

航发动力 (600893.SH)

合同负债大增，看好航发龙头长期发展

核心观点：

- 公司公布 2021 年半年报：营收端**，上半年实现营业收入 100.84 元，同比增长 9.68%，实现归母净利润 4.61 亿元，同比增长 12.94%。分产品看，航空发动机及衍生产品业务实现收入 91.27 亿元，同比增长 14.93%；外贸出口转包业务实现收入 5.99 亿元，同比下降 34.05%。分子公司看，黎明公司、南方公司、黎阳公司营收增幅分别为 8.18%、17.76% 和 22.61%。单季度看，2021Q2 公司营业收入、归母净利润同比增长 10.45%、32.48%，扣非归母同比增长 45.56%，Q2 单季度业绩实现较快增长。**利润端**，公司归母净利润增速快于营收增速，主要系（1）毛利率由去年同期的 16.96% 提升至本期的 17.53%；（2）其他收益本期为 0.77 亿元，同比增加 23.35%。公司研发费用大幅增加，由去年同期的 1.20 亿增加至本期的 2.98 亿元，同比增加 148.11%，主要系自筹项目研制任务增加。从单季度利润率看，公司二季度销售毛利率、销售净利率分别为 18.83%、6.92%，环比分别增加 3.49、5.69pct，同比分别增加 2.10、1.20pct，盈利改善较为明显。**资产负债表端**，报告期末，公司合同负债、预付账款分别为 248.23、28.53 亿元，较去年同期增长 852.88%、392.88%，较去年年末增长 748.81%、466.63%，主要系收到客户预付款增加和支付配套单位合同预付款。
- 盈利预测和投资建议：预计 21-23 年业绩分别为 0.54 元/股、0.74 元/股、0.97 元/股**。综合考虑公司在国内航空发动机的主导地位、中长期盈利改善的预期以及长期广阔民航国产替代市场等因素，以及在大额预付款确认下市场对于板块中长期景气度的预期，我们认为适合给予公司 22 年 100 倍的 PE 估值，对应合理价值 73.92 元/股，给予“增持”评级。
- 风险提示：疫情发展超预期；装备交付低预期；重大政策调整风险等**

盈利预测：

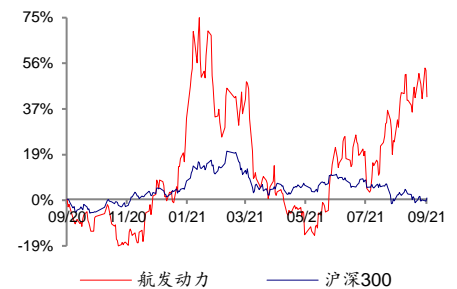
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25,210	28,633	35,828	43,950	52,441
增长率（%）	9.1	13.6	25.1	22.7	19.3
EBITDA（百万元）	2,993	3,351	3,296	4,125	5,019
归母净利润（百万元）	1,077	1,146	1,449	1,970	2,584
增长率（%）	1.3	6.4	26.4	36.0	31.2
EPS（元/股）	0.48	0.43	0.54	0.74	0.97
市盈率（P/E）	45.27	138.05	116.16	85.41	65.12
ROE（%）	3.8	3.2	3.8	4.8	5.8
EV/EBITDA	14.56	45.66	49.29	39.12	31.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

	增持
当前价格	63.14 元
合理价值	73.92 元
前次评级	增持
报告日期	2021-09-01

相对市场表现



分析师：



孟祥杰

SAC 执证号：S0260521040002

SFC CE No. BRF275

010-59136693

mengxiangjie@gf.com.cn

相关研究：

航发动力 (600893.SH) :营 2021-05-07
收微增，看好国产航发龙头
长期发展

联系人：

吴坤其 020-59136728

wukunqi@gf.com.cn

一、2021H1 业绩点评

公司公告2021年半年报：营收端，上半年实现营业收入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%。分产品看，航空发动机及衍生产品业务实现收入91.27亿元，同比增长14.93%；外贸出口转包业务实现收入5.99亿元，同比下降34.05%；非航空产品及其他业务实现收入2.11亿元，同比增长1.40%。分子公司看，黎明公司、南方公司、黎阳公司营收增幅分别为8.18%、17.76%和22.61%。单季度看，2021Q2公司营业收入、归母净利润同比增长10.45%、32.48%，扣非归母同比增长45.56%，业绩单季度实现较快增长。**利润端，公司归母净利润增速快于营收增速**，主要系（1）毛利率增加，由去年同期的16.96%提升至本期的17.53%；（2）其他收益增加，本期为0.77亿元，同比增加23.35%。期间费用率端，公司研发费用大幅增加，由去年同期的1.20亿增加至本期的2.98亿元，同比增加148.11%，主要系自筹项目研制任务增加。从单季度利润率看，公司二季度销售毛利率和净利率分别为18.83%、6.92%，环比分别增加3.49、5.69pct，同比分别增加2.10、1.20pct，盈利改善较为明显。

资产负债表端，报告期末，公司合同负债、预付账款分别为248.23、28.53亿元，较去年同期增长852.88%、392.88%，较去年年末增长748.81%、466.63%，主要系收到客户预付款增加和支付配套单位合同预付款。值得注意的是，截至2021H1，同期中直股份、中航西飞中报合同负债分别38.00亿、44.29亿，在考虑部分已上市核心主机厂合同负债较低情况下，航发动力合同负债仍能实现较大增长，或有望明显地加强板块长景气预期。

现金流量表端，报告期内公司销售商品、提供劳务收到的现金为287.97亿元，同比增长447.50%，创近五年中报以来新高，并高于去年全年收到现金282.86亿元，或反映下游行业需求的较高景气度。

二、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）需求端，中短期受益高端航空装备批产需求，中长期存在民航市场发动机国产替代机遇，长期看航空发动机高端防务及民用市场存在较大体量的维修及替换需求；（2）供给及盈利端，公司作为国内主导航空发动机供应商，航发产品核心机型谱化发展、重资产行业批产带动的产能利用提升、高附加值低成本投入的维修业务占比扩大等均有望逐步抬升公司远期盈利中枢水平。

（1）航空发动机制造及衍生产品为公司主营业务，2020年全年该业务占同期营收比重为91.38%。公司作为国内高端航空装备发动机供应商，有望率先受益装备现代化建设，同时维修市场随已批产产品的增多有望逐步贡献收入，我们预计2021-23年该业务营收分别为329.66/405.48/486.57亿元，分别同比增长26%/23%/20%。同时，因航空发动机属典型重资产行业，批产产品的逐步增多有望进一步摊薄前期的固定成本，轻资产维修业务占比的提升也有望提高公司整体毛利率中枢，我们预计该业务2021-23年毛利率分别为15%/15%/16%。

(2) 外贸转包生产方面, 去年该业务因疫情影响较大, 今年有望随着欧美等整机厂商所在地群体免疫的逐步建立、相关跨境物流的逐步恢复、以及民航市场复苏等, 均有望带动公司外贸转包生产业务的恢复, 我们预计2021-23年该业务营业收入分别为18.87/23.21/28.08亿元, 较去年同期分别增长25%/23%/21%。同时, 该业务毛利率有望随着下游景气度的提升而企稳并略有增加, 我们预计2021-23年该业务毛利率分别为10%/10%/11%。

(3) 非航空产品及其他、其他业务方面我们预计其营收规模占整体比重进一步缩小, 突出公司聚焦航空主业等经营思路, 预计该业务2021-23年营收分别为10.08/10.58/11.11亿元, 分别同比增长5%/5%/5%。同时该业务毛利率预计与2020年持稳, 分别为27%/27%/27%。

(4) 费用率方面, 预计近三年公司相关费用规模仍将保持增长, 结合公司营收增长情况, 预计2021-2023年管理销售费用率分别7.6%/7.5%/7.5%, 财务费用率分别为0.5%/0.6%/0.6%。

表1: 航发动力分业务预测 (单位: 百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
航空发动机制造及衍生产品				
收入	26163.25	32965.70	40547.80	48657.37
增长率 (%)	18.79	26.00	23.00	20.00
成本	22289.70	28020.84	34465.63	40872.19
毛利	3873.55	4944.85	6082.17	7785.18
毛利率 (%)	14.81	15.00	15.00	16.00
外贸转包生产				
收入	1509.37	1886.71	2320.66	2807.99
增长率 (%)	-41.41	25.00	23.00	21.00
成本	1359.18	1698.04	2088.59	2499.11
毛利	150.19	188.67	232.07	308.88
毛利率 (%)	9.95	10.00	10.00	11.00
非航空产品及其他、其他业务				
收入	960.00	1008.00	1058.40	1111.32
增长率 (%)	57.42	5.00	5.00	5.00
成本	696.35	735.84	772.63	811.26
毛利	263.65	272.16	285.77	300.06
毛利率 (%)	27.46	27.00	27.00	27.00
合计				
收入	28632.62	35860.41	43926.86	52576.68
增长率 (%)	13.57	25.24	22.49	19.69
成本	24345.23	30454.72	37291.75	44465.05
毛利	4287.39	5405.69	6635.11	8111.63
毛利率 (%)	14.97	15.07	15.10	15.43

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

综上，我们预计2021-2023年营业收入分别为358.28/439.50/524.41亿元，分别同比增长25.1%/22.7%/19.3%；归母净利润分别为14.49/19.70/25.84亿元，分别同比增长26.4%/36.0%/31.2%；预计2021-23年公司EPS分别为0.54元/股、0.74元/股、0.97元/股。

可比公司估值：航发动力在国内高端防务装备领域的垄断性地位与其他主机厂接近，如中航沈飞、中航西飞、洪都航空等。但我们认为航发动力合理估值应相对更高，主要原因如下（1）航发动力相关产品供应国内几乎所有高端防务装备发动机型号，其垄断性及稀缺性相对更高；（2）航空发动机一般被认为是“工业上的明珠”，其技术难度不亚于整机，因此从技术壁垒角度航发动力估值溢价应该相对更为突出；（3）相比于较大多数航空细分赛道，航空发动机的维修、更换、备份比例及频次更高，从长期看其现金流的稳定性及持续积累的特征，也有利于增加其估值溢价；（4）此外，从潜在的国产替代及民用市场规模看，航空发动机的长期想象空间相对更大。同时，在主要主机厂，中航沈飞、洪都航空以及公司半年报确认的大额合同负债下，有望提升市场对于军工中短期业绩增长高景气度的预期，存在估值切换，综上，我们认为适合给予公司22年100倍的PE估值，对应合理价值73.92元/股，维持“增持”评级。

表2：航发动力可比公司估值（市值选取2021/08/31收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE 估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中航沈飞	600760.SH	大中型飞机等	1,609	1,480	1,797	2,237	74	90	72
中航西飞	000768.SZ	大中型飞机等	837	777	1,007	1,263	131	83	66
洪都航空	600316.SH	教练机等	348	133	234	391	308	149	89

数据来源：wind，广发证券发展研究中心（上述可比公司盈利预测均为wind一致预测）

三、风险提示

（一）疫情发展超出预期

军工上市企业生产地较为集中，同时多数公司重资产属性特征明显、且所需人力成本较高，疫情反复对相关企业影响较大。

（二）重点装备列装需求及交付不及预期

军工行业买方具有唯一性特征，且越往下游军工企业的垄断性越为明显，部分规模较小企业或配套装备型号较为单一，若此类型号生产及需求计划发生改变，则对相关客户需求单一的企业影响较大。

（三）重大行业政策调整的风险

军工行业属于典型的To G行业，考虑生产计划的保密性、战略性等，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整（如影响较大的定价政策、采购政策）等，则易对板块产生一定系统性冲击。

