

**证券研究报告—动态报告**

国防军工

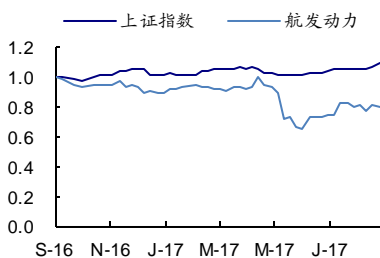
航空军工

**航发动力(600893)**
**买入**

2017年半年报点评

(维持评级)

2017年08月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,949/1,948
总市值/流通(百万元)	57,448/57,419
上证综指/深圳成指	3,363/10,810
12个月最高/最低(元)	39.44/23.00

**相关研究报告:**

《航发动力-600893-深度报告:现代工业皇冠上的明珠,双拐点到来》——2017-08-17

《航发动力-600893-重大事件快评:半年业绩预报同比大幅增长,产品质变与量变带来业绩增长拐点》——2017-07-10

《航发动力-600893-重大事件快评:大股东承诺增持显信心,白马龙头长期配置价值凸显》——2017-06-08

《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

**证券分析师:李君海**

电话:010-88005315

E-MAIL:lijunh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:S0980517040001

**证券分析师:骆志伟**

电话:010-88005308

E-MAIL:luozhwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:S0980517080004

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

# 利润大幅增加,成长有望迎来双拐点

## ● 营收 75.54 亿,归母净利 1.59 亿,同比分别增长 4.25%及 85.38%

公司公布 2017 年半年报,营收稳步上升,净利润提升显著。实现营收 75.54 亿,同比增加 4.25%,归母净利润 1.59 亿,同比增长 85.38%,公司销售毛利率 20.43%,同比增加 0.92PCT。其中,航空发动机及衍生产品收入 59.52 亿,同比增长 13.72%,外贸出口收入 12.99 亿元,同比增长 5.28%,非航空产品及服务业收入 4.36 亿元,同比减少 43.9%。“聚焦主业,提质增效”效果显著。子公司黎明黎明公司是我国主力战机涡扇发动机的总装制造企业,本期归属上市公司股东的净利润同比增加 1.16 亿元,直接导致公司净利润大幅提升。

## ● 新型发动机研制及成功批产、实战飞行训练加大,业绩双拐点到来

2016 年,中国航空报报道“太行”发动机改进型号研制成功,对应 17 年子公司黎明公司中报业绩大幅增长。目前,以我国 4 代战机用大推重比发动机 WS15,大涵道比大推力发动机 WS20、中推力发动机 WS13 和直升机用涡轴系列发动机(WZ9、1600KW 涡轴发动机等)为代表的新型发动机研制有序推进,未来必将完成俄制发动机的国产替代,新增量频现将有望维持公司业绩高速增长态势。此外,中央军委印发《加强实战化军事训练暂行规定》2016 年 11 月起实行,实战飞行训练加强带来军用航发损耗,新增发动机换装和维修市场巨大。上述双拐点共同驱动公司业绩高速增长。

## ● 多因素叠加长期利好我国军用航空发动机产业发展,军用全种类航空发动机整机制造平台核心受益

16 年 5 月中国航空发动机集团成立,正式标志我国航空工业实现“飞发分离”,预计今年“两机”重大专项得以全面推进实施,逾千亿元资金注入在即,战略层面频频动作,彰显国家意志,多因素共振长期利好我国军用航空发动机产业发展。公司基本独享未来我国军用发动机市场空间。

## ● 不考虑增发,预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 0.59/0.77/1.05 元,对应 PE 分别为 50/38/28X,给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,480	22,217	25,612	31,541	38,907
(+/-%)	-12.3%	-5.4%	15.3%	23.1%	23.4%
净利润(百万元)	1,033	891	1156	1509	2056
(+/-%)	10.3%	-13.8%	29.8%	30.6%	36.2%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.46	0.59	0.77	1.05
EBITMargin	9.7%	8.9%	8.8%	9.2%	9.6%
净资产收益率(ROE)	6.9%	5.7%	7.5%	10.0%	14.0%
市盈率(PE)	55.6	64.5	49.7	38.1	27.9
EV/EBITDA	25.2	27.8	25.1	21.9	19.5
市净率(PB)	3.8	3.7	3.74	3.81	3.92

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测注:摊薄每股收益按最新总股本计算

## 利润大幅增加，成长有望迎来双拐点

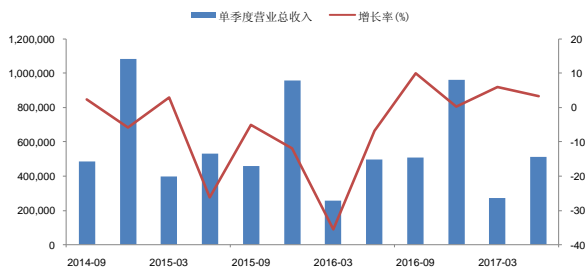
### ● 营收 75.54 亿，归母净利 1.59 亿，同比分别增长 4.25% 及 85.38%

公司公布 2017 年半年报。实现营收 75.54 亿，同比增加 4.25%，归母净利润 1.59 亿，同比增长 85.38%，营收稳步上升，净利润提升显著，主要系报告期内航空发动机及衍生产品交付较上年同期增加所致。公司销售毛利率 20.43%，同比增加 0.92PCT；净利率 2.01%，同比增加 0.5PCT。

公司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%，外贸出口实现收入 12.99 亿元，同比增长 5.28%，非航空产品及服务业实现收入 4.36 亿元，同比减少 43.9%。航空发动机及衍生产品毛利率 23.02%，同比下降 0.38 个百分点；外贸出口毛利率 11.54%，同比上升 4.83 个百分点；非航空产品及服务业毛利率 5.88%，同比下降 10.45 个百分点。公司继续执行“聚焦主业，提质增效”政策，效果显著。

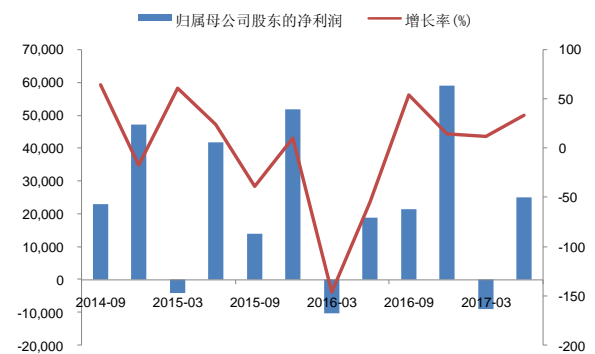
报告期内，公司销售费用为 1.07 亿，销售费用率为 1.31%，同比增加 8.32PCT，费用上升主要来自于职工薪酬、销售服务费、运输费和低值易耗品摊销的增长。公司管理费用 9.76 亿，管理费用率为 12.17%，同比增加 6.51PCT，主要系研究与开发费、折旧费和水电费较上年同期增加所致。公司财务费用为 3.31 亿，财务费用率为 5.03%，同比下降 12.68PCT，降幅明显，由于执行政府补助新准则，政府补助中的财政贴息冲减财务费用，导致利息支出较上年同期减少。期间费用为 14.14 亿，期间费用率为 18.51%，同比略增 2.15PCT。

图 1：公司历年单季度总营业收入及增长率（万元）



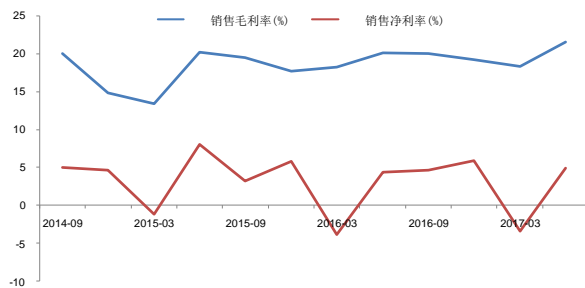
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司历年单季度归母净利润及增长率（万元）



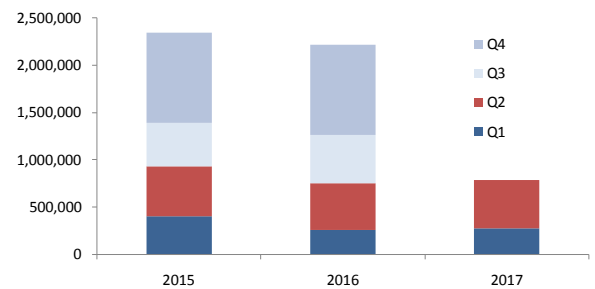
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：公司历年单季度销售毛利率和净利率



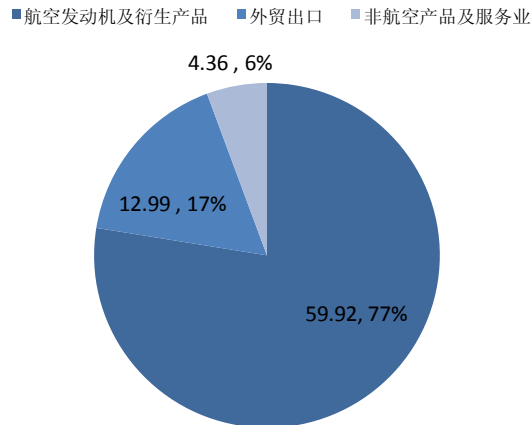
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司历年单季度总营业收入（亿）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5: 2017 年上半年各项主营业务收入 (亿元) 及其占比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2017 年上半年子公司黎明公司实现营收 38.34 亿元, 同比增长 36.43%, 实现利润总额 1.69 亿元, 实现归属上市公司股东净利润 1.28 亿元, 同比增加 1.16 亿元, 直接导致上市公司归母净利润同比增长 85.38%, 扣非归母净利润增长 656.57%。黎明公司退出风险高、毛利率低的非航领域, 聚焦主业。三大业务板块中, 航发及衍生产品业务收入 33.85 亿元, 外贸转包 3.50 亿元, 非航空产品及其他收入 2299 万元, 分别同比增长 41.41%, 增长 14.10% 及减少 8.07%。黎明公司是我国主力战机涡扇发动机的总装制造企业, 其营收大幅增长标志着改进型大推力发动机的成熟, 在新一代战机需求旺盛的条件下有望持续放量。

### ● 新型发动机研制及成功批产、实战飞行训练加大, 双轮驱动业绩高速增长

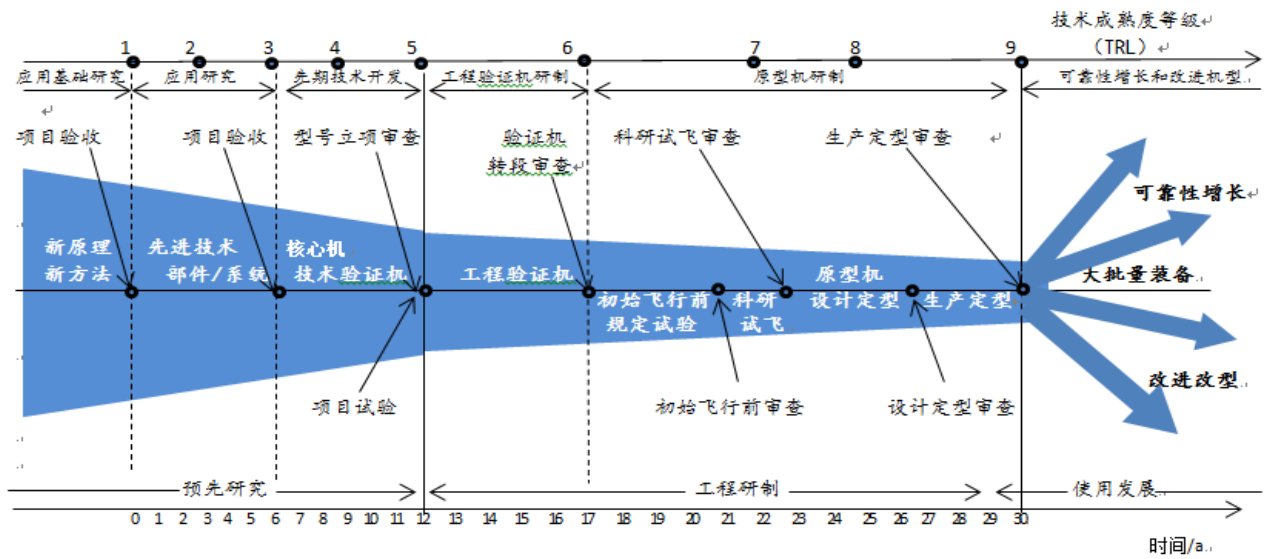
航空发动机具备研制周期长难度大的特点, 通常跨代航空发动机的研制周期约为 30 年。我国航空发动机产业起步晚, 基础薄弱, 发展初期多以仿制为主, 走上自主研发道路近 30 年, 当前恰好迎来各型发动机技术密集突破的阶段。目前, 以我国 4 代战机用大推重比发动机 WS15, 大涵道比大推力发动机 WS20、中推力发动机 WS13 和直升机用涡轴系列发动机(WZ9、1600KW 涡轴发动机等)为代表的新型发动机研制批产有序推进。太行发动机及其改进型成熟批产奠定未来几年增厚公司业绩基石, 后续型号可持续叠加新增量, 共同推动公司进入景气上行通道。

“太行”发动机是我国在自主研制的国产第三代军用高性能、大推力、加力式涡扇发动机, 从零开始研制实现了我国航空发动机道路上历史性跨越。经过 20 余年的研制及批产, 目前该型号日趋成熟。本期归母净利润大幅增长 85.32%, 主要原因系航空发动机及衍生产品交付同比增加。作为太行发动机的总装厂子公司黎明公司归属上市公司股东的净利润同比增加 1.16 亿元, 较好的映证了我们之前对 WS10 型号成熟批产, 大幅放量的判断。

WS20 是我国在研的大涵道比涡扇发动机, 目标装备机型为我国新一代战略军用大型运输机运-20, 未来存在大型民用客机、新型双发中型运输机配套动力的预期。大型运输机是军队远程快速部署重要途径, 也是我国打造“战略空军”的必要装备, 对标美国, 我国运输机数量悬殊, 大型运输机缺口更是巨大, 作为大型运输机的动力标配, 市场空间辽阔。

WZ9 是我国第一款真正意义上的武装直升机的配套动力, 16 年底, 美媒报道中国武装直升机超过百架, 作为 3000 架直升机装备部队计划的一部分, 最终部署数量有望超过 500 架。在陆航急速扩张的大背景下, WZ9 及后续涡轴系列发动机生产将进入放量通道。

图 6: 航空发动机研制周期



资料来源：新浪军事，国信证券经济研究所整理

综合考虑可靠性、可维修性及发动机性能，目前我国大部分三代先进战机配套动力仍以俄制 AL-31F 发动机为主，发动机短板长期掣肘航空工业发展及外贸出口。随着我国军用发动机的成熟批产，并随现役发动机换发需求临近，后续我国战机配套动力大规模实现国产替代势在必行。

表 1: 重点发动机型号将全面突破，国产化代替空间巨大

飞机	现有发动机情况	预计国产化代替发动机情况
J-10 系列	AL31F	WS-10B 及相应改进型
J-11/J-15/J-16 系列	早期 AL31F,后期 WS-10	WS-10B 及相应改进型
歼 31	RD-93	WS-13
歼 20	AL31F	WS-10B/WS-15
运 20	D30KP	WS-20
轰 6K	D30KP	WS-18 (成发集团)
通用中型直升机	-	1600KW 涡轴发动机

资料来源：新浪军事、公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，2016 年 11 月中央军委印发《加强实战化军事训练暂行规定》，这是对落实实战化军事训练提出刚性措施、作出硬性规范而制定的法规，未来军机实战训练时间和强度提高将带来更大的维修与换装需求，此类业务毛利率高，国产发动机使用量的提升叠加训练量的加大，新增发动机换装和维修市场巨大，将带来公司充足的业绩弹性。

详见我们外发的公司深度报告《航发动力-600893-深度报告：现代工业皇冠上的明珠，双拐点到来》。

● 多因素叠加长期利好我国军用航空发动机产业发展，军用全种类航空发动机整机制造平台核心受益

2016 年 5 月中国航空发动机集团成立，正式标志我国航空工业实现“飞发分离”，同年，“两机”科技重大专项已顺利成为国家第 20 个重大技术专项，预计该专项得以全面推进实施，逾千亿资金注入在即。战略层面频频动作，彰显国家意志，多因素共振长期利好我国军用航空发动机产业发展。公司作为我国国内唯一生产制造涡喷、涡扇、涡轴、涡浆、活塞全种类军用发动机企业，基本独享未来我国军用发动机市场空间。

● 预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 0.59/0.77/1.05 元，对应 PE 分别为 50/38/28X，给予“买入”评级。

- 风险提示:

新型号发动机研制批产进度不及预期、业绩释放不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	5933	6839	8422	10389	营业收入	22217	25612	31541	38907
应收款项	8011	9824	12098	14923	营业成本	17883	20555	25227	31038
存货净额	12163	13826	17014	21071	营业税金及附加	43	51	63	78
其他流动资产	1121	1281	1577	1945	销售费用	219	254	306	375
<b>流动资产合计</b>	<b>27227</b>	<b>31769</b>	<b>39110</b>	<b>48329</b>	管理费用	2222	2506	3053	3678
固定资产	17043	20403	20700	20789	财务费用	821	803	981	1106
无形资产及其他	2197	2110	2023	1936	投资收益	84	50	50	50
投资性房地产	1698	1698	1698	1698	资产减值及公允价值变动	(124)	(120)	(120)	(120)
长期股权投资	1181	1175	1170	1164	其他收入	(0)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>49345</b>	<b>57155</b>	<b>64701</b>	<b>73916</b>	营业利润	988	1374	1840	2561
短期借款及交易性金融负债	12363	18472	21939	25998	营业外净收支	177	150	150	150
应付款项	10913	12307	15145	18757	<b>利润总额</b>	<b>1165</b>	<b>1524</b>	<b>1990</b>	<b>2711</b>
其他流动负债	6146	6972	8574	10591	所得税费用	249	335	438	596
<b>流动负债合计</b>	<b>29422</b>	<b>37751</b>	<b>45657</b>	<b>55346</b>	少数股东损益	25	33	43	59
长期借款及应付债券	5192	4962	4962	4962	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>891</b>	<b>1156</b>	<b>1509</b>	<b>2056</b>
其他长期负债	(4150)	(4201)	(4252)	(4303)					
<b>长期负债合计</b>	<b>1042</b>	<b>761</b>	<b>711</b>	<b>660</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>30464</b>	<b>38512</b>	<b>46368</b>	<b>56006</b>	净利润	891	1156	1509	2056
少数股东权益	3269	3263	3254	3242	资产减值准备	(7)	29	15	8
股东权益	15612	15381	15079	14668	折旧摊销	1169	1578	1856	2071
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49345</b>	<b>57155</b>	<b>64701</b>	<b>73916</b>	公允价值变动损失	124	120	120	120
					财务费用	821	803	981	1106
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3414)	(1437)	(1354)	(1665)
每股收益	0.46	0.59	0.77	1.05	其它	0	(36)	(24)	(19)
每股红利	0.58	0.71	0.93	1.27	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1237)</b>	<b>1411</b>	<b>2122</b>	<b>2570</b>
每股净资产	8.01	7.89	7.74	7.53	资本开支	(2234)	(5001)	(2201)	(2201)
ROIC	5%	5%	5%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	8%	10%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2156)</b>	<b>(4995)</b>	<b>(2195)</b>	<b>(2195)</b>
毛利率	20%	20%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	9%	10%	负债净变化	(1021)	(230)	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(1130)	(1387)	(1811)	(2467)
收入增长	-5%	15%	23%	23%	其它融资现金流	<b>4613</b>	<b>6108</b>	<b>3467</b>	<b>4059</b>
净利润增长率	-14%	30%	31%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>310</b>	<b>4491</b>	<b>1656</b>	<b>1592</b>
资产负债率	68%	73%	77%	80%	<b>现金净变动</b>	<b>(3083)</b>	<b>907</b>	<b>1583</b>	<b>1967</b>
息率	2.0%	2.4%	3.2%	4.3%	货币资金的期初余额	9016	5933	6839	8422
P/E	64.5	49.7	38.1	27.9	货币资金的期末余额	5933	6839	8422	10389
P/B	3.7	3.7	3.8	3.9	企业自由现金流	(3025)	(3107)	556	1120
EV/EBITDA	29.1	25.1	21.9	19.5	权益自由现金流	566	2145	3258	4317

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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±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±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。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>汤静文</b> 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	<b>张欣慰</b> 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	<b>梁轶聪</b> 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>刘紫微</b> 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	<b>吴翰文</b> 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
<b>王艺汀</b> 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	<b>吴国</b> 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	<b>陈俊儒</b> 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
<b>陈雪庆</b> 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	<b>金锐</b> 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	<b>简洁</b> 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	<b>邓怡秋</b> 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
<b>杨云崧</b> 18610043360 yangys@guosen.com.cn	<b>倪婧</b> 18616741177 nijing@guosen.com.cn	<b>牛恒</b> 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
<b>赵海英</b> 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>林若</b> 15618987024 linruo@guosen.com.cn	<b>王灿</b> 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
<b>詹云</b> 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	<b>张南威</b> 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	<b>欧子炜</b> 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
<b>边祎维</b> 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	<b>周鑫</b> 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	<b>丛明浩</b> 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	<b>李杨</b> 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		