

## 证券研究报告

## 公司研究——中报点评

## 中航飞机 (000768.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.07.25

范海波 CFA, 行业分析师  
执业编号: S1500510120021  
联系电话: +86 10 83326800  
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

李勇鹏 行业分析师  
执业编号: S1500517110001  
联系电话: +86 10 83326846  
邮箱: liyongpeng@cindasc.com

## 相关研究

《我国唯一大中型军用飞机平台, 龙头地位具备长期投资价值》18.07

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 收入利润高增长, 大中型军用飞机龙头业绩持续向好

2018年08月28日

**事件:** 公司发布 2018 年半年报, 年初至报告期末, 实现营业收入 132.72 亿, (同比增 23.47%), 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比增 77.33%。

## 点评:

- **公司 2018 年上半年营业收入延续一季度快速增长势头, 同比增速创近 5 年同期新高; 利润增速较去年同期显著增长, 增速达 113.64%, 归母净利润增速达 77.33%, 公司中期经营业绩显著向好, 中航飞机母公司业务变化趋势较合并报表更为积极, 占合并报表比例进一步提高, 反映军机业务表现更为突出。** 母公司营收规模达 126.88 亿元, 同比增长 30.32%, 增速高于合并报表营收增速 23.47%; 同时母公司营收占合并报表比例进一步提高至 95.6%, 较去年同期 (90.56%)、去年全年 (94.25%) 及 2018 年 1 季度 (95.5%) 进一步提高。中航飞机目前共有 15 个重要子公司及合营、联营企业纳入合并报表, 除新舟系列飞机、运-7 飞机生产研发业务归属西飞民机外, 其余主要军机整机业务都在母公司经营范围内。从中航飞机近年来母公司业务变化趋势来看, 母公司收入及利润占比提升不断提升, 表明整机业务在公司业务板块中主要地位愈发凸显, 母公司的收入及利润增速在近三年也明显超过合并报表水平。尤其是 17 年收入、利润的增速及占比情况变化趋势更为突出, 母公司净利润占比较 2012 年大幅提高近 20 个百分点, 16、17 两年增速分别为 20.9%、29.15%, 大幅高于合并报表增速, 说明公司整机业务呈现高速发展态势, 军机贡献愈发明显。
- **销售费用的增加, 尤其是销售费用中销售服务费的大幅增加, 反应了军机整机交付速度提高。** 公司本报告期销售费用达 2.1 亿, 较上年同期 1.72 亿增长 21.77%, 其中销售服务费达 1.23 亿, 较上年同期 0.65 亿增长达 89.2%。其中母公司销售费用达 1.98 亿, 占合并报表比例 94.3%, 同比增速 48.15%。公司 2017 年报显示, 当期销售费用的大幅增加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。但公司年报中未披露关于军机整机的交付信息。而根据近五年年报, 我们发现在民机整机 (主要是新舟 60) 交付架份高的年份, 销售服务费也随之增加。这或许可以说明, 整机交付数量的增加, 会带来产品技术服务费用的大比例提高。代理费及委托代销手续费是公司“按照转包产品销售额支付给代理出口公司的销售代理费及国外客户的佣金”, 这部分一方面和转包业务有关, 另外一方面也和整机出口产品有关。从历年销售费用构成情况来看, 可以发现在民用飞机交付架份高的年份, 代理费及委托代销手续费规模及增速变化就很大, 很典型的如 2008 年、2010 年、2012 年等几个年份。而在 2017 年年报中, 销售服务费大幅增加, 但民机整机交付只有 1 架。根据民机交付计划, 今年新舟 60 及运-7 没有大规模的交付计划, 因此我们合理推测军机整机交付数量开始提升。
- **公司核心的优势在于业务清晰、资源集中、实力雄厚的垄断大中型军用飞机制造平台价值, 此为公司更为长期的投资价值**

**所在。**经过历次资产注入整合，公司目前拥有了中航工业旗下核心制造资源制，公司整合路径虽然漫长，但是方向明确，即成为我国中大型军用飞机研制和生产基地，目前公司拥有的运-8、歼轰-7、轰-6 等型号制造资源，都仍为我国航空主战装备。在此基础上，公司作为我国中大型军用飞机制造平台，后续还将充分受益我国大型运输机运-20、中型运输机运-9 以及后续中大型军用运输机的改型、平台升级。与成飞、沈飞在战斗机研制生产方向分工有所不同，中航飞机在大中型军用飞机制造平台的发展路径上，具有垄断地位，国内并无其他研究所及生产单位能够挑战公司的行业地位，作为平台的价值将是公司的长期投资价值所在。

- **盈利预测及评级：**我们预测公司 2018-2020 年将实现 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.32 元，对应动态市盈率（股价 15.20 元）分别为 69、57 和 48 倍，基于中航飞机在军用大中型飞机市场的龙头地位，以及未来主战装备列装带来的广阔市场空间，维持“增持”评级。
- **风险因素：**大中型军用飞机列装采购进度不及预期；公司交付能力由于产能受限。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26,121.85	31,079.05	37,118.86	44,557.68	53,529.98
增长率 YoY %	8.32%	18.98%	19.43%	20.04%	20.14%
归属母公司净利润(百万元)	413.13	471.40	606.68	743.24	879.25
增长率 YoY%	3.27%	14.10%	28.70%	22.51%	18.30%
毛利率%	7.13%	7.26%	7.46%	7.45%	7.44%
净资产收益率 ROE%	2.70%	3.03%	3.84%	4.62%	5.34%
每股收益 EPS(摊薄, 元)	0.15	0.17	0.22	0.27	0.32
市盈率 P/E(倍)	102	89	69	57	48
市净率 P/B(倍)	2.74	2.68	2.65	2.59	2.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 08 月 27 日收盘价

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	31,141.58	32,804.96	35,734.64	40,881.54	46,787.96
货币资金	6,806.53	6,331.97	7,834.57	8,776.53	8,789.76
应收票据	4,747.00	1,680.15	1,521.87	1,826.86	2,194.73
应收账款	4,416.20	8,921.63	7,423.77	7,574.81	8,564.80
预付账款	2,235.79	2,598.02	3,162.46	3,771.53	4,519.89
存货	12,722.61	13,134.97	15,653.74	18,793.58	22,580.54
其他	213.45	138.24	138.24	138.24	138.24
<b>非流动资产</b>	8,075.25	7,933.81	8,282.32	8,541.94	8,764.73
长期投资	132.80	559.47	559.47	559.47	559.47
固定资产	5,314.43	4,776.53	4,734.85	5,068.29	5,338.26
无形资产	560.87	392.25	402.10	398.52	404.71
其他	2,067.14	2,205.56	2,585.90	2,515.66	2,462.29
<b>资产总计</b>	39,216.83	40,738.76	44,016.97	49,423.49	55,552.69
<b>流动负债</b>	20,272.70	22,457.16	25,541.69	30,615.60	36,275.32
短期借款	1,237.18	1,206.40	1,306.40	1,506.40	1,406.40
应付账款	11,045.00	11,614.15	13,841.29	16,617.59	19,966.09
其他	7,990.52	9,636.61	10,394.01	12,491.61	14,902.83
<b>非流动负债</b>	1,241.09	633.18	631.66	631.66	631.66
长期借款	249.44	109.22	109.22	109.22	109.22
其他	991.65	523.96	522.44	522.44	522.44
<b>负债合计</b>	21,513.79	23,090.35	26,173.35	31,247.26	36,906.98
少数股东权益	2,339.48	1,933.19	1,937.00	1,941.68	1,947.20
归属母公司股东权益	15,363.57	15,715.23	15,906.61	16,234.55	16,698.51
<b>负债和股东权益</b>	39,216.83	40,738.76	44,016.97	49,423.49	55,552.69

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	26,121.85	31,079.05	37,118.86	44,557.68	53,529.98
同比(%)	8.32%	18.98%	19.43%	20.04%	20.14%
归属母公司净利润	413.13	471.40	606.68	743.24	879.25
同比(%)	3.27%	14.10%	28.70%	22.51%	18.30%
毛利率(%)	7.13%	7.26%	7.46%	7.45%	7.44%
ROE(%)	2.70%	3.03%	3.84%	4.62%	5.34%
每股收益(元)	0.15	0.17	0.22	0.27	0.32
P/E	102	89	69	57	48
P/B	2.74	2.68	2.65	2.59	2.52
EV/EBITDA	39.29	35.78	33.34	27.91	24.70

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	26,121.85	31,079.05	37,118.86	44,557.68	53,529.98
营业成本	24,259.30	28,821.21	34,347.98	41,237.54	49,547.04
营业税金及附加	69.60	86.38	103.17	123.85	148.78
营业费用	321.78	512.41	611.99	734.64	882.56
管理费用	1,098.07	1,211.86	1,447.37	1,737.44	2,087.29
财务费用	-41.74	49.51	-77.47	-120.15	-143.10
资产减值损失	60.31	6.55	39.56	24.69	44.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.41	107.26	95.92	86.41	108.85
<b>营业利润</b>	385.93	580.99	742.18	906.10	1,071.48
营业外收入	173.75	3.61	4.00	6.00	4.54
营业外支出	14.61	14.95	13.93	14.49	14.46
<b>利润总额</b>	545.08	569.64	732.25	897.60	1,061.56
所得税	90.10	95.28	121.76	149.69	176.77
<b>净利润</b>	454.98	474.36	610.49	747.91	884.78
少数股东损益	41.84	2.96	3.81	4.67	5.53
<b>归属母公司净利润</b>	413.13	471.40	606.68	743.24	879.25
EBITDA	1,124.29	1,219.10	1,311.38	1,573.81	1,774.07
EPS	0.15	0.17	0.22	0.27	0.32

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1,421.73	1,309.60	2,648.42	2,006.38	1,352.15
净利润	454.98	474.36	610.49	747.91	884.78
折旧摊销	508.59	534.46	537.34	570.12	602.92
财务费用	70.63	115.00	41.79	106.09	109.59
投资损失	-31.41	-107.26	-95.92	-86.41	-108.85
营运资金变动	356.69	324.01	1,517.89	644.28	-178.24
其它	62.26	-30.97	36.82	24.40	41.95
<b>投资活动现金流</b>	-598.28	-1,806.68	-788.73	-743.04	-714.03
资本支出	-640.04	-1,171.54	-884.65	-829.45	-822.88
长期投资	41.76	23.81	95.92	86.41	108.85
其他	0.00	-658.94	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-237.22	74.34	-410.89	-321.39	-624.89
吸收投资	600.00	16.85	0.00	0.00	0.00
借款	-540.97	-322.83	100.00	200.00	-100.00
支付利息或股息	373.61	224.70	510.89	521.39	524.89
<b>现金净增加额</b>	612.58	-459.17	1502.61	941.96	13.23

## 研究团队简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士，加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**李勇鹏**，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近 7 年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。