



2021Q3 业绩提速, 提质增效成效显著

中航证券研究所

分析师: 张 超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 方晓明

证券执业证书号: S0640120120034

电话: 010-59562519

邮箱: fangxm@avicsec.com

行业分类: 国防军工

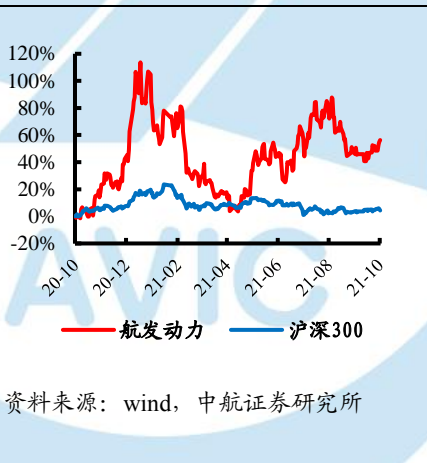
2021 年 10 月 28 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.10.27)	56.98 元
目标价格	70.00 元

基础数据 (2021.10.27)

上证指数	3562.31
总股本 (亿股)	26.66
流通 A 股 (亿股)	23.29
资产负债率 (2021Q3)	57.23%
ROE (摊薄) (2021Q3)	2.14%
PE (TTM)	118
PB (LF)	4.17

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 10 月 28 日公告, 2021 年前三季度营业收入 183.43 亿元 (+18.59%), 归母净利润 7.83 亿元 (+23.58%), 扣非归母净利润 6.67 亿元 (+25.82%), 毛利率 14.44% (-1.32pcts), 净利率 4.49% (+0.23pcts)。

➤ **投资要点:**

● **Q3 业绩增长提速; 提质增效成效显著**

2021 年前三季度 83.43 亿元 (+18.59%), 归母净利润 7.83 亿元 (+23.58%), 扣非归母净利润 6.67 亿元 (+25.82%), 保持稳健增长, 增速符合全年预期。毛利率 14.44% (-1.32pcts), 毛利率小幅下滑; 净利率 4.49% (+0.23pcts), 净利率小幅提升。Q3 营业收入 82.59 亿元, 同比+31.64%; 归母净利润 3.22 亿元, 同比+42.91%; 扣非归母净利润 2.81 亿元, 同比+26.08%, 业绩增长提速, 公司产品交付进度加快。

期间费用率下降, 提质增效效果显著。报告期内, 公司期间费用 18.06 亿元, 期间费用率为 9.85% (-1.37pcts), 下降明显。其中变化较大的为研发费用 3.63 亿元 (+80.99%), 增加 1.62 亿元, 研发投入持续增加, 将有助于公司实力进一步增强; 财务费用 0.13 亿元 (-91.97%), 减少 1.48 亿元。

2021 年 4 月 30 日, 公司公告拟利用自有闲置资金进行现金管理, 最高额度不超过人民币 200 亿元, 在额度内的资金可以循环滚动使用。公司于 6 月 9 日、7 月 16 日、8 月 17 日、10 月 21 日分别公告使用 117 亿元、46 亿元、42 亿元、40 亿元闲置资金进行现金管理。大额现金管理体现了公司目前充裕的现金流, 将有助于公司财务费用进一步降低, 增加公司收益。

● **存货及应付账款规模创新高, 或表明公司生产提速, 为业绩增长蓄能**

报告期末, 公司存货 264.57 亿元, 较期初增长 41.24%, 规模创历史新高, 公司订单增加、产品投入增加; 应付账款 162.92 亿元, 较期初增长 90.51%, 规模持续扩大, 公司生产任务量增加, 采购原材料和配套产品增加, 或表明公司生产提速, 为业绩增长蓄能。

报告期内, 公司经营性净现金流 87.60 亿元, 去年同期为-91.67 亿元, 主要为客户预付款增加所致。客户大额预付款到账将有望推动以公司为龙头的航空发动机产业链协同能力加强, 效率提升。

● **国内唯一全谱系军用航空发动机研制生产企业, 航发旗下航空动力整体唯一上市平台**

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

公司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。在国际上，公司是能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。公司具备涵盖产品全寿命周期的设计、制造、总装、试车整套技术和发动机综合服务保障能力；具备一、二、三代航空发动机及燃气轮机的总装试车能力以及四、五代机试制能力。公司持续投入研发，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。

➤ **投资建议：**

1. 2021 年前三季度，公司营业收入 183.43 亿元，同比增长 18.59%，归母净利润 7.83 亿元，同比增长 23.58%，扣非归母净利润 6.67 亿元，同比增长 25.82%；Q3 营业收入 82.59 亿元，同比+31.64%；归母净利润 3.22 亿元，同比+42.91%；扣非归母净利润 2.81 亿元，同比+26.08%，业绩增长提速。

2. 报告期末，公司存货 264.57 亿元；应付账款 162.92 亿元，规模均创新高，生产任务量增加，采购原材料及配套产品随之增加，或表明公司生产提速，为业绩增长蓄能。

3. 未来几年我国军用飞机从需求层次和数量上将会显著增加，航空发动机行业迎来发展机遇。公司是国内唯一全谱系军用航空发动机研制生产企业，航发旗下航空动力整体唯一上市平台公司，将优先深度受益。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 327.66 亿元、379.43 亿元和 441.26 亿元，归母净利润分别为 15.12 亿元、18.65 亿元及 23.85 亿元，EPS 分别为 0.57 元、0.70 元、0.89 元，我们维持买入评级，目标价 70.00 元。

风险提示： 产品结构调整不及预期；疫情持续影响国际合作业务等。

➤ **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	25210.50	28632.62	32766.15	37943.15	44125.60
增长率	9.13%	13.57%	14.44%	15.80%	16.29%
归属母公司股东净利润	1077.41	1145.99	1511.99	1864.53	2384.94
增长率	1.27%	6.37%	31.94%	23.32%	27.91%
每股收益 (EPS)	0.48	0.43	0.57	0.70	0.89

数据来源：WIND，中航证券研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	28632.62	32766.15	37943.15	44125.60
减: 营业成本	24345.23	27589.16	31760.69	36930.86
营业税金及附加	62.78	91.82	100.94	116.03
销售费用	302.68	365.36	427.20	490.15
管理费用	2123.03	2555.76	2883.68	3221.17
财务费用	307.43	363.79	546.55	507.51
资产减值损失	-371.12	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	113.24	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	38.00	65.33	68.50	62.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1389.99	1870.60	2296.59	2925.24
加: 其他非经营损益	19.75	-38.40	-38.29	-37.04
利润总额	1409.74	1832.20	2258.31	2888.20
减: 所得税	243.66	320.21	393.78	503.26
净利润	1166.08	1511.99	1864.53	2384.94
减: 少数股东损益	20.09	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1145.99	1511.99	1864.53	2384.94
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8089.38	8191.54	9485.79	11031.40
应收和预付款项	11546.20	15842.09	18702.44	21903.80
存货	18744.35	22286.37	25734.44	29658.28
其他流动资产	68.45	78.37	90.74	105.53
长期股权投资	1757.29	1757.29	1757.29	1757.29
投资性房地产	44.57	45.61	45.35	45.31
固定资产和在建工程	20050.14	17079.97	13974.08	10840.67
无形资产和开发支出	2357.82	2277.06	2196.31	2115.55
其他非流动资产	1694.15	1703.49	1712.13	1720.05
资产总计	64352.33	69261.80	73698.56	79177.88
短期借款	2089.85	11404.01	9224.81	9789.75
应付和预收款项	18684.56	13154.90	17918.27	19976.88
长期借款	799.32	799.32	799.32	799.32
其他负债	5277.76	4972.44	5415.15	6446.65
负债合计	26851.49	30330.66	33357.55	37012.60
股本	2665.59	2665.59	2665.59	2665.59
资本公积	26885.84	26885.84	26885.84	26885.84
留存收益	6811.67	7979.06	9388.93	11213.20
归属母公司股东权益	36100.18	37530.49	38940.36	40764.63
少数股东权益	1400.66	1400.66	1400.66	1400.66
股东权益合计	37500.84	38931.14	40341.02	42165.29
负债和股东权益合计	64352.33	69261.80	73698.56	79177.88
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	3608.61	-8840.61	4396.89	1978.45
投资活动现金流净额	-2669.25	54.29	57.76	50.40
筹资活动现金流净额	-1071.47	8888.48	-3160.40	-483.24
现金流量净额	-174.38	102.16	1294.25	1545.61

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。