

**证券研究报告—动态报告**

国防军工

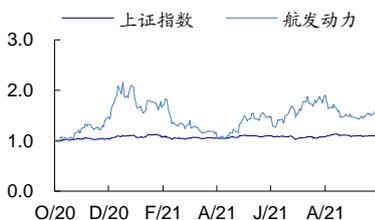
航空军工

**航发动力 (600893)**
**买入**

2021 年三季报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 28 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,666/2,329
总市值/流通(百万元)	151,886/132,708
上证综指/深圳成指	3,562/14,394
12 个月最高/最低(元)	80.76/34.50

**相关研究报告:**

《航发动力-600893-2021 年半年报点评: 21Q2 净利率达 6.9%, 合同负债 248 亿, 业绩拐点已现》——2021-08-29

《航发动力-600893-重大事件快评: 航发供应能力建设提升, 业绩有望进入拐点》——2021-08-09

《航发动力-600893-2017 年 3 季报点评: 业绩高增长, 军用航发进入加速发展期》——2017-10-31

《航发动力-600893-重大事件快评: 非公开发行募资进展顺利, 开启增长新征程》——2017-09-21

《航发动力-600893-2017 年半年报点评: 利润大幅增加, 成长有望迎来双拐点》——2017-08-29

**证券分析师: 花超**

电话:  
E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

**联系人: 梁后权**

电话:  
E-MAIL: lianghouquan@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**21Q3 营收快速提升, 航发交付开始起量**

● **三季度营收增速 32%, 归母净利润增速 43%, 营收规模快速提升**  
 前三季度实现营收 183.43 亿元 (+18.59%), 归母净利 7.83 亿元 (+23.58%)。单三季度, 公司实现营收 82.59 亿元 (+31.64%), 归母净利润 3.22 亿元 (+42.91%)。公司三季度营收环比增长 30.24%, 归母净利润下降 24.67%, 主要原因为当季毛利率 10.66%, 环比下降 8.17pcts。从历史数据看, 公司三季度毛利率均为各年低谷, 可能是三季度科研型号交付占比较高, 新产品毛利率尚处于提升阶段等原因。展望 21Q4, 预计批产型号将集中大量交付, 营业收入环比有望大幅提升 (16-20 年内 Q4 环比增速为 70-210%), 同时由于批产型号技术成熟度较高, 毛利率水平有望回升, 带动全年利润增长。此外, 航发动力公告对航空工业 (可认为是飞机主机厂) 的销售产品预计金额上调至 152 亿 (年初预计是 142 亿), 有力反映航发的需求及交付在加速。我们此前观点, 我国航发滞后于飞机, 现在营收拐点已经出现。

**● 军用航发主机厂集成平台, 享受航发赛道高景气**

公司是我国军用航发主机厂集成平台, 是我国军用航发型号最多、交付数量最大、在研型号最新的单位。公司主制的三代航发 WS10 已实现大批量交付, 成为歼 10、歼 16、歼 20 等主力战机配发; WZ9 及 WJ6 系列已大规模装备直 10 等主力直升机及运 8、运 9、AG600、空警 500 等运输机和特种飞机。WS15、WS20、WZ10 等新研航发进展顺利, 公司有望具备全谱系航发产品系列, 形成在研-在役良性业务轮动。我国主要军用航发 80% 以上的型号由航发动力主制, 几乎包含所有主力型号。十四五期间, 国家军机换代升级及规模上量势不可挡。航空发动机作为军机最重要的高值消耗品, 有望随着军机持续放量而享受高景气红利。航发动力作为军用航发主机厂主集成平台, 有望成为这一进程的最大赢家。

**● 投资建议:**

航发动力是国内唯一全谱系军用航空发动机的企业, 为我国主力军机提供动力配套及维护。伴随飞机的顺利交付同步加快, 奠定了公司近两年业绩增量。同时, 航空发动机使用消耗属性伴随着飞机平台存量基数的快速上升, 需要周转和补充的发动机数量增长将更为快速, 其长期增长势头将更为强劲。由于公司新研型号较多, 影响盈利实现, 故调低盈利预测, 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 15.3/20.9/27.6 亿元 (原预测为 17.2/23/29.7), 同比增速 33.1/37.1/31.8%, 当前股价对应 PE=100/73/55x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 军机放量需求不及预期、新型号研制进展缓慢**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,210	28,633	34,245	41,265	49,435
(+/-%)	9.1%	13.6%	19.6%	20.5%	19.8%
净利润(百万元)	1077	1146	1525.71	2092.04	2756.75
(+/-%)	1.3%	6.4%	33.1%	37.1%	31.8%
每股收益(元)	0.48	0.43	0.57	0.78	1.03
EBIT Margin	7.6%	7.8%	4.8%	5.8%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	3.8%	3.2%	4.1%	5.5%	6.8%
市盈率 (PE)	119.0	132.5	99.6	72.6	55.1
EV/EBITDA	45.5	47.1	44.9	35.6	30.2
市净率 (PB)	4.47	4.21	4.10	3.96	3.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

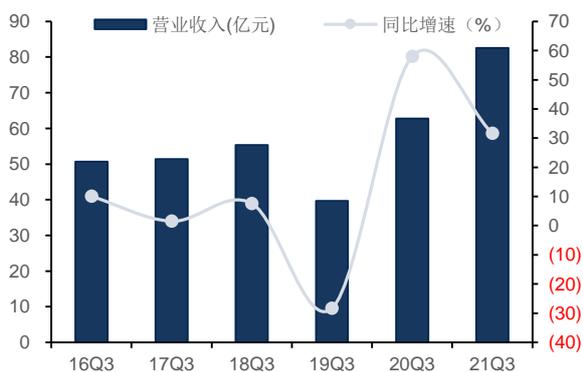
### 三季度营收增速 32%，归母净利润增速 43%，营收规模快速提升

公司前三季度实现营收 183.43 亿元 (+18.59%)，实现归母净利润 7.83 亿元 (+23.58)，扣非归母净利润 6.67 亿元 (+25.82%)。单三季度来看，公司实现营收 82.59 亿元 (+31.64%)，实现归母净利润 3.22 亿元 (+42.91%)，扣非归母净利润 2.81 亿元 (+26.08%)。公司三季度营收环比增长 30.24%，归母净利下降 24.67%，盈利与营收反向变动，主要原因为当季公司毛利率 10.66%，环比大幅下降 8.17pcts，为近三年最低水平。

从历史数据看，公司三季度毛利率均为各年低谷，主要原因可能为航发动力主要航发及衍生品分为科研及批产型，由于中国航发集团下属各设计所及商发、燃机等主机厂制造产能有限，主要将科研型号发动机单元体及以下零部件交由航发动力各主机厂承制，一般三季度集中交付，以保障设计所及主机厂四季度整机装配试验任务。由于三季度科研型号交付占比较大，科研型号技术成熟度较低，造成毛利率下降。同时，科研型号均为小批量多构型（即同一型号可能多种实物状态），甚至单台交付，难以形成规模优势，由于 21Q3 交付规模变大，反而拖累毛利率走低。

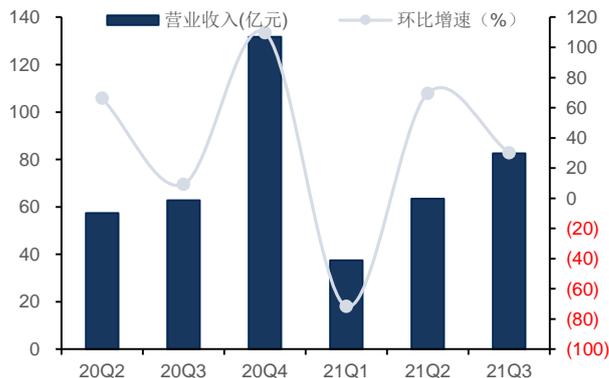
公司三季度净利率 4.11%，同比上升 0.36pct，环比下降 2.81pct，处于历史平均水平，受益于期间费用率下降 3.4pcts，未被毛利率大幅拖累。

图 1: 三季度同比营业收入及增速



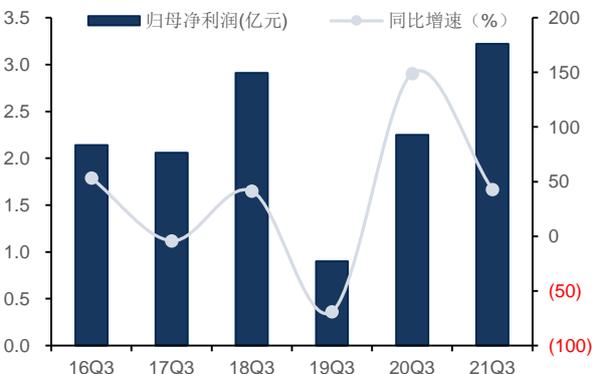
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 三季度环比营业收入及增速



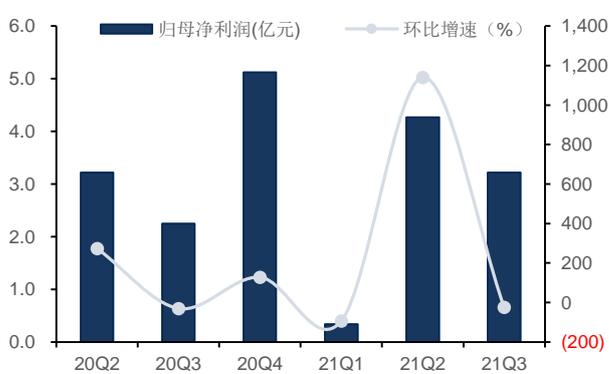
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 三季度同比归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 三季度环比归母净利润及增速

