

国睿

# 航发动力 (600893): 确定性增长, 长周期上行

2020 年 07 月 24 日

强烈推荐/维持

航发动力

公司报告

**航空发动机产品全谱系覆盖, 拥有较强的确定性溢价。**航发动力集成了我国航空发动机整机的几乎全部型号, 在产品的量价二维体系中最为稳定, 将享受确定性溢价。公司主打的“太行”系列产品已在我国主战机型上大规模应用; 涡轴、涡桨类产品亦全面列装我国军用直升机及中型运输机; 涡喷类产品仍为我国早期型号军机提供稳定换发保障。未来随着几款重点型号发动机研制列装的加速, 我国有望实现军机发动机全部国产化的愿景。此外在外贸方面, 国产航发伴随国产战机走出去的可能性也在逐步增强。

**新型号预计将有重大突破, 产品创新周期或长达十年。**在产业成熟期, 国内军用航发的市场规模 800 亿元, 民用航发规模 1000 亿元, 燃气轮机规模 700 亿元, 合计市场规模 2500 亿元。国内军用航发当前整体处于产品迭代换代的大周期。公司三代发动机的可靠性和稳定性已基本成熟, 实现进口替代的概率日益增大。预计在 3 年内, 公司在研的最新歼击机发动机与运输发动机将有重大突破。5-10 年内, 公司在研的用于 C919 的 CJ-1000A 涡扇发动机有望填补民用航空发动机空白。除此之外, 公司以“太行”、“昆仑”发动机为基础, 研制成功 QD128、QC185、QC70、R0110 四款燃气轮机也有望实现国产替代。目前公司产能供不应求, 新型号短中长期均有布局, 预计公司产品创新周期或长达 10 年以上。公司有可能在五代发动机技术上与西方消除差距, 在六代发动机上实现超越。

**十四五进入列装、替换加速期。**新增市场方面, 我们预测未来歼 16、歼 20、运 20、直 20、教 10 这几款重点型号新增发动机市场空间合计为 2000 亿元, 假设 15 年内完成列装, 则每年新增的航空发动机市场约为 133 亿元。维护和替代市场方面, 我们假设目前我国军用航空发动机总台数为 800 台, 使用寿命 10 年, 每台发动机价值量为 3000 万元, 则每年维护和替代市场空间约为 24 亿元。两者合计每年新增市场空间约为 160 亿元, 从十四五时期开始进入加速上升通道。

## 财务指标预测

| 指标          | 2018A     | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 23,102.02 | 25,210.50 | 29,069.62 | 35,015.59 | 42,350.30 |
| 增长率 (%)     | 2.43%     | 9.13%     | 15.31%    | 20.45%    | 20.95%    |
| 归母净利润 (百万元) | 1,063.91  | 1,077.41  | 1,310.49  | 1,604.55  | 1,949.76  |
| 增长率 (%)     | 15.85%    | 2.34%     | 21.79%    | 22.14%    | 20.93%    |
| 净资产收益率 (%)  | 4.03%     | 3.76%     | 4.40%     | 5.14%     | 5.91%     |
| 每股收益 (元)    | 0.47      | 0.48      | 0.58      | 0.71      | 0.87      |
| PE          | 68.81     | 67.38     | 55.52     | 45.35     | 37.32     |
| PB          | 2.75      | 2.54      | 2.44      | 2.33      | 2.21      |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

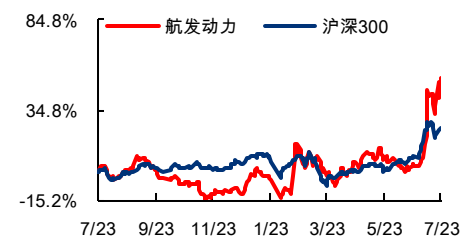
公司是国内大型航空发动机制造基地企业, 国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业。公司主要业务分为三类: 航空发动机及衍生产品、外贸出口转包业务、非航空产品及其他业务。主要产品和服务有军民用航空发动机整机及部件、民用航空发动机零部件出口、军民用燃气轮机、军民用航空发动机维修保养服务。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

## 交易数据

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 52 周股价区间 (元)    | 34.41-19.09     |
| 总市值 (亿元)        | 774.17          |
| 流通市值 (亿元)       | 670.21          |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 224,984/194,773 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | /               |
| 52 周日均换手率       | 0.71            |

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517080001

## 分析师: 王习

010-66554034 wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518010001

## 分析师: 沈繁呈

010-66554013 shenfc@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050004

## 研究助理: 朱雨时

010-66555574 Zhuys@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070040

航空发动机与半导体都是高壁垒的硬核科技行业, 都是中国工业最大的两块空白, 并且都在国家大力扶持、快速发展的趋势中。国产航空发动机目前正处于从军用到民用的产业升级阶段, “自主可控”的压力很大, 迫切性很强。发动机研制带有较强的“型号攻关会战”色彩, 可以充分发挥体制优势, 最终实现成功交付成功运营。与国家集成电路产业投资基金类似, 2017年启动的国家级“两机专项”(航空发动机、燃气轮机)预计投入资金支持达3000亿元以上。此外, 由于航空发动机投入大周期长风险高, 一款发动机设计定型后, 还须做大量的使用实验, 发现潜在的可靠性问题, 经历磨合期之后, 才会生产定型, 满足大批量装机条件。正因为如此, 公司才享有较高的估值溢价。

**投资建议:** 预计公司2020-2022年营业收入分别为290.70、350.16和423.50亿元, 实现净利润分别为13.10、16.05和19.50亿元, EPS分别为0.58、0.71和0.87元, 市盈率分别为56X、45X和37X, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 新型号发动机研发不及预期, 下游飞机需求不及预期。

**附表：公司盈利预测表**

| 资产负债表           |         |         |         |         |         | 利润表             |        |         |        |        |        |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元         |         |         |         |         |         | 单位: 百万元         |        |         |        |        |        |
|                 | 2018A   | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |                 | 2018A  | 2019A   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 30268   | 38188   | 43952   | 48337   | 56312   | <b>营业收入</b>     | 23102  | 25210   | 29070  | 35016  | 42350  |
| 货币资金            | 4554    | 8235    | 11628   | 10505   | 12705   | <b>营业成本</b>     | 19029  | 21004   | 24326  | 29332  | 35540  |
| 应收账款            | 8214    | 9383    | 10354   | 11512   | 13923   | 营业税金及附加         | 90     | 80      | 93     | 112    | 136    |
| 其他应收款           | 194     | 157     | 181     | 218     | 264     | 营业费用            | 214    | 327     | 320    | 385    | 466    |
| 预付款项            | 686     | 487     | 731     | 1024    | 1379    | 管理费用            | 1746   | 1881    | 2198   | 2647   | 3202   |
| 存货              | 14242   | 18544   | 19328   | 22903   | 25316   | 财务费用            | 421    | 421     | 135    | 127    | 94     |
| 其他流动资产          | 108     | 60      | 137     | 256     | 403     | 研发费用            | 443    | 420     | 581    | 700    | 847    |
| <b>非流动资产合计</b>  | 23236   | 24927   | 23545   | 23070   | 22481   | 资产减值损失          | 220.42 | -105.64 | 100.00 | 90.00  | 90.00  |
| 长期股权投资          | 1402    | 1478    | 1478    | 1478    | 1478    | 公允价值变动收益        | 0.00   | 139.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产            | 15000   | 16497   | 16724   | 16724   | 16525   | 投资净收益           | 178.70 | 82.52   | 50.00  | 50.00  | 50.00  |
| 无形资产            | 2083    | 2100    | 2024    | 1953    | 1886    | 加: 其他收益         | 117.47 | 170.22  | 50.00  | 50.00  | 50.00  |
| 其他非流动资产         | 1032    | 848     | 0       | 0       | 0       | <b>营业利润</b>     | 1238   | 1348    | 1417   | 1722   | 2076   |
| <b>资产总计</b>     | 53504   | 63115   | 67496   | 71407   | 78793   | 营业外收入           | 111.95 | 51.83   | 20.00  | 20.00  | 21.00  |
| <b>流动负债合计</b>   | 27959   | 26825   | 30042   | 32458   | 38046   | 营业外支出           | 31.99  | 53.37   | 15.00  | 15.00  | 15.00  |
| 短期借款            | 5889    | 2787    | 4480    | 2904    | 3563    | <b>利润总额</b>     | 1318   | 1346    | 1422   | 1727   | 2082   |
| 应付账款            | 6062    | 7428    | 7664    | 9241    | 11198   | 所得税             | 234    | 237     | 71     | 78     | 87     |
| 预收款项            | 1572    | 2847    | 3429    | 4129    | 4976    | <b>净利润</b>      | 1084   | 1109    | 1350   | 1650   | 1995   |
| 一年内到期的非流动负债     | 125     | 5       | 5       | 5       | 5       | 少数股东损益          | 20     | 31      | 40     | 45     | 45     |
| <b>非流动负债合计</b>  | -4994   | -255    | -322    | -322    | -322    | 归属母公司净利润        | 1064   | 1077    | 1310   | 1605   | 1950   |
| 长期借款            | 235     | 230     | 230     | 230     | 230     | <b>主要财务比率</b>   |        |         |        |        |        |
| 应付债券            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |                 | 2018A  | 2019A   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| <b>负债合计</b>     | 22965   | 26570   | 29720   | 32136   | 37723   | <b>成长能力</b>     |        |         |        |        |        |
| 少数股东权益          | 4110    | 7855    | 7895    | 7940    | 7985    | 营业收入增长          | 2.43%  | 9.13%   | 15.31% | 20.45% | 20.95% |
| 实收资本 (或股本)      | 2250    | 2250    | 2250    | 2250    | 2250    | 营业利润增长          | 3.99%  | 8.89%   | 5.12%  | 21.58% | 20.55% |
| 资本公积            | 19089   | 20706   | 20706   | 20706   | 20706   | 归属于母公司净利润增长     | 10.82% | 1.27%   | 21.63% | 22.44% | 21.51% |
| 未分配利润           | 4914    | 5496    | 6597    | 7945    | 9583    | <b>获利能力</b>     |        |         |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 26429   | 28690   | 29765   | 31215   | 32968   | 毛利率 (%)         | 17.63% | 16.69%  | 16.32% | 16.23% | 16.08% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 53504   | 63115   | 67496   | 71407   | 78793   | 净利率 (%)         | 4.69%  | 4.40%   | 4.65%  | 4.71%  | 4.71%  |
| <b>现金流量表</b>    |         |         |         |         |         | 总资产净利润 (%)      | 1.99%  | 1.71%   | 1.94%  | 2.25%  | 2.47%  |
| 单位: 百万元         |         |         |         |         |         | ROE (%)         | 4.03%  | 3.76%   | 4.40%  | 5.14%  | 5.91%  |
|                 | 2018A   | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   | <b>偿债能力</b>     |        |         |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b>  | 1210    | 5094    | 2111    | 1931    | 3029    | 资产负债率 (%)       | 43%    | 42%     | 44%    | 45%    | 48%    |
| 净利润             | 1084    | 1109    | 1350    | 1650    | 1995    | 流动比率            |        | 1.42    | 1.46   | 1.49   | 1.48   |
| 折旧摊销            | 1378.18 | 1493.44 | 1510.63 | 1631.87 | 1745.88 | 速动比率            |        | 0.73    | 0.82   | 0.78   | 0.81   |
| 财务费用            | 421     | 421     | 135     | 127     | 94      | <b>营运能力</b>     |        |         |        |        |        |
| 应收帐款减少          | -1523   | -1168   | -971    | -1158   | -2411   | 总资产周转率          | 0.44   | 0.43    | 0.45   | 0.50   | 0.56   |
| 预收帐款增加          | -25     | 1275    | 581     | 700     | 847     | 应收账款周转率         | 3      | 3       | 3      | 3      | 3      |
| <b>投资活动现金流</b>  | -1825   | -2345   | -95     | -1159   | -1159   | 应付账款周转率         | 3.90   | 3.74    | 3.85   | 4.14   | 4.14   |
| 公允价值变动收益        | 0       | 139     | 0       | 0       | 0       | <b>每股指标 (元)</b> |        |         |        |        |        |
| 长期投资减少          | 0       | 0       | 45      | 0       | 0       | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.47   | 0.48    | 0.58   | 0.71   | 0.87   |
| 投资收益            | 179     | 83      | 50      | 50      | 50      | 每股净现金流 (最新摊薄)   | -0.86  | 1.63    | 1.51   | -0.50  | 0.98   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | -1311   | 924     | 1377    | -1895   | 330     | 每股净资产 (最新摊薄)    | 11.75  | 12.75   | 13.23  | 13.87  | 14.65  |
| 应付债券增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>估值比率</b>     |        |         |        |        |        |
| 长期借款增加          | -1185   | -5      | 0       | 0       | 0       | P/E             | 68.81  | 67.38   | 55.52  | 45.35  | 37.32  |
| 普通股增加           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/B             | 2.75   | 2.54    | 2.44   | 2.33   | 2.21   |
| 资本公积增加          | -39     | 1616    | 0       | 0       | 0       | EV/EBITDA       | 24.60  | 20.76   | 21.51  | 18.79  | 16.31  |
| <b>现金净增加额</b>   | -1926   | 3674    | 3392    | -1123   | 2200    |                 |        |         |        |        |        |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型     | 标题                                      | 日期         |
|----------|-----------------------------------------|------------|
| 公司事件点评报告 | 航发动力（600893）事件点评：市场化债转股降杠杆，三家子公司同时受益(1) | 2019-07-23 |
| 行业普通报告   | 国防军工行业报告：极具吸引力的科技成长板块正在崛起               | 2020-07-20 |
| 行业普通报告   | 国防军工行业：军工进入三年强周期                        | 2020-07-08 |
| 行业普通报告   | 国防军工行业报告：财务指标视角下基本面选股                   | 2020-06-14 |
| 行业深度报告   | 国防军工行业：空天信息产业——低轨卫星通信网络呼之欲出             | 2020-03-29 |
| 行业普通报告   | 国防军工行业：北斗三号组网在即，应用场景全面开花                | 2020-03-10 |
| 行业普通报告   | 国防军工行业：新航司成立，拉动国产大飞机需求                  | 2020-02-27 |
| 行业普通报告   | 国防军工行业：5G 无人机 数字天空的重要载体                 | 2020-02-24 |
| 行业事件点评报告 | 国防军工行业：太空竞赛 一触即发                        | 2020-02-20 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

### 沈繁星

北京航空航天大学硕士，CIIA，4 年证券从业经验，2020 年加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019 年加入东兴证券研究所。

## 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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526