

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

航发动力 (600893) 2021 年报点评:

营收增速现拐点, 期待规模效应显现

行业分类: 国防军工

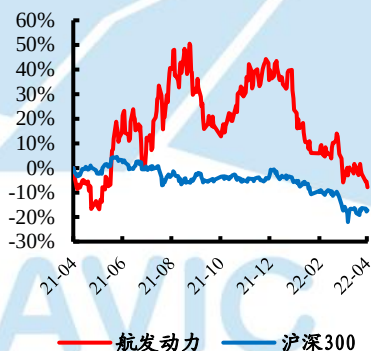
2022 年 4 月 11 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.11)	39.20

基础数据 (2022.4.11)

上证指数	3167.13
总股本 (亿股)	26.66
流通 A 股 (亿股)	23.29
资产负债率 (2021)	55.94%
ROE (摊薄) (2021)	3.17%
PE (TTM)	88.0
PB (LF)	2.79

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 9 日公告, 2021 年营业收入 341.02 亿元 (+19.10%), 归母净利润 11.88 亿元 (+3.63%), 扣非归母净利润 7.06 亿元 (-19.05%), 毛利率 12.49% (-2.48pcts), 净利率 3.61% (-0.46pcts)。

➤ **投资要点:**

● **营收增速稳健增长, 产品交付提速; 毛利率下滑, 盈利增速放缓**

2021 年营业收入 341.02 亿元 (+19.10%), 营收增速自 2014 以来首次突破 19%, 出现增速拐点; 归母净利润 11.88 亿元 (+3.63%), 增幅小于营收增速, 毛利率 12.49% (-2.48pcts), 净利率 3.61% (-0.46pcts), 均出现一定程度下滑; 扣非归母净利润 7.06 亿元 (-19.05%), 同比下滑, 主要原因包括售后保障任务增加、社保减免变少以及期间费用增加等。

毛利率方面, 公司业务规模扩大, 产品结构调整, 新产品占比增加, 营业成本增幅较快; 同时营业成本中直接材料占总成本比例 65.27%, 增加 2.18pcts, 原材料涨价或对公司毛利率造成了一定影响。

公司三费费用变化较大, 财务费用减少 2.34 亿元, 销售费用增加 1.81 亿元、管理费用增加 2.08 亿元。销售费用 4.84 亿元 (+59.93%), 其中销售服务费 2.73 亿元, 较去年同期增加 1.44 亿元, 销售费用率 1.42% (+0.36pcts); 管理费用 18.84 亿元 (+12.41%), 其中职工薪酬较去年增加 1.39 亿元, 主要原因或为社保减免减少, 无形资产摊销同比增加 0.45 亿元, 管理费用率 5.52% (-0.33pcts)。财务费用 0.73 亿元 (-76.22%), 收到大额合同负债后, 公司现金流大幅改善, 借款减少、利息支出同比减少 1.13 亿元, 现金管理增多, 利息收入同比增加 0.91 亿元, 财务费用率 0.21% (-0.86pcts)。

研发费用 4.73 亿元 (+5.77%), 研发费用率 1.39% (-0.17pcts)。综合下来, 期间费用率 8.54% (-1.00pcts)。

分业务来看, 航空发动机制造及衍生产品营业收入 318.85 亿元 (+21.87%), 营收占比 93.50%, 持续聚焦主责主业; 外贸转包生产营业收入 12.92 亿元 (-14.42%), 受全球疫情及中美贸易摩擦影响大量外贸转包撤销或推迟, 外贸转包业务持续萎缩; 非航空产品及其他业务营业收入 4.89 亿元 (-17.55%), 传统的非航业务市场竞争力不强, 面临较大的压力, 后续公司将对低附加值产品采取收缩战略。

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

从子公司维度看,黎明持续稳健增长;黎阳、南方增收不增利,利润率下滑。黎明公司主要产品为 WS-10 系列发动机,广泛装备我国多款高性能军机,营业收入为 186.35 亿元 (+17.05%),利润总额 5.63 亿元 (+18.17%),延续增长态势,利润率 3.02% (+0.03pcts)。南方公司主要产品为涡轴 8、涡桨 6 和活塞式发动机等,广泛应用于各型号直升机,营业收入 80.31 亿元 (+11.70%),利润总额 3.16 亿元 (-9.02%),利润率 3.94% (-0.90pcts)。黎阳公司主要产品为三代中等推力航空发动机等产品,报告期营业收入 30.20 亿元 (+33.22%),利润总额 0.57 亿元 (-36.67%),利润率 1.88% (-2.08pcts)。

