

信义山证汇通天下

证券研究报告

航空军工

航发动力（600893.SH）

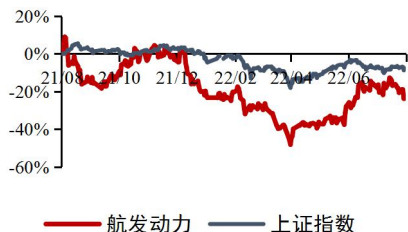
增持-A(维持)

航空发动机需求空前增长，主力产品进入量产时期

2022 年 8 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 8 月 26 日

收盘价（元）：	48.17
年内最高/最低（元）：	70.50/31.70
流通 A 股/总股本（亿）：	23.29/26.66
流通 A 股市值（亿）：	1,122.01
总市值（亿）：	1,284.02

基础数据：2022 年 6 月 30 日

基本每股收益：	0.24
摊薄每股收益：	0.24
每股净资产（元）：	15.11
净资产收益率：	1.71

分析师：

骆志伟

执业登记编码：S0760522050002

邮箱：luozhiwei@sxzq.com

事件描述

➢ 航发动力公司发布半年报。2022 年上半年，公司营业收入为 148.06 亿元，同比上升 46.83%；归母净利润为 6.51 亿元，同比上升 41.21%；扣非后归母净利润为 4.73 亿元，同比上升 22.60%；负债合计 544.44 亿元，同比上升 6.00%；货币资金 48.02 亿元，同比下降 40.93%；应收账款 216.58 亿元，同比上升 57.72%；存货 260.55 亿元，同比上升 1.18%。

事件点评

➢ 公司是我国主要航空发动机制造企业，主力型号已经处于产量上升期。涡扇-10 系列发动机已经十分成熟，并且已经推出多个改型，该发动机的批量生产极大缓解了我国军用飞机的“心脏病”问题。而随着新型号发动机如涡扇-15、涡扇-20、涡扇-19 等航空发动机研制进度的不断推进，我国将成为世界航空发动机制造强国，飞机“心脏病”问题将彻底解决。

➢ 公司受益于我军航空兵训练强度的不断加大和航空装备升级带来的成长。我军航空装备正处于加速换代时期，实战化训练使得飞行员平均飞行小时数极大增长，且发动机使用寿命有限，这导致对发动机的需求极大增长。产品的成熟和需求的提升使得公司业务可以进入较为长期的高增长时期。

投资建议

➢ 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.58\0.76\1.03 元，对应公司 8 月 26 日收盘价 48.17 元，2022-2024 年 PE 分别为 83.0\63.7\46.7，维持“增持-A”评级。

风险提示

➢ 新机列装和新型号量产进度可能低于预期，导致公司业绩低于预期。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,633	34,102	47,061	58,826	75,298
(增长率) YoY(%)	13.6	19.1	38.0	25.0	28.0
净利润(百万元)	1,146	1,188	1,547	2,017	2,750
(增长率) YoY(%)	6.4	3.6	30.3	30.4	36.4
毛利率(%)	15.0	12.5	13.9	14.8	15.3
EPS(摊薄/元)	0.43	0.45	0.58	0.76	1.03
ROE(%)	3.1	3.1	3.9	4.8	6.2
P/E(倍)	112.0	108.1	83.0	63.7	46.7
P/B(倍)	3.6	3.4	3.3	3.2	3.0
净利率(%)	4.0	3.5	3.3	3.4	3.7

数据来源：最闻，山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38448	62303	82596	94859	127624
现金	8089	15907	20092	25115	32147
应收票据及应收账款	10937	16641	21416	26155	34736
预付账款	503	2753	1741	3877	3314
存货	18744	20515	32792	33146	50760
其他流动资产	175	6487	6555	6568	6668
非流动资产	25904	28345	35904	41799	49811
长期投资	1757	2275	2864	3459	4054
固定资产	17083	18543	25633	31263	38943
无形资产	2358	2828	2742	2679	2649
其他非流动资产	4706	4699	4665	4398	4165
资产总计	64352	90648	118500	136659	177435
流动负债	27574	50546	77136	93668	132037
短期借款	2090	1586	25571	21581	47180
应付票据及应付账款	18222	22597	32828	35729	51509
其他流动负债	7262	26363	18737	36359	33348
非流动负债	-723	165	200	122	71
长期借款	799	646	682	604	552
其他非流动负债	-1522	-481	-481	-481	-481
负债合计	26851	50711	77336	93791	132108
少数股东权益	1401	2486	2525	2580	2653
股本	2666	2666	2666	2666	2666
资本公积	26886	27445	27445	27445	27445
留存收益	6812	7642	8750	10196	12166
归属母公司股东权益	36100	37452	38639	40288	42674
负债和股东权益	64352	90648	118500	136659	177435

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3609	16704	-9085	19056	-5019
净利润	1166	1231	1586	2071	2823
折旧摊销	1552	1589	1812	2408	3071
财务费用	307	73	990	1558	2330
投资损失	-113	-388	-191	-194	-221
营运资金变动	198	13560	-13246	13259	-12999
其他经营现金流	499	639	-37	-47	-23
投资活动现金流	-2669	-8898	-9142	-8063	-10839
筹资活动现金流	-1071	54	-1572	-1980	-2710

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.43	0.45	0.58	0.76	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	6.27	-3.41	7.15	-1.88
每股净资产(最新摊薄)	13.54	14.05	14.50	15.11	16.01

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	28633	34102	47061	58826	75298
营业成本	24345	29842	40520	50120	63777
营业税金及附加	63	71	133	151	182
营业费用	303	484	553	728	920
管理费用	1676	1884	2730	3471	4292
研发费用	447	473	518	618	753
财务费用	307	73	990	1558	2330
资产减值损失	-371	-327	0	0	0
公允价值变动收益	38	-28	37	47	23
投资净收益	113	388	191	194	221
营业利润	1390	1306	1845	2422	3288
营业外收入	50	128	86	79	86
营业外支出	31	27	36	37	33
利润总额	1410	1407	1895	2464	3341
所得税	244	176	309	393	518
税后利润	1166	1231	1586	2071	2823
少数股东损益	20	44	39	55	73
归属母公司净利润	1146	1188	1547	2017	2750
EBITDA	2898	2658	4012	5643	7656

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	13.6	19.1	38.0	25.0	28.0
营业利润(%)	3.1	-6.0	41.3	31.2	35.8
归属于母公司净利润(%)	6.4	3.6	30.3	30.4	36.4
获利能力					
毛利率(%)	15.0	12.5	13.9	14.8	15.3
净利率(%)	4.0	3.5	3.3	3.4	3.7
ROE(%)	3.1	3.1	3.9	4.8	6.2
ROIC(%)	2.8	2.3	2.8	4.3	4.2
偿债能力					
资产负债率(%)	41.7	55.9	65.3	68.6	74.5
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
估值比率					
P/E	112.0	108.1	83.0	63.7	46.7
P/B	3.6	3.4	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	43.5	42.4	33.0	21.8	18.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

