

公司研究

Q3 归母净利润同比增长 43%，订单充足期待持续增长

——航发动力（600893.SH）2021 年三季度报告点评

要点

事件：公司发布 2021 年三季报，单 Q3 实现营业收入 82.59 亿元，同比增长 31.64%；实现归母净利润 3.22 亿元，同比增长 42.91%；实现扣非归母净利润 2.81 亿元，同比增长 26.08%。Q1-Q3 实现营业收入 183.43 亿元，同比增长 18.59%；实现归母净利润 7.83 亿元，同比增长 23.58%；实现扣非归母净利润 6.67 亿元，同比增长 25.82%。

点评：

单季度毛利率变化明显或因产品交付结构变化：公司 Q3 毛利率为 10.66%，相比 Q2 的 18.83% 出现明显变化。考虑国防装备研制生产的计划性及可持续性，我们认为单季度的毛利率变化的主要原因可能是交付的产品结构出现了阶段性变化。前三季度，公司整体毛利率为 14.44%，与 2020 年全年水平 14.97% 相比变化幅度有限。

期间费用率同比环比均实现明显下降，财务费用持续得到优化：公司 Q3 期间费用率为 6.46%，同比下降 3.38PCT，环比下降 5.19PCT。其中，财务费用变化明显，主要原因为公司现金流较充裕，利息收入增加，利息支出减少。公司在 21 年合同负债大幅增加，主要为客户预付款增加，且公告使用闲置自有资金进行现金管理，对公司的财务费用改善起到了积极作用。

订单充足，积极备产，收入、盈利有望实现持续增长：至三季度末，公司应收账款相比上一年度末增长 121.93%，预付账款增长 493.37%，存货增长 41.24%，合同负债增长 718.32%，反映公司目前订单非常饱满，且处于积极备产的状态。在我国国防建设持续加强，航空发动机性能及国产化水平持续提升的大背景下，公司收入、盈利有望实现持续增长。

盈利预测、估值与评级：公司目前订单非常饱满，且处于积极备产的状态。在我国国防建设持续加强，航空发动机性能及国产化水平持续提升的大背景下，公司收入、盈利有望实现持续增长。我们维持对公司的盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.53、0.63、0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 111X、94X、78X。在国内战斗机更新换代、发动机国产化替代等需求的牵引下，公司未来发展可长期看好。维持公司“增持”评级。

风险提示：技术创新速度不及预期的风险；市场竞争导致优势地位下降的风险；国际业务受中美贸易摩擦、疫情影响的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25,210	28,633	35,120	42,485	50,648
营业收入增长率	9.13%	13.57%	22.66%	20.97%	19.21%
净利润（百万元）	1,077	1,146	1,416	1,676	2,015
净利润增长率	1.27%	6.37%	23.55%	18.37%	20.22%
EPS（元）（按最新股本计）	0.40	0.43	0.53	0.63	0.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.76%	3.17%	3.81%	4.36%	5.05%
P/E	146	138	111	94	78
P/B	4.6	4.4	4.2	4.1	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29

增持（维持）

当前价：59.16 元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebscn.com

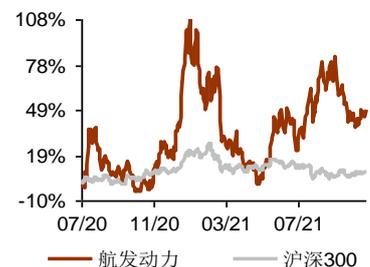
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.66
总市值(亿元):	1576.96
一年最低/最高(元):	34.42/80.57
近 3 月换手率:	101.77%

股价相对走势



收益表现

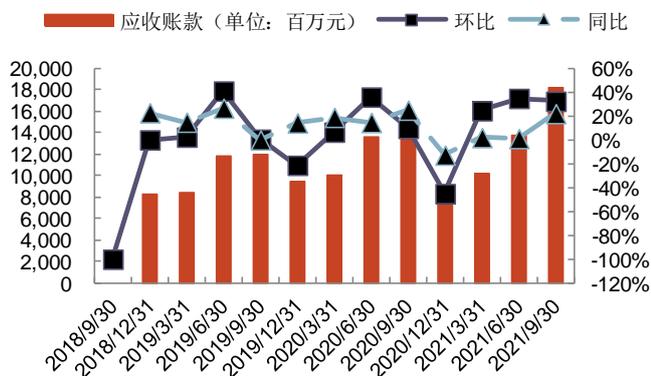
%	1M	3M	1Y
相对	15.77	0.86	60.67
绝对	15.34	0.36	65.04

资料来源：Wind

相关研报

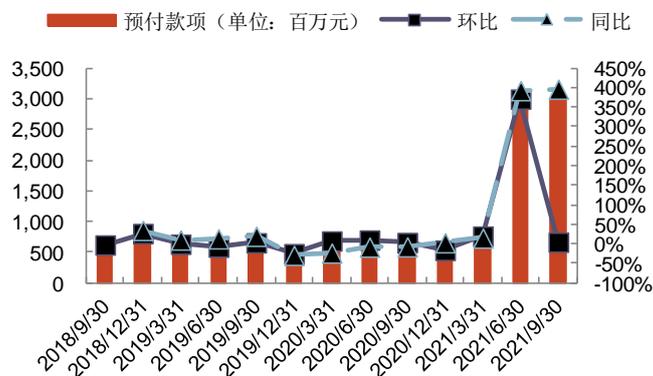
主营业务收入增速持续提升，继续看好未来发展——航发动力（600893.SH）2020 年度报告点评（2021-04-02）

图 1：公司应收账款变化情况



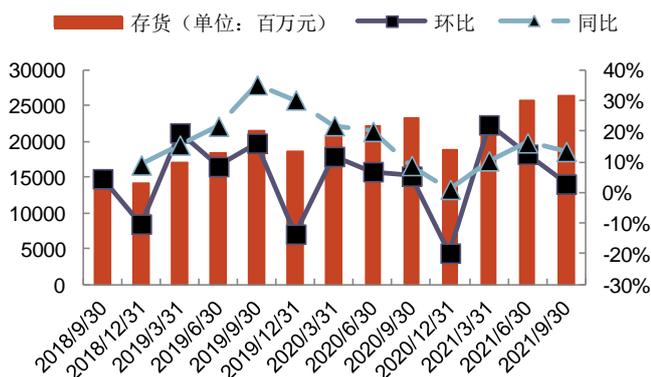
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司预付账款变化情况



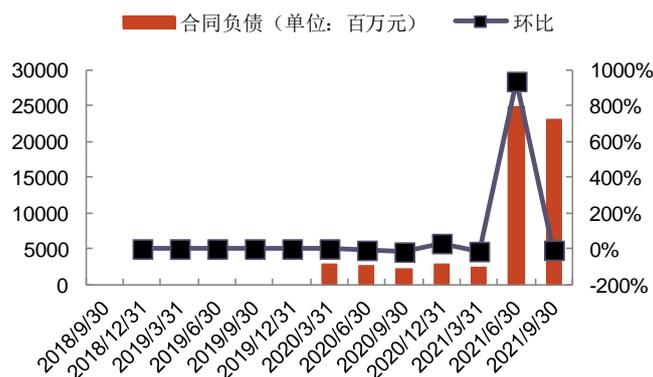
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司存货变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司合同负债变化情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	25,210	28,633	35,120	42,485	50,648
营业成本	21,004	24,345	29,872	36,107	43,007
折旧和摊销	1,485	1,551	1,775	1,825	1,879
税金及附加	80	63	77	93	111
销售费用	327	303	457	552	658
管理费用	1,881	1,676	2,669	3,314	3,900
研发费用	420	447	632	799	952
财务费用	421	307	-121	-210	-185
投资收益	83	113	85	73	85
营业利润	1,348	1,390	1,728	2,031	2,440
利润总额	1,346	1,410	1,748	2,050	2,460
所得税	237	244	302	354	425
净利润	1,109	1,166	1,446	1,696	2,035
少数股东损益	31	20	30	20	20
归属母公司净利润	1,077	1,146	1,416	1,676	2,015
EPS(按最新股本计)	0.40	0.43	0.53	0.63	0.76

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,094	3,609	14,462	3,339	2,400
净利润	1,077	1,146	1,416	1,676	2,015
折旧摊销	1,485	1,551	1,775	1,825	1,879
净营运资金增加	2,725	-112	-9,614	1,560	2,972
其他	-193	1,023	20,885	-1,723	-4,465
投资活动产生现金流	-2,345	-2,669	-1,040	-1,092	-1,266
净资本支出	-2,446	-2,583	-1,005	-1,165	-1,351
长期投资变化	1,478	1,757	0	0	0
其他资产变化	-1,377	-1,844	-35	73	85
融资活动现金流	924	-1,071	-2,568	-505	-636
股本变化	0	416	0	0	0
债务净变化	-3,226	-133	-2,090	0	0
无息负债变化	6,831	415	17,465	6,699	5,829
净现金流	3,687	-174	10,854	1,741	499

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.7%	15.0%	14.9%	15.0%	15.1%
EBITDA 率	13.0%	13.7%	9.5%	8.5%	8.1%
EBIT 率	7.0%	8.3%	4.4%	4.2%	4.4%
税前净利润率	5.3%	4.9%	5.0%	4.8%	4.9%
归母净利润率	4.3%	4.0%	4.0%	3.9%	4.0%
ROA	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%
ROE (摊薄)	3.8%	3.2%	3.8%	4.4%	5.0%
经营性 ROIC	4.0%	5.2%	4.6%	5.1%	5.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	42%	52%	55%	57%
流动比率	1.42	1.39	1.29	1.28	1.29
速动比率	0.73	0.71	0.76	0.74	0.72
归母权益/有息债务	9.49	12.49	46.49	48.05	49.94
有形资产/有息债务	20.04	21.38	98.15	108.37	117.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	63,115	64,352	80,827	88,793	96,153
货币资金	8,235	8,089	18,943	20,684	21,183
交易性金融资产	0	0	0	38	76
应收账款	9,383	8,190	9,978	11,990	14,197
应收票据	1,275	2,747	3,194	3,651	4,099
其他应收款 (合计)	157	106	130	157	188
存货	18,544	18,744	22,690	27,011	31,644
其他流动资产	60	68	84	101	121
流动资产合计	38,188	38,448	55,637	64,380	72,398
其他权益工具	166	158	158	158	158
长期股权投资	1,478	1,757	1,757	1,757	1,757
固定资产	16,497	17,083	17,088	16,997	16,872
在建工程	2,956	2,967	2,375	1,956	1,668
无形资产	2,100	2,136	1,903	1,697	1,513
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	848	931	1,090	1,090	1,090
非流动资产合计	24,927	25,904	25,190	24,413	23,755
总负债	26,570	26,851	42,227	48,926	54,755
短期借款	2,787	2,090	0	0	0
应付账款	7,428	8,552	10,493	12,683	15,107
应付票据	7,588	9,671	11,866	14,343	17,084
预收账款	2,847	0	0	0	0
其他流动负债	13	6	6	6	6
流动负债合计	26,825	27,574	43,201	50,187	56,333
长期借款	230	799	799	799	799
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,448	1,315	1,063	778	461
非流动负债合计	-255	-723	-974	-1,260	-1,577
股东权益	36,545	37,501	38,600	39,866	41,397
股本	2,250	2,666	2,666	2,666	2,666
公积金	21,199	27,443	27,585	27,752	27,954
未分配利润	5,496	6,254	7,182	8,261	9,570
归属母公司权益	28,690	36,100	37,170	38,416	39,927
少数股东权益	7,855	1,401	1,431	1,451	1,471

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.30%	1.06%	1.30%	1.30%	1.30%
管理费用率	7.46%	5.85%	7.60%	7.80%	7.70%
财务费用率	1.67%	1.07%	-0.34%	-0.49%	-0.37%
研发费用率	1.67%	1.56%	1.80%	1.88%	1.88%
所得税率	18%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.14	0.13	0.16	0.19	0.23
每股经营现金流	2.26	1.35	5.43	1.25	0.90
每股净资产	12.75	13.54	13.94	14.41	14.98
每股销售收入	11.21	10.74	13.18	15.94	19.00

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	146	138	111	94	78
PB	4.6	4.4	4.2	4.1	3.9
EV/EBITDA	45.7	41.2	45.1	41.5	36.9
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE