

2022年08月28日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航发动力 (600893)

2022年中报点评：新产品占比增加，交付提速

报告摘要

◆ 事件：

公司8月27日公告，2022H1年营收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%)；毛利率11.68%(-5.85pcts)，净利率4.66%(-0.15pcts)。同时，2022Q2营收94.06亿元，同比+48.32%，环比+74.19%；归母净利润5.85亿元，同比+37.07%，环比+786.36%。

投资要点：

◆ 营收增长47%，增速创新高；新产品占比增加，毛利率下滑，费用率减少，净利率略降

2022H1，公司营收148.06亿元(+46.83%)，增速创新高，毛利率11.68%(-5.85pcts)，持续下行，公司产品结构调整，新产品占比增加，新产品原材料占比可能较高且工艺需要不断的迈向成熟，对毛利率产生了一些影响。公司归母净利润6.51亿元(+41.21%)，保持了较高的增速，净利率4.66%(-0.15pcts)。2022Q2，公司营业收入94.06亿元(+48.32%)，环比+74.19%，延续了Q1的高增速；但同时毛利率12.34%，同比-6.49pcts，环比+1.81pcts，净利率6.44%，同比-0.48pcts，环比+4.87pcts。

从费用来看，公司销售费用2.54亿元(+66.82%)，销售费用率1.71%(+0.21pcts)，主要变动原因为售后保障任务增加，销售服务费与去年同期相比增加1.03亿元。管理费用6.76亿元(-14.86%)，管理费用率4.57%(-3.31pcts)，出现了较为明显的降低；一方面是随着公司规模的增长，规模效应逐步显现，另一方面，管理费用中的修理费为0.07亿元，较去年同期减少1.28亿元。财务费用-0.46亿元(-260.39%)，财务费用率-0.31%(-0.59pcts)，该部分主要是美元汇率升值，汇兑收益增加的影响。研发费用的2.70亿元(-9.41%)，研发费用率1.82%(-1.13pcts)，部分研发项目尚未到结项时间，未转结至费用。综合下来，期间费用率7.79%，同比降低4.83pcts。

投资评级

买入

维持评级

2022年08月26日

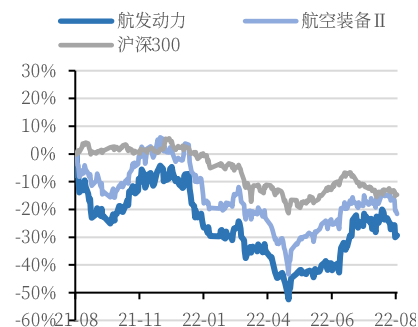
收盘价(元): 48.17

目标价(元): 65.00

公司基本数据

总股本(百万股)	2,665.59
总市值(百万)	128,401.67
流通股本(百万股)	2,329.27
流通市值(百万)	112,200.79
12月最高/最低价(元)	70.50/31.70
资产负债率(%)	57.48
每股净资产(元)	14.17
市盈率(TTM)	93.20
市净率(PB)	3.40
净资产收益率(%)	1.72

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

方晓明 研究助理
SAC执业证书: S0640120120034
联系电话: 010-59562523
邮箱: fangxm@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

此外，公司投资收益 1.69 亿元，较去年同期增加 1.26 亿元。为提高公司资金使用效率，公司合理利用闲置资金进行现金管理，报告期内公司累计购买现金管理产品 80 亿元。

◆ **存货周转率提升，交付提速；在手订单充足，需求高景气持续**

截至 6 月底，公司存货 260.55 亿元 (+27.00%)，订单增加，产品投入持续增加，占比较大的项为原材料、在产品、发出商品，原材料 50.82 亿元、较期初增加 10.76 亿元，在产品 179.60 亿元、较期初增加 32.74 亿元，发出商品 19.62 亿元，较期初增加 8.15 亿元。报告期内，存货周转率为 0.56，为近五年同比最高，存货周转变快。

报告期末，合同负债 197.08 亿元，较去年年底减少 20.44 亿元，订单逐步交付。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 476.74 亿元，其中 146.98 亿元预计将于 2022 年确认收入。

◆ **产品结构持续调整，各子公司业绩出现分化；黎明公司营收增长**

95.11%，利润率有所下滑

公司的主要业务为包含三类，航空发动机制造及衍生产品、外贸转包、非航产品收入及其他。其中，航空发动机制造及衍生产品营业收入额 136.95 亿元 (+50.05%)，营收占比 92.50%；外贸转包生产营业收入 7.24 亿元 (+20.92%)；非航空产品及其他业务营业收入 1.37 亿元(-35.12%)，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将采取收缩战略。

公司的业务具体到经营主体来看：

航发动力母公司实现营收 41.11 亿元 (+22.90%)，实现净利润 3.95 亿元 (+7.34%)。黎明公司主要从事航空发动机、燃气轮机等，其产品广泛装备我国多款高性能军机，上半年实现营收收入 95.58 亿元 (+95.11%)，交付提速，利润总额 2.38 亿元 (+6.92%)，利润总额增速远低于营收增速，黎明新产品较多，新工艺、新材料占比较大，短期内毛利率相对较低。南方公司主要产品为涡轴发动机和活塞式发动机等，广泛应用于各型号直升机，营业收入 29.86 亿元 (+3.61%)，利润总额 1.59 亿元 (+49.95%)。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 13.06 亿元 (+6.67%)，利润总额 1.95 亿元 (+256.41%)。

◆ **推进小核心、大协作，联合优质供应商补链、强链；积极处置、盘活低效资产，聚焦核心能力建设**

中国航发聚焦航空发动机主业，积极构建“小核心、大协作、专业化、开放型”科研生产体系。2022 年 6 月 24 日，航发动力与钢研高纳合资设

立西安钢研高纳航空部件有限公司，航发动力以资产出资，持股 32.03%。此次合作开辟了航发主机厂与核心战略供应商深入合作的新模式；引入核心战略供应商升级配套产能，为公司产能提升、供应链安全等有较为积极的作用。

同时，公司 8 月 27 日公告，拟挂牌转让全资子公司晋航公司 80% 股权，晋航公司 2021 年收入 0.69 亿元，微利，2020 年为亏损状态。此次转让有利于提高存量资产的使用效能、盘活低效资产，优化公司业务结构，聚焦核心能力建设。此次转让后，晋航公司出表。

◆ 航空发动机龙头企业，交付提速；期待产品稳定后盈利能力提升

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。

航发动力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。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。

公司建立了从毛坯生产到零件加工、总装试车的涵盖航空发动机全制造过程的国内先进的航空发动机生产线，在精密铸造、精密锻造、机匣加工、钣金成型、整体叶盘与粉末盘制造、传动轴加工及检测、热喷涂涂层制备、增材制造、高速动平衡和数字化装配等领域处于国内领先水平。

受公司产品研制周期长、技术难度大、投入成本高等因素影响，公司盈利放量增长需要一定时间。但公司将保持长期持续和稳定的增长态势，且随着公司产品结构不断升级和成熟，交付和生产体系逐步完善，人员结构优化，成本工程取得进展，公司经济运行质量将持续向好。

投资建议：

2022 年上半年，航发动力营收增长 47%，增速创新高；新产品占比增加，毛利率下滑，费用率减少，净利率略降。存货周转率提升，交付提速；在手订单充足。航发动力持续推进小核心、大协作，联合优质供应商补链、强链；积极处置、盘活低效资产，聚焦核心能力建设。

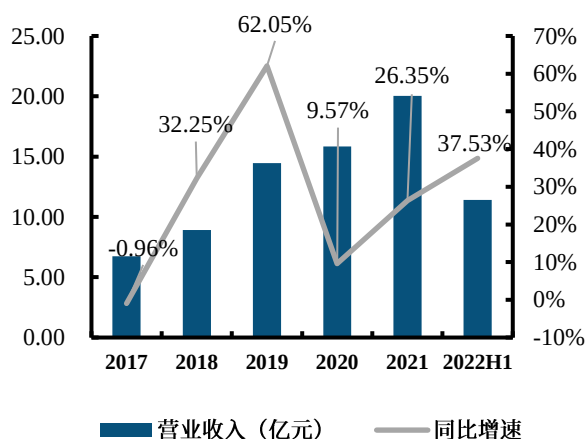
航发动力是国内唯一全谱系军用航空发动机研制生产企业，也是航发旗下航空动力整体唯一上市平台公司，品牌知名度及市场地位较为突出。虽然受限於航空发动机产业研制周期长、技术难度大、投入成本高等因素影响，公司盈利放量增长需要一定时间。但公司将保持长期持续和稳定的增长态势，且随着公司产品结构不断升级和成熟，交付和生产体系逐步完善，人员结构优化，成本工程取得进展，公司经济运行质量将持续向好，期待产品稳定后盈利能力提升。

我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别 439.11 亿元、541.30 亿元和 662.54 亿元，归母净利润分别为 14.99 亿元、18.92 亿元及 23.41 亿元，EPS 分别为 0.56 元、0.71 元、0.88 元，我们维持买入评级，目标价 65.00 元。

风险提示：原材料波动导致毛利率下滑的风险；宏观环境波动导致市场需求下降等，产品交付不及预期等。

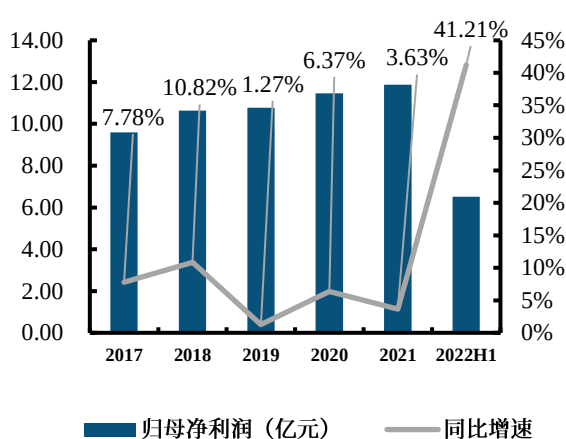
财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28632.62	34102.19	43911.19	54130.44	66254.12
增长率（%）	13.57	19.10	28.76	23.27	22.40
归母净利润（百万元）	1145.99	1187.62	1499.49	1892.40	2340.50
增长率（%）	6.37	3.63	26.26	26.20	23.68
毛利率（%）	14.97	12.49	12.41	12.56	12.73
每股收益（元）	0.43	0.45	0.56	0.71	0.88
市盈率 PE	112.04	108.12	85.63	67.85	54.86
市净率 PB	3.56	3.43	3.34	3.22	3.10
净资产收益率 ROE（%）	3.17	3.17	3.89	4.75	5.65
资料来源：IFIND，中航证券研究所					

图1 公司营业收入及增速情况



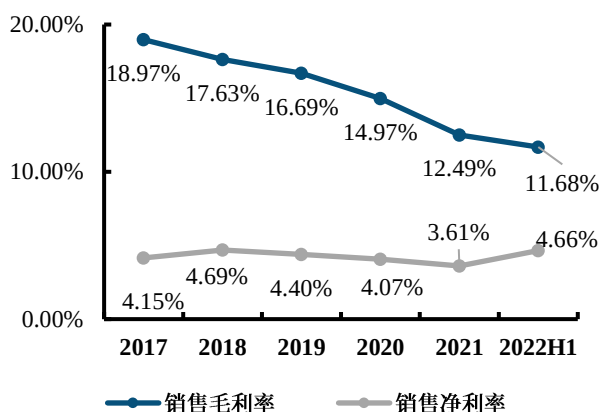
资料来源：WIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



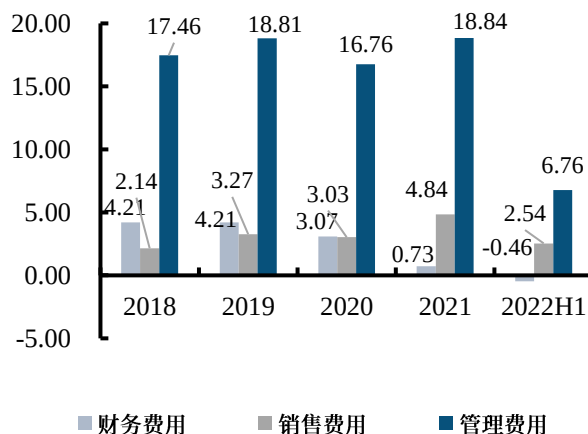
资料来源：WIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



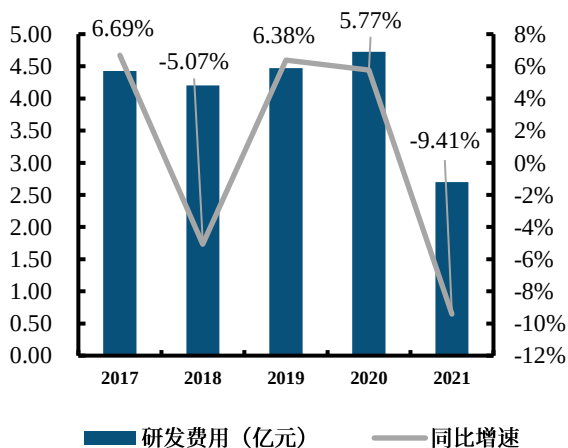
资料来源：WIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位：亿元）



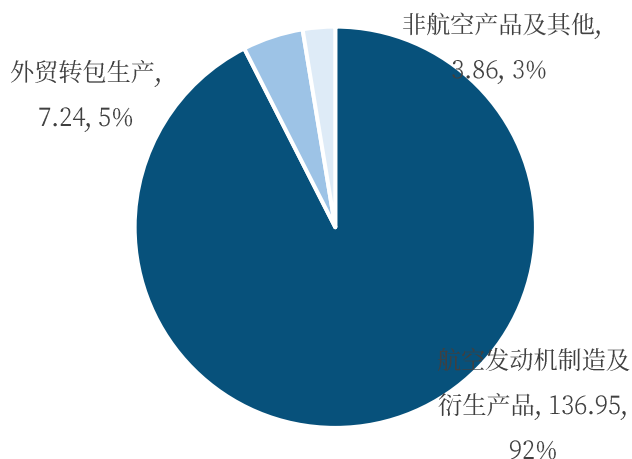
资料来源：WIND，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况



资料来源：WIND，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成（2022H1）（单位：亿元）



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	43911.19	54130.44	66254.12
营业成本	29841.56	38461.92	47332.29	57822.95
税金及附加	70.94	106.97	120.79	148.71
销售费用	484.09	614.76	757.83	927.56
管理费用	1884.31	2239.47	2652.39	3113.94
研发费用	472.77	658.67	866.09	1126.32
财务费用	73.46	19.76	-17.35	-41.46
资产减值损失	-326.63	-353.15	-433.04	-607.23
信用减值损失	-167.30	-94.77	-180.19	-217.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	387.98	176.42	194.58	194.58
公允价值变动损益	-28.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	18.75	12.43	12.43	12.43
其他收益	146.49	171.40	171.40	171.40
营业利润	1306.37	1721.96	2183.58	2710.04
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1407.40	1761.70	2223.32	2749.78
所得税	176.26	220.63	278.44	344.37
净利润	1231.15	1541.08	1944.89	2405.42
少数股东损益	43.53	41.59	52.49	64.92
归属母公司股东净利润	1187.62	1499.49	1892.40	2340.50
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	15906.78	7681.53	11795.44	16238.95
应收票据及账款	16640.70	18921.11	23324.54	28548.57
预付账款	2753.05	1722.03	2122.79	2598.23
其他应收款	126.69	199.92	246.45	301.64
存货	20515.30	30004.45	36924.29	45108.14
其他流动资产	6360.69	6422.18	6450.62	6484.35
长期股权投资	2275.36	2337.36	2417.52	2497.67
固定资产	18558.91	16049.54	13466.21	10808.90
在建工程	2833.05	2360.87	1888.70	1416.52
无形资产	2449.96	2094.15	1727.83	1351.01
长期待摊费用	0.17	0.09	0.00	0.00
其他非流动资产	2227.85	2176.86	2107.72	2038.59
资产总计	90648.50	89970.09	102472.10	117392.59
短期借款	1586.43	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	22596.77	28469.71	35035.61	42800.85
其他流动负债	26363.17	20519.15	25277.25	30915.11
长期借款	651.72	442.62	247.31	66.19
其他非流动负债	-486.99	-486.99	-486.99	-486.99
负债合计	50711.10	48944.50	60073.18	73295.16
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	7341.50	8388.10	9708.93	11342.53
归属母公司权益	37451.79	38498.39	39819.22	41452.82
少数股东权益	2485.61	2527.20	2579.69	2644.61
股东权益合计	39937.40	41025.59	42398.91	44097.43
负债和股东权益合计	90648.50	89970.09	102472.10	117392.59
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	16694.71	-6033.83	4788.94	5215.59
投资活动现金流净额	-8898.15	76.76	74.49	74.49
筹资活动现金流净额	54.09	-2268.18	-749.51	-846.56
现金流量净额	7831.07	-8225.25	4113.91	4443.51

资料来源：IFIND，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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发送或为任何就送发、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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637