



东兴证券
DONGXING SECURITIES

超额完成计划，利润增速快于营收

——中航飞机（000768）点评

2019年03月19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 年年报，公司实现营业收入 334.68 亿元，同比增长 7.69%；归母净利润 5.58 亿元，同比增长 18.38%。

观点：

- 公司 2018 年利润增速明显快于营收，主要是因为期间费用、研发费用和资产减值损失的同比降低。

公司全年实现营业收入 334.68 亿元，同比增长 7.69%；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%)，四季度 130.63 亿元(12.77%)。公司全年实现归母净利润 5.58 亿元，同比增长 18.38%；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%)，四季度 3.26 亿元(-5.23%)。

与前三季度情况相同，公司去年利润增速远快于收入增速，一是期间费用降低，财务费用同比降低了 199.34%，主要原因是汇兑收益较上年同期增加，销售费用同比降低了 27.12%，主要原因为本期销售服务支出减少；其次，研发费用同比降低了 51.22%，主要原因是为部分项目自筹研发费用减少。

- 公司超额完成计划，其中陕飞收入破百亿，并提前 5 天完成全年交付任务。

公司 2018 年全年营收计划完成率为 108.66%，为近五年完成率的平均水平；2018 年末公司库存水平与期初基本持平，说明公司交付情况良好，其中陕飞提前完成了全年试飞任务，总装交付增长达到 29%，实现了 1225 均衡生产目标。

- 中航飞机是国产大飞机的主要承制单位，不久将来将充分受益于大飞机适航。

公司是大飞机结构件供应商，承担 C919 大飞机 6 个工作包，包括机体中机身（含中央翼）、外翼翼盒（含固定前、后缘）、副翼、后缘襟翼、前缘缝翼和扰流板。C919 属于“中短程双发窄体民用运输机”，属于单通道中型客机，其竞争对手为美国波音 B737、欧洲空客 A320、加拿大庞巴迪 CS300 和俄罗斯联合飞机公司 MS21。

未来 20 年我国共需客机价值超 2 万亿。根据民用飞机市场预测年报，到 2034 年末将有 8575 架新机需求，其中大型喷气客机 8232 架，支线客机 343 架。根据网易信息，我国大型喷气客机的单价约 5000 万美元，支线客机单价约 3000 万美元，由此推测，我国未来 20 年民用飞机价值将在 28263.2 亿元。

➤ 公司我国战略运输机和轰炸机的研制平台

中航飞机在运输机领域先后研制了运-8、运-9 和运-20，其中运-8、运-9 仍是我国运输机的主力机型，最新型号运-20 的市场空间巨大。运-20 性能优于伊尔-76，与 C-17 接近。运-20 的研发参考伊尔-76 的气动外形和结构设计，并融合 C-17 的部分特点，配备俄产四发 D-30KP 涡扇发动机（未来将逐步换装 WS-20），最大起飞重量 220 吨，实载重量超过 66 吨。运-20 的综合性能优于伊尔-76（发动机、电子设备、载重量和短跑道起降性能更优异），与 C-17 接近。新运-9 在 2012 年正式装备空军，同时以运-9 为平台的多型特种飞机也依次推出，包括空警-500、高新-6（反潜）、高新-8（情报收集）、高新-9（电子干扰）、运-9 特战型（特种作战）和新高机（心理战），大部分机型已经进入量产阶段。

公司还是我国战略轰炸机研制平台。当前我国主力的轰炸机型仍是轰-6K，但是相比美国 B2 在载弹量、航程方面都有较大的劣势，并且还不具备隐身能力。对于我国来说战略轰炸机是稀缺的，但新一代远程战略轰炸机已经在研。目前我国对于隐身材料、气动布局等方面已经有了不少技术储备，因此在新型战略轰炸机上可使用的成熟技术对于战机性能起到推动作用。

结论：

预计公司 2019-2021 年归母净利润 6.45，7.68 亿元，8.84 亿元，同比增长 16%，19%，15%，对应 EPS 分别为 0.23 元，0.28 元，0.32 元，对应 PE 为 73 倍，61 倍，53 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：大飞机研制进度不及预期，军机订单和交付进度不及预期。

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	32805	39240	42659	49900	57637	营业收入	31079	33468	39560	46443	54152
货币资金	6332	8691	5538	5573	5415	营业成本	28821	31426	37328	43823	51098
应收账款	8922	11459	13545	15902	18542	营业税金及附加	86	86	102	119	125
其他应收款	66	56	67	78	91	营业费用	512	373	435	488	542
预付款项	2598	4119	5799	7552	9340	管理费用	1212	900	910	1045	1191
存货	13135	13605	16161	18973	22122	财务费用	50	-49	8	37	122
其他流动资产	73	79	97	117	139	资产减值损失	6.55	27.24	27.24	27.24	27.24
非流动资产合计	7934	8658	7527	6954	6385	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	559	572	572	572	572	投资净收益	107.26	32.44	32.44	32.44	32.44
固定资产	4776.53	4891.65	4966.57	4433.07	3899.56	营业利润	581	658	782	936	1080
无形资产	392	431	389	350	315	营业外收入	3.61	3.63	3.63	3.63	3.63
其他非流动资产	171	210	210	210	210	营业外支出	14.95	42.30	42.30	42.30	42.30
资产总计	40739	47897	50186	56854	64023	利润总额	570	619	743	897	1042
流动负债合计	22457	27925	30040	36629	43475	所得税	95	111	149	179	208
短期借款	1206	1832	698	2280	3510	净利润	474	508	595	718	833
应付账款	11614	13976	16374	19223	22414	少数股东损益	3	-50	-50	-50	-50
预收款项	728	864	1026	1216	1438	归属母公司净利润	471	558	645	768	884
一年内到期的非	223	75	75	75	75	EBITDA	1520	1510	1366	1545	1771
非流动负债合计	633	659	611	416	416	EPS (元)	0.17	0.20	0.23	0.28	0.32
长期借款	109	147	147	147	147	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	23090	28584	30651	37045	43891	成长能力					
少数股东权益	1933	3265	3215	3165	3115	营业收入增长	18.98%	7.69%	18.20%	17.40%	16.60%
实收资本(或股	2769	2769	2769	2769	2769	营业利润增长	50.54%	13.17%	18.93%	19.69%	15.43%
资本公积	10137	10142	10142	10142	10142	归属于母公司净利润	14.10%	18.38%	15.55%	19.10%	15.05%
未分配利润	1576	1838	876	-270	-1588	获利能力					
归属母公司股东	15715	16048	16089	16413	16786	毛利率(%)	7.27%	7.38%	5.64%	5.64%	5.64%
负债和所有者权	40739	47897	50186	56854	64023	净利率(%)	1.53%	1.52%	1.50%	1.55%	1.54%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.16%	1.17%	1.28%	1.35%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	3.00%	3.48%	4.01%	4.68%	5.26%
经营活动现金流	1310	1404	-2147	-877	-761	偿债能力					
净利润	474	508	595	718	833	资产负债率(%)	57%	60%	61%	65%	69%
折旧摊销	889.86	901.47	0.00	533.51	533.51	流动比率	1.46	1.41	1.42	1.36	1.33
财务费用	50	-49	8	37	122	速动比率	0.88	0.92	0.88	0.84	0.82
应收账款减少	0	0	-2086	-2357	-2640	营运能力					
预收账款增加	0	0	162	190	221	总资产周转率	0.78	0.76	0.81	0.87	0.90
投资活动现金流	-1807	-710	559	5	5	应收账款周转率	5	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.74	2.62	2.61	2.61	2.60
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	107	32	32	32	32	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.20	0.23	0.28	0.32
筹资活动现金流	74	1629	-1565	907	598	每股净现金流(最新	-0.15	0.84	-1.14	0.01	-0.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.68	5.80	5.81	5.93	6.06
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	99.65	84.18	72.87	61.18	53.18
资本公积增加	5	5	0	0	0	P/B	2.99	2.93	2.92	2.86	2.80
现金净增加额	-423	2322	-3153	35	-158	EV/EBITDA	27.75	26.72	31.00	28.42	25.58

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。