

航发动力 (600893)

证券研究报告
2020年08月27日

航空发动机龙头兑现盈利拐点，存货/合同负债增长揭示行业高景气度

● 半年报出现盈利拐点扣非增长 35.64%，收入端直升机涡轴超预期

航发动力是我国唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军航发动机的企业，是三代主战机型发动机国内唯一供应商。

公司发布 2020 年半年报，报告期内公司实现营业收入 91.93 亿元，同比+4.19%；实现归母净利润 4.08 亿元，同比+26.52%，扣非增长 35.64%，兑现盈利拐点预期。其中主营业务收入 90.57 亿元，同比+4.72%，主要系核心业务航空发动机及衍生产品增长所致（2020H1 营收 79.42 亿元，同比+9.76%）。从子公司角度看，三大主机厂黎明/南方/黎阳分别实现营业收入 45.28/24.47/9.99 亿元，同比 6.24%/49.29%/11.47%，为公司主要营收来源，主要从事直升机涡轴发动机的南方公司实现收入超预期增长 49.29%。

● 降本增效效果显著，期间费用显著降低

管理费用 7.8 亿（-12.18%），主要由于职工薪酬等费用减少；财务费用 0.72 亿（-62.4%），主要为债转股项目实施后带息负债规模下降，导致利息支出减少；销售费用 1.44 亿（+27.08%），主要系返修费用增加。公司 H1 期间费用总计 9.96 亿元（-16.46%），提质增效成果显著。

● 存货/合同负债增长 20%左右，揭示 2020 年 H2 持续处于高景气扩张期

资产负债端，报告期末公司存货达到 221.5 亿元，同比增长 19.96%创历史新高；合同负债 26.05 亿元（可理解为预收款），同比+23.23%。我们认为，随着疫情发展的缓解，公司存货或快速消化，业绩有望持续兑现。现金流量端，本期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 10.82 亿元，较上年同期 9.11 亿元，同比+18.83%，主要系本期固定资产投资增加所致。我们认为，固定资产大量的投资，意味着公司持续处于扩张阶段，公司处于高景气成长轨道。

● 国防军工行业景气度扩张期将为十年维度，军机需求或大幅提升

2019 年军工板块经营性现金流净额出现了 90%左右增长，为行业景气度进入扩张期的一个重要指标，且 2020 年一季度疫情之下依然维持了 90%以上的增长。因军工相对稳定的付款规则，我们判断原因主要为回款与订单的明显改善与增加导致。综上可以认为军工的景气度拐点出现在 2019 年，2020 年延续了景气度的扩张，是拐点后的第一年。

据 World Air Forces 2020 统计数据，美国现役各类军机数量为 13,266 架，在全球现役军机中占比为 25%，我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。从政策层面看，主席在中共中央政治局第二十二次集体学习中指出，我国安全形势不确定性不稳定性增大，要增强使命感和紧迫感，努力实现我军现代化建设跨越式发展。综上所述，当前世界局势对国防提出了更加紧迫的要求，未来武器装备费用增长速度有望高于国防支出总体增速，以航空器为代表的军品有望实现加量布局，公司对应产品有望实现快速放量。

盈利预测与评级：综上所述，我们认为公司已迎来新品稳定交付期，新/老产品结构更替或已完成，20 年开启进入景气扩张期。因此，维持我们此前的盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现营业收入 295.72/342.45/394.85 亿元，对应归母净利润 13.31/16.10/19.35 亿元，对应 EPS 0.59/0.72/0.86 元，对应 P/E 70.65/58.41/48.59x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响民品收入，上半年军品交付放缓，新品定价进度慢。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,102.02	25,210.50	29,572.36	34,245.34	39,484.96
增长率(%)	2.43	9.13	17.30	15.80	15.30
EBITDA(百万元)	3,349.75	3,731.82	3,410.39	3,885.77	4,437.59
净利润(百万元)	1,063.91	1,077.41	1,330.77	1,609.76	1,934.89
增长率(%)	10.82	1.27	23.52	20.96	20.20
EPS(元/股)	0.47	0.48	0.59	0.72	0.86
市盈率(P/E)	88.37	87.27	70.65	58.41	48.59
市净率(P/B)	3.56	3.28	3.12	2.87	2.62
市销率(P/S)	4.07	3.73	3.18	2.75	2.38
EV/EBITDA	15.79	13.31	27.47	24.05	21.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.79 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,249.84
流通 A 股股本(百万股)	1,947.73
A 股总市值(百万元)	94,021.00
流通 A 股市值(百万元)	81,395.49
每股净资产(元)	12.79
资产负债率(%)	43.68
一年内最高/最低(元)	56.33/19.08

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080006
xulitian@tfzq.com

股价走势



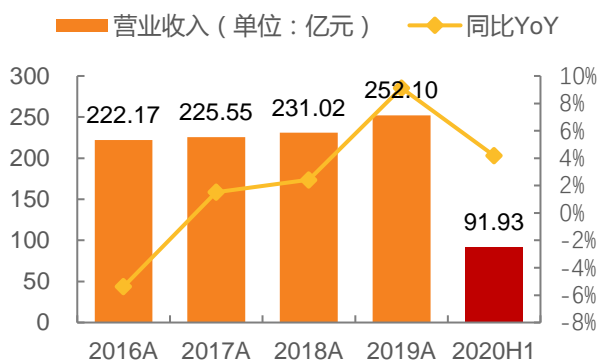
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《航发动力-季报点评:期间费用显著降低，存货/固定资产投资高增预示需求高景气》2020-04-28
- 《航发动力-年报点评报告:存货与预收款高增长标志需求旺盛，多项指标显示经营改善》2020-04-19
- 《航发动力-首次覆盖报告:航空发动机稀缺寡头资产，看好明年业绩回暖机遇》2019-12-30

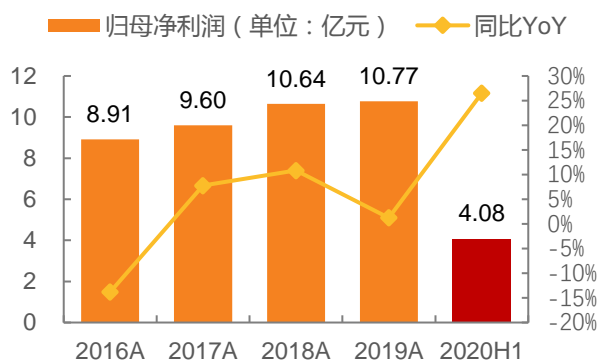


图 1：2016A-2020H1 公司营业收入及其增速



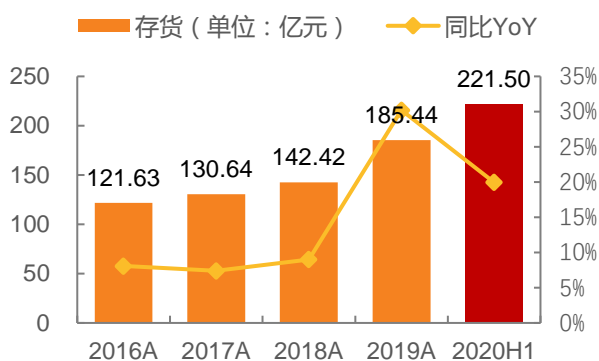
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016A-2020H1 公司归母净利润及其增速



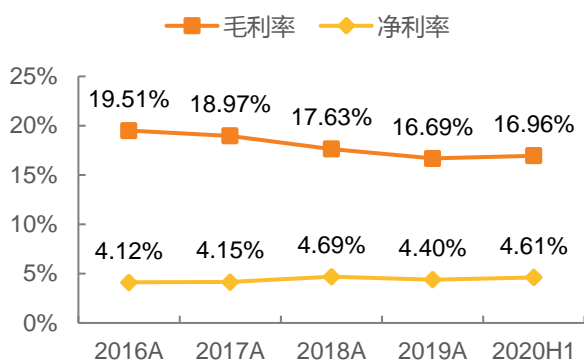
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2016A-2020H1 公司毛利率与净利率



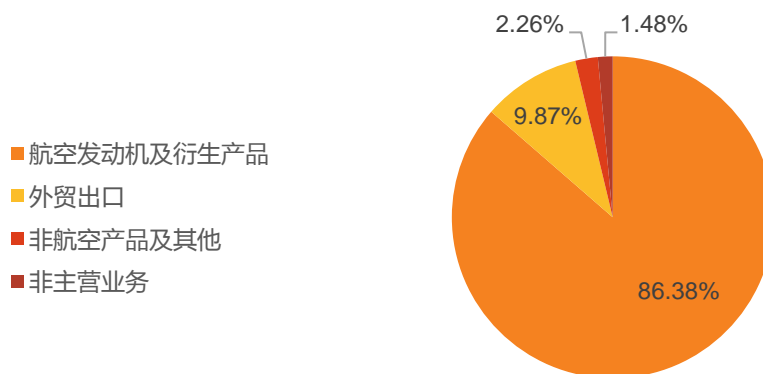
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2016A-2020H1 公司存货及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2020H1 公司业务占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,554.42	8,235.44	9,798.56	10,273.60	10,453.62
应收票据及应收账款	10,480.53	10,657.93	12,507.08	13,937.93	15,456.43
预付账款	686.00	487.44	607.40	739.52	904.63
存货	14,242.45	18,544.36	19,364.28	22,469.37	25,576.45
其他	304.83	217.54	259.78	292.75	329.75
流动资产合计	30,268.23	38,142.71	42,537.10	47,713.17	52,720.88
长期股权投资	1,401.81	1,477.63	1,580.63	1,691.63	1,790.63
固定资产	15,000.22	16,497.27	16,665.70	16,996.04	16,935.78
在建工程	2,885.65	2,956.18	2,636.95	2,223.86	1,990.70
无形资产	2,179.03	2,281.70	2,179.94	2,102.97	2,086.24
其他	1,769.11	1,714.53	1,726.04	1,720.56	1,731.14
非流动资产合计	23,235.81	24,927.31	24,789.26	24,735.06	24,534.49
资产总计	53,504.04	63,115.02	67,326.36	72,448.23	77,255.38
短期借款	5,888.65	2,787.46	2,612.00	2,913.13	2,840.00
应付票据及应付账款	12,711.06	15,015.34	15,640.02	17,319.82	18,668.88
其他	9,358.91	9,022.18	11,358.95	11,816.15	12,281.36
流动负债合计	27,958.62	26,824.98	29,610.98	32,049.10	33,790.23
长期借款	235.13	230.20	239.19	294.84	326.81
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,229.12)	(485.55)	(590.00)	(630.00)	(680.00)
非流动负债合计	(4,993.99)	(255.35)	(350.81)	(335.16)	(353.19)
负债合计	22,964.63	26,569.63	29,260.17	31,713.94	33,437.04
少数股东权益	4,110.23	7,855.44	7,889.56	7,930.83	7,980.45
股本	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84	2,249.84
资本公积	19,089.41	20,705.58	21,005.58	22,505.58	24,185.58
留存收益	24,447.85	26,695.24	27,926.78	30,553.62	33,588.04
其他	(19,357.92)	(20,960.71)	(21,005.58)	(22,505.58)	(24,185.58)
股东权益合计	30,539.42	36,545.39	38,066.19	40,734.29	43,818.33
负债和股东权益总计	53,504.04	63,115.02	67,326.36	72,448.23	77,255.38

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,083.55	1,108.88	1,330.77	1,609.76	1,934.89
折旧摊销	1,378.18	1,493.44	1,562.57	1,729.71	1,880.15
财务费用	456.42	443.34	217.51	210.93	231.40
投资损失	(178.70)	(82.52)	(129.00)	(112.00)	(122.20)
营运资金变动	(1,950.81)	6,480.58	(635.51)	(2,661.04)	(3,174.43)
其它	421.13	(4,349.24)	34.12	41.28	49.61
经营活动现金流	1,209.77	5,094.46	2,380.46	818.64	799.42
资本支出	2,093.09	(1,512.22)	1,414.45	1,610.00	1,620.00
长期投资	222.30	75.81	103.00	111.00	99.00
其他	(4,140.10)	(908.27)	(2,651.93)	(3,177.52)	(3,165.38)
投资活动现金流	(1,824.71)	(2,344.68)	(1,134.48)	(1,456.52)	(1,446.38)
债权融资	6,248.88	3,022.45	3,401.19	3,707.97	3,666.81
股权融资	(511.17)	1,255.21	384.02	1,335.47	1,495.00
其他	(7,048.79)	(3,353.22)	(3,468.07)	(3,930.51)	(4,334.83)
筹资活动现金流	(1,311.07)	924.44	317.14	1,112.92	826.98
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,926.02)	3,674.22	1,563.12	475.04	180.02

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,102.02	25,210.50	29,572.36	34,245.34	39,484.96
营业成本	19,028.75	21,003.68	24,633.77	28,522.94	32,883.07
营业税金及附加	90.00	79.92	94.63	102.74	102.66
营业费用	214.16	326.71	372.61	414.37	454.08
管理费用	1,746.27	1,880.82	2,164.70	2,489.64	2,854.76
研发费用	442.57	420.15	496.82	585.60	679.14
财务费用	420.95	420.73	217.51	210.93	231.40
资产减值损失	220.42	(105.64)	91.00	86.00	76.00
公允价值变动收益	0.00	139.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	178.70	82.52	129.00	112.00	122.20
其他	(477.45)	(385.03)	(258.00)	(224.00)	(244.40)
营业利润	1,237.65	1,347.64	1,630.32	1,945.13	2,326.05
营业外收入	111.95	51.83	59.50	83.00	91.70
营业外支出	31.99	53.37	35.40	29.30	21.00
利润总额	1,317.61	1,346.09	1,654.42	1,998.83	2,396.75
所得税	234.06	237.21	289.52	347.80	412.24
净利润	1,083.55	1,108.88	1,364.90	1,651.04	1,984.51
少数股东损益	19.64	31.47	34.12	41.28	49.61
归属于母公司净利润	1,063.91	1,077.41	1,330.77	1,609.76	1,934.89
每股收益(元)	0.47	0.48	0.59	0.72	0.86

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	2.43%	9.13%	17.30%	15.80%	15.30%
营业利润	3.99%	8.89%	20.98%	19.31%	19.58%
归属于母公司净利润	10.82%	1.27%	23.52%	20.96%	20.20%
获利能力					
毛利率	17.63%	16.69%	16.70%	16.71%	16.72%
净利率	4.61%	4.27%	4.50%	4.70%	4.90%
ROE	4.03%	3.76%	4.41%	4.91%	5.40%
ROIC	4.70%	4.78%	5.15%	5.97%	6.57%
偿债能力					
资产负债率	42.92%	42.10%	43.46%	43.77%	43.28%
净负债率	5.55%	-14.26%	-16.81%	-16.12%	-15.49%
流动比率	1.08	1.42	1.44	1.49	1.56
速动比率	0.57	0.73	0.78	0.79	0.80
营运能力					
应收账款周转率	2.49	2.39	2.55	2.59	2.69
存货周转率	1.69	1.54	1.56	1.64	1.64
总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.49	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.48	0.59	0.72	0.86
每股经营现金流	0.54	2.26	1.06	0.36	0.36
每股净资产	11.75	12.75	13.41	14.58	15.93
估值比率					
市盈率	88.37	87.27	70.65	58.41	48.59
市净率	3.56	3.28	3.12	2.87	2.62
EV/EBITDA	15.79	13.31	27.47	24.05	21.00
EV/EBIT	26.70	22.10	50.70	43.34	36.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com