



买入(维持)

所属行业: 国防军工/航空装备  
当前价格(元): 48.17

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

邮箱: nizy@tebon.com.cn

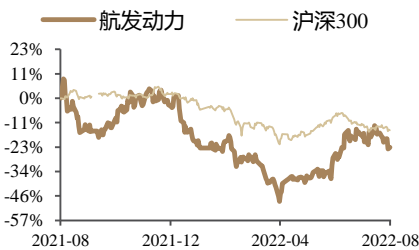
研究助理

杨英杰

邮箱: yangyj@tebon.com.cn

电话: 18569550629

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.37	6.78	20.67
相对涨幅(%)	-4.11	13.32	17.81

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《航发动力(600893.SH):型号放量与内生变革双轮驱动,动力王朝即将崛起》, 2022.8.22

# 航发动力(600893.SH): 营收与利润双增, 四大主机厂业绩全面增长

## 投资要点

- **事件:** 2022年8月26日晚, 公司发布2022年半年度报告。2022H1公司实现营业收入148.06亿元(+46.83%); 归母净利润6.51亿元(+41.21%); 扣非归母净利润4.73亿元(+22.60%)。
- **2022H1公司营收与利润同步双增, 四大主机厂业绩全面增长。**截至2022H1, 公司共实现营业收入148.06亿元, 同比增长46.83%; 共实现归母净利润6.51亿元, 同比增长41.21%, 公司收入与净利润增长较快的主要原因为公司产品交付增加与期间费用同比减少及投资收益同比增加。**四大主机厂中黎明公司营收增长贡献最大, 我们认为公司或受益于下游直接需求增长与维修需求增加, 黎明公司2022H1实现营收95.58亿元(+95.11%), 实现利润总额2.38亿元(+6.92%); 南方公司利润增速高于营收增速, 我们认为公司或受益于产品更替结构优化, 南方公司2022H1实现营收29.86亿元(+3.61%), 实现利润总额1.59亿元(+49.95%); 黎阳公司利润增速亮眼, 我们认为公司或受益于整机产品逐渐交付, 黎阳动力2022H1实现营收13.06亿元(+6.67%), 实现利润总额1.95亿元(+256.41%); 西航公司营收与利润平稳增长, 西航(母公司报表口径)2022H1实现营收41.11亿元(+22.90%), 实现利润总额4.11亿元(+6.61%)。**
- **公司盈利能力边际改善, 费用管控良好。**公司22H1毛利率为11.68%, 同比-5.85pct; 净利率为4.66%, 同比-0.15pct。单季度来看, 公司22Q2毛利率为12.34%, 同比-6.48pct, 环比+1.81pct; 净利率为6.44%, 同比-0.48pct, 环比+4.87pct。期间费用率方面, 公司2022H1销售、管理、研发、财务费用率分别为1.71%、4.57%、1.82%、-0.31%, 同比变化分别为+0.20pct、-3.30pct、-1.14pct、-0.59pct; 2022Q2环比Q1变化分别为-0.31pct、-3.04pct、0.90pct、-0.55pct。公司盈利能力环比提升, 边际改善明显, 费用管控能力同步加强, 随着公司产品交付规模与工艺质量提升, 公司毛利率有望企稳回升并实现业绩高增。
- **公司拟转让晋航公司80%股权, 优化业务轻装上阵。**公司目前持有晋航公司100%的股权, 为落实公司发展战略, 加快产业聚焦, 公司拟将持有的晋航公司80%股权在北京产权交易所公开挂牌方式转让。晋航公司2022年H1实现营收1897.27万元, 较上年同期3365.57万元减少1468.30万元; 利润总额为-891.84万元, 较上年同期317.38万元减少1209.22万元。股权转让成功后, 公司对晋航公司持股比例将从100%降至20%, 公司合并报表将不再纳入该子公司。
- **航发龙头一柱擎天, 迎来赛道高景气。**公司是我国航空发动机产业的中流砥柱, 是国内唯一掌握全谱系航空发动机从零部件到整机加工制造技术的企业, 具备引领、拉动行业的综合能力。目前军机加速放量带动航空发动机配套需求提升, 全面加强练兵备战加剧航空发动机损耗带动维修替换需求增加, 航空发动机赛道迎来需求增长的高景气阶段, 公司作为行业龙头或有望充分受益。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2022~2024年归母净利润分别为15.24、20.94、27.56亿元, EPS分别为0.57、0.79、1.03元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新型号研发生产不及预期、客户需求放缓、原材料价格波动。

**股票数据**

总股本(百万股):	2,665.59
流通 A 股(百万股):	2,329.27
52 周内股价区间(元):	32.44-68.21
总市值(百万元):	128,401.67
总资产(百万元):	94,711.45
每股净资产(元):	14.17

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,633	34,102	44,301	55,604	66,363
(+/-)YOY(%)	13.6%	19.1%	29.9%	25.5%	19.3%
净利润(百万元)	1,146	1,188	1,524	2,094	2,756
(+/-)YOY(%)	6.4%	3.6%	28.3%	37.4%	31.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.43	0.45	0.57	0.79	1.03
毛利率(%)	15.0%	12.5%	12.6%	12.9%	13.7%
净资产收益率(%)	3.2%	3.2%	3.9%	5.1%	6.3%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.57	0.79	1.03
每股净资产	14.05	14.49	15.27	16.31
每股经营现金流	6.27	2.08	-0.89	6.51
每股股利	0.14	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	141.02	84.25	61.32	46.58
P/B	4.52	3.33	3.15	2.95
P/S	3.77	2.90	2.31	1.93
EV/EBITDA	59.96	33.09	29.31	21.32
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	12.5%	12.6%	12.9%	13.7%
净利润率	3.6%	3.5%	3.9%	4.3%
净资产收益率	3.2%	3.9%	5.1%	6.3%
资产回报率	1.3%	1.5%	1.9%	2.1%
投资回报率	2.1%	2.7%	3.5%	4.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.1%	29.9%	25.5%	19.3%
EBIT 增长率	-37.8%	36.8%	36.5%	36.7%
净利润增长率	3.6%	28.3%	37.4%	31.6%
偿债能力指标				
资产负债率	55.9%	60.6%	60.6%	65.7%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.3	0.3	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	111.6	115.9	112.6	111.0
存货周转天数	236.8	230.0	225.0	220.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.8	2.4	3.0	3.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,188	1,524	2,094	2,756
少数股东损益	44	42	57	84
非现金支出	2,093	2,023	2,110	2,181
非经营收益	-179	-230	-362	-514
营运资金变动	13,560	2,188	-6,269	12,855
经营活动现金流	16,704	5,547	-2,370	17,364
资产	-2,951	-2,155	-1,935	-1,730
投资	-6,219	-321	-396	-428
其他	272	275	399	548
投资活动现金流	-8,898	-2,202	-1,932	-1,611
债权募资	-244	130	230	-168
股权募资	215	0	0	0
其他	84	-442	-89	-90
融资活动现金流	54	-312	141	-258
现金净流量	7,841	3,034	-4,161	15,495

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 26 日  
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	34,102	44,301	55,604	66,363
营业成本	29,842	38,724	48,431	57,245
毛利率%	12.5%	12.6%	12.9%	13.7%
营业税金及附加	71	92	116	138
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	484	851	1,056	1,228
营业费用率%	1.4%	1.9%	1.9%	1.8%
管理费用	1,884	2,747	3,447	4,115
管理费用率%	5.5%	6.2%	6.2%	6.2%
研发费用	473	709	945	1,394
研发费用率%	1.4%	1.6%	1.7%	2.1%
EBIT	1,001	1,370	1,869	2,556
财务费用	73	-109	-138	-87
财务费用率%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-327	0	0	0
投资收益	388	275	399	548
营业利润	1,306	1,771	2,438	3,224
营业外收支	101	20	21	23
利润总额	1,407	1,791	2,459	3,247
EBITDA	2,600	3,393	3,979	4,738
所得税	176	224	308	407
有效所得税率%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
少数股东损益	44	42	57	84
归属母公司所有者净利润	1,188	1,524	2,094	2,756

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	15,907	18,940	14,779	30,274
应收账款及应收票据	16,641	18,820	24,316	26,194
存货	20,515	28,965	31,574	38,392
其它流动资产	9,240	8,776	10,146	10,433
流动资产合计	62,303	75,501	80,816	105,292
长期股权投资	2,275	2,567	2,930	3,320
固定资产	18,543	18,816	18,712	18,247
在建工程	2,833	2,633	2,483	2,383
无形资产	2,450	2,572	2,730	2,928
非流动资产合计	28,345	28,836	29,110	29,143
资产总计	90,648	104,337	109,926	134,435
短期借款	1,586	1,686	1,886	1,819
应付票据及应付账款	22,597	29,721	36,213	41,646
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	26,363	31,591	28,307	44,710
流动负债合计	50,546	62,998	66,406	88,175
长期借款	646	676	706	606
其它长期负债	-481	-481	-481	-481
非流动负债合计	165	195	225	125
负债总计	50,711	63,193	66,631	88,300
实收资本	2,666	2,666	2,666	2,666
普通股股东权益	37,452	38,616	40,710	43,466
少数股东权益	2,486	2,528	2,585	2,669
负债和所有者权益合计	90,648	104,337	109,926	134,435

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。