

## 期间费用猛增或大有深意

2018年03月18日

强烈推荐/维持

中航飞机

财报点评

### ——中航飞机（000768）年报点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号: S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号: S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张高艳	
	Email: Zhanggy_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 021-25102859
姓名	研究助理 张卓琦	
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

#### 事件:

公司 2017 年实现营收 310.79 亿元, 同比增长 18.98%; 实现归属于上市公司股东净利润 4.71 亿元, 同比增长 14.10%, EPS 为 0.17 元。

#### 观点:

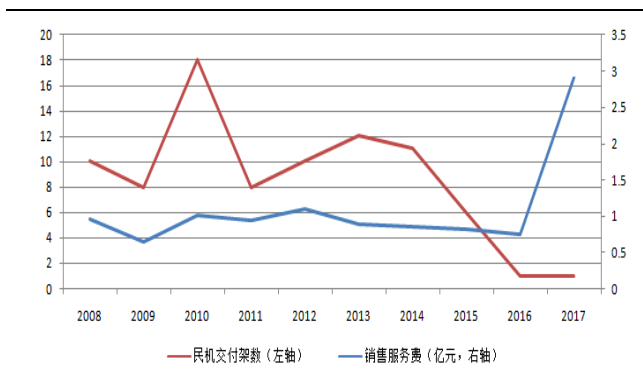
#### ➤ 一、大胆猜测：或预示若干型号放量与若干新型号突破期临近

**1、销售费用同比大增，“销售服务费”反常或与某型号放量相关：**2017 年中航飞机销售费用同比增长 59.24% 达到 5.12 亿元，绝对额增加 1.9 亿元。公司在年报中披露的主要原因是当期销售产品增加，计提的产品技术服务费用增加。拆分来看，“销售服务费”同比绝对额增加 2.17 亿元，是增量的主要来源。我们还发现，过去销售服务费体量较大的年份，往往都伴随着民机交付的数量增加，不过 2017 年民机只交付了 1 架，此科目今年却创历史最高值，这种反常现象或许与某机型交付增加相关。

**2、研发投入占营收比重创历史新高，或预示若干型号研发突破期日益临近：**财报显示，2017 年中航飞机总体研发投入同比大增 85.41% 至 8.15 亿元，其中研发费用资本化的金额为 5.65 亿元，剩下的 2.5 亿元费用化。过去研发投入占营收比例往往与民机交付呈正向相关关系，而近三年研发投

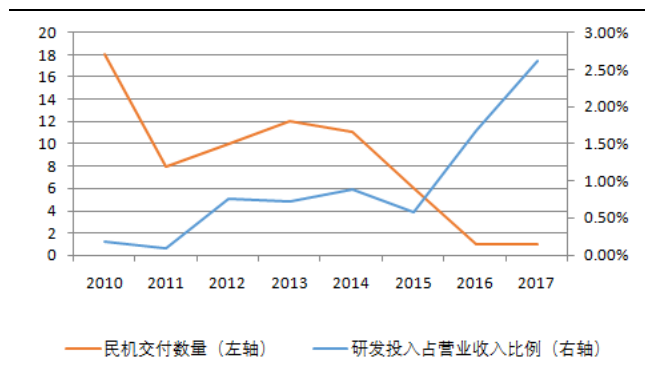
入占营收比重持续增加, 2017年2.62%的研发投入占比甚至创历史新高, 但民机交付数量却下滑明显。那么很有可能**预示, 若干型号的研发突破期日益临近。**

