大运量产，飞机旗舰

——中航飞机（000768）公司动态点评

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

王习 010-88366060-8757

Email:wangxi@cgws.com

执业证书编号:S1070515080003

联系人（研究助理）:

蔡维 021-61680676

Email:caiwei@cgws.com

从业证书编号:S0550115050004

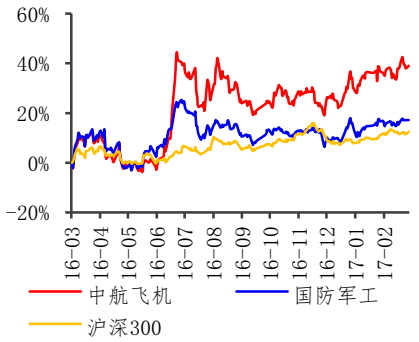
市场数据

目前股价	24.05
总市值（亿元）	665.86
流通市值（亿元）	665.85
总股本（万股）	276,865
流通股本（万股）	276,862
12 个月最高/最低	25.50/16.36

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	31738	39038	48797
(+/-%)	21.5%	23.0%	25.0%
净利润	593	827	961
(+/-%)	+43.6%	+39.4%	16.1%
摊薄 EPS	0.21	0.30	0.35
PE	112	80	69

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

投资建议

公司 2016 年实现营收 261.22 亿元，同比增长 8.32%；实现归属于上市公司股东净利润 4.13 亿元，同比增长 3.27%，EPS 为 0.15 元；我们预测公司 2017 年~2019 年 EPS 分别为 0.21 元、0.30 元、0.35 元，对应 PE 分别为 112X、80X、69X；我们综合考虑运-20 小批量产、大飞机关键节点、轰-6k 处于量产列装期以及远程轰炸机研制进程中对公司的提振效应，给予估值溢价，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **航空产品交付增加，促进 2016 财年业绩快速增长：**公司 2016 年年报显示，公司实现营收 261.22 亿元，同比增长 8.32%；实现归属于上市公司股东净利润 4.13 亿元，同比增长 3.27%，EPS 为 0.15 元；其中,航空产品实现收入 253.01 亿元，占营业收入比重 96.86%，占据营收主要位置。2016 年,公司新舟 60 飞机和新舟 600 飞机共获得国内外订单 343 架，使得公司在报告期内超额完成计划，处知识技术密集型的航空工业的龙头地位，且继续受益大飞机的庞大需求，预计未来 3-10 年公司基本面持续向上,行业前景一片光明。

- **运-20 步入量产期：**公司是中国空军唯一的军用运输机和轰炸机总装生产商，是中国空军转型战略空军最重要装备支撑点，公司生产的 Y-8 中型运输机目前担负着中国空军的主力运输任务，需求保持稳健增长；运-20 量产服役带来公司业绩弹性，据官方媒体报道，运-20 已经于 2016 年 7 月小批量列装中国空军，彻底填补国产大型运输机空白，运-20 重型军用运输机和基于运-20 平台的各特种机型目前处于刚性需求阶段，我们综合分析美军运力和中国空军未来发展，预计运-20 各机型需求约 370 架，在经历短暂的小批量生产后，该机将迎来量产期，公司营收和利润规模将有望倍增。

- **远程轰炸机提振公司市场地位：**远程轰炸机是公司未来又一重要看点，按照中国空军装备目前的发展格局，公司将是未来中国远程轰炸机最具竞争力的潜在生产商；战略轰炸机是构建“三位一体”核力量重要的组成部分，也是战略空军重要标志之一，目前美俄均已装备本国生产的战略轰炸机，其中以美军 B-2 和俄军的图-160 为主要代表。战略轰炸机所需数量较少，但价格昂贵；据公开资料显示，美国诺格公司总共为美军生产了 21 架 B-2 战略隐身轰炸机，单架造价 24 亿美元，合计超过 500 亿美元，一旦远程轰炸机生产商地位得以确立，将进一步提振公司资本市场地位。

- **C919 即将首飞：**大飞机项目采用的是“主制造商+供应商”模式，中国商飞作为主制造商负责总体设计、总装、营销和售后服务，面向全球招标供应商负责原材料的供应、零部件和结构件的生产制造。中航飞机承担 C919 干线客机 6 个主要工作包和 ARJ21 支线客机 85%以上零部件制造，是上市公司在该项目上受益最大的一家公司；目前 C919 订单已经累计超过 570 架，已经超过盈亏平衡点，预计将于今年首飞。
- **投资建议：**预测公司 2017 年~2019 年 EPS 分别为 0.21 元、0.30 元、0.35 元，对应 PE 分别为 112X、80X、69X；我们综合考虑运-20 小批量产、大飞机关键节点、轰-6k 处于量产列装期以及远程轰炸机研制进程中对公司的提振效应，给予估值溢价，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**军品采购的不稳定性、研制进程低于预期、系统性风险

附：盈利预测表

利润表（百万）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	24116	26122	31738	39038	48797
营业成本	22243	24259	29262	35837	44747
销售费用	342	322	391	481	601
管理费用	1075	1098	1334	1641	2051
财务费用	57	-42	18	27	151
投资净收益	33	31	0	0	0
营业利润	315	386	603	907	1080
营业外收支	199	159	169	169	169
利润总额	514	545	772	1076	1250
所得税	54	90	116	161	187
少数股东损益	61	42	63	87	102
净利润	400	413	593	827	961
资产负债表					（百万）
流动资产	29573	30580	38792	39813	58110
货币资金	5591	6245	317	1422	488
应收账款	10630	11474	15599	17671	23907
应收票据	16	47	10919	10602	15540
存货	13296	12723	22875	20720	33715
非流动资产	7166	7998	7813	7627	7442
固定资产	5906	6319	6158	5997	5836
资产总计	36739	38578	46604	47439	65552
流动负债	17384	18678	26201	26336	43635
短期借款	1747	1237	3807	0	9196
应付款项	15637	17440	22394	26336	34439
非流动负债	2409	2195	2195	2195	2195
长期借款	7	249	249	249	249
负债合计	19793	20873	28396	28531	45830
股东权益	16942	17703	18206	18906	19720
股本	2769	2769	2769	2769	2769
留存收益	2370	2462	2902	3515	4227
少数股东权益	1688	2339	2402	2490	2591
负债和权益总计	36735	38576	46602	47437	65550
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	1253	1349	-8413	5078	-9788
其中营运资本减少	12081	-287	688	886	998
投资活动现金流	-769	-598	144	144	144
其中资本支出	-8	-6	0	0	0
融资活动现金流	2823	-237	2342	-4117	8710
净现金总变化	3331	540	-5927	1104	-934

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长	13.8%	8.3%	21.5%	23.0%	25.0%
营业成本增长	16.2%	9.1%	20.6%	22.5%	24.9%
营业利润增长	-10.8%	22.4%	56.1%	50.5%	19.1%
利润总额增长	7.0%	6.0%	41.6%	39.4%	16.1%
净利润增长	13.7%	3.3%	43.6%	39.4%	16.1%
盈利能力					
毛利率	7.8%	7.1%	7.8%	8.2%	8.3%
销售净利率	1.9%	1.7%	2.1%	2.3%	2.2%
ROE	2.6%	2.7%	3.8%	5.0%	5.6%
ROIC	2.9%	2.4%	4.5%	3.9%	6.3%
营运效率					
销售费用/营业收入	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用/营业收入	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用/营业收入	0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.3%
投资收益/营业利润	10.6%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	10.5%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款周转率	2.90	2.85	2.64	2.78	2.64
存货周转率	1.67	1.91	1.28	1.73	1.33
流动资产周转率	0.78	0.79	0.79	0.98	0.84
总资产周转率	0.66	0.68	0.68	0.82	0.74
偿债能力					
资产负债率	53.9%	54.1%	60.9%	60.1%	69.9%
流动比率	1.60	1.54	1.41	1.44	1.29
速动比率	0.88	0.89	0.58	0.69	0.54
每股指标（元）					
EPS	0.14	0.15	0.21	0.30	0.35
每股净资产	6.12	6.39	6.58	6.83	7.12
每股经营现金流	0.01	0.00	-2.14	0.40	-0.34
每股经营现金/EPS	0.08	0.01	-9.99	1.34	-0.97
估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PE	166	161	112	80	69
PEG	6.07	4.96	2.57	2.04	4.30
PB	4.37	4.33	4.21	4.06	3.89
EV/EBITDA	57.04	59.11	74.82	52.38	48.60
EV/SALES	2.70	2.45	2.29	1.74	1.60
EV/IC	4.76	4.98	3.32	3.82	2.72
ROIC/WACC	0.03	0.02	0.03	0.04	0.05

研究员介绍及承诺

王习： 军工行业分析师，香港理工大学金融学硕士，2015 年加入长城证券。

蔡维： 军工行业分析师，复旦大学飞行器设计硕士，2016 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红： 0755-83699629， 18017465727， lishuanghong@cgws.com
黄永泉： 0755-83699629， 13544440001， huangyq@cgws.com
杨锦明： 0755-83515567， 13822272352， yangjm@cgws.com
吴楠： 0755-83515203， 13480177426， wunan@cgws.com
朱慧芳： 0755-8346 7943， 13823166780， zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵东： 010-88366060-8730， 13701166983， zhaodong@cgws.com
王媛： 010-88366060-8807， 18600345118， wyuan@cgws.com
李珊珊： 010-88366060-1133， 18616891195， liss@cgws.com
张羲子： 010-88366060-8013， 18511539880， zhangxizi@cgws.com
申涛： 010-88366060-8777， 15801188620， shentao@cgws.com
杨徐超： 010-88366060-8795， 18611594300， yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚： 021-61680314， 18602109861， xieyw@cgws.com
徐佳琳： 021-61680673， 13795367644， xujl@cgws.com
王一： 021-61683504， 13761867866， wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：http://www.cgws.com