● 多指标表明下游需求持续增加

截至报告期末,公司存货 205.15 亿元 (+9.45%),其中在产品 146.89 亿元 (+13.21%),维持高位;合同负债 217.52 亿元 (+675.34%),同比增加 189.47 亿元;已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 484.88 亿元,与去年同比新增 134.78 亿元;其中 207.61 亿元预计将于 2022 年确认收入。公司 2022 年预计对航空工业集团下属单位销售商品的关联交易合计为 180.00 亿元,较 2021 年预告值增长 18.50%,较 2021 年实际发生增长 28.05%。

● 航空发动机龙头企业,短期产品结构调整影响盈利能力;长期增长逻辑清晰

航空发动机技术是大国地位和综合国力的体现,是现代航空技术的战略制高点,是现代国防不可或缺的重要内容,也是经济社会发展的重要支撑。从外部来看,我国航空发动机研制能力较世界先进水平仍有差距、航空发动机发展水平滞后于航空装备发展需求,不能完全满足军民用市场需求,航空发动机产业的国际格局仍未发生根本变化。国内来看,国内航空动力装备将形成一、二代机加速淘汰,三代机批量稳定交付、四代机研制、五代机预研加速的局面,为公司军用航空发动机产品发展提供了良好的机遇。

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。

公司拥有较大的市场份额和较高的品牌认可度,受公司产品研制周期长、技术难度大、投入成本高等因素的影响,公司规模增长需要一定周期。但公司将保持长期持续和稳定的增长态势。长期来看,随着公司产品结构不断升级,人员结构持续改善,将有力促进公司经济运行质量持续向好。

➤ 投资建议:

航空发动机技术是大国地位和综合国力的体现,从国内航空动力装备的趋势来看,将形成一、二代机加速淘汰,三代机批量稳定交付、四代机研制、五代机预研加速的局面,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,将迎来发展机遇期。

我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别 402.90 亿元、481.30 亿元和 575.356 亿元,归母净利润分别为 13.07 亿元、15.07 亿元及 18.39 亿元,EPS 分别为 0.49 元、0.57 元、0.69 元,我们维持买入评级。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	28632.62	34102.19	40290.55	48129.69	57535.31
增长率	13.57%	19.10%	18.15%	19.46%	19.54%
归属母公司股东净利润	1145.99	1187.62	1307.17	1507.13	1838.58
增长率	6.37%	3.63%	10.07%	15.30%	21.99%
每股收益 (EPS)	0.43	0.45	0.49	0.57	0.69

数据来源:WIND,中航证券研究所

➤ 公司近 5 年主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况

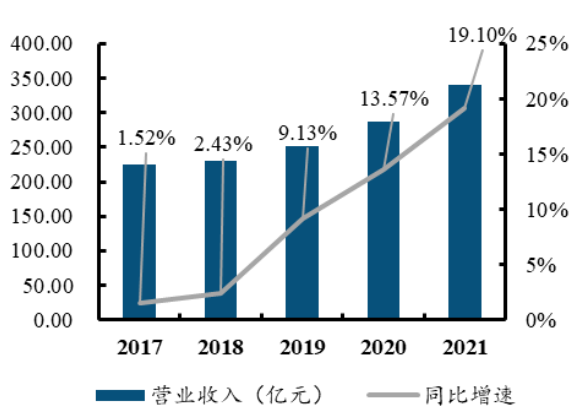
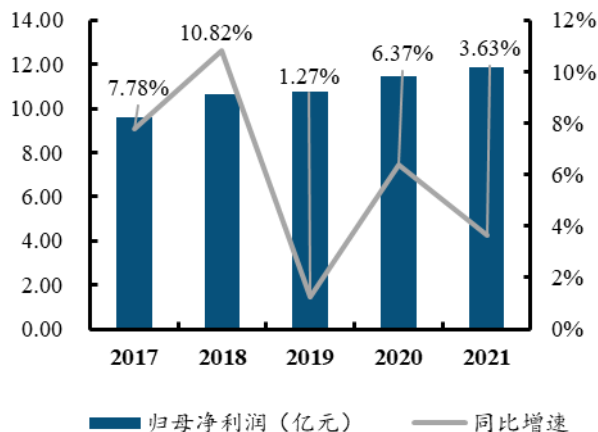


图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



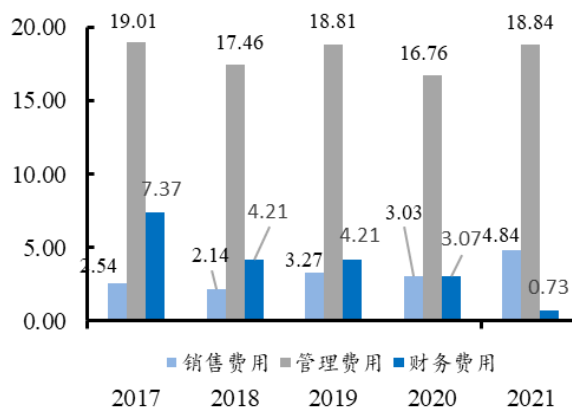
资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



图 4: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年研发费用情况

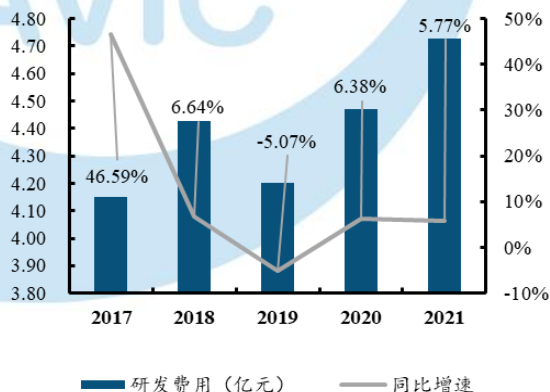
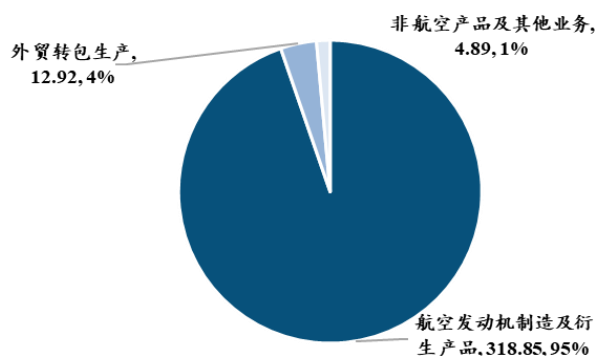


图 6: 公司 2021 产品结构收入 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	34102.19	40290.55	48129.69	57535.31
减: 营业成本	29841.56	34875.82	41198.15	49253.92
营业税金及附加	70.94	86.08	101.47	122.11
销售费用	484.09	514.96	620.12	751.90
管理费用	2357.08	2719.61	3200.62	3883.63
财务费用	73.46	746.26	1428.87	1558.98
资产减值损失	-326.63	-50.00	-50.00	-50.00
加: 投资收益	387.98	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	-28.00	21.83	7.92	6.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1306.37	1424.65	1642.38	2024.35
加: 其他非经营损益	101.04	69.60	80.44	77.37
利润总额	1407.40	1494.25	1722.82	2101.72
减: 所得税	176.26	187.08	215.70	263.13
净利润	1231.15	1307.17	1507.13	1838.58
减: 少数股东损益	43.53	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1187.62	1307.17	1507.13	1838.58
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	15906.78	10072.64	12032.42	14383.83
应收和预付款项	19520.43	22044.38	26936.53	32331.50
存货	20515.30	26257.11	30394.18	36199.07
其他流动资产	6360.69	6379.91	6392.19	6411.50
长期股权投资	2275.36	2275.36	2275.36	2275.36
投资性房地产	46.06	45.58	45.57	45.65
固定资产和在建工程	21376.01	19511.58	17517.55	15497.21
无形资产和开发支出	2828.05	2774.97	2721.89	2668.80
其他非流动资产	1819.83	1831.74	1842.95	1853.45
资产总计	90648.50	91193.25	100158.62	111666.38
短期借款	1586.43	29449.39	28799.77	34946.75
应付和预收款项	23087.15	14374.11	21944.43	24252.28
长期借款	646.21	646.21	646.21	646.21
其他负债	25391.31	5178.27	5715.81	6930.15
负债合计	50711.10	49647.97	57106.22	66775.40
股本	2665.59	2665.59	2665.59	2665.59
资本公积	27444.69	27444.69	27444.69	27444.69
留存收益	7642.21	8949.38	10456.51	12295.09
归属母公司股东权益	37451.79	39059.67	40566.79	42405.37
少数股东权益	2485.61	2485.61	2485.61	2485.61
股东权益合计	39937.40	41545.28	43052.41	44890.99
负债和股东权益合计	90648.50	91193.25	100158.62	111666.38
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	16704.36	-32856.62	4021.35	-2251.09
投资活动现金流净额	-8898.15	12.32	-3.08	-5.51
筹资活动现金流净额	54.09	27010.16	-2058.49	4608.01
现金流量净额	7840.72	-5834.14	1959.79	2351.40

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。