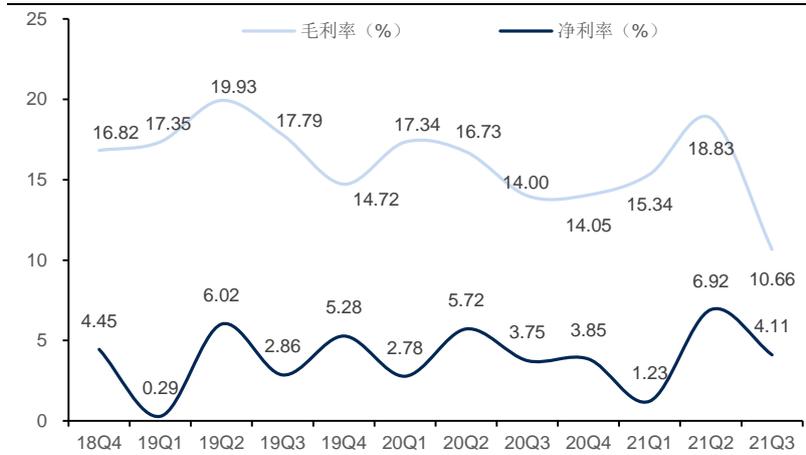


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

结合历史数据看 21Q4，由于四季度主要为批产军机集中年底交付，营业收入环比有望大幅提升（16-20 年内 Q4 环比增速为 70-210%），同时由于批产型号

技术成熟度较高，毛利率水平有望回升，带动全年利润增长。

图 6: 毛利率及净利率波动变化情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，航发动力公告对航空工业（可认为是飞机主机厂）的销售产品预计金额上调至 152 亿（年初预计是 142 亿），也有力反映航发的需求及交付在加速。我们此前观点，我国航发滞后于飞机，现在营收拐点已经出现。

资产负债表端，三季度末公司货币资金大幅增长 135.77%，合同负债大幅增长 965.45%，预付款项大幅增长 396.62%，显示公司大额预付长协订单充分落地并开始向产业链上游传导，进行备货备产，公司后续业绩增长动能充沛。

### 军用航发主机厂集成平台，充分享受航发赛道高景气

航发动力是我国军用航发主机厂集成平台，燃机及民用航发主承制商，航发产业链链长单位。公司下属的黎明、西航、南方及黎阳动力为我国主要四大军用航发主机厂，是我国军用航空发动机型号最多、交付数量最大、在研型号最新的单位，具备涡桨、涡喷、涡扇、涡轴发动机全系列研制生产能力。目前，黎明主制的三代航发 WS10 等已装配在歼 10、歼 16、歼 20 等主战飞机上实现自主。运输机方面，西航主制的大涵道比涡扇-20 已开始小批量生产，运-8、运-9 等运输机及 AG600、空警 500 等特种飞机使用的涡桨发动机已全部国产化。直升机方面，随着直-9、直-10 和直-20 等整体技术的成熟，在引进的基础上，南方实现 WZ8、WZ9、WZ10 发动机的系列化发展，为我国快速扩大的国产直升机群提供了可靠的动力来源。我国主要军用航空发动机 80% 以上的型号由航发动力主制，且几乎包含所有主力型号。

航空发动机是军用飞机的唯一动力，极大影响军机服役性能及运行成本。目前，我国军机与美俄间存在较大的数量及代际差距，十四五期间，国家军机换代升级及规模上量势不可挡。航空发动机作为军机最重要的高值消耗品，有望随着军机持续放量而享受高景气红利。航发动力作为军用航发主机厂主集成平台，有望成为这一进程的最大赢家。

### 多款重点型号研制取得突破，业绩有望再上台阶

第十三届中国航展上，四代机歼 20 正式配装国产航发首次亮相，带锯齿边的矢量喷口具有更好的低红外探测性。运 20 总师唐长红透露运 20 飞机已配装两型国产航发进行试飞，性能优越，其中一款被认为为我国首款大涵道比军用涡扇发动机 WS20。

航发动力下属各主机厂具有航空发动机核心零部件制造、单元体及整机装配、航发维修养护的全寿命周期业务能力。随着 WS10、WZ9 系列型号成为国内主力战机及直升机配发，实现大批量交付，WS15、WS20、WZ10 等新一代航发研制取得突破，航发动力有望形成多款重点型号全谱系发展，试制、批产、维修三大模块良性互补的业务结构。随着新型航发的逐渐成熟实现批量配套、常态化备战训练下的航发损耗增加带来的换发及维修需求放量，航发动力盈利水平有望持续改善，业绩有望再上台阶。

#### 投资建议：

航发动力是国内唯一全谱系军用航空发动机的企业，为我国主力军机提供动力配套及维护。伴随飞机的顺利交付同步加快，奠定了公司近两年业绩增量。同时，航空发动机使用消耗属性伴随着飞机平台存量基数的快速上升，需要周转和补充的发动机数量增长将更为快速，其长期增长势头将更为强劲。由于公司新研型号较多，影响盈利实现，故调低盈利预测，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 15.3/20.9/27.6 亿元（原预测为 17.2/23/29.7），同比增速 33.1%/37.1%/31.8%，当前股价对应 PE=100/73/55x，维持“买入”评级。。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	8089	10500	9000	9800	营业收入	28633	34245	41265	49435
应收款项	11043	12666	14697	17336	营业成本	24345	29313	35075	41872
存货净额	18744	21235	22718	25944	营业税金及附加	63	68	78	79
其他流动资产	572	685	825	989	销售费用	303	342	371	425
<b>流动资产合计</b>	<b>38448</b>	<b>45085</b>	<b>47241</b>	<b>54069</b>	管理费用	1676	2881	3367	3963
固定资产	20050	20655	21171	21248	财务费用	307	208	247	190
无形资产及其他	2136	2029	1922	1816	投资收益	113	89	98	111
投资性房地产	1961	1961	1961	1961	资产减值及公允价值变动	409	355	344	369
长期股权投资	1757	1935	2164	2392	其他收入	(1071)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>64352</b>	<b>71665</b>	<b>74458</b>	<b>81485</b>	营业利润	1390	1876	2568	3387
短期借款及交易性金融负债	2090	7322	3951	4701	营业外净收支	20	(3)	(3)	(3)
应付款项	18222	20569	24848	28708	<b>利润总额</b>	<b>1410</b>	<b>1873</b>	<b>2565</b>	<b>3384</b>
其他流动负债	7262	6024	6484	6894	所得税费用	244	320	436	579
<b>流动负债合计</b>	<b>27574</b>	<b>33915</b>	<b>35283</b>	<b>40304</b>	少数股东损益	20	27	37	48
长期借款及应付债券	799	799	799	799	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1146</b>	<b>1526</b>	<b>2092</b>	<b>2757</b>
其他长期负债	(1522)	(1482)	(1440)	(1397)					
<b>长期负债合计</b>	<b>(723)</b>	<b>(683)</b>	<b>(641)</b>	<b>(598)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>26851</b>	<b>33232</b>	<b>34642</b>	<b>39706</b>	净利润	1146	1526	2092	2757
少数股东权益	1401	1417	1440	1474	资产减值准备	272	92	(80)	5
股东权益	36100	37016	38375	40305	折旧摊销	1551	2483	2869	3248
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>64352</b>	<b>71665</b>	<b>74458</b>	<b>81485</b>	公允价值变动损失	(409)	(355)	(344)	(369)
					财务费用	307	208	247	190
关键财务与估值指标					营运资本变动	170	(2985)	1046	(1710)
每股收益	0.43	0.57	0.78	1.03	其它	(263)	(76)	104	29
每股红利	0.23	0.23	0.27	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>2468</b>	<b>685</b>	<b>5687</b>	<b>3960</b>
每股净资产	13.54	13.89	14.40	15.12	资本开支	(2675)	(2718)	(2854)	(2854)
ROIC	5%	3%	5%	6%	其它投资现金流	45	0	0	0
ROE	3%	4%	5%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2909)</b>	<b>(2896)</b>	<b>(3083)</b>	<b>(3083)</b>
毛利率	15%	14%	15%	15%	权益性融资	311	0	0	0
EBIT Margin	8%	5%	6%	6%	负债净变化	569	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(620)	(610)	(732)	(827)
收入增长	14%	20%	21%	20%	其它融资现金流	86	5232	(3371)	750
净利润增长率	6%	33%	37%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>295</b>	<b>4622</b>	<b>(4104)</b>	<b>(77)</b>
资产负债率	44%	48%	48%	51%	<b>现金净变动</b>	<b>(146)</b>	<b>2411</b>	<b>(1500)</b>	<b>800</b>
息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	货币资金的期初余额	8235	8089	10500	9000
P/E	132.5	99.6	72.6	55.1	货币资金的期末余额	8089	10500	9000	9800
P/B	4.2	4.1	4.0	3.8	企业自由现金流	905	(1861)	3030	1251
EV/EBITDA	47.1	44.9	35.6	30.2	权益自由现金流	1560	3199	(546)	1844

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032