

航发动力 (600893)

报告日期: 2021年8月29日

点评报告

行业公司研究——航空航天装备一

证券研究报告

# 合同负债大幅增长 853%；航空发动机龙头业绩拐点向上

——航发动力中报点评

## 投资要点

### □ 21H1 营收同比增长 9.68%，扣非归母净利润同比增长 25.63%

1) 21H1 公司实现营收 100.8 亿 (+9.68%)，归母净利润 4.61 亿 (+12.94%)，扣非归母净利润 3.86 亿元 (+25.63%)。非经常性损益较去年同期减少的主要原因为：公司所持贵州银行股权价值波动。

2) 单二季度：公司实现营收 63 亿 (+10.5%)，归母净利润 4.3 亿 (+32.5%)，达到历史最好水平。

3) 几大主机厂中：母公司（西航）营收 33.5 亿 (+23.9%)；黎明营收 49.0 亿 (+8.18%)；南方营收 28.8 亿 (+17.8%)；黎阳营收 12.2 亿 (+22.6%)。

### □ 经营性现金流净额大幅转正达到 130 亿，资产负债端显示公司订单饱满

1) 本期公司经营性现金流净额大幅改善，由去年同期的-52.6 亿大幅转正至 130 亿：其中销售商品/提供劳务收到的现金为 288 亿 (+447%)，主要是收到客户预付款增加；购买商品/接受劳务支付的现金为 128 亿 (+52%)。

2) 资产负债端显示公司订单饱满：本期末合同负债 248 亿 (+853%)、预付账款 28.5 亿 (+393%)，存货 258 亿 (+16.2%)。

### □ 利润率稳中有升，受益“小核心大协作”战略后续确定性向上

1) 21H1 公司毛利率为 17.53%，同比增长 0.57 个百分点；净利率为 4.81%，同比增长 0.2 个百分点。销售费用 1.52 亿 (+5.52%)、管理费用 7.94 亿 (+1.74%)、财务费用 0.29 亿 (-60%)、研发费用 2.98 亿 (+148%)。三费合计费用率略有下降，研发投入增加。

2) 航发集团推行“小核心大协作”战略，中游加工制造业务社会化转移比例或逐步上升，结合定价改革/可能的股权激励等，公司盈利能力确定性向上。

### □ 航空发动机产业未来 15 年复合增速 15%，公司将显著受益

1) 航空发动机迎来黄金发展期，未来 15 年复合增速超 15%。公司产品谱系齐全、涵盖我国几乎所有主力军发型号，在民机发动机配套中占据核心位置。

### □ 盈利预测及估值：预计未来 3 年业绩复合增速超 25%

1) 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%，复合增速超 25%，PE 为 112/89/68 倍，PS 为 4.8/3.9/3.2 倍。公司作为航发整机/维保双龙头，考虑其战略地位和稀缺性，给予持续推荐。

□ **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	146	113	91	73
ROE	3.1%	3.9%	4.7%	5.7%
PS	5.8	4.8	4.0	3.3

## 评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥62.80

## 分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

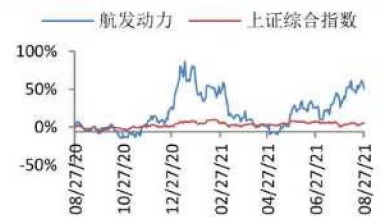
电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

## 联系人：吴帆

电话：15618114575

邮箱：wufan@stocke.com.cn



## 相关报告

1 《【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

2 《【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

3 《【航发动力】117 亿现金管理或源于订单预收款；营收趋势向上【浙商国防】》 2021.06.09

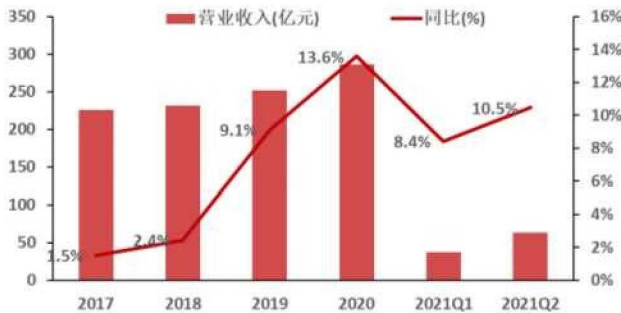
4 《【航发动力】一季报点评报告：Q1 指示意义不大，中长期仍将高速增长【浙商国防】》 2021.04.30

## 1. 21H1 营收同比增长 9.68%，扣非净利同比增长 25.6%

**中报业绩：**21H1 公司实现营收 100.8 亿 (+9.68%)，归母净利润 4.61 亿 (+12.94%)，扣非归母净利润 3.86 亿元 (+25.63%)。非经常性损益较去年同期减少的主要原因为：公司所持贵州银行股权价值波动。

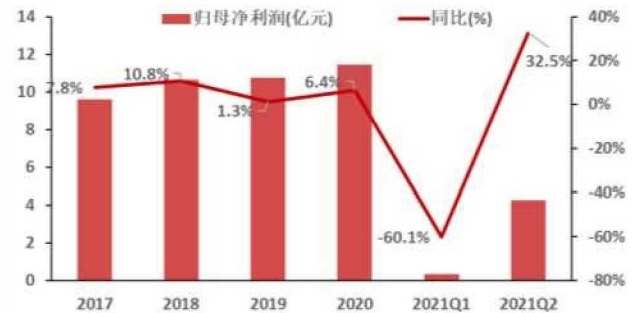
单季度来看，21Q2 公司实现营收 63 亿 (+10.5%)，归母净利润 4.3 亿 (+32.5%)，达到历史最好水平。

图 1：21 Q2 公司营收 63 亿元，同比+10.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：21 Q2 公司归母净利 4.3 亿元，同比+32.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**盈利能力：**21H1 公司毛利率为 17.53%，同比增长 0.57 个百分点；净利率为 4.81%，同比增长 0.2 个百分点。单看二季度，公司销售毛利率 18.8%，同比增长 2.1 个百分点，环比增长 3.5 个百分点；二季度净利率 6.9%，同比增长 1.21 个百分点，环比增长 5.69 个百分点。公司有望迎来利润率拐点。

21H1 销售费用 1.52 亿 (+5.52%)、管理费用 7.94 亿 (+1.74%)、财务费用 0.29 亿 (-60%)、研发费用 2.98 亿 (+148%)。三费费用率合计 9.7%略有下降，研发投入显著增加。

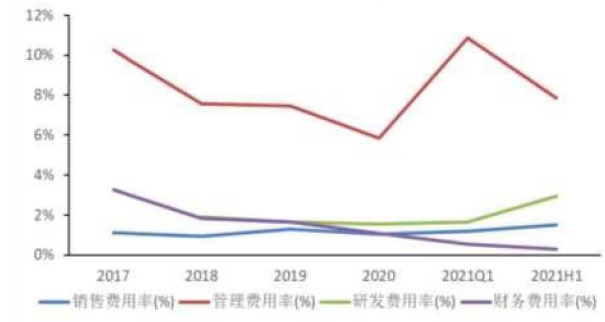
航发集团推行“小核心大协作”战略，中游加工制造业务社会化转移比例或逐步上升，结合定价改革/可能的股权激励等，公司后续盈利能力确定性向上。

图 3：21H1 公司净利率为 4.8%，同比增长 0.2 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：21 H1 三费费用率合计 9.7%略有下降



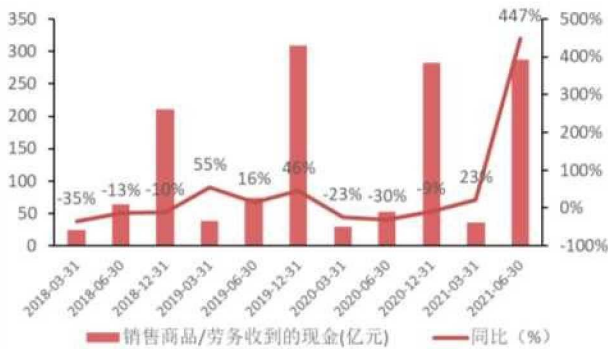
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 经营性现金流大幅增加，资产负债端显示公司订单饱满

