

短期因素影响利润释放；中长期成长空间较大

2022 年 04 月 10 日

➤ **事件**：公司 4 月 8 日发布 2021 年报，全年实现营收 341.0 亿，YoY +19.1%；归母净利润 11.9 亿，YoY +3.6%；扣非净利润 7.1 亿，YoY -19.1%。**业绩表现略低于市场预期**。主要原因是产品结构调整带来的毛利率下降和计提减值影响等。我们认为，这些因素在短期上会给公司盈利能力带来压力，但中长期看，公司仍具有较大弹性空间。

➤ **新产品占比提升导致毛利率短期下降**。2021 年公司整体毛利率 12.5%，同比下降 2.5ppt，主要是产品结构调整的影响；净利率 3.6%，同比下降 0.5ppt，主要系费用增加所致。**单季度看**，公司 2021Q1~Q4：1) 营收分别为 37.4 亿、63.4 亿、82.6 亿、157.6 亿；2) 归母净利润分别为 0.3 亿、4.3 亿、3.2 亿、4.0 亿。**分产品看**，1) 航空发动机及衍生产品收入 318.8 亿，YoY +21.9%，占总收入比 93.5%，占比自 2017 年(占比 84%)起逐年提高。毛利率同比下降 2.9ppt 至 12.0%，系毛利率较低的新产品占比提高所致；2) 外贸出口收入 12.9 亿，YoY -14.4%，主要是客户受疫情影响，推迟提货或取消订单。

➤ **期间费用率连续 5 年下降；资产负债表反映行业高景气**。2021 年，公司期间费用率 8.6%，同比减少 1.0ppt，且**连续 5 年下降**(2017 年为 14.7%)。具体看：1) 管理费用率 5.5%，同比减少 0.3ppt；2) 销售费用率 1.4%，同比增加 0.4ppt，系售后保障任务服务费增加所致；3) 财务费用率 0.2%，同比大幅减少 0.9ppt；4) 研发费用率 1.4%，同比减少 0.2ppt。截至 2021 年底，公司：5) 应收账款及票据 166.4 亿，较年初增加 52.6%；6) 存货 205 亿元较年初增加 9.5%；7) 预付款项 27.5 亿，较年初增加 446.8%，系支付配套单位预付款所致；8) 合同负债 217.5 亿，较年初增加 675.3%。**应收款项和合同负债大幅增加反映了需求旺盛和大订单预付款落地**。

➤ **计提减值为影响利润的主要原因**。2021 年公司计提资产减值准备 4.9 亿，2020 年为 4.7 亿元，对当期利润产生影响。计提减值准备拟全额计入年度经营业绩：1) 应收款项计提 7133.7 万元；2) 存货计提 3.3 亿元，其中，原材料因设计改型等丧失价值计提 7961.2 万元；半成品及在产品因产品更新换代、结构调整等计提 6041.4 万元；库存因产品更新迭代等计提 1.8 亿元；3) 委托贷款计提 9596.0 万元，系子公司吉发公司进入破产程序，委托贷款预计无法收回。

➤ **投资建议**：公司是我国航空发动机龙头，是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系航空发动机企业。随国产航空发动机逐渐上量，产品成熟后计提减值等因素的减弱，公司业绩具有较大弹性。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 14.88 亿元、20.96 亿元、29.43 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 75x/53x/38x。**首次覆盖，给予“推荐”评级**。

➤ **风险提示**：产品研制进展低于预期；产品生产交付不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	34102	39366	48737	60415
增长率(%)	19.1	15.4	23.8	24.0
归属母公司股东净利润(百万元)	1188	1488	2096	2943
增长率(%)	3.6	25.3	40.9	40.5
每股收益(元)	0.45	0.56	0.79	1.10
PE	94	75	53	38
PB	2.8	2.7	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 08 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

41.86 元


分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孔厚融

执业证号：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	34102	39366	48737	60415
营业成本	29842	34408	42487	52480
营业税金及附加	71	82	101	126
销售费用	484	559	678	824
管理费用	1884	2175	2639	3206
研发费用	473	546	676	838
EBIT	1001	1597	2156	2942
财务费用	73	100	100	100
资产减值损失	-327	-327	-327	-310
投资收益	388	448	554	687
营业利润	1306	1701	2412	3404
营业外收支	101	40	40	40
利润总额	1407	1740	2452	3443
所得税	176	218	307	431
净利润	1231	1522	2145	3012
归属于母公司净利润	1188	1488	2096	2943
EBITDA	2600	3275	3872	4731

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	15907	18279	23003	30288
应收账款及票据	16641	17180	18727	19738
预付款项	2753	2857	3351	4057
存货	20515	23328	28882	35768
其他流动资产	6487	6507	6542	6585
流动资产合计	62303	68152	80506	96436
长期股权投资	2275	2567	2858	3149
固定资产	18543	20614	21767	22693
无形资产	2450	2572	2695	2817
非流动资产合计	28345	30087	31125	32089
资产合计	90648	98239	111630	128525
短期借款	1586	1586	1586	1586
应付账款及票据	22597	26297	32929	41644
其他流动负债	26363	29078	34039	39552
流动负债合计	50546	56961	68554	82783
长期借款	646	646	646	646
其他长期负债	-481	-481	-481	-481
非流动负债合计	165	165	165	165
负债合计	50711	57126	68719	82948
股本	2666	2666	2666	2666
少数股东权益	2486	2520	2569	2638
股东权益合计	39937	41113	42911	45577
负债和股东权益合计	90648	98239	111630	128525

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.10	15.44	23.80	23.96
EBIT 增长率	-37.78	59.46	35.02	36.46
净利润增长率	3.63	25.27	40.86	40.45
盈利能力 (%)				
毛利率	12.49	12.59	12.82	13.13
净利润率	3.61	3.87	4.40	4.99
总资产收益率 ROA	1.31	1.51	1.88	2.29
净资产收益率 ROE	3.17	3.85	5.19	6.85
偿债能力				
流动比率	1.23	1.20	1.17	1.16
速动比率	0.77	0.74	0.70	0.68
现金比率	0.31	0.32	0.34	0.37
资产负债率 (%)	55.94	58.15	61.56	64.54
经营效率				
应收账款周转天数	138.56	124.70	109.74	93.28
存货周转天数	250.93	250.93	250.93	250.93
总资产周转率	0.38	0.40	0.44	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.56	0.79	1.10
每股净资产	14.98	15.42	16.10	17.10
每股经营现金流	6.27	2.15	2.74	3.65
每股股利	0.14	0.13	0.13	0.13
估值分析				
PE	94	75	53	38
PB	2.8	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	37.82	29.30	23.57	17.75
股息收益率 (%)	0.32	0.31	0.31	0.31

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1231	1522	2145	3012
折旧和摊销	1599	1679	1716	1789
营运资金变动	13560	2504	3528	5165
经营活动现金流	16704	5730	7302	9724
资本开支	-2951	-3069	-2396	-2390
投资	-6219	-291	-291	-291
投资活动现金流	-8898	-2911	-2132	-1993
股权募资	215	0	0	0
债务募资	-244	0	0	0
筹资活动现金流	54	-446	-446	-446
现金净流量	7841	2373	4724	7285

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001