

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

买入

上次评级

买入

当前价格

¥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>