

航发动力 (600893)

点评报告

行业公司研究——航空航天设备

证券研究报告

国防装备龙头：2021年关联交易将大增，需求高增长

——航发动力点评报告

投资要点

□ **事件：预计2021年关联交易金额与2020年实际执行同比增长40%以上**
公司公告预计2021年销售商品、提供劳务的关联交易金额合计达163亿元，较2020年实际执行同比增长41%。其中航空工业集团内单位预计销售商品金额达142亿元，较2020年实际执行同比增长43%。

□ **关联交易金额连续2年大幅增长，印证需求高增长**

公司产品用户大部分为实控人中国航发及关联方航空工业下属企业。公司2020年关联交易金额同比增长35%，2021年预计同比增长41%，连续2年大幅增长，印证需求高增长，2020、2021年业绩有望高增长。

□ **航空发动机龙头，战略地位重要，研发周期长、生产壁垒高**

航发动力系航发集团旗下唯一的航空发动机总装上市平台，也是我国唯一具备全种类军用航空发动机生产资质的企业。航空发动机属于壁垒极高的国防产业，具有投入高、技术门槛高、研发周期长等特点。公司已实现从早期仿制到自主研发，从中等推力向大推力、从涡喷向涡扇的跨越，逐步实现国产替代。

□ **“十四五”军机加速列装，军发市场快速增长；民用市场亟待爆发**

(1) 国防领域：我国军机数量较美俄仍有相当大差距，且产品结构偏老旧，二代战斗机保有量占比达较高。我们预计“十四五”期间先进军机有望进入快速列装期，军用航空发动机市场规模达2500亿元，年均近500亿元。

(2) 民用领域：商发市场空间广阔，据波音预测2018-2037全球商飞需求量达4.3万架，假设发动机价值量占比15%，对应年市场规模达3120亿元（亚太地区需求占比42%，年市场规模超1300亿元）。此外，全球燃气轮机被通用电气等垄断，公司舰船用、工业用燃气轮机已逐步投放市场，引领国产替代。

□ **中长期看，航空发动机优于飞机整机；公司代表国防装备行业龙头**

(1) 稀缺性强于飞机整机公司。(2) 航空发动机更新迭代周期快于飞机整机。(3) 成长周期长：十年内军用航空发动机高增长，十年后民用发动机接力。民用发动机市场需求数倍于军用发动机。

□ **维持买入评级**

预计2020-2022公司归母净利润分别为13.5/18.6/28.8亿元，同比增长25%/38%/54%，PE为147/106/69倍，PS为6.6/5.0/3.9倍。考虑到公司作为国防装备龙头的战略地位和稀缺性，我们维持“买入”评级。

□ **风险提示：短期涨幅较大风险；产品交付不及预期；型号进度不及预期。**

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	25210	29815	39301	50309
(+/-)	9%	18%	32%	28%
净利润	1077	1348	1862	2875
(+/-)	1%	25%	38%	54%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.70	1.08
P/E	184	147	106	69
ROE	3.2%	3.3%	4.0%	6.0%
PS	7.8	6.6	5.0	3.9

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥74.22

分析师：邱世梁

执业证书编号：S1230520050001

电话：18516256639

邮箱：qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：张杨

电话：15601956881

邮箱：zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

- 1 《期间费用下降，归母净利润超预期》2020.04.28
- 2 《经营性现金流大幅改善，即将迎来高增长期》2020.04.24
- 3 《航发技术已趋成熟，公司迎来高增长期》2020.02.17
- 4 《新工艺影响短期业绩，长期增长趋势不改》2019.11.08
- 5 《期间费用拖累中报业绩，看好全年稳定增长》2019.08.29

正文目录

1. 2021 年关联交易金额将大幅增长，印证需求高增长	3
2. 整合夯实资产，公司业务整装待发	3
3. 军品需求饱满，民用市场亟待爆发	4
3.1. 军机列装加速，军发市场快速增长	4
3.2. 民机需求稳增，商发市场空间广阔	5
4. 盈利预测及估值	6
5. 风险提示	7

图表目录

图 1: 公司为航发集团旗下唯一的航空发动机总装上市平台	3
图 2: 公司 2018-2020 年营收增速加快	4
图 3: 公司 2020 年归母净利润增速加快	4
图 4: 航空发动机系公司核心主业	4
图 5: 毛利率逐年递减，系新品未放量所致	4
图 6: 我国军机数量较美、俄有一定差距	5
图 7: 美国三代、四代机占比较高	5
图 8: 我国二代机仍有相当大比例	5
图 9: 亚太地区占民航发动机新增市场的 42%	6
图 10: RR 公司民航发动机收入占比远高于防务类	6
表 1: 2021 年度销售商品、提供劳务关联交易预计同比增长 41%	3
表 2: 2021 年度购买商品、接受劳务关联交易预计同比增长 33%	3
表 3: 公司估值在国防整机企业中位于中等水平	6
表附录: 三大报表预测值	8

1. 2021 年关联交易金额将大幅增长，印证需求高增长

1、公司公告 2021 年度销售商品、提供劳务关联交易预计达 163 亿元，同比增长 41%。

表 1：2021 年度销售商品、提供劳务关联交易预计同比增长 41%

关联方	关联交易内容	2021 年 E	2020 年	2019 年	2018 年
中国航发系统内单位	销售商品	21	15	14	9
航空工业集团系统内单位	销售商品	142	100	72	75
其他		0	1	0	1
关联交易合计金额		163	116	86	85
同比增速		41%	35%	2%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2、公司公告 2021 年度购买商品、接受劳务关联交易预计达 264 亿元，同比增长 33%。

表 2：2021 年度购买商品、接受劳务关联交易预计同比增长 33%

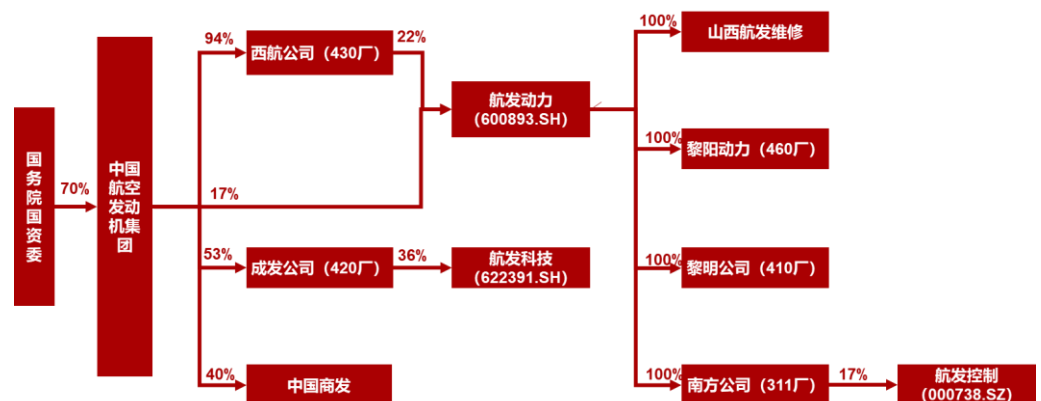
关联方	关联交易内容	2021 年 E	2020 年	2019 年	2018 年
中国航发系统内单位	采购商品	82	55	46	36
航空工业集团系统内单位	采购商品	73	56	58	46
中国航发系统内单位	借款	103	80	89	31
其他		6	8	11	7
关联交易合计金额		264	199	204	120
同比增速		33%	-2%	70%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2. 整合夯实资产，公司业务整装待发

公司历经两次重组，目前主业为航空发动机及衍生品的生产与维修保障，已实现涡扇、涡喷、涡轴、涡浆及活塞发动机以及燃气轮机的全品种覆盖。

图 1：公司为航发集团旗下唯一的航空发动机总装上市平台

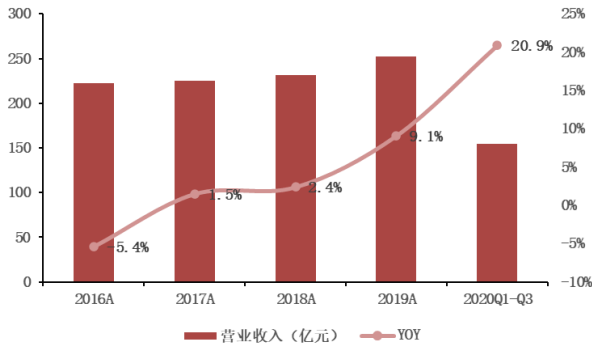


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

注：数据截止至 2020 年三季报

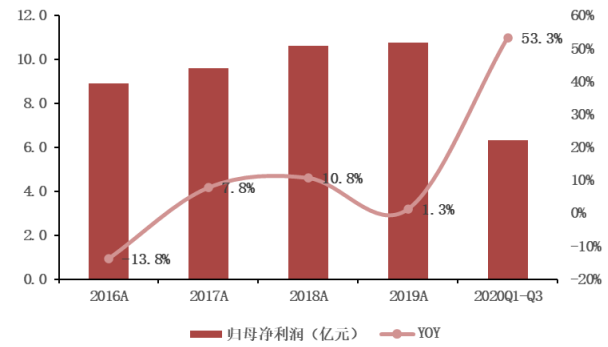
航空发动机为公司核心主业，收入/毛利占比 85%以上。随新品产量的不断提升、技术工艺成熟，航发业务毛利率有望提升。

图 2：公司 2018-2020 年营收增速加快



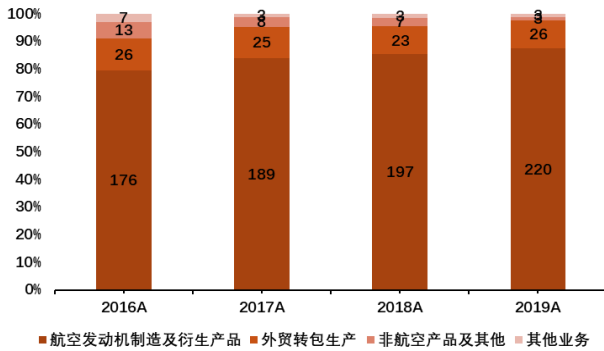
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：公司 2020 年归母净利润增速加快



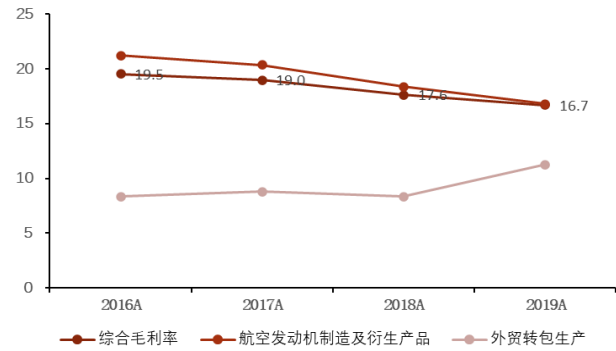
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：航空发动机系公司核心主业



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：毛利率逐年递减，系新品未放量所致



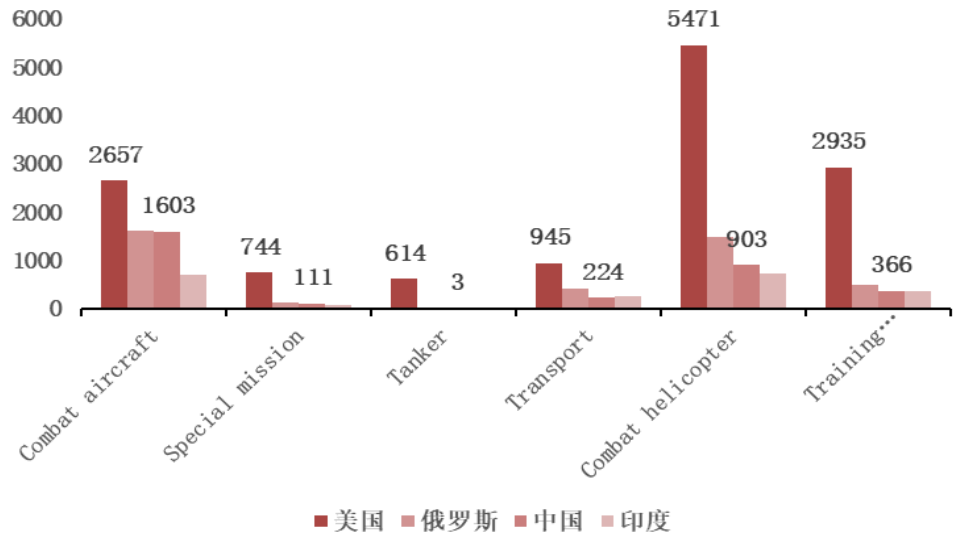
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.军品需求饱满，民用市场亟待爆发

3.1.军机列装加速，军发市场快速增长

我国军机在数量上较美、俄仍有一定差距。总量上看，美国军机数量约 1.3 万架，我国仅 3000 余架。其中战斗机方面，美国约 2600 余架，我国仅 1600 余架。

