



东兴证券
DONGXING SECURITIES

减持数量低于计划，利空出尽，长期看好

——中航飞机（000768）点评

2018 年 04 月 02 日

强烈推荐/维持

中航飞机

点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号: S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
	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	执业证书编号: S1480116080036
	Email: Zhanggy_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 021-25102859
	研究助理 张卓琦	执业证书编号: S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件:

中航飞机发布减持计划完成公告，量大股东航空工业制动和航空工业起落架分别减持 1 万股和 403 万股，均少于减持计划上限 333 万股和 986 万股。

观点:

➤ 股东减持源于自身资金紧张，并且数量低于计划上限。

本次减持是由于股东自身资金安排（负担“三供一业”费用）采取的减持计划，而不是公司业绩问题，此次减持数量远少于计划预期，说明对公司发展充满信心。

➤ 公司 18 年军机订单饱满，并有政策利好预期。

运-20 目前大约列装 10 架，从 2016 年正式列装算起，预计今年规模化列装将进入高峰；由于远途实战需求，轰-6K 生产规模依然不减。今年军工改革将超预期，3 月份召开的军民融合会议强调真抓实干，军品定价改革有望今年落地，这将解除整机定价上限，激励公司压低上游成本，或使公司利润水平翻番。

➤ 公司受益于民用飞机业务增长。

ARJ21-700 于 2017 年 9 月获得生产许可证，进入批量生产交付阶段，已获得 21 家客户总共 453 架订单。中国商飞今年预计交付 15 架 ARJ-21 支线客机，中航飞机承担了 85%以上的零部件制造。中航飞机是目前民用支线整机的唯一标的，充分受益国内支线民机蓝海市场。

➤ 公司 PS 估值被低估。

中航飞机市值 476 亿，PS 为 1.2 倍，而对标国外相同业务公司，波音（2.3 倍 PS）、洛马（2.0 倍 PS）、雷神（2.5 倍），PS 均在 2 倍以上，按照 2 倍推算，则公司市值应为 793 亿，目前还有 60%增长空间。

结论:

预计公司 2018-2020 年归母净利润 6.36，7.68，9.75 亿元，同比增长 35%，21%，27%，对应 EPS 分别为 0.23 元，0.28 元，0.35 元，对应 PE 为 71 倍，59 倍，46 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：军品订单不及预期。

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
流动资产合计	31142	32805	43888	52567	64881	营业收入	26122	31079	39278	48759	59600
货币资金	6807	6332	8002	9934	12143	营业成本	24259	28821	36332	45102	55130
应收账款	4416	8922	9604	11387	15200	营业税金及附加	70	86	109	136	166
其他应收款	75	66	83	103	126	营业费用	322	512	511	585	596
预付款项	2236	2598	2961	3412	3964	管理费用	1098	1212	1551	1926	2354
存货	12723	13135	19110	22644	27267	财务费用	-42	50	68	187	307
其他流动资产	139	73	156	156	156	资产减值损失	60.31	6.55	60.00	60.00	42.18
非流动资产合计	8075	7934	6502	6280	6151	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	615	615	615	投资净收益	31.41	107.26	35.00	35.00	35.00
固定资产	5314.43	4776.53	4461.80	4165.59	3886.48	营业利润	386	581	682	798	1040
无形资产	561	392	353	318	286	营业外收入	173.75	3.61	80.00	120.00	120.00
其他非流动资产	175	171	0	0	0	营业外支出	14.61	14.95	13.93	14.49	14.46
资产总计	39217	40739	50390	58846	71032	利润总额	545	570	748	903	1146
流动负债合计	20273	22457	32084	40135	51807	所得税	90	95	109	132	167
短期借款	1237	1206	5742	7079	11764	净利润	455	474	639	772	979
应付账款	11045	11614	15251	19037	22774	少数股东损益	42	3	3	4	4
预收款项	681	728	1152	1679	2323	归属母公司净利润	413	471	636	768	975
一年内到期的非	602	223	223	223	223	EBITDA	1377	1520	1257	1507	1876
非流动负债合计	1241	633	322	322	322	BPS (元)	0.15	0.17	0.23	0.28	0.35
长期借款	249	109	109	109	109	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	21514	23090	32406	40457	52128	成长能力					
少数股东权益	2339	1933	1936	1940	1944	营业收入增长	8.32%	18.98%	26.38%	24.14%	22.23%
实收资本 (或股	2769	2769	2769	2769	2769	营业利润增长	22.42%	50.54%	17.37%	17.00%	30.35%
资本公积	10132	10137	10137	10137	10137	归属于母公司净利润	34.87%	20.83%	34.87%	20.83%	26.89%
未分配利润	1289	1576	549	-692	-2267	获利能力					
归属母公司股东	15364	15715	15822	16224	16734	毛利率 (%)	7.13%	7.26%	9.63%	9.80%	10.86%
负债和所有者权	39217	40739	50390	58846	71032	净利率 (%)	1.74%	1.53%	1.63%	1.58%	1.64%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)					
						1.05%					
						1.16%					
						1.26%					
						1.31%					
						ROE (%)					
						2.69%					
						3.00%					
						4.02%					
						4.73%					
						5.82%					
经营活动现金流	1422	1310	-3108	1473	-1297	偿债能力					
净利润	455	474	639	772	979	资产负债率 (%)	55%	57%	64%	69%	
折旧摊销	1033.31	889.86	0.00	486.44	496.78	流动比率	1.54	1.46	1.37	1.31	1.25
财务费用	-42	50	68	187	307	速动比率	0.91	0.88	0.77	0.75	0.73
应收账款减少	0	0	-682	-1783	-3813	营运能力					
预收帐款增加	0	0	424	527	644	总资产周转率	0.68	0.78	0.86	0.89	0.92
投资活动现金流	-598	-1807	899	-325	-407	应收账款周转率	5	5	4	5	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.57	2.74	2.92	2.84	2.85
长期股权投资减	0	0	248	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	31	107	35	35	35	每股收益 (最新摊薄)	0.15	0.17	0.23	0.28	0.35
筹资活动现金流	-237	74	3879	784	3913	每股净现金流 (最新	0.21	-0.15	0.60	0.70	0.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.55	5.68	5.71	5.86	6.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	109.05	95.54	70.85	58.64	46.22
资本公积增加	17	5	0	0	0	P/B	2.93	2.87	2.85	2.78	2.69
现金净增加额	586	-423	1671	1932	2209	EV/EBITDA	29.28	26.48	34.30	28.22	23.99

资料来源：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法律责任。

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。