**经营性现金流入大幅增加：**本期公司销售商品/提供劳务收到的现金为 288 亿 (+447%)，主要是收到客户预付款增加，公司下游客户付款情况大幅优化；购买商品/接

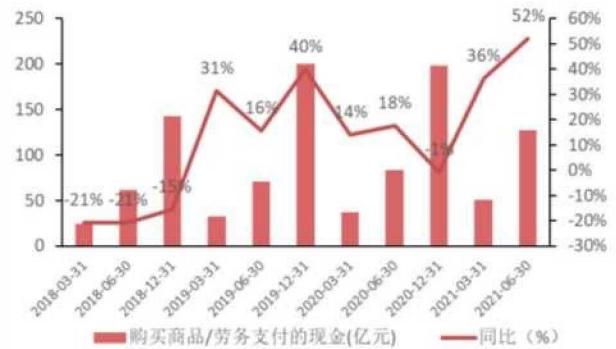
受劳务支付的现金为 128 亿(+52%)。经营性现金流净额大幅改善,由去年同期的-52.6 亿大幅转正至 130 亿。

图 5: 21H1 销售商品/劳务收到的现金同比增加 447%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 21H1 购买商品/劳务支付的现金同比增加 52%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资产负债端显示公司订单饱满: 本期末公司合同负债 248 亿(+853%)、预付账款 28.5 亿(+393%), 存货 258 亿(+16.2%)。显示公司后续订单饱满, 产销规模有望快速提升。

图 7: 21H1 合同负债同比增加 853%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 21H1 预付账款同比增加 393%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3. 重点推荐公司盈利预测及估值

表 1: 重点推荐公司盈利预测及估值

简称	总市值 (亿元)	EPS			PE			PS	PB	ROE (摊薄)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E MRQ		
中航西飞	830	0.35	0.43	0.54	86	70	56	2.1	5.2	5.1%
中航沈飞	1498	0.89	1.12	1.40	86	68	54	4.5	12.7	14.6%
洪都航空	302	0.30	0.55	0.87	141	77	48	3.5	5.7	2.6%
<b>平均值</b>	<b>877</b>				<b>104</b>	<b>71</b>	<b>53</b>	<b>3.3</b>	<b>7.9</b>	<b>7.4%</b>
<b>航发动力</b>	<b>1674</b>	<b>0.56</b>	<b>0.69</b>	<b>0.87</b>	<b>113</b>	<b>91</b>	<b>73</b>	<b>4.8</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2%</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	38448	46344	55596	65815	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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	<b>利润总额</b>	1410	1838	2276	2854
其他	1961	2160	2311	2471	所得税	244	323	398	498
<b>资产总计</b>	64352	72598	81840	91915	<b>净利润</b>	1166	1516	1878	2356
<b>流动负债</b>	27574	35701	42766	51667	少数股东损益	20	32	42	48
短期借款	2090	4544	5496	8516	<b>归属母公司净利润</b>	1146	1483	1836	2309
应付款项	18222	20277	24220	28433	<b>EBITDA</b>	2993	3183	3769	4500
预收账款	0	2089	2428	1976	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.43	0.56	0.69	0.87
其他	7262	8791	10621	12743	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	(723)	(1613)	(674)	(1003)		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	799	799	799	799	<b>成长能力</b>				
其他	(1522)	(2412)	(1473)	(1802)	营业收入	14%	21%	21%	19%
<b>负债合计</b>	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	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	146	113	91	73
					P/B	4.6	4.5	4.4	4.2
					EV/EBITDA	51	51	43	36

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“本公司”）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>