

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022年02月17日

市场数据

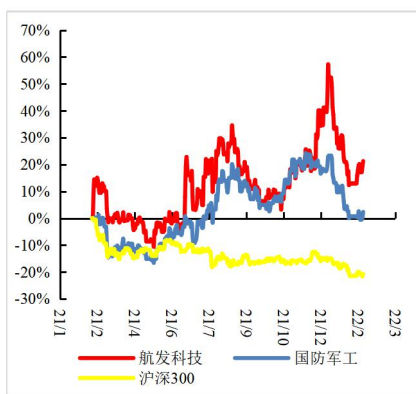
目前股价	21.91
总市值（亿元）	72.33
流通市值（亿元）	72.33
总股本（万股）	33,013
流通股本（万股）	33,013
12个月最高/最低	28.9/16.44

分析师

分析师：王志杰 S1070519050002

☒ 021-31829812

☒ wangzhijie@cgws.com

股价表现


数据来源：wind

相关报告

航空发动机行业长坡厚雪，大国之翼崛起之路

——航发科技（600391）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,383.55	2,721.06	2,829.90	3,395.88	4,244.85
(+/-%)	43.11%	-19.58%	4.00%	20.00%	25.00%
归母净利润（百万元）	22.58	-16.03	19.78	60.86	121.56
(+/-%)	107.45%	-170.98%	223.42%	207.71%	99.73%
摊薄 EPS（元/股）	0.06	-0.04	0.05	0.15	0.31
PE	380.82	-533.15	444.92	144.59	72.39

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- 主要发起人与股东背景优秀，提供有效技术支持：**公司是中国航发成都发动机集团有限公司作为主要发起人，联合中国航发沈阳黎明航空发动机有限责任公司、北京航空航天大学、中国燃气涡轮研究院、成都航空职业技术学院五家单位，并以发起方式设立的股份有限公司，于1999年12月28日在国家工商局注册登记。公司主业所处行业具有较高的行业吸引力，公司在各系统和行业内均具有一定的竞争力，持续发展能力较强；公司依托航空技术和品牌优势，着力提升航空技术应用产业发展能力，在相关研发制造领域处于领先地位。
- 根据招股说明书显示，公司为内贸航空及其衍生产品龙头企业，发展潜力巨大：**公司所从事的主要业务是航空发动机及燃气轮机及零部件的研发、制造、销售、服务，其中：内贸航空及衍生产品主要是以公司牵头组织，通过借助行业力量，系统集成，最终实现生产交付；外贸产品则主要通过承接国际知名航空发动机公司的委托加工业务，经营模式主要是通过“组织报价、承接订单、生产交付、收汇结汇”几个环节予以实现。公司现有900多种、3300余台各门类齐全的加工设备与试验检测仪器，拥有18.7万平方米各类加工厂房；具备航空发动机、燃气轮机产品研制所需的工程设计、加工制造、理化检测及各类综合性能试验能力；拥有通过了国家实验室资格的理化检测中心；通过了ISO9001、GJB9001A和AS9100-B质量体系认证，10余种特种工艺获国际宇航NADCAP认证等。公司拥有的上述许可或资质，使得公司具备承担各类航空产品生产及配套任务的资格和能力，是公司核心竞争力的重要基础。
- 内贸航空与外贸产品双翼齐飞，航空轴承领域发展迅速，成为新的业绩增长点，总体盈利能力持续提升。**近年来，公司围绕着“动力强军，科技报国”的使命，对照航发集团的总体要求，积极承担和参与型号研制，在单元体、航空发动机零部件研制工作上取得了重大进展，同步参与大型客机发动机、燃气轮机的研制工作。公司围绕“调结构、提能力、增效益”外贸发展原则，积极承接利附加值高、技术含量高、集成度高的民机产品，

同时公司外贸转包业务经过 30 多年的发展，形成了机匣、叶片、钣金、轴类产品平台，公司长期的市场化运作，不仅培养和强化了项目合作中的市场化意识，多年来也得到客户的普遍认可，在行业内建立了良好的口碑，与 GE 航空、罗罗和霍尼韦尔三大航空项目均达成了长期合作意向，锁定了未来的合作关系与市场份额，奠定了公司未来航空外贸转包业务规模的基本盘。并且子公司中国航发哈轴，所生产的航空轴承，产品质量好行业知名度较高，已成为公司新的业绩增长支柱。

- **发动机众多型号进入密集定型批产阶段，国产军民两用发动机产业化进程加速。**根据航发动力 2021 半年报所述，四代机关键技术能力大幅提升；五代机预研技术持续突破瓶颈。我们预计航发新机型在我国飞发分离体制与两机专项政策等支持下，研制定型或再提速，众多航发产品线将陆续进入定型批产节奏。一个发动机型号服役周期几十年以上，层出不穷的发动机型号在丰富我国军用航发产品线的同时也会给航发产业带来长足的发展动力。目前我国 C919 面临批产，但国产商业航空发动机 CJ1000 又尚未研制定型，我国商用航空发动机产业与半导体产业类似实现自主可控刻不容缓，两机产业有望迎来重大战略发展机遇。中国商飞预测未来 20 年中国航空运输市场将接收 8725 架干线和支线客机，我国商用航空发动机 CJ1000/CJ2000 等型号一旦具备批产条件，将获得巨大成长空间。
- **全球性新冠疫情形势仍然严峻，国际航空市场暂不明朗，公司已积极开展外贸产品结构的调整：**根据公司三季报显示，公司前三季度实现营业收入 229,505 万元，同比上升 48.33%，主要系公司本报告期积极推进内贸航空及衍生产品的生产、制造、销售，按节点完成生产任务并实现收入确认。三季度当季归属于上市公司股东的净利润与扣除非经常性损益的净利润分别同比下降 31.93%与 93.25%，主要系公司本报告期管理费用、研发费用较去年同期有所增加。公司前三季度经营活动产生的现金流量净额同比下降 149.79%，主要系公司本期销售规模扩大，物资采购支付增加，同时应收款暂未到结算期。根据航发科技 2021 年年度业绩预盈公告，预计 2021 年年度实现归属于上市公司股东的净利润 1,900 万元至 2,280 万元。扣除非经常性损益后，预计 2021 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 210 万元至 245 万元。受疫情影响，国际航空受到严重冲击，为应对错综复杂的经济环境，公司已积极开展外贸产品结构的调整，更加积极主动地沟通协调客户，着重于外贸产品的结构、质量和效益构成，着力开发附加值高、技术含量高、集成度高的转包产品，逐步提升公司转包业务的定价话语权，提升公司的核心竞争力。
- **投资建议：**鉴于公司为内贸航空龙头企业且国外航空市场前景广阔，整体市场发展前景广阔，发展潜力巨大。军工行业 2022 年有望迎来扩产大周期，业务发展潜力大增，首次给予“增持”评级，根据我们模型测算，公司收入未来有望持续提升，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.19 亿元、0.61 亿元、1.21 亿元，对应 PE 摊薄为 445 倍、145 倍、72 倍。
- **风险提示：**宏观经济大幅下行，研发能力未能匹配客户需求，疫情加剧影响国际市场，公司产能不及预期，市场竞争加剧，国际贸易形势严重恶化，下游需求及订单波动。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,383.55	2,721.06	2,829.90	3,395.88	4,244.85	成长性					
营业成本	2,960.63	2,425.65	2,546.91	3,022.33	3,735.47	营业收入增长	43.11%	-19.58%	4.00%	20.00%	25.00%
销售费用	32.22	24.16	28.30	33.96	42.45	营业成本增长	42.92%	-18.07%	5.00%	18.67%	23.60%
管理费用	164.12	160.55	161.30	193.57	241.96	营业利润增长	139.77%	-68.48%	-120.05%	926.56%	169.32%
研发费用	73.68	65.52	65.09	78.11	97.63	利润总额增长	115.21%	-63.70%	-7.31%	194.33%	99.73%
财务费用	74.10	43.96	44.82	52.73	64.30	归母净利润增	107.45%	-170.98%	223.42%	207.71%	99.73%
其他收益	28.41	33.87	33.87	33.87	33.87	盈利能力					
投资净收益	-	-	-	-	-	毛利率	12.50%	10.86%	10.00%	11.00%	12.00%
营业利润	47.15	14.86	-2.98	24.63	66.34	销售净利率	0.67%	-0.59%	0.70%	1.79%	2.86%
营业外收支	-4.92	0.46	17.19	17.19	17.19	ROE	6.91%	7.95%	0.45%	1.16%	2.27%
利润总额	42.23	15.33	14.21	41.82	83.52	ROIC	17.65%	1.26%	1.12%	2.46%	3.13%
所得税	4.03	5.63	5.22	15.36	30.67	营运效率					
少数股东损益	15.63	25.73	-10.79	-34.40	-68.71	销售费用/营业收入	0.95%	0.89%	1.00%	1.00%	1.00%
归母净利润	22.58	-16.03	19.78	60.86	121.56	管理费用/营业收入	4.85%	5.90%	5.70%	5.70%	5.70%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	2.18%	2.41%	2.30%	2.30%	2.30%
流动资产	3,393.63	3,793.41	2,571.72	4,330.47	3,995.30	财务费用/营业收入	2.19%	1.62%	1.58%	1.55%	1.51%
货币资金	259.53	506.02	234.24	209.53	518.20	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据应收账款	997.09	657.54	633.13	687.49	585.96	所得税/利润总额	0.10	0.37	0.37	0.37	0.37
其他应收款	9.31	2.54	5.92	4.23	5.08	应收账款周转率	4.28	3.93	5.14	5.54	7.20
存货	2,039.87	2,518.84	1,584.52	3,284.80	2,733.46	存货周转率	1.42	1.19	1.38	1.39	1.41
非流动资产	2,018.03	2,015.25	1,950.58	1,892.07	1,812.55	流动资产周转率	0.94	0.76	0.89	0.98	1.02
固定资产	1,756.42	1,735.55	1,689.67	1,643.16	1,577.24	总资产周转率	59.94%	48.50%	54.78%	63.21%	70.57%
资产总计	5,411.66	5,808.66	4,522.30	6,222.54	5,807.85	偿债能力					
流动负债	3,077.13	3,326.19	2,377.43	3,778.43	3,311.90	资产负债率	64.40%	66.50%	56.16%	63.36%	59.83%
短期借款	435.43	349.45	30.00	353.39	30.00	流动比率	1.10	1.14	1.08	1.15	1.21
应付款项	1,336.81	1,535.31	1,453.48	1,756.79	2,161.91	速动比率	0.44	0.38	0.42	0.28	0.38
非流动负债	408.01	536.43	162.07	164.10	163.08	每股指标 (元)					
长期借款	250.00	370.31	-	-	-	EPS	0.06	-0.04	0.05	0.15	0.31
负债合计	3,485.14	3,862.62	2,539.50	3,942.53	3,474.98	每股净资产	3.69	4.42	3.79	4.63	4.93
股东权益	1,926.52	1,946.04	1,982.80	2,280.02	2,332.87	每股经营现金流	1.96	2.39	1.60	-1.42	2.37
股本	330.13	330.13	397.13	397.13	397.13	每股经营现金/EPS	33.64	-57.61	32.13	-9.23	7.73
留存收益	1,104.62	1,088.90	1,108.68	1,440.30	1,561.86	估值					
少数股东权益	462.16	487.78	476.99	442.59	373.88	PE	380.82	-533.15	444.92	144.59	72.39
负债和权益总计	5,411.66	5,808.66	4,522.30	6,222.54	5,807.85	PEG	-33.05	-7.02	-3.39	-12.55	0.95
现金流量表	(百万)					PB	6.01	5.02	5.84	4.79	4.49
经营活动现金流	807.70	790.50	528.23	-467.23	781.41	EV/EBITDA	22.60	49.26	51.61	43.52	31.98
其中营运资本减少	-939.19	905.14	320.27	-705.69	500.61	EV/SALES	1.79	3.47	3.28	2.83	2.10
投资活动现金流	-1,757.00	-150.11	-93.00	-99.00	-85.00	EV/IC	2.05	3.98	4.66	3.64	4.32
其中资本支出	-26.22	11.04	143.00	149.00	135.00	ROIC/WACC	0.29	0.09	0.08	0.18	0.22
融资活动现金流	438.89	-367.89	-707.00	541.51	-387.74	REP	7.09	44.23	58.45	20.76	19.32
净现金总变化	-510.41	272.51	-271.77	-24.72	308.67						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>