

航发动力（600893）：如果看待公司的投资逻辑、产能和估值

2020 年 11 月 09 日

强烈推荐/维持

航发动力 公司报告

报告摘要：

摘要：

航发动力发布三季报后，市场对公司的业绩释放节奏、产能瓶颈和估值等问题分歧较大，我们现就市场关注的投资逻辑、产能、未来看点 and 估值等问题提出自己的观点。

我们的观点：

1、航发动力的主机厂逻辑与其他主机厂有什么不同？

相对于主机厂来说，航发动力的十四五逻辑更加清晰，除了与中航沈飞、中航股份和中航飞机一样受益于若干主战机型放量以外，还将受益于国内现有飞机航发的国产替代、现存军机航发的维修替换市场以及未来民机市场爆发的逻辑。

2、如何看待市场分歧比较大的产能问题？

对于需求方面市场并没有过多的忧虑，而从供应端来看，市场一直在担忧公司的产能和交付问题，不过从我们对于发动机产业链的调研情况来看，十四五的产能和交付问题相对于十三五来说会有显著改善，主要原因为十四五的任务保障被放到了非常重要的位置，同时如果公司自身产能受限，不排除或会通过市场化合作来解决产能问题。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	23,102.0	25,210.50	29,649.5	36,694.3	45,710.3
增长率（%）	2.43%	9.13%	17.61%	23.76%	24.57%
归母净利润（百万元）	1,083.55	1,108.88	1,379.76	1,709.20	2,145.31
增长率（%）	15.85%	2.34%	24.43%	23.88%	25.52%
净资产收益率（%）	4.03%	3.76%	4.47%	5.42%	6.68%
每股收益（元）	0.47	0.48	0.51	0.63	0.80
PE	81.32	79.63	74.31	60.31	47.94
PB	3.25	3.00	3.32	3.27	3.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

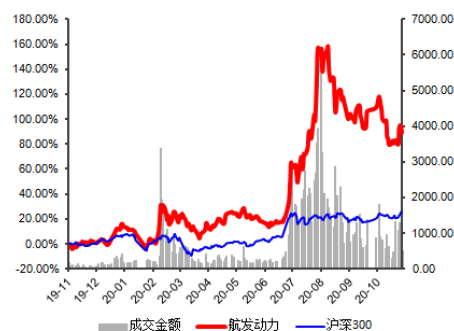
公司是国内大型航空发动机制造基地企业，国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业。公司主要业务分为三类：航空发动机及衍生产品、外贸出口转包业务、非航空产品及其他业务。主要产品和服务有军民航空发动机整机及部件、民用航空发动机零部件出口、军民用燃气轮机、军民航空发动机维修服务。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	19.00-56.33
总市值（亿元）	1019
流通市值（亿元）	806
总股本/流通 A 股（万股）	266600/210800
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.69

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480518010001

3、未来的看点在哪里？

十四五期间主战机型的全状态版本、各种改型都会加快列装，对大推涡扇、大涵道涡扇、中推涡扇、大功率涡轴都有强劲的需求，从研制时点来看，涡扇的三大型号和涡轴的一大型号将在十四五期间定型，型号从定型到量产将令产业链上下游公司显著受益。同时，公司在十四五初期老产品或将逐步出清（二代机产品），而新产品将逐步对业绩产生积极作用（我们判断 2020 年开始黎明公司新产品将进入收获期，对公司业绩起到较好的支撑作用）。公司 2019 年全年购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金超 2400 亿元，产能扩张速度增长较快，而公司在三季报中已经预测 2020 年全年将向中国航发系统内关联方销售商品、提供劳务的金额比年初计划数大幅提升 101.22%，关联交易规模大幅超公司预期显示非计划需求大幅增加。

4、投资中如何给估值？

复盘航发动力今年以来的表现，公司股价启动的时点约在 7 月 1 日，与中航沈飞、洪都航空一样是主机厂的龙头，而历史上来看，航发动力的股价弹性较大，由于其是国内航空发动机谱系最全，科研生产能力最强的企业，极具稀缺性，往往在市场风险偏好高的时候，市场都用未来发动机交付的峰值来给相应的市值空间，截止到 2019 年底我国军机数量为 3207 架，美国为 12670 架，我们假设未来十五年我国军机总数能达到美国水平，同时存量航发 5 年替换周期（每架飞机 3 台发动机），不考虑维修市场，保守预测未来十五年每年需要的发动机约为 3817 台，市场空间或超 1000 亿，而参照中航沈飞、中航飞机等主机厂的 PS 中位数，市值空间在风险偏好高时可以给到 2-2.5 倍 PS，目前距离航发动力峰值状态下的市值天花板仍具备较大空间。

投资建议：

我们预测 2020-2022 年公司营业收入分别为 296.50 亿元、366.94 亿元和 457.10 亿元，归母净利润分别为 13.80 亿元、17.09 亿元和 21.45 亿元，对应当前股价 PE 为 74X/60X/40X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

航空产品交付低于预期；军品定价改革影响低于预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	30268	38188	45824	54340	64632	营业收入	23102	25210	29650	36694	45710
货币资金	4554	8235	12585	12047	12712	营业成本	19029	21004	24609	30456	37940
应收账款	8214	9383	10789	13504	16728	营业税金及附加	90	80	216	192	279
其他应收款	194	157	185	229	285	营业费用	214	327	384	476	617
预付款项	686	487	734	1038	1417	管理费用	1746	1881	2075	2752	3474
存货	14242	18544	20073	25867	31585	财务费用	421	421	635	713	803
其他流动资产	108	60	-41	-201	-407	资产减值损失	220.42	-105.6	85.05	66.61	15.34
非流动资产合计	23236	24927	22543	20975	19208	公允价值变动收益	0.00	139.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1402	1478	1478	1478	1478	投资净收益	178.70	82.52	0.00	0.00	0.00
固定资产	15000.2	16497.2	17951.0	16562.4	14748.8	营业利润	1238	1348	1644	2038	2582
无形资产	2083	2100	2013	1835	1674	营业外收入	111.95	51.83	70.71	78.16	66.90
其他非流动资产	1032	848	0	0	0	营业外支出	31.99	53.37	39.83	41.73	44.98
资产总计	53504	63115	68367	75315	83840	利润总额	1318	1346	1675	2075	2604
流动负债合计	27959	26825	27645	33264	41130	所得税	234	237	295	366	459
短期借款	5889	2787	0	0	724	净利润	1084	1109	1380	1709	2145
应付账款	6062	7428	8583	10623	13233	少数股东损益	20	31	9	20	20
预收款项	1572	2847	4033	5501	7329	归属母公司净利润	1064	1077	1371	1689	2125
一年内到期的非流	125	5	5	5	5	EBITDA	4973	5209	4265	4767	5383
非流动负债合计	-4994	-255	2461	3261	3261	EPS (元)	0.47	0.48	0.51	0.63	0.80
长期借款	235	230	1030	1830	1830	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	22965	26570	30106	36526	44391	成长能力					
少数股东权益	4110	7855	7864	7884	7904	营业收入增长	2.43%	9.13%	17.61%	23.76%	24.57%
实收资本(或股本)	2250	2250	2666	2666	2666	营业利润增长	3.99%	8.89%	21.99%	23.99%	26.68%
资本公积	19089	20706	21583	21583	21583	归属于母公司净利润	27.24%	23.22%	27.24%	23.22%	25.81%
未分配利润	4914	5496	5281	5016	4682	获利能力					
归属母公司股东权	26429	28690	30651	31160	31800	毛利率(%)	17.63%	16.69%	17.00%	17.00%	17.00%
负债和所有者权益	53504	63115	68367	75315	83840	净利率(%)	4.69%	4.40%	4.65%	4.66%	4.69%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.91%	1.99%	1.71%	2.01%	2.24%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	4.03%	3.76%	4.47%	5.42%	6.68%
经营活动现金流	1210	5094	4318	1094	2499	偿债能力					
净利润	1084	1109	1380	1709	2145	资产负债率(%)	43%	42%	44%	48%	53%
折旧摊销	3314.81	3440.34	0.00	1813.63	1813.63	流动比率	1.08	1.42	1.66	1.63	1.57
财务费用	421	421	635	713	803	速动比率	0.57	0.73	0.93	0.86	0.80
应付账款的变化	0	0	-1406	-2716	-3223	营运能力					
预收账款的变化	0	0	1186	1468	1828	总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.51	0.57
投资活动现金流	-1825	-2345	359	-538	-269	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	139	0	0	0	应付账款周转率	3.90	3.74	3.70	3.82	3.83
长期股权投资减少	0	0	45	0	0	每股指标(元)					
投资收益	179	83	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.48	0.51	0.63	0.80
筹资活动现金流	-1311	924	-328	-1094	-1565	每股净现金流(最新)	-0.86	1.63	1.63	-0.20	0.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	11.75	12.75	11.50	11.69	11.93
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	0	416	0	0	P/E	81.32	79.63	74.31	60.31	47.94
资本公积增加	-39	1616	878	0	0	P/B	3.25	3.00	3.32	3.27	3.20
现金净增加额	-1926	3674	4349	-537	665	EV/EBITDA	17.63	15.51	21.18	19.23	17.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，七年证券从业经验，2019 年国防军工行业水晶球上榜，2018 年国防军工行业水晶球入围，2019 年金牛奖国防军工行业第一名，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。

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

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。