

航发动力 (600893)

第三代中等推力航空发动机生产线项目竣工

——航发动力点评报告

点评报告

行业公司研究——航空航天设备一

证券研究报告

投资要点

□ 事件：“三代中等推力航空发动机生产线建设项目”通过竣工验收

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》。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。

□ 项目完成后，黎阳动力将具备第三代航空发动机的批量生产能力

根据公司之前公告，在国内第三代发动机中，大推力、小推力航空发动机已经形成批产能力，而中等推力航空发动机研制之前仍属空白。黎阳动力是我国中等推力航空发动机的重要生产基地之一，此建设项目完成后，公司发动机的总体研制水平将从二代向三代转型升级。

根据公司公告，预计项目达产后的年营业收入为40亿元，年均利润总额为4.68亿元（约占2019年利润总额的35%），IRR为19%，项目投资回收期为8年。

□ 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”三代机加速列装，国产替代空间广阔，军发市场有望快速增长

（1）国防领域：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。根据WAF2020，我国三代战斗机数量约为美军的37%，存在较大的提升空间。此外产品结构偏老旧，我国三代机数量占比约为53%，而美军为85%。

（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。

□ 维持买入评级

预计2020-2022年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114/83/53倍，PS为5.2/3.9/3.1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	143	114	83	53
ROE	3.2%	3.3%	4.0%	6.0%
PS	6.1	5.2	3.9	3.1

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥57.65

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

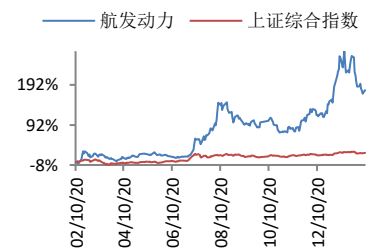
电话：18610723118

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 《【航发动力】国防装备龙头：2021年关联交易将大增，需求高增长【浙商机械国防】20200110》2021.01.10
- 2 《期间费用下降，归母净利润超预期》2020.04.28
- 3 《经营性现金流大幅改善，即将迎来高增长期》2020.04.24
- 4 《航发技术已趋成熟，公司迎来高增长期》2020.02.17
- 5 《新工艺影响短期业绩，长期增长趋势不改》2019.11.08

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	38188	48868	61096	75331	<b>营业收入</b>	25210	29815	39301	50309
现金	8235	12500	14000	16000	营业成本	21004	24986	32720	41221
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	80	95	125	159
应收账款	10658	13258	16848	21356	营业费用	327	311	422	550
其它应收款	157	222	289	353	管理费用	1881	2206	2908	3673
预付账款	487	726	963	1122	研发费用	420	507	629	755
存货	18544	22060	28889	36394	财务费用	421	71	144	256
其他	105	103	106	105	资产减值损失	120	189	255	336
<b>非流动资产</b>	24927	25729	25698	25844	公允价值变动损益	139	0	0	0
金额资产类	0	269	217	162	投资净收益	83	131	107	119
长期投资	1478	1625	1788	1967	其他经营收益	168	137	140	149
固定资产	16497	17182	17546	17928	<b>营业利润</b>	1348	1719	2344	3626
无形资产	2100	1929	1753	1595	营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	2956	2685	2228	1862	<b>利润总额</b>	1346	1718	2343	3625
其他	1896	2039	2167	2330	所得税	237	331	427	665
<b>资产总计</b>	63115	74597	86794	101174	<b>净利润</b>	1109	1387	1916	2959
<b>流动负债</b>	26825	31973	42460	54233	少数股东损益	31	39	54	84
短期借款	2787	5392	7848	10646	<b>归属母公司净利润</b>	1077	1348	1862	2875
应付款项	15015	17240	22250	27618	<b>EBITDA</b>	2869	3015	3823	5306
预收账款	2847	2503	3471	4783	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.4	0.5	0.7	1.1
其他	6175	6839	8891	11186					
<b>非流动负债</b>	(255)	(3318)	(2858)	(2144)	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	230	230	230	230		2019	2020E	2021E	2022E
其他	(486)	(3548)	(3088)	(2374)	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	26570	28655	39602	52089	营业收入	9%	18%	32%	28%
少数股东权益	7855	7895	7949	8033	营业利润	9%	28%	36%	55%
归属母公司股东权益	28690	38048	39243	41052	归属母公司净利润	1%	25%	38%	54%
<b>负债和股东权益</b>	63115	74597	86794	101174	<b>获利能力</b>				
					毛利率	17%	16%	17%	18%
					净利率	4%	5%	5%	6%
					ROE	3%	3%	4%	6%
					ROIC	4%	4%	5%	6%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	143	114	83	53
					P/B	4.5	4.0	3.9	3.7
					EV/EBITDA	18	50	40	29

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>