

中航飞机 (000768)

整机资产实现注入，中航飞机迎来价值重估

公司拟进行资产置换，西飞与陕飞整机资产拟实现上市

11月5日晚公司公告，拟与集团旗下子公司中航飞机有限责任公司（简称“航空工业飞机”）进行资产置换，拟置入、置出资产的差额以现金补足。

拟置入的资产包括：①西安飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权、②陕西飞机工业（集团）有限公司 100%股权、③中航天水飞机工业有限责任公司 100%股权（拟在交易前由集团无偿划转至航空工业飞机）。**拟置出的资产包括：**①中航飞机股份有限公司长沙起落架分公司全部资产和负债、②中航飞机股份有限公司西安制动分公司全部资产及负债、③贵州新安航空机械有限责任公司 100%股权等资产。

西飞与陕飞置入完成后，上市公司营收与净利润将大幅增厚

西安飞机工业与陕西飞机工业为飞机整机制造企业。据10月29日《2020年度日常关联交易预计公告》，2019年未经审计的前三季度西飞营收为102.8亿元，净利润为2.4亿元；陕飞营收为84.15亿元，净利润为0.56亿元，考虑到军工企业年度收入分布存在前低后高规律，保守估计Q4单季占比为30%（略高于每季度25%）。此外，按照2018年需抵消的关联交易总额9.73亿元乘以2019年上市公司预计增速5%，关联交易抵消额预计为10.22亿元，预计2019年西飞与陕飞并表营收将增厚251.5亿元，净利润将增厚约4亿元左右（并表抵消前为4.14亿元）。

集团采购体系的供应链损耗将恢复，拟收购标的成本管控与盈利能力望进一步提升：按最新预测，若不考虑备考，2019年公司净利率为预计为1.88%，假设西飞与陕飞两标的并表完成后能够实现相同的净利率，则净利润将从4亿元提升至约4.73亿元，也即由经营效率提升增加0.73亿元净利润。故在考虑并表后的经营效率提升后，**预计本次交易将增厚营收251.5亿元，增厚净利润约4.73亿元。因方案不涉及发行股份，因此股本保持不变，EPS不被稀释，将从0.24元增加到0.41元，备考PE为40.5x。**

本次中航飞机核心资产上市或意味着军工资产证券化进入提速阶段

继续强调2020“十三五”末年的资产证券化突破年逻辑，关注院所改制类与整机资产待注入企业，如中直股份、四创电子、天奥电子、中航电子等。

盈利预测与评级：PS估值或将重塑，对标航空主机厂——中航沈飞PS值。

公司Q3产品交付收入减少，预计与新机型交付因素相关，将营收增速从18%/20%/18%下调至5%/15%/15%，19-21年营收为351/404/465亿，净利润从6.86/8.59/10.97亿下调为6.61/7.74/9.15亿，EPS为0.24/0.28/0.33元，PE为69.6/59.4/50.2x，PS为1.31/1.14/0.99x。**预计本次重组完成后，公司主业将从提供集团内关联交易产品转为航空整机制造，估值有望对标沈飞进行重塑。据沈飞最新点评，19年营收预计为237.78亿，截至11月6日市值为422亿元，PS为1.77x。公司11月6日收盘价16.6元，PS为1.31x，对应35.1%空间，目标价16.6*135.1%=22.43元，维持买入评级。**

风险提示：公司重大资产重组进度低于预期，军工订单低于预期。

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 31,079.05 | 33,468.32 | 35,141.74 | 40,413.00 | 46,474.95 |
| 增长率(%) | 18.98 | 7.69 | 5.00 | 15.00 | 15.00 |
| EBITDA(百万元) | 1,080.53 | 1,191.62 | 1,125.74 | 1,258.11 | 1,426.01 |
| 净利润(百万元) | 471.40 | 558.04 | 660.58 | 774.02 | 915.45 |
| 增长率(%) | 14.10 | 18.38 | 18.37 | 17.17 | 18.27 |
| EPS(元/股) | 0.17 | 0.20 | 0.24 | 0.28 | 0.33 |
| 市盈率(P/E) | 97.50 | 82.36 | 69.57 | 59.38 | 50.20 |
| 市净率(P/B) | 2.92 | 2.86 | 2.79 | 2.66 | 2.53 |
| 市销率(P/S) | 1.48 | 1.37 | 1.31 | 1.14 | 0.99 |
| EV/EBITDA | 39.90 | 27.25 | 35.13 | 31.49 | 26.29 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 国防军工/航空装备 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 16.6元 |
| 目标价格 | 22.43元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 2,768.65 |
| 流通A股股本(百万股) | 2,768.63 |
| A股总市值(百万元) | 45,959.51 |
| 流通A股市值(百万元) | 45,959.23 |
| 每股净资产(元) | 5.91 |
| 资产负债率(%) | 67.64 |
| 一年内最高/最低(元) | 18.85/13.15 |

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中航飞机-季报点评:产品交付推动业绩增长，民机蓝海机遇可期 C919再进一步》 2019-04-29
- 《中航飞机-季报点评:三季度归母净利率大幅增加，公司进入持续增长轨道》 2018-11-01
- 《中航飞机-公司点评:净利润望增51%-96%，航空产品放量再延续！》 2018-07-13

图 1：2019 年备考估值测算（假设扣除关联交易后，应并表的净利润为 4 亿元，删除前为 4.14 亿元）

| 单位：亿元 | | 2018西飞 | 2018陕飞 | 总计 | 2019E |
|-----------|--|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 提供服务(抵扣) | | 0.58 | 0.00 | 0.58 | |
| 接受服务 | | 1.09 | 0.25 | 1.35 | |
| 租赁 | | 6.18 | 1.62 | 7.80 | |
| 总计 | | 7.86 | 1.87 | 9.73 | 10.22 |

| 单位：亿元 | 前三季度营收 | 前三季度净利润 | Q4营收 | Q4净利润 | 2019E营收(并表前) | 2019E净利润(并表前) | 2019E营收(删除关联交易) |
|-----------|---------------|-------------|--------------|-------------|---------------|---------------|-----------------|
| 西飞 | 102.80 | 2.40 | 41.12 | 0.96 | 143.92 | 3.36 | 135.67 |
| 陕飞 | 84.15 | 0.56 | 33.66 | 0.22 | 117.81 | 0.78 | 115.84 |
| 总计 | 186.95 | 2.96 | 74.78 | 1.18 | 261.73 | 4.14 | 251.51 |

| | |
|----------------------|-------|
| 按19年预计净利率1.88%计算的净利润 | 4.73 |
| 并表前净利润 | 6.61 |
| 并表后净利润 | 11.33 |
| 总股本 | 27.69 |
| 并表前EPS | 0.24 |
| 并表后EPS | 0.41 |
| 11月6日收盘价 | 16.60 |
| 并表前PE | 69.57 |
| 并表后PE | 40.55 |

资料来源：公司 2018 年报表，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 6,331.97 | 8,691.41 | 10,306.72 | 10,494.88 | 12,492.23 | 营业收入 | 31,079.05 | 33,468.32 | 35,141.74 | 40,413.00 | 46,474.95 |
| 应收票据及应收账款 | 10,601.77 | 12,688.34 | 10,739.48 | 15,753.48 | 14,197.04 | 营业成本 | 28,821.21 | 31,425.76 | 32,681.82 | 37,495.18 | 43,128.75 |
| 预付账款 | 2,598.02 | 4,119.03 | 2,417.33 | 4,456.79 | 3,210.55 | 营业税金及附加 | 86.38 | 86.02 | 94.88 | 105.07 | 113.86 |
| 存货 | 13,134.97 | 13,605.29 | 12,721.73 | 15,399.65 | 17,186.52 | 营业费用 | 512.41 | 373.46 | 397.10 | 533.45 | 604.17 |
| 其他 | 138.24 | 135.90 | 156.35 | 160.81 | 179.93 | 管理费用 | 1,211.86 | 899.69 | 948.83 | 1,070.94 | 1,208.35 |
| 流动资产合计 | 32,804.96 | 39,239.98 | 36,341.61 | 46,265.61 | 47,266.26 | 研发费用 | 250.13 | 122.02 | 193.28 | 274.81 | 325.32 |
| 长期股权投资 | 559.47 | 571.66 | 571.66 | 571.66 | 571.66 | 财务费用 | 49.51 | (49.19) | (31.69) | (51.51) | (63.15) |
| 固定资产 | 4,776.62 | 4,891.74 | 4,919.49 | 4,856.98 | 4,727.31 | 资产减值损失 | 6.55 | 27.24 | 31.36 | 21.72 | 26.77 |
| 在建工程 | 614.54 | 641.54 | 420.92 | 300.55 | 210.33 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 1,197.31 | 1,740.99 | 1,702.58 | 1,664.17 | 1,625.76 | 投资净收益 | 107.26 | 32.44 | 40.00 | 45.00 | 50.00 |
| 其他 | 785.87 | 811.58 | 802.28 | 798.29 | 803.30 | 其他 | (547.26) | (106.65) | (80.00) | (90.00) | (100.00) |
| 非流动资产合计 | 7,933.81 | 8,657.50 | 8,416.92 | 8,191.65 | 7,938.36 | 营业利润 | 580.99 | 657.52 | 866.16 | 1,008.34 | 1,180.86 |
| 资产总计 | 40,738.76 | 47,897.48 | 44,758.54 | 54,457.26 | 55,204.61 | 营业外收入 | 3.61 | 3.63 | 3.62 | 3.60 | 3.60 |
| 短期借款 | 1,206.40 | 1,832.44 | 1,200.00 | 1,346.36 | 1,200.00 | 营业外支出 | 14.95 | 42.30 | 14.00 | 14.00 | 14.00 |
| 应付票据及应付账款 | 19,017.07 | 23,495.89 | 20,442.99 | 28,925.66 | 28,818.95 | 利润总额 | 569.64 | 618.86 | 855.78 | 997.94 | 1,170.46 |
| 其他 | 2,233.69 | 2,596.63 | 2,546.95 | 2,838.90 | 2,890.15 | 所得税 | 95.28 | 110.94 | 145.48 | 165.66 | 186.10 |
| 流动负债合计 | 22,457.16 | 27,924.96 | 24,189.94 | 33,110.93 | 32,909.10 | 净利润 | 474.36 | 507.91 | 710.30 | 832.28 | 984.36 |
| 长期借款 | 109.22 | 147.50 | 100.00 | 150.72 | 100.00 | 少数股东损益 | 2.96 | (50.12) | 49.72 | 58.26 | 68.91 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 471.40 | 558.04 | 660.58 | 774.02 | 915.45 |
| 其他 | 523.96 | 511.95 | 675.85 | 570.59 | 586.13 | 每股收益(元) | 0.17 | 0.20 | 0.24 | 0.28 | 0.33 |
| 非流动负债合计 | 633.18 | 659.45 | 775.85 | 721.31 | 686.13 | | | | | | |
| 负债合计 | 23,090.35 | 28,584.41 | 24,965.79 | 33,832.24 | 33,595.23 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,933.19 | 3,265.06 | 3,314.78 | 3,373.04 | 3,441.94 | 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 股本 | 2,768.65 | 2,768.65 | 2,768.65 | 2,768.65 | 2,768.65 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 10,137.15 | 10,142.22 | 10,142.22 | 10,142.22 | 10,142.22 | 营业收入 | 18.98% | 7.69% | 5.00% | 15.00% | 15.00% |