图 1: 销售服务费 2017 年增长较多



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

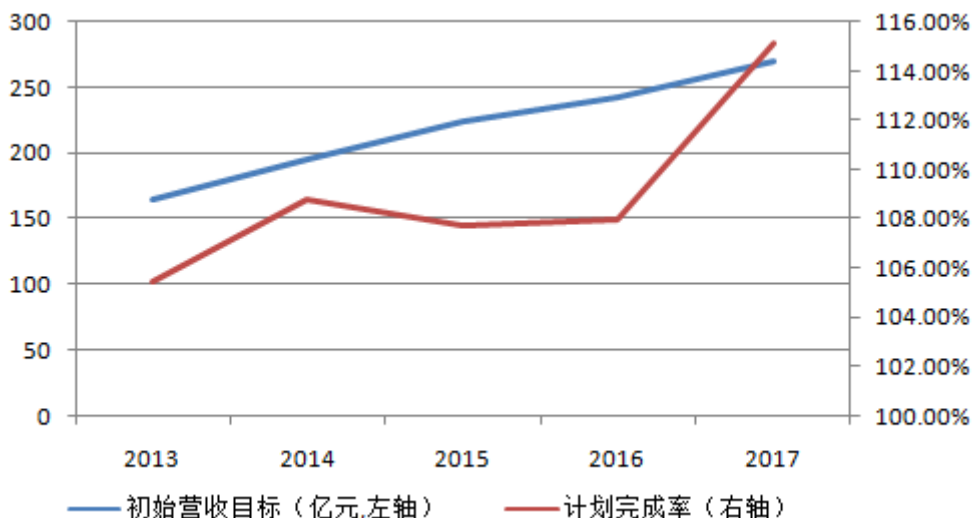
图 2: 研发投入近几年与民及交付呈反向变动关系



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**3、2018 年经营计划或预示未来业绩扶摇直上:** 公司在 2017 年年报中披露, 2018 年年度经营计划为实现营收 308 亿元, 而 2017 年公司实现营业收入 310.79 亿元。表面看营收目标较 2017 年实际值下滑, 但 2017 年公司原子公司成飞民机其他股东增资, 导致集团对成飞民机公司丧失控制权, 上市公司由成本法转为权益法核算, 成飞民机公司 2018 年开始将不纳入合并报表范围。根据 2016 年年报, 成飞民机 2016 年实现营收 9.46 亿元, 净利润 2839.87 万元, 我们假设 2018 年成飞民机实现 10 亿元收入, 同时假设 2018 年成飞民机依然纳入合并报表口径, 则上市公司 18 年计划营收或达到 318 亿元。从过去历史经验来看, 公司每年营收计划完成率均超过 100%, 且完成率呈上升趋势, 过去五年营收计划完成率均值约为 108.96%。

图 3: 营收计划完成率呈上升趋势



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

#### 4、中航飞机的产品面面观：

中航飞机的业务涵盖了目前我国军民用大中型飞机整机及航空零部件。通过监测中航飞机财报中出现的积极变化，也可以对整个航空军民品市场的边际变化有了大致的了解。

**(1)、军机整机：**公司是中国空军唯一的军用运输机和轰炸机总装生产商，是中国空军转型战略空军最重要装备支撑点。

**(2)、民机整机：**公司是民用涡桨支线飞机制造商（包括新舟 60、新舟 600 等）。

**(3)、飞机零部件：**首先，公司是飞机起落架系统、刹车制动系统的重要供应商。其次，公司也是 C919、ARJ21、AG600 以及国外民用飞机的重要供应商（中航飞机承担 C919 干线客机 6 个主要工作包和 ARJ21 支线客机 85% 以上零部件制造，是上市公司在该项目上受益最大的一家公司）。第三，国际转包方面，公司业务覆盖波音 737、空客 A320 等全球主力民机型号（包括波音 737-700 垂尾、英宇航 A320 机翼、英宇航飞机翼盒、法航 ATR-42 翼盒、ATR72 飞机零组件等）。

图 5：8 运输机

图 6 舟 60 飞机



资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所



资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

## ➤ 二、财报显示总体情况稳中向好：

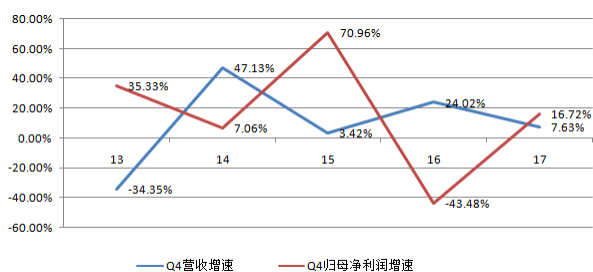
**1.整体营收增速稍快于净利润增速：**年报显示，营收增速快于净利润增速（营收增速 19.98%>归母净利润增速 14.10%），不过已经相对于前三季度增速差明显改观（前三季度营收增速 26.93%>归母净利润增速 7.58%），这或与军品收入在四季度集中确认相关。

**2.四季度单季净利润增速快于营收增速：**四季度单季实现营收 115.83 亿元，归母净利润 3.44 亿元，分别同比增长 7.63%和 16.72%，而 2016 年四季度单季度营收增速和归母净利润增速分别为 24.02%和 -43.48%。可以看出，四季度单季来讲，十三五第二年盈利水平较十三五第一年改善明显。

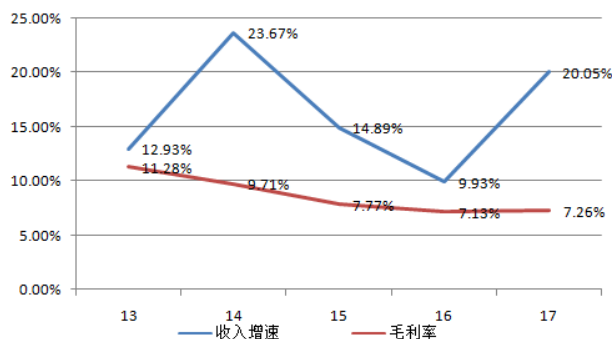
**3.航空产品保持高速增长：**航空产品是公司收入结构中占比最大的一部分，近几年都保持在 90%以上，2017 年公司航空产品实现收入 303.75 亿元，同比增长 20.05%，**20%以上的增速也创近三年来最高。**而毛利率方面 2017 年航空产品毛利率为 7.38%，同比上年增加 0.1 个百分点，扭转了此前从 13-17 年毛利率连续下滑的趋势。

图 7：四季度单季公司净利润增速起色明显

图 8：航空业务收入增速及毛利率变动



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### ➤ 三、主要股价驱动力:

**1. 运-20 量产将显著改善公司盈利能力:** 公司是中国空军唯一的军用运输机和轰炸机总装生产商, 是中国空军转型战略空军最重要装备支撑点, 公司生产的 Y-8 中型运输机目前担负着中国空军的主力运输任务, 需求保持稳健增长。而运-20 一旦量产服役将带来公司业绩弹性, 据官方媒体报道, 运-20 已经于 2016 年 7 月小批量列装中国空军, 彻底填补国产大型运输机空白。运-20 重型军用运输机和基于运-20 平台的各特种机型目前处于刚性需求阶段, 据美国军事新闻战略网 2016 年 7 月报道, 中国一共制造了 8 架新款运输机, 造价达到 2.5 亿美元。我们认为, 未来 20 运-20 的市场需求量或达数百架, 未来国内市场规模或超 4000 亿元。

**2. 远程轰炸机进展或提振公司预期:** 远程轰炸机是公司未来又一重要看点, 按照中国空军装备目前的发展格局, 公司将是未来中国远程轰炸机最具竞争力的潜在生产商。战略轰炸机是构建“三位一体”核力量重要的组成部分, 也是战略空军重要标志之一, 目前美俄均已装备本国生产的战略轰炸机, 其中以美军 B-2 和俄军的图-160 为主要代表。战略轰炸机所需数量较少, 但价格昂贵, 据公开资料显示, 美国诺格公司总共为美军生产了 21 架 B-2 战略隐身轰炸机, 单架造价 24 亿美元, 合计超过 500 亿美元, 一旦远程轰炸机生产商地位得以确立, 将进一步提振公司资本市场地位。

**3.C919 一旦放量也将令公司盈利能力改善**：大飞机项目采用的是“主制造商+供应商”模式，中国商飞作为主制造商负责总体设计、总装、营销和售后服务，面向全球招标供应商负责原材料的供应、零部件和结构件的生产制造。中航飞机承担 C919 干线客机 6 个主要工作包和 ARJ21 支线客机 85%以上零部件制造，是上市公司在该项目上受益最大的一家公司。目前 C919 订单已经累计超过 785 架，已经超过盈亏平衡点，未来公司将充分受益于大飞机放量。

#### ➤ 四、投资建议

我们预测公司 2018 年~2020 年 EPS 分别为 0.22 元、0.28 元、0.35 元，对应 3 月 16 日（周五）收盘股价 PE 分别为 69X、54X、43X。公司作为我国大中型运输机、轰炸机、特种飞机及民用涡桨支线飞机制造商，将受益于运-20 量产、大飞机订单爆发以及未来的远程战略轰炸机交付，维持“强烈推荐”评级。

#### ➤ 五、风险提示

空军装备列装速度不及预期；资产注入进度低于预期；民品市场开拓差于预期。

## 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	31142	32805	37320	45106	55004	<b>营业收入</b>	26122	31079	36406	45338	56512
货币资金	6807	6332	9529	12831	14630	<b>营业成本</b>	24259	28821	33739	42016	52364
应收账款	4416	8922	7979	7453	9290	营业税金及附加	70	86	101	126	157
其他应收款	75	66	77	96	119	营业费用	322	512	524	700	843
预付款项	2236	2598	3022	3550	4208	管理费用	1098	1212	1420	1768	2204
存货	12723	13135	15376	19149	23864	财务费用	-42	50	-42	-113	-138
其他流动资产	139	73	339	786	1344	资产减值损失	60.31	6.55	46.78	37.88	30.40
<b>非流动资产合计</b>	8075	7934	6713	6565	6202	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	133	559	559	559	559	投资净收益	31.41	107.26	57.36	65.34	76.65
固定资产	5314.43	4776.53	5154.31	5031.29	4483.27	<b>营业利润</b>	386	581	674	868	1128
无形资产	561	392	476	451	429	营业外收入	173.75	3.61	100.00	92.45	65.35
其他非流动资产	175	171	0	0	0	营业外支出	14.61	14.95	14.95	13.93	13.93
<b>资产总计</b>	39217	40739	44033	51671	61206	<b>利润总额</b>	545	570	759	946	1180
<b>流动负债合计</b>	20273	22457	24998	32228	41259	所得税	90	95	121	155	193
短期借款	1237	1206	0	0	0	<b>净利润</b>	455	474	638	791	986
应付账款	11045	11614	13410	16700	20812	少数股东损益	42	3	35	27	22
预收款项	681	728	2184	3997	6258	归属母公司净利润	413	471	603	764	965
一年内到期的非流	602	223	223	223	223	EBITDA	1377	1520	1181	1351	1583
<b>非流动负债合计</b>	1241	633	172	172	172	<b>BPS (元)</b>	0.15	0.17	0.22	0.28	0.35
长期借款	249	109	-41	-41	-41	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	21514	23090	25170	32400	41431	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2339	1933	1968	1995	2017	营业收入增长	8.32%	18.98%	17.14%	24.54%	24.65%
实收资本(或股本)	2769	2769	2769	2769	2769	营业利润增长	22.42%	50.54%	16.06%	28.67%	30.02%
资本公积	10132	10137	11015	11015	11015	归属于母公司净利润	3.27%	14.10%	27.86%	26.78%	26.25%
未分配利润	1289	1576	1726	1917	2159	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	15364	15715	16669	17051	17533	毛利率(%)	7.13%	7.26%	7.32%	7.33%	7.34%
<b>负债和所有者权益</b>	39217	40739	44033	51671	61206	净利率(%)	1.74%	1.53%	1.75%	1.74%	1.75%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.91%	1.05%	1.16%	1.37%	1.48%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	2.69%	3.00%	3.62%	4.48%	5.50%
<b>经营活动现金流</b>	1422	1310	3538	4015	2350	<b>偿债能力</b>					
净利润	455	474	638	791	986	资产负债率(%)	55%	57%	57%	63%	68%
折旧摊销	1033.31	889.86	509.77	548.02	548.02	流动比率	1.54	1.46	1.49	1.40	1.33
财务费用	-42	50	-42	-113	-138	速动比率	0.91	0.88	0.88	0.81	0.75
应付账款的变化	0	0	942	526	-1837	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	1456	1814	2260	总资产周转率	0.68	0.78	0.86	0.95	1.00
<b>投资活动现金流</b>	-598	-1807	683	-444	-208	应收账款周转率	5	5	4	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.57	2.74	2.91	3.01	3.01
长期股权投资减少	0	0	326	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	31	107	57	65	77	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.17	0.22	0.28	0.35
<b>筹资活动现金流</b>	-237	74	-1023	-269	-344	每股净现金流(最新)	0.21	-0.15	1.15	1.19	0.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.55	5.68	6.02	6.16	6.33
长期借款增加	0	0	-150	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	100.00	87.61	68.54	54.06	42.82
资本公积增加	17	5	878	0	0	P/B	2.69	2.63	2.48	2.42	2.36
<b>现金净增加额</b>	586	-423	3197	3302	1798	EV/EBITDA	26.56	24.02	27.07	21.22	16.97

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。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 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。

### 张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

## 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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。