

# 中航飞机 (000768.SZ)

## 公司快报

### 前三季度增长稳健，持续受益空军建设提速

#### 投资要点

- ◆ **前三季度营收增速明显增长，净利润增速有所下滑**：公司 2017 年前三季度实现营业收入 194.96 亿元，同比增长 26.93%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比增长 7.58%；营收增速明显高于上半年，净利润增速与上半年相比有所下降；营收增速的明显上涨主要得益于主营产品延期交付情况在第三季度得到缓解，公司航空产品交付量出现上升，由于报告期内公司税金同比增加 178.68%、财务费用同比增加 205.64%，所得税费用同比增加 87.92%，导致净利润增速有所下滑。
- ◆ **运-20 逐步进入量产，新型轰炸机开始研发**：公司是科研、生产一体化的特大型航空工业企业，是我国大中型军民两用飞机的研制生产基地。2016 年，国产大型运输机运-20 已完成试飞并批量交付部队，至今已在部队服役超过一年。运-20 是我国依靠自己力量研制的一种大型、多用途运输机，可在复杂气象条件下执行各种物资和人员的长距离航空运输任务。该机的顺利研制并正式列装部队，实现了我空中战略投送装备自主发展重大突破，同时也使得我国的空运能力达到亚太首位，极大提升我军支撑国家利益外向拓展的能力。据人民网，未来 10 到 15 年，我国对于运-20 的需求将达到 200 架以上，市场空间约为 2000 亿元。在未来几年内，运-20 将逐步进入量产阶段，公司也将因此显著受益。同时，我国另一军用大型机种战略轰炸机也将开始更新换代。2016 年 9 月，中国人民解放军原空军司令员马晓天曾表示，空军已在发展新一代的远程打击轰炸机。据英国著名杂志《战机》报导，我国目前在役的战略轰炸机数目约为 150 架，与美国几乎持平，但在作战半径及最大载弹量等参数上仍有一定差距。性能更为优越的新型轰炸机在研发成功后预计将会全面取代现有机型。作为国内轰炸机整机制造的龙头企业，新型轰炸机的巨大市场需求必将使公司受益。
- ◆ **C919 成功试飞，新舟系列订单充足，研发进展顺利**：今年 5 月，我国自行研发的民用大型客机 C919 成功试飞，目前，C919 已转入取证试飞阶段。截至 9 月，C919 订单数目已达 730 架。公司及其下属单位承担了 C919 项目的机身、机翼、尾翼等零部件的生产和制造。国产大飞机一旦进入量产阶段，预计将为公司业绩带来巨大提升空间。截至 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（意向订单 183 架），累计交付 18 个国家、30 家用户、108 架飞机。同时新舟 700 飞机也已进入研发阶段，预计将在未来一两年内正式投入市场。新舟系列的生产研发也将为公司带来持续的业绩增量。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 306 亿元、365 亿元和 436 亿元，每股收益分别为 0.20 元、0.30 元和 0.41 元。维持“增持-A”评级，6 个月目标价为 21.6 元，相当于 2018 年 72 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：民机产业周期性波动、军品研发进展未达预期等。

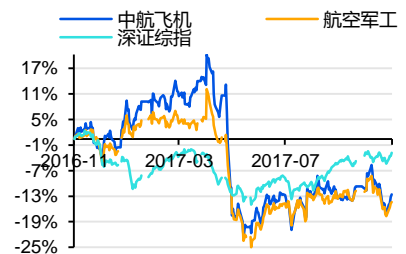
国防军工 | 航空军工 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	21.6 元
股价(2017-11-09)	18.82 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	52,105.90
流通市值(百万元)	52,105.53
总股本(百万股)	2,768.65
流通股本(百万股)	2,768.63
12 个月价格区间	16.06/26.46 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.38	-7.49	-10.71
绝对收益	-1.67	0.11	-12.63

#### 分析师

张仲杰  
 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20377099

#### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20377169

#### 相关报告

中航飞机：直接受益于战略空军发展战略轰炸机 2015-12-07

中航飞机：直接受益于战略空军发展战略轰炸机 2015-06-15

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	24,115.8	26,121.8	30,617.6	36,522.5	43,613.1
同比增长(%)	13.8%	8.3%	17.2%	19.3%	19.4%
营业利润(百万元)	315.2	385.9	546.1	914.8	1,289.3
同比增长(%)	-10.8%	22.4%	41.5%	67.5%	40.9%
净利润(百万元)	400.1	413.1	546.4	839.8	1,122.3
同比增长(%)	13.7%	3.3%	32.3%	53.7%	33.6%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.20	0.30	0.41
PE	126.6	122.6	92.7	60.3	45.1
PB	3.3	3.3	3.3	3.1	3.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	24,115.8	26,121.8	30,617.6	36,522.5	43,613.1	年增长率					
减:营业成本	22,243.1	24,259.3	28,321.3	33,673.8	40,080.5	营业收入增长率	13.8%	8.3%	17.2%	19.3%	19.4%
营业税费	43.6	69.6	66.8	81.0	102.7	营业利润增长率	-10.8%	22.4%	41.5%	67.5%	40.9%
销售费用	342.4	321.8	336.8	383.5	436.1	净利润增长率	13.7%	3.3%	32.3%	53.7%	33.6%
管理费用	1,074.9	1,098.1	1,194.1	1,351.3	1,526.5	EBITDA 增长率	-16.4%	-2.1%	40.1%	27.6%	28.2%
财务费用	56.5	-41.7	150.5	110.8	165.3	EBIT 增长率	-30.0%	-7.4%	102.4%	47.2%	41.8%
资产减值损失	73.5	60.3	35.0	40.0	45.0	NOPLAT 增长率	-19.8%	-13.7%	106.1%	47.2%	41.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.1%	-5.9%	80.9%	-50.2%	128.6%
投资和汇兑收益	33.4	31.4	33.0	32.6	32.3	净资产增长率	31.2%	4.5%	1.0%	4.0%	4.7%
营业利润	315.2	385.9	546.1	914.8	1,289.3	盈利能力					
加:营业外净收支	199.2	159.1	161.8	173.4	164.8	毛利率	7.8%	7.1%	7.5%	7.8%	8.1%
利润总额	514.4	545.1	707.9	1,088.2	1,454.1	营业利润率	1.3%	1.5%	1.8%	2.5%	3.0%
减:所得税	53.8	90.1	106.2	163.2	218.1	净利润率	1.7%	1.6%	1.8%	2.3%	2.6%
净利润	400.1	413.1	546.4	839.8	1,122.3	EBITDA/营业收入	3.6%	3.3%	3.9%	4.2%	4.5%
						EBIT/营业收入	1.5%	1.3%	2.3%	2.8%	3.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	54.8%	54.9%	64.2%	58.9%	69.0%
货币资金	6,227.0	6,806.5	2,449.4	7,421.6	3,489.1	负债权益比	121.1%	121.5%	179.1%	143.1%	222.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.60	1.54	1.49	1.50	1.67
应收帐款	6,912.9	4,490.8	13,152.6	6,957.5	15,771.2	速动比率	0.90	0.91	0.71	0.83	0.80
应收票据	1,628.4	4,747.0	1,660.5	3,520.7	3,666.6	利息保障倍数	6.58	-8.25	4.63	9.26	8.80
预付帐款	2,088.8	2,235.8	3,140.9	3,205.5	4,230.5	营运能力					
存货	13,296.3	12,722.6	22,191.9	17,207.0	29,224.2	固定资产周转天数	75	72	60	46	34
其他流动资产	67.6	138.9	106.6	104.4	116.6	流动营业资本周转天数	109	89	129	107	106
可供出售金融资产	383.4	330.7	289.8	334.7	318.4	流动资产周转天数	430	423	434	400	392
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	115	79	104	99	94
长期股权投资	124.6	132.8	132.8	132.8	132.8	存货周转天数	200	179	205	194	192
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	534	528	524	469	446
固定资产	5,065.3	5,314.4	4,853.3	4,392.2	3,931.1	投资资本周转天数	190	169	197	159	146
在建工程	840.8	980.5	980.5	980.5	980.5	费用率					
无形资产	566.5	560.9	526.8	492.8	458.8	销售费用率	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
其他非流动资产	262.5	755.9	433.6	489.6	558.7	管理费用率	4.5%	4.2%	3.9%	3.7%	3.5%
资产总额	37,464.1	39,216.8	49,918.9	45,239.5	62,878.5	财务费用率	0.2%	-0.2%	0.5%	0.3%	0.4%
短期债务	1,746.7	1,237.2	4,202.5	-	452.1	三费/营业收入	6.1%	5.3%	5.5%	5.1%	4.9%
应付帐款	9,479.7	11,197.2	13,135.2	15,510.9	18,720.2	投资回报率					
应付票据	4,634.9	5,562.2	5,834.0	7,990.7	8,486.0	ROE	2.6%	2.7%	3.5%	5.2%	6.6%
其他流动负债	2,972.4	2,276.1	5,551.1	2,149.8	6,230.4	ROA	1.2%	1.2%	1.2%	2.0%	2.0%
长期借款	707.3	249.4	2,335.3	-	8,518.4	ROIC	2.6%	2.3%	5.0%	4.0%	11.5%
其他非流动负债	981.3	991.6	972.5	981.8	982.0	分红指标					
负债总额	20,522.2	21,513.8	32,030.5	26,633.2	43,389.2	DPS(元)	0.10	0.05	0.06	0.09	0.12
少数股东权益	1,687.7	2,339.5	2,394.8	2,479.9	2,593.6	分红比率	69.2%	33.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	2,768.6	2,768.6	2,768.6	2,768.6	2,768.6	股息收益率	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%
留存收益	12,230.1	12,383.4	12,725.0	13,357.7	14,127.1						
股东权益	16,941.8	17,703.0	17,888.5	18,606.3	19,489.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	460.7	455.0	546.4	839.8	1,122.3	EPS(元)	0.14	0.15	0.20	0.30	0.41
加:折旧和摊销	499.3	508.6	495.1	495.1	495.1	BVPS(元)	5.51	5.55	5.60	5.82	6.10
资产减值准备	73.5	60.3	-	-	-	PE(X)	126.6	122.6	92.7	60.3	45.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.3	3.3	3.1	3.0
财务费用	145.8	70.6	150.5	110.8	165.3	P/FCF	3,337.0	78.1	-11.6	9.8	-13.9
投资损失	-33.4	-31.4	-33.0	-32.6	-32.3	P/S	2.1	1.9	1.7	1.4	1.2
少数股东损益	60.6	41.8	55.4	85.1	113.7	EV/EBITDA	55.3	55.5	47.6	29.8	29.9
营运资金的变动	71.2	-484.7	-9,817.0	10,284.9	-14,363.8	CAGR(%)	26.2%	39.5%	17.0%	26.2%	39.5%
经营活动产生现金流量	1,322.3	1,421.7	-8,602.7	11,783.1	-12,499.6	PEG	4.8	3.1	5.5	2.3	1.1
投资活动产生现金流量	-769.1	-598.3	73.9	-12.2	48.6	ROIC/WACC	0.3	0.2	0.5	0.4	1.2
融资活动产生现金流量	2,823.1	-237.2	4,171.7	-6,798.6	8,518.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn