

# 中航飞机 (000768.SZ)

## 动态分析

国防军工 | 航空军工 III

投资评级

**买入-A(上调)**

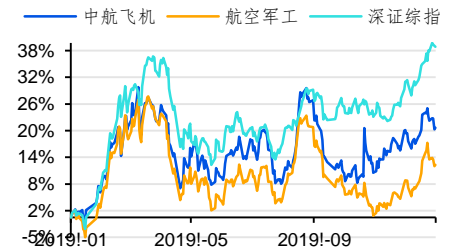
股价(2020-01-16)

16.62元

### 交易数据

总市值(百万元)	46,014.88
流通市值(百万元)	46,014.60
总股本(百万股)	2,768.65
流通股本(百万股)	2,768.63
12个月价格区间	13.70/18.85元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.94	-1.63	-19.35
绝对收益	0.48	9.13	17.73

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号: S0910519030001

wangyiming@huajinsec.com.cn

### 相关报告

中航飞机: 前三季度增长稳健, 持续受益空军建设提速 2017-11-10

中航飞机: 直接受益于战略空军发展战略轰炸机 2015-12-07

中航飞机: 直接受益于战略空军发展战略轰炸机 2015-06-15

## 资产置换进展顺利, 大飞机核心资产值得关注

### 投资要点

- ◆ **公司重大资产置换进展顺利:** 中航飞机 2020 年 1 月 16 日发布公告, 本次无偿划转已获得中国航空工业集团有限公司批准, 航空工业飞机已分别与航空工业西飞、航空工业陕飞和航空工业制动签署了《中航飞机股份有限公司股份无偿划转协议》, 尚需在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理股份过户登记手续。资产置换进展顺利。
- ◆ **资产置入方案体现从重视资产向重视股权, 重视规模向重视效益的转变:** 此次重大资产置换后, 将减少关联交易, 有利于改善中航飞机的公司治理。本次资产置换体现了中航工业从重视资产向重视股权, 从重视规模向重视效益的转换。指导思想的转变更有利于上市公司的经营, 公司净利润率将逐年提高。
- ◆ **公司是国内大中型飞机研制的核心资产:** 中航飞机是中国大中型飞机研制生产的核心军工资产。公司的主要产品: 轰 6K、N; 运 20 大型运输机; 运 9 中型运输机、预警机、加油机、反潜机、电子战飞机, 以及未来新一代隐形战略轰炸机轰 20 都是符合解放军战略转型需要的重要武器装备。
- ◆ **2020 年公司股价催化因素多:** 公司新型号和新订单多, 并且伴随新型号逐渐放量, 公司净利润率低的情况将会明显改善。此外, 2020 年中国民用大飞机产业也将爆发, 中航飞机 (000768) 直接受益。如果轰 20 在 2020 年亮相, 也将对公司股价产生积极的影响。
- ◆ **投资建议:** 上调评级至“买入-A”我们预测公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.28、0.42 和 0.59 元。公司对应 PE 分别为 58、38、27 倍, 估值趋于合理。公司是我国大中型飞机研制的核心资产, 新型号和新订单饱满, 我们上调投资评级至“买入-A”。
- ◆ **风险提示:** 1, 新型号研制进度不及预期。2, 新订单数量不及预期。

### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	31,079.0	33,468.3	37,484.5	42,357.5	47,440.4
同比增长(%)	19.0%	7.7%	12.0%	13.0%	12.0%
营业利润(百万元)	581.0	657.5	942.8	1,392.5	1,924.7
同比增长(%)	50.5%	13.2%	43.4%	47.7%	38.2%
净利润(百万元)	471.4	558.0	769.2	1,166.8	1,637.3
同比增长(%)	14.1%	18.4%	37.8%	51.7%	40.3%
每股收益(元)	0.17	0.20	0.28	0.42	0.59
PE	94.9	80.1	58.1	38.3	27.3
PB	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5

数据来源: 贝格数据、华金证券研究所

## 内容目录

一、重大资产置换进展顺利 .....	3
1、置入资产质量提升公司盈利能力 .....	4
2、减少关联交易，改善上市公司治理 .....	4
3、重视资产到重视股权，重视规模到重视效益 .....	5
二、投资建议：上调投资评级至“买入-A” .....	5
风险提示： .....	5

## 图表目录

图 1：中航飞机本次重大资产置换示意图 .....	3
图 2：中航飞机（000768）关联交易与营业总收入的比较 .....	4
表 1：重点资产置换主要相关公司财务数据（截止 2019 年 9 月 30 日，未经审计） .....	4
表 2：中航飞机上市以来重大资本运作 .....	5

## 一、重大资产置换进展顺利

2020年1月16日，中航飞机（000768）发布重大资产置换进展公告：本次无偿划转已获得中国航空工业集团有限公司批准，航空工业飞机已分别与航空工业西飞、航空工业陕飞和航空工业制动签署了《中航飞机股份有限公司股份无偿划转协议》，尚需在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理股份过户登记手续。

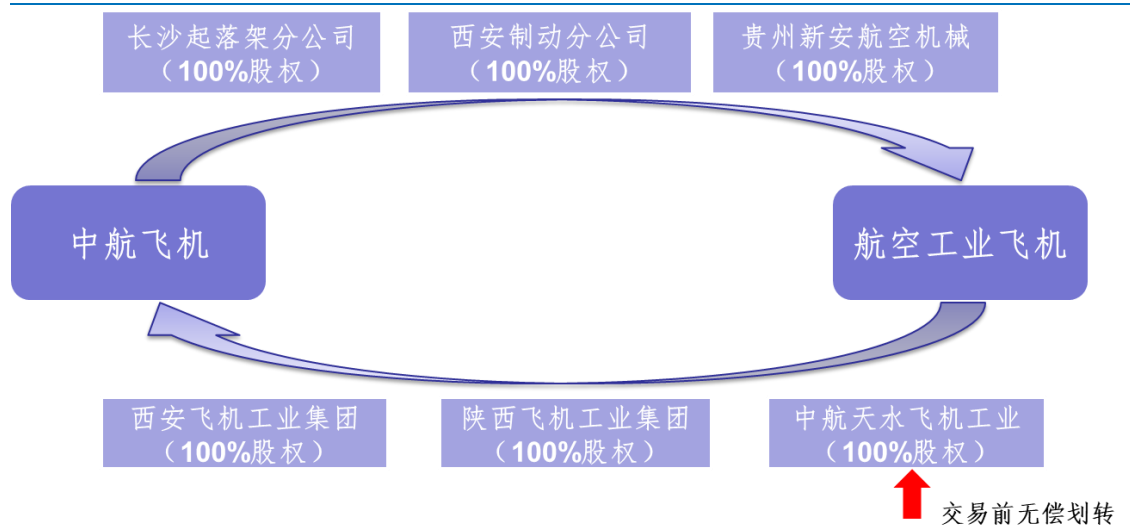
公告所提到的重大资产置换是指：2019年11月06日公司发布的重大资产置换，公司拟将部分飞机零部件制造业务资产与中航飞机有限责任公司（以下简称“航空工业飞机”）部分飞机整机制造及维修业务资产进行置换。

**置入上市公司的资产：**西安飞机工业（集团）有限责任公司100%股权、陕西飞机工业（集团）有限公司100%股权和中航天水飞机工业有限责任公司100%股权（在交易前无偿划转至航空工业飞机）等资产。

**置出上市公司的资产：**中航飞机股份有限公司长沙起落架分公司、中航飞机股份有限公司西安制动分公司全部资产及负债和贵州新安航空机械有限责任公司100%股权等资产。

拟置入资产与拟置出资产的差额由一方向另一方以现金方式补足。

图 1：中航飞机本次重大资产置换示意图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

这次重大资产置换体现了为中航飞机的发展提供了新动力：

- 1、置入西安飞机工业和陕西飞机工业的100%股权有利于提升公司的盈利能力。
- 2、本次重大资产置换后，将减少关联交易，有利于改善中航飞机的公司治理。
- 3、本次资产置换体现了中航工业从重视资产向重视股权，从重视规模向重视效益的转换。指导思想的转变更有利于上市公司的经营。

本次资产置换使得中航飞机聚焦航空整机主业，进一步整合研发资源，提高运营效率和上市公司盈利能力。是国有企业和军工企业体制改革的具体体现，是航空工业国有资本投资公司试点工作的具体体现。

## 1、置入资产质量提升公司盈利能力

尽管相关公司的具体资产范围和财务数据还没有确定，我们可以根据公司在 2019 年 10 月 29 日《续签关联交易框架协议》中披露的相关关联公司截止到 2019 年 9 月 30 日的财务数据，对本次重大资产置换所涉及资产的质量做一个大概方向上的判断。

表 1：重点资产置换主要相关公司财务数据（截止 2019 年 9 月 30 日，未经审计）

	总资产	净资产	营业收入	净利润
西飞工业（集团）	272.2	88.2	102.8	2.4
陕飞工业（集团）	104.1	15.5	84.2	0.6
航空工业制动公司	22.6	13.1	10.2	0.0
航空工业起落架公司	30.9	12.1	9.7	-0.3

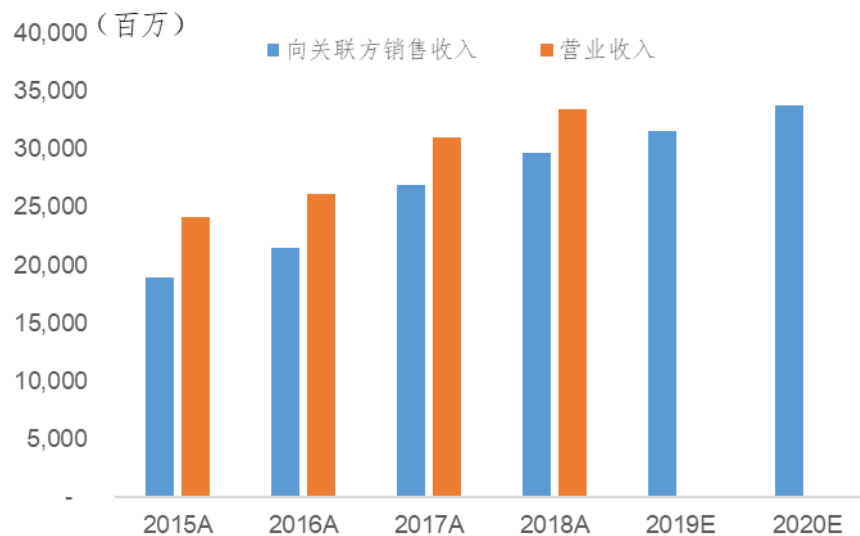
资料来源：公司公告、华金证券研究所

整体而言，在这次资产置换中，置换出去的制动公司和起落架公司的盈利能力较弱，置出后将改善上市公司的盈利能力。而根据中航沈飞的经验，本次置入西安飞机工业（集团）有限责任公司 100% 股权、陕西飞机工业（集团）有限公司 100% 股权后，原来在上市公司体外的军品总装，及相关资质也将进入上市公司，有利于进一步提升公司的业绩。

## 2、减少关联交易，改善上市公司治理

根据中航飞机（000768）历年的公告和年报，我们可以发现，公司营业收入的 80-90% 都来自关联交易。这主要是中航飞机作为上市公司，并没有相关军品总装和销售资质。必须先将产品销售给西飞工业（集团）和陕飞工业（集团），然后再由上述两家单位将产品销售给军方。

图 2：中航飞机（000768）关联交易与营业总收入的比较



资料来源：公司公告、华金证券研究所

这样的商业模式不可避免的会产生大量关联交易，这一直是资本市场希望军工上市公司能够改进的地方。本次重大资产置换后，由于西飞工业（集团）和陕飞工业（集团）通过股权置换进入上市公司，中航飞机将获得一直追求的军品总装和相关资质。本次重大资产置换完成后，上市公司的关联交易将会大幅下降，有利于改善公司治理。

### 3、重视资产到重视股权，重视规模到重视效益

回顾公司上市以来重大资本运作项目可以发现，公司在过去都是通过资本运作将实物资产的形式注入上市公司。本次资产置换是以股权的形式注入上市公司，这是中航飞机与过去资本运作一个重大的变化。

表 2：中航飞机上市以来重大资本运作

序号	时间	项目	事件前股本 (百万股)	事件后股本 (百万股)	事件简介
1	1997年06月	IPO	-	170	公司首次申请在深圳证券交易所挂牌上市
2	1999年06月	配股	170	221	西飞集团以 <b>非货币资产</b> 方式全额认购应配股份
3	2000年11月	公募增发	332	392	募集资金投入先进特种工艺技术改造等四个项目
4	2008年01月	非公开发行股份	626	1,126	向控股股东及机构投资者发行股份购买飞机业务 <b>相关资产</b>
5	2012年11月	发行股份购买资产	2,478	2,654	发行股份募购买陕飞集团公司、中航起、中航制动、西飞集团公司航空业务相关的 <b>资产</b>
6	2015年08月	非公开发行股份	2,654	2,769	募投资金投入各类生产能力提升、客户服务体系建设等七个项目

资料来源：WIND、公司公告、华金证券研究所

中航工业旗下的其他上市公司也呈现相似的趋势。例如：中航沈飞（600760）在 2016 年通过增发注入沈飞集团的股权，中航科工（2357.HK）2019 年收购中航直升机 100% 的股权。通过收购或注入股权的形式实现军工资产证券化，正逐步成为军工板块资产证券化新的常用模式。

## 二、投资建议：上调投资评级至“买入-A”

中航飞机是中国大中型飞机研制生产的核心军工资产。公司的主要产品：轰 6K、N；运 20 大型运输机；运 9 中型运输机、预警机、加油机、反潜机、电子战飞机，以及未来新一代隐形战略轰炸机轰 20 都是符合解放军战略转型需要的重要武器装备。

公司新型号和新订单多，并且伴随新型号逐渐放量，公司净利润率低的情况将会明显改善。此外，2020 年中国民用大飞机产业也将爆发，中航飞机（000768）直接受益。我们看好公司在大中型飞机研制生产的核心资产地位。

**投资建议：**我们预测公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.28、0.42 和 0.59 元。公司对应 PE 分别为 58、38、27 倍，估值趋于合理。公司是我国大中型飞机研制的核心资产，新型号和新订单饱满，我们上调投资评级至“买入-A”。

### 风险提示：

1, 新型号研制进度不及预期。2, 新订单数量不及预期。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	31,079.0	33,468.3	37,484.5	42,357.5	47,440.4	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	28,821.2	31,425.8	34,635.7	38,968.9	43,170.8	营业收入增长率	19.0%	7.7%	12.0%	13.0%	12.0%
营业税费	86.4	86.0	102.0	114.0	126.2	营业利润增长率	50.5%	13.2%	43.4%	47.7%	38.2%
销售费用	512.4	373.5	539.9	541.4	606.3	净利润增长率	14.1%	18.4%	37.8%	51.7%	40.3%
管理费用	1,211.9	899.7	1,124.5	1,204.7	1,386.2	EBITDA 增长率	27.0%	10.3%	36.1%	29.5%	29.3%
财务费用	49.5	-49.2	165.3	180.0	251.1	EBIT 增长率	59.2%	25.7%	60.9%	41.9%	38.4%
资产减值损失	6.5	27.2	31.4	21.7	26.8	NOPLAT 增长率	82.8%	-4.9%	85.0%	40.7%	38.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.5%	-6.3%	60.8%	-36.3%	61.4%
投资和汇兑收益	107.3	32.4	57.0	65.6	51.7	净资产增长率	-0.3%	9.4%	0.9%	2.8%	3.7%
<b>营业利润</b>	581.0	657.5	942.8	1,392.5	1,924.7	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	-11.3	-38.7	-20.3	-23.4	-27.5	毛利率	7.3%	6.1%	7.6%	8.0%	9.0%
<b>利润总额</b>	569.6	618.9	922.5	1,369.0	1,897.2	营业利润率	1.9%	2.0%	2.5%	3.3%	4.1%
减:所得税	95.3	110.9	153.4	237.2	327.8	净利润率	1.5%	1.7%	2.1%	2.8%	3.5%
<b>净利润</b>	471.4	558.0	769.2	1,166.8	1,637.3	EBITDA/营业收入	3.5%	3.6%	4.3%	5.0%	5.7%
						EBIT/营业收入	1.8%	2.1%	3.0%	3.7%	4.6%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	56.7%	59.7%	61.2%	63.5%	66.2%
货币资金	6,332.0	8,691.4	9,746.0	11,013.0	12,334.5	负债权益比	130.8%	148.0%	157.5%	174.2%	195.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.46	1.41	1.57	1.39	1.61
应收帐款	8,987.2	11,459.4	7,047.3	14,672.4	10,904.5	速动比率	0.88	0.92	0.89	0.93	0.95
应收票据	1,680.1	1,228.9	5,490.6	1,187.5	5,514.9	利息保障倍数	11.07	-14.00	6.70	8.74	8.67
预付帐款	2,598.0	4,119.0	2,343.1	5,035.4	3,450.0	<b>营运能力</b>					
存货	13,135.0	13,605.3	18,959.3	15,960.5	22,709.0	固定资产周转天数	58	52	45	37	30
其他流动资产	72.7	135.9	115.8	108.1	119.9	流动营业资本周转天数	66	54	76	72	70
可供出售金融资产	325.7	294.0	316.8	312.2	307.7	流动资产周转天数	370	387	398	390	391
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	78	110	89	92	97
长期股权投资	559.5	571.7	571.7	571.7	571.7	存货周转天数	150	144	156	148	147
投资性房地产	-	28.1	28.1	28.1	28.1	总资产周转天数	463	477	471	447	442
固定资产	4,776.5	4,891.7	4,563.8	4,209.4	3,824.9	投资资本周转天数	134	117	132	118	107
在建工程	614.5	641.5	529.2	439.4	367.5	<b>费用率</b>					
无形资产	392.3	430.8	396.9	363.0	329.0	销售费用率	1.6%	1.1%	1.4%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	1,265.3	1,799.6	82.0	1,048.6	976.0	管理费用率	3.9%	2.7%	3.0%	2.8%	2.9%
<b>资产总额</b>	40,738.8	47,897.5	50,190.6	54,949.1	61,437.7	财务费用率	0.2%	-0.1%	0.4%	0.4%	0.5%
短期债务	1,206.4	1,832.4	4,783.8	2,977.4	4,054.9	三费/营业收入	5.7%	3.7%	4.9%	4.5%	4.7%
应付帐款	11,763.6	13,976.4	14,518.1	17,324.7	17,997.3	<b>投资回报率</b>					
应付票据	7,402.9	9,519.5	6,744.0	12,193.6	9,305.7	ROE	3.0%	3.5%	4.7%	6.9%	9.3%
其他流动负债	2,084.2	2,596.6	1,755.2	1,960.2	2,792.5	ROA	1.2%	1.1%	1.5%	2.1%	2.6%
长期借款	109.2	147.5	2,568.1	-	6,066.0	ROIC	4.4%	4.4%	8.8%	7.7%	16.6%
其他非流动负债	524.0	512.0	330.0	455.3	432.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	23,090.3	28,584.4	30,699.1	34,911.1	40,648.7	DPS(元)	0.09	0.10	0.14	0.21	0.29
少数股东权益	1,933.2	3,265.1	3,264.9	3,230.0	3,162.1	分红比率	49.9%	49.6%	49.8%	49.8%	49.7%
股本	2,768.6	2,768.6	2,768.6	2,768.6	2,768.6	股息收益率	0.5%	0.6%	0.9%	1.3%	1.8%
留存收益	12,721.0	13,048.7	13,457.9	14,039.4	14,858.1						
<b>股东权益</b>	17,648.4	19,313.1	19,491.5	20,038.0	20,788.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.17	0.20	0.28	0.42	0.59
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	5.68	5.80	5.86	6.07	6.37
净利润	474.4	507.9	769.2	1,166.8	1,637.3	PE(X)	94.9	80.1	58.1	38.3	27.3
加:折旧和摊销	534.5	503.3	514.2	528.2	540.3	PB(X)	2.8	2.8	2.8	2.7	2.5
资产减值准备	6.5	27.2	-	-	-	P/FCF	77.2	25.1	-902.9	15.7	21.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9
财务费用	115.0	69.8	165.3	180.0	251.1	EV/EBITDA	37.3	32.9	28.0	18.4	16.4
投资损失	-107.3	-32.4	-57.0	-65.6	-51.7	CAGR(%)	33.6%	45.7%	19.1%	33.6%	45.7%
少数股东损益	3.0	-50.1	-0.1	-34.9	-67.9	PEG					
营运资金的变动	-471.5	229.8	-5,172.3	4,712.9	-7,059.8	ROIC/WACC	2.8	1.8	3.0	1.1	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	554.5	1,255.4	-3,780.8	6,487.2	-4,750.6						
<b>投资活动产生现金流量</b>	1,309.6	1,403.8	-3,780.8	6,487.2	-4,750.6						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,806.7	-710.3	-5.8	20.2	6.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王轶铭声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)