

证券研究报告

公司研究——年报点评

中航飞机 (000768.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.08.28

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

《中航飞机年报点评: 收入利润高速增长, 大中型军用飞机龙头业绩持续向好》18.08

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

中航飞机年报点评: 整体增长平稳、核心业务态势向好

2019年03月25日

事件: 2019年3月19日中航飞机发布2018年年报, 2018年公司实现营业收入334.68亿元, 同比增7.69%; 实现归属母公司股东净利润5.58亿元, 同比增加18.35%; 实现扣非后归母净利润5.29亿, 同比大增57.90%。基本每股收益0.20元, 扣除非经常性损益后的基本每股收益0.19元。

点评:

- **顺利完成2018年度经营计划, 2019年度经营计划稳健增长。** 公司18年实现营业收入334.68亿元, 完成年计划108.66%; 工业增加值61.95亿, 完成年计划101.56%; 全员劳动生产率18.4万元/人, 完成年计划107.60%。2018年全年军机按期交付, 交付3架新舟系列飞机, 按期完成起落架和制动系统配套、交付3517架国际合作项目部件。2019年计划实现营业收入323亿元、工业增加值63亿元、全员劳动生产率19.1万元/人。主要产品产量未披露整机交付计划, 飞机制动系统19年计划交付380架份, 较前几年交付架份数量提升明显, 国际合作项目预计完成出口交付额3.76亿美元, 与近几年出口收入基本持平。
- **营业成本略升, 但四费占比降低, 非经常性损益所得占比降低, 带动营业利润率明显提高, 扣非后归母净利润同比大增。** 2018年公司合并报表营业成本93.90% (较上年同期增1.16pct), 毛利率较近年下降约1个百分点, 但受益于报告期公司四费占比降低, 公司净利率1.52%, 与上年基本持平。公司销售费用较上年同期降低1.39亿元, 主要受益于销售服务费降低1.07亿元; 公司研发费用1.22亿, 较上年同期2.5亿降低1.28亿, 主要来原因为直接人工0.44亿 (较上年1.25亿降0.81亿)、设计费0.07亿 (较上年0.16亿降0.09亿)、租赁费0.06亿 (较上年0.16亿降0.1亿)、专用费0.03亿 (较上年0.18亿降0.15亿) 等项目的大幅降低。销售服务支出减少从而使得销售费用大幅降低, 而研发费用的降低主要是自筹性研制经费投入减少, 我们认为可能和MA700详细设计阶段完成转入生产试验验证阶段有关。
- **母公司变化更为积极, 反映军机业务表现突出。** 中航飞机目前有8家重要子公司纳入合并报表, 除新舟系列飞机、运-7飞机生产研发业务归属西飞民机外, 其余主要军机业务都在母公司经营范围内, 母公司报表情况更能反映军机业务经营状况。2018年母公司收入326.22亿元, 增速达11%、收入占合并报表比例达97%, 为5年来新高; 母公司净利润达5.99亿, 同比增速29%, 同样超过合并报表净利增速, 同时增速仍为近年最高水平。从母公司净利率情况来看, 母公司净利率达到1.84%, 较上年提升0.25pct, 净利润水平同样也为近5年来新高。从18年中航飞机母公司盈利表现看, 军机业务表现更为突出, 反映公司核心业务发展态势向好。

- **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，即成为我国大中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，公司作为我国大中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以及后续大中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：**我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.24 元、0.27 元、0.33 元。对应动态市盈率（股价 17.19 元）分别为 73、64 和 52 倍，基于中航飞机在军用大中型飞机市场龙头地位，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；受限于产能公司交付能力不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	31,079.05	33,468.32	37,837.06	43,374.45	48,901.44
增长率 YoY %	19.0%	7.7%	13.1%	14.6%	12.7%
归属母公司净利润(百万元)	471.40	558.04	651.74	737.60	911.35
增长率 YoY%	14.10%	18.38%	16.79%	13.17%	23.56%
毛利率%	7.26%	6.10%	7.06%	7.22%	7.40%
净资产收益率 ROE%	3.0%	3.5%	4.0%	4.4%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.20	0.24	0.27	0.33
市盈率 P/E(倍)	100.96	85.29	73.02	64.52	52.22
市净率 P/B(倍)	3.03	2.97	2.90	2.82	2.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 3 月 22 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	32,804.96	39,239.98	41,444.17	47,274.83	53,150.92
货币资金	6,331.97	8,691.41	8,964.54	10,661.51	11,069.48
应收票据	1,680.15	1,228.92	1,388.62	1,592.26	1,794.92
应收账款	8,921.63	11,459.42	12,864.60	14,016.58	16,390.93
预付账款	2,598.02	4,119.03	3,673.21	4,368.75	5,193.76
存货	13,134.97	13,605.29	14,417.29	16,499.83	18,565.93
其他	138.24	135.90	135.90	135.90	135.90
非流动资产	7,933.81	8,657.50	8,458.24	8,459.77	8,542.07
长期股权投资	559.47	571.66	571.66	571.66	571.66
固定资产(合计)	4,776.62	4,891.74	4,825.84	5,056.50	5,085.05
无形资产	392.25	430.85	439.59	450.50	463.39
其他	2,205.47	2,763.26	2,621.15	2,381.12	2,421.97
资产总计	40,738.76	47,897.48	49,902.40	55,734.60	61,692.99
流动负债	22,457.16	27,924.96	29,535.11	34,906.69	40,230.73
短期借款	1,206.40	1,832.44	2,332.44	3,832.44	4,832.44
应付票据	7,402.92	9,519.52	9,248.86	11,037.41	12,682.29
应付账款	11,614.15	13,976.37	15,273.01	17,198.05	19,719.54
其他	2,233.69	2,596.63	2,680.80	2,838.78	2,996.47
非流动负债	633.18	659.45	679.45	679.45	679.45
长期借款	109.22	147.50	167.50	167.50	167.50
其他	523.96	511.95	511.95	511.95	511.95
负债合计	23,090.35	28,584.41	30,214.56	35,586.14	40,910.18
少数股东权益	1,933.19	3,265.06	3,264.96	3,264.84	3,264.70
归属母公司股东权益	15,715.23	16,048.01	16,422.89	16,883.62	17,518.11
负债和股东权益	40,738.76	47,897.48	49,902.40	55,734.60	61,692.99

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	31,079.05	33,468.32	37,837.06	43,374.45	48,901.44
同比(%)	19.0%	7.7%	13.1%	14.6%	12.7%
归属母公司净利润	471.40	558.04	651.74	737.60	911.35
同比(%)	14.10%	18.38%	16.79%	13.17%	23.56%
毛利率(%)	7.26%	6.10%	7.06%	7.22%	7.40%
ROE%	3.0%	3.5%	4.0%	4.4%	5.3%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.20	0.24	0.27	0.33
P/E	100.96	85.29	73.02	64.52	52.22
P/B	3.03	2.97	2.90	2.82	2.72
EV/EBITDA	40.30	41.65	35.41	32.47	27.98

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	31,079.05	33,468.32	37,837.06	43,374.45	48,901.44
营业成本	28,821.21	31,425.76	35,164.13	40,243.49	45,282.75
营业税金及附加	86.38	86.02	97.25	111.48	125.69
销售费用	512.41	373.46	504.05	592.31	621.63
管理费用	1,211.86	899.69	1,017.13	1,165.99	1,314.56
研发费用	0.00	122.02	378.37	433.74	489.01
财务费用	49.51	-49.19	-22.25	22.44	39.04
减值损失合计	6.55	27.24	56.07	20.16	26.15
投资净收益	107.26	32.44	57.04	65.58	51.68
其他	82.61	41.77	49.95	43.32	46.63
营业利润	580.99	657.52	749.31	893.73	1,100.92
营业外收支	-11.35	-38.66	36.38	-4.54	-2.28
利润总额	569.64	618.86	785.69	889.18	1,098.65
所得税	95.28	110.94	134.05	151.70	187.44
净利润	474.36	507.91	651.64	737.48	911.21
少数股东损益	2.96	-50.12	-0.10	-0.12	-0.14
归属母公司净利润	471.40	558.04	651.74	737.60	911.35
EBITDA	1,219.10	1,191.94	1,416.95	1,591.43	1,882.37
EPS(当年)(元)	0.17	0.20	0.24	0.27	0.33

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,309.60	1,403.76	405.33	1,121.66	510.55
净利润	474.36	507.91	651.64	737.48	911.21
折旧摊销	534.46	503.32	557.43	585.90	629.91
财务费用	115.00	69.77	73.84	116.35	153.81
投资损失	-107.26	-32.44	-57.04	-65.58	-51.68
营运资金变动	324.01	314.98	-876.98	-282.27	-1,170.23
其它	-30.97	40.22	56.44	29.78	37.54
投资活动现金流	-1,806.68	-710.31	-301.49	-531.47	-671.90
资本支出	-1,171.54	-761.31	-358.53	-597.05	-723.59
长期投资	23.81	60.32	57.04	65.58	51.68
其他	-658.94	-9.32	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	74.34	1,628.58	170.04	1,107.02	569.32
吸收投资	16.85	1,437.50	0.00	0.00	0.00
借款	-322.83	488.47	520.00	1,500.00	1,000.00
支付利息或股息	224.70	322.59	349.96	392.98	430.68
现金流净增加额	-459.17	2,346.09	273.13	1,696.98	407.97

研究团队简介

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。