

买入

2022年8月18日

737 订单情况良好, 787 恢复交付

- 财务摘要:** 2022Q2 公司实现收入 166.8 亿美元, 同比下降 2%, 不及彭博一致预期的 175.6 亿美元, BDS 的收入减少但 BCA 的交付量有所回升。本季度公司毛利为 21.2 亿美元, 经营利润为 7.7 亿美元, 经营利润率为 4.6%, 去年同期为 6%。本季度公司 GAAP 净利润为 1.6 亿美元, 约合每股利润 0.32 美元, 不及彭博一致预期的每股盈利 0.45 美元, 去年同期为每股利润 1 美元。季度经营现金流为 0.8 亿美元, 自由现金流为-1.8 亿美元。Non-GAAP 核心经营利润为 4.9 亿美元, Non-GAAP 核心经营利润率为 2.9%, 去年同期为 4.4%。Non-GAAP 核心每股亏损为 0.37 美元, 去年同期为每股盈利 0.4 美元。
- 737 MAX 订单情况良好:** 本季度公司毛订单为 119 架, 包括 99 架 737 MAX。目前 BCA 的积压订单超过 4200 架飞机, 价值 2970 亿美元, 上季度为 2909 亿美元。在范堡罗航空展上公司获得了超过 200 架的飞机订单, 主要以 737 MAX 系列飞机为主, 下单 737 MAX 的航企有达美航空、全日空、美国投资公司 777 Partners、卡塔尔航空、航空资本集团 (ACG) 等, 分别为 100 架 737-10、20 架 737-8、66 架 737MAX、25 架 737-10、12 架 737-8。100 架 737 Max 10 是十多年来波音从达美航空获得的首个新飞机大订单, 该订单将于 2025 年开始交付, 价值超 100 亿美元。
- 787 恢复交付:** 787 已经通过 FAA 批准恢复交付, 8 月 11 日, 公司向美国航空交付了一架 787 客机。当前 787 月生产速率为 2 架, 预计将在恢复交付后逐步提升至 5 架, 库存 787 共 120 架。IATA 预计航空市场将在 24 年恢复到 2019 年的水平, 其后还需要数年恢复到增长趋势。公司的商用飞机订单和交付也于今年开始回升, 预计下半年 787 将以较低的速度进行交付。
- 目标价 220 美元, 买入评级:** 随着 737 及 787 恢复交付, 公司交付量有望迎来复苏。我们使用 DCF 模型对公司进行估值, 设定 WACC 为 10%, 永续增长率为 2%, 求得合理股价应为 220.00 美元, 比当前股价高出 31.58%。维持买入评级。
- 风险提示:** 航空市场复苏进度慢于预期、坠机事件导致消费者信心重建缓慢、中美关系风险

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	167.20 美元
目标价	220.00 美元 (+31.58%)
股票代码	BA
总股本	5.94 亿股
市值	1022 亿美元
52 周高/低	233.94 美元/ 113.02 美元
每股账面值	-25.09 美元
主要股东	Vanguard Group 7.5% Newport Trust 7.4% BlackRock 5.4% State Street 4.5%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (百万美元)	58,158	62,286	72,925	88,813	94,086
变动	-24.04%	7.10%	17.08%	21.79%	5.94%
运营利润	-12,767	-2,902	2,334	7,327	8,938
变动	546.43%	77.27%	180.41%	213.98%	21.99%
净利润	-11,873	-4,202	-105	4,486	6,025
每股盈利 (美元)	-20.88	-7.15	-0.18	7.60	10.21
变动	-1764.29%	65.77%	97.52%	4382.18%	34.32%
基于167.2美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	N/A	22.0	16.4
每股派息 (美元)	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0

股价表现


来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

2022年第二季度财务摘要

2022Q2 收入 167 亿美元，同比下降 2%；经营利润率为 4.6%

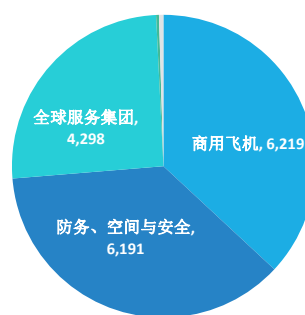
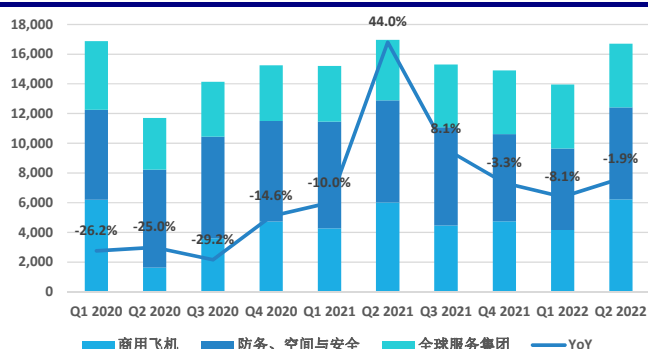
GAAP 每股盈利为 0.32 美元，自由现金流为-1.8 亿美元

2022Q2 公司实现收入 166.8 亿美元，同比下降 2%，不及彭博一致预期的 175.6 亿美元，BDS 的收入减少但 BCA 的交付量有所回升。本季度公司毛利为 21.2 亿美元，经营利润为 7.7 亿美元，经营利润率为 4.6%，去年同期为 6%。

本季度公司 GAAP 净利润为 1.6 亿美元，约合每股利润 0.32 美元，不及彭博一致预期的每股盈利 0.45 美元，去年同期为每股利润 1 美元。季度经营现金流为 0.8 亿美元，自由现金流为-1.8 亿美元。Non-GAAP 核心经营利润为 4.9 亿美元，Non-GAAP 核心经营利润率为 2.9%，去年同期为 4.4%。Non-GAAP 核心每股亏损为 0.37 美元，去年同期为每股盈利 0.4 美元。

图表 1: 2020Q1-2022Q2 主营业务收入 (百万美元)

图表 2: 2022Q2 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

航空市场的流量约为 2019 年的 75%

国际航空运输协会 (IATA) 数据显示 2021 年 RPKs 同比 2019 年下降 58%，相比于 2020 年的下降 66%略有复苏。进入 2022 年，多个国家的入境政策开始松动，国际航班运量有所提升，全球航班运营量约为 2019 年水平的 68%。IATA 预计航空市场将在 24 年恢复到 2019 年的水平，其后还需要数年恢复到增长趋势。公司的商用飞机订单和交付也于今年开始回升。我们认为，公司的收入恢复主要由以下几个因素驱动：

1) **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。2022 年 5 月国内市场 RPKs 为 2019 年的 77%，国际市场 RPKs 为 2019 年的 24.5%。

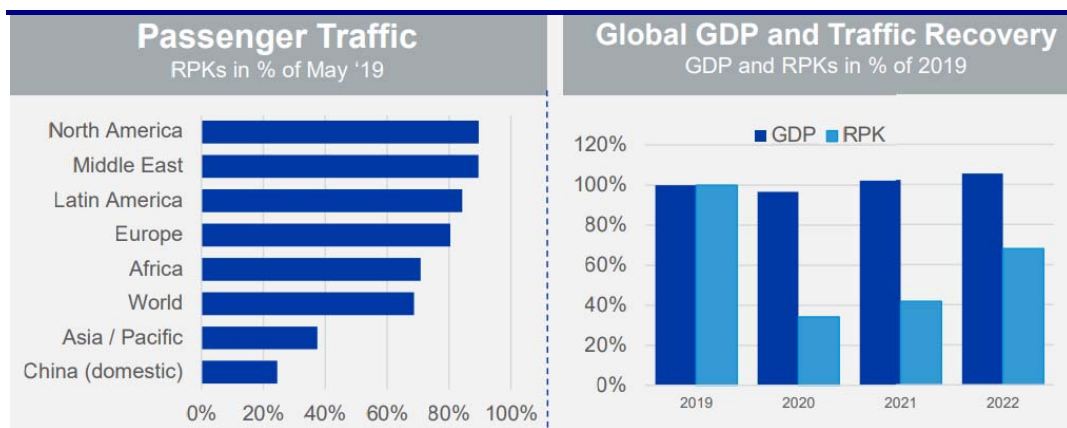
2) **中美关系将显著影响公司飞机销量**：未来十年中国将贡献全球航空业增长的 25%，未来二十年中国市场将贡献超过 2000 架新飞机的需求，因此中国市场对飞机交付及未来生产速率的影响十分重要。

3) **737 MAX 及 787 的交付进程**：目前有超过 185 个国家/地区批准恢复 MAX 的运营。同时 787 已经恢复交付，我们预计下半年 787 将以较低的速度进行交付。

波音今年的现金流状况将出现较大改善。

目前波音的短期借款及长期借款达到 572 亿美元，现金及可交易证券共 114 亿美元。由于 737 MAX 已经正常交付，且订单量开始增多，我们认为公司在 2022 年的自由现金流将转正。考虑短期借款 (54 亿美元) 及 2022 年现金流，目前流动性风险较低。

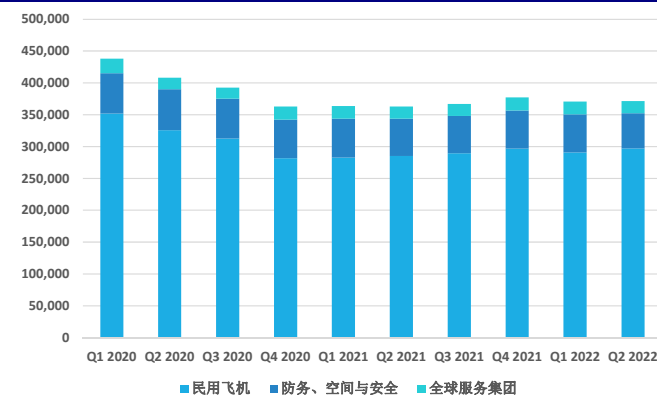
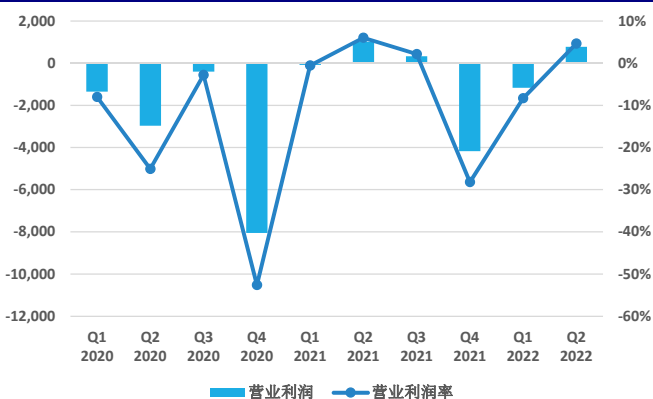
图表 3: 航班流量变化



资料来源: IATA, 公司资料

图表 4: 2020Q1-2022Q2 经营利润及利润率

图表 5: 2020Q1-2022Q2 订单积压情况 (百万美元)



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

737 MAX 的市占率将下降

737 MAX 的事故对消费者信心及公司业绩造成了较大影响, 空客 A320 Neo 系列逐步在单通道客机中占据优势地位。空客计划将其 320 的产量提升至 75 架/月, 这意味着在 120 架/月的市场中占据 63% 的市场份额。同时, 新冠大流行对国际航班影响较大, 因此短期内公司具有优势的双通道客机产品交付也受到影响。但长期我们认为公司的发展受到影响相对较小, 原因如下:

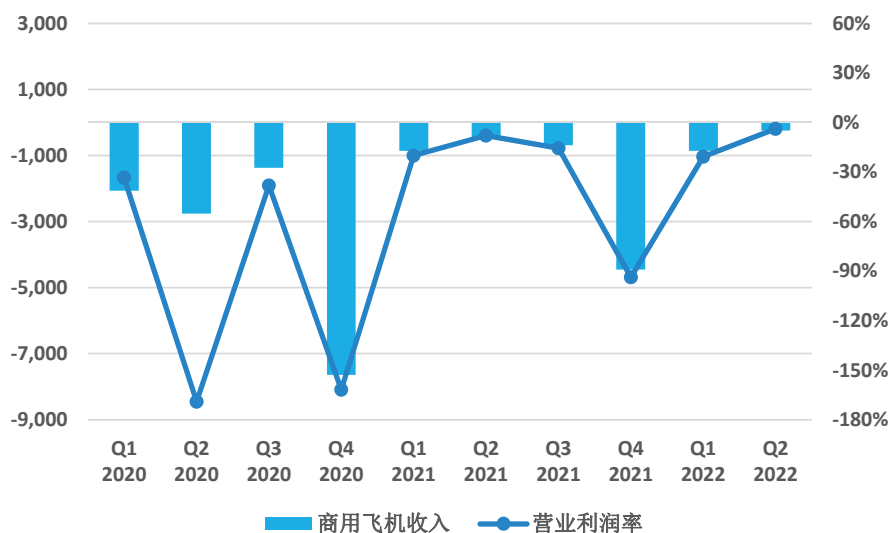
- 1) **全球对飞机运力的需求是刚性、源源不断的。**据 ICAO 数据, 2019-2038 年客流量年均增长 4.3%, 考虑到飞机更新周期, 未来 20 年全球有超过 4 万架的客机需求。虽然在短期内飞机需求受到疫情影响, 但长期来看, 航空客流量增速稳定在 GDP 增速的两倍左右, 更新及新飞机需求将是长期、稳定的。
- 2) **公司拥有充足的积压订单, 交付周期长达 7 年。**考虑到一系列配套服务, 航空公司和飞机租赁公司购买空客飞机转换成本高昂, 寻求新的替代公司并不现实。而目前波音公司的订单积压水平健康。
- 3) **单通道客机的营收下降有一定影响, 但公司宽体客机产品线相对空客更全面。**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, 飞机技术更先进, 每座位油耗更经济。此外 MAX 事件推动公司加速研发新一代中型客机 NMA 以增强自身竞争力。

商用飞机集团 (BCA)

民用飞机业务收入为 62.2 亿美元，同比增长 3%

本季度 BCA 收入为 62.2 亿美元，同比增长 3%。BCA 经营亏损 2.4 亿美元，经营利润率-3.9%，去年同期经营亏损为 4.7 亿美元。收入增长的主要原因是由于 737 的交付量较去年同期增长，但被 787 的交付量下降部分抵消。同时 787 继续产生 2.8 亿美元的异常成本，预计总异常生产成本仍为 20 亿美元。

图表 6: 2020Q1-2022Q2 商用飞机集团收入及经营利润率 (百万美元)

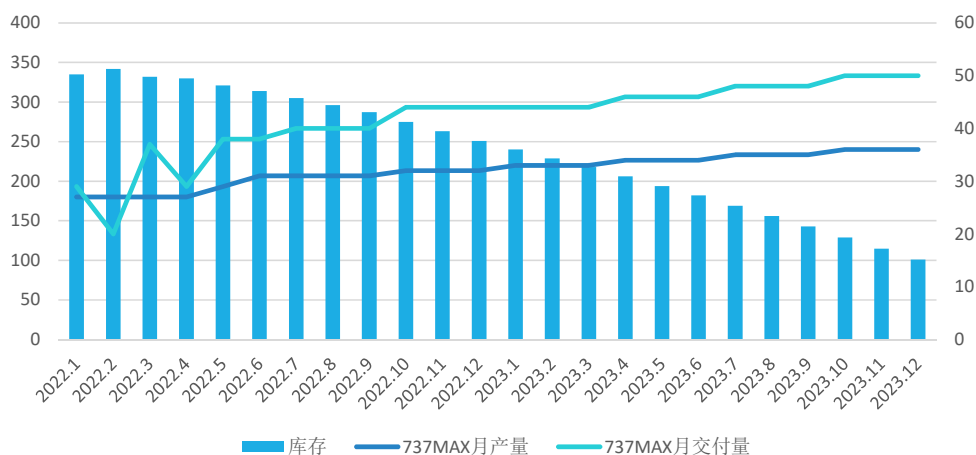


资料来源: 公司披露, 第一上海整理

恢复交付 787

737 MAX 当前库存 290 架, 预计在 2025 年全部库存将交付完毕。787 月生产速率为 2 架, 预计将在恢复交付后逐步提升至 5 架, 当前库存 787 共 120 架。787 已经通过 FAA 批准恢复交付, 8 月 11 日, 公司向美国航空交付了一架 787 客机。

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 119 架, 包括 99 架 737 MAX。目前 BCA 的积压订单超过 4200 架飞机, 价值 2970 亿美元, 上季度为 2909 亿美元。在范堡罗航空展上公司获得了超过 200 架的飞机订单, 主要以 737 MAX 系列飞机为主, 下单 737 MAX 的航企有达美航空、全日空、美国投资公司 777 Partners、卡塔尔航空、航空资本集团 (ACG) 等, 分别为 100 架 737-10、20 架 737-8、66 架 737MAX、25 架

737-10、12架 737-8。100架 737 Max 10 是十多年来波音从达美航空获得的首个新飞机大订单，该订单将于 2025 年开始交付。

图表 8：波音公司 2022 年毛订单总计

Boeing	2022												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	55	21	47	44	6	49	127						349
747													0
767													0
777	22	5	6	2	10	1	3						49
787					7								7
总计	77	26	53	46	23	50	130	0	0	0	0	0	405

资料来源：公司披露，第一上海整理

公司二季度共交付飞机 121 架，其中 737 MAX 105 架，本季度交付速度慢于预期的主要原因是向中国客户交付受限。737 MAX 产量为每月 31 架。MAX 10 将于 2023 年首次交付。

图表 9：波音公司 2022 年交付总计与预测

Boeing	2022												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	29	20	37	29	30	44	23	40	40	44	44	44	424
747	0	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	5
767	2	3	3	2	1	4	2	3	3	3	3	3	32
777	1	1	1	3	3	3	1	2	2	2	2	2	23
787	0	0	0	0	0	0	0	0	3	5	5	5	18
总计	32	25	41	35	35	51	26	45	49	54	54	55	502

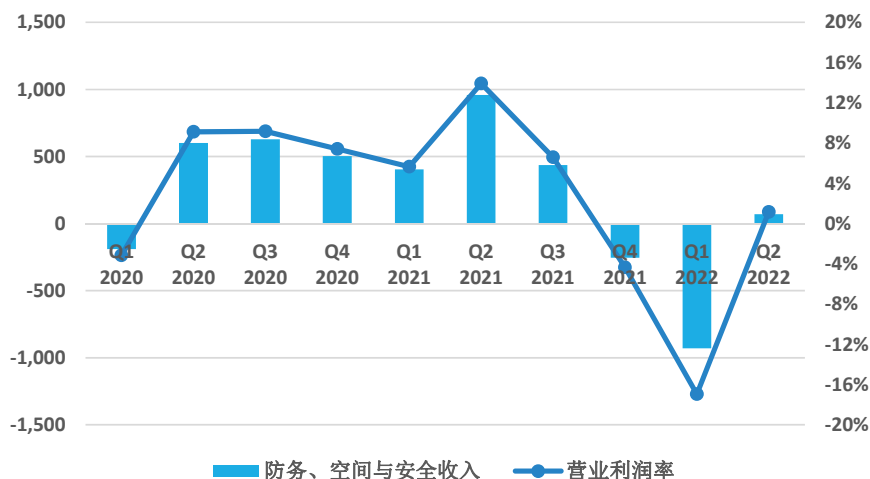
资料来源：公司披露，第一上海预测

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 61.9 亿美元，同比下降 10%。经营利润 0.7 亿美元，经营利润率为 1.1%。利润率的下降主要由于固定价格订单费用的增加，主要包括 MQ-25 和商业航天载人项目。

本季度 BDS 共获得 20 亿美元合同，33%来自海外，积压订单为 554 亿美元。包括德国政府的重型直升机合同。

图表 10：2020Q1-2022Q2 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

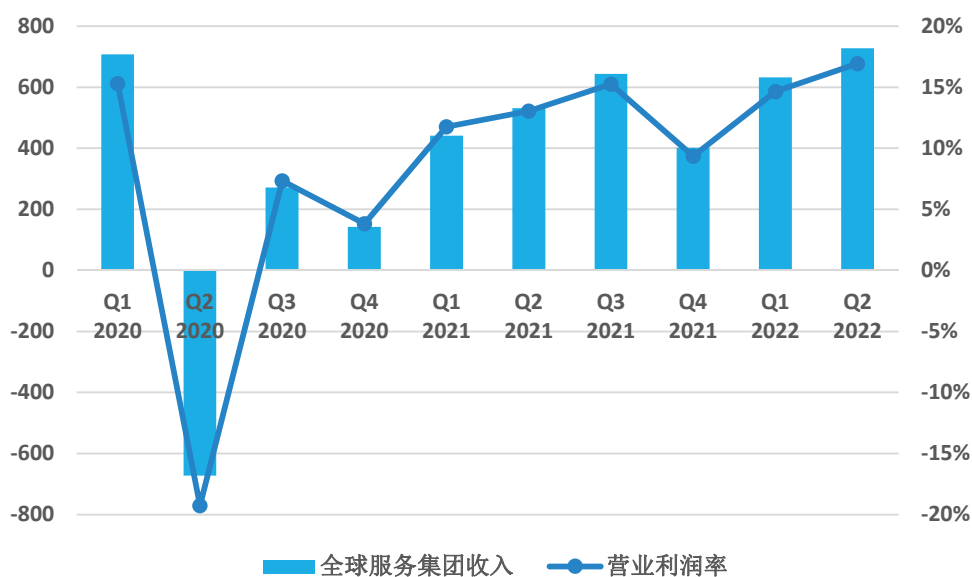
全球服务集团（BGS）

全球服务集团收入为 43 亿美元，同比增长 6%

本季度 BGS 收入为 43 亿美元，同比增长 6%。经营利润为 7.3 亿美元，经营利润率为 16.9%，去年同期为 13.1%。随着国内航班逐渐复苏，国际航班开始有初步的复苏信号，航空公司的飞机维护订单增加，BGS 的收入及利润率也有所提升。同时，公司预计来自美国政府的订单将维持稳定。

本季度 BGS 获得了 BGS 新订单价值 40 亿美元，积压订单为 190 亿美元。公司收到了美国空军的空运调度系统服务合同及美国海军的航电和网络安全支持合同。

图表 11：2020Q1-2022Q2 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 220.00 美元，维持买入评级

随着 2022 年疫情好转，航空客运量恢复，737 及 787 均恢复交付，公司交付量有望迎来复苏。但长远来看波音在单通道客机领域 737 MAX 的市场占有率将受到空客 A320 Neo 的挤压，影响其长期收入。

我们评估了 2022-2024 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 DCF 模型对波音公司进行估值。随着 737 MAX 交付，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%，永续增长率为 2%，求得合理股价应为 220.00 美元，比当前股价高出 31.58%。维持买入评级。

图表 12: DCF 估值模型

折现年限	高速增长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2033E
(百万美元)											
CFO	2,477	9,331	12,050								
自由现金流量	1,177	7,931	10,650	11,613	12,429	13,175	13,833	14,456	15,034	15,560	15,872
自由现金流增长率		573.7%	34.3%	9.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	2.0%
折合至2022年的现金流量	1,177	7,210	8,802	8,725	8,489	8,180	7,809	7,418	7,014	6,599	84,139
永续期折现值											202,363

WACC	10.00%
长期增长率	2.0%

估值	
现金流折现	155,562
减：净金融负债	40,540
减：少数股东权益+合伙人权益	-14,118
股本价值	129,140
股本数量（预期）	587
DCF法之每股价值（美元）	220.00

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 事件导致乘客及航空公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

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	58,158	62,286	72,925	88,813	94,086
- 主营业务收入成本	63,843	59,269	64,466	74,869	78,279
毛利	-5,685	3,017	8,459	13,944	15,806
营业开支	7,082	5,919	6,126	6,617	6,868
- 营销和行政管理费用	4,817	4,157	3,500	4,085	4,328
- 研究和开发开支	2,476	2,249	2,698	2,931	3,011
- 其他营业支出	-211	-487	-73	-400	-470
营业利润	-12,767	-2,902	2,334	7,327	8,938
- 利息支出	-2,156	-2,682	-2,450	-2,050	-1,850
- 营业外亏损净额	447	551	-	-	-
税前利润	-14,476	-5,033	-116	5,277	7,088
- 所得税支出	-2,535	-743	-12	792	1,063
净利润	-11,873	-4,202	-105	4,486	6,025
主营业务增长 (%)	-24.04%	7.10%	17.08%	21.79%	5.94%
EBITDA	-10,521	-758	4,410	9,292	10,987
EBITDA 增长率 (%)	-3654.39%	92.80%	681.76%	110.73%	18.24%
主营业务增速 (%)					

资产负债表

单位: 百万美元

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	25,590	16,244	10,562	12,628	18,407
+ 应收账款与票据	2,056	2,758	2,914	3,500	3,504
+ 库存	81,715	78,823	75,179	69,984	65,265
+ 未入账收益	7,995	8,620	11,620	13,620	15,570
总计流动资产	121,642	108,666	102,496	101,953	104,966
+ 财产、厂房及设备, 净	11,820	10,918	10,142	9,577	8,927
+ 长期投资与应收账款	2,952	2,670	2,670	2,670	2,670
+ 其他长期资产	15,722	16,298	16,157	16,022	15,894
总计长期资产	30,494	29,886	28,969	28,269	27,491
总资产	152,136	138,552	131,465	130,222	132,457
+ 应付账款	35,099	27,716	26,901	26,339	26,716
+ 短期债务	1,693	1,296	1,296	1,296	1,296
+ 其他短期债务	50,488	52,980	52,980	52,980	52,980
总计流动负债	87,280	81,992	81,177	80,615	80,992
+ 长期借款	61,890	56,806	49,806	43,806	38,806
+ 其他长期负债	21,041	14,600	14,600	14,600	14,600
总长期负债	82,931	71,406	64,406	58,406	53,406
总负债	170,211	153,398	145,583	139,021	134,398
总股东权益	-18,075	-14,846	-14,118	-8,799	-1,941

财务能力分析

单位: 百万美元

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	-9.8%	4.8%	11.6%	15.7%	16.8%
EBITDA 利率 (%)	-18.1%	-1.2%	6.0%	10.5%	11.7%
净利率 (%)	-20.4%	-6.7%	-0.1%	5.1%	6.4%
营运表现					
行政管理与销售费用/收入 (%)	8.3%	6.7%	4.8%	4.6%	4.6%
研究和开发费用/收入 (%)	4.3%	3.6%	3.7%	3.3%	3.2%
实际税率 (%)	17.5%	14.8%	10.0%	15.0%	15.0%
应收账款天数	17	14	14	13	13
应付账款天数	207	191	153	128	122
库存周转天数	446	488	430	349	311
财务状况					
总负债/总资产	111.9%	110.7%	110.7%	106.8%	101.5%
收入/净资产	38.2%	45.0%	55.5%	68.2%	71.0%
经营性现金流/收入	-31.7%	-5.5%	3.4%	10.5%	12.8%

现金流量表

单位: 百万美元

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	-11,941	-4,290	-105	4,486	6,025
+ 折旧、摊销	2,246	2,144	2,076	1,965	2,049
+ 非现金项目	8,425	5,707	833	833	833
+ 非现金营运资本变动	-17,140	-6,977	-327	2,047	3,143
+ 终止经营所得净现金	-	-	-	-	-
经营活动现金流量	-18,410	-3,416	2,477	9,331	12,050
+ 固定及无形资产变动	-1,007	-451	-1,159	-1,265	-1,271
+ 长期投资净变动	-37,616	-35,713	-	-	-
+ 收购与剥离净现金	-	-6	-	-	-
+ 其他投资活动	20,275	45,489	-	-	-
+ 经销权	-	-	-	-	-
+ 其他	-18	5	-	-	-
投资活动现金	-18,366	9,324	-1,159	-1,265	-1,271
+ 已付股利	-1,158	-	-	-	-
+ 借款	47,248	9,795	-	-	-
+ 债务(偿付)所得现金	-10,998	-15,371	-7,000	-6,000	-5,000
+ 股权(回购)现金	36	42	-	-	-
+ 其他融资活动	-173	-66	-	-	-
+ 终止经营所得净现金	-	-	-	-	-
融资所得现金	34,955	-5,600	-7,000	-6,000	-5,000
现金净增减	-1,736	269	-5,682	2,065	5,779

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,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、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,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

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。此档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。