

航发动力（600893）2022年报点评

布局全谱系航空发动机，外贸出口修复显著

2023年05月17日

【投资要点】

- ◆ **覆盖全谱系航空发动机产研，营业收入稳步提升。**公司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。在国际上，公司是能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。2022年公司实现营业收入370.97亿元，同比增长8.78%，分业务来看，航空发动机及衍生产品/外贸出口转包/非航空产品及其他分别实现营业收入346.04/16.50/3.16亿元，同比分别+8.53%/+27.76%/-35.45%；2022年公司实现归母净利润12.68亿元，同比增长6.75%，实现扣非归母净利润8.38亿元，同比增长18.70%。公司营收变化主要因为以下几个因素：1) 航空发动机及衍生产品同比增长主要是户需求增加，产品交付增加；2) 外贸出口转包业务同比大幅增长主要是因为出口订单增加；3) 非航空产品及其他业务同比大幅度减少主要因为自揽民品收入减少。
- ◆ **毛利率受新产品扰动，持续加大研发投入。**2022年公司毛利率为10.82%，同比下滑1.67pct，其中航空发动机及衍生产品/外贸出口转包/非航空产品及其他毛利率分别为10.16%/12.93%/23.33%，分别同比-1.79pct/+5.28pct/-3.67pct，主要原因分别是新产品占比增加、订单增加，固定成本占比下降、部分毛利高产品销售减少。从费用端来看，2022年公司期间费用率为4.89%，下降2.28pct，具体来看，管理费用率由于修理费 and 无形资产摊销费 and 三类人员精算费用减少下降1.82pct，销售费用率下降0.19pct，财务费用率由于汇兑收益影响下降0.27pct，费用率下降较多的基础上，公司净利率达到3.64%，整体上升0.03pct。公司持续加大研发，2022年研发费用达到7.11亿元，同比增加50.28%。
- ◆ **新设西安高纳优化供应链布局，增资黎阳国际盘活闲置资产。**2022年4月，公司和钢研高纳共同发起设立西安高纳，有利于进一步优化公司供应链布局，降低公司制造和管理成本。2022年，黎阳国际启动增资扩股工作，目的在于及时抓住国内市场快速发展机遇，加快产品结构调整，匹配产能需求，增强产品竞争力和市场占有率，同年9月，航发动力下属公司黎阳动力通过向黎阳国际增资盘活闲置资产。航发动力新设西安高纳和增资黎阳国际有助于优化公司业务结构，提高竞争力，助力公司加快发展。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

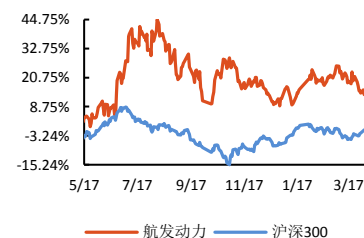
证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	112248.17
流通市值（百万元）	104010.85
52周最高/最低（元）	55.45/37.47
52周最高/最低（PE）	119.35/79.89
52周最高/最低（PB）	3.89/2.71
52周涨幅（%）	9.00
52周换手率（%）	226.56

相关研究

【投资建议】

首次覆盖，我们给予航发动力“增持”评级。我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 420/481/551 亿元，归母净利润分别为 13.17/16.82/19.58 亿元，EPS 分别为 0.49/0.63/0.73 元，对应的 PE 为 87/68/59。（2023 年 5 月 8 日收盘价）。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37097.15	42034.89	48118.55	55113.35
增长率(%)	8.78%	13.31%	14.47%	14.54%
EBITDA(百万元)	2933.29	2630.04	2947.96	3147.06
归属母公司净利润(百万元)	1267.78	1317.21	1682.06	1958.38
增长率(%)	6.75%	3.90%	27.70%	16.43%
EPS(元/股)	0.48	0.49	0.63	0.73
市盈率(P/E)	88.08	87.22	68.30	58.66
市净率(P/B)	2.93	2.89	2.78	2.65
EV/EBITDA	36.37	39.60	33.81	30.58

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆航空发动机需求增速不及预期风险；
- ◆产能释放节奏不及预期风险；
- ◆航空外贸竞争加剧风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	60379.80	65824.74	79388.15	85064.77
货币资金	9374.41	14285.27	18976.82	22704.52
应收及预付	24913.73	21838.54	29974.62	28796.72
存货	25733.81	28824.06	30329.86	32520.93
其他流动资产	357.85	876.87	106.86	1042.60
非流动资产	29586.12	30658.81	31727.23	32694.98
长期股权投资	2476.92	2797.00	3110.58	3407.65
固定资产	19798.30	21614.18	22766.41	23508.42
在建工程	2340.81	1017.52	339.10	-7.26
无形资产	2419.74	2515.26	2605.28	2677.10
其他长期资产	2550.35	2714.85	2905.86	3109.07
资产总计	89965.91	96483.56	111115.38	117759.75
流动负债	49233.75	54219.98	66994.07	71468.09
短期借款	2015.84	2062.74	2145.43	2273.97
应付及预收	26569.31	27313.95	35372.81	36444.13
其他流动负债	20648.59	24843.28	29475.83	32749.99
非流动负债	-553.40	-402.40	-272.40	-122.40
长期借款	779.87	899.87	1029.87	1179.87
应付债券	0.00	31.00	31.00	31.00
其他非流动负债	-1333.27	-1333.27	-1333.27	-1333.27
负债合计	48680.35	53817.57	66721.66	71345.69
实收资本	2665.59	2665.59	2665.59	2665.59
资本公积	27448.94	27448.94	27448.94	27448.94
留存收益	8554.77	9871.98	11512.04	13428.42
归属母公司股东权益	38403.57	39720.78	41360.84	43277.22
少数股东权益	2881.99	2945.20	3032.87	3136.84
负债和股东权益	89965.91	96483.56	111115.38	117759.75

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37097.15	42034.89	48118.55	55113.35
营业成本	33082.49	37770.83	43283.36	49619.05
税金及附加	121.54	113.37	134.12	156.45
销售费用	455.29	530.90	614.56	696.71
管理费用	1376.97	2101.74	2241.45	2543.15
研发费用	710.50	706.15	822.55	955.60
财务费用	-17.93	-151.44	-276.69	-394.60
资产减值损失	-335.60	-3.97	-4.63	-4.96
公允价值变动收益	31.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	367.10	395.10	476.11	536.23
资产处置收益	23.71	26.20	29.66	34.31
其他收益	184.11	212.81	235.86	273.67
营业利润	1515.30	1593.47	2036.19	2376.24
营业外收入	84.37	8.00	8.00	8.00
营业外支出	42.61	3.00	3.00	3.00
利润总额	1557.07	1598.47	2041.19	2381.24
所得税	205.11	218.06	271.46	318.90
净利润	1351.96	1380.42	1769.74	2062.34
少数股东损益	84.18	63.21	87.67	103.96
归属母公司净利润	1267.78	1317.21	1682.06	1958.38
EBITDA	2933.29	2630.04	2947.96	3147.06

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-11241.39	6993.15	6966.03	5662.80
净利润	1351.96	1380.42	1769.74	2062.34
折旧摊销	1826.85	1605.34	1689.59	1731.01
营运资金变动	-14596.59	4325.25	3899.54	2316.57
其它	176.39	-317.85	-392.84	-447.12
投资活动现金流	3722.43	-2175.71	-2331.87	-2048.17
资本支出	-2818.50	-2131.84	-2187.58	-2128.05
投资变动	6330.80	-438.28	-619.71	-455.67
其他	210.13	394.41	475.42	535.54
筹资活动现金流	883.94	93.42	57.39	113.08
银行借款	5657.30	166.90	212.68	278.54
债券融资	0.00	31.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4773.37	-104.48	-155.30	-165.47
现金净增加额	-6566.76	4910.86	4691.55	3727.70
期初现金余额	15867.33	9300.57	14211.43	18902.98
期末现金余额	9300.57	14211.43	18902.98	22630.68

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	8.78%	13.31%	14.47%	14.54%
营业利润增长	15.99%	5.16%	27.78%	16.70%
归属母公司净利润增长	6.75%	3.90%	27.70%	16.43%
获利能力 (%)				
毛利率	10.82%	10.14%	10.05%	9.97%
净利率	3.64%	3.28%	3.68%	3.74%
ROE	3.30%	3.32%	4.07%	4.53%
ROIC	2.15%	1.91%	2.27%	2.43%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.11%	55.78%	60.05%	60.59%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.23	1.21	1.19	1.19
速动比率	0.63	0.60	0.66	0.66
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.44	0.43	0.47
应收账款周转率	2.26	3.07	2.54	3.10
存货周转率	1.44	1.46	1.59	1.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.49	0.63	0.73
每股经营现金流	-4.22	2.62	2.61	2.12
每股净资产	14.41	14.90	15.52	16.24
估值比率				
P/E	88.08	87.22	68.30	58.66
P/B	2.93	2.89	2.78	2.65
EV/EBITDA	36.37	39.60	33.81	30.58

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。