

## 证券研究报告—动态报告公司快评

国防军工

航空军工

**航发动力 (600893)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2017年06月07日

# 大股东承诺增持显信心,白马龙头长期配置价值凸显

 证券分析师: **李君海**

010-88005315

lijunh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517040001

 联系人: **骆志伟**

010-88005308

luozhiwei@guosen.com.cn

## 事项:

公司发布公告: 实质控制人中国航发及其下属单位 6月7日起 6个月内拟择机增持公司股份 3000万-1亿元; 中国航发承诺, 参与认购的非公开发行股份将锁定期由三十六个月延长至六十个月。

## 评论:

### ■ 大股东拟认购 45亿定增并延长锁定期+承诺增持, 彰显对公司未来发展的信心

2016年5月, 为配合国家“两机”重大专项的落地和实施, 中央批准成立了中国航发。原中航工业航空发动机板块相关资产划转至中国航发, 目前上市公司股权划转已获证监会核准豁免要约收购义务。公司控股股东变为中国航发之后, 拟募资不超过 100亿用于偿还金融机构借款和补充流动资金, 目前公司已定增方案答复证监会一审反馈意见。

在央企减少数量的大背景下中国航发成立, 体现国家对航空发动机产业重视提升到战略层面。大股东承诺增持 3000万至 1亿、募资 100亿中认购 45亿并将锁定期由 36个月延长至 60个月, 彰显大股东对公司的支持力度与长期信心。目前定增发行价格为 31.98元/股, 军工板块系统性下跌带来股价倒挂的投资机会。

### ■ 我国航空发动机产业潜在市场规模达万亿, 公司作为国内唯一生产商长期受益。

航空发动机市场包括军用、民用航空器的新机装机需求、服役飞机的换装和维修需求。我军主力装备三代半战机甚至四代机、运输机及特种飞机、武直直升机及新一代运输直升机等航空装备需求强烈。2016年11月, 中央军委近日印发《加强实战化军事训练暂行规定》, 对落实实战化军事训练提出刚性措施、作出硬性规范, 要求增加军队实战训练小时数。规定将加大现有航空发动机换装和维修需求。航空发动机在飞机整体价值占比 20-30%, 整个航空发动机一般生命周期会经过 2次大修和 1次延寿, 飞机整个服役过程视使用情况将多次换装发动机, 预计市场需求空间大于 2000亿。随着 WS-10 系列型号的成熟、大推力发动机新型号的研制以及国产涡轴发动机的持续改进, 未来我国军用发动机完全国产化是必然事件。

此外, 国产大飞机 C919 试飞成功带来的未来民用发动机领域市场、航发改燃气机带来的舰船领域和能源领域的市场, 预计叠加将衍生出万亿级别航空发动机产业潜在市场规模, 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, 标的具有稀缺性核心受益, 十三五期间有望迎来行业大发展和需求的爆发。

### ■ 航空发动机主营业务业绩持续增长, 公司处于新的成长起点。

2017年一季报, 公司营收 27.26亿, 同比增长 6.01%; 归母净利-0.9亿, 上年同期-1.02亿, 亏损同比减少利润增幅 11.20%, 公司产品具备年底确认收入的明显季节性特点, 预计全年业绩保持增长。2016年, 公司主业航空发动机及衍生产品实现收入 176亿元, 同比增长 8.75%, 公司优化了产品结构, 削减非航空产品与服务, 重点领域航空发动机及衍生产品订单及任务量保持增长。在中国航发集团新成立、“两机”重大专项投入将带来重点型号不断成功的大背景下, 公司处于新的成长起点。

---

■ 公司具备标的稀缺性和长期增长潜力，维持“买入”评级

公司标的稀缺，主业航空发动机是国家重点发展方向。目前定增发行价格为 31.98 元/股与现价倒挂，预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 0.51/0.60/0.74 元，对应 PE 分别为 50/42/34X，给予“买入”评级。

■ 风险提示

航空装备批产进度低于预期；“两机”专项进展低于预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	5933	6000	6100	6200
应收款项	8011	9170	10545	12127
存货净额	12163	13421	15543	18014
其他流动资产	1121	1277	1469	1689
<b>流动资产合计</b>	<b>27227</b>	<b>29868</b>	<b>33658</b>	<b>38031</b>
固定资产	17043	17699	16381	14913
无形资产及其他	2197	2109	2021	1933
投资性房地产	1698	1698	1698	1698
长期股权投资	1181	1181	1181	1181
<b>资产总计</b>	<b>49345</b>	<b>52555</b>	<b>54938</b>	<b>57756</b>
短期借款及交易性金融负债	12363	14055	13662	13268
应付款项	10913	12347	14300	16573
其他流动负债	6146	6645	7689	8904
<b>流动负债合计</b>	<b>29422</b>	<b>33047</b>	<b>35651</b>	<b>38744</b>
长期借款及应付债券	5192	4962	4962	4962
其他长期负债	(4150)	(4130)	(4110)	(4090)
<b>长期负债合计</b>	<b>1042</b>	<b>832</b>	<b>852</b>	<b>872</b>
<b>负债合计</b>	<b>30464</b>	<b>33879</b>	<b>36503</b>	<b>39617</b>
少数股东权益	3269	3264	3258	3250
股东权益	15612	15412	15177	14889
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49345</b>	<b>52555</b>	<b>54938</b>	<b>57756</b>

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.46	0.51	0.60	0.74
每股红利	0.58	0.62	0.72	0.89
每股净资产	8.01	7.91	7.79	7.64
ROIC	5%	4%	5%	5%
ROE	6%	6%	8%	10%
毛利率	20%	18%	17%	17%
EBIT Margin	8%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	14%	13%	13%	12%
收入增长	-5%	15%	15%	15%
净利润增长率	-14%	12%	17%	22%
资产负债率	68%	71%	72%	74%
息率	1.7%	1.8%	2.1%	2.6%
P/E	74.6	49.7	42.3	34.3
P/B	4.3	3.2	3.3	3.3
EV/EBITDA	32.1	29.5	27.4	25.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>22217</b>	<b>25550</b>	<b>29382</b>	<b>33790</b>
营业成本	17883	21053	24358	28012
营业税金及附加	43	51	59	68
销售费用	219	255	294	338
管理费用	2222	2387	2732	3129
财务费用	821	714	735	715
投资收益	84	80	80	80
资产减值及公允价值变动	(124)	(100)	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	988	1068	1284	1608
营业外净收支	177	170	170	170
<b>利润总额</b>	<b>1165</b>	<b>1238</b>	<b>1454</b>	<b>1778</b>
所得税费用	249	211	247	302
少数股东损益	25	27	32	39
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>891</b>	<b>1001</b>	<b>1175</b>	<b>1437</b>

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>891</b>	<b>1001</b>	<b>1175</b>	<b>1437</b>
资产减值准备	(7)	34	(6)	(12)
折旧摊销	1169	1597	1812	1867
公允价值变动损失	124	100	0	0
财务费用	821	714	735	715
营运资本变动	(3414)	(585)	(678)	(777)
其它	0	(40)	(1)	4
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1237)</b>	<b>2108</b>	<b>2303</b>	<b>2520</b>
资本开支	(2234)	(2300)	(400)	(300)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2156)</b>	<b>(2300)</b>	<b>(400)</b>	<b>(300)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1021)	(230)	0	0
支付股利、利息	(1130)	(1201)	(1410)	(1725)
其它融资现金流	4613	1691	(392)	(395)
<b>融资活动现金流</b>	<b>310</b>	<b>260</b>	<b>(1803)</b>	<b>(2120)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(3083)</b>	<b>67</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
货币资金的期初余额	9016	5933	6000	6100
货币资金的期末余额	5933	6000	6100	6200
企业自由现金流	(3025)	208	2343	2652
权益自由现金流	566	1077	1341	1664

## 相关研究报告

《中航动力-600893-2016 年年报点评：主业发展符合预期，中长期优质白马标的》 —— 2017-03-21

《航空动力-600893-军工行业的白马股，高端制造的制高点》 —— 2011-04-29

《航空动力中报点评：航空发动机收入大幅增加，三费严控助推业绩增长》 —— 2009-07-28

《航空动力：增发先行，重组靠后》 —— 2009-05-19

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。