

航发“双增长”、动力“加速度”

航发动力 (600893.SH)

事件

7月18日，中国航发集团召开2022年上半年经济运行分析会。航发集团继一季度实现“开门红”后，22H1收入利润保持了同比“双增长”的良好态势。

7月20日，中国航发集团微信公众号发布《跑出“加速度”实现“双过半”》，提出：今年以来，任务总量再上新台阶、科研攻关进入关键阶段，同时披露航发动力下属主机厂重要业务数据及相关研制单位业务信息。

简评

整机交付能力大提升，营收规模加速度

航发动力一装中心通过脉动式装配生产线，实现生产准备时间同比节省2小时/天，产品装配用时同比减少25%/台。

脉动式装配线是航发集团AEOS生产制造体系落地的重要抓手，目前航发动力下属的四大主机厂（沈阳黎明、贵阳黎阳、西安西航和株洲南方）均建设并应用脉动式装配线。按照赛峰公司CFM56发动机装配经验，融入精益管理的脉动装配线，一台航空发动机装配时间由原先的29天缩短至10天。

AEOS生产制造体系以发动机整机产品按时交付为基础要求，针对航空发动机产品多品种、小批量的特点，构建以单元型为主，功能型为辅的生产组织方式，建立脉动式装配线和精益生产单元。

根据航发动力（此处为西安西航）一装中心脉动式装配线单台航发装配用时减少25%，按全年360个装配日计算，估算全年航发整机交付量可提高33%。根据中国航发集团AEOS生产制造体系建设指南，计划在2022年基本实现AEOS生产制造体系的全面应用，在我国军用航发普遍供不应求的情况下，预计将带动航发动力营收规模上大台阶。

一次交检合格率整体提升，毛利率有望迎来拐点

22H1，航发动力（此处为西安西航）一装中心产品一次交检合格率整体提升11%；株洲南方聚焦“一次试车合格率”，多款发动机“一次试车合格率”大幅提升。

航发动力16年后由于多款核心放量的主力型号技术成熟度偏低，综合毛利率由16年的19.51%持续下降7.02pcts，至21年的12.49%。型号技术成熟度偏低的主要特点就是一次交检合格率低，需要大量的返工返修，从而导致较大的单机制造装配周期

维持

买入

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

13811125136

SAC 执证编号:S1440516090001

研究助理

任宏道

renhongdao@csc.com.cn

梁后权

lianghouquan@csc.com.cn

发布日期：2022年07月21日

当前股价：53.50元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
30.62/30.98	36.93/33.47	-2.28/4.34
12月最高/最低价(元)		68.45/32.55
总股本(万股)		266,559.42
流通A股(万股)		232,926.69
总市值(亿元)		1,426.09
流通市值(亿元)		1,246.16
近3月日均成交量(万)		3430.99
主要股东		
中国航空发动机集团有限公司		45.79%

股价表现



相关研究报告

及成本消耗，影响交付规模及整体毛利率水平。

21 年中国航发党组一号文，对加强航空发动机质量工作作出决定，强调要严格质量管理、坚持标本兼治、推进“一次做对”、提升产品质量。

一次交检合格率，尤其是整机一次试车合格率的提升，有望缩短航发整机交付周期，提升整机交付规模，同时减少返工返修带来的成本损耗，航发动力毛利率有望迎来拐点。

科研型号进入关键阶段，下一代航发型号值得期待

《跑出“加速度” 实现“双过半”》提出：今年以来，科研攻关进入关键阶段。中国航发涡轮院实现多项试验任务“一次成功”；7 月 18 日，中国航发集团 22 年上半年经济运行分析会上提出：加快用户急需产品研发，预计下一代重点在研型号将取得节点性突破，成为航发动力中长期重要的业绩支撑。

看好航发动力短中长期业绩持续提升，维持“买入”评级

航发动力为我国军用航发主机厂上市平台，几乎主制我国全部在役主力及在研重点航发型号，并承制商用航发及燃气轮机重要零部件试制配套任务。预计公司 2022 年至 2024 年的归母净利润分别为 15.96 亿元、22.09 亿元、27.06 亿元，同比增长分别为 34.31%、38.44%、22.51%，相应 2022 年至 2024 年 EPS 分别为 0.6、0.83、1.02 元，对应当前股价 PE 分别为 89、65、53 倍，维持“买入”评级。

表 1：航发动力盈利预测表

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	341.02	439.81	543.19	624.85
同比（%）	19.10%	28.97%	23.50%	15.03%
净利润（亿元）	11.88	15.96	22.09	27.06
同比（%）	3.66%	34.31%	38.44%	22.51%
EPS（元）	0.45	0.60	0.83	1.02
P/E	120	89	65	53

资料来源：Wind，中信建投，PE 对应 7 月 20 日收盘价

风险提示

1、产品交付质量问题；2、在研型号定型延迟；3、原材料价格波动。

分析师介绍

黎韬扬

军工行业首席分析师。北京大学硕士。2015-2017 年新财富军工 行业第一名团队核心成员，2015-2016 年水晶球军工行业第一名团队核心成员，2015-2016 年 Wind 军工行业第一名团队核心成员，2016 年保险资管最受欢迎分析师第一名团队核心成员，2017 年保险资管最受欢迎分析师第二名、水晶球军工行业第二名、Wind 军工行业第二名，2018-2019 年水晶球军工行业第四名，2018 年新财富军工行业第五名，2018-2020 年 Wind 军工行业 第一名，2019 年新财富军工行业第四名，2019-2020 年金牛奖最佳军工行业分析团队，2019 年《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师。2020 年新财富军工行业入围，2020 年水晶球军工行业第五名。

研究助理

梁后权

15000868662

lianghouquan@csc.com.cn

任宏道

17710400737

renhongdao@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
弱于大市		相对跌幅 10% 以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2106 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 B 座 22 层
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk