

# 航发动力 (600893)

证券研究报告

2021年11月01日

## 单三季度营业收入环比+30%，跨越式发展驱动产品交付加速放量

### ● 2021年单三季度归母净利润同比+42.91%，航发产品交付持续提速

公司发布2021年三季报，2021前三季度实现营业收入183.43亿元，同比+18.59%；实现归母净利润7.83亿元，同比+23.58%；单三季度实现营业收入82.59亿元，同比上升31.64%，环比上升30.24%，单三季度归母净利润3.22亿元，同比上升42.91%。公司营收与净利润快速增长表明主业航空发动机产品交付速度持续提升，全年业绩或维持高速增长态势

### ● 多项财务指标持续向好，产业“高景气度+高持续性”特性凸显

**利润端：**公司降本增效效果显著，期间费用率显著降低。公司前三季度期间费用率为7.87%（不包含研发费用），较去年同期9.91%下降2.05个百分点，提质增效效果显著。

**资产负债端：**期末公司合同负债达229.58亿元，较期初+718.32%，主要系客户预付款增加所致，下游产品需求保持高位，再次兑现航空产业中长期高景气度。存货达264.75亿元，较期初+41.24%，创历史新高，主要是下游订单增加，产品投入增加所致。应收票据+应收账款达到188.93亿元，同比+17.06%，预计将随主营业务排产增加实现快速消化；应付票据+应付账款达到231.15亿元，同比+32.79%，主要系公司生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加所致。

**现金流量表端：**公司期末经营性现金流达87.60亿元，较上年同期（-91.67亿元）显著改善，主要是收到客户预付款增加所致。

我们认为，充足的现金流将全面提高公司的管理经营质量，保证扩产规划和新品研制顺利进行，公司新产品线有望得到加速。此外，公司作为航空产业链配套系统供应商，预计大额预付款将逐步落地至各分系统单位，并逐渐向上游延伸，全行业现金流情况或将出现拐点，存货周转率等各项经营指标将出现全面提升。

### ● 我国军用三代主战机型发动机唯一供应商，“十四五”下游需求提升推动公司业绩增长

公司是我国唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军航发动机的企业，且为三代主战机型发动机国内唯一供应商，有望充分受益于现有批产型号上量需求。公司主要产品“太行”发动机应用于歼11/歼15（三代）、歼16（三代半）等多系列空军歼击机/舰载机。我们认为，“十四五”期间以歼15、歼16为代表的主力战斗机或存在大量需求，驱动航空发动机前装市场进入高景气阶段。

### ● 跨越式武器装备需求紧迫，新型号 Pipeline 有望在中远期不断确认，驱动业绩释放

我国四代歼击机所用发动机同美国相比存在代差，以AL-31和F110为代表的第三代发动机（推重比约为7-8）交付后15-20年内以AL-41和F119为代表的第四代发动机（推重比约为10）相继推出。我国第三代发动机“太行”于2005年推出，我们认为，受益于自主研发实验平台的成熟、制造工艺的积累，我国第四代涡扇发动机有望在2023-2025年进入批量生产阶段。

据公司公告披露，公司目前已经具备了四代机和大型运输机涡扇发动机的研制能力及五代机预研能力，具备航空发动机制造、总装、试车完整的科研生产能力。我们认为，“十四五”国防装备跨越式发展需求持续提升，第四、五代发动机符合我国武器装备发展需求，研制进度有望进一步加快，批产后预计公司业绩有望快速提升。

### ● 发动机存量持续提升打开维修市场空间，公司利润或将进一步增厚。

我们认为，受益于两大因素，航空发动机后端维修市场容量将会逐渐提升：（1）跨越式武器装备需求上升带来的存量飞机总量提升，对应后端维修市场容量提升；（2）实战训练体系进一步深化，飞行强度和动作难度加大导致维修时间缩短。

据公司公告披露，公司于2018年1月调整扩大修理能力建设项目，通过整合航发动力现有航空发动机修理能力，调整现有生产布局，补充部分关键设备，新建总装修理厂房、试车厂房形成相对独立、完整的涡扇发动机大修分厂。因此我们认为伴随后端发动机维修市场逐渐起量，公司对应维修业务、发动机零部件销售等高附加值业务有望实现进一步放量。

**盈利预测与评级：**综上所述我们认为，公司作为我国军用三代主战机型发动机供应商，综合考虑产品交付提速、现有型号需求放量、未来型号 pipeline、后端维修市场增量空间等多重因素，我们认为公司短中长期均具备良好发展趋势。在此假设下，预测公司2021-23年公司归母净利润为14.91/18.22/22.41亿元，对应EPS为0.56/0.68/0.84元，对应PE为105.75/86.57/70.38x，维持“买入”评级。

**风险提示：**供应配套风险，客户订单风险，新型号推出不及预期风险等

| 财务数据和估值     | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 25,210.50 | 28,632.62 | 34,367.74 | 42,272.32 | 51,149.50 |
| 增长率(%)      | 9.13      | 13.57     | 20.03     | 23.00     | 21.00     |
| EBITDA(百万元) | 3,731.82  | 4,319.72  | 3,618.28  | 4,112.80  | 4,727.33  |
| 净利润(百万元)    | 1,077.41  | 1,145.99  | 1,491.22  | 1,821.70  | 2,240.52  |
| 增长率(%)      | 1.27      | 6.37      | 30.13     | 22.16     | 22.99     |
| EPS(元/股)    | 0.40      | 0.43      | 0.56      | 0.68      | 0.84      |
| 市盈率(P/E)    | 146.37    | 137.61    | 105.75    | 86.57     | 70.38     |
| 市净率(P/B)    | 5.50      | 4.37      | 4.22      | 4.08      | 3.92      |
| 市销率(P/S)    | 6.26      | 5.51      | 4.59      | 3.73      | 3.08      |
| EV/EBITDA   | 13.31     | 35.34     | 40.39     | 35.13     | 29.80     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|       |           |
|-------|-----------|
| 行业    | 国防军工/航空装备 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格  | 59.16元    |
| 目标价格  | 元         |

## 基本数据

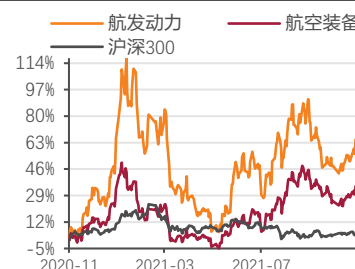
|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 2,665.59    |
| 流通A股股本(百万股) | 2,329.03    |
| A股总市值(百万元)  | 157,696.56  |
| 流通A股市值(百万元) | 137,785.54  |
| 每股净资产(元)    | 13.74       |
| 资产负债率(%)    | 57.23       |
| 一年内最高/最低(元) | 80.76/34.50 |

## 作者

李鲁靖 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521080001  
liumingyang@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《航发动力-半年报点评:合同负债248亿，大增784.81%兑现行业高景气度》 2021-08-28
- 《航发动力-公司点评:航空工业半年完成交付过半，航发或于Q2出现交付提速》 2021-08-03
- 《航发动力-公司点评:百亿现金管理持续兑现航空产业高景气度，发动机龙头行稳致远》 2021-06-09

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019             | 2020             | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 8,235.44         | 8,089.38         | 13,638.81        | 15,025.20        | 18,428.55        |
| 应收票据及应收账款        | 10,657.93        | 10,936.57        | 10,447.80        | 12,332.28        | 11,253.32        |
| 预付账款             | 487.44           | 503.49           | 653.93           | 805.86           | 932.82           |
| 存货               | 18,544.36        | 18,744.35        | 18,644.31        | 21,949.91        | 20,792.49        |
| 其他               | 217.54           | 174.58           | 327.64           | 310.54           | 421.15           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>38,142.71</b> | <b>38,448.37</b> | <b>43,712.49</b> | <b>50,423.79</b> | <b>51,828.33</b> |
| 长期股权投资           | 1,477.63         | 1,757.29         | 1,991.29         | 2,247.29         | 2,508.29         |
| 固定资产             | 16,497.27        | 17,082.99        | 16,851.44        | 16,410.72        | 15,809.50        |
| 在建工程             | 2,956.18         | 2,967.18         | 2,383.34         | 1,918.68         | 1,548.54         |
| 无形资产             | 2,281.70         | 2,357.82         | 2,320.45         | 2,290.44         | 2,255.45         |
| 其他               | 1,714.53         | 1,738.69         | 1,834.62         | 1,939.36         | 2,048.16         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>24,927.31</b> | <b>25,903.97</b> | <b>25,381.14</b> | <b>24,806.48</b> | <b>24,169.93</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>63,115.02</b> | <b>64,352.33</b> | <b>69,093.63</b> | <b>75,230.27</b> | <b>75,998.26</b> |
| 短期借款             | 2,787.46         | 2,089.85         | 1,723.00         | 1,522.00         | 1,389.00         |
| 应付票据及应付账款        | 15,015.34        | 18,222.41        | 18,841.14        | 22,752.94        | 21,679.83        |
| 其他               | 9,022.18         | 7,261.88         | 9,323.14         | 10,485.08        | 10,868.87        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>26,824.98</b> | <b>27,574.13</b> | <b>29,887.28</b> | <b>34,760.02</b> | <b>33,937.70</b> |
| 长期借款             | 230.20           | 799.32           | 751.00           | 723.00           | 707.00           |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | (485.55)         | (1,521.96)       | (390.50)         | (420.50)         | (440.00)         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>(255.35)</b>  | <b>(722.64)</b>  | <b>360.50</b>    | <b>302.50</b>    | <b>267.00</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>26,569.63</b> | <b>26,851.49</b> | <b>30,247.78</b> | <b>35,062.52</b> | <b>34,204.70</b> |
| 少数股东权益           | 7,855.44         | 1,400.66         | 1,438.89         | 1,485.60         | 1,543.05         |
| 股本               | 2,249.84         | 2,665.59         | 2,665.59         | 2,665.59         | 2,665.59         |
| 资本公积             | 20,705.58        | 26,885.84        | 26,885.84        | 26,885.84        | 26,885.84        |
| 留存收益             | 26,695.24        | 33,697.51        | 34,741.36        | 36,016.55        | 37,584.91        |
| 其他               | (20,960.71)      | (27,148.76)      | (26,885.84)      | (26,885.84)      | (26,885.84)      |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>36,545.39</b> | <b>37,500.84</b> | <b>38,845.85</b> | <b>40,167.75</b> | <b>41,793.56</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>63,115.02</b> | <b>64,352.33</b> | <b>69,093.63</b> | <b>75,230.27</b> | <b>75,998.26</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019              | 2020              | 2021E           | 2022E             | 2023E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 1,108.88          | 1,166.08          | 1,491.22        | 1,821.70          | 2,240.52          |
| 折旧摊销           | 1,493.44          | 1,552.02          | 1,641.75        | 1,745.40          | 1,843.35          |
| 财务费用           | 443.34            | 333.74            | 133.10          | 115.50            | 115.50            |
| 投资损失           | (82.52)           | (113.24)          | (81.20)         | (64.10)           | (48.00)           |
| 营运资金变动         | 6,480.58          | 1,910.55          | 3,999.12        | (387.59)          | 1,179.57          |
| 其它             | (4,349.24)        | (1,240.53)        | 38.24           | 46.71             | 57.45             |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>5,094.46</b>   | <b>3,608.61</b>   | <b>7,222.22</b> | <b>3,277.62</b>   | <b>5,388.39</b>   |
| 资本支出           | (1,512.22)        | 3,540.39          | (108.46)        | 1,096.00          | 1,117.50          |
| 长期投资           | 75.81             | 279.66            | 234.00          | 256.00            | 261.00            |
| 其他             | (908.27)          | (6,489.30)        | (1,065.82)      | (2,352.42)        | (2,427.08)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,344.68)</b> | <b>(2,669.25)</b> | <b>(940.28)</b> | <b>(1,000.42)</b> | <b>(1,048.58)</b> |
| 债权融资           | 3,022.45          | 2,889.37          | 2,474.40        | 2,245.60          | 2,096.80          |
| 股权融资           | 1,249.56          | 6,321.54          | 170.57          | (74.76)           | (74.76)           |
| 其他             | (3,347.57)        | (10,282.37)       | (3,377.48)      | (3,061.65)        | (2,958.50)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>924.44</b>     | <b>(1,071.47)</b> | <b>(732.51)</b> | <b>(890.81)</b>   | <b>(936.46)</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>3,674.22</b>   | <b>(132.10)</b>   | <b>5,549.43</b> | <b>1,386.39</b>   | <b>3,403.35</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2019             | 2020             | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>25,210.50</b> | <b>28,632.62</b> | <b>34,367.74</b> | <b>42,272.32</b> | <b>51,149.50</b> |
| 营业成本             | 21,003.68        | 24,345.23        | 29,260.69        | 35,994.88        | 43,466.85        |
| 营业税金及附加          | 79.92            | 62.78            | 72.17            | 97.23            | 122.76           |
| 营业费用             | 326.71           | 302.68           | 391.79           | 494.59           | 608.68           |
| 管理费用             | 1,880.82         | 1,676.06         | 2,041.44         | 2,515.20         | 3,053.63         |
| 研发费用             | 420.15           | 446.97           | 608.31           | 765.13           | 961.61           |
| 财务费用             | 420.73           | 307.43           | 133.10           | 115.50           | 115.50           |
| 资产减值损失           | (105.64)         | (371.12)         | 98.00            | 102.00           | 100.00           |
| 公允价值变动收益         | 139.00           | 38.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 投资净收益            | 82.52            | 113.24           | 81.20            | 64.10            | 48.00            |
| 其他               | (385.03)         | 321.37           | (162.40)         | (128.20)         | (96.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,347.64</b>  | <b>1,389.99</b>  | <b>1,843.43</b>  | <b>2,251.89</b>  | <b>2,768.48</b>  |
| 营业外收入            | 51.83            | 50.31            | 59.50            | 61.00            | 64.00            |
| 营业外支出            | 53.37            | 30.56            | 49.00            | 48.10            | 47.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,346.09</b>  | <b>1,409.74</b>  | <b>1,853.93</b>  | <b>2,264.79</b>  | <b>2,785.48</b>  |
| 所得税              | 237.21           | 243.66           | 324.47           | 396.38           | 487.51           |
| <b>净利润</b>       | <b>1,108.88</b>  | <b>1,166.08</b>  | <b>1,529.45</b>  | <b>1,868.41</b>  | <b>2,297.97</b>  |
| 少数股东损益           | 31.47            | 20.09            | 38.24            | 46.71            | 57.45            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,077.41</b>  | <b>1,145.99</b>  | <b>1,491.22</b>  | <b>1,821.70</b>  | <b>2,240.52</b>  |
| 每股收益 (元)         | 0.40             | 0.43             | 0.56             | 0.68             | 0.84             |

| 主要财务比率          | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 营业收入            | 9.13%   | 13.57%  | 20.03%  | 23.00%  | 21.00%  |
| 营业利润            | 8.89%   | 3.14%   | 32.62%  | 22.16%  | 22.94%  |
| 归属于母公司净利润       | 1.27%   | 6.37%   | 30.13%  | 22.16%  | 22.99%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 毛利率             | 16.69%  | 14.97%  | 14.86%  | 14.85%  | 15.50%  |
| 净利率             | 4.27%   | 4.00%   | 4.34%   | 4.31%   | 4.38%   |
| ROE             | 3.76%   | 3.17%   | 3.99%   | 4.71%   | 5.57%   |
| ROIC            | 4.78%   | 4.75%   | 5.34%   | 7.56%   | 9.35%   |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 资产负债率           | 42.10%  | 41.73%  | 43.78%  | 46.61%  | 45.01%  |
| 净负债率            | -14.26% | -13.87% | -28.74% | -31.82% | -39.08% |
| 流动比率            | 1.42    | 1.39    | 1.46    | 1.45    | 1.53    |
| 速动比率            | 0.73    | 0.71    | 0.84    | 0.82    | 0.91    |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率         | 2.39    | 2.65    | 3.21    | 3.71    | 4.34    |
| 存货周转率           | 1.54    | 1.54    | 1.84    | 2.08    | 2.39    |
| 总资产周转率          | 0.43    | 0.45    | 0.52    | 0.59    | 0.68    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益            | 0.40    | 0.43    | 0.56    | 0.68    | 0.84    |
| 每股经营现金流         | 1.91    | 1.35    | 2.71    | 1.23    | 2.02    |
| 每股净资产           | 10.76   | 13.54   | 14.03   | 14.51   | 15.10   |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |         |
| 市盈率             | 146.37  | 137.61  | 105.75  | 86.57   | 70.38   |
| 市净率             | 5.50    | 4.37    | 4.22    | 4.08    | 3.92    |
| EV/EBITDA       | 13.31   | 35.34   | 40.39   | 35.13   | 29.80   |
| EV/EBIT         | 22.10   | 55.15   | 73.94   | 61.02   | 48.84   |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |