

2019年11月06日

公司研究

评级：买入（上调）

研究所

证券分析师： 苏立赞 S0350519090001

sulz@ghzq.com.cn

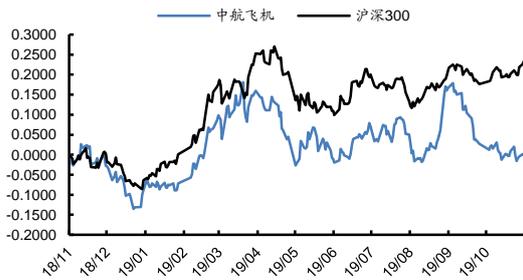
证券分析师： 邹刚 S0350519090002

zoug@ghzq.com.cn

集团公司整体上市，盈利有望大幅增强

——中航飞机（000768）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中航飞机	-3.0	-5.1	-1.4
沪深300	4.9	10.1	23.4

市场数据

2019-11-05

当前价格（元）	15.09
52周价格区间（元）	13.06 - 18.73
总市值（百万）	41778.85
流通市值（百万）	41778.60
总股本（万股）	276864.51
流通股（万股）	276862.80
日均成交额（百万）	300.77
近一月换手（%）	9.00

相关报告

《中航飞机（000768）事件点评：交付上升驱动收入增长，多因素影响利润大增》——2019-04-29

《中航飞机（000768）事件点评：业绩快速增长，成长空间广阔》——2019-03-20

《中航飞机（000768）动态点评：军民市场前景广阔，公司长期价值凸显》——2019-02-15

《中航飞机（000768）事件点评：共同增资西飞民机，加速民机产业发展》——2018-11-18

《中航飞机（000768）事件点评：业绩增势良好，运营管理强化》——2018-10-30

投资要点：

- 资产置换，集团公司整体上市。**上市公司拟将部分飞机零部件制造业务资产与中航飞机有限责任公司部分飞机整机制造及维修业务资产进行置换。置入西安飞机工业（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；置出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。资产置换完成后，将实现西飞和陕飞集团公司的整体上市。
- 提升效率增强盈利，净利率有望明显提升。**西安飞机工业（集团）有限责任公司和陕西飞机工业（集团）有限公司大部分资产已经进入上市公司体内。当前模式下，上市公司主要通过集团公司进行飞机的交付以及出口，并购买集团公司的相关服务和租赁。根据关联交易协议，针对军机，公司收取军方定货款的99%进行飞机的定作生产；针对出口，公司需支付0.4%-1.4%不等的代理服务费；此外公司与集团公司之间还涉及动能供应、场地租赁等关联交易。当前公司净利率水平远低于其他航空主机厂，集团公司整体注入后，相关业务流内部化，有助于提高运营效率、增厚公司盈利，净利率水平有望向其他航空主机厂靠拢。
- 盈利预测和投资评级：买入评级。**公司作为我国运输机唯一研制生产基地，受益战略空军建设，前景广阔；集团公司整体上市后，公司盈利能力有望明显增强。看好资产置换对公司的积极影响，上调至买入评级；基于审慎原则，盈利预测中暂不考虑资产置换影响，预计2019-2021年归母净利润分别为6.52亿元、7.60亿元及9.05亿元，对应EPS分别为0.24元、0.27元及0.33元，对应当前股价PE分别为64倍、55倍以及46倍。
- 风险提示：**1) 资产置换进度的不确定性；2) 对公司盈利影响的不确定性；3) 公司产品需求不及预期；4) 系统性风险。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	33468	37156	42717	50384
增长率(%)	8%	11%	15%	18%
归母净利润(百万元)	558	652	760	905
增长率(%)	16%	17%	16%	19%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.24	0.27	0.33
ROE(%)	2.89%	3.32%	3.79%	4.42%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中航飞机盈利预测表（暂不考虑资产置换影响）

证券代码:	000768.SZ		股价:	15.09	投资评级:	买入	日期:	2019-11-05	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	3%	4%	4%	EPS	0.20	0.24	0.27	0.33
毛利率	6%	7%	7%	7%	BVPS	5.80	5.91	6.05	6.21
期间费率	4%	5%	5%	5%	估值				
销售净利率	2%	2%	2%	2%	P/E	74.87	64.05	55.01	46.17
成长能力					P/B	2.60	2.55	2.49	2.43
收入增长率	8%	11%	15%	18%	P/S	1.25	1.12	0.98	0.83
利润增长率	16%	17%	16%	19%					
营运能力					利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.70	0.73	0.77	0.82	营业收入	33468	37156	42717	50384
应收账款周转率	2.63	2.63	2.63	2.63	营业成本	31426	34484	39644	46760
存货周转率	2.31	2.47	2.64	2.85	营业税金及附加	86	95	110	129
偿债能力					销售费用	373	409	470	554
资产负债率	60%	61%	64%	67%	管理费用	900	1226	1410	1663
流动比	1.41	1.39	1.36	1.32	财务费用	(49)	104	109	113
速动比	0.92	0.93	0.93	0.92	其他费用/（-收入）	5	1	(2)	(9)
资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	658	839	972	1155
现金及现金等价物	8691	9554	10381	11320	营业外净收支	(39)	(39)	(41)	(46)
应收款项	12745	14149	16267	19186	利润总额	619	800	931	1109
存货净额	13605	14023	15033	16446	所得税费用	111	143	167	199
其他流动资产	4199	4661	5359	6321	净利润	508	656	764	910
流动资产合计	39240	42387	47039	53273	少数股东损益	(50)	4	5	5
固定资产	4892	4667	4454	4251	归属于母公司净利润	558	652	760	905
在建工程	608	618	628	638	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	431	431	430	429	经营活动现金流	1404	1084	1201	1387
长期股权投资	572	622	672	722	净利润	508	656	764	910
资产总计	47897	50880	55378	61468	少数股东权益	(50)	4	5	5
短期借款	1832	1932	2032	2132	折旧摊销	503	255	244	233
应付款项	23496	25853	29723	35058	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	864	960	1103	1301	营运资金变动	443	(4737)	(7838)	(10828)
其他流动负债	1732	1732	1732	1732	投资活动现金流	(710)	165	153	143
流动负债合计	27925	30478	34591	40224	资本支出	(109)	215	203	193
长期借款及应付债券	147	247	247	247	长期投资	(12)	(50)	(50)	(50)
其他长期负债	512	512	512	512	其他	(589)	0	0	0
长期负债合计	659	759	759	759	筹资活动现金流	170	(126)	(280)	(352)
负债合计	28584	31237	35350	40983	债务融资	664	200	100	100
股本	2769	2769	2769	2769	权益融资	1438	0	0	0
股东权益	19313	19643	20027	20485	其它	(1932)	(326)	(380)	(452)
负债和股东权益总计	47897	50880	55378	61468	现金净增加额	863	1122	1075	1177

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【军工组介绍】

苏立赞，清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5年军工领域产业经验，3年军工行业投研经验；主要负责军工行业上市公司研究

邹刚，上海交通大学硕士，三年军方装备研究所工作经验，负责军工行业上市公司研究。

【分析师承诺】

邹刚、苏立赞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。