

航发动力 (600893)

交付加速, 谱系拓展, 航发龙头迎来向上发展拐点

买入 (维持)

2022 年 07 月 25 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	34,102	42,904	53,199	66,061
同比	19%	26%	24%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	1,188	1,536	2,074	2,584
同比	4%	29%	35%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.45	0.58	0.78	0.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	118.51	91.63	67.87	54.46

投资要点

- **航空发动机产业链唯一的整机总装龙头公司, 充分受益于战机放量。**公司是航空发动机产业链唯一的整机总装龙头上市公司, 是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业, 航空发动机与军机数量比例不等, 有单发和双发, 存在倍率关系的弹性, 公司充分受益于十四五各类主战机型快速放量, 具备高成长性。
- **航空发动机具备消耗属性, 其增速高于军机增速。**由于航空发动机有寿命限制且容易损伤, 还要有一定比例的备货便于随时更换。现有量产主力发动机除了装备新战机, 对于数量庞大的在役存量机型, 例如教练 10 和枭龙等出口型, 随着原有进口俄制发动机寿命到期, 也将逐渐实施替换。
- **产品谱系有望不断拓展, 新型号有望贡献业绩增量。**新型航发进展较快, 公司产品谱系有望不断拓展, 新型号有望在十四五末期进入小批低速生产, 十五五将进一步提速贡献业绩。
- **维修市场空间广阔, 有望保障长期高成长性。**维修业务潜力大, 发动机大修成本超过新造成本的三分之一, 当前练兵备战强度大幅提高, 发动机快速损耗, 维修频率加快; 即使未来新机型达到量产高峰后增速下滑, 高存量的维修需求也将保障公司较长期的成长性。
- **商用航发和燃气轮机市场空间广阔, 值得期待。**未来我国有望成为全球商用飞机需求量最大的航空市场, 中长期看, CJ-1000 以及军民两用燃气轮机具有更大市场空间, 有望在未来为公司带来新的业绩弹性空间。
- **产品技术成熟度提升和国企改革有望提升利润率水平。**公司产品技术成熟度有望不断提升, 从而带来毛利率的恢复上升; 国资委曾多次表态支持上市公司开展股权激励等改革, 若公司推进股权激励, 也有望助力利润率水平提升。
- **盈利预测与投资评级:** 基于十四五军工行业高景气以及公司在航发产业链的龙头地位, 在不考虑维修业务增量和国企改革带来进一步利润弹性的情况下, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 429/532/661 亿元; 归母净利润 15.36 (原值 17.20) /20.74 (原值 21.49) /25.84 亿元; 对应 EPS 分别为 0.58/0.78/0.97 元; 对应 PE 分别为 92X、68X、54X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 市场波动风险; 2) 产品研制进度不及预期风险; 3) 生产、交付不及预期; 4) 国企改革进度低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.80
一年最低/最高价	32.55/68.45
市净率(倍)	3.75
流通 A 股市值(百万元)	122,985.29
总市值(百万元)	140,743.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.08
资产负债率(% LF)	56.59
总股本(百万股)	2,665.59
流通 A 股(百万股)	2,329.27

相关研究

《航空发动机龙头加速成长趋势明确》

2022-02-24

内容目录

1. 三/四代主战机型发动机国内唯一供应商	4
1.1. 三/四代主战机型发动机国内唯一供应商	4
1.2. 业务齐全，四大主机厂满足各类型号发动机需求	4
1.3. 公司主营业务及产品简介	5
1.4. 公司营收和利润持续增长	5
1.5. 四大主机厂各有亮点，黎明公司营收和利润贡献最大	6
2. 军品谱系不断拓展，商用发展未来可期	7
2.1. 燃气涡轮发动机目前应用最广泛	7
2.2. 发动机市场主要被国外巨头垄断	8
2.3. 增温和减重是航空发动机提效的主要措施	9
2.4. 民用发动机往大涵道比方向发展，以降低耗油率	9
2.5. 多年砥砺，军用航发终结硕果，民用商发未来可期	10
3. 交付加速，航发龙头迎来向上发展拐点	11
3.1. 发动机赛道坡长雪厚	12
3.2. 2022 至 2027 年，国内军用航空发动机市场规模有望达近千亿美元	12
3.3. 未来 20 年，国内民用发动机市场规模有望达千亿美元	13
3.4. 新型号有望陆续列装	13
3.5. 利润率有望改善，迎来向上发展拐点	14
3.6. 售后维修进一步增厚公司业绩	14
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 核心假设	15
4.2. 盈利预测	16
4.3. 估值与评级	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1:	航发动力发展历程	4
图 2:	航发动力股权结构 (截至 2022/07/21)	5
图 3:	航发动力营业收入	6
图 4:	航发动力归母净利润	6
图 5:	航发动力存货和合同负债	6
图 6:	航发动力毛利率与归母净利率	6
图 7:	子公司营业收入 (亿元)	7
图 8:	子公司利润总额 (亿元)	7
图 9:	子公司营业收入同比增速	7
图 10:	子公司利润总额增速	7
图 11:	典型发动机结构	8
图 12:	发动机分类	8
图 13:	燃气涡轮发动机分类	8
图 14:	航空发动机世界格局	9
图 15:	民用航空发动机耗油率逐渐降低	10
图 16:	我国航空发动机谱系	10
图 17:	CJ-1000 发动机	11
图 18:	C919 飞机和 C1000 发动机后续展望	11
图 19:	太行发动机亮相珠海航展	12
图 20:	歼 20 换装国产发动机后首次公开展示 (2021.9)	12
图 21:	2022-2027 年, 国内军用航空发动机市场规模有望达近千亿美元	13
图 22:	国产 C919 大飞机目前采用进口发动机	13
图 23:	未来 20 年我国民航飞机市场有望达万亿美元	13
图 24:	太行发动机亮相珠海航展	14
图 25:	2020 年 11 月, 运 20 装配 WS20 首飞	14
图 26:	航发动力各经营主体利润率情况 (利润总额/收入口径)	14
图 27:	全面加强实战化军事训练	15
图 28:	国际发动机巨头罗罗公司售后维修收入占比	15
表 1:	航发动力主营业务及产品简介	5
表 2:	国外军用航空发动机发展历程	9
表 3:	我国战斗机装配发动机状况	10
表 4:	航发动力业务拆分	16
表 5:	可比公司估值 (截至 2022/07/23)	17

1. 三/四代主战机型发动机国内唯一供应商

1.1. 三/四代主战机型发动机国内唯一供应商

公司前身是吉发股份，2008 年西航集团通过重组、定向增发等方式西航集团实现借壳上市，证券更名为“航空动力”，公司实际控制人变更为中国航空工业集团；2014 年 6 月公司完成重大资产重组，公司主营业务产品范围从大型发动机扩展为大中小型发动机；2020 年，公司引入机构投资者对黎明公司、黎阳动力、南方公司三家全资子公司增资 65 亿元以实施市场化债转股，同时中国航发对三家子公司合计增资 19.8 亿元；2021 年中国航发以国有股权无偿划转方式取得西航公司持有的公司股票（占总股本的 22.38%），同时中国航发以国有股权无偿划转方式受让中航工业集团持有公司股票（占总股本的 6.60%），收购完成后中国航发直接持有公司 45.79% 股权。

历经多次资产重组后，航发动力成为我国大、中、小型军民用航空发动机和大型舰船用燃气轮机动力装置的生产研制和修理基地，国内唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨全种类军用航空发动机的企业，三/四代主战机型发动机国内唯一供应商，在发动机整机制造行业处于近乎垄断地位。

图1：航发动力发展历程



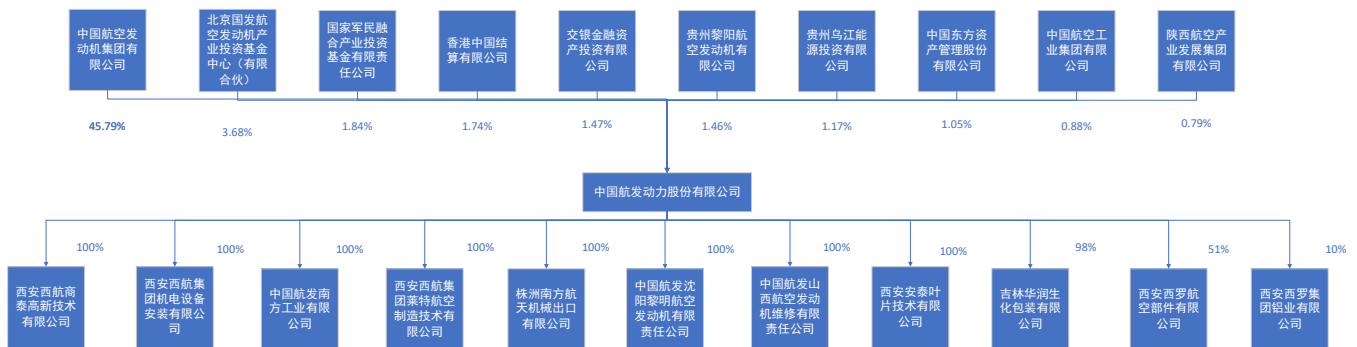
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业务齐全，四大主机厂满足各类型号发动机需求

航发动力是我国航空发动机整机领域唯一上市主体，第一大股东及实际控制人为航发集团航发动力旗下有四大主机厂，承担我国军用航空研制的主要任务，是国内唯一的生产制造涡喷、涡轮、涡扇、涡桨、涡轴活塞全种类航空发动机的企业，旗下四大主机厂分工明确：西航集团（430 厂）以研制生产大中型军用航空发动机及航空发动机核心零部件为主；沈阳黎明（410 厂）以研究大中推力航空发动机为主；黎阳动力（460 厂）以中小推力涡喷、涡扇发动机为主；南方公司（331 厂）是中小型航空发动机的主要供应商，研制多型号涡桨和涡轴发动机。2022 年 4 月 23 日，航发动力与钢研高纳合资设立西安钢研高纳航空部件有限公司。这次的交易可以帮助航发动力优化供应链布局，更

好的与航发动力旗下的四大主机厂和其余子公司配合，达到降本的目的。

图2：航发动力股权结构（截至 2022/07/21）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司主营业务及产品简介

公司业主营业务主要是航空发动机及衍生品如军民用涡扇发动机、涡喷发动机、涡轴发动机、涡桨发动机、燃机等产品，以及民用航空发动机转包生产业务和少部分非航产品等。

表1：航发动力主营业务及产品简介

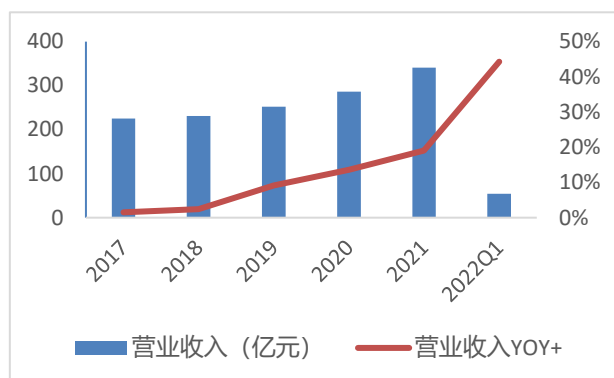
主营业务	品类	具体产品
航空发动机及衍生品	军用涡扇发动机	“太行”发动机、“太行”发动机发展型等
	民用涡扇发动机	CJ1000A 发动机、CJ2000 发动机等
	涡喷发动机	“昆仑”发动机等
	涡轴发动机	涡轴-16 发动机、AES100 发动机、“玉龙”发动机、8 系发动机等
	涡桨发动机	AEP500 发动机、AEP80 发动机、涡桨-9 发动机、涡桨-6 发动机、涡桨-5 发动机等
	燃机	QD70 系列燃机、R0110 重型燃机等
	传动系统	直升机传动系统等
	辅助动力	KD35 辅助动力装置、KD50 辅助动力装置
外贸转包	航发零部件	涡轮盘、结构件等
非航产品	先进材料、风力发电机及零部件、太阳能发电设备、机械设备等	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 公司营收和利润持续增长

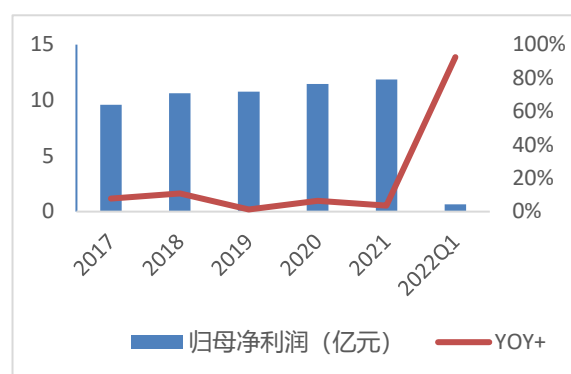
公司营收和利润保持持续增长，2021 年公司实现营业收入 341.02 亿元，同比增长 19.10%，实现归母净利润 11.88 亿元，同比增长 3.63%。2022Q1 公司营业收入加速增加，由 2021Q1 的 37.42 亿增长到 2022Q1 的 54 亿，同比增加 44.30%；2022Q1 归母净利润由 0.34 亿增长到 0.66 亿，同比增加 92.51%。

图3: 航发动力营业收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

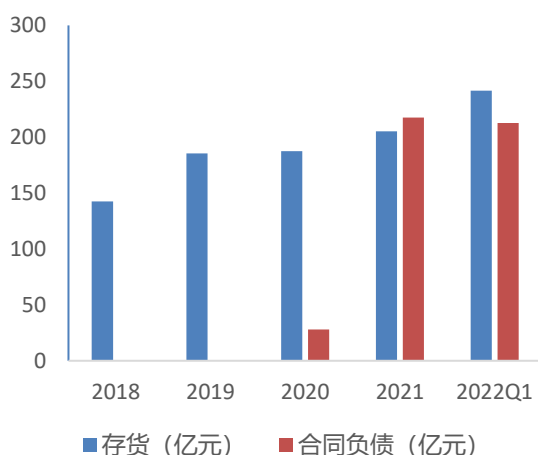
图4: 航发动力归母净利润



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

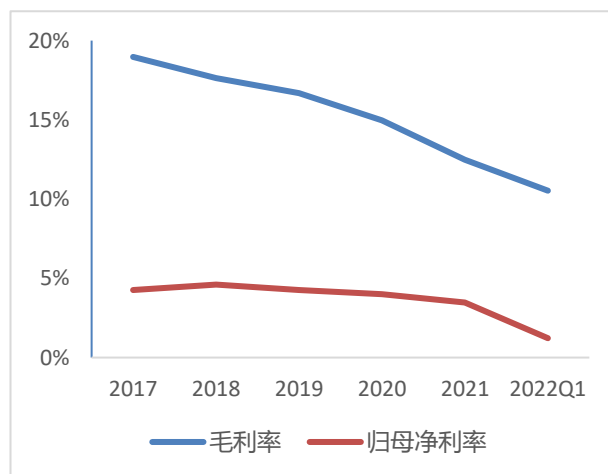
2022Q1 公司合同负债同比增加 787.99%，达到 212.82 亿；存货创下新高，2022Q1 达到 241.73 亿。公司毛利率和净利率处于低位，主要原因是新型号较多，公司产品处于故障率 U 型曲线的左侧，故障率较高，后续随着产品逐渐成熟，可靠性提高，产品毛利率将触底反弹，公司也进入业绩快速释放期。

图5: 航发动力存货和合同负债



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 航发动力毛利率与归母净利润率

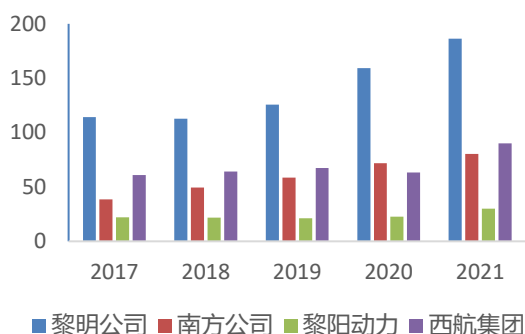


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.5. 四大主机厂各有亮点，黎明公司营收和利润贡献最大

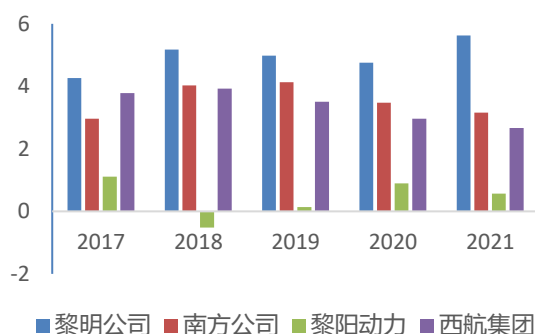
营收和利润规模: 四大主机厂中，黎明公司对于营收和利润总额贡献最大，2021 年营业贡献为 186.35 亿，利润总额贡献为 5.63 亿。

图7: 子公司营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

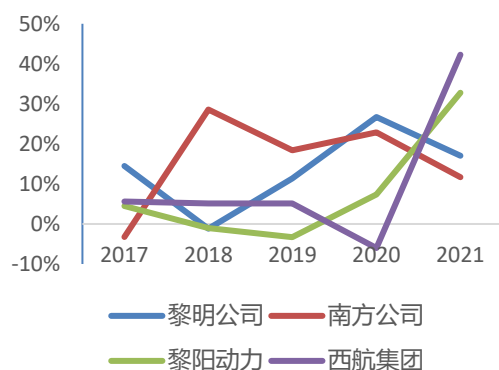
图8: 子公司利润总额 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

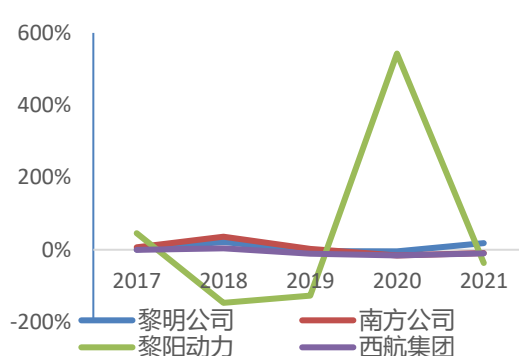
营收和利润总额增速: 四大主机厂中, 黎阳公司营收和利润总额增速最好, 2021年时营业收入增速达到 33%, 在 2020 年时利润总额增速达到 540%。

图9: 子公司营业收入同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 子公司利润总额增速



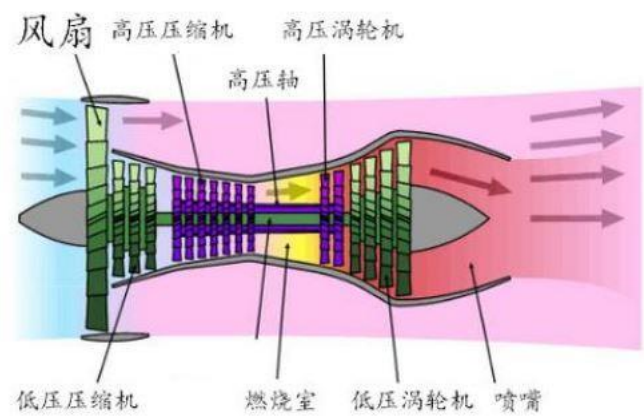
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 军品谱系不断拓展, 商用发展未来可期

2.1. 燃气涡轮发动机目前应用最广泛

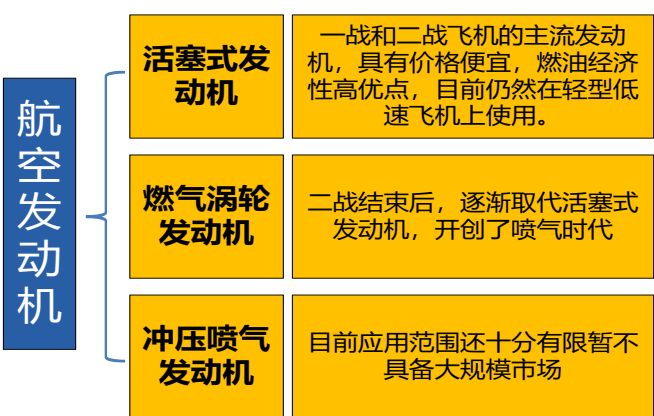
航空发动机为航空器飞行提供动力, 是航空器的“心脏”, 主要可分为三类: 活塞式发动机、燃气涡轮发动机和冲压喷气发动机, 燃气涡轮发动机目前应用最广泛。

图11：典型发动机结构



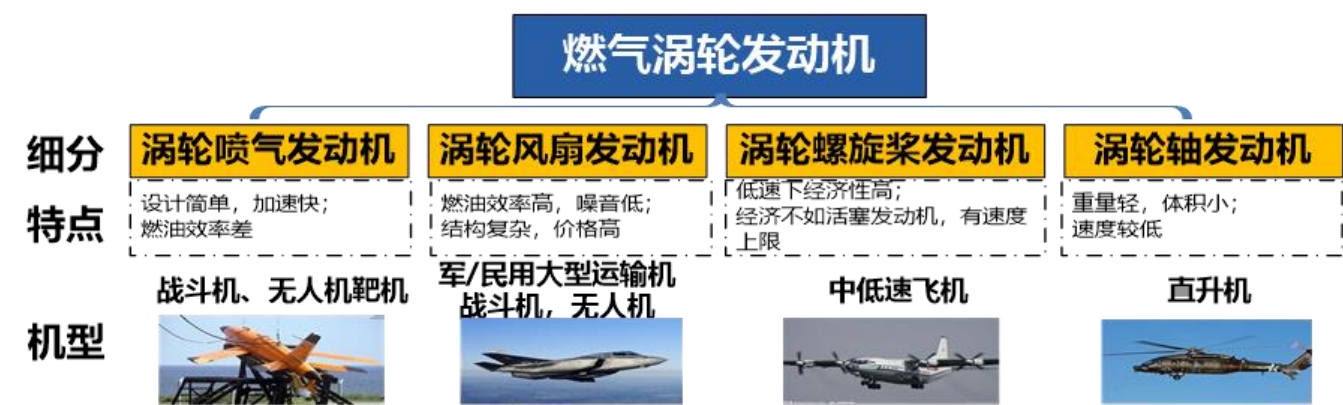
数据来源：光明网，东吴证券研究所

图12：发动机分类



数据来源：百度，维基百科，东吴证券研究所整理

图13：燃气涡轮发动机分类



数据来源：百度，维基百科，东吴证券研究所整理

2.2. 发动机市场主要被国外巨头垄断

市场呈寡头垄断格局：军用航发主要集中在美、英、法、俄、中等国家，民用航发则主要是美国、英国和法国等国家企业占据垄断地位。通用、普惠、罗罗和 CFM 是民用航空发动机市场上最主要的参与者，CFM 占据窄体飞机主要市场份额。宽体飞机领域，基本是通用与罗罗两强争霸的格局，其中通用占到了将近一半的市场存量。

中国目前是追赶者状态，两机专项解决了装备发展的资金政策难题，军用部分系列已批产大规模列装，民用 CJ 系列正处于研制阶段。

图14: 航空发动机世界格局

航空发动机格局	英国	罗罗公司	主要供应商公务机	“湾流”系列等
	法国	CFM公司	美法合资，世界窄体客机发动机霸主	C919、A320等
	美国	通用	民用发动机为主，主装波音系列	B-787等
		普惠	供应F22/35等美制军机	F-22/35等
	俄罗斯	UEC	装配俄制飞机，并出口中国	S-27/30等
	中国	航发集团	成品有WS系列，CJ系列在研	J-20、J-16等

数据来源：Google，各公司官网，维基百科，东吴证券研究所

2.3. 增温和减重是航空发动机提效的主要措施

根据发动机推重比的不同，从40年代末到21世纪初军用发动机划分成了四代，提高推重比的主要措施有两个：1) **增温**：提高涡轮前燃气温度，提高推力，这对材料的提出高要求；2) **减重**：采用先进结构和先进材料，如将叶片设计成空心，采用钛合金、碳纤维复合材料等。

表2: 国外军用航空发动机发展历程

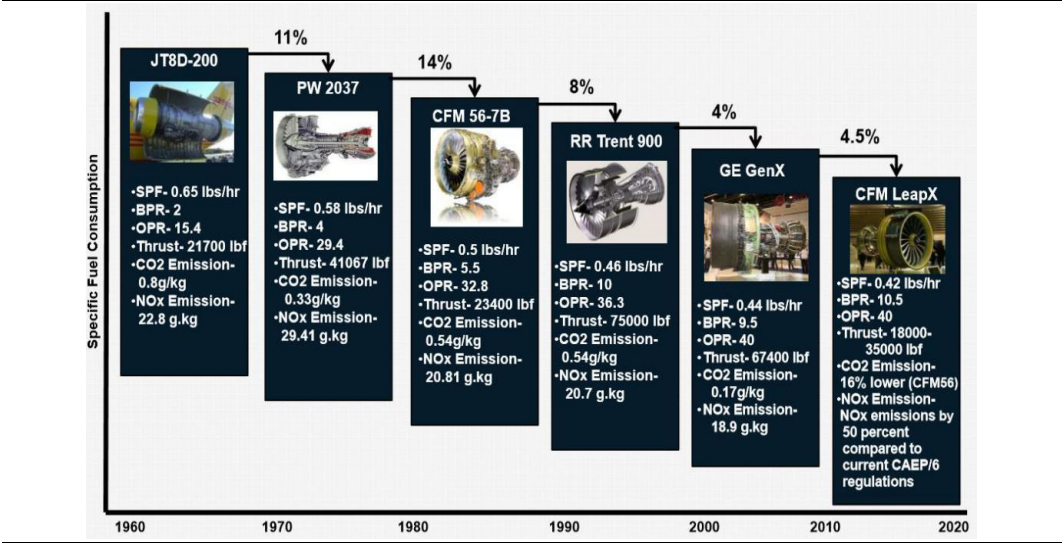
代数	发动机	主要特点	装备的典型飞机
第1代	涡轮喷气发动机如：J56J, BK-1	推重比：3-4；涡轮前温度：1200-1300K	F-86, F-100, 米格-15
第2代	加力涡轮喷气和涡轮风扇发动机，如：J79, TF30, M53-P2	推重比：5-6；涡轮前温度：1400-1500K	F-4, F-104, 米格-21
第3代	加力涡轮风扇发动机如：F100, F110, F404, AL31, M88	推重比：7.5-10；涡轮前温度：1600-1700K	F-15, F-16, F-18, 米格-29, 苏-27, 阵风
第4代	高推重比涡轮风扇发动机如：F119, F135, EJ200, AL41, WS15	推重比：10-12；涡轮前温度：1850-2000K	F-22, F-35, T-50, J-20
第5代	变循环发动机（预研中）	推重比：12-15；涡轮前温度：2000-2250K	NA

数据来源：Google，维基百科，东吴证券研究所

2.4. 民用发动机往大涵道比方向发展，以降低耗油率

民用航发标准与军用航发差别较大，更加注重安全性、经济性以及环保降噪，研制时发动机厂商、飞机厂商与航司往往要共同参与项目，确保各方利益相统一，目前民用发动机发展至第四代；由于大涵道比涡扇发动机能更好满足上述要求，现代民用大客机均以此为动力装备，并且实现了耗油率逐步降低。

图15：民用航空发动机耗油率逐渐降低

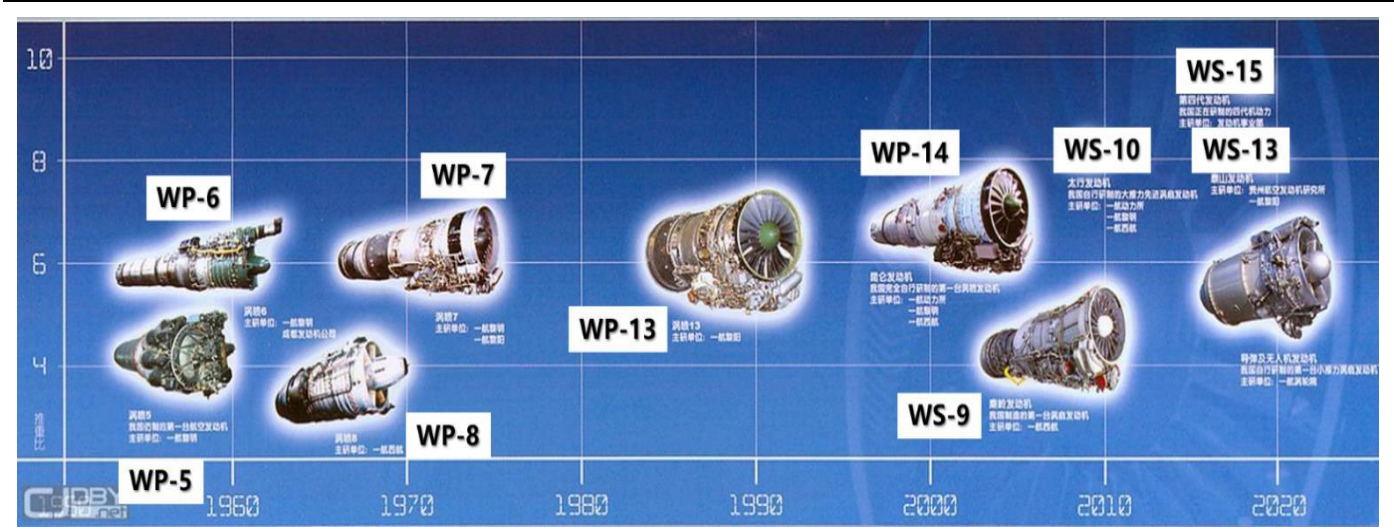


数据来源：航空租赁与金融，东吴证券研究所

2.5. 多年砥砺，军用航发终结硕果，民用商发未来可期

多年砥砺，现有型号进入放量收获期：经过多年发展，目前我国已建立完整的研制生产体系，具备了涡桨、涡喷、涡扇、涡轴等多种类发动机的系列研制生产能力。歼击机、轰炸机、歼击轰炸机等主战飞机已批量使用国产涡扇发动机，运-20 等运输机的发动机国产化也正在进行中。直升机方面，随着直-9、直-8、直-10 等整体技术的成熟，在引进的基础上实现涡轴-8、涡轴-6、涡轴-16 发动机的系列化发展。

图16：我国航空发动机谱系



数据来源：中国一航，东吴证券研究所

表3：我国战斗机装配发动机状况

飞机类型	使用发动机型号	预计未来国产替代
运 20	俄 D-30 发动机	WS-18/WS-20

教练-10	乌克兰 AI-222-25 发动机	国产中推
歼-35	俄 RD-93 发动机	WS-13 为代表的中推
歼-10	俄 AL-31F 发动机/WS-10	WS-10
歼-11//15/16	俄 AL-31F 发动机/WS-10	WS-10
歼-20	俄 AL-31F 发动机/WS-10	WS-15

数据来源：新浪，网易等，东吴证券研究所整理

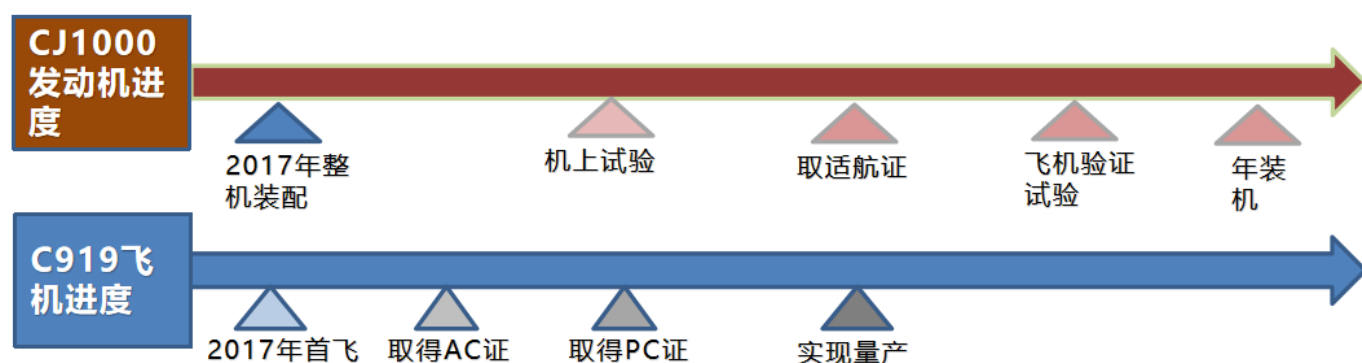
受益于我国民机产业广阔市场，中国商发崛起：2009 年中国商发成立，2017 年 12 月，CJ-1000AX 完成首台整机装配，根据研制进度计划，后续将进行机上试验，发动机取证，并配合飞机共同取证。试验发动机已使用钛合金空心叶片，核心机温度能达到同等机型的高水平，设计性能与 CFM 公司的 Leap-1C 处于同一水平；装备宽体飞机 CR929 的 CJ-2000 也处于研制状态。

图17: CJ-1000 发动机



数据来源：中国商发官网，东吴证券研究所

图18: C919 飞机和 C1000 发动机后续展望



数据来源：新浪，东吴证券研究所整理

3. 交付加速，航发龙头迎来向上发展拐点

3.1. 发动机赛道坡长雪厚

发动机受益于军机放量：作为飞机的动力装置，航空发动机与军机数量比例不等，有单发和双发，存在倍率关系的弹性，有望充分受益于十四五各类主战机型快速放量，具备高成长性。

航空发动机具备消耗属性，其增速高于军机增速。由于发动机有寿命限制且容易损伤，还要有一定比例的备货便于随时更换。现有量产主力发动机除了装备新战机，对于数量庞大的在役存量机型，例如教练 10 和枭龙等出口型，随着原有进口俄制发动机寿命到期，也将逐渐实施替换。

维修市场空间广阔，有望保障长期高成长性。维修业务潜力大，发动机大修成本超过新造成本的三分之一，当前练兵备战强度大幅提高，发动机快速损耗，维修频率加快；即使未来新机型达到量产高峰后增速下滑，大量的存量维修需求也将保障公司较长期的成长性。

商用航发和燃气轮机市场空间广阔，值得期待。未来，我国有望成为全球商用飞机需求量最大的航空市场，中长期看，商用航空发动机 CJ-1000 以及军民两用的燃气轮机具有更大的市场空间。

图19：太行发动机亮相珠海航展



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

图20：歼 20 换装国产发动机后首次公开展示（2021.9）



数据来源：网易，东吴证券研究所

3.2. 2022 至 2027 年，国内军用航空发动机市场规模有望达近千亿美元

我国空军未来发展目标要求到 2035 年初步建成现代化战略空军，到本世纪中叶全面建成世界一流空军。目前，我国军机数量和结构均同美军具有较大差距，我们测算 2022 年至 2027 年，国内军用航空发动机市场规模有望达近千亿美元。

图21：2022-2027 年，国内军用航空发动机市场规模有望达近千亿美元

需求类别	下游需求方向	预计新增数/架	发动机数/台	换备系数	总需求/台	估计平均单价 (万美元/台)	总价 (亿美元)
新增需求	战斗机	1000	1或2, 双发居多	1.5	2500	600	150
	中小型运输机	200	2	1.5	600	200	12
	大型运输机	120	4	1.5	720	2000	144
	教练机	300	2	1.5	900	150	14
	直升机	800	2	1.5	2400	150	36
	舰载机	500	2	1.5	1500	500	75
	舰船用燃机	50	2或4	1.5	225	500	11.3
	新增需求合计						441.8
国产替换需求	战斗机	500	1或2, 双发居多	1.5	1250	500	63
	教练机	100	2	1.5	300	150	5
	替换需求合计						67
维修需求	维修需求	与新增+替换需求1:1					508.8
合计							1017.5

数据来源：东吴证券研究所整理测算

3.3. 未来 20 年，国内民用发动机市场规模有望达千亿美元

民用航空发动机市场更加广阔：中国商飞预测，2021-2040 年，预计中国航空市场将接收 50 座以上客机 8725 架，市场价值约 1.3 万亿美元(以 2019 年目录价格为基础)。按照发动机占飞机价值量约 25%测算，国内民航发动机市场也有望千亿美元规模。目前，国产 C919 大飞机采用进口发动机，未来国产替代空间广阔。

图22：国产 C919 大飞机目前采用进口发动机



数据来源：腾讯，东吴证券研究所

图23：未来 20 年我国民航飞机市场有望达万亿美元

地图来源：自然资源部
数据来源：COMAC

数据来源：COMAC，东吴证券研究所

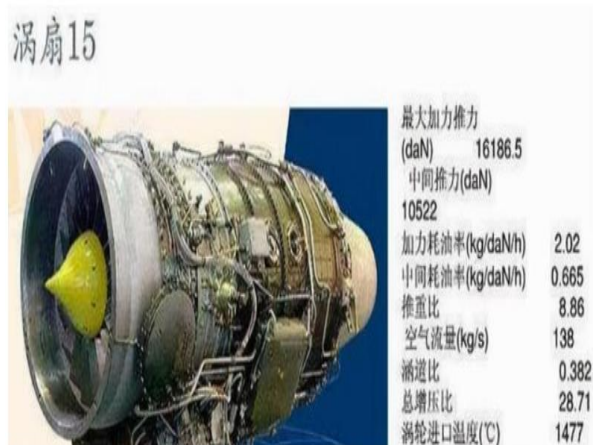
3.4. 新型号有望陆续列装

WS15: 为歼-20 研制; 2006 年 5 月首次台架运转试车成功, 2011 年交付验证机, 2013

年完成发动机设计定型试验。

WS20：为运-20 研制；2020 年 11 月运 20 装配 WS20 首飞。

图24：太行发动机亮相珠海航展



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

图25：2020 年 11 月，运 20 装配 WS20 首飞

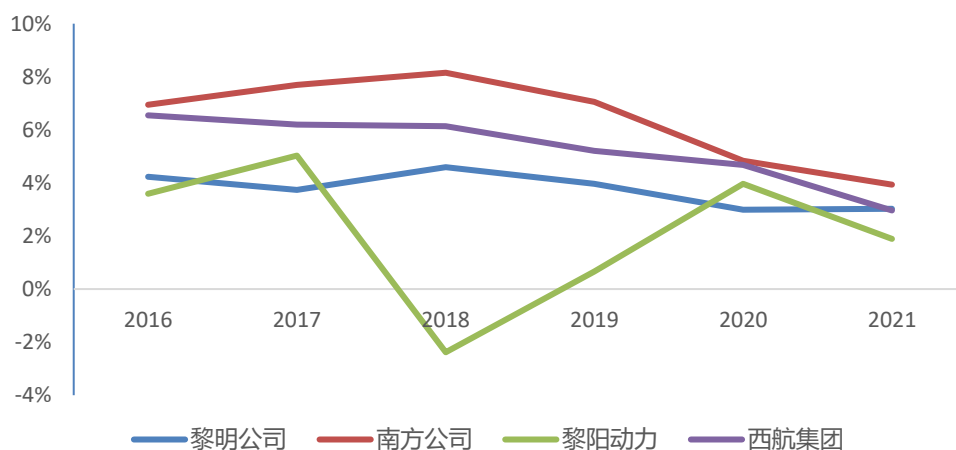


数据来源：搜狐，东吴证券研究所

3.5. 利润率有望改善，迎来向上发展拐点

公司已迎来发展拐点，下游需求旺盛交付加速，随着技术成熟度不断提升，公司毛利率水平有望提升；另外国资委曾多次表态支持上市公司开展股权激励等改革，若公司推进股权激励，公司利润率有望得到改善。

图26：航发动力各经营主体利润率情况（利润总额/收入口径）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.6. 售后维修进一步增厚公司业绩

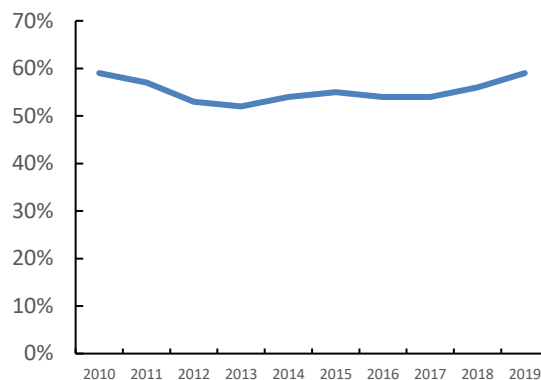
未来几年随着发动机存量大幅增加，叠加上高强度实战化训练，发动机维修频次增加，参考国际航发巨头罗罗公司，其发动机售后维修收入占总营收的 50%以上，后端的维修市场将会给公司带来较大的业绩增量。

图27：全面加强实战化军事训练



数据来源：国防部，东吴证券研究所

图28：国际发动机巨头罗罗公司售后维修收入占比



数据来源：彭博，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

公司是航空发动机产业链唯一的整机总装龙头上市公司，是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业，航空发动机与军机数量比例不等，有单发和双发，存在倍率关系的弹性，公司充分受益于十四五各类主战机型快速放量，具备高成长性。

航空发动机具备消耗属性，其增速高于军机增速。由于航空发动机有寿命限制且容易损伤，还要有一定比例的备货便于随时更换。现有量产主力发动机除了装备新战机，对于数量庞大的在役存量机型，例如教练 10 和枭龙等出口型，随着原有进口俄制发动机寿命到期，也将逐渐实施替换。

产品谱系有望不断拓展，新型号有望贡献业绩增量。新型航发进展较快，公司产品谱系有望不断拓展，新型号有望在十四五末期进入小批低速生产，十五五将进一步提速贡献业绩。

维修市场空间广阔，有望保障长期高成长性。维修业务潜力大，发动机大修成本超过新造成本的三分之一，当前练兵备战强度大幅提高，发动机快速损耗，维修频率加快；即使未来新机型达到量产高峰后增速下滑，高存量的维修需求也将保障公司较长期的成长性。

未来，我国有望成为全球商用飞机需求量最大的航空市场，中长期看，商用航空发动机 CJ-1000 以及军民两用的燃气轮机具有更大的市场空间，有望在未来为公司带来新的业绩弹性空间。

公司产品技术成熟度有望不断提升，从而带来毛利率的恢复上升；国资委曾多次表

态支持上市公司开展股权激励等改革，若公司推进股权激励，也有望助力利润率水平提升。

4.2. 盈利预测

基于十四五军工行业高景气以及公司在航发产业链的龙头地位，在不考虑维修业务增量和国企改革带来进一步利润弹性的情况下，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 429/532/661 亿元；归母净利润 15.36/20.74/25.84 亿元。后续若维修业务放量，且理论上维修业务盈利能力更高，叠加国企改革如股权激励等带来利润率提升，公司盈利水平具有进一步提升空间。

表4: 航发动力业务拆分

公司业务增长预测					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
航空发动机制造及衍生产品					
营收 (百万元)	26163	31885	40557	50697	63371
YOY	19%	22%	27%	25%	25%
毛利率	14.81%	11.95%	11.50%	11.50%	11.50%
外贸转包生产					
营收 (百万元)	1509	1292	1292	1292	1292
YOY	-41%	-14%	0%	0%	0%
毛利率	9.95%	7.65%	7.00%	7.00%	7.00%
非航空产品及其他					
营收 (百万元)	593	489	513	539	566
YOY	88%	-18%	5%	5%	5%
毛利率	12.03%	27.00%	28.00%	29.00%	30.00%
其他业务					
营收 (百万元)	367	437	542	672	833
YOY	24%	19%	24%	24%	24%
毛利率	52.39%	49.90%	53.00%	54.00%	55.00%
合计					
营收 (百万元)	28633	34102	42904	53199	66061
YOY	14%	19%	26%	24%	24%
毛利率	14.98%	12.49%	12.09%	12.10%	12.12%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

4.3. 估值与评级

中航西飞、中直股份和洪都航空均是我国航空装备整机产品主要供应商，可将它们选作可比公司进行相对估值法测算。

表5：可比公司估值（截至 2022/07/23）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000768.SZ	中航西飞	906	6.53	11.6	14.71	17.30	139	78	62	52
600316.SH	洪都航空	204	1.51	2.9	4.61	7.21	135	70	44	28
600038.SH	中直股份	257	9.13	11.2	13.79	16.36	28	23	19	16
PE平均值							137	74	53	40
600893.SH	航发动力	1407	11.88	15.36	20.74	25.84	119	92	68	54

数据来源：中航西飞、洪都航空、中直股份和航发动力均为东吴证券研究所测算

公司 2022-2024 年归母净利润 15.36/20.74/25.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.78/0.97 元；对应 PE 分别为 92X、68X、54X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 市场波动风险：市场行情受多重因素影响，存在波动风险；
- 2) 产品研制进度不及预期风险：发动机产品技术难度较大，客观上存在进度不及预期的风险；
- 3) 生产、交付不及预期风险：发动机产品产业链较长，存在生产交付不及预期的风险；
- 4) 国企改革进度低于预期风险：国企改革进度不可控，存在不及预期的风险。

航发动力三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	62,303	65,642	71,577	76,508	营业总收入	34,102	42,904	53,199	66,061
货币资金及交易性金融资产	22,207	23,832	25,799	29,333	营业成本(含金融类)	29,842	37,719	46,759	58,055
经营性应收款项	19,394	18,974	21,340	22,402	税金及附加	71	94	117	145
存货	20,515	22,635	24,231	24,532	销售费用	484	644	798	727
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,884	2,231	2,660	3,501
其他流动资产	187	202	206	242	研发费用	473	686	798	991
非流动资产	28,345	28,945	29,552	30,091	财务费用	73	45	37	27
长期股权投资	2,275	2,275	2,275	2,275	加:其他收益	146	172	186	198
固定资产及使用权资产	18,559	19,410	20,223	20,935	投资净收益	388	257	372	396
在建工程	2,833	2,572	2,346	2,151	公允价值变动	-28	-20	-20	-20
无形资产	2,450	2,488	2,540	2,597	减值损失	-494	-105	-115	-127
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	19	21	27	33
长期待摊费用	0	3	5	7	营业利润	1,306	1,810	2,480	3,095
其他非流动资产	2,228	2,197	2,163	2,126	营业外净收支	101	20	20	20
资产总计	90,648	94,587	101,129	106,599	利润总额	1,407	1,830	2,500	3,115
流动负债	50,546	53,516	58,607	62,166	减:所得税	176	238	350	436
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,014	2,014	2,014	2,014	净利润	1,231	1,592	2,150	2,679
经营性应付款项	22,597	23,768	26,903	29,107	减:少数股东损益	44	56	76	95
合同负债	21,752	22,631	23,380	23,222	归属母公司净利润	1,188	1,536	2,074	2,584
其他流动负债	4,184	5,104	6,310	7,823	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.58	0.78	0.97
非流动负债	165	165	165	165	EBIT	1,001	1,530	2,067	2,642
长期借款	646	646	646	646	EBITDA	2,600	3,147	3,707	4,369
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.49	12.09	12.10	12.12
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	3.48	3.58	3.90	3.91
其他非流动负债	487	487	487	487	收入增长率(%)	19.10	25.81	24.00	24.18
负债合计	50,711	53,681	58,771	62,331	归母净利润增长率(%)	3.63	29.34	35.01	24.62
归属母公司股东权益	37,452	38,364	39,739	41,556					
少数股东权益	2,486	2,542	2,618	2,713					
所有者权益合计	39,937	40,906	42,357	44,268					
负债和股东权益	90,648	94,587	101,129	106,599					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	16,704	4,337	4,664	6,289	每股净资产(元)	14.05	14.39	14.91	15.59
投资活动现金流	-8,898	-1,944	-1,855	-1,844	最新发行在外股份(百万股)	2,666	2,666	2,666	2,666
筹资活动现金流	54	-769	-843	-913	ROIC(%)	2.11	3.09	4.01	4.94
现金净增加额	7,841	1,624	1,966	3,532	ROE-摊薄(%)	3.17	4.00	5.22	6.22
折旧和摊销	1,599	1,617	1,640	1,727	资产负债率(%)	55.94	56.75	58.12	58.47
资本开支	-2,951	-2,179	-2,203	-2,217	P/E(现价&最新股本摊薄)	118.51	91.63	67.87	54.46
营运资本变动	13,560	251	-189	562	P/B(现价)	3.76	3.67	3.54	3.39

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