| 留存收益 | 12,720.96 | 13,048.74 | 13,709.32 | 14,483.34 | 15,398.79 | 营业利润 | 50.54% | 13.17% | 31.73% | 16.41% | 17.11% |
| 其他 | (9,911.53) | (9,911.60) | (10,142.22) | (10,142.22) | (10,142.22) | 归属于母公司净利润 | 14.10% | 18.38% | 18.37% | 17.17% | 18.27% |
| 股东权益合计 | 17,648.42 | 19,313.07 | 19,792.74 | 20,625.03 | 21,609.38 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总 | 40,738.76 | 47,897.48 | 44,758.54 | 54,457.26 | 55,204.61 | 毛利率 | 7.26% | 6.10% | 7.00% | 7.22% | 7.20% |
| | | | | | | 净利率 | 1.52% | 1.67% | 1.88% | 1.92% | 1.97% |
| | | | | | | ROE | 3.00% | 3.48% | 4.01% | 4.49% | 5.04% |
| | | | | | | ROIC | 4.32% | 4.14% | 5.84% | 7.93% | 8.61% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 56.68% | 59.68% | 55.78% | 62.13% | 60.86% |
| | | | | | | 净负债率 | -27.16% | -34.36% | -45.10% | -43.21% | -51.38% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.46 | 1.41 | 1.50 | 1.40 | 1.44 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.88 | 0.92 | 0.98 | 0.93 | 0.91 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 3.14 | 2.87 | 3.00 | 3.05 | 3.10 |
| | | | | | | 存货周转率 | 2.40 | 2.50 | 2.67 | 2.87 | 2.85 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.78 | 0.76 | 0.76 | 0.81 | 0.85 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.17 | 0.20 | 0.24 | 0.28 | 0.33 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.47 | 0.51 | 0.91 | -0.01 | 0.77 |
| | | | | | | 每股净资产 | 5.68 | 5.80 | 5.95 | 6.23 | 6.56 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 97.50 | 82.36 | 69.57 | 59.38 | 50.20 |
| | | | | | | 市净率 | 2.92 | 2.86 | 2.79 | 2.66 | 2.53 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 39.90 | 27.25 | 35.13 | 31.49 | 26.29 |
| | | | | | | EV/EBIT | 78.70 | 47.16 | 47.39 | 41.41 | 33.55 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 474.36 | 507.91 | 660.58 | 774.02 | 915.45 |
| 折旧摊销 | 534.46 | 503.32 | 291.27 | 301.29 | 308.30 |
| 财务费用 | 115.00 | 69.77 | (31.69) | (51.51) | (63.15) |
| 投资损失 | (107.26) | (32.44) | (40.00) | (45.00) | (50.00) |
| 营运资金变动 | 93.62 | 690.67 | 1,579.36 | (1,067.50) | 946.78 |
| 其它 | 199.42 | (335.47) | 49.72 | 58.26 | 68.91 |
| 经营活动现金流 | 1,309.60 | 1,403.76 | 2,509.23 | (30.44) | 2,126.29 |
| 资本支出 | 895.99 | 1,213.02 | (103.90) | 185.26 | 34.46 |
| 长期投资 | 426.66 | 12.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (3,129.33) | (1,935.52) | 83.90 | (220.26) | (34.46) |
| 投资活动现金流 | (1,806.68) | (710.31) | (20.00) | (35.00) | 0.00 |
| 债权融资 | 1,538.82 | 2,054.99 | 1,380.00 | 1,582.08 | 1,390.00 |
| 股权融资 | (30.73) | 59.27 | (198.93) | 51.51 | 63.15 |
| 其他 | (1,433.76) | (485.68) | (2,054.99) | (1,380.00) | (1,582.08) |
| 筹资活动现金流 | 74.34 | 1,628.58 | (873.92) | 253.60 | (128.94) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (422.74) | 2,322.04 | 1,615.31 | 188.16 | 1,997.35 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |

