CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：29.48 元
2017 年 08 月 28 日

航发动力 600893.SH

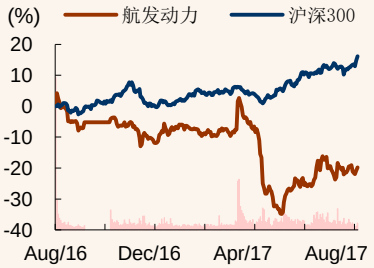
航空发动机主业稳健增长，增发获批如虎添翼！

基础数据

上证综指	3363
总股本（万股）	194872
已上市流通股（万股）	194773
总市值（亿元）	574
流通市值（亿元）	574
每股净资产（MRQ）	8.0
ROE（TTM）	6.2
资产负债率	62.4%
主要股东	西安航空发动机（集
主要股东持股比例	30.62%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-13	-19
相对表现	-7	-22	-33



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《航发动力（600893）—非公开发行审核通过，航空发动机龙头腾飞在即！》2017-07-12

2、《航发动力（600893）—业绩同比大幅增长，聚焦主业战略成果显现》2017-07-09

3、《航发动力（600893）：新格局，大机遇，航空发动机龙头蓄势待发》2017-06-08

王超
010-57601716
wangchao18@cmschina.com.cn
S1090514080007

卫喆
weizhe@cmschina.com.cn
S1090517040003

研究助理
何亮
heliang@cmschina.com.cn

研究助理
岑晓翔

事件：

公司公布 2017 年半年度报告，期内实现营业收入 78.54 亿元，同比增长 4.25%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 85.38%，扣非后归母净利润为 0.77 亿，同比增长 656.57%，基本每股收益 0.08 元。

评论：

1、主营业务稳健增长，瘦身健体成效显著：

公司主营业务实现收入 76.88 亿元，同比增长 6.10%，其他业务实现收入 1.66 亿元，同比减少 42.34%，综合毛利率同比增加 0.31%。主营业务三大板块中，航空发动机及衍生产品实现收入 59.52 亿元，同比增长 13.72%，毛利率同比下降 0.38%；外贸出口实现收入 13 亿元，同比增长 5.28%，毛利同比上升 4.83%；非航空产品及服务业实现收入 4.36 亿元，同比减少 43.90%，毛利率同比下降 10.45。整体来看，公司航空发动机主业保持稳健增长，外贸出口更加注重效益，非航空业务逐步缩减，瘦身健体成效显著。

2、黎明子公司业绩亮眼：

期内公司全资子公司黎明业绩亮眼，实现收入 38.39 亿，同比增长 36.43%。其中航空发动机主业实现收入 33.85 亿元，同比增长 41.41%；外贸转包生产收入 3.5 亿元，同比增长 14.10 %；非航空产品收入 0.23 亿元，同比减少 8.07%。实现利润总额 1.7 亿元，归母净利润 1.28 亿元。黎明是公司重要的子公司之一，承担了我国重要型号发动机的研制工作，业绩大涨表明我国航空发动机重点型号发展迅猛，下游需求旺盛。另外子公司南方实现收入 9.5 亿元，同比减少 18.69%，归母净利润 0.64 亿；子公司黎阳实现收入 7.71 亿，同比增长 4.91%，归母净利润-0.83 亿。

3、重大专项全面落地，行业景气度持续向好：

航空发动机及燃气轮机重大专项全面落地实施，作为典型的战略支柱产业和军民融合产业，公司获得了国家政策、地方政府产业支持等广泛资源，同时“小核心、大协作、专业化、开放型”的科研生产发展模式和军民融合战略的推进也为公司在更广泛的领域调动优质研发制造能力、形成社会化大协作、加速自身发展提供了良好机遇。需求方面，随着我国航空装备的加速列装，战斗机、运输机以及直升机数量不断增多，对发动机需求量日益增加，另外在民用航空发动机方面，一方面公司积极参与国际分工，提高外贸转包产品等级，另一方面随着我国民用航空发动机的研制推进，国内市场也将逐步打开，行业景气度预计将持续向好。

4、公司发展将逐步提速，会计政策变更将进一步增加公司收入规模

公司作为国内唯一的生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全种类军用航空发动机的企业，在下游需求强烈的背景下，预计已有型号交付量将不断提升，国产化替代稳步推进，新型号也将不断涌现，公司主业增速将逐步加快，考虑到随着航空发动机保有量的增加，未来公司维修保养业务预计也将高速增长。另外，公司科研经费会计核算办法将由核销制变为产品销售核算制，未来随着航空发动机重大专项等投入的增加，公司收入规模因此将进一步增大。

5、定增顺利获批，将改善公司资本结构

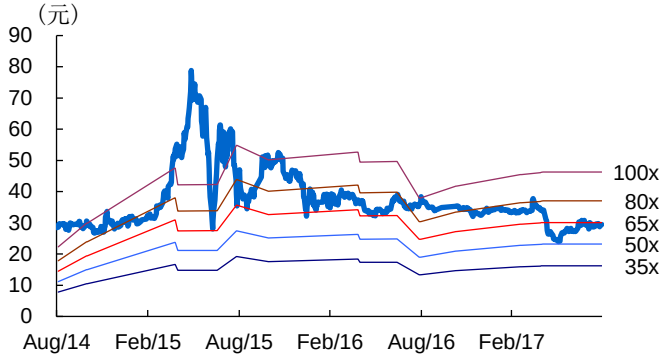
公司非公开发行已经获得证监会核准批文，将募集资金总额不超过 100 亿元，其中 66 亿元用于偿还借款。一方面认购对象包括大股东航发集团、中航基金以及贵州、沈阳等各地政府下属产业基金，表明大股东和各地政府看好公司以及航空发动机产业的未来发展；另一方面，公司资本结构将得到改善，可以减少贷款规模，降低财务费用支出，提升公司盈利能力，补充流动资金将满足公司未来一段时期内业务发展对流动资金需求，为公司长期盈利能力的提升提供重要保障。

6、业绩预测：

预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.50、0.62、0.8 元，维持“强烈推荐”评级！

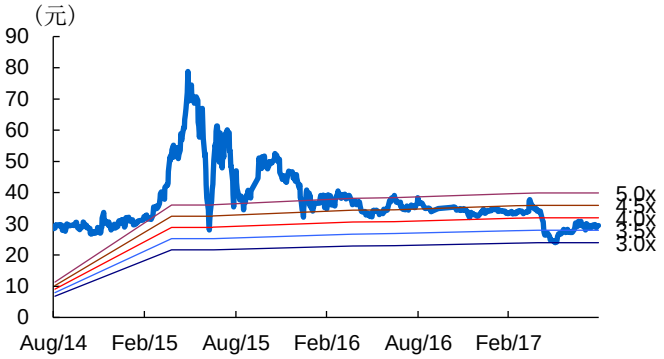
风险提示：重大专项扶持力度低于预期，重点型号研制进度

图 1：航发动力历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：航发动力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	26917	27227	23897	26442	33887
现金	9016	5933	3258	2251	3396
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1235	1448	1578	1848	2330
应收款项	4084	6368	4346	5090	6418
其它应收款	276	195	212	249	313
存货	11254	12163	13278	15570	19621
其他	1052	1121	1224	1435	1809
非流动资产	20701	22118	23928	25587	27105
长期股权投资	1259	1181	1181	1181	1181
固定资产	11069	13197	15230	17089	18788
无形资产	2241	2197	1977	1779	1601
其他	6132	5544	5540	5537	5535
资产总计	**47618**	**49345**	**47826**	**52028**	**60993**
流动负债	26053	29422	27294	30540	38269
短期借款	9740	10508	9000	9996	13746
应付账款	4323	6286	6866	8051	10146
预收账款	2341	846	924	1084	1366
其他	9649	11782	10503	11409	13011
长期负债	3340	1042	1042	1042	1042
长期借款	6213	5192	5192	5192	5192
其他	(2873)	(4150)	(4150)	(4150)	(4150)
负债合计	**29393**	**30464**	**28336**	**31582**	**39311**
股本	1949	1949	1949	1949	1949
资本公积金	9729	9679	9679	9679	9679
留存收益	3383	3984	4566	5487	6679
少数股东权益	3164	3269	3297	3331	3375
归属于母公司所有者权益	15061	15612	16193	17115	18306
负债及权益合计	**47618**	**49345**	**47826**	**52028**	**60993**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2940	(1924)	3031	2036	1626
净利润	1033	891	971	1213	1555
折旧摊销	1162	1176	1359	1512	1651
财务费用	966	916	759	661	779
投资收益	(301)	(84)	(124)	(84)	(84)
营运资金变动	37	(4861)	41	(1305)	(2328)
其它	42	37	24	41	53
投资活动现金流	(2194)	(2134)	(3172)	(3172)	(3172)
资本支出	(2207)	(2295)	(3172)	(3172)	(3172)
其他投资	12	162	0	0	0
筹资活动现金流	1806	975	(2533)	128	2691
借款变动	3601	3226	(1508)	996	3749
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	36	(50)	0	0	0
股利分配	0	(195)	(390)	(291)	(364)
其他	(1831)	(2007)	(635)	(577)	(695)
现金净增加额	2551	(3083)	(2674)	(1007)	1145

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23480	22217	24218	28360	35762
营业成本	19284	17883	19536	22906	28867
营业税金及附加	31	43	48	57	72
营业费用	205	219	242	284	358
管理费用	2103	2222	2543	2978	3755
财务费用	967	821	759	661	779
资产减值损失	131	124	120	130	130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	301	84	124	84	84
营业利润	1060	988	1093	1429	1886
营业外收入	275	211	200	200	200
营业外支出	21	34	34	34	34
利润总额	1314	1165	1260	1595	2052
所得税	238	249	261	348	453
净利润	1076	916	998	1248	1599
少数股东损益	43	25	28	34	44
归属于母公司净利润	1033	891	971	1213	1555
EPS（元）	0.53	0.46	0.50	0.62	0.80

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-12%	-5%	9%	17%	26%
营业利润	10%	-7%	11%	31%	32%
净利润	10%	-14%	9%	25%	28%
获利能力					
毛利率	17.9%	19.5%	19.3%	19.2%	19.3%
净利率	4.4%	4.0%	4.0%	4.3%	4.3%
ROE	6.9%	5.7%	6.0%	7.1%	8.5%
ROIC	4.5%	4.0%	4.2%	4.5%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	61.7%	59.2%	60.7%	64.5%
净负债比率	33.5%	31.8%	29.7%	29.2%	31.0%
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	1.8	1.5	1.5	1.6	1.6
应收帐款周转率	5.2	4.3	4.5	6.0	6.2
应付帐款周转率	4.0	3.4	3.0	3.1	3.2
每股资料（元）					
每股收益	0.53	0.46	0.50	0.62	0.80
每股经营现金	1.51	-0.99	1.56	1.05	0.83
每股净资产	7.73	8.01	8.31	8.78	9.39
每股股利	0.10	0.20	0.15	0.19	0.24
估值比率					
PE	55.6	64.5	59.2	47.4	36.9
PB	3.8	3.7	3.5	3.4	3.1
EV/EBITDA	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014 年 7 月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016 年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。

卫喆，北京航空航天大学航空发动机系工学学士，中国科学院流体力学硕士，曾在中航工业下属中航商发总体部从事航空发动机研发，2016 年加盟招商证券。

何亮，天津大学精密仪器与光电子工程学院光电信息工程学士，清华大学精密仪器与机械学系硕士，曾在航天科工集团下属航天测控公司从事武器装备测试保障设备研发，2016 年加盟招商证券。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016 年加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。