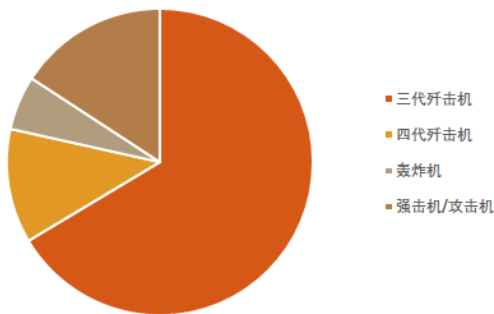
图 6：我国军机数量较美、俄有一定差距



资料来源：World Air Forces 2020，浙商证券研究所

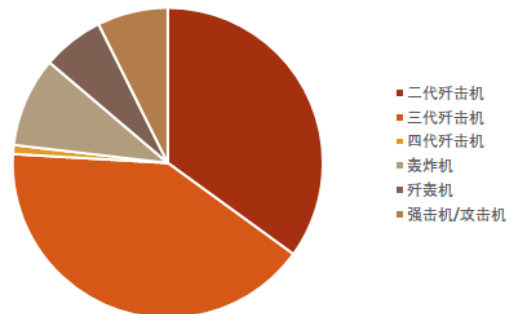
产品结构方面，我国先进代际战斗机占比亟待提升。美国战斗机以三、四代机为主；我国战斗机以二代机、三代机为主，四代机占比较少。

图 7：美国三代、四代机占比较高



资料来源：World Air Forces 2020，浙商证券研究所

图 8：我国二代机仍有相当大比例



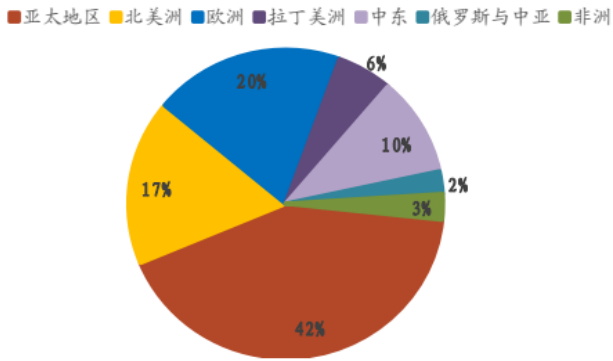
资料来源：World Air Forces 2020，浙商证券研究所

我们预计“十四五”期间军机将进入快速列装期，国防航空发动机将有望显著受益。国防航空发动机市场包括新增及替换两个市场。我们测算军用航空发动机在“十四五”期间市场规模达 2500 亿元，年均近 500 亿元。

3.2.民机需求稳增，商发市场空间广阔

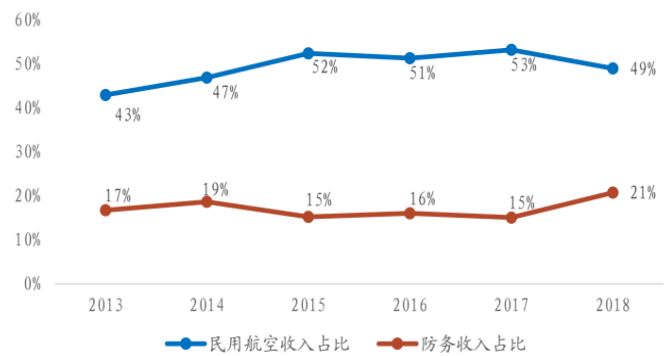
根据波音《2018 市场展望》，预计 18-37 年全球商飞需求量 4.3 万架（约 6.4 万亿美元），假设发动机价值量占比 15%，全球平均年化商飞发动机市场空间约 480 亿美元。亚太地区需求较高，预计年市场空间超 200 亿美元。

图 9：亚太地区占民航发动机新增市场的 42%



资料来源：波音公司《2018 市场展望》，浙商证券研究所

图 10：RR 公司民航发动机收入占比远高于防务类



资料来源：RR 官网，浙商证券研究所

燃机打破垄断，主攻进口替代市场。国际燃气轮机市场基本被通用电气、西门子、三菱重工等公司占据，三家共占有国际市场份额约 88%。我国目前还缺少自主研发的燃气轮机产品，受制于发达国家。公司舰船用、工业用燃气轮机已逐步投放市场，引领国产替代。

维保崛起，将成中长期新赢利点。长期维度，航发企业盈利将从增量市场向后端维修、服务转移。民用航发方面，RR 公司设备与服务的收入占比分别为 42%：58%；防务业务方面，RR 公司设备与服务的收入占比分别为 46%：54%。

4.盈利预测及估值

据 Wind 一致预期，5 大国防整机企业中，中直股份、中航西飞、中航沈飞、洪都航空 2022 年 PE 分别为 37/106/69/110 倍，平均 PE 估值为 81 倍，航发动力 2022 年 PE 为 61 倍。

国产三代机 J-10、J-11、J-15、J-16 以及四代机 J-20、大型运输机 Y-20、新一代武装直升机，陆续进入批产及订单加速增长阶段。公司航发业务迎来高速增长期。

预计公司 2020-2022 年收入 298/393/503 亿元，YOY 分别为+18%/32%/28%；归母净利润 13.5/18.6/28.8 亿元，YOY 分别为 25%/38%/54%，PE 为 147/106/69 倍，PS 为 6.6/5.0/3.9 倍。考虑到公司作为国防装备龙头的战略地位，我们维持“买入”评级。

表 3：公司估值在国防整机企业中位于中等水平

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PS	PB (MRQ)	ROE (摊薄)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021E		2019A
600038	中直股份	398	1.22	1.49	1.80	55	45	37	2.1	4.0	7.2%
000768	中航西飞	1,052	0.27	0.34	0.36	141	112	106	2.4	3.9	3.4%
600760	中航沈飞	1,337	1.02	1.14	1.38	94	84	69	3.6	8.4	10.1%
600316	洪都航空	403	0.23	0.37	0.51	245	152	110	4.4	5.4	1.7%
	平均值	797	0.69	0.84	1.01	134	98	81	3.1	5.4	5.6%
600893	航发动力	1,978	0.51	0.70	1.08	129	93	61	5.0	3.8	3.8%

资料来源：Wind，浙商证券研究所（除航发动力，其余盈利预测均为 Wind 一致预期）

5.风险提示

短期股价涨幅已较大风险；产品交付不及预期；型号进度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	38188	48868	61096	75331
现金	8235	12500	14000	16000
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	10658	13258	16848	21356
其它应收款	157	222	289	353
预付账款	487	726	963	1122
存货	18544	22060	28889	36394
其他	105	103	106	105
非流动资产	24927	25729	25698	25844
金额资产类	0	269	217	162
长期投资	1478	1625	1788	1967
固定资产	16497	17182	17546	17928
无形资产	2100	1929	1753	1595
在建工程	2956	2685	2228	1862
其他	1896	2039	2167	2330
资产总计	63115	74597	86794	101174
流动负债	26825	31973	42460	54233
短期借款	2787	5392	7848	10646
应付款项	15015	17240	22250	27618
预收账款	2847	2503	3471	4783
其他	6175	6839	8891	11186
非流动负债	(255)	(3318)	(2858)	(2144)
长期借款	230	230	230	230
其他	(486)	(3548)	(3088)	(2374)
负债合计	26570	28655	39602	52089
少数股东权益	7855	7895	7949	8033
归属母公司股东权	28690	38048	39243	41052
负债和股东权益	63115	74597	86794	101174
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5094	(4526)	897	1839
净利润	1109	1387	1916	2959
折旧摊销	1493	1234	1334	1430
财务费用	421	71	144	256
投资损失	(83)	(131)	(107)	(119)
营运资金变动	6843	(3616)	4319	4638
其它	(4689)	(3472)	(6710)	(7327)
投资活动现金流	(2345)	(1735)	(1073)	(1300)
资本支出	(1568)	(1500)	(1092)	(1296)
长期投资	307	(418)	(110)	(124)
其他	(1084)	183	129	121
筹资活动现金流	924	10526	1677	1461
短期借款	(3101)	2604	2456	2798
长期借款	(5)	0	0	0
其他	4031	7922	(780)	(1337)
现金净增加额	3674	4265	1500	2000

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25210	29815	39301	50309
营业成本	21004	24986	32720	41221
营业税金及附加	80	95	125	159
营业费用	327	311	422	550
管理费用	1881	2206	2908	3673
研发费用	420	507	629	755
财务费用	421	71	144	256
资产减值损失	120	189	255	336
公允价值变动损益	139	0	0	0
投资净收益	83	131	107	119
其他经营收益	168	137	140	149
营业利润	1348	1719	2344	3626
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	1346	1718	2343	3625
所得税	237	331	427	665
净利润	1109	1387	1916	2959
少数股东损益	31	39	54	84
归属母公司净利润	1077	1348	1862	2875
EBITDA	2869	3015	3823	5306
EPS (最新摊薄)	0.4	0.5	0.7	1.1
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9%	18%	32%	28%
营业利润	9%	28%	36%	55%
归属母公司净利润	1%	25%	38%	54%
获利能力				
毛利率	17%	16%	17%	18%
净利率	4%	5%	5%	6%
ROE	3%	3%	4%	6%
ROIC	4%	4%	5%	6%
偿债能力				
资产负债率	42%	38%	46%	51%
净负债比率	11%	20%	21%	21%
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收帐款周转率	2.9	2.9	3.1	3.0
应付帐款周转率	3.1	3.1	3.4	3.4
每股指标(元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	1.1
每股经营现金	1.9	-1.7	0.3	0.7
每股净资产	12.8	14.3	14.7	15.4
估值比率				
P/E	184	147	106	69
P/B	5.8	5.2	5.0	4.8
EV/EBITDA	18	65	51	37

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>