

公司研究/季报点评

2019年10月29日

航天军工/航天军工II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.45  
合理价格区间(元): 21.80~23.05

**王宗超** 执业证书编号: S0570516100002  
研究员 010-63211166  
wangzongchao@htsc.com

**何亮** 执业证书编号: S0570517110001  
研究员 heliang@htsc.com

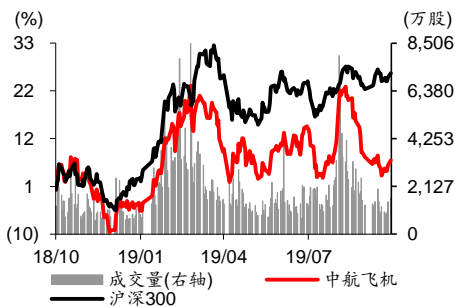
**金榜** 执业证书编号: S0570517070008  
研究员 021-28972092  
jinbang@htsc.com

**尹会伟** +86 10 56793930  
联系人 yinhuiwei@htsc.com

相关研究

- 1 《中航飞机(000768 SZ,买入): 期间费率改善, 军民用市场前景广阔》2019.08
- 2 《中航飞机(000768,买入): 期间费用改善, 扣非净利润显著增长》2019.03
- 3 《中航飞机(000768,买入): 经营效率改善, 航空订单交付旺盛》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 管理效能持续改善, 助力业绩增长

## 中航飞机(000768)

**航空制造行业龙头公司, 军用大中型飞机稀缺性标的, 维持“买入”评级**

2019年前三季度公司实现营业收入196.78亿元, 同比减少3.57%; 归母净利润3.43亿元, 同比增长47.61%, 业绩符合预期。公司拥有国内大中型军民飞机、全系列飞机起落架及机轮刹车系统的核心资源, 是国内航空产业的骨干力量。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.24、0.29和0.33元, 未来成长空间较大且有望受益改革, 维持“买入”评级。

**管理效率提升, 期间费用表现良好**

2019年前三季度, 公司实现毛利润12.38亿元, 同比增长2.08%, 增加2527万元; 税金及附加2859万元, 减少50.23%, 下降2885万元; 期间费用总计8.51亿元, 同比减少10.22%, 下降9686万元; 资产处置收益2425万元, 增加582.27%, 增加2070万元。公司正在强力推进生产单元精益化改革, 出台了覆盖管理全要素的精益工厂建设路线图, 管理效率稳步提升, 期间费用的下降对公司业绩产生了积极影响。

**国内大中型军用飞机龙头公司, 主力产品加速列装助力国防建设**

公司当前主要交付的产品为大型战略运输机运20、中型战术运输机运8/9、运8/9特种作战改型飞机(电子战、心理战、反潜等用途)以及中远程轰炸机轰6系列。上述主战装备在我国建国70周年国庆阅兵式上全部亮相, 分别担当运输机梯队、海上巡逻机梯队和轰炸机梯队的主力。现代化战争条件下, 海空作战关系到最终的胜负, 而且在当前地缘安全环境下, 我国的海空作战压力不断增加。我们预计未来国防经费投入将重点向海空装备领域倾斜, 公司的相关产品分别填补了各自领域我军装备体系短板, 从国庆阅兵情况来看正在加速列装, 助力我国现代化国防建设。

**总机单位有望受益于军品定价改革, 民用航空市场空间广阔**

公司是中航工业核心总机类单位之一, 未来有望受益于军品定价机制改革, 实现资产盈利能力的大幅提升。我国正在推进以C919、AG600、ARJ21等为代表的民用航空制造产业发展。公司作为国内航空产业的骨干力量, 是相关机型核心结构件的配套生产商。目前ARJ21已经实现商业化运营, 开始批量生产; C919第五架飞机开始投入试飞, 正在加速C919试航认证进度。民用航空制造国产化市场潜力很大, 为公司带来广阔成长空间。

