

**证券研究报告—动态报告**

国防军工

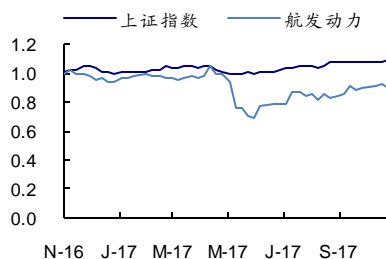
航空军工

**航发动力(600893)**
**买入**

2017年3季报点评

(维持评级)

2017年10月31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)	2,250/1,948
总市值/流通(百万元)	68,440/59,250
上证综指/深圳成指	3,390/11,313
12个月最高/最低(元)	38.59/23.00

**相关研究报告:**

《航发动力-600893-重大事件快评:非公开发行募资进展顺利,开启增长新征程》——2017-09-21

《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:半年业绩预增同比大幅增长,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

**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号: S0980517040001

**证券分析师:骆志伟**

电话: 010-88005308  
 E-MAIL: luozhiwei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: 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**

# 业绩高增长,军用航发进入加速发展期

**● 营收 129.98 亿,归母净利 3.65 亿,同比分别增长 3.16% 及 21.54%**

公司公布 2017 年 3 季度,营收稳步上升,净利润实现高增长。实现营收 129.98 亿,同比增加 3.16%,归母净利润 3.65 亿,同比增长 21.54%,公司销售毛利率 19.60%,同比下降 0.14PCT;净利率 2.90%,同比增加 0.13PCT。公司销售费用为 14.1 亿,销售费用率为 10.85%,同比下降 0.35PCT。公司管理费用 1.59 亿,管理费用率为 1.23%,同比增加 0.03PCT。公司财务费用为 5.48 亿,财务费用率为 4.22%,同比下降 0.53PCT。期间费用为 21.18 亿,期间费用率为 16.29%,同比下降 0.85PCT,公司的治理效率有所提升。

**● 歼 20 配备国产 WS10, 军用航发进入加速发展期**

2017 年 10 月,央视国际频道报道我国 4 代战机歼 20 已经配备国产 WS20 发动机,国发版歼 20 的批产列装标志着 WS10 改进型已经成熟和批产。预计我国后续将陆续停止从俄罗斯进口以 AL31F 等为代表的战机动力,实现军用航空发动机的完全国产化代替。此外,中央军委要求加强实战化飞行训练带来军用航发的换装和维修市场巨大。我们认为,军用航发在未来既有先进型号的成熟批产,又有 WS20、WS15 等新型号的不断研发突破,叠加维修量的提升,将带来航空发动机市场未来 10 年上的新时代繁荣期。

**● 非公开发行完成, 溢价发行彰显长期投资价值**

17 年 9 月 29 日,公司顺利完成 96 亿非公开发行募资,发行价格 31.98 元/股,股价当日收盘价格为 30.42 元/股。在定增解禁要求严格、参与热情降低、发行价格与现价倒挂情况下公司顺利完成发行,体现参与者对上市公司和我国发动机产业发展的坚定信心和乐观前景预期。我们认为,中国航空发动机集团在央企合并大潮中单独成立、“两机”重大专项全面推进实施、逾千亿元研发投入在即,彰显国家发展发动机产业的意志,公司作为我国航空发动机稀缺主机厂商,将核心受益。

**● 预计公司 17 年-19 年 EPS 分别为 0.52/0.69/0.95 元, 对应 PE 分别为 58/44/32X, 给予“买入”评级。**
**● 风险提示: 军用航空发动机研制、批产进展低于预期。**
**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)	1033	891	1178	1561	2143
(+/-%)	10.3%	-13.8%	32.3%	32.5%	37.3%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.46	0.52	0.69	0.95
EBITMargin	7.9%	8.3%	8.8%	9.2%	9.6%
净资产收益率(ROE)	6.9%	5.7%	4.7%	6.3%	8.8%
市盈率(PE)	57.4	66.6	58.1	43.8	31.9
EV/EBITDA	29.5	29.7	27.2	22.8	19.5
市净率(PB)	3.94	3.80	2.74	2.77	2.82

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

## 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	13450	9850	8550	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	16977	20980	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>38380</b>	<b>40502</b>	<b>46399</b>	管理费用	2222	2506	3053	3678
固定资产	17043	20403	23636	23593	财务费用	821	774	913	992
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>63766</b>	<b>69029</b>	<b>74790</b>	营业利润	988	1404	1909	2676
短期借款及交易性金融负债	12363	15467	16711	17407	营业外净收支	177	150	150	150
应付款项	10913	12307	15112	18675	<b>利润总额</b>	<b>1165</b>	<b>1554</b>	<b>2059</b>	<b>2826</b>
其他流动负债	6146	6972	8558	10551	所得税费用	249	342	453	622
<b>流动负债合计</b>	<b>29422</b>	<b>34746</b>	<b>40381</b>	<b>46634</b>	少数股东损益	25	34	45	61
长期借款及应付债券	5192	4952	4952	4952	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>891</b>	<b>1178</b>	<b>1561</b>	<b>2143</b>
其他长期负债	(4150)	(4201)	(4252)	(4303)					
<b>长期负债合计</b>	<b>1042</b>	<b>751</b>	<b>701</b>	<b>650</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>30464</b>	<b>35497</b>	<b>41082</b>	<b>47283</b>	净利润	891	1178	1561	2143
少数股东权益	3269	3262	3254	3241	资产减值准备	(7)	29	29	14
股东权益	15612	25006	24694	24266	折旧摊销	1169	1578	1906	2198
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49345</b>	<b>63766</b>	<b>69029</b>	<b>74790</b>	公允价值变动损失	124	120	120	120
					财务费用	821	774	913	992
关键财务与估值指标					营运资本变动	(3414)	(1437)	(1352)	(1678)
每股收益	0.46	0.52	0.69	0.95	其它	0	(36)	(38)	(26)
每股红利	0.58	0.63	0.83	1.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1237)</b>	<b>1433</b>	<b>2225</b>	<b>2771</b>
每股净资产	8.01	11.11	10.98	10.79	资本开支	(2234)	(5001)	(5201)	(2201)
ROIC	5%	4%	5%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	5%	6%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2156)</b>	<b>(4995)</b>	<b>(5195)</b>	<b>(2195)</b>
毛利率	20%	20%	20%	20%	权益性融资	0	9630	0	0
EBIT Margin	8%	9%	9%	10%	负债净变化	(1021)	(240)	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(1130)	(1414)	(1873)	(2571)
收入增长	-5%	15%	23%	23%	其它融资现金流	4613	3104	1243	697
净利润增长率	-14%	32%	33%	37%	<b>融资活动现金流</b>	310	11080	(630)	(1875)
资产负债率	68%	61%	64%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>(3083)</b>	<b>7517</b>	<b>(3600)</b>	<b>(1300)</b>
息率	1.9%	2.4%	3.2%	4.3%	货币资金的期初余额	9016	5933	13450	9850
P/E	66.6	58.1	43.8	31.9	货币资金的期末余额	5933	13450	9850	8550
P/B	3.8	2.7	2.8	2.8	企业自由现金流	(3025)	(3107)	(2392)	1234
EV/EBITDA	29.7	27.2	22.8	19.5	权益自由现金流	566	(846)	(1861)	1157

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
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		