

## 证券研究报告—动态报告

国防军工

航空军工

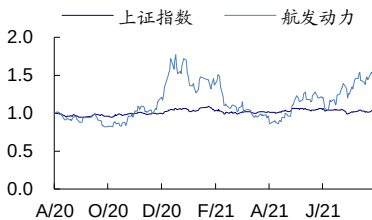
**航发动力 (600893)**
**买入**

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 28 日

## 一年该股与上证综指走势比较



## 股票数据

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 2,666/2,108     |
| 总市值/流通(百万元)   | 167,399/132,391 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,522/14,437    |
| 12 个月最高/最低(元) | 80.76/34.50     |

## 相关研究报告:

《航发动力-600893-重大事件快评: 航发供应能力建设提升, 业绩有望进入拐点》——2021-08-09  
 《航发动力-600893-2017 年 3 季报点评: 业绩高速增长, 军用航发进入加速发展期》——2017-10-31  
 《航发动力-600893-重大事件快评: 非公开发行募资进展顺利, 开启增长新征程》——2017-09-21  
 《航发动力-600893-2017 年半年报点评: 利润大幅增加, 成长有望迎来双拐点》——2017-08-29  
 《航发动力-600893-深度报告: 现代工业皇冠上的明珠, 双拐点到来》——2017-08-17

## 证券分析师: 花超

电话:  
 E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040001

## 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 财报点评

## 21Q2 净利率达 6.9%, 合同负债 248 亿, 业绩拐点已现

### ● 21Q2 扣非利润增速 45%, 合同负债 248 亿

21H1 营收 100.8 亿 (+9.68%), 归母净利润 4.6 亿 (+12.94%), 扣非净利润 3.9 (+25.63%), 利润增速显著提升。单季度看, 21Q2 营收 63.4 亿 (+10.45%), 归母净利润 4.3 亿 (+32.48%), 扣非净利润 3.56 亿 (+45.56%)。拆分看, 航空发动机业务实现收入 91.27 亿, +14.93%; 外贸出口转包业务实现收入 5.98 亿, -34.05%; 非航空产品及其他实现收入 2.1 亿, +1.40%。单季度毛利率 18.8%, 同比提高 2.1pct。净利率看, 21Q2 净利率更是达到了 6.9%, 创了近三年的历史新高, 盈利能力大幅改善, 公司盈利拐点和业绩弹性已经开始逐步呈现。

### ● 三代机工艺趋于成熟, 四代机关键技术能力大幅提升

研发工作有力推进, 自筹项目研发任务增加, 研发费用 2.98 亿, +148.11%。三代机 WS-10 的成熟将带来不断的规模效应体现利润率有望继续提升, 四代机 WS-15/WS-19 关键技术提升预示着型号进展顺利, 有望更快实现批量生产带动产值规模加速。资产负债表同样亮点颇多, 合同负债 248 亿, +784.81%, 应收账款 137.32 亿, +67.68%, 预付账款 28.53 亿, +466.63%, 公司已收到客户大额预付款, 需求迅猛。

### ● 投资建议:

航发动力是国内唯一全谱系军用航空发动机的企业及航空动力整体上市唯一平台, 稀缺性不言而喻。伴随飞机的顺利交付同步加快, 奠定了公司近两年业绩增量。同时, 航空发动机使用消耗属性伴随着飞机平台存量基数的快速上升, 需要周转和补充的发动机数量增长将更为快速, 其长期增长势头将更为强劲, 长期空间巨大。维持预测, 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 17.22 / 22.99 / 29.68 亿元, 同比增速 50/33/29%, 当前股价对应 PE=97/73/56x, 维持“买入”评级。

风险提示: 武器装备交付不及预期、维修费用增加

### 盈利预测和财务指标

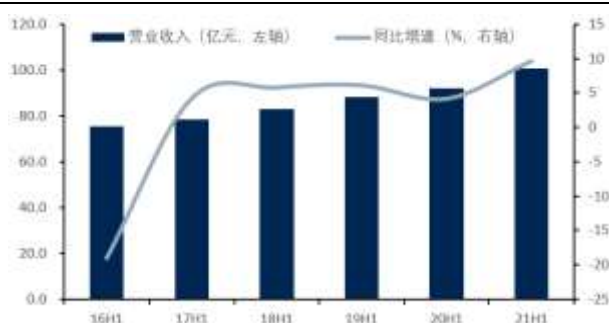
|             | 2019   | 2020   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 25,210 | 28,633 | 34,245  | 41,265  | 49,435  |
| (+/-%)      | 9.1%   | 13.6%  | 19.6%   | 20.5%   | 19.8%   |
| 净利润(百万元)    | 1077   | 1146   | 1722.45 | 2299.05 | 2968.15 |
| (+/-%)      | 1.3%   | 6.4%   | 50.3%   | 33.5%   | 29.1%   |
| 每股收益(元)     | 0.48   | 0.43   | 0.65    | 0.86    | 1.11    |
| EBIT Margin | 7.6%   | 7.8%   | 5.5%    | 6.4%    | 6.8%    |
| 净资产收益率(ROE) | 3.8%   | 3.2%   | 4.6%    | 6.0%    | 7.3%    |
| 市盈率(PE)     | 131.1  | 146.1  | 97.2    | 72.8    | 56.4    |
| EV/EBITDA   | 49.3   | 51.2   | 45.9    | 36.7    | 31.3    |
| 市净率(PB)     | 4.92   | 4.64   | 4.51    | 4.33    | 4.11    |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

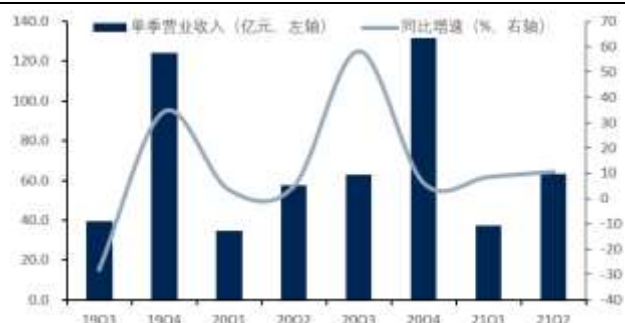
21H1 实现营收 100.8 亿 (+9.68%)，归母净利润 4.6 亿 (+12.94%)，扣非净利润 3.9 (+25.63%)，利润增速显著提升。单季度看，21Q2 实现营收 63.4 亿 (+10.45%)，归母净利润 4.3 (+32.48%)，扣非净利润 3.56 (+45.56%)，单季度增速大幅增长，产品交付正在加速。拆分看，航空发动机及衍生产品业务实现收入 91.27 亿元，+14.93%；外贸出口转包业务实现收入 5.98 亿元，-34.05%；非航空产品及其他业务实现收入 2.1 亿元，+1.40%。按照核心主机厂看，黎明公司实现营收 48.99 亿，+8.18%，利润总额 2.23 亿，+29.62%；南方公司实现营收 28.82 亿，+17.76%，利润总额 1.06 亿，-42.44%；黎阳动力实现营收 12.25 亿，+22.61%，利润总额 0.55 亿，+161.85%。母公司实现营收 33.45 亿，+23.98%，利润总额 3.86 亿，+244.64%。

图 1：航发动力中报营业收入及增速



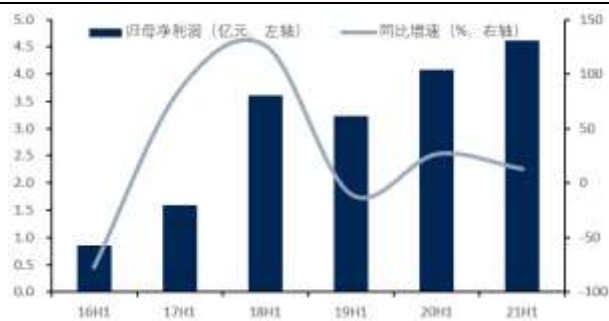
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：航发动力单季营业收入及增速



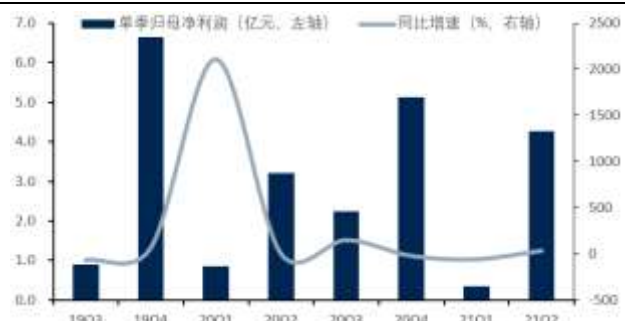
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 1：航发动力中报归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：航发动力单季归母净利润及增速

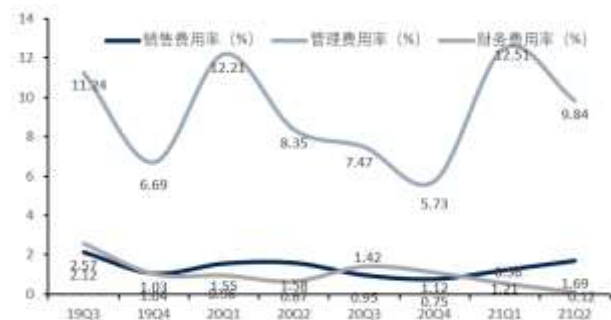


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

整体毛利率 17.5%，同比提升 0.5pct，尤其看单季度毛利率 18.8%，同比提高 2.1pct，公司产值继续增长，固定成本比例降低。净利率看，21H1 净利率 4.81%，同比提高 0.2pct，单季度净利率更是达到了 6.9%，创了近三年的历史新高，盈利能力大幅改善，我们认为，公司盈利拐点和业绩弹性已经开始逐步呈现。其中，比较典型的 WS-10 的黎明公司的盈利能力大幅提升，利润总额/营收率为 4.55%，较去年同期提升了 0.8 个百分点，非常亮眼。

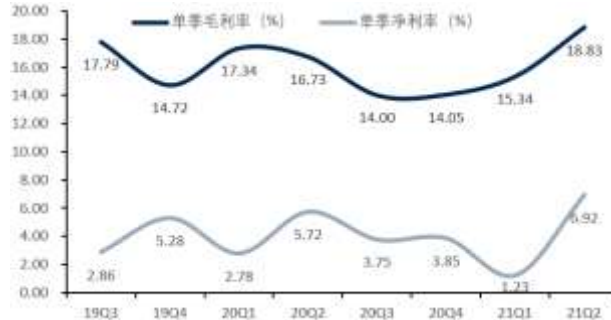
期间费用率方面，研发工作有力推进，自筹项目研发任务增加，研发费用 2.98 亿，+148.11%。公司三代机工艺不断趋于成熟；四代机关键技术能力大幅提升；五代机预研技术持续突破瓶颈。我们认为：WS-10 的成熟将带来不断的规模效应体现利润率有望继续提升，WS-15/WS-19 的关键技术提升预示着型号进展顺利，有望更快实现批量生产带动产值规模加速。

图 3：航发动力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

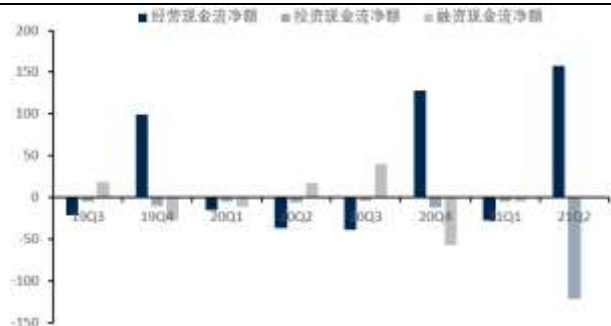
图 4：航发动力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

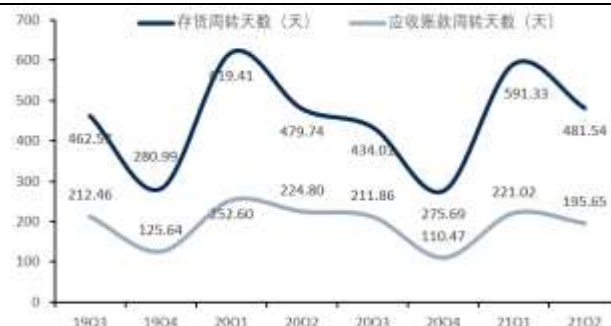
资产负债表同样亮点颇多，合同负债 248 亿，+784.81%，应收账款 137.32 亿，+67.68%，预付账款 28.53 亿，+466.63%，公司已收到客户大额预付款，需求迅猛；相应也给配套单位支付了合同预付款。

图 5：航发动力单季度经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：航发动力单季度主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

我们前期一直重点并持续提示重视【航发动力】的长期空间：

**航发动力是国内唯一全谱系军用航空发动机整体上市平台，稀缺性不言而喻**

航发动力在发动机整机制造行业处于垄断地位，是国内唯一涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业及航空动力整体上市唯一平台，国际上也是能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。公司具备涡喷、涡扇、涡轴、涡桨等全种类军用航空发动机生产能力，是我国主战机型国产发动机唯一供应商。我国航空发动机的研制是在新中国成立后一片空白的基础上发展起来的，从最初的修理、仿制、改进改型到今天可以独立设计制造高性能航空发动机，走过了一条十分艰辛的发展道路。经过 60 多年的发展，依托航发动力已建立了相对完整的发动机研制生产体系，具备了涡桨、涡喷、涡扇、涡轴等类发动机的系列研制生产能力。目前，国产涡扇-10 等已装配在歼 16、歼 20 等主战飞机上实现自主。运输机方面，WS-20 已开始小批量生产，运-7、运-8 等运输机使用的涡桨发动机全部国产化。直升机方面，随着直-9、直-8、直-10 等整体技术的成熟，在引进的基础上实现涡轴-8、涡轴-6、涡轴-16 发动机的系列化发展，为我国快速扩大的国产直升机群提供了可靠的动力来源。航发动力的稀缺性、垄断地位，长期积累的航空发动机制造壁垒极高。

**航空发动机作为飞机重要组成部分，伴随飞机的顺利交付其业绩端进入提升，远期维保及民用航空发动机空间巨大**

根据航空报报道，航空工业集团上半年时间过半、交付过半，在开局之年便实现了“十四五”均衡生产达到“2323”的上半年目标，实现营业收入同比增长 26.1%，利润同比增长 41.4%，净利润同比增长 44.7%，收入、效益指标均实现两位数增长，经济指标和产品交付实现“双过半”。航发动力作为飞机的重要组成部分航空发动机的唯一供应商，航发动力的上半年交付进度虽有滞后但也在同步加快。展望后续，自 2005 年，“太行”发动机设计定型，2010 年 3 月正式装备部队以来至今已有 11 载，太行发动机及其衍生型号已走入成熟，目前下游作战飞机装备放量带来的发动机需求势必也会带来航发动力的业绩弹性。

#### **投资建议：**

航发动力是国内唯一全谱系军用航空发动机的企业及航空动力整体上市唯一平台，稀缺性不言而喻。伴随飞机的顺利交付同步加快，奠定了公司近两年业绩增量。同时，航空发动机使用消耗属性伴随着飞机平台存量基数的快速上升，需要周转和补充的发动机数量增长将更为快速，其长期增长势头将更为强劲，长期空间巨大。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 17.22 / 22.99/ 29.68 亿元，同比增速 50/33/29%，当前股价对应 PE=97/73/56x，维持“买入”评级。

**风险提示：武器装备交付不及预期、产品质量不及预期带来维修费用增加**

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                  | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 现金及现金等价物         | 8089         | 10500        | 9000         | 9800         | 营业收入             | 28633         | 34245         | 41265         | 49435         |
| 应收款项             | 11043        | 12666        | 14697        | 17336        | 营业成本             | 24345         | 29074         | 34827         | 41624         |
| 存货净额             | 18744        | 21046        | 22545        | 25778        | 营业税金及附加          | 63            | 68            | 78            | 79            |
| 其他流动资产           | 572          | 685          | 825          | 989          | 销售费用             | 303           | 342           | 371           | 425           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>38448</b> | <b>44897</b> | <b>47067</b> | <b>53903</b> | 管理费用             | 1676          | 2881          | 3367          | 3963          |
| 固定资产             | 20050        | 20655        | 21171        | 21248        | 财务费用             | 307           | 206           | 241           | 178           |
| 无形资产及其他          | 2136         | 2029         | 1922         | 1816         | 投资收益             | 113           | 89            | 98            | 111           |
| 投资性房地产           | 1961         | 1961         | 1961         | 1961         | 资产减值及公允价值变动      | 409           | 355           | 344           | 369           |
| 长期股权投资           | 1757         | 1935         | 2164         | 2392         | 其他收入             | (1071)        | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>64352</b> | <b>71476</b> | <b>74284</b> | <b>81320</b> | 营业利润             | 1390          | 2117          | 2822          | 3646          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 2090         | 7244         | 3754         | 4351         | 营业外净收支           | 20            | (3)           | (3)           | (3)           |
| 应付款项             | 18222        | 20386        | 24658        | 28525        | <b>利润总额</b>      | <b>1410</b>   | <b>2114</b>   | <b>2818</b>   | <b>3643</b>   |
| 其他流动负债           | 7262         | 5976         | 6440         | 6855         | 所得税费用            | 244           | 362           | 479           | 623           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>27574</b> | <b>33607</b> | <b>34852</b> | <b>39731</b> | 少数股东损益           | 20            | 30            | 40            | 52            |
| 长期借款及应付债券        | 799          | 799          | 799          | 799          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1146</b>   | <b>1722</b>   | <b>2299</b>   | <b>2968</b>   |
| 其他长期负债           | (1522)       | (1482)       | (1440)       | (1397)       |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>(723)</b> | <b>(683)</b> | <b>(641)</b> | <b>(598)</b> | 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>26851</b> | <b>32924</b> | <b>34212</b> | <b>39133</b> |                  | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 少数股东权益           | 1401         | 1419         | 1445         | 1481         | <b>净利润</b>       | <b>1146</b>   | <b>1722</b>   | <b>2299</b>   | <b>2968</b>   |
| 股东权益             | 36100        | 37134        | 38628        | 40706        | 资产减值准备           | 272           | 92            | (80)          | 5             |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>64352</b> | <b>71476</b> | <b>74284</b> | <b>81320</b> | 折旧摊销             | 1551          | 2483          | 2869          | 3248          |
|                  |              |              |              |              | 公允价值变动损失         | (409)         | (355)         | (344)         | (369)         |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 307           | 206           | 241           | 178           |
|                  |              |              |              |              | 营运资本变动           | 170           | (3027)        | 1027          | (1706)        |
|                  |              |              |              |              | 其它               | (263)         | (74)          | 106           | 32            |
|                  |              |              |              |              | <b>经营活动现金流</b>   | <b>2468</b>   | <b>842</b>    | <b>5877</b>   | <b>4177</b>   |
|                  |              |              |              |              | 资本开支             | (2675)        | (2718)        | (2854)        | (2854)        |
|                  |              |              |              |              | 其它投资现金流          | 45            | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(2909)</b> | <b>(2896)</b> | <b>(3083)</b> | <b>(3083)</b> |
|                  |              |              |              |              | 权益性融资            | 311           | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              | 负债净变化            | 569           | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              | 支付股利、利息          | (620)         | (689)         | (805)         | (890)         |
|                  |              |              |              |              | 其它融资现金流          | 86            | 5154          | (3490)        | 596           |
|                  |              |              |              |              | <b>融资活动现金流</b>   | <b>295</b>    | <b>4465</b>   | <b>(4294)</b> | <b>(294)</b>  |
|                  |              |              |              |              | <b>现金净变动</b>     | <b>(146)</b>  | <b>2411</b>   | <b>(1500)</b> | <b>800</b>    |
|                  |              |              |              |              | 货币资金的期初余额        | 8235          | 8089          | 10500         | 9000          |
|                  |              |              |              |              | 货币资金的期末余额        | 8089          | 10500         | 9000          | 9800          |
|                  |              |              |              |              | 企业自由现金流          | 905           | (1704)        | 3217          | 1460          |
|                  |              |              |              |              | 权益自由现金流          | 1560          | 3279          | (473)         | 1909          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032