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	38,188	38,448	47,573	57,595	67,256
货币资金	8,235	8,089	10,368	13,184	15,590
应收及预付	11,145	11,440	13,657	16,588	19,737
存货	18,544	18,744	23,332	27,586	31,674
其他流动资产	263	175	216	237	255
非流动资产	24,927	25,904	26,970	27,715	28,311
长期股权投资	1,478	1,757	1,757	1,757	1,757
固定资产	16,497	17,083	18,143	18,932	19,601
在建工程	2,956	2,967	2,998	3,022	3,049
无形资产	2,100	2,136	2,104	2,028	1,920
其他长期资产	1,896	1,961	1,967	1,976	1,984
资产总计	63,115	64,352	74,543	85,310	95,567
流动负债	26,825	27,574	35,385	43,232	49,937
短期借款	2,787	2,090	3,732	5,455	6,071
应付及预收	17,863	18,222	22,498	26,564	30,456
其他流动负债	6,175	7,262	9,155	11,213	13,411
非流动负债	-255	-723	-723	-723	-723
长期借款	230	799	799	799	799
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	-486	-1,522	-1,522	-1,522	-1,522
负债合计	26,570	26,851	34,662	42,510	49,214
股本	2,250	2,666	2,666	2,666	2,666
资本公积	20,706	26,886	26,886	26,886	26,886
留存收益	5,990	6,812	9,160	12,037	15,536
归属母公司股东权益	28,690	36,100	38,449	41,326	44,825
少数股东权益	7,855	1,401	1,432	1,474	1,528
负债和股东权益	63,115	64,352	74,543	85,310	95,567

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25,210	28,633	35,828	43,950	52,441
营业成本	21,004	24,345	30,414	37,292	44,465
营业税金及附加	80	63	100	117	138
销售费用	327	303	399	495	583
管理费用	1,881	1,676	2,332	2,817	3,330
研发费用	420	447	896	923	923
财务费用	421	307	179	251	296
资产减值损失	-106	-371	-116	-108	-102
公允价值变动收益	139	38	0	0	0
投资净收益	83	113	156	178	217
营业利润	1,348	1,390	1,794	2,438	3,195
营业外收支	-2	20	0	0	0
利润总额	1,346	1,410	1,794	2,438	3,195
所得税	237	244	313	425	557
净利润	1,109	1,166	1,480	2,013	2,638
少数股东损益	31	20	31	42	54
归属母公司净利润	1,077	1,146	1,449	1,970	2,584
EBITDA	2,993	3,351	3,296	4,125	5,019
EPS (元)	0.48	0.43	0.54	0.74	0.97

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,094	3,609	2,471	2,864	3,616
净利润	1,109	1,166	1,480	2,013	2,638
折旧摊销	1,493	1,552	1,611	1,819	2,016
营运资金变动	2,087	198	-793	-1,189	-1,269
其它	405	693	173	222	230
投资活动现金流	-2,345	-2,669	-1,609	-1,461	-1,458
资本支出	-2,446	-2,583	-1,765	-1,639	-1,675
投资变动	77	89	0	0	0
其他	24	-176	156	178	217
筹资活动现金流	924	-1,071	1,416	1,414	248
银行借款	18,410	13,831	1,642	1,723	616
股权融资	5,500	311	0	0	0
其他	-22,985	-15,214	-225	-310	-368
现金净增加额	3,687	-174	2,279	2,816	2,405
期初现金余额	4,514	8,201	8,089	10,368	13,184
期末现金余额	8,201	8,027	10,368	13,184	15,590

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	9.1%	13.6%	25.1%	22.7%	19.3%
营业利润增长	8.9%	3.1%	29.0%	35.9%	31.1%
归母净利润增长	1.3%	6.4%	26.4%	36.0%	31.2%
获利能力					
毛利率	16.7%	15.0%	15.1%	15.2%	15.2%
净利率	4.4%	4.1%	4.1%	4.6%	5.0%
ROE	3.8%	3.2%	3.8%	4.8%	5.8%
ROIC	3.1%	3.7%	3.1%	3.9%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	42.1%	41.7%	46.5%	49.8%	51.5%
净负债比率	72.7%	71.6%	86.9%	99.3%	106.2%
流动比率	1.42	1.39	1.34	1.33	1.35
速动比率	0.71	0.70	0.67	0.68	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.44	0.48	0.52	0.55
应收账款周转率	2.69	3.50	3.54	3.58	3.61
存货周转率	1.36	1.53	1.54	1.59	1.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.48	0.43	0.54	0.74	0.97
每股经营现金流	2.26	1.35	0.93	1.07	1.36
每股净资产	12.75	13.54	14.42	15.50	16.82
估值比率					
P/E	45.27	138.05	116.16	85.41	65.12
P/B	1.70	4.38	4.38	4.07	3.75
EV/EBITDA	14.56	45.66	49.29	39.12	31.79

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：研究助理，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。