

买入

2021年8月12日

航空市场复苏带动飞机交付，一年半以来首次盈利

- 财务摘要：**2021Q2 公司实现收入 170 亿美元，同比增长 44%，主要由于商业飞机交付量提升及去年同期低基数的原因导致。本季度公司毛利为 24.1 亿美元，经营利润为 10.2 亿美元，经营利润率为 6%，主要由于更高的的订单量以及 787 低生产率带来的较低费用，这也是公司自 2019Q4 以来首次实现盈利。本季度公司 GAAP 净利润 5.7 亿美元。GAAP 每股利润 1.00 美元。季度经营现金流为-4.8 亿美元，自由现金流为-7.1 亿美元。Non-GAAP 核心经营利润为 7.6 亿美元，Non-GAAP 核心经营利润率为 4.4%，去年同期为-28.1%。Non-GAAP 核心每股利润为 0.40 美元，去年同期为-4.79 美元。
- BCA 及 BGS 均跟随航空市场复苏：**本季度公司共交付了 79 架飞机，获得 268 架订单。BCA 收入为 60.2 亿美元，同比增长 268.3%。BCA 经营亏损 4.7 亿美元，经营利润率-7.8%，去年同期经营利润为-27.6 亿美元。BGS 收入为 40.7 亿美元，同比增长 16.6%。经营利润为 5.3 亿美元，经营利润率为 13.1%，去年同期为-19.3%。
- 疫情及中国 737 MAX 复飞情况将成飞机交付关键因素：**1) 疫苗接种进程与疫情情况：复苏分为三个阶段，首先，大型国内市场的流量有所改善。接下来，区域市场开始复苏。最后则为国际航班。因此，单通道客机的恢复速度将会快于双通道飞机。当前美国国内日均吞吐量恢复至 2019 年的 80%。2) 中美关系将显著影响公司飞机销量：未来十年中国将贡献全球航空业增长的 25%，因此中国市场对飞机交付及未来生产速率十分重要。3) 737 MAX 的复飞进程：目前有超过 175 个国家/地区批准恢复 MAX 的运营，30 家航空公司恢复了机队的服务。公司预计 737 MAX 将在下半年获得中国民用航空局的复飞许可。
- 目标价 300 美元，买入评级：**航空业在 2021 年逐步复苏，737 MAX 也迎来复飞，公司正渡过最为艰难的阶段。我们评估了 2021 财年 737 MAX 生产及交付的情况，并考虑未来三年其他机型生产速率的变化影响，使用自由现金流折现对波音公司进行估值，公司未来现金流不确定性有所降低，设定 WACC 为 10.00%，永续增长率为 2%，求得合理股价为 300.00 美元，比当前股价高出 27.24%。维持买入评级。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

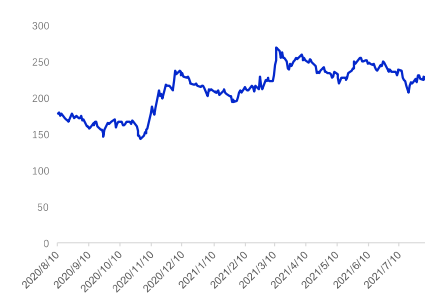
行业	航空航天
股价	235.78 美元
目标价	300.00 美元 (+27.24%)
股票代码	BA
总股本	5.85 亿股
市值	1382 亿美元
52 周高/低	278.57 美元/ 141.58 美元
每股账面值	-28.47 美元
主要股东	Newport Trust 7.9% 领航集团 6.9% 道富集团 4.6% 贝莱德集团 4.1%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入 (百万美元)	76,559	58,158	74,831	89,247	95,521
变动	-24.29%	-24.04%	28.67%	19.26%	7.03%
运营利润	(1,975)	(12,767)	2,404	7,017	9,517
变动	-116.48%	546.43%	118.83%	191.88%	35.61%
净利润	(636)	(11,873)	769	4,745	7,324
每股盈利 (美元)	(1.12)	(20.88)	1.35	8.11	12.29
变动	-106.20%	-1764.29%	106.47%	500.49%	51.51%
基于235.78美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	174.6	29.1	19.2
每股派息 (美元)	8.2	2.0	0.0	0.0	0.0

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

2021 年 2 季度财务摘要及核心观点

2021Q2 收入 170 亿美元，同比增长 44%；经营利润率为 6%

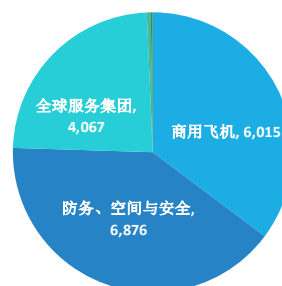
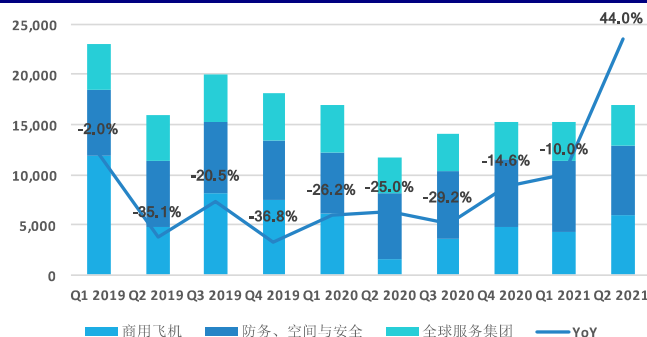
GAAP 每股利润为 1 美元，自由现金流为-7.1 亿美元

2021Q2 公司实现收入 170 亿美元，同比增长 44%，主要由于商业飞机交付量提升及去年同期低基数的原因导致。本季度公司毛利为 24.1 亿美元，经营利润为 10.2 亿美元，经营利润率为 6%，主要由于更高的订单量以及 787 低生产率带来的较低费用。由于疫情好转带来交付量及订单量的提升，这也是公司自 2019Q4 以来首次实现盈利。

本季度公司 GAAP 净利润 5.7 亿美元。GAAP 每股利润 1.00 美元，去年同期为-4.20 美元。季度经营现金流为-4.8 亿美元，自由现金流为-7.1 亿美元。现金流改善主要由于订单前期付款的增加及开支的降低。Non-GAAP 核心经营利润为 7.6 亿美元，Non-GAAP 核心经营利润率为 4.4%，去年同期为-28.1%。Non-GAAP 核心每股利润为 0.40 美元，去年同期为-4.79 美元。

图表 1：2019Q1-2021Q2 主营业务收入（百万美元）

图表 2：2021Q2 主营业务收入占比



资料来源：公司披露，第一上海整理

资料来源：公司披露，第一上海整理

航空市场需要 3 年时间恢复，未来 10 年飞机需求将下降 11%

由于疫情带来的冲击，国际航空运输协会（IATA）数据显示 2020 年 RPK 同比下降 69%，商业飞机及其服务市场需求受到显著影响。目前 IATA 预计 2021 年航空市场需求将恢复至 2019 年 50% 的水平，23-24 年恢复到 2019 年的水平，其后还需要数年恢复到增长趋势。未来 10 年商业飞机市场交付量将下降 11%，约 2000 架飞机；未来 20 年市场交付量将下降 2%。同时，飞机的替换速度将加快，未来 20 年内，替换需求将从 44% 提升到 48%。我们认为，公司发展主要由以下几个因素驱动：

1) **疫苗接种进程与疫情情况：**复苏分为三个阶段，首先，大型国内市场的流量有所改善。接下来，区域市场开始复苏，如亚洲内部，欧洲内部和美洲内部。最后则为国际航班。因此，单通道客机的恢复速度将会快于双通道飞机。航空市场的复苏将与疫情状况息息相关，Delta 等易传染的病毒变种将显著影响国际航线恢复速度。当前美国国内日均吞吐量恢复至 2019 年的 80%。

2) **中美关系将显著影响公司飞机销量：**未来十年中国将贡献全球航空业增长的 25%，因此中国市场对飞机交付及未来生产速率的影响十分重要。

3) **737 MAX 的复飞进程：**目前有超过 175 个国家/地区批准恢复 MAX 的运营，30 家航空公司恢复了机队的服务。公司预计 737 MAX 将在下半年获得中国民用航空局的复飞许可。

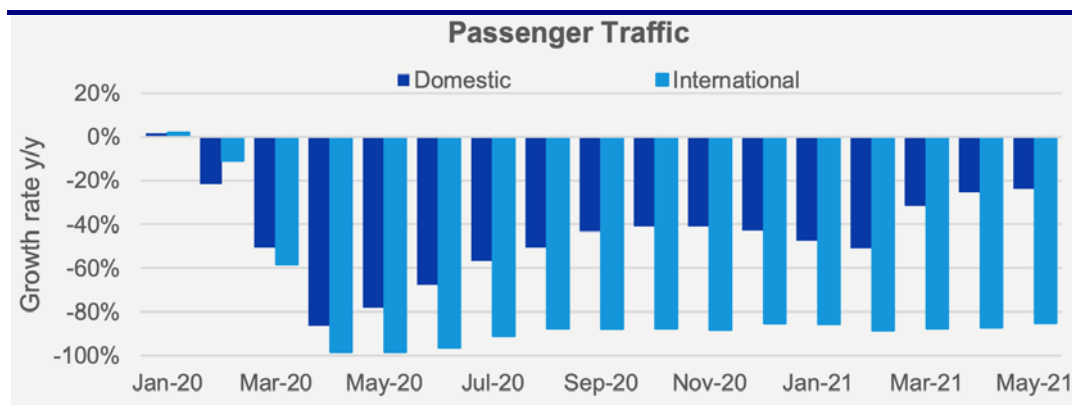
波音目前的现金状况可以应对今年的现金流。

目前波音的短期借款及长期借款达到 636 亿美元，现金及可交易证券共 213 亿美元。由于 737MAX 已经开始交付，我们认为公司在 2022 年的现金流情况将出现较大改善。考虑短期借款（65 亿美元）及 2021 年现金流，目前现金充裕。

