

1H22 收入增长 46.8%；航发产业拐点逐渐验证

2022 年 08 月 27 日

➤ **事件：**公司 8 月 26 日发布了 2022 年中报，1H22 实现营收 148.1 亿元，YoY+46.8%；归母净利润 6.5 亿元，YoY+41.2%；扣非归母净利润 4.7 亿元，YoY+22.6%。**公司中报业绩整体符合市场预期。**上半年收入增长主要是客户需求扩大，新产品交付增加导致。

➤ **新品占比提升影响整体毛利率。**单季度看，1Q22 和 2Q22 公司分别营收 54.0 亿元、94.1 亿元，同比增长 44.3%和 48.3%；归母净利润 0.7 亿元、5.9 亿元，同比增长 92.5%和 37.1%。**利润率角度：**公司 1H22 毛利率 11.7%，同比降低 5.85ppt；净利率 4.66%，同比降低 0.15ppt。毛利率降低主要是新品交付增加，成本同比增速 (+57%) 高于营收增速 (+47%)。**季度节奏：**2018~2021 年，公司上半年营收占全年比分别为 36.0%/35.0%/32.1%/29.6%，归母净利润占比分别为 33.8%/30.0%/35.7%/38.8%。公司下半年有望保持较好增长态势。

➤ **持续聚焦航空发动机及燃气轮机主业；重点子公司发展向好。**分业务看，1) 1H22 公司航空发动机及衍生品业务营收 137 亿元，YoY+50.1%，占总收入比例同比提升 3.58ppt 至 94.1%；2) 外贸出口转包业务营收 7.2 亿元，YoY+20.9%，占比总收入同比减少 1.05ppt 至 4.9%。**子公司情况：**1) 黎明公司营收 95.6 亿元，YoY+95.1%；净利润 2.4 亿元，YoY+6.9%。2) 南方公司营收 29.9 亿元，YoY+3.6%；净利润 1.6 亿元，YoY+49.9%。3) 黎阳动力实现营收 13.1 亿元，YoY+6.7%；净利润 2.0 亿元，YoY+256.4%。重点子公司发展不断向好。

➤ **费用管控能力增强；应收/存货/预付增长或表明下游需求景气。**费用端，1H22 期间费用率 7.8%，同比减少 4.8ppt。其中：1) 管理费用率 4.6%，同比减少 3.3ppt；2) 研发费用率 1.8%，同比减少 1.1ppt，主要是部分研发项目未到结项时间，费用结转同比减少；3) 销售费用率 1.7%，同比增加 0.2ppt。**截至 2Q22 末，公司：**1) 应收账款及票据 247.4 亿元，较年初增加 48.7%，主要是收入增加，回款滞后；2) 存货 260.5 亿元，较年初增加 27.0%，主要是订单增加，产品投入增加；3) 预付账款 33 亿元，较年初增加 20.0%；4) 合同负债 197.1 亿元，较年初减少 9.4%；5) 经营活动现金流净额-94.3 亿元，去年同期为 130.2 亿元，主要是本期收到客户预付款减少。

➤ **投资建议：**公司是我国航空发动机龙头，是国内目前唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系航空发动机企业。伴随国产发动机逐渐上量及公司产品日趋成熟稳定，业绩具有较大增长空间。近三年公司收入增速不断加速，产业拐点逐渐验证。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 14.89 亿元、19.51 亿元、25.40 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 分别是 86x/66x/51x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、疫情影响生产交付等。

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	42037	51693	63503
增长率 (%)	19.1	23.3	23.0	22.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1188	1489	1951	2540
增长率 (%)	3.6	25.4	31.0	30.2
每股收益 (元)	0.45	0.56	0.73	0.95
PE	108	86	66	51
PB	3.4	3.3	3.2	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

48.17 元


分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

1. 航发动力 (600893.SH) 2021 年报点评：
短期因素影响利润释放；中长期成长空间较大
-2022/04/10

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	42037	51693	63503
营业成本	29842	36904	45270	55427
营业税金及附加	71	87	108	132
销售费用	484	609	782	1057
管理费用	1884	2300	2842	3491
研发费用	473	583	752	975
EBIT	1001	1554	1938	2420
财务费用	73	100	100	100
资产减值损失	-327	-327	-327	-310
投资收益	388	478	588	722
营业利润	1306	1702	2243	2932
营业外收支	101	40	40	40
利润总额	1407	1742	2282	2972
所得税	176	218	286	372
净利润	1231	1524	1997	2600
归属于母公司净利润	1188	1489	1951	2540
EBITDA	2600	3233	3655	4209

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	15907	19159	23927	30983
应收账款及票据	16641	18353	19870	20752
预付款项	2753	3064	3571	4285
存货	20515	25044	30796	37795
其他流动资产	6487	6517	6553	6597
流动资产合计	62303	72137	84716	100411
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	102224	115841	132500
短期借款	1586	1586	1586	1586
应付账款及票据	22597	28204	35086	43983
其他流动负债	26363	31154	36239	41748
流动负债合计	50546	60945	72912	87318
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	61110	73076	87482
股本	2666	2666	2666	2666
少数股东权益	2486	2520	2566	2625
股东权益合计	39937	41114	42764	45017
负债和股东权益合计	90648	102224	115841	132500

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	23.27	22.97	22.85
EBIT 增长率	-37.78	55.26	24.70	24.83
净利润增长率	3.63	25.36	31.04	30.20
盈利能力 (%)				
毛利率	12.49	12.21	12.42	12.72
净利率	3.61	3.62	3.86	4.09
总资产收益率 ROA	1.31	1.46	1.68	1.92
净资产收益率 ROE	3.17	3.86	4.85	5.99
偿债能力				
流动比率	1.23	1.18	1.16	1.15
速动比率	0.77	0.72	0.69	0.67
现金比率	0.31	0.31	0.33	0.35
资产负债率 (%)	55.94	59.78	63.08	66.02
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	0.41	0.45	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.56	0.73	0.95
每股净资产	14.05	14.48	15.08	15.90
每股经营现金流	6.27	2.47	2.74	3.55
每股股利	0.14	0.14	0.14	0.14
估值分析				
PE	108	86	66	51
PB	3.4	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	44.29	34.61	29.32	23.78
股息收益率 (%)	0.28	0.28	0.28	0.28

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1231	1524	1997	2600
折旧和摊销	1599	1679	1716	1789
营运资金变动	13560	3382	3721	5348
经营活动现金流	16704	6578	7312	9458
资本开支	-2951	-3067	-2395	-2388
投资	-6219	-291	-291	-291
投资活动现金流	-8898	-2880	-2097	-1956
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	3252	4768	7056

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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026