

航发动力 (600893.SH)

2021Q3 营收、归母净利润分别同增 32%、43%，航发交付再提速

事件：公司发布 2021 年三季报。2021Q1-Q3 公司实现营收（183.43 亿元，+18.59%），归母净利润（7.83 亿元，+23.58%），扣非归母净利润（6.67 亿元，+25.82%）；其中，2021Q3 单季度实现营收 82.59 亿元，同比+31.64%，环比+30.24%；归母净利润 3.22 亿元，同比+42.91%，环比-24.67%，主要原因在于 2021Q3 毛利率环比下滑 8.17pct。

此外，上调关联交易金额，表明今年交付量超过产业自身年初预期。预计 2021 年对航发集团系统内及航空工业集团系统内销售商品、提供劳务关联交易金额 173.83 亿元，较 2021 年初公告上调 6.51%，较 2020 年实际完成额增加 50.44%。

2021Q3 公司营收、归母净利润分别实现 31.64%、42.91% 的增长，超市场预期。我们预计毛利率环比下滑主要原因是：多个航发型号处在研制阶段，从 2021Q1-Q3 研发费用同比增长 80.99% 已是证明；产品结构调整以及上游原材料涨价等。我们认为，值得重点说明的是：一方面，航发整机营收增速提速，甚至调整全年对集团销售商品的关联交易额，都可以说明航发全产业链迎来高景气阶段；另一方面，多个航发型号处于不断研制阶段，正如航发动力中报所述：【科技研发工作有力推进，三代机工艺不断趋于成熟；四代机关键技术能力大幅提升；五代机预研技术持续突破瓶颈】，多产品线的布局，随之而来的批产都预示着航发产业迈入长周期、持续向上的高景气阶段。

资产负债表及现金流量表：多项指标预示公司在手订单饱满，大额预收款落地带动现金流持续改善。2021 年前三季度公司 1) 应收账款+票据：188.93 亿元，较去年年末增长 72.75%，表明销售收入增加；2) 合同负债 229.58 亿元，较去年年末增长 718.32%，表明公司在手订单饱满；3) 预付账款 29.88 亿元，较去年年末增长 493.37%，表明公司向产业链上游采购大幅增长；4) 存货 264.75 亿元，较去年年末增长 41.24%，表明后续收入增长潜力很大。现金流量方面，2021 年前三季度公司经营性现金流量净额 87.6 亿元，去年同期为-91.67 亿元，主要是收到大额预付款；投资活动现金流量净额-116.03 亿元，去年同期为-14.94 亿元，主要是公司办理结构性存款。

行业：航空发动机是一条值得长期掘金的赛道：战略意义上，军用航发是航空强国的中流砥柱、商用航发是制造强国的皇冠明珠。投资角度上，航发产业具备 5 个特征：空间足够大、赛道足够长、产品应用周期足够长、壁垒足够高、产业格局足够好。

1) 空间足够大、赛道足够长：军用航发、商用航发、航发维修三维塑造航发产业长足发展空间，我们预计未来 7 年我国航发整体市场空间超过 9000 亿元。

2) 产品应用周期足够长：航发的研制有高投入高回报的特点，一旦研制成功产品的应用周期很长，一款成熟产品能够销售 30~50 年，面临的竞争威胁很小，制造商可以安心享受技术和产业链升级带来的好处；尤其是核心机会派生出一系列的机型，会更加丰富产品的应用周期。

3) 壁垒足够高、产业格局足够好：航空发动机技术壁垒高，以至全球都呈少数寡头垄断局面。在国际上，航发动力也是能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。

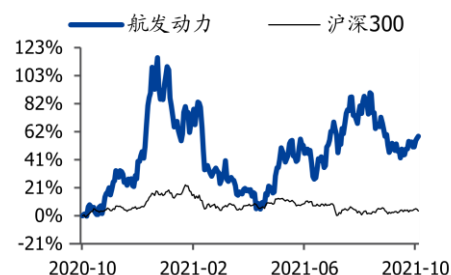
公司：航发动力作为我国军用航空发动机唯一总装上市公司，将充分受益于我国航发赛道高增长的高确定性以及长期性。航发动力是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业，是中国航发旗下航空动力整体上市唯一平台。2021H1 大额预收款的落地直接锁定了未来几年确定性极高的高景气度，2021Q3 营收同比环比均实现大幅增长验证了此前我们对于交付节奏提速的判断，上调关联交易预示全年高增长可

买入（维持）

股票信息

行业	航空装备
前次评级	买入
10月27日收盘价(元)	56.98
总市值(百万元)	151,885.56
总股本(百万股)	2,665.59
其中自由流通股(%)	87.37
30日日均成交量(百万股)	31.77

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

相关研究

- 1、《航发动力（600893.SH）：2021Q2 业绩提速，248 亿元大额预付款落地验证行业高景气度》2021-08-29
- 2、《航发动力（600893.SH）：2021Q1 营收同比增长 8.41%，向上游采购量已经大幅增长》2021-04-30
- 3、《航发动力（600893.SH）：2021 年关联交易预计金额大幅增长，产业链景气度逐步验证》2021-01-09

期。我们预计“十四五”航发动力将会进入快速成长期。

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 15.82、20.13、25.81 亿元，EPS 分别为 0.59、0.76、0.97 元，对应估值为 106X、83X、65X，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期；航发新机型研制进程低于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	25,210	28,633	33,553	39,643	46,929
增长率 yoy（%）	9.1	13.6	17.2	18.2	18.4
归母净利润（百万元）	1,077	1,146	1,582	2,013	2,581
增长率 yoy（%）	1.3	6.4	38.0	27.3	28.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.40	0.43	0.59	0.76	0.97
净资产收益率（%）	3.0	3.1	4.1	5.1	6.2
P/E（倍）	155.4	146.1	105.8	83.2	64.9
P/B（倍）	5.8	4.6	4.5	4.3	4.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	38188	38448	52785	58555	72839	营业收入	25210	28633	33553	39643	46929
现金	8235	8089	13427	15865	18781	营业成本	21004	24345	27946	32824	38626
应收票据及应收账款	10658	10937	14368	15530	19864	营业税金及附加	80	63	67	79	94
其他应收款	157	106	202	162	270	营业费用	327	303	419	476	563
预付账款	487	503	658	714	910	管理费用	1881	1676	2013	2180	2346
存货	18544	18744	24060	26215	32947	研发费用	420	447	537	634	845
其他流动资产	105	68	68	68	68	财务费用	421	307	557	863	1151
非流动资产	24927	25904	28456	31613	35301	资产减值损失	-106	-371	67	119	141
长期投资	1478	1757	2050	2376	2712	其他收益	170	197	25	25	25
固定资产	16497	17083	19541	22482	25838	公允价值变动收益	139	38	0	0	0
无形资产	2282	2358	2225	2090	1966	投资净收益	83	113	13	46	57
其他非流动资产	4671	4706	4640	4665	4785	资产处置收益	-2	21	0	0	0
资产总计	63115	64352	81240	90167	108140	营业利润	1348	1390	1984	2538	3245
流动负债	26825	27574	43234	50578	66415	营业外收入	52	50	1	1	1
短期借款	2787	2090	9467	15718	21708	营业外支出	53	31	38	38	40
应付票据及应付账款	15015	18222	19932	24882	27853	利润总额	1346	1410	1947	2501	3206
其他流动负债	9022	7262	13835	9978	16854	所得税	237	244	351	450	577
非流动负债	-255	-723	-745	-849	-974	净利润	1109	1166	1597	2051	2629
长期借款	230	799	777	673	548	少数股东损益	31	20	15	37	48
其他非流动负债	-486	-1522	-1522	-1522	-1522	归属母公司净利润	1077	1146	1582	2013	2581
负债合计	26570	26851	42489	49729	65441	EBITDA	2777	2898	3507	4657	6008
少数股东权益	7855	1401	1416	1453	1501	EPS (元)	0.40	0.43	0.59	0.76	0.97
股本	2250	2666	2666	2666	2666	主要财务比率					
资本公积	20706	26886	26886	26886	26886	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	5990	6812	7927	9360	11197	成长能力					
归属母公司股东权益	28690	36100	37336	38986	41198	营业收入(%)	9.1	13.6	17.2	18.2	18.4
负债和股东权益	63115	64352	81240	90167	108140	营业利润(%)	8.9	3.1	42.7	27.9	27.9
						归属于母公司净利润(%)	1.3	6.4	38.0	27.3	28.2
						获利能力					
						毛利率(%)	16.7	15.0	16.7	17.2	17.7
						净利率(%)	4.3	4.0	4.7	5.1	5.5
						ROE(%)	3.0	3.1	4.1	5.1	6.2
						ROIC(%)	3.2	2.8	3.3	4.1	4.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	42.1	41.7	52.3	55.2	60.5
						净负债比率(%)	-10.1	-10.2	-4.2	5.2	11.9
						流动比率	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1
						速动比率	0.7	0.7	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	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
						应付账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.40	0.43	0.59	0.76	0.97
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.91	1.35	1.03	0.91	1.63
						每股净资产(最新摊薄)	10.76	13.54	14.01	14.63	15.46
						估值比率					
						P/E	155.4	146.1	105.8	83.2	64.9
						P/B	5.8	4.6	4.5	4.3	4.1
						EV/EBITDA	61.8	56.9	47.7	36.7	29.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com