

关联交易销售额大幅预增， 下游需求景气度高企

航发动力 (600893.SH)

谨慎推荐 下调评级

核心观点:

- **事件:** 公司发布《关于2021年度与实际控制人及其关联方之持续性关联交易的公告》。
- **关联交易销售额大幅预增，营收增长有望超预期** 1月9日公告显示，公司预计2021年度将与中航发系统和航空工业集团系统发生关联交易销售额分别约为20.80亿元和142.03亿元，合计162.83亿元，比2020年预计执行额增长41.6%。这里的增速数据在可比口径上并不一致，由于在2017至2020年四年中，有三年（2017、2018和2020）的关联交易金额在年初计划额基础上进行过调增，因此从可比口径来看，2021年初的关联交易计划销售额比2020年初的计划额增长58.64%，而2018-2020年的同口径增速仅分别为38%、21.14%和15.11%，反映了2021年公司下游客户需求强劲，景气度高企。此外，我们根据过去四年关联交易年末执行额比年初计划数的增速均值11.59%，测算出2021年关联交易年末执行额数据约为181.7亿，可比口径同比增长58%，与年初计划额增速相仿，我们认为在关联交易销售额大幅预增的背景下，公司未来营收增长有望超预期。
- **万亿级市场引领，公司精耕细作，未来成长可期** 据罗罗公司预计，2014-2033年全球航空发动机和燃气轮机市场总规模2.68万亿美元。其中发动机及燃气轮机需求1.54万亿美元，配套的服务需求约1.14万亿美元，且配套服务需求净利润是制造业务的数倍。民用航空发动机市场需求1.05万亿美元，相应的服务需求7000亿美元；军用航空发动机需求1550亿美元，相应的服务需求2600亿美元；海军舰船燃气轮机需求2700亿美元，相应服务需求1250亿美元；电力、油气等能源领域需求600亿美元，相应的服务需求600亿美元。面对万亿级的市场，公司立足国内，着眼全球，在市场需求提升以及国产替代加速的背景下，公司精耕细作，未来快速成长可期。
- **投资建议.** 预计公司2020年至2022年归母净利分别为13.21亿、17.78亿和22.96亿，EPS为0.50元、0.67元和0.86元，对应PE为149x、111x和86x。公司是国内航空发动机和燃气轮机龙头，航空发动机谱系最全，科研生产能力最强，极具稀缺性，具备较高投资价值。当前公司估值水平较高，未来尚需逐步兑现，下调至“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 产品交付进度不及预期的风险。

表1 主要财务指标预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营收(单位:百万元)	25,210.50	29,992.93	39,584.67	50,090.44
同比(%)	9.13%	18.97%	31.98%	26.54%
净利润(单位:百万元)	1,077.41	1321.44	1778.13	2296.45
同比(%)	1.27%	22.65%	34.56%	29.15%
EPS(单位:元)	0.40	0.50	0.67	0.86
P/E	183.63	149.72	111.26	86.15

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师

李良

☎: 010-80927658

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

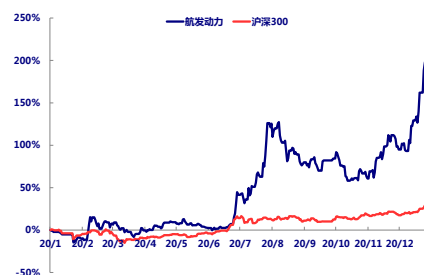
分析师登记编码: S0130515090001

市场数据

2021/1/11

A股收盘价(元)	74.22
A股一年内最高价(元)	76.53
A股一年内最低价(元)	19.00
上证指数	3570.11
市盈率(2020)	149.72
总股本(万股)	266559.42
实际流通A股(万股)	210813.93
限售的流通A股(万股)	55745.49
流通A股市值(亿元)	1564.66

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

表 2 可比上市公司估值

代码	简称	PE		
		2020E	2021E	2022E
000768.SZ	中航西飞	184.91	140.17	112.33
600316.SH	洪都航空	486.59	241.73	153.14
600760.SH	中航沈飞	151.51	93.26	83.81
600893.SH	航发动力	183.63	149.72	111.26
平均值(剔除公司)		335.75	190.95	132.74

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

表 3 公司部分年份关联交易数据

		2021			2020						
		预计执行情况	年初计划	年初计划较去年预计执行情况的变化	预计执行情况	年初计划	年初计划较去年预计执行情况的变化	预计执行情况较年初计划的变化	年中新增(10月30日)	年度计划	执行情况较年度计划的变化
关联交易之销售商品	中国航发		20.8		15.37	11.52	-16.88%	33.42%	11.66	23.18	-33.69%
	航空工业		142.03		99.63	91.12	27.49%	9.34%	18.95	110.07	-9.48%
	合计	181.70	162.83	41.6%	115	102.64	20.3%	12.04%	30.61	133.25	-13.70%
	同比:										
	关联交易	58.00%	58.64%		34.77%	15.11%				49.43%	

资料来源: 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 机械军工行业组组长

证券从业近 8 年。清华大学 MBA，曾在中航证券研究所从事军工行业研究，2015 年加入银河证券。曾获 2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn