

中航飞机(000768)重大事项点评

聚焦航空整机主业,公司盈利能力有望显著提升

事项:

- ❖ 公司发布关于筹划重大资产置换暨关联交易的提示性公告,称公司拟将部分飞机零部件制造业务资产与航空工业飞机部分飞机整机制造及维修业务资产进行置换,本次交易预计构成重大资产重组。
- ❖ 本次交易拟置入上市公司资产为西安飞机工业(集团)有限责任公司100%股权、陕西飞机工业(集团)有限公司100%股权和中航天水飞机工业有限责任公司100%股权等资产,其中中航天水飞机工业有限责任公司100%股权拟在本次交易前由航空工业无偿划转至航空工业飞机;拟置出上市公司资产为中航飞机股份有限公司长沙起落架分公司、中航飞机股份有限公司西安制动分公司全部资产及负债和贵州新安航空机械有限责任公司100%股权等资产。本次资产置换涉及的具体资产范围尚需交易双方进一步确定,拟置入资产与拟置出资产的差额由一方或另一方以现金方式补足。

评论:

- ❖ **聚焦航空整机主业,提升上市公司盈利能力:**我们认为此次重组将从两方面改善公司的盈利能力:一方面公司原有的交付模式是通过西飞和陕飞对外销售,因此每年有大量的关联交易,而且根据《关联交易框架协议》,西飞和陕飞作为甲方,公司作为乙方,甲方向乙方支付的军机货款为甲方与订货方合同价的99%,进出口业务甲方需要向乙方收取0.4%-1.4%不等的代理服务费,另外根据公司公告公司2018-2020年预计向西飞和陕飞支付租赁费用分别为8.19、8.52、8.42亿元和1.82、2.00、1.91亿元,此次重组完成后上述费用均会随之消除,有利于进一步整合研发资源,提高运营效率,增强上市公司独立性并减少关联交易;另一方面,根据公告截止到2019年9月30日,计划置出的起落架公司关联方的净利润为-0.34亿元,西安制动公司关联方的净利润为0.04亿元,盈利能力较低,剥离有利于公司聚焦主业,同时改善盈利能力。
- ❖ **国内大飞机产业龙头前景广阔:**重组完成后公司将更加聚焦整机主业,成为我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商,以及C919、ARJ21、AG600以及国外民用飞机的重要供应商,是大飞机领域的主力军。一方面受益于大中型运输机、轰炸机的加速列装,另一方面据商飞官网消息,8月30日国航、东航、南航分别与中国商飞签署合同,计划各引进35架ARJ21飞机,至此ARJ21的订单数已增至596架。10月24日,国产大飞机C919的105架机成功首飞,目前共有5架C919飞机投入试飞,预计2020年底取得适航证,并于2021年向用户交付,未来公司在商用航空领域的市场前景更为广阔。
- ❖ **军工资产证券化趋势进一步明确:**考虑到今年以来包括国睿科技、中国船舶等重大资产重组的推进,雷达和舰船总装资产的注入,以及此次大飞机资产整体注入,表明军工资产证券化的趋势进一步明确,未来推进节奏或将不断加快,包括航空工业、电科集团以及航天两大集团的资产证券化进程值得重点关注,相关标的建议关注中航机电、中航电子以及四创电子等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:**我们维持预测公司2019-2021年归母净利润分别为6.77亿元、8.15亿元和10.1亿元,对应EPS分别为0.24元、0.29元和0.36元。2018年至今公司PE估值范围为63-114倍,综合考虑公司未来发展前景,此次重组对公司盈利能力的改善,以及定价机制改革等对公司潜力的释放,我们给予公司2020年70倍PE,维持目标价格21元,维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**装备列装速度低于预期、改革进程低于预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	33,468	35,101	37,502	40,804
同比增速(%)	7.7%	4.9%	6.8%	8.8%
归母净利润(百万)	558	677	815	1,010
同比增速(%)	18.4%	21.3%	20.4%	23.9%
每股盈利(元)	0.20	0.24	0.29	0.36
市盈率(倍)	75	62	51	41
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2019年11月05日收盘价

强推(维持)

目标价:21.00元

当前价:15.09元

华创证券研究所

证券分析师:卫喆

电话:021-20572551

邮箱:weizhe@hcyjs.com

执业编号:S0360518120002

联系人:王卓星

电话:021-20572580

邮箱:wangzhuoxing@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	276,865
已上市流通股(万股)	276,863
总市值(亿元)	417.79
流通市值(亿元)	417.79
资产负债率(%)	67.6
每股净资产(元)	5.9
12个月内最高/最低价	18.73/13.06

