

业绩增长明显，定增过会有望更上一层楼

公司简报

◆事件：

7月7日，公司公告预计2017年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为15,500万元至16,500万元之间，与上年同期8,593.58万元同比上升80%-92%。

7月11日，公司公告非公开发行股票申请获得证监会审核通过。

◆半年度业务超市场预期，航空发动机及衍生产品收入同比增加。主要子公司黎明公司本期收入较上年同期增幅较大、产品毛利率较上年同期有所提高。我们认为随着三代机保有量增长，航空发动机维修服务收入及发动机产量皆有增长，其中维修服务收入占比提升将提升收入的毛利率。

◆非公开发行获审核通过，百亿增资在望。本次增发发行价格31.98元/股，拟发行股票数量不超过312,695,431股，扣除相关发行费用后拟将660,000万元用于公司本部及下属子公司偿还金融机构借款本息，剩余部分用于公司本部及下属子公司补充流动资金。我们认为实施定增将降低财务费用，提升公司盈利能力。

◆盈利预测与投资建议

航空发动机是国家重点扶持行业，公司是国内航发领域龙头企业，国内该领域竞争较小，我们认为公司有望独享航发领域的高成长。基于公司半年度业绩，我们判断公司毛利率有望继续提升，定增实施后将进一步提升盈利能力，17年将是业绩拐点，业绩增长将进入加速期，上调2017-2019年盈利预测，EPS分别为0.55/0.71/0.85元，对应PE分别为52/40/33倍。我们选取航空产业链相关上市公司进行比较，参考可比公司估值相对低估，考虑公司在航空发动机的稀缺性和广阔前景及公司业绩进入拐点，上调6个月目标价33元。维持增持评级。

◆风险提示：

重点型号发动机研制进展不及预期，两机专项扶持力度不及预期，市场风险偏好的风险，竞争对手增加的风险，利率上行导致财务费用增加的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	23480	22217	22020	23540	25227
营业收入增长率	-12.27%	-5.38%	-0.89%	6.90%	7.17%
净利润（百万元）	1033	891	1062	1378	1659
净利润增长率	10.34%	-13.80%	19.29%	29.69%	20.38%
EPS（元）	0.53	0.46	0.55	0.71	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.86%	5.71%	6.48%	7.89%	8.87%
P/E	53	62	52	40	33
P/B	4	4	3	3	3

增持（维持）

当前价/目标价：28.27/33元

目标期限：6个月

分析师

赵晨（执业证书编号：S0930516100001）

0755-23994437

zhaoc@ebsecn.com

联系人

罗敬军

0755-23993931

luojj@ebsecn.com

市场数据

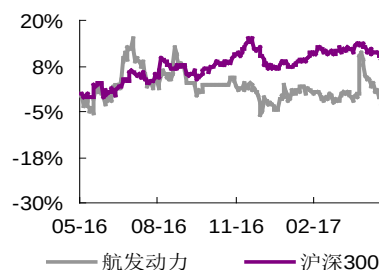
总股本(亿股)：19.49

总市值(亿元)：550.90

一年最低/最高(元)：23.00/40.53

近3月换手率：38.87%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.71	-21.53	-41.05
绝对	5.36	-16.80	-26.06

相关研报

国产航空发动机龙头静待抬头

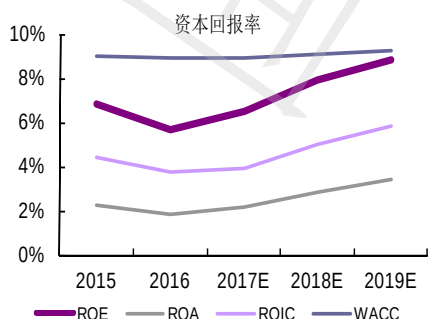
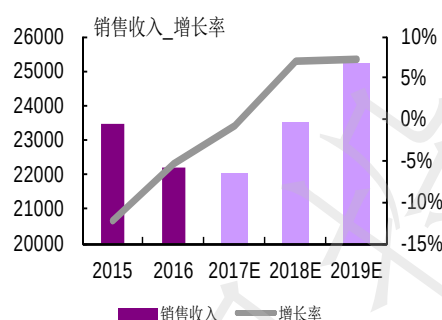
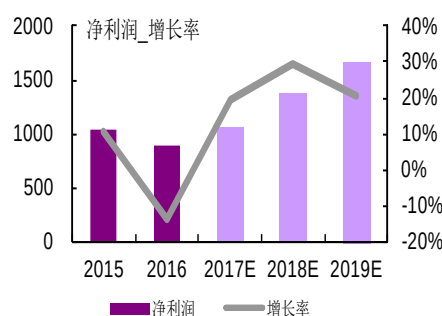
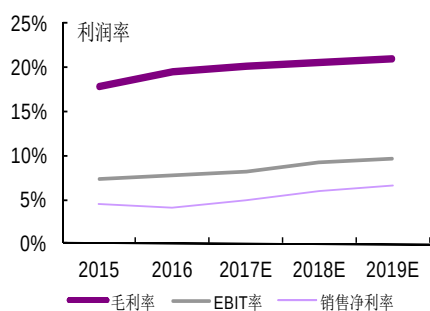
..... 2017-06-26

附录

表 1：军工行业可比上市公司估值比较（7 月 11 日）

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	预测 PE 2017	预测 PE 2018	预测 PE 2019
600893.SH	航发动力	61	52	40	33
600038.SH	中直股份	56	48	38	31
000768.SZ	中航飞机	134	69	57	46
600372.SH	中航电子	76	53	45	40
002013.SZ	中航机电	40	34	28	24
000738.SZ	航发控制	107	102	90	76
加权平均		92	67	56	47

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23480	22217	22020	23540	25227
营业成本	19284	17883	17578	18715	19945
折旧和摊销	1162	1176	2327	2375	2410
营业税费	31	43	44	47	50
销售费用	205	219	220	235	252
管理费用	2103	2222	2202	2354	2523
财务费用	967	821	655	630	537
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	301	84	50	50	50
营业利润	1060	988	1188	1594	1952
利润总额	1314	1165	1383	1789	2147
少数股东损益	43	25	30	35	37
归属母公司净利润	1033.34	890.70	1062.47	1377.94	1658.76

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	47618	49345	49654	49419	49329
流动资产	26917	27227	29753	31803	34053
货币资金	9016	5933	7707	8239	8829
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	4084	6368	6903	7380	7909
应收票据	1235	1448	1762	1883	2018
其他应收款	276	195	220	235	252
存货	11254	12163	12035	12840	13711
可供出售投资	515	455	450	450	450
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1259	1181	1181	1181	1181
固定资产	11069	13197	11984	10480	8738
无形资产	2241	2197	2087	1983	1883
总负债	29393	30464	29949	28629	27267
无息负债	12703	12909	12020	13190	14425
有息负债	16689	17556	17929	15438	12842
股东权益	18225	18881	19705	20790	22062
股本	1949	1949	1949	1949	1949
公积金	10145	10213	10319	10457	10623
未分配利润	3017	3542	4230	5142	6211
少数股东权益	3164	3269	3299	3334	3371

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2940	-1924	2404	3955	4094
净利润	1033	891	1062	1378	1659
折旧摊销	1162	1176	2327	2375	2410
净营运资金增加	-1140	1470	1561	955	1099
其他	1884	-5461	-2547	-754	-1074
投资活动产生现金流	-2194	-2134	-69	-50	-30
净资本支出	-2194	-2293	-124	-100	-80
长期投资变化	1259	1181	0	0	0
其他资产变化	-1259	-1022	55	50	50
融资活动现金流	1806	975	-560	-3373	-3474
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2896	866	373	-2491	-2597
无息负债变化	-1857	205	-888	1170	1235
净现金流	2584	-3066	1774	532	591

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-12.27%	-5.38%	-0.89%	6.90%	7.17%
净利润增长率	10.34%	-13.80%	19.29%	29.69%	20.38%
EBITDA 增长率	7.65%	0.45%	41.98%	10.40%	6.60%
EBIT 增长率	6.38%	-0.06%	3.91%	21.24%	12.21%
估值指标					
PE	53	62	52	40	33
PB	4	4	3	3	3
EV/EBITDA	26	27	19	17	15
EV/EBIT	44	46	43	35	30
EV/NOPLAT	53	58	55	44	38
EV/Sales	3	4	4	3	3
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	17.87%	19.51%	20.17%	20.50%	20.94%
EBITDA 率	12.30%	13.06%	18.71%	19.32%	19.22%
EBIT 率	7.35%	7.77%	8.14%	9.23%	9.67%
税前净利润率	5.60%	5.24%	6.28%	7.60%	8.51%
税后净利润率 (归属母公司)	4.40%	4.01%	4.83%	5.85%	6.58%
ROA	2.26%	1.86%	2.20%	2.86%	3.44%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.86%	5.71%	6.48%	7.89%	8.87%
经营性 ROIC	4.38%	3.71%	3.94%	4.97%	5.80%
偿债能力					
流动比率	1.03	0.93	1.03	1.16	1.31
速动比率	0.60	0.51	0.61	0.69	0.78
归属母公司权益/有息债务	0.90	0.89	0.92	1.13	1.46
有形资产/有息债务	2.69	2.66	2.62	3.04	3.65
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.53	0.46	0.55	0.71	0.85
每股红利	0.16	0.14	0.17	0.22	0.26
每股经营现金流	1.51	-0.99	1.23	2.03	2.10
每股自由现金流(FCFF)	0.85	-0.57	1.15	1.57	1.63
每股净资产	7.73	8.01	8.42	8.96	9.59
每股销售收入	12.05	11.40	11.30	12.08	12.95

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

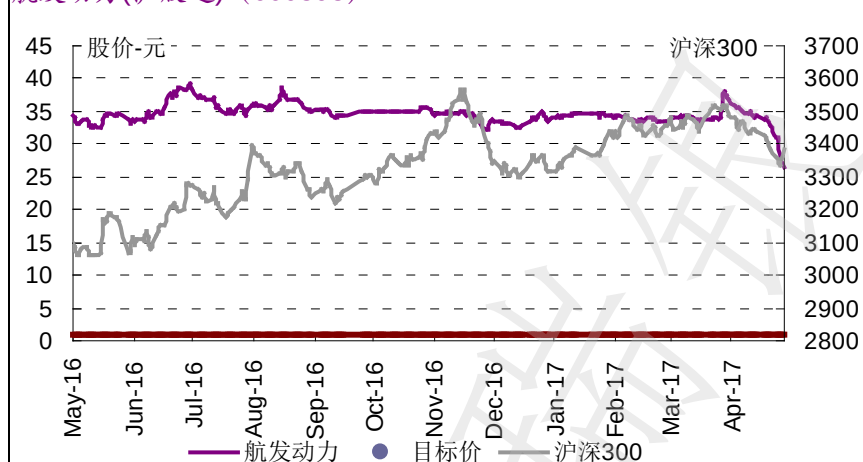
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵晨，北京师范大学工学硕士，国防科技大学工学学士，2 年军队装备部门工作经历，2014 年开始从事军工行业研究，2015 年做为核心成员入围新财富评选，2016 年加盟光大证券负责军工行业研究。

投资建议历史表现图

航发动力(沪股通) (600893)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2013-03-05	14.23	20.00	买入
2013-03-06	14.23	20.00	买入
2013-03-10	14.23	20.00	买入
2013-03-26	14.23	20.00	买入
2013-06-17	14.15	20.00	买入
2013-06-20	18.84	24.00	买入
2013-07-03	17.78	24.00	买入
2017-06-26	28.00	31.00	增持
买入—	增持—	中性—	
减持—	卖出—		

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	戚德文	021-22169152	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com

◆持股信息披露

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司 (600893.SH 航发动力) 的股份接近其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。