

# 航发动力 (600893.SH)

## 如何看航发动力的估值?

航发动力作为我国军用航空发动机唯一总装上市公司,如何估值是市场较为关心的问题。我们分析如下:

**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、航发维修三维度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。

**军用航发:一看军机的需求,二看产品线的丰富。**成熟航发机型受益于:“十四五”军机放量建设,以及实战化训练强度加大增加航发消耗,我们预计WS-10等型号需求大幅增长;新机型在我国“飞发分离”体制与两机专项政策等支持下,研制定型或再提速,后续新机型在丰富我国军用航发产品线的同时也会带来长足的发展动力。在2027年实现建军百年奋斗目标背景下,我们预计未来7年我国军用发动机新机市场规模约2500亿元。

**航发维修:**军机列装规模不断扩大,叠加训练强度加大增加航发耗损,使得航发维修市场规模会不断提升。航发维修价值量占单台航发全寿命周期价值的45%~50%,因此航发维修市场天花板更高更大。我们预计未来7年我国军用发动机维修市场约1350亿元。

**商用航发:**我国商用航发尚未研制定型,但是长期看其是突破军用航发天花板的重要途径。我们预计未来7年我国采购民航飞机带动的商用航空发动机市场规模约5200亿元。

**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,几乎不必担心竞争和市场回报问题;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:**航空发动机是工业皇冠上的明珠,技术壁垒高以至全球都呈现少数寡头垄断的局面。国内来看,与军机、导弹都有众多总装厂商研制所不同的是,航发动力在我国军用航发整机制造领域几乎处于垄断性地位。

**由于我国航发赛道高增长的高确定性以及长期性,而且航发动力在我国军用发动机整机制造行业几乎处于垄断地位,因此我们可以按照远期PE的方式进行估值。**营收端,预计未来5年航发动力营收复合增速为20%,则2025年营收达到750亿元;利润端,核心是对远期净利率水平提升的预期,其依据是:工业企业规模效应凸显下成熟机型的净利率水平提高、航发维修业务营收占比提升且其盈利能力较强、对军品定价机制改革突破的乐观预期,如果参照海外军工巨头洛马等公司10%净利率水平进行乐观测算的话,2025年给予40X的PE的话,则航发动力市值空间在3000亿元左右。此外,还可以再叠加如WS-15等四代机发动机重点型号所带来的市值。

**投资建议:**我们预计公司2020、2021、2022年归母净利润分别为13.84、17.75、22.51亿元,EPS分别为0.52、0.67、0.84元,对应估值为145X、113X、89X,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;市值测算可能存在误差。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,102	25,210	29,542	34,905	41,321
增长率 yoy (%)	2.4	9.1	17.2	18.2	18.4
归母净利润(百万元)	1,064	1,077	1,384	1,775	2,251
增长率 yoy (%)	10.8	1.3	28.5	28.2	26.9
EPS最新摊薄(元/股)	0.40	0.40	0.52	0.67	0.84
净资产收益率(%)	3.5	3.0	3.7	4.6	5.6
P/E(倍)	188.8	186.4	145.1	113.2	89.2
P/B(倍)	7.6	7.0	6.8	6.4	6.1

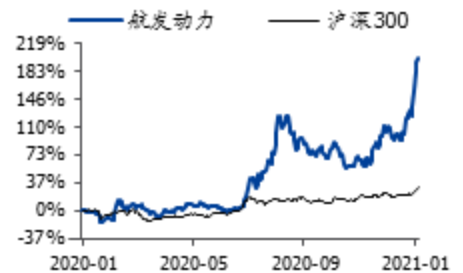
资料来源:贝格数据,国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	航空装备
前次评级	买入
最新收盘价	68.50
总市值(百万元)	182,593.21
总股本(百万股)	2,665.59
其中自由流通股(%)	79.09
30日日均成交量(百万股)	29.94

### 股价走势



### 作者

分析师 余平

执业证书编号: S0680520010003

邮箱: yuping@gssq.com

### 相关研究

1、《航发动力(600893.SH):中国航空发动机总装龙头,航空强国的中流砥柱》2021-01-05



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	30268	38188	37988	38323	37928
现金	4554	8235	7346	5735	5295
应收票据及应收账款	10481	10658	11846	12763	12928
其他应收款	196	157	150	340	240
预付账款	686	487	888	737	1186
存货	14242	18544	17653	18643	18173
其他流动资产	108	105	105	105	105
<b>非流动资产</b>	23236	24927	25326	27692	30568
长期投资	1402	1478	93	76	85
固定资产	15000	16497	18501	21003	23912
无形资产	2179	2282	2137	1998	1854
其他非流动资产	4655	4671	4594	4615	4717
<b>资产总计</b>	53504	63115	63314	66015	68496
<b>流动负债</b>	27959	26825	29367	31506	33957
短期借款	5889	2787	2974	3276	3085
应付票据及应付账款	12711	15015	14532	15642	14852
其他流动负债	9359	9022	11861	12588	16020
<b>非流动负债</b>	-4994	-255	-240	-212	-223
长期借款	235	230	246	274	263
其他非流动负债	-5229	-486	-486	-486	-486
<b>负债合计</b>	22965	26570	29128	31294	33734
少数股东权益	4110	7855	7872	7887	7925
股本	2250	2250	2666	2666	2666
资本公积	19089	20706	20706	20706	20706
留存收益	5358	5990	6968	8219	9819
归属母公司股东权益	26429	28690	26314	26835	26837
<b>负债和股东权益</b>	53504	63115	63314	66015	68496

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1210	5094	3188	4049	5091
净利润	1084	1109	1401	1789	2289
折旧摊销	1378	1493	1465	1736	2061
财务费用	421	421	476	560	654
投资损失	-179	-83	20	40	35
营运资金变动	-1777	2087	-174	-76	52
其他经营现金流	283	67	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1825	-2345	-1983	-1763	-1562
资本支出	1743	2451	1836	1743	1899
长期投资	36	77	173	-72	52
其他投资现金流	-46	184	26	-92	389
<b>筹资活动现金流</b>	-1311	924	-870	-1539	-1493
短期借款	-426	-3101	-628	-724	-583
长期借款	-1185	-5	53	67	76
普通股增加	0	0	416	0	0
资本公积增加	-39	1616	0	0	0
其他筹资现金流	339	2414	-710	-882	-986
<b>现金净增加额</b>	-1896	3687	336	747	2037

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	23102	25210	29542	34905	41321
营业成本	19029	21004	24179	28375	33362
营业税金及附加	90	80	89	105	124
营业费用	214	327	369	419	496
管理费用	1746	1881	2157	2548	2975
研发费用	443	420	473	558	744
财务费用	421	421	476	560	654
资产减值损失	220	-106	59	105	124
其他收益	117	170	25	25	25
公允价值变动收益	0	139	0	0	0
投资净收益	179	83	-20	-40	-35
资产处置收益	3	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	1238	1348	1746	2220	2832
营业外收入	112	52	1	1	1
营业外支出	32	53	38	39	41
<b>利润总额</b>	1318	1346	1708	2182	2792
所得税	234	237	307	393	503
<b>净利润</b>	1084	1109	1401	1789	2289
少数股东损益	20	31	17	14	38
<b>归属母公司净利润</b>	1064	1077	1384	1775	2251
EBITDA	2932	2777	3207	4024	5052
EPS (元)	0.40	0.40	0.52	0.67	0.84

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.4	9.1	17.2	18.2	18.4
营业利润(%)	4.0	8.9	29.5	27.2	27.5
归属于母公司净利润(%)	10.8	1.3	28.5	28.2	26.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.6	16.7	18.2	18.7	19.3
净利率(%)	4.6	4.3	4.7	5.1	5.4
ROE(%)	3.5	3.0	3.7	4.6	5.6
ROIC(%)	4.7	3.4	4.4	5.5	6.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.9	42.1	46.0	47.4	49.2
净负债比率(%)	-11.7	-15.8	-12.2	-6.7	-5.7
流动比率	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.40	0.52	0.67	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.91	1.20	1.52	1.91
每股净资产(最新摊薄)	9.91	10.76	11.16	11.69	12.39
<b>估值比率</b>					
P/E	188.8	186.4	145.1	113.2	89.2
P/B	7.6	7.0	6.8	6.4	6.1
EV/EBITDA	68.7	73.1	63.7	51.2	40.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：021-38934111

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