



2018年03月19日

## 买入(首次评级)

当前价: 15.11 元  
目标价: 20 元

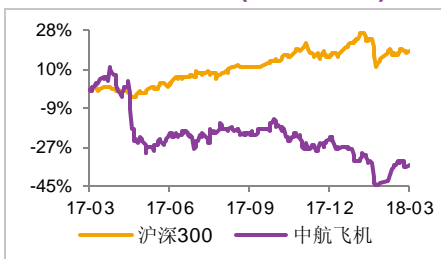
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
电话:  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 刘智

电话: 021-51782232  
邮箱: liuzhi\_bf@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	31,079	34,794	39,990	47,163
(+/-)	18.98%	11.95%	14.93%	17.93%
归母净利润	471	520	637	808
(+/-)	14.11%	10.41%	22.43%	26.84%
EPS(元)	0.17	0.19	0.23	0.29
P/E	88.73	80.38	65.65	51.76

资料来源: 联讯证券研究院

### 相关研究

## 中航飞机(000768.SZ)

### 【联讯军工公司点评】中航飞机(000768): 2017 年业绩符合预期, 新一代战机逐渐发力

#### 投资要点

##### ◇ 事件

中航飞机 3 月 13 日公布了 2017 年年报, 2017 年主营业务收入 311 亿元, 同比增长 18.98%; 归属于上市公司股东的净利润 4.71 亿元, 同比增长 14.1%。基本每股收益 0.17 元。公司最新分配方案为每 10 股派发股息人民币 0.85 元, 股息率 0.57%。

##### ◇ 2017 年主营收入增长较快, 毛利率稳中有升

2017 年公司主营收入 311 亿元, 同比增长 18.98% 超出预期 (2017 年营收目标是 270 亿), 归母净利润 4.71 亿元, 同比增长 14.1%, 扣非归母净利润 3.35 亿, 同比增长 16.28%。

从分业务看: 航空产品全年实现收入 303.75 亿元, 较 2016 年 253 亿元增长 20%。非航空产品实现销售收入 7.05 亿元, 较 2016 年 8.2 亿元下滑 14.64%。公司主营业务非常集中, 航空产品占主要收入 97.7%, 航空产品毛利率为 7.38%, 同比增长 0.11 个百分点。

2018 年业绩指引是营收 308 亿, 同比 2017 年持平, 实现工业增长 61 亿, 人均产值 17.1 万元。从这个经营目标看, 公司预计 2018 年营收目标比 2017 年大约提高 10%, 按照公司历年的实现情况, 大概率会超额完成, 2017 年超额完成了 15.11%。

##### ◇ 运 20 进入列装, 轰 20 有望今年首飞, 中航飞机作为主制造商长期受益

中航飞机是我国军机大中型运输机、轰炸机、特种飞机的主要制造商, 同时也是国际民航运输机和民用涡桨支线飞机供应商之一, 是飞机起落架系统、刹车制动系统的重要供应商, 同时是 C919、ARJ21、AG600 以及国外民用飞机的重要转包供应商。

运 20 中国自主研发的新一代战略军用大型运输机, 解决了困扰我军已久的大运输机的难题, 更为以大运输机为平台的加油机、空中预警机提供了更新换代的平台。运 20 于 2013 年 1 月 26 日首飞成功, 2016 年开始正式列装, 首批大约 4 架, 截止到目前预计中国空军大约列装超过 10 架运 20, 按照进度, 预计运 20 的规模化列装将逐渐进入高峰, 中航飞机作为主制造商将充分受益运 20 的批量列装。

2016 年 9 月空军司令员首次披露中国新一代远程隐形轰炸机正在研制, 按照通常新型军用飞机信息披露的节点, 预计 2018 年轰 20 进入首发倒计时, 届时中国将成为第三个拥有自主研发远程隐形轰炸机的国家, 具备进攻性的战略威慑力。轰 20 首飞有望给中航飞机带来主题性投资机会。

##### ◇ 盈利预测与投资评级



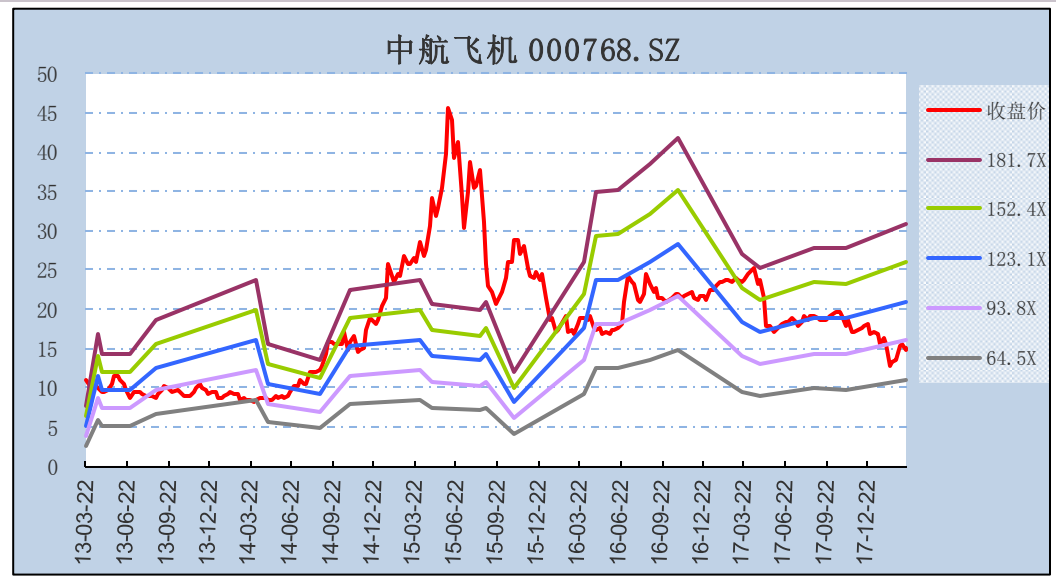
我们预测 2018-2020 年，公司营业收入为 347.94/399.90/471.63 亿元，分别同比增 11.95%/14.93%/17.93%，归母净利润为 5.2/6.37/8.08 亿元，分别同比增长 10.41%/22.43%/26.84%，每股 EPS 为 0.19/0.23/0.29 元，对应目前股价 PE 分别为 80.38X/65.65X/51.76X。首次覆盖，给予买入评级，目标价 20 元。

#### ◇ 风险提示

军工订单交付不达预期；新一代运 20 列装不达预期；估值回调风险。

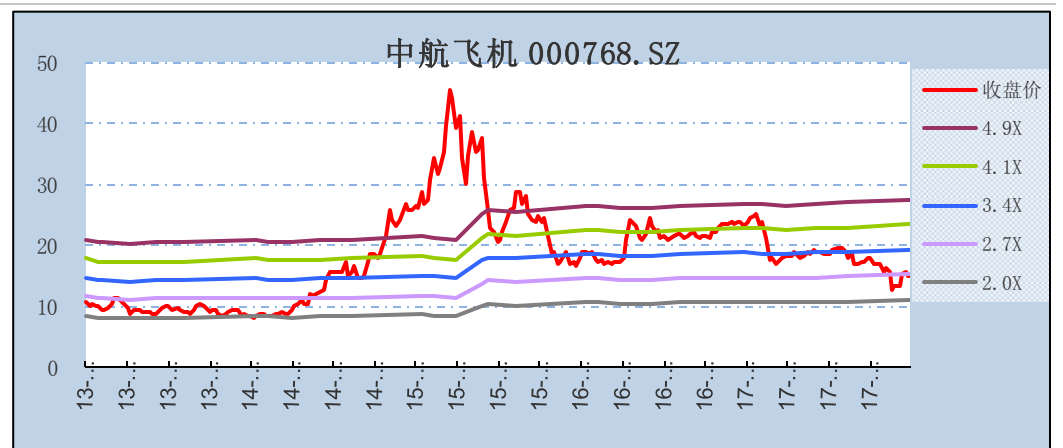


图表1: 中航飞机 PE-Band



资料来源: Wind, 联讯证券研究院

图表2: 中航飞机 PB-Band



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	32,805	35,757	39,691	44,454	经营活动现金流	1,310	1,467	1,687	1,957
货币资金	6,332	6,573	7,265	8,078	净利润	474	527	645	818
应收账款	8,922	9,814	10,893	12,201	折旧摊销	534	588	617	648
其它应收款	66	72	83	95	营运资金变动	-521	482	1,191	1,719
预付账款	2,598	2,910	3,113	3,269	其它	880	-88	-712	-1,161
存货	13,135	14,448	16,038	17,962	投资活动现金流	-1,807	-1,319	-1,055	-1,213
其他	1,753	1,940	2,298	2,849	资本支出	1,172	1,336	1,068	1,175
非流动资产	7,934	8,569	9,511	10,557	长期投资	559	587	617	648
长期股权投资	559	587	617	648	其他	-3,538	-3,242	-2,740	-3,036
固定资产	4,777	5,015	5,266	5,529	筹资活动现金流	74	93	60	69
其他	2,206	2,554	3,196	3,926	短期借款	1,206	1,387	1,221	1,343
资产总计	40,739	44,326	49,202	55,011	其他	-1,241	-1,412	-1,284	-1,404
流动负债	22,457	24,927	27,669	30,713	现金净增加额	-423	241	692	813
短期借款	1,206	1,387	1,221	1,343	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
应付账款	11,614	13,356	14,959	16,754	成长能力				
其他	9,637	10,184	11,490	12,616	营业收入	18.98%	11.95%	14.93%	17.93%
非流动负债	633	703	773	850	营业利润	50.55%	-15.08%	24.41%	29.80%
其他	524	585	649	720	归母公司净利润	14.11%	10.41%	22.43%	26.84%
负债合计	23,090	25,630	28,443	31,564	获利能力				
少数股东权益	1,933	2,185	2,403	2,691	毛利率	7.26%	7.30%	7.40%	7.51%
归母公司股东权益	15,715	16,511	18,356	20,756	净利率	1.52%	1.50%	1.59%	1.71%
负债和股东权益	40,739	44,326	49,202	55,011	ROE	2.68%	2.90%	3.27%	3.70%
<b>利润表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	ROIC	2.93%	2.87%	3.12%	3.55%
营业收入	31,079	34,794	39,990	47,163	偿债能力				
营业成本	28,821	32,256	37,030	43,622	资产负债率	56.68%	57.82%	57.81%	57.38%
营业税金及附加	86	94	104	123	流动比率	1.46	1.43	1.43	1.45
销售费用	512	557	640	755	速动比率	0.88	0.85	0.85	0.86
管理费用	1,212	1,322	1,520	1,769	营运能力				
财务费用	50	70	80	94	总资产周转率	0.78	0.82	0.86	0.91
投资净收益	107	32	37	44	应收帐款周转率	4.66	3.71	3.86	4.08
营业利润	581	493	614	797	应付帐款周转率	2.54	2.58	2.62	2.75
营业外收入	4	147	171	188	每股指标(元)				
营业外支出	15	19	28	35	每股收益	0.17	0.19	0.23	0.29
利润总额	570	621	757	950	每股经营现金	0.47	0.53	0.61	0.71
所得税	95	94	112	132	每股净资产	5.68	5.96	6.63	7.50
净利润	474	527	645	818	估值比率				
少数股东损益	3	7	8	9	P/E	88.73	80.38	65.65	51.76
归母公司净利润	471	520	637	808	P/B	2.66	2.53	2.28	2.02
EBITDA	975	1,081	1,231	1,445	EV/EBITDA	60.09	56.31	51.18	45.21

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

**王凤华**：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 21 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；  
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；  
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；  
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；  
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)