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） 买入

重大事件快评 （维持评级）

2017 年 09 月 21 日

非公开发行募资进展顺利，开启增长新征程

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
证券分析师： 骆志伟 010-88005308 luozhiwei@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080004

事项：

公司发布公告，截至 9 月 20 日，本次非公开发行募集资金累计收到 9 名投资者实缴认购资金共计 96.30 亿元(含发行费用)。根据募集资金使用计划的安排，公司拟使用募集资金 20 亿对全资子公司黎明公司进行增资；拟使用募集资金 40 亿对全资子公司黎阳动力进行增资；拟使用募集资金 10 亿对全资子公司南方公司进行增资。

评论：

■ **百亿融资进展顺利，减轻财务成本助力业绩增长**

2017 年 8 月 21 日，公司收到中国证监会《关于核准中国航发动力股份有限公司非公开发行股票的批复》，核准公司本次非公开发行股票。再融资预案从过会到核准发行，仅仅用时 40 天。截至目前，公司累计收到 9 名投资者实缴认购资金共计 96.30 亿元(含发行费用)。认购对象包括大股东航发集团、中航基金以及贵州省、陕西省、湖南省、沈阳市等各地政府下属产业基金等，此次非公开发行股票价格为 31.98 元/股，在前期增发价倒挂的情况下募资进展顺利，表明投资者对航空发动机产业及公司未来发展充满信心。

按照本次非公开发行募集资金的用途，在扣除相关发行费用后公司拟将 70 亿用于下属子公司偿还金融机构借款本息和补充流动资金。本次增资有助于公司子公司解决部分资金需求，降低财务费用和公司资产负债水平。2017H1，公司资产负债率为 62.42%，2016 年年报显示公司财务费用为 8.21 亿，归母净利润为 8.91 亿。此次募资将有 66 亿用于偿还银行贷款，按照目前银行存贷款基准率为五年以上 4.9%，估算可减少财务成本约 3.2 亿，可有效降低增发摊薄 EPS 的影响，公司资本结构将得到改善，为提升公司业绩奠定基础。

此外，公司近期聘任颜建兴先生为公司总经理，其他高管团队也陆续调整到位，我们认为公司今年高管团队人事调整到位、配套融资顺利完成以及“聚焦主业，提质增效”战略陆续实施完成，公司成长拐点已经到带来，将开启业绩增长新征程。

■ **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。公司 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%。子公司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。

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。

■ **两机专项顺利推进实施，未来运输机、四代机用发动机研发突破值得期待**

在央企合并的大背景下，2016 年中国航发集团从中航工业分离成立，体现国家对航空发动机产业的重视，目前“两机”重

大专项投入不仅带来了现有发动机型号的研制成熟，未来也必将带来运输机用大涵道比涡扇发动机、4 代战机用大推重比涡扇发动机以及直升机用涡轴发动机的全系列突破，公司不仅在当前阶段有成熟大推力成品的迫切需求，未来新型号的研发成功将带来更大的市场需求，前景光明。

■ **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。预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 0.59/0.77/1.05 元（暂不考虑增发摊薄），对应 PE 分别为 54/41/30X，给予“买入”评级。

■ **风险提示**

航空装备批产进度低于预期。

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	6839	8422	10389
应收款项	8011	9824	12098	14923
存货净额	12163	13826	17014	21071
其他流动资产	1121	1281	1577	1945
流动资产合计	**27227**	**31769**	**39110**	**48329**
固定资产	17043	20403	20700	20789
无形资产及其他	2197	2110	2023	1936
投资性房地产	1698	1698	1698	1698
长期股权投资	1181	1175	1170	1164
资产总计	**49345**	**57155**	**64701**	**73916**
短期借款及交易性金融负债	12363	18472	21939	25998
应付款项	10913	12307	15145	18757
其他流动负债	6146	6972	8574	10591
流动负债合计	**29422**	**37751**	**45657**	**55346**
长期借款及应付债券	5192	4962	4962	4962
其他长期负债	(4150)	(4201)	(4252)	(4303)
长期负债合计	**1042**	**761**	**711**	**660**
负债合计	**30464**	**38512**	**46368**	**56006**
少数股东权益	3269	3263	3254	3242
股东权益	15612	15381	15079	14668
负债和股东权益总计	**49345**	**57155**	**64701**	**73916**

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.46	0.59	0.77	1.05
每股红利	0.58	0.71	0.93	1.27
每股净资产	8.01	7.89	7.74	7.53
ROIC	5%	5%	5%	7%
ROE	6%	8%	10%	14%
毛利率	20%	20%	20%	20%
EBIT Margin	8%	9%	9%	10%
EBITDA Margin	14%	15%	15%	15%
收入增长	-5%	15%	23%	23%
净利润增长率	-14%	30%	31%	36%
资产负债率	68%	73%	77%	80%
息率	2.0%	2.4%	3.2%	4.3%
P/E	64.5	53.5	41.0	30.1
P/B	3.7	4.0	4.1	4.2
EV/EBITDA	29.1	25.1	21.9	19.5

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
营业收入	**22217**	**25612**	**31541**	**38907**
营业成本	17883	20555	25227	31038
营业税金及附加	43	51	63	78
销售费用	219	254	306	375
管理费用	2222	2506	3053	3678
财务费用	821	803	981	1106
投资收益	84	50	50	50
资产减值及公允价值变动	(124)	(120)	(120)	(120)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	988	1374	1840	2561
营业外净收支	177	150	150	150
利润总额	**1165**	**1524**	**1990**	**2711**
所得税费用	249	335	438	596
少数股东损益	25	33	43	59
归属于母公司净利润	**891**	**1156**	**1509**	**2056**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	891	1156	1509	2056
资产减值准备	(7)	29	15	8
折旧摊销	1169	1578	1856	2071
公允价值变动损失	124	120	120	120
财务费用	821	803	981	1106
营运资本变动	(3414)	(1437)	(1354)	(1665)
其它	0	(36)	(24)	(19)
经营活动现金流	**(1237)**	**1411**	**2122**	**2570**
资本开支	(2234)	(5001)	(2201)	(2201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(2156)**	**(4995)**	**(2195)**	**(2195)**
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)	(1387)	(1811)	(2467)
其它融资现金流	**4613**	**6108**	**3467**	**4059**
融资活动现金流	310	4491	1656	1592
现金净变动	(3083)	907	1583	1967
货币资金的期初余额	9016	5933	6839	8422
货币资金的期末余额	5933	6839	8422	10389
企业自由现金流	(3025)	(3107)	556	1120
权益自由现金流	566	2145	3258	4317

相关研究报告

《航发动力-600893-2017年半年报点评：利润大幅增加，成长有望迎来双拐点》 ——2017-08-29
《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

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。