737 MAX 所导致的 50 亿美元的异常生产费用总额没有变化，本季度异常生产费用

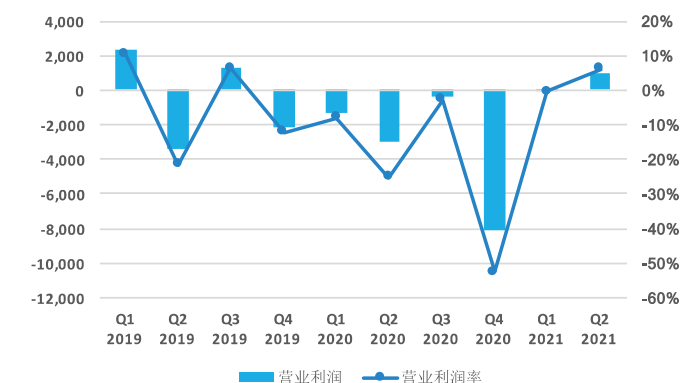
5.2 亿美元，累计异常生产费用 36 亿美元。

图表 3：2020-2021 年航班流量变化



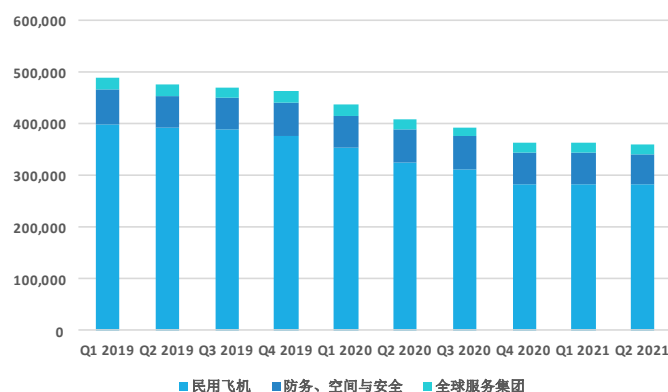
资料来源：IATA

图表 4：2019Q1-2021Q2 经营利润及利润率



资料来源：公司披露，第一上海整理

图表 5：2019Q1-2021Q2 订单积压情况（百万美元）



资料来源：公司披露，第一上海整理

但长期我们依旧看好公司未来的发展，原因如下：

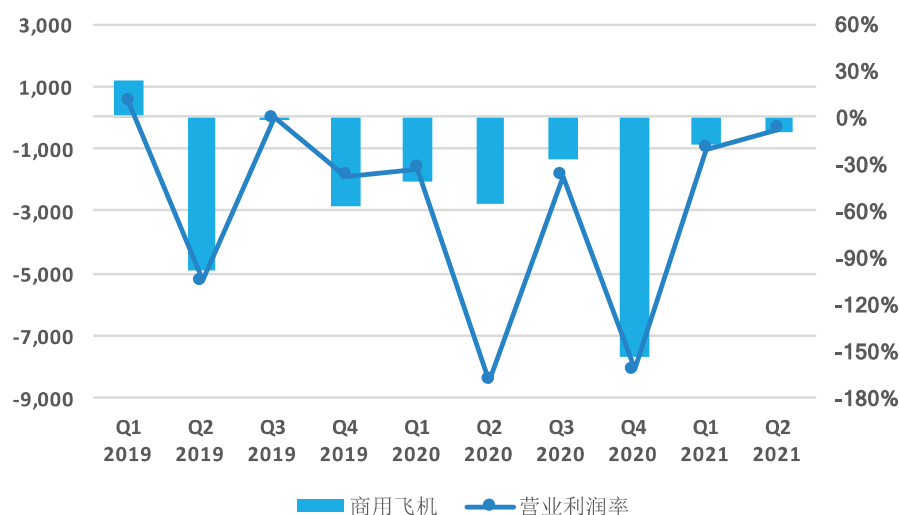
- 1) **全球对飞机运力的需求是刚性、源源不断的。**据 ICAO 数据，2019-2038 年客流量年均增长 4.3%，考虑到飞机更新周期，未来 20 年全球有超过 3 万架的客机需求。虽然在短期内飞机需求受到疫情影响，但长期来看，航空客流量增速稳定在 GDP 增速的两倍左右，未来空间较大。
- 2) **商业飞机制造领域双寡头垄断，需求大于产能，交付周期长达 7-10 年。**考虑到一系列配套服务，航空公司和飞机租赁公司购买空客飞机转换成本高昂，寻求新的替代公司并不现实。而目前波音公司的订单积压水平健康。
- 3) **公司宽体客机产品线相对空客更全面。**大型双通道客机利润率高于单通道客机，目前公司拥有 747、777X、787 三种双通道客机，实现载客量的高低搭配，满足不同的航线运力需求。相比空客 A350 及 A330，产品线更全面，每座位油耗更经济。公司将于 2025 年前后发布新一代中型客机 NMA 覆盖大西洋航线以增强自身竞争力。

商用飞机集团（BCA）

民用飞机业务收入为 60.2 亿美元，同比增长 268.3%

本季度 BCA 收入为 60.2 亿美元，同比增长 268.3%。BCA 经营亏损 4.7 亿美元，经营利润率-7.8%。去年同期经营利润为-27.6 亿美元。商业飞机交付量提升带来了收入提升，737 MAX 的交付及 787 生产成本降低改善了利润率情况。本季度公司共交付飞机 79 架。

图表 6：2019Q1-2021Q2 商用飞机集团收入及经营利润率（百万美元）

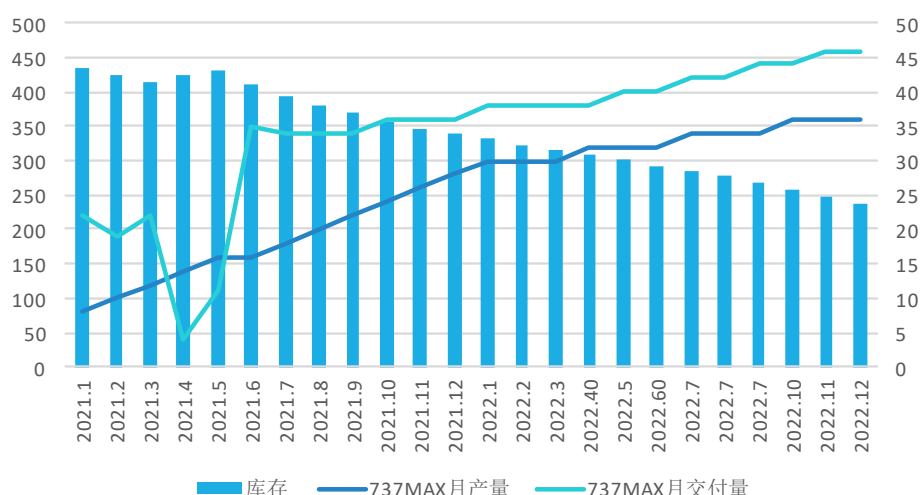


资料来源：公司披露，第一上海整理

恢复交付 737 MAX

公司目前已经恢复交付 737 MAX 机型，二季度共交付 47 架，库存 390 架，但产能需要约 2-3 年时间爬坡至停产前水平。787 当前月生产速率低于 5 架，目前公司正在与 FAA 协商评估方法与修改方案。777X 的首批交付将在 2023 年下半年。

图表 7：737 MAX 的库存、生产与交付预测（架）



资料来源：公司披露，第一上海整理

订单方面，本季度公司毛订单为 282 架，包括美国航空的 200 架 737、西南航空的 34 架 737 及 31 架货机订单。目前 BCA 的积压订单为 2853 亿美元，4155 架飞机，上季度为 2826 亿美元。

图表 8: 波音公司 2021 年毛订单总计

Boeing	2021												年度总计
	Q1			Q2			Q3			Q4			
订单	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
737	4	39	196	20	61	200							516
747		1										5	
767		27				18						45	
777		11		5	7	1						24	
787		4				5						9	
总计	4	82	196	25	73	219	0	0	0	0	0	0	599

资料来源: 公司披露, 第一上海整理

本季度公司共交付 79 架飞机, 其中 737 MAX 47 架。公司计划于 2022 年将 737 MAX 产量提升至每月 31 架, 当前产量为每月 16 架。

图表 9: 波音公司 2021 年交付总计与预测

Boeing	2021												年度总计
	Q1			Q2			Q3			Q4			
交付	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
737	22	19	22	4	11	35	34	34	34	36	36	36	323
747			1		1	0			1	1	1		5
767	1	2	2	2	2	4	2	3	2	3	3	2	28
777	3	1		2	1	5	2	2	2	2	2	2	26
787			2	9	2	1	6	6	6	6	6	6	50
总计	26	22	29	17	17	45	44	45	45	48	48	46	432

资料来源: 公司披露, 第一上海预测

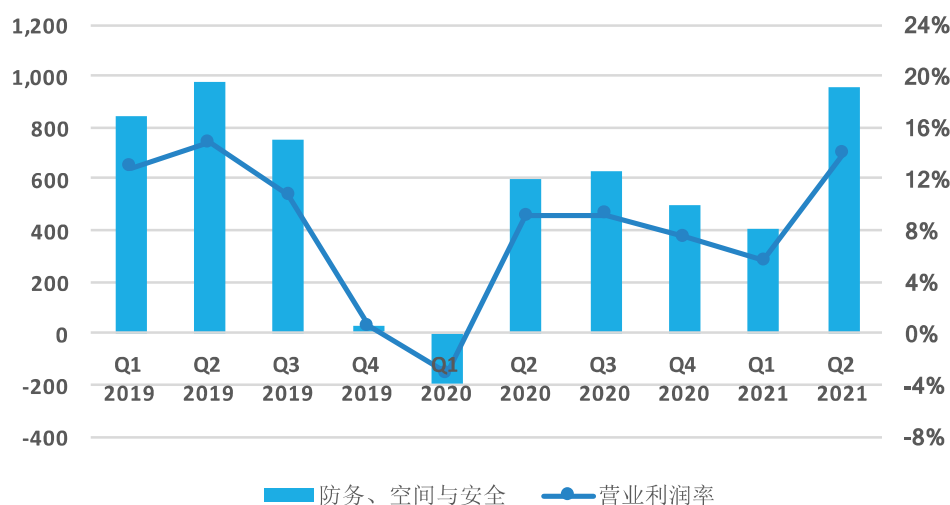
防务、空间与安全集团 (BDS)

防务、空间与安全集团收入 本季度 BDS 收入为 68.8 亿美元, 同比增长 4.4%。经营利润 9.6 亿美元, 经营利润率为 13.9%。收入增长主要由于 KC-46A 加油机及 P-8A 的交付量增长长。

增长 4.4%

本季度 BDS 共获得 70 亿美元合同, 32%来自海外, 库存订单 588 亿美元。包括向英国空军提供的 14 架 H-47 直升机, 向德国国防部提供的 5 架 P-8A 波塞冬飞机。同时 NASA SLS 火箭的第一级正在组装准备试飞。

图表 10: 2019Q1-2021Q1 BDS 业务收入及经营利润率 (百万美元)



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

全球服务集团（BGS）

全球服务集团收入为
40.7 亿美元，同比增长
19%

本季度 BGS 收入为 40.7 亿美元，同比增长 16.6%。经营利润为 5.3 亿美元，经营利润率为 13.1%，去年同期为-19.3%。由于航空业逐渐复苏，服务业务收入也有所提升。同时更低的遣散费及资产减值带来了更高的利润率。

本季度 BGS 获得了英国皇家空军的 C-17 和 P-8A 训练合同及美国空军的 KC-46A 加油机改造合同。BGS 新订单价值 30 亿美元，积压订单为 190 亿美元。

图表 11：2019Q1-2021Q1 BGS 业务收入及经营利润率（百万美元）



资料来源：公司披露，第一上海整理

目标价 300.00 美元，维持买入评级

由于 COVID-19 的爆发导致 2020 年全球航空业收入骤减，对于公司飞机交付及新订单都造成压力。我们认为，随着疫苗的接种，航空业将在 2021 年逐步复苏，737 MAX 也迎来复飞，公司正渡过最为艰难的阶段。

我们评估了 2021 财年 737 MAX 生产及交付的情况，并考虑未来三年其他机型生产速率的变化影响，使用自由现金流折现对波音公司进行估值。随着疫情好转，737 MAX 复飞，公司未来现金流的不确定性有所降低，且公司的债务成本较低，设定 WACC 为 10.00%，永续增长率为 2%，求得合理股价应为 300.00 美元，比当前股价高出 27.24%。维持买入评级。

图表 12: DCF 估值模型

	高速成长期					稳定成长期					永续期
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
(百万美元)											
CFO	(628)	9,840	11,863								
自由现金流增长率		491.9%	24.3%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%	2.0%
自由现金流量	(2,125)	8,340	10,363	12,435	14,300	16,016	17,618	19,028	20,169	20,976	21,395
折现至2019年的现金流量	(2,128)	7,582	8,564	9,343	9,767	9,945	9,945	9,764	9,409	8,896	113,422
永续期折现值											272,792

WACC	10.00%
长期增长率	2.0%

估值	
现金流折现	194,509
减：净金融负债	40,606
减：少数股东权益+合伙人权益	(17,094)
股本价值	170,998
股本数量（预期）	570
DCF法之每股价值（美元）	300.00

资料来源：第一上海预测

风险提示

疫情在美国以外地区如印度持续爆发并有新变种，可能会拖延国际甚至区域航班恢复的进程，会影响 777、787 等大型飞机的需求，其产量与库存的变化将影响公司未来的收入。

中美关系的变化可能会对公司在中国的飞机销售造成影响，从而影响公司未来收入。

公司面临来自多家航空公司就停飞所造成损失的索赔诉讼。737 事件导致乘客及航司对于公司的信任度降低，可能流向空客公司。

未来航班数量有可能受到远程办公的影响增长不及预期。

主要财务报表

损益表					
单位：百万美元，财务年度：12月31日					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	76,559	58,158	74,831	89,247	95,521
- 主营业务收入成本	72,093	63,843	65,477	74,968	78,327
毛利	4,466	-5,685	9,354	14,280	17,194
营业开支	6,441	7,082	6,950	7,262	7,677
- 营销和行政管理费用	3,909	4,817	4,265	4,105	4,298
- 研究和开发开支	3,219	2,476	2,956	3,481	3,725
- 其他营业支出	-687	-211	-271	-324	-347
营业利润	-1,975	-12,767	2,404	7,017	9,517
- 利息支出	722	-2,156	-1,500	-1,500	-1,000
- 营业外亏损净额	-438	447	-	-	-
税前利润	-2,259	-14,476	904	5,517	8,517
- 所得税支出	-1,623	-2,535	136	772	1,192
净利润	-636	-11,873	769	4,745	7,324
主营业务增长 (%)	-24.29%	-24.04%	28.67%	19.26%	7.03%
EBITDA	296	-10,521	4,505	9,216	11,813
EBITDA 增长率 (%)	-97.90%	-3654.39%	-142.82%	104.55%	28.18%
主营业务增速 (%)					
资产负债表					
单位：百万美元					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	10,030	25,590	20,977	13,803	19,621
+ 应收账款与票据	3,428	2,056	2,600	2,854	2,984
+ 库存	76,622	81,715	80,160	76,023	72,944
+ 未入账收益	9,043	7,995	7,995	7,995	7,995
总计流动资产	102,229	121,642	116,018	104,961	107,830
+ 财产、厂房及设备，净值	12,502	11,820	11,219	10,520	9,724
+ 长期投资与应收账款	3,228	2,952	2,952	2,952	2,952
+ 其他长期资产	15,666	15,722	16,207	16,721	17,266
总计长期资产	31,396	30,494	30,378	30,193	29,941
总资产	133,625	152,136	146,396	135,154	137,771
+ 应付账款	38,421	35,099	30,378	29,179	28,261
+ 短期债务	7,340	1,693	1,693	1,693	1,693
+ 其他短期债务	51,551	50,488	50,488	50,488	50,488
总计流动负债	97,312	87,280	82,559	81,360	80,442
+ 长期借款	19,962	61,890	59,890	44,890	40,890
+ 其他长期负债	24,651	21,041	21,041	21,041	21,041
总长期负债	44,613	82,931	80,931	65,931	61,931
总负债	141,925	170,211	163,490	147,291	142,373
总股东权益	-8,300	-18,075	-17,094	-12,138	-4,601

财务能力分析					
单位：百万美元					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	5.8%	-9.8%	12.5%	16.0%	18.0%
EBITDA 利率 (%)	0.4%	-18.1%	6.0%	10.3%	12.4%
净利率 (%)	-0.8%	-20.4%	1.0%	5.3%	7.7%
营运表现					
行政管理与销售费用/收入 (%)	5.1%	8.3%	5.7%	4.6%	4.5%
研究和开发费用/收入 (%)	4.2%	4.3%	4.0%	3.9%	3.9%
实际税率 (%)	71.8%	17.5%	15.0%	14.0%	14.0%
应收账款天数	18	17	11	11	11
应付账款天数	165	207	180	143	132
库存周转天数	342	446	445	375	342
财务状况					
总负债/总资产	106.2%	111.9%	111.7%	109.0%	103.3%
收入/净资产	57.3%	38.2%	51.1%	66.0%	69.3%
经营性现金流/收入	-3.2%	-31.7%	-0.8%	11.0%	12.4%
现金流量表					
单位：百万美元					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	-636	-11,941	769	4,745	7,324
+ 折旧、摊销	2,271	2,246	2,101	2,199	2,296
+ 非现金项目	548	250	212	212	212
+ 非现金营运资本变动	-4,629	-8,965	-3,710	2,684	2,030
+ 终止经营所得净现金	-	-	-	-	-
经营活动现金流量	-2,446	-18,410	-628	9,840	11,863
+ 固定及无形资产变动	-1,500	-1,007	-1,985	-2,014	-2,045
+ 长期投资净变动	-	-37,616	-	-	-
+ 收购与剥离净现金	-455	-	-	-	-
+ 其他投资活动	565	20,275	-	-	-
+ 经销权	-127	-	-	-	-
+ 其他	-13	-18	-	-	-
投资活动现金	-1,530	-18,366	-1,985	-2,014	-2,045
+ 已付股利	-4,630	-1,158	-	-	-
+ 借款	25,389	47,248	-	-	-
+ 债务（偿付）所得现金	-12,171	-10,998	-2,000	-15,000	-4,000
+ 股权（回购）现金	-2,593	36	-	-	-
+ 其他融资活动	-241	-173	-	-	-
+ 终止经营所得净现金	-	-	-	-	-
融资所得现金	5,739	34,955	-2,000	-15,000	-4,000
现金净增减	1,758	-1,736	-4,613	-7,174	5,818

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」),「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。