

公司点评
航发动力 (600893)
国防军工 | 航空装备
业绩符合预期，新建脉动装配线，交付能力或将提升
2021 年 08 月 31 日
评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 65.70-76.65 元
交易数据

当前价格 (元)	68.08
52 周价格区间 (元)	34.42-80.57
总市值 (百万)	181473.66
流通市值 (百万)	70693.11
总股本 (万股)	266559.42
流通股 (万股)	103838.29

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
航发动力	24.12	34.36	55.48
航空装备	18.53	33.20	41.09

何晨
分析师

执业证书编号: S0530513080001

0731-84779574

hechen@cfzq.com

张看
研究助理

zhangkan@cfzq.com

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	25210.50	28632.62	33786.49	40543.79	48652.55
净利润(百万元)	1077.41	1145.99	1487.84	1942.55	2344.53
每股收益 (元)	0.40	0.43	0.56	0.73	0.88
每股净资产 (元)	10.76	13.54	13.94	14.46	15.09
P/E	168.44	158.36	121.97	93.42	77.40
P/B	6.33	5.03	4.88	4.71	4.51

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2021 年半年报, 公司实现营收 100.84 亿元, 同比增长 9.68%; 实现归母净利润 4.61 亿元, 同比增长 12.94%, 扣非归母净利润 3.86 亿元, 同比增长 25.63%。
- **公司第二季度营收表现符合预期, 盈利能力提升明显。** 单季度看, 公司第二季度实现营收 63.4 亿, 同比增长 10.45%, 归母净利润 4.3 亿, 同比增长 32.48%, 扣非净利润 3.56 亿, 同比增长 45.56%。分业务看, 航空发动机业务实现收入 91.27 亿, 同比增长 14.93%; 外贸出口转包业务实现收入 5.98 亿, 同比减少 34.05%; 非航空产品及其他实现收入 2.1 亿, 同比增长 1.40%。第二季度毛利率 18.8%, 同比提高 2.1pcts, 环比提高 3.5pcts; 第二季度净利率达到 6.9%, 同比提高 1.2pcts, 环比提高 5.7pcts, 公司盈利能力提升明显。
- **合同负债、预付款项大幅增长, 客户预付款已到账, 公司订单饱满正在积极备产。** 公司合同负债 248.23 亿元, 较期初 28.05 亿大幅增长 784.81%, 主要是收到客户预付款增加所致; 期末预付款项达到 28.53 亿元, 较期初增长 466.63%, 主要是支付配套单位合同预付款所致。
- **公司建成国内首条大涵道比涡扇发动机脉动装配生产线, 产品交付能力或有较大提升。** 公司建成了叶片、机匣、装配等数字化车间; 国内首条大涵道比涡扇发动机脉动装配生产线; 涡轮叶片、大型风扇叶片锻造、中央齿箱加工等数字化单元; 集智能工艺、检测、物流、管控于一体的数字化平台。公司近年来在生产组织精益化数字化方面发展迅速, 已建成多条航空发动机脉动装配生产线, 参考法国赛峰公司在 2011 年利用脉动装配使 CFM56 发动机装配周期减少 35%, 我们预计公司产品的装配周期将减少 20%~30%, 公司交付能力或有较大提升。
- **盈利预测:** 预计 2021~2023 年公司归母净利润分别为 14.88 亿元、19.43 亿元、23.45 亿元, EPS 分别为 0.56 元、0.73 元和 0.88 元。参考中航沈飞、中航西飞、洪都航空等可比公司 2022 年平均 PE 估值为 75 倍, 考虑到十四五期间军机列装加速与练兵备战对发动机消耗增加, 公司订单饱满且交付能力提升业绩有望释放。给予公司 2022 年 90~105 倍 PE 估值, 对应价格区间 65.70-76.65 元, 给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 产品研发交付不及预期, 下游需求不及预期, 疫情反复。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25210.50	28632.62	33786.49	40543.79	48652.55	收益率					
减:营业成本	21003.68	24345.23	28355.32	33910.44	40754.35	毛利率	16.69%	14.97%	16.07%	16.36%	16.23%
营业税金及附加	79.92	62.78	74.08	88.89	106.67	三费/销售收入	10.42%	8.47%	9.02%	9.10%	8.97%
营业费用	326.71	302.68	357.17	428.60	514.32	EBIT/销售收入	5.82%	6.08%	6.36%	6.64%	6.55%
管理费用	1880.82	1676.06	1977.75	2373.29	2847.95	EBITDA/销售收入	11.74%	11.50%	16.19%	15.10%	13.88%
研发费用	420.15	446.97	714.00	889.00	1002.00	销售净利率	3.63%	4.13%	4.48%	4.87%	4.90%
财务费用	420.73	307.43	383.04	383.04	383.04	资产获利率					
资产减值损失	-105.64	-371.12	-85.45	-85.45	-85.45	ROE	3.76%	3.17%	4.00%	5.04%	5.83%
加:投资收益	82.52	113.24	83.00	82.00	3.30	ROA	2.32%	2.71%	2.14%	2.66%	3.53%
公允价值变动损益	139.00	38.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.08%	3.78%	5.09%	12.94%	8.10%
其他经营损益	-525.79	-818.09	-522.01	-522.01	-522.01	增长率					
营业利润	1300.02	1642.71	2091.15	2634.53	3050.82	销售收入增长率	9.13%	13.57%	18.00%	20.00%	20.00%
加:其他非经营损益	166.54	237.90	194.44	194.44	194.44	EBIT 增长率	-3.25%	18.67%	23.43%	25.33%	18.38%
利润总额	1466.56	1880.61	2285.59	2828.97	3245.26	EBITDA 增长率	2.28%	11.23%	66.08%	11.90%	10.35%
减:所得税	131.59	251.93	252.45	334.26	420.31	净利润增长率	-2.71%	29.18%	28.08%	30.56%	20.69%
净利润	1334.97	1628.69	2033.13	2494.71	2824.95	总资产增长率	17.96%	1.96%	56.29%	0.51%	-10.53%
减:少数股东损益	31.47	20.09	25.73	33.60	40.55	股东权益增长率	8.55%	25.83%	2.95%	3.74%	4.35%
归属母公司股东净利	1077.41	1145.99	1487.84	1942.55	2344.53	经营营运资本增长率	56.34%	-15.14%	-419.20%	70.95%	-51.71%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	8235.44	8089.38	33022.29	24799.87	22826.12	资产负债率	42.10%	41.73%	69.70%	72.99%	83.15%
应收和预付款项	11302.60	11546.20	18986.19	23872.91	10386.08	投资资本/总资产	50.43%	51.08%	16.41%	31.09%	44.53%
其他应收款 (合计)	194.26	157.17	173.56	194.26	157.17	带息债务/总负债	11.36%	10.76%	14.63%	20.87%	27.12%
存货	18544.36	18744.35	25605.00	31459.00	38599.00	流动比率	1.42	1.39	1.08	1.06	0.93
其他流动资产	60.31	68.45	68.45	68.45	68.45	速动比率	0.73	0.71	0.72	0.64	0.43
长期股权投资	1477.63	1757.29	1757.29	1757.29	1757.29	股利支付率	29.65%	28.27%	28.40%	28.40%	28.40%
金融资产投资	381.00	0.00	425.41	381.00	0.00	收益留存率	0.70	0.72	0.72	0.72	0.72
投资性房地产	46.13	44.57	37.81	31.05	24.29	资产管理效率					
固定资产和在建工程	19453.44	20050.14	17806.44	15813.15	13499.56	总资产周转率	0.40	0.44	0.34	0.40	0.54
无形资产和开发支出	2281.70	2357.82	2357.78	2357.74	2357.70	固定资产周转率	1.53	1.68	2.02	2.82	3.97
其他非流动资产	2765.04	3451.44	-4710.20	-12588.67	-22011.97	应收账款周转率	2.37	2.62	2.63	2.45	25.16
资产总计	63115.02	64352.33	100576.02	101090.55	90449.58	存货周转率	1.13	1.30	1.11	1.08	1.06
短期借款	2787.46	2089.85	9456.00	14593.00	19588.00	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	1467.14	1741.08	2149.06	2693.44	3188.43
应付和预收款项	24002.53	25461.13	62700.44	61239.89	57667.21	EBITDA	2960.58	3293.09	5469.22	6120.20	6753.82
长期借款	230.20	799.32	803.32	806.32	808.32	NOPLAT	991.88	1202.82	1673.88	2136.45	2545.39
其他负债	2336.90	591.04	6599.71	11736.71	16731.71	净利润	1077.41	1145.99	1487.84	1942.55	2344.53
负债合计	26569.63	26851.49	70103.47	73782.91	75207.23	EPS	0.404	0.430	0.558	0.729	0.880
股本	2249.84	2665.59	2665.59	2665.59	2665.59	BPS	10.763	13.543	13.943	14.464	15.094
资本公积	20705.58	26885.84	26885.84	26885.84	26885.84	PE	168.44	158.36	121.97	93.42	77.40
留存收益	5734.53	6548.75	7614.03	9004.88	10683.54	PEG	7.76	5.88	N/A	N/A	N/A
归属母公司股东权益	28689.95	36100.18	37165.46	38556.31	40234.97	PB	6.33	5.03	4.88	4.71	4.51
少数股东权益	7855.44	1400.66	1426.39	1459.99	1500.54	PS	7.20	6.34	5.37	4.48	3.73
股东权益合计	36545.39	37500.84	38591.85	40016.30	41735.51	PCF	35.62	50.29	6.43	-29.48	18.99
负债和股东权益合计	63115.02	64352.33	108695.32	113799.21	116942.74	EV/EBIT	106.54	102.38	74.83	64.73	56.93
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	52.80	54.13	29.40	28.49	26.88
经营性现金净流量	5094.46	3608.61	28238.13	-6156.63	9558.05	EV/NOPLAT	157.59	148.19	96.07	81.60	71.31
投资性现金净流量	-2344.68	-2669.25	-900.73	-1257.73	-1079.73	EV/IC	4.91	5.42	9.74	5.55	4.51
筹资性现金净流量	924.44	-1071.47	-2404.50	-808.06	-10452.07	ROIC-WACC	3.08%	3.78%	5.09%	12.94%	8.10%
现金流量净额	3686.71	-174.38	24932.91	-8222.42	-1973.75	股息率	0.002	0.002	0.002	0.003	0.004

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438