



东兴证券
DONGXING SECURITIES

军民整机生产平台，关注运20放量

——中航飞机（000768）2017 半年度财报点评

2017 年 08 月 23 日

强烈推荐/维持

中航飞机

财报点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
李永乐	联系人	执业证书编号：S1480116050067
	liyl@dxzq.net.cn 01066554047	
张高艳	联系人	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	

事件：

公司发布 2017 年半年报，2017 年上半年公司实现营业收入 107.5 亿元，同比增长 13.99%；实现净利润 9162 万元，较上年同期增长 14.05%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	8,677.43	3,616.49	5,813.94	5,929.68	10,761.75	3,132.11	7,617.61
增长率（%）	3.42	51.46	-0.79	-17.54	24.02	-13.39	31.02
毛利率（%）	10.92	8.07	7.21	7.05	6.82	5.30	7.82
期间费用率（%）	5.09	8.55	5.23	5.98	3.81	9.58	4.55
营业利润率（%）	5.85	-2.17	2.02	0.94	2.70	-4.87	2.87
净利润（百万元）	582.02	-73.29	152.16	45.80	330.31	-122.22	172.80
增长率（%）	73.31	65.70	56.57	1,041.24	-43.25	-66.76	13.56
每股盈利（元，单季）	0.19	-0.02	0.05	0.01	0.11	-0.03	0.06
资产负债率（%）	54.78	54.57	55.39	56.33	54.86	58.57	57.14
净资产收益率（%）	3.49	-0.39	0.93	0.25	1.94	-0.57	1.17
总资产收益率（%）	1.53	-0.20	0.41	0.12	0.84	-0.30	0.41

观点：

- **整体业务收入实现平稳增长，年度经营目标有望超额完成。**公司 2017 年度营收目标 270 亿元，同比增 3.4%；今年 1-6 月份实际完成营业收入同比增长 13.99%，单季度收入同比大幅增长 31.02%。公司是国内唯一军用运输机及轰炸机整机生产平台，同时承担新舟系列支线飞机、ARJ21 支线飞机及 C919 大飞机的生产任务，业务性质决定了三四季度往往是公司业务收入结转的高峰，我们判断下半年公司业绩有望维持向好发展趋势，全年经营目标超额完成概率极大。

从单季度财务指标来看，今年 2 季度公司运营质量改善较为明显。2017Q2 单季度营业收入 76.2 亿元 /YoY(+31.02%)、净利润 1.73 亿元 / YoY(+13.56%)；2 季度综合毛利率为 7.82%，较去年同期提升 0.61pct；

三项费用率为4.55%，比去年同期下降0.68pct；营业利润率2.87%，达到近6个季度的最高水平，比去年同期提升0.85pct。

- **军机：国内唯一军用运输机及轰炸机整机生产平台，关注运20批量列装带来的业绩释放。**运20是我国自主研发的新一代战略大型军用运输机，于16年7月首批2架正式交付列装部队，目前正处于逐步提升产能稳定交付阶段。我们预计到2030年共需要300架运20，批量生产后平均每年交付20架左右，未来业绩释放可期。公司也是我国轰炸机唯一生产商，现有轰6、“飞豹”系列飞机的需求将稳定增长，而今年以来新一代远程战略轰炸机轰20的消息也开始频繁进入公众视野，有公开报道称轰-20样机或已进入样机总装状态，我们认为未来轰-20机型的成功研制将使公司的军用飞机整机业务提升至新的高度。
- **民机：新舟系列订单饱满，ARJ21已步入批产阶段，C919成功试飞。**截至2016年底，公司的新舟系列支线飞机共获得国内外订单343架（其中意向订单183架），已交付108架，可以测算除去意向订单外，公司2017年以来在手订单至少52架，今年目标交付5架，订单生产任务饱满，将充分保障公司的民机业务收入稳步增长。

民机大型零部件业务方面：ARJ21飞机在今年7月9日获得民航局颁发的生产许可证，标志着该机正式进入批量生产阶段；国产大飞机C919今年5月5日成功试飞，根据中国商飞计划，预计到2020年将具备150架C919和50架ARJ21-700年批产能力，这些都将形成公司未来强有力的业绩释放新动能；

结论：

我们预计公司2017-2019年净利润分别为5.5亿元/6.3亿元/7.5亿元，EPS分别为0.18元/0.21元/0.25元，结合公司是我国唯一的军民机整机生产单位，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：

国防经费投入减少；部分军品批量生产时间未定；航空运输行业周期性波动。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	30221	31142	38573	43997	49677	营业收入	24116	26122	31237	37853	43470
货币资金	6227	6807	6794	8233	9454	营业成本	22243	24259	28894	35014	40210
应收账款	6690	4416	8703	9149	9989	营业税金及附加	44	70	69	83	96
其他应收款	223	75	89	108	124	营业费用	342	322	322	390	448
预付款项	2089	2236	2525	2875	3277	管理费用	1075	1098	1374	1590	1782
存货	13296	12723	17602	20208	22930	财务费用	57	-42	63	172	194
其他流动资产	55	139	200	200	200	资产减值损失	73.47	60.31	60.00	60.00	60.10
非流动资产合计	7243	8075	7084	6781	6570	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	125	133	146	146	146	投资净收益	33.42	31.41	35.00	35.00	35.00
固定资产	5065.29	5314.43	#####	4737.51	4441.11	营业利润	315	386	490	579	715
无形资产	567	561	505	454	409	营业外收入	211.42	173.75	180.00	190.00	200.00
其他非流动资产	129	175	0	0	0	营业外支出	12.22	14.61	13.41	13.41	13.81
资产总计	37464	39217	45657	50777	56247	利润总额	514	545	657	756	902
流动负债合计	18834	20273	27358	32410	37774	所得税	54	90	109	125	149
短期借款	1747	1237	5223	6030	6902	净利润	461	455	548	631	753
应付账款	9310	11045	12790	15226	17780	少数股东损益	61	42	46	51	56
预收款项	1522	681	1117	1645	2252	归属母公司净利润	400	413	502	580	697
一年内到期的非	148	602	602	602	602	EBITDA	1403	1377	1137	1354	1520
非流动负债合计	1689	1241	507	507	507	EPS（元）	0.15	0.15	0.18	0.21	0.25
长期借款	707	249	249	249	249	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	20522	21514	27865	32917	38281	成长能力					
少数股东权益	1688	2339	2386	2436	2492	营业收入增长	13.76%	8.32%	19.58%	21.18%	14.84%
实收资本（或股	2769	2769	2769	2769	2769	营业利润增长	-10.82%	22.42%	26.97%	18.16%	23.57%
资本公积	10115	10132	10132	10132	10132	归属于母公司净利润	21.52%	15.54%	21.52%	15.54%	20.15%
未分配利润	1189	1289	130	-1242	-2862	获利能力					
归属母公司股东	15254	15364	15195	15213	15262	毛利率(%)	7.77%	7.13%	9.58%	10.56%	10.64%
负债和所有者权	37464	39217	45657	50777	56247	净利率(%)	1.91%	1.74%	1.75%	1.67%	1.73%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	3.82%	1.07%	1.05%	1.10%	1.14%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	2.62%	2.69%	3.30%	3.81%	4.57%
经营活动现金流	1322	1422	-3151	1691	1616	偿债能力					
净利润	461	455	548	631	753	资产负债率(%)	55%	55%	61%	65%	
折旧摊销	1031.54	1033.31	0.00	552.75	565.53	流动比率		1.54	1.41	1.36	1.32
财务费用	57	-42	63	172	194	速动比率		0.91	0.77	0.73	0.71
应收账款减少	0	0	-4287	-446	-840	营运能力					
预收帐款增加	0	0	436	528	607	总资产周转率	0.67	0.68	0.74	0.79	0.81
投资活动现金流	-769	-598	381	-325	-425	应收账款周转率	3	5	5	4	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.63	2.57	2.62	2.70	2.63
长期股权投资减	0	0	294	0	0	每股指标（元）					
投资收益	33	31	35	35	35	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.15	0.18	0.21	0.25
筹资活动现金流	2823	-237	2756	73	30	每股净现金流(最新摊薄)	1.22	0.21	0.00	0.52	0.44
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.51	5.55	5.49	5.49	5.51

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	99	0	0	0	0	P/E	38.81	34.36	27.01	23.86	21.49
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	4.58	4.17	2.79	2.58	2.39
现金净增加额	300	30	883	132	151	EV/EBITDA	20.65	17.89	15.14	13.09	11.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4 年国防电子领域项目论证与管理经验，2016 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

张高艳

清华大学工学硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。