

航发动力 (600893)

第三季度业绩同比增长 43%; 航空发动机龙头加速成长

——航发动力季报点评

点评报告

行业公司研究——航空航天装备一

证券研究报告

投资要点

□ 2021Q3 单季度营收同比增长 31.6%，归母净利润同比增长 42.9%

1) 2021Q3 单季度公司实现营收 83 亿 (+31.6%)，归母净利润 3.2 亿 (+42.9%)，扣非归母净利润 2.8 亿 (+26.1%)。

2) 2021 年前三季度，公司合计实现营收 183 亿 (+18.6%)，归母净利润 7.8 亿 (+23.6%)，扣非归母净利润 6.7 亿 (+25.8%)。前三季度合计营收、利润增速与近年来的全年增速相比达到历史新高。

□ 2021Q3 单季度毛利率同比下降 3.3 个百分点，净利率基本保持稳定

1) 2021Q3 单季度公司毛利率为 10.7%，同比下降 3.3 个百分点，前三季度合计毛利率 14.4%，同比下降 1.32 个百分点。毛利率的下降可能与产品转型、新型号占比提升、高毛利老型号占比下降有关，后续随着新型号状态的稳定，毛利率将有望随之修复。

2) 部分得益于期间费用率的下降，公司 2021Q3 单季度净利率 4.1%、前三季度合计净利率 4.5%，与去年同期的 3.8%/4.3% 相比基本保持稳定。公司期间费用中财务费用转为财务收益，或受益于大额预付款下公司财务状况的优化。

□ 资产负债端持续显示公司在手订单饱满

1) 2021 年第三季度公司部分产品交付，期末公司合同负债 230 亿较 2021 年第二季度末下降 7%，但依然维持在历史高位，显示公司在手订单饱满。

2) 2021 年第三季度末公司预付账款 29.9 亿，较 2021 年第二季度末上升 4.9%。公司持续加大采购、组织生产。

□ 航空发动机产业未来 15 年复合增速 15%，前期军机放量，后期民机接力

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，受益于“新机列装”及“维修换发频率提升”，未来增长空间大、确定性强。

□ 盈利预测及估值：预计未来 3 年业绩复合增速超 29%

1) 预计 2021-2023 年公司归母净利润为 14.9/18.8/24.7 亿元，同比增长 30%/26%/31%，复合增速超 29%，PE 为 102/81/61 倍，PS 为 4.4/3.6/2.9 倍。公司作为航发整机/维保双龙头，考虑其未来增长空间及确定性，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	34613	42608	53126
(+/-)	14%	21%	23%	25%
净利润	1146	1490	1880	2472
(+/-)	6%	30%	26%	31%
每股收益(元)	0.43	0.56	0.71	0.93
P/E	133	102	81	61
ROE	3.1%	3.9%	4.8%	6.1%
PS	5.3	4.4	3.6	2.9

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 56.98

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

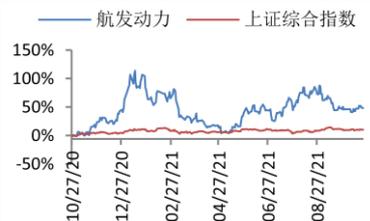
电话: 18610723118

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

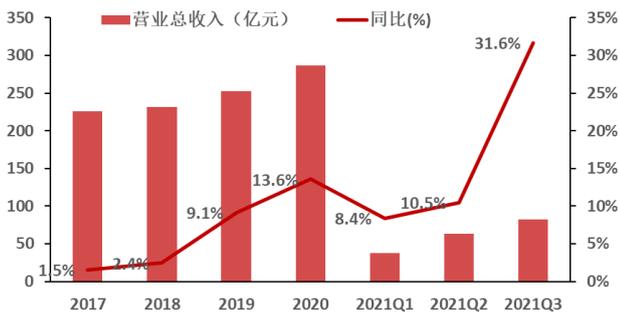
5 《【航发动力】中报点评：合同负债大幅增长 853%；航空发动机龙头业绩拐点向上》 2021.08.29

## 1. 第三季度营收同比增长 31.6%，归母净利润同比增长 42.9%

**中报业绩:** 2021Q3 单季度公司实现营收 83 亿(+31.6%), 归母净利润 3.2 亿(+42.9%), 扣非归母净利润 2.8 亿(+26.1%)。

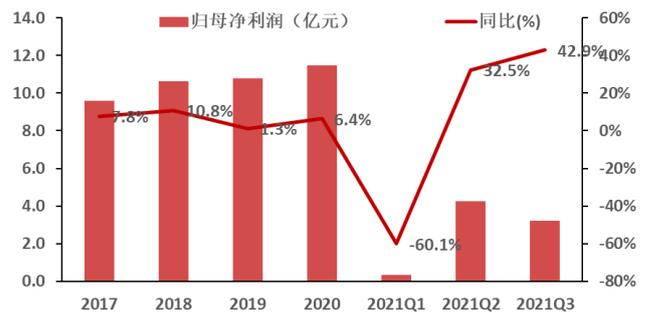
2021 年前三季度, 公司实现营收 183 亿(+18.6%), 归母净利润 7.8 亿(+23.6%), 扣非归母净利润 6.7 亿(+25.8%)。前三季度营收、利润整体增速与 2017~2020 全年增速相比达历史新高。

图 1: 2021 Q3 单季度公司营收 83 亿元, 同比+31.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2021 Q3 单季度公司归母净利 3.2 亿元, 同比+42.9%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**盈利能力:** 2021Q3 单季度公司毛利率为 10.7%，同比下降 3.3 个百分点，可能与产品转型、新型号占比提升、高毛利老型号占比下降有关，后续随着新型号状态的稳定，毛利率将有望随之修复；净利率为 4.1%，同比上升 0.36 个百分点。

2021 年前三季度, 公司毛利率 14.4%，同比下降 1.32 个百分点；净利率 4.5%，与 2020 年前三季度的 4.3% 基本持平，部分受益于期间费用率的下降。

**期间费用率:** 2021Q3 单季销售费用 0.79 亿、销售费用率 1%；管理费用 4.05 亿、管理费用率 4.9%；财务费用 -0.16 亿、财务费用率 -0.2%；财务费用转为财务收益，或受益于大额预付款下公司财务状况的优化。2021Q3 单季期间费用率合计 5.7%，较之 21Q1 单季度的 12.6%、21Q2 单季度的 7.9% 显著下降。2021 年前三季度合计期间费用率 10.3%，与历史水平相当。

图 3: 2021Q3 单季净利率为 4.1%，同比增长 0.36 个百分点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 2021Q3 单季期间费用率 5.7%，较 21Q1/Q2 显著下降



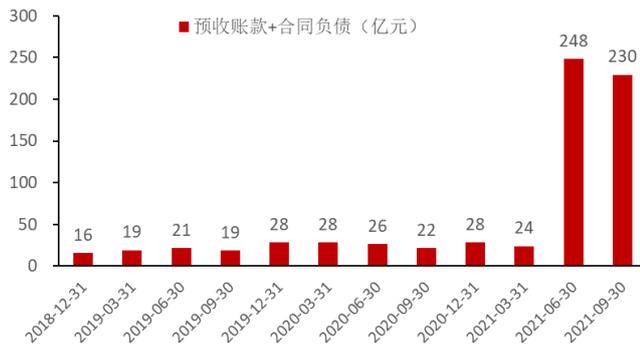
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2. 资产负债端持续显示公司在手订单饱满

2021年第三季度内公司部分产品交付,期末公司合同负债230亿较2021年第二季度末下降7%,但依然维持在高位,显示公司在手订单饱满。

2021年第三季度末公司预付账款29.9亿,较2021年第二季度末上升4.9%。公司在持续加大采购、组织生产。

图 5: 2021Q3 期末合同负债 230 亿, 较 2021H1 期末下降 7%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 2021Q3 期末预付账款 29.9 亿, 较 2021H1 期末上升 5%



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	823	0.35	0.44	0.55	86	68	54	2.1	5.2	5.1%
中航沈飞	1411	1.00	1.30	1.66	72	55	43	4.1	12.7	14.6%
洪都航空	269	0.33	0.54	0.80	113	70	47	3.0	5.7	2.6%
<b>平均值</b>	<b>834</b>				<b>90</b>	<b>64</b>	<b>48</b>	<b>3.1</b>	<b>7.9</b>	<b>7.4%</b>
<b>航发动力</b>	<b>1519</b>	<b>0.56</b>	<b>0.71</b>	<b>0.93</b>	<b>102</b>	<b>80</b>	<b>61</b>	<b>4.4</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	46330	56168	68866	<b>营业收入</b>	28633	34613	42608	53126
现金	8089	9800	11760	13524	营业成本	24345	29373	36069	44863
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	63	76	93	116
应收账款	10937	13139	15286	18617	营业费用	303	381	469	584
其它应收款	106	212	228	269	管理费用	1676	2181	2599	3081
预付账款	503	783	848	1059	研发费用	447	540	639	797
存货	18744	22302	27956	35313	财务费用	307	148	207	290
其他	68	95	90	84	资产减值损失	471	395	510	666
<b>非流动资产</b>	25904	26254	26244	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	1814	2314	3033
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	1847	2331	3057
其他	1961	2160	2311	2472	所得税	244	324	408	533
<b>资产总计</b>	64352	72584	82411	94968	<b>净利润</b>	1166	1522	1923	2523
<b>流动负债</b>	27574	35680	43285	54500	少数股东损益	20	32	43	51
短期借款	2090	4535	5557	8990	<b>归属母公司净利润</b>	1146	1490	1880	2472
应付款项	18222	20267	24527	30058	<b>EBITDA</b>	2993	3191	3825	4716
预收账款	0	2088	2461	2091	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.43	0.56	0.71	0.93
其他	7262	8789	10740	13361	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	(723)	(1613)	(674)	(1003)		2020	2021E	2022E	2023E
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%	23%	25%
<b>负债合计</b>	26851	34067	42611	53497	营业利润	3%	30%	28%	31%
少数股东权益	1401	1433	1476	1527	归属母公司净利润	6%	30%	26%	31%
归属母公司股东权益	36100	37084	38324	39944	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	64352	72584	82411	94968	毛利率	15%	15%	15%	16%
					净利率	4.1%	4.4%	4.5%	4.7%
					ROE	3.1%	3.9%	4.8%	6.1%
					ROIC	3.2%	4.0%	4.8%	5.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42%	47%	52%	56%
					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	3.6	3.6
					应付帐款周转率	3.0	3.2	3.3	3.4
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.43	0.56	0.71	0.93
					每股经营现金	1.4	0.4	1.1	0.2
					每股净资产	13.5	13.9	14.4	15.0
					<b>估值比率</b>				
					P/E	133	102	81	61
					P/B	4.2	4.1	4.0	3.8
					EV/EBITDA	51	46	38	31

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“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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区太平金融中心 33 层

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>