

117 亿现金管理或源于订单预收款; 营收趋势向上

——航发动力点评报告

点评报告

行业公司研究——国防装备行业

证券研究报告

投资要点

□ 事件:

6月8日晚, 公司发布公告, 委托工商银行等三家银行开展共计 117 亿元总规模的现金管理业务; 其中公司本部 11 亿元, 沈阳黎明 106 亿元。

□ 公司开展 117 亿元大额理财, 资金来源可能为公司大额订单的预收款

- 1) 公司开展大额理财, 数目为最近一期期末 2021 年 3 月 31 日货币资金 44 亿元 (数据未经审计) 的 266%, 考虑到公司产品生产周期长、交付节奏较为稳定, 此笔大额现金资金来源有可能为公司大额订单的预收款 (合同负债) 到账。
- 2) 年初公司已上调与财务公司关联交易存款限额至 100 亿元 (2020 年为 40 亿元)。分别上调与航空工业及航发集团销售、购买商品/劳务关联交易预估额 41%、36%。关联交易预增或指示 2021 年公司产销量有望大幅提升。
- 3) 大额现金可能表明产品放量, 规模效应将逐步显现, 公司净利率有提升潜力。
- 4) 大额现金将改善公司现金流状态, 现金管理的投资收益将增厚公司业绩。

□ 公司 2021 年营收目标 318 亿、业绩目标 12 亿, 预计可超额完成

- 1) 2021 年公司设定业绩目标: 预计实现营业收入 318 亿元, 归母净利润 12 亿元。公司近两年来均超额 10% 完成营收目标。

□ 航发产业未来 15 年复合增速 15%, 中短期军用放量、长期商用空间更大

- 1) 百年未有变局下, 中短期军用放量: 公司军用航发营收约为同期美国公司的 1/3、欧洲公司的 1/2, 中短期在军用航发拉动下向上空间大。预估十四五期间军用航发整机市场规模年均近 500 亿。
- 2) 中长期商发市场空间更加广阔: 国际巨头商发营收占比 68%~82%。军民结合, 预估未来 15 年我国航发产业年均整机规模超 1000 亿, 复合增速超 15%。

□ 航发动力: 预计未来 3 年公司收入复合增速 15-20%, 利润复合增速超过 25%

- 1) 看好航空装备放量, 实战化训练背景下维保需求增长, 规模效应+军品定价机制改革增强盈利能力。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 14.8/18.4/23.1 亿元, 同比增长 29%/24%/26%, PE 为 99/80/64 倍, PS 为 4.2/3.5/2.9 倍。
- 2) 公司作为航发龙头、整机垄断企业, 考虑战略地位和稀缺性, 考虑公司过去 10 年 PS 中枢, 维持“买入评级”, 持续推荐。

□ 风险提示: 军品订单交付不及预期; 型号研制进度不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 28633 | 34620 | 42043 | 50195 |
| (+/-) | 14% | 21% | 21% | 19% |
| 净利润 | 1146 | 1483 | 1836 | 2309 |
| (+/-) | 6% | 29% | 24% | 26% |
| 每股收益 (元) | 0.43 | 0.56 | 0.69 | 0.87 |
| P/E | 128 | 99 | 80 | 64 |
| ROE | 3.1% | 3.9% | 4.7% | 5.7% |
| PS | 5.1 | 4.2 | 3.5 | 2.9 |

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

¥ 55.10

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

电话: 18610723118

邮箱: wanghuajun@stocke.com.cn

联系人: 吴帆

电话: 15618114575

邮箱: wufan@stocke.com.cn

研究助理: 张杨

电话: 15601956881

邮箱: zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

13 《【航发动力】深度: 航空发动机龙头, 持续高增长可期【浙商国防】》2021.05.24

《【国防装备】航空发动机行业深度: 技术突破+时代需求, 军民接力驱动成长【浙商国防】》2021.4.13

2 《【航发动力】季报点评报告: Q1 指示意义不大, 中长期仍将高速增长【浙商国防】》2021.04.30

3 《【航发动力】年报点评报告: 航发收入符合预期; 军机加速列装, 民用未来空间大【浙商国防】》2021.03.08

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 38448 | 46344 | 55596 | 65815 | 营业收入 | 28633 | 34620 | 42043 | 50195 |
| 现金 | 8089 | 9800 | 11760 | 13524 | 营业成本 | 24345 | 29388 | 35617 | 42437 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 63 | 76 | 92 | 110 |
| 应收账款 | 10937 | 13142 | 15078 | 17546 | 营业费用 | 303 | 381 | 462 | 552 |
| 其它应收款 | 106 | 212 | 225 | 254 | 管理费用 | 1676 | 2181 | 2565 | 2911 |
| 预付账款 | 503 | 783 | 837 | 1002 | 研发费用 | 447 | 540 | 631 | 753 |
| 存货 | 18744 | 22313 | 27606 | 33404 | 财务费用 | 307 | 148 | 206 | 277 |
| 其他 | 68 | 95 | 90 | 84 | 资产减值损失 | 471 | 395 | 504 | 629 |
| 非流动资产 | 25904 | 26254 | 26243 | 26101 | 公允价值变动损益 | 38 | 0 | 0 | 0 |
| 金额资产类 | 0 | 127 | 42 | 56 | 投资净收益 | 113 | 125 | 107 | 115 |
| 长期投资 | 1757 | 1933 | 2126 | 2339 | 其他经营收益 | 218 | 169 | 185 | 191 |
| 固定资产 | 17083 | 17443 | 17751 | 17713 | 营业利润 | 1390 | 1806 | 2259 | 2831 |
| 无形资产 | 2136 | 1977 | 1842 | 1704 | 营业外收支 | 20 | 33 | 17 | 23 |
| 在建工程 | 2967 | 2614 | 2171 | 1817 | 利润总额 | 1410 | 1838 | 2276 | 2854 |
| 其他 | 1961 | 2160 | 2311 | 2471 | 所得税 | 244 | 323 | 398 | 498 |
| 资产总计 | 64352 | 72598 | 81840 | 91915 | 净利润 | 1166 | 1516 | 1878 | 2356 |
| 流动负债 | 27574 | 35701 | 42766 | 51667 | 少数股东损益 | 20 | 32 | 42 | 48 |
| 短期借款 | 2090 | 4544 | 5496 | 8516 | 归属母公司净利润 | 1146 | 1483 | 1836 | 2309 |
| 应付款项 | 18222 | 20277 | 24220 | 28433 | EBITDA | 2993 | 3183 | 3769 | 4500 |
| 预收账款 | 0 | 2089 | 2428 | 1976 | EPS (最新摊薄) | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.9 |
| 其他 | 7262 | 8791 | 10621 | 12743 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | (723) | (1613) | (674) | (1003) | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 799 | 799 | 799 | 799 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | (1522) | (2412) | (1473) | (1802) | 营业收入 | 14% | 21% | 21% | 19% |
| 负债合计 | 26851 | 34088 | 42092 | 50664 | 营业利润 | 3% | 30% | 25% | 25% |
| 少数股东权益 | 1401 | 1433 | 1475 | 1522 | 归属母公司净利润 | 6% | 29% | 24% | 26% |
| 归属母公司股东权益 | 36100 | 37077 | 38273 | 39729 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 64352 | 72598 | 81840 | 91915 | 毛利率 | 15% | 15% | 15% | 15% |
| | | | | | 净利率 | 4% | 4% | 4% | 5% |
| | | | | | ROE | 3% | 4% | 5% | 6% |
| | | | | | ROIC | 3% | 4% | 5% | 5% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 42% | 47% | 51% | 55% |
| | | | | | 净负债比率 | 11% | 16% | 15% | 18% |
| | | | | | 流动比率 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| | | | | | 速动比率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 3.3 | 3.7 | 3.5 | 3.5 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 3.0 | 3.2 | 3.3 | 3.3 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.43 | 0.56 | 0.69 | 0.87 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.4 | 0.4 | 1.1 | 0.3 |
| | | | | | 每股净资产 | 13.5 | 13.9 | 14.4 | 14.9 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 128 | 99 | 80 | 64 |
| | | | | | P/B | 4.1 | 4.0 | 3.8 | 3.7 |
| | | | | | EV/EBITDA | 51 | 44 | 37 | 32 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>