



# 三季度利润大幅增长，看好公司全年业绩

——中航飞机（000768）点评

2018年10月30日

强烈推荐/维持

中航飞机

财报点评

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	研究助理张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

## 事件：

公司发布 2018 年三季报，公司实现营业收入 204.06 亿元，同比增长 4.66%；归母净利润 2.32 亿元，同比增长 82.90%。

## 观点：

- 公司前三季度收入增速平稳而利润增速提升，主要是因为财务费用、研发费用和资产减值损失的同比降低。公司库存同比增长 34.26%，看好公司全年业绩增长。

公司前三季度实现营业收入 204.06 亿元，同比增长 4.66%；分开来看，一季度营收 52.51 亿元(+67.65%)，二季度营收 80.21 亿元(+5.29%)，三季度 71.33 亿元(-18.14%)。公司前三季度实现归母净利润 2.32 亿元，同比增长 82.90%；同样分开来看，一季度归母净利润 0.27 亿元(+130.76%)，二季度 1.35 亿元(-24.50%)，三季度 0.70 亿元(+97.33%)。

公司三季度利润增速远快于收入增速的原因有三，首先，财务费用同比降低了 326%，主要原因是本期汇兑收益较上年同期增加；其次，研发费用同比降低了 63%，主要原因是为本期部分项目自筹研发费用减少；最后，资产减值损失同比减少 288%，要原因是本期应收款项减值损失较上年同期减少。

公司排产任务饱满，预计全年超额完成任务。公司前三季度完成营收 204 亿，并且有 176 亿存货(+34.26%)，环比二季度增长 6%，快于中报 6%的同比增速，说明公司排产任务饱满，或是因为交付的原因尚未形成收入，预计全年可以超额完成计划。从过去历史经验来看，公司每年营收计划完成率均超过 100%，且完成率呈上升态势，近五年公司营收计划完成率平均约为 108.96%。

- 公司现金比率由年中的 0.2 降到 0.14，但公司周转资金充足。

公司上半年现金比率为 0.2，由于三季度货币资金环比减少近 9 亿元，短期借款环比增加近 7 亿元，导致现金比率降至 0.14，在军工行业中处于较低水平，但公司货币资金 39 亿元，周转资金充足。

- 公司运-20、特种飞机处于放量周期，有力支撑未来业绩增速。

公司是军用运输机、轰炸机整机公司，并且是民用大飞机研制公司。公司处于军用飞机产业链上游，业绩回暖对军工飞机板块有风向标意义。公司生产饱满，并实现均衡化生产，将促进整条军机配套产业链的业绩增长。

军机方面，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，公司目前加足产能生产。民机方面，ARJ21-700 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。两会上，C919 大型客机总设计师吴光辉透露，国产大飞机 C919 的第三架预计将在今年首飞，目前大飞机试飞进展顺利，已经有 815 架订单。中航飞机是目前民用整机的唯一标的，未来充分受益国内民机的蓝海市场。

### 结论：

预计公司 2018-2020 年归母净利润 5.75, 6.96, 8.23 亿元，同比增长 22%，21%，18%，对应 EPS 分别为 0.21 元，0.25 元，0.30 元，对应 PE 为 70 倍，58 倍，49 倍，维持“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
<b>流动资产合计</b>	31142	32805	37416	43708	51517	<b>营业收入</b>	26122	31079	35518	41644	49274
货币资金	6807	6332	7236	8484	10039	<b>营业成本</b>	24259	28821	32836	38411	45361
应收账款	4416	8922	10196	11954	14145	营业税金及附加	70	86	99	92	108
其他应收款	75	66	75	88	104	营业费用	322	512	586	687	812
预付款项	2236	2598	3011	3493	4064	管理费用	1098	1212	1314	1541	1823
存货	12723	13135	14964	17505	20673	财务费用	-42	50	51	129	226
其他流动资产	139	73	13	-68	-170	资产减值损失	60.31	6.55	6.55	6.55	6.55
<b>非流动资产合计</b>	8075	7934	6567	5837	5282	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	107.26	107.26	107.26
固定资产	5314.43	4776.53	4868.14	4345.20	3822.27	<b>营业利润</b>	386	581	734	886	1044
无形资产	561	392	353	318	286	营业外收入	173.75	3.61	3.61	3.61	3.61
其他非流动资产	175	171	171	0	0	营业外支出	14.61	14.95	14.95	14.95	14.95
<b>资产总计</b>	39217	40739	43982	49545	56800	<b>利润总额</b>	545	570	722	874	1033
<b>流动负债合计</b>	20273	22457	25708	30904	37724	所得税	90	95	144	175	207
短期借款	1237	1206	2684	4169	6368	<b>净利润</b>	455	474	578	699	826
应付账款	11045	11614	13051	15266	18029	少数股东损益	42	3	3	3	3
预收款项	681	728	781	843	917	归属母公司净利润	413	471	575	696	823
一年内到期的非	602	223	223	223	223	EBITDA	1377	1520	1347	1573	1825
<b>非流动负债合计</b>	1241	633	322	322	322	<b>EPS (元)</b>	0.15	0.17	0.21	0.25	0.30
长期借款	249	109	109	109	109	<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	26030	31226	38046	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2339	1933	1936	1939	1942	营业收入增长	8.32%	18.98%	14.28%	17.25%	18.32%
实收资本(或股	2769	2769	2769	2769	2769	营业利润增长	22.42%	50.54%	26.27%	20.72%	17.91%
资本公积	10132	10137	10137	10137	10137	归属于母公司净利润	3.27%	14.10%	21.95%	21.15%	18.22%
未分配利润	1289	1576	647	-478	-1808	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	15364	15715	15790	16155	16586	毛利率(%)	8.38%	7.59%	7.55%	7.76%	7.94%
<b>负债和所有者权</b>	39217	40739	43982	49545	56800	净利率(%)	1.74%	1.53%	1.63%	1.68%	1.68%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.05%	1.16%	1.31%	1.41%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	2.69%	3.00%	3.64%	4.31%	4.96%
<b>经营活动现金流</b>	1422	1310	-868	-48	-127	<b>偿债能力</b>					
净利润	455	474	578	699	826	资产负债率(%)	55%	57%	59%	63%	67%
折旧摊销	1033.31	889.86	0.00	522.93	522.93	流动比率	1.54	1.46	1.46	1.41	1.37
财务费用	-42	50	51	129	226	速动比率	0.91	0.88	0.87	0.85	0.82
应收账款减少	0	0	-1274	-1759	-2190	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	53	62	74	总资产周转率	0.68	0.78	0.84	0.89	0.93
<b>投资活动现金流</b>	-598	-1807	906	272	101	应收账款周转率	5	5	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.57	2.74	2.88	2.94	2.96
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	31	107	107	107	107	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.17	0.21	0.25	0.30
<b>筹资活动现金流</b>	-237	74	866	1024	1581	每股净现金流(最新	0.21	-0.15	0.33	0.45	0.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.55	5.68	5.70	5.83	5.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	97.72	85.61	70.22	57.96	49.03
资本公积增加	17	5	0	0	0	P/B	2.63	2.57	2.56	2.50	2.43
<b>现金净增加额</b>	586	-423	904	1248	1555	EV/EBITDA	25.88	23.40	26.84	23.13	20.29

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。