

# 航发动力 (600893.SH)

## 2021Q2 业绩提速，248 亿元大额预付款落地验证行业高景气度

**事件：公司发布 2021 半年度报告，Q2 业绩提速。**2021H1 公司实现营收（100.84 亿元，+9.68%），归母净利润（4.61 亿元，+12.94%），扣非归母净利润（3.86 亿元，+25.63%）；其中 Q2 实现营收 63.42 亿元，同比增长 10.45%，环比增长 69.47%，归母净利润 4.27 亿元，同比增长 32.48%，环比增长 1140.43%。

**1、对军工行业高景气度的验证：大额预收款落地验证未来 3~5 年确定性极高的高景气度，主机交付节奏提速或将持续拉动上游原材料购买。248 亿元大额预付款落地验证军工行业高景气度，行业高增长确定性毋庸置疑。**截止 2021H1 末公司合同负债 248.23 亿元，相对于 2020 年末 28.05 亿元同比增长 784.81%。大额预付款对应大单制采购，为了加大军工产业链企业扩产的意愿和能力，也为了加速加量采购上游原材料，军工企业将以往的年度滚动采购计划转成批次合并下的大单制采购，预付款比例也或提升，大额预付款落地表明直接锁定长时间军工行业高景气度，产业链上企业的现金流也将得到改善。

**大额预收款显著改善经营性现金流，激发产业链上下游提速扩产。**2021H1 航发动力经营性现金流净额 130.24 亿元，同比增长 347.75%。我们认为，航发动力拿到大额预收款有利于获得利息费用从而降低财务费率，2021H1 财务费用率同比下降 0.5pct，大额预收款按照产业链传导将大幅改善上下游企业的经营性现金流，比如图南股份 2021H1 销售商品、提供劳务收到的现金 3.30 亿元，同比提高 69.68%。

**2021Q2 单季度营收环比增长 69.47%，表明航发主机交付节奏提速。**从产业链角度，航空发动机原材料订单在 2020Q3 环比大幅增长且持续至今年。对于主机，按照航空发动机制造交付周期约 8~10 个月，则会在今年 Q2 开始实现交付/营收逐季提速，Q2 营收环比大幅增长已是证明；对于上游原材料（包括电子元器件），2021Q2 航发动力向上游购买商品、接受劳务支付的现金较 Q1 增加 26.82 亿元，环比提高 53.15%，2021H1 末预付款 28.52 亿元，较 2020 年末提高 466.63%，主要系支付配套单位合同预付款，表明正在加大上游原材料采购量，下游交付节奏的加快叠加扩产提速，将持续拉动上游原材料的订单。

**2、对航发动力上市公司盈利的判断：航发动力 Q2 盈利能力显著提升，目前是长周期增长的起点。**

**航发动力 2021Q2 盈利能力显著提升。**2021Q2 实现归母净利润 4.27 亿元，同比增长 32.48%，毛利率达到 18.83%，环比 Q1 提升 3.49pct。2021Q2 净利率达到 6.92%，环比 Q1 提高 5.70pct。2021H1 公司综合毛利率 17.53%，同比+0.57pct，环比+2.19pct；净利率 4.81%，同比+0.2pct，环比+3.58pct。我们认为盈利能力提升主要系规模效应显现，一方面是交付量增加，另一方面是集团“小核心大协作”思路下推进标准件等非核心业务转移使得核心业务更为聚焦。具体到子公司层面，黎明公司实现营收 48.99 亿元，同比增长 8.18%，利润总额 2.23 亿元，同比增长 29.62%；南方公司实现营收 28.81 亿元，同比增长 17.76%，利润总额 1.06 亿元，同比下降 42.44%；黎阳公司实现营收 12.25 亿元，同比增长 22.61%，利润总额 0.55 亿元，同比增长 161.85%。

