

2021年02月08日

# “一发托三机”三代中等推力发动机突破瓶颈

## 航发动力(600893)

评级:	买入	股票代码:	600893
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	80.76/19.97
目标价格:		总市值(亿)	1,536.72
最新收盘价:	57.65	自由流通市值(亿)	1,215.34
		自由流通股数(百万)	2,108.14

### 事件概述

近日,公司收到贵州省国防科技工业办公室《中国航发贵州黎阳航空动力有限公司三代中等推力航空发动机生产线建设项目竣工验收备案表》,标志着公司“三代中等推力航空发动机生产线建设项目”已通过竣工验收,公司可据此办理固定资产移交和产权登记手续,充分发挥项目投资效益。

### 分析判断:

#### ● 三代中等推力航空发动机“一发托三机”,未来需求空间非常广阔

三代中等推力航空发动机可以作为轻型多用途战斗机、高端无人作战飞机、中型舰载机等动力装置。

“枭龙”轻型多用途战斗机是我国与巴基斯坦联合研制的战斗机,装配一台俄罗斯 RD-93 中等推力涡扇发动机。目前“枭龙”已批量装备巴基斯坦空军,并且多国有意向购买,但由于俄罗斯出口发动机附带的限制条约,装配 RD-93 的“枭龙”很难出口到巴基斯坦之外的国家。国产三代中等推力航空发动机生产线的竣工验收,有望助力“枭龙”突破发动机瓶颈,走出巴基斯坦,走向全球。

2019年10月1日,我国隐身无人机攻击-11亮相建国70周年阅兵,该机采用飞翼式气动布局,进气道和尾喷口进行锯齿化处理,具有优异的隐身能力。参考美俄五代机搭配“忠诚僚机”任务模式,美国一架F-35可以控制和指挥六架XQ-58A无人机执行对地攻击任务,俄罗斯苏-57也可以与“猎人-B”无人机联合执行作战任务,未来我国歼-20也有望携带多架攻击-11无人机,遂行制空突击、压制防空等作战任务。此外,目前采用二代中等推力发动机的翔龙、云影等高端无人机也有望改用三代中等推力发动机。

中型舰载机可以在续航航程、滞空时间、有效载荷、作战半径与出勤频率、调度难度、起降难度、维护成本等方面做到平衡,歼-31中型隐身战斗机是下一代隐身舰载战斗机的理想改进平台,该机配备两台中等推力涡扇发动机,陆基版本已经首飞成功。

轻型多用途战斗机、高端无人作战飞机、中型隐身舰载机等需求迫切,受益于上述机型高景气度传导,上游中等推力航空发动机市场前景广阔。

#### ● 三代中等推力航空发动机生产线建成,将突破该型发动机产能瓶颈

中国航发贵州黎阳航空动力有限公司是我国中等推力航空发动机的重要生产基地之一,此次通过竣工验收的“三代中等推力航空发动机生产线建设项目”系公司2014年非公开发行股票募集资金投资项目之一,项目耗资9.61亿元,在充分利用现有条件的基础上,整合资源、优化工艺流程和产线布局,围绕航空发动机总试、机械制造、热表处理、信息化等方面进行建设。该项目的建成,提升了公司航空发动机产品的科研能力,达到了项目建设目标,有助于三代中等推力航空发动机突破产能瓶颈,承担起“一发托三机”的重任。

### 投资建议

公司是国内军用航空发动机龙头企业,具备小推力、中等推力、大推力全系列,涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类航空发动机研制生产能力,三代中等推力航空发动机生产线的竣工,将显著提升公司产品交付能力。预计公司2020-2022年营业收入分别为345.36、483.51和628.56亿元,实现归母净利润21.18、30.61和42.39亿元,同比增长96.6%、44.5%和38.5%,EPS分别为0.79、1.15和1.59元,对应PE分别为73X、50X和36X。

### 风险提示

下游需求不及预期:轻型多用途战斗机海外订单不及预期,舰载机研制进度不及预期。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,102	25,210	34,536	48,351	62,856
YoY (%)	2.4%	9.1%	37.0%	40.0%	30.0%
归母净利润(百万元)	1,064	1,077	2,118	3,061	4,239
YoY (%)	10.8%	1.3%	96.6%	44.5%	38.5%
毛利率 (%)	17.6%	16.7%	18.0%	18.5%	19.0%
每股收益 (元)	0.40	0.40	0.79	1.15	1.59
ROE	4.0%	3.8%	6.9%	9.0%	11.1%
市盈率	144.44	142.63	72.56	50.20	36.25

资料来源: wind, 华西证券研究所

**分析师: 陆洲**

邮箱: luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话: 010-59775364

**研究助理: 张力涛**

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	25,210	34,536	48,351	62,856	净利润	1,109	2,161	3,124	4,326
YoY (%)	9.1%	37.0%	40.0%	30.0%	折旧和摊销	1,493	932	932	932
营业成本	21,004	28,320	39,406	50,914	营运资金变动	2,087	771	-2,188	-2,323
营业税金及附加	80	104	155	220	经营活动现金流	5,094	4,074	2,153	3,185
销售费用	327	380	580	817	资本开支	-2,446	-1,941	-2,210	-2,444
管理费用	1,881	2,590	3,626	4,714	投资	77	-205	-205	-205
财务费用	421	270	365	391	投资活动现金流	-2,345	-1,971	-2,173	-2,335
资产减值损失	-106	-110	-152	-159	股权募资	5,500	0	0	0
投资收益	83	173	242	314	债务募资	18,410	2,803	390	490
营业利润	1,348	2,622	3,796	5,258	筹资活动现金流	924	2,533	25	99
营业外收支	-2	1	-5	-8	现金净流量	3,687	4,635	4	949
利润总额	1,346	2,623	3,791	5,250	<b>主要财务指标</b>				
所得税	237	462	667	924	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
净利润	1,109	2,161	3,124	4,326	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	1,077	2,118	3,061	4,239	营业收入增长率	9.1%	37.0%	40.0%	30.0%
YoY (%)	1.3%	96.6%	44.5%	38.5%	净利润增长率	1.3%	96.6%	44.5%	38.5%
每股收益	0.40	0.79	1.15	1.59	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	16.7%	18.0%	18.5%	19.0%
<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	4.4%	6.3%	6.5%	6.9%	
货币资金	8,235	12,871	12,875	13,824	总资产收益率 ROA	1.7%	2.8%	3.3%	3.8%
预付款项	487	850	1,182	1,527	净资产收益率 ROE	3.8%	6.9%	9.0%	11.1%
存货	18,544	22,501	31,309	40,452	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	10,920	14,100	19,704	25,588	流动比率	1.42	1.32	1.27	1.26
流动资产合计	38,188	50,321	65,071	81,391	速动比率	0.71	0.71	0.64	0.61
长期股权投资	1,478	1,578	1,678	1,778	现金比率	0.31	0.34	0.25	0.21
固定资产	16,497	17,497	18,697	20,097	资产负债率	42.1%	49.4%	54.9%	58.3%
无形资产	2,100	2,070	2,070	2,100	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	24,927	26,137	27,610	29,313	总资产周转率	0.40	0.45	0.52	0.57
资产合计	63,115	76,458	92,680	110,704	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	2,787	5,600	6,000	6,500	每股收益	0.40	0.79	1.15	1.59
应付账款及票据	15,015	18,621	25,911	33,478	每股净资产	10.76	11.56	12.71	14.30
其他流动负债	9,022	13,796	19,215	24,856	每股经营现金流	1.91	1.53	0.81	1.19
流动负债合计	26,825	38,017	51,126	64,834	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	230	220	210	200	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	-486	-486	-486	-486	PE	142.63	72.56	50.20	36.25
非流动负债合计	-255	-265	-275	-285	PB	2.01	5.14	4.67	4.15
负债合计	26,570	37,752	50,851	64,548					
股本	2,250	2,250	2,250	2,250					
少数股东权益	7,855	7,899	7,961	8,048					
股东权益合计	36,545	38,706	41,830	46,156					
负债和股东权益合计	63,115	76,458	92,680	110,704					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、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，东兴证券研究所所长助理兼军工首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。