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《中航飞机(000768)2019年半年报点评:剔除民机公司并表仍保持两位数增长,ROE水平不断改善前景可期》

2019-08-27

《中航飞机(000768)重大事项点评:民机市场稳步开拓,大飞机龙头前景可期》

2019-09-10

《中航飞机(000768)2019年三季度点评:聚焦主业成效显著,大飞机龙头前景广阔》

2019-10-29

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,691	9,797	10,367	10,835
应收票据	1,229	1,289	1,377	1,498
应收账款	11,459	11,898	12,712	13,832
预付账款	4,119	4,289	4,570	4,948
存货	13,605	14,167	15,094	16,344
其他流动资产	137	142	152	165
流动资产合计	39,240	41,582	44,272	47,622
其他长期投资	524	533	548	568
长期股权投资	572	572	572	572
固定资产	4,892	5,112	5,212	5,203
在建工程	608	358	208	158
无形资产	431	388	349	314
其他非流动资产	1,630	322	320	321
非流动资产合计	8,657	7,285	7,209	7,136
资产合计	47,897	48,867	51,481	54,758
短期借款	1,832	2,132	2,432	2,532
应付票据	9,520	9,912	10,561	11,436
应付账款	13,976	14,553	15,505	16,790
预收款项	864	907	969	1,054
其他应付款	99	100	100	100
一年内到期的非流动负债	75	0	0	0
其他流动负债	1,559	1,125	1,195	1,289
流动负债合计	27,925	28,729	30,762	33,201
长期借款	147.00	186.00	224.00	324.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	512	467	467	467
非流动负债合计	659	653	691	791
负债合计	28,584	29,382	31,453	33,992
归属母公司所有者权益	16,048	16,217	16,755	17,488
少数股东权益	3,265	3,268	3,273	3,278
所有者权益合计	19,313	19,485	20,028	20,766
负债和股东权益	47,897	48,867	51,481	54,758

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,440	569	906	971
现金收益	962	1,207	1,346	1,578
存货影响	-470	-561	-927	-1,250
经营性应收影响	-3,635	-696	-1,210	-1,646
经营性应付影响	4,566	1,012	1,663	2,244
其他影响	17	-392	33	45
投资活动现金流	-710	-450	-450	-450
资本支出	-651	-449	-449	-450
股权投资	11	0	0	0
其他长期资产变化	-70	-1	-1	0
融资活动现金流	1,629	987	114	-53
借款增加	516	263	338	200
股利及利息支付	-323	-360	-225	-292
股东融资	1,438	500	500	500
其他影响	-2	584	-499	-461

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,468	35,101	37,502	40,804
营业成本	31,426	32,722	34,864	37,751
税金及附加	86	90	96	105
销售费用	373	392	418	455
管理费用	900	944	1,008	1,097
财务费用	-49	6	-11	19
资产减值损失	27	27	27	27
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	32	32	32	32
其他收益	37	37	37	37
营业利润	658	867	1,037	1,275
营业外收入	3	4	3	4
营业外支出	42	42	42	42
利润总额	619	829	998	1,237
所得税	111	149	179	222
净利润	508	680	819	1,015
少数股东损益	-50	3	4	5
归属母公司净利润	558	677	815	1,010
NOPLAT	468	685	810	1,030
EPS(摊薄) (元)	0.20	0.24	0.29	0.36

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.7%	4.9%	6.8%	8.8%
EBIT 增长率	-8.0%	46.4%	18.3%	27.2%
归母净利润增长率	18.4%	21.3%	20.4%	23.9%
获利能力				
毛利率	6.1%	6.8%	7.0%	7.5%
净利率	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%
ROE	2.9%	3.5%	4.1%	4.9%
ROIC	3.1%	4.1%	4.6%	5.6%
偿债能力				
资产负债率	59.7%	60.1%	61.1%	62.1%
债务权益比	13.3%	14.3%	15.6%	16.0%
流动比率	140.5%	144.7%	143.9%	143.4%
速动比率	91.8%	95.4%	94.9%	94.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	110	120	118	117
应付账款周转天数	147	157	155	154
存货周转天数	153	153	151	150
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.24	0.29	0.36
每股经营现金流	0.52	0.21	0.33	0.35
每股净资产	5.80	5.86	6.05	6.32
估值比率				
P/E	75	62	51	41
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	14	11	10	8

军工组团队介绍

首席分析师：卫喆

中科院硕士，四年航空发动机产业经验，四年军工行业研究积淀，先后任职于中国航发商发、中泰证券、招商证券，2016年、2017年新财富军工行业第五名、第三名核心成员。

助理研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500