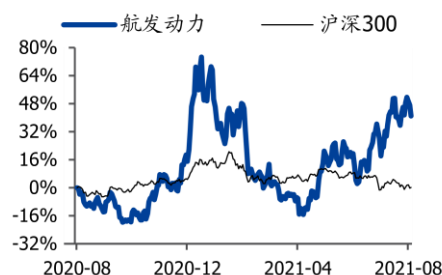
**长期角度：研发投入大幅增长，产品线愈发丰富带来长周期持续高增长。**2021H1 研发费用 2.98 亿元，同比增长 148.11%。公司科技研发工作有力推进，三代机工艺不断趋于成熟；四代机关键技术能力大幅提升；五代机预研技术持续突破瓶颈，总体上公司全面建设创新型企业，着力开展研发体系建设，努力提升型号正向研制能力。从长周期增长角度看，一个发动机型号服役周期长达几十年，越来越多的航发主机产品线逐步进入到定型时期将有利于丰富产品线并且获得持续增长动力。

### 买入（维持）

#### 股票信息

|               |            |
|---------------|------------|
| 行业            | 航空装备       |
| 前次评级          | 买入         |
| 8月27日收盘价(元)   | 62.80      |
| 总市值(百万元)      | 167,399.32 |
| 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) | 67.70      |

#### 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

- 1、《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》2021-04-30
- 2、《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
- 3、《航发动力 (600893.SH)：如何看待航发动力的估值？》2021-01-07



**短中期角度：航发动力存货大幅增长表明生产备货力度加大，后续收入增长潜力大。**2021H1 末航发动力存货 257.51 亿元，较 2020 年末大幅增长 70.07 亿元，同比提高 37.38%。具体来看，2021H1 期末原材料 52.11 亿元，较 2020 年期末增长 12.78 亿元，同比提高 32.49%、在产品 193.09 亿元，较 2020 年期末增长 60.01 亿元，同比提高 45.09%，表明短中期收入的增长潜力很大。

**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、航发维修三维度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。在国际上，航发动力也是能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。

**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。**航发动力是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，是中国航发旗下航空动力整体上市唯一平台。2021H1 大额预收款的落地，将直接锁定了未来几年确定性极高的高景气度，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 2021-2023 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 110X、87X、68X，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 | 33,553 | 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    | 38.0   | 27.3   | 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）        | 162.1  | 152.4  | 110.4  | 86.7   | 67.6   |
| P/B（倍）        | 6.1    | 4.8    | 4.7    | 4.5    | 4.2    |

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**

| 资产负债表 (百万元)    |       |       |       |       |        | 利润表 (百万元)       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E  | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>    | 38188 | 38448 | 52785 | 58555 | 72839  | <b>营业收入</b>     | 25210 | 28633 | 33553 | 39643 | 46929 |
| 现金             | 8235  | 8089  | 13427 | 15865 | 18781  | 营业成本            | 21004 | 24345 | 27946 | 32824 | 38626 |
| 应收票据及应收账款      | 10658 | 10937 | 14368 | 15530 | 19864  | 营业税金及附加         | 80    | 63    | 67    | 79    | 94    |
| 其他应收款          | 157   | 106   | 202   | 162   | 270    | 营业费用            | 327   | 303   | 419   | 476   | 563   |
| 预付账款           | 487   | 503   | 658   | 714   | 910    | 管理费用            | 1881  | 1676  | 2013  | 2180  | 2346  |
| 存货             | 18544 | 18744 | 24060 | 26215 | 32947  | 研发费用            | 420   | 447   | 537   | 634   | 845   |
| 其他流动资产         | 105   | 68    | 68    | 68    | 68     | 财务费用            | 421   | 307   | 557   | 863   | 1151  |
| <b>非流动资产</b>   | 24927 | 25904 | 28456 | 31613 | 35301  | 资产减值损失          | -106  | -371  | 67    | 119   | 141   |
| 长期投资           | 1478  | 1757  | 2050  | 2376  | 2712   | 其他收益            | 170   | 197   | 25    | 25    | 25    |
| 固定资产           | 16497 | 17083 | 19541 | 22482 | 25838  | 公允价值变动收益        | 139   | 38    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 2282  | 2358  | 2225  | 2090  | 1966   | 投资净收益           | 83    | 113   | 13    | 46    | 57    |
| 其他非流动资产        | 4671  | 4706  | 4640  | 4665  | 4785   | 资产处置收益          | -2    | 21    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 63115 | 64352 | 81240 | 90167 | 108140 | <b>营业利润</b>     | 1348  | 1390  | 1984  | 2538  | 3245  |
| <b>流动负债</b>    | 26825 | 27574 | 43234 | 50578 | 66415  | 营业外收入           | 52    | 50    | 1     | 1     | 1     |
| 短期借款           | 2787  | 2090  | 9467  | 15718 | 21708  | 营业外支出           | 53    | 31    | 38    | 38    | 40    |
| 应付票据及应付账款      | 15015 | 18222 | 19932 | 24882 | 27853  | <b>利润总额</b>     | 1346  | 1410  | 1947  | 2501  | 3206  |
| 其他流动负债         | 9022  | 7262  | 13835 | 9978  | 16854  | 所得税             | 237   | 244   | 351   | 450   | 577   |
| <b>非流动负债</b>   | -255  | -723  | -745  | -849  | -974   | <b>净利润</b>      | 1109  | 1166  | 1597  | 2051  | 2629  |
| 长期借款           | 230   | 799   | 777   | 673   | 548    | 少数股东损益          | 31    | 20    | 15    | 37    | 48    |
| 其他非流动负债        | -486  | -1522 | -1522 | -1522 | -1522  | <b>归属母公司净利润</b> | 1077  | 1146  | 1582  | 2013  | 2581  |
| <b>负债合计</b>    | 26570 | 26851 | 42489 | 49729 | 65441  | EBITDA          | 2777  | 2898  | 3507  | 4657  | 6008  |
| 少数股东权益         | 7855  | 1401  | 1416  | 1453  | 1501   | EPS (元)         | 0.40  | 0.43  | 0.59  | 0.76  | 0.97  |
| 股本             | 2250  | 2666  | 2666  | 2666  | 2666   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 资本公积           | 20706 | 26886 | 26886 | 26886 | 26886  | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 留存收益           | 5990  | 6812  | 7927  | 9360  | 11197  | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 28690 | 36100 | 37336 | 38986 | 41198  | 营业收入(%)         | 9.1   | 13.6  | 17.2  | 18.2  | 18.4  |
| <b>负债和股东权益</b> | 63115 | 64352 | 81240 | 90167 | 108140 | 营业利润(%)         | 8.9   | 3.1   | 42.7  | 27.9  | 27.9  |
|                |       |       |       |       |        | 归属于母公司净利润(%)    | 1.3   | 6.4   | 38.0  | 27.3  | 28.2  |
|                |       |       |       |       |        | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | 毛利率(%)          | 16.7  | 15.0  | 16.7  | 17.2  | 17.7  |
|                |       |       |       |       |        | 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(%)         | 3.2   | 2.8   | 3.3   | 4.1   | 4.8   |
|                |       |       |       |       |        | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | 资产负债率(%)        | 42.1  | 41.7  | 52.3  | 55.2  | 60.5  |
|                |       |       |       |       |        | 净负债比率(%)        | -10.1 | -10.2 | -4.2  | 5.2   | 11.9  |
|                |       |       |       |       |        | 流动比率            | 1.4   | 1.4   | 1.2   | 1.2   | 1.1   |
|                |       |       |       |       |        | 速动比率            | 0.7   | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
|                |       |       |       |       |        | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | 总资产周转率          | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
|                |       |       |       |       |        | 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   |
|                |       |       |       |       |        | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | 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  | 1.03  | 0.91  | 1.63  |
|                |       |       |       |       |        | 每股净资产(最新摊薄)     | 10.76 | 13.54 | 14.01 | 14.63 | 15.46 |
|                |       |       |       |       |        | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | P/E             | 162.1 | 152.4 | 110.4 | 86.7  | 67.6  |
|                |       |       |       |       |        | P/B             | 6.1   | 4.8   | 4.7   | 4.5   | 4.2   |
|                |       |       |       |       |        | EV/EBITDA       | 64.4  | 59.4  | 49.7  | 38.3  | 30.2  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 8 月 27 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

|                                                                                                       |                                                                                                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>北京</b><br>地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层<br>邮编：100032<br>传真：010-57671718<br>邮箱：gsresearch@gszq.com      | <b>上海</b><br>地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层<br>邮编：200120<br>电话：021-38124100<br>邮箱：gsresearch@gszq.com |
| <b>南昌</b><br>地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦<br>邮编：330038<br>传真：0791-86281485<br>邮箱：gsresearch@gszq.com | <b>深圳</b><br>地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼<br>邮编：518033<br>邮箱：gsresearch@gszq.com                         |