2021Q1 营收同比增长 8.41%，向上游采购量已经大幅增长

事件: 2021年4月29日航发动力发布2021年一季度报, 2021Q1公司营收(37.42亿元, +8.41%), 归母净利润(0.34亿元, -60.09%), 扣非归母净利润(0.30亿元, -52.32%)。

1) 利润表: 2021Q1 营收同比增速较低的原因主要为产品交付节奏, 相对于上游企业营收增速较低的原因是: 主机厂采购上游材料到整机交付需要一定的周期, 因此可以看到航发动力 2021Q1 购买商品、接受劳务支付的现金(50.47亿元, +36.48%), 因此上游企业先出业绩, 随着主机交付节奏加快, 预计后期主机厂的营收体量与增速都将提升。归母净利润同比下降主要原因系公允价值变动影响及期间费用增加, 其中本期公允价值收益为-0.18亿元, 较 2020Q1 减少 0.24 亿元, 主要原因是贵州银行股价受市场波动影响。2021Q1 公司期间费用率为 12.61%, 同比减少 0.28 个百分点, 内部成本管控持续加强。

2) 资产负债表和现金流量表: 应收账款(期末 101.90 亿元, 较期初增加 24.43%), 主要是销售收入增加及客户结算周期变化; 存货(期末 228.86 亿元, 较期初增加 22.10%), 主要是订单及产品投入增加; 应付账款(期末 113.95 亿元, 较期初增加 33.24%), 主要是生产任务量增加, 采购原材料和配套产品增加。2021Q1 经营现金流量净额(-27.65 亿元, -78.86%), 主要是采购支出增加, 其中购买商品、接受劳务支付的现金(50.47 亿元, +36.48%), 主要是支付到期承兑票据增加, 表明公司加大对上游供应商的采购力度; 投资现金流量净额(-4.60 亿元, -0.29%), 主要是购建固定资产增加。

2021年1月8日公司公告预计2021年关联交易金额大幅增长, 公司与航空工业集团及中国航发系统之间销售商品与提供劳务的关联交易金额共(163.28 亿元, +58.57%), 增速为历年最高。关联交易金额大幅增长表明产业链景气度得到逐步验证。 1) 订单角度: 销售商品与提供劳务关联交易金额大幅增长预示着公司对 2021 年航发营收大幅增长的预判, 这符合此前对航空装备产业“十四五”进入高景气时代的判断; 2) 存款金额: 给中国航发系统的最高存款限额大幅提升至(100 亿元, +150%), 显著高于销售商品与提供劳务金额的增速, 这符合此前判断的采购模式变化, 即大单制采购模式下实行高预付款比例, 表明航空装备产业能锁定更长周期的景气度, 现金流也有望大幅改善。

行业: 航空发动机是一条值得长期掘金的赛道。战略意义上, 军用航发是航空强国的中流砥柱, 商用航发是制造强国的皇冠明珠。投资角度上, 航发产业具备 5 个特征: 空间足够大、赛道足够长、产品应用周期足够长、壁垒足够高、产业格局足够好。 1) **空间足够大、赛道足够长:** 军用航发、商用航发、航发维修三维塑造航发产业长足发展空间, 我们预计未来 7 年我国航发整体市场空间超过 9000 亿元; 2) **产品应用周期足够长:** 航发的研制有高投入高回报的特点, 一旦研制成功产品的应用周期很长, 一款成熟产品能够销售 30~50 年, 面临的竞争威胁很小, 制造商可以安心享受技术和产业链升级带来的好处; 尤其是核心机会派生出一系列的机型, 会更加丰富产品的应用周期; 3) **壁垒足够高、产业格局足够好:** 航空发动机技术壁垒高, 以至全球都呈少数寡头垄断局面。国内来看, 航发动力在我国军用航发整机制造领域几乎处于垄断性地位。

公司: 航发动力作为我国军用航空发动机唯一总装上市公司, 将充分受益于我国航发赛道高增长的高确定性以及长期性, 预计 2021 年关联交易金额大幅增长使得产业链景气度得到验证, 我们预计“十四五”航发动力将会进入快速成长期。

投资建议: 我们预计公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 15.82、20.13、25.81 亿元, EPS 分别为 0.59、0.76、0.97 元, 对应估值为 64X、50X、39X, 维持“买入”评级。

风险提示: 军品订单不及预期; 航发新机型研制进程低于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,210	28,633	33,552	39,643	46,929
增长率 yoy (%)	9.1	13.6	17.2	18.2	18.4
归母净利润(百万元)	1,077	1,146	1,582	2,013	2,581
增长率 yoy (%)	1.3	6.4	38.1	27.2	28.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.40	0.43	0.59	0.76	0.97
净资产收益率(%)	3.0	3.1	4.1	5.1	6.2
P/E(倍)	93.7	88.1	63.8	50.2	39.1
P/B(倍)	3.5	2.8	2.7	2.6	2.5

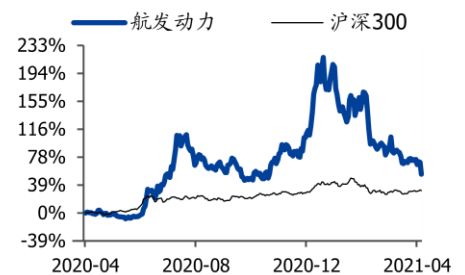
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	航空装备
前次评级	买入
4月30日收盘价(元)	37.89
总市值(百万元)	100,999.37
总股本(百万股)	2,665.59
其中自由流通股(%)	79.09
30日日均成交量(百万股)	32.79

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号: S0680520010003

邮箱: yuping@gszq.com

相关研究

- 《航发动力(600893.SH): 2021年关联交易预计金额大幅增长, 产业链景气度逐步验证》2021-01-09
- 《航发动力(600893.SH): 如何看待航发动力的估值?》2021-01-07
- 《航发动力(600893.SH): 中国航空发动机总装龙头, 航空强国的中流砥柱》2021-01-05



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	38188	38448	37721	38138	37591
现金	8235	8089	7346	5735	5295
应收票据及应收账款	10658	10937	11846	12763	12928
其他应收款	157	106	150	215	217
预付账款	487	503	658	714	910
存货	18544	18744	17653	18643	18173
其他流动资产	105	68	68	68	68
非流动资产	24927	25904	26490	29290	32640
长期投资	1478	1757	93	76	85
固定资产	16497	17083	19539	22476	25827
无形资产	2282	2358	2225	2090	1966
其他非流动资产	4671	4706	4633	4648	4761
资产总计	63115	64352	64211	67428	70231
流动负债	26825	27574	31093	28839	34471
短期借款	2787	2090	2974	3276	3085
应付票据及应付账款	15015	18222	14532	15642	14852
其他流动负债	9022	7262	13587	9921	16534
非流动负债	-255	-723	-1276	-1248	-1259
长期借款	230	799	246	274	263
其他非流动负债	-486	-1522	-1522	-1522	-1522
负债合计	26570	26851	29817	27591	33212
少数股东权益	7855	1401	1416	1453	1501
股本	2250	2666	2666	2666	2666
资本公积	20706	26886	26886	26886	26886
留存收益	5990	6812	7927	9360	11197
归属母公司股东权益	28690	36100	32979	38384	35518
负债和股东权益	63115	64352	64211	67428	70231

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5094	3609	3488	4444	5599
净利润	1109	1166	1597	2051	2629
折旧摊销	1493	1552	1506	1809	2167
财务费用	421	307	539	621	716
投资损失	-83	-113	20	40	35
营运资金变动	2087	198	-174	-76	52
其他经营现金流	67	499	0	0	0
投资活动现金流	-2345	-2669	-1983	-1763	-1562
资本支出	2451	2589	1836	1743	1899
长期投资	77	89	173	-277	52
其他投资现金流	184	9	26	-297	389
筹资活动现金流	924	-1071	-1266	-1619	-1568
短期借款	-3101	-698	-628	-724	-583
长期借款	-5	569	53	67	76
普通股增加	0	416	0	0	0
资本公积增加	1616	6180	0	0	0
其他筹资现金流	2414	-7539	-691	-962	-1061
现金净增加额	3687	-174	239	1062	2469

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25210	28633	33552	39643	46929
营业成本	21004	24345	27461	32227	37891
营业税金及附加	80	63	101	119	141
营业费用	327	303	419	476	563
管理费用	1881	1676	2449	2894	3379
研发费用	420	447	537	634	845
财务费用	421	307	539	621	716
资产减值损失	-106	-371	67	119	141
其他收益	170	197	25	25	25
公允价值变动收益	139	38	0	0	0
投资净收益	83	113	-20	-40	-35
资产处置收益	-2	21	0	0	0
营业利润	1348	1390	1984	2538	3245
营业外收入	52	50	1	1	1
营业外支出	53	31	38	38	40
利润总额	1346	1410	1948	2501	3206
所得税	237	244	351	450	577
净利润	1109	1166	1597	2051	2629
少数股东损益	31	20	15	37	48
归属母公司净利润	1077	1146	1582	2013	2581
EBITDA	2777	2898	3490	4415	5572
EPS (元)	0.40	0.43	0.59	0.76	0.97

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.1	13.6	17.2	18.2	18.4
营业利润(%)	8.9	3.1	42.8	27.9	27.8
归属于母公司净利润(%)	1.3	6.4	38.1	27.2	28.2
获利能力					
毛利率(%)	16.7	15.0	18.2	18.7	19.3
净利率(%)	4.3	4.0	4.7	5.1	5.5
ROE(%)	3.0	3.1	4.1	5.1	6.2
ROIC(%)	3.4	3.0	4.2	5.2	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.1	41.7	46.4	40.9	47.3
净负债比率(%)	-15.8	-18.1	-14.3	-8.8	-7.7
流动比率	1.4	1.4	1.2	1.3	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.43	0.59	0.76	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	1.35	1.31	1.67	2.10
每股净资产(最新摊薄)	10.76	13.54	14.01	14.63	15.46
估值比率					
P/E	93.7	88.1	63.8	50.2	39.1
P/B	3.5	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	37.1	33.0	27.8	22.4	17.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com