

航空发动机龙头加速成长趋势明确 买入（首次）

2022 年 02 月 24 日

证券分析师 苏立赞

执业证号：S0600521110001
sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证号：S0600521120002
qianjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	28633	34755	42911	53166
同比（%）	13.57	21.38	23.47	23.90
归母净利润（百万元）	1146	1374	1720	2149
同比（%）	6.37	19.93	25.12	25.00
每股收益（元/股）	0.49	0.52	0.65	0.81
P/E（倍）	121.12	95.43	76.27	61.02

事件

据中国航发集团近日发布的官方新闻《中国航发：加快科研生产，以“质”为先！》，在中国航发，无论是紧张忙碌的科研一线，还是热火朝天的生产现场，正全力抓好重点科研项目和科研生产任务。

投资要点

- **公司是我国航空发动机龙头**：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，是中国航发旗下航空动力整体上市唯一平台。
- **下游需求旺盛，十四五期间公司进入加速增长新阶段**：在 2027 建军百年奋斗目标和 2035 年国防和军队现代化目标的牵引下，国防和军队建设持续推进，目前正处于新型号上量和原有型号更新换代的关键时期，对于新装和换装发动机的需求日益旺盛；且随着实战化训练强度和频次的加大以及存量发动机规模的扩大，维修保障需求亦将不断增加。2021Q3 末，公司合同负债约 229.58 亿元，较 2020 年同期增长 965%，较 2021 年初增长 718%，主要是收到客户预付款增加，表明公司下游需求旺盛，且订单较 2020 年同期和 2021 年初均有较大增长，十四五期间公司有望进入加速增长阶段。
- **2022 年关联交易预计金额保持较快增长，业绩较快增长的拐点有望加速到来**：根据公司发布的持续性关联交易公告，2022 年公司向中国航发和航空工业集团销售商品的关联销售预计额合计约为 206.50 亿元，较 2021 年实际关联销售额增长 25.89%；2022 年公司向中国航发和航空工业集团采购商品的关联采购预计额约为 200.00 亿元，较 2021 年实际关联采购额增长 34.64%；2021 年公司实际关联销售、采购额较 2020 年同比分别增长 42.56%和 34.09%。关联交易预计金额保持较快增长，表明公司业绩较快增长的拐点有望加速到来。
- **盈利预测与投资评级**：基于公司航空发动机业务发展前景，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.74 亿元、17.20 亿元和 21.49 亿元，EPS 分别为 0.52 元、0.65 元和 0.81 元，对应 PE 分别为 95 倍、76 倍和 61 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**：订单波动风险；产品交付进度不及预期；公司盈利不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.20
一年最低/最高价	37.32/70.50
市净率(倍)	3.58
流通 A 股市值(百万元)	114588.38

基础数据

每股净资产(元)	13.74
资产负债率(%)	57.23
总股本(百万股)	2665.59
流通 A 股(百万股)	2329.03

航发动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	38,448	36,705	44,056	54,483	营业收入	28,633	34,755	42,911	53,166
现金	8,089	6,215	6,925	9,055	减:营业成本	24,345	29,869	36,888	45,717
应收账款	8,190	8,094	9,993	12,381	营业税金及附加	63	76	94	117
存货	18,744	19,315	23,348	28,311	营业费用	303	391	483	598
其他流动资产	3,425	3,082	3,789	4,737	管理费用	1,676	2,096	2,618	3,243
非流动资产	25,904	36,239	36,916	37,555	研发费用	447	765	944	1,207
长期股权投资	1,757	1,769	1,892	2,030	财务费用	307	109	70	7
固定资产	17,083	18,628	19,011	19,392	资产减值损失	371	0	0	0
在建工程	2,967	3,107	3,247	3,387	加:投资净收益	113	0	0	0
无形资产	2,136	2,797	2,852	2,856	其他收益	197	243	300	372
其他非流动资产	1,961	9,938	9,914	9,890	资产处置收益	21	0	0	0
资产总计	64,352	72,944	80,972	92,038	营业利润	1,390	1,693	2,115	2,650
流动负债	27,574	34,767	41,045	49,925	加:营业外净收支	20	8	14	11
短期借款	2,090	1,693	200	200	利润总额	1,410	1,701	2,129	2,661
应付账款	8,552	11,047	13,215	16,449	减:所得税费用	244	303	379	474
其他流动负债	16,933	22,027	27,630	33,276	少数股东损益	20	24	30	38
非流动负债	-723	-723	-723	-723	归属母公司净利润	1,146	1,374	1,720	2,149
长期借款	799	799	799	799	EBIT	1,385	1,786	2,169	2,630
其他非流动负债	-1,522	-1,522	-1,522	-1,522	EBITDA	2,937	3,452	3,842	4,388
负债合计	26,851	34,045	40,323	49,202	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,401	1,425	1,455	1,493	每股收益(元)	0.49	0.52	0.65	0.81
归属母公司股东权益	36,100	37,475	39,194	41,343	每股净资产(元)	13.54	14.06	14.70	15.51
负债和股东权益	64,352	72,944	80,972	92,038	发行在外股份(百万股)	2,666	2,666	2,666	2,666
					ROIC(%)	2.84	3.55	4.28	4.93
					ROE(%)	3.17	3.67	4.39	5.20
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	14.97	14.06	14.04	14.01
经营活动现金流	3,609	10,165	4,644	4,581	销售净利率(%)	4.00	3.95	4.01	4.04
投资活动现金流	-2,669	-11,992	-2,337	-2,386	资产负债率(%)	41.73	46.67	49.80	53.46
筹资活动现金流	-1,071	-47	-1,596	-66	收入增长率(%)	13.57	21.38	23.47	23.90
现金净增加额	-174	-1,874	710	2,130	净利润增长率(%)	6.37	19.93	25.12	25.00
折旧和摊销	1,552	1,666	1,674	1,758	P/E	121.12	95.43	76.27	61.02
资本开支	-2,583	-3,982	-2,216	-2,249	P/B	4.38	3.50	3.35	3.17
营运资本变动	198	6,959	1,131	581	EV/EBITDA	52.10	36.92	32.59	28.05

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>