**军用运输机和轰炸机龙头, 军民用市场前景广阔, 给予“买入”评级**

我们维持对公司的盈利预测, 预计公司2019-2021年营业收入分别为355.05亿元、376.64亿元和398.46亿元, 归母净利润分别为6.78亿元、7.89亿元和9.00亿元, 对应EPS分别为0.24、0.29和0.33元。我们看好公司产业地位突出, 未来成长空间广阔, 根据历史市销率平均水平(去除2015年牛市中的极值)给予公司2019年1.7-1.8倍市销率估值, 对应21.80-23.05元/股, 继续给予“买入”评级。

风险提示: 国家军费投入不达预期、新产品定型交付不达预期、军品定价改革推行进度不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,769
流通A股(百万股)	2,769
52周内股价区间(元)	13.18-18.00
总市值(百万元)	42,776
总资产(百万元)	50,627
每股净资产(元)	5.91

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,079	33,468	35,505	37,664	39,846
+/-%	18.98	7.69	6.08	6.08	5.79
归属母公司净利润(百万元)	471.40	558.04	677.77	789.44	900.13
+/-%	14.10	18.38	21.46	16.48	14.02
EPS(元, 最新摊薄)	0.17	0.20	0.24	0.29	0.33
PE(倍)	90.74	76.65	63.11	54.18	47.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 估值与投资建议

作为国内军用运输机和轰炸机的龙头企业，中航飞机具备稀缺性价值。目前 A 股军工行业上市公司中，具有军工总体集成类业务的总机单位彼此业务构成不一，产品定位、量产情况及下游应用各异，估值差异化较大，横向对比意义不强。

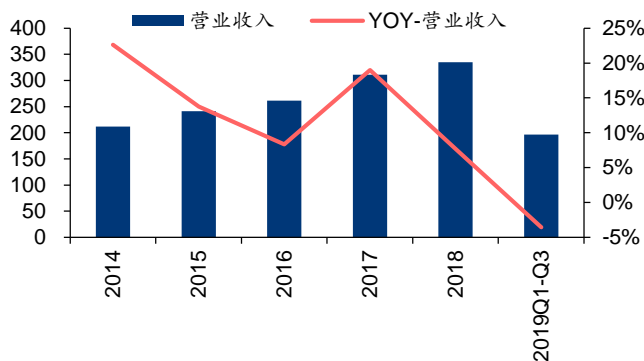
图表1：中航飞机历史 PS 估值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

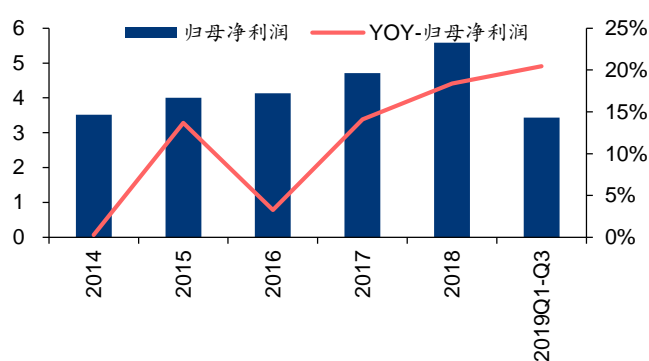
我们预计随着军品定价机制改革和国企内部经营考核机制调整，公司的营收净利率将有望迎来拐点，以市销率表征公司的估值水平高低较为合适。根据 Wind 历史回溯，12 年底公司完成核心资产注入以来，市销率最低值为 1.1 倍，去除 2015 年牛市中的极值，历史中值在 1.7-1.8 倍左右。即使不考虑公司未来营收端增长，给予公司 2019 年 1.7-1.8 倍市销率估值，对应 603.59 亿-639.09 亿市值，对应 21.80-23.05 元/股，继续给予“买入”评级。

图表2：中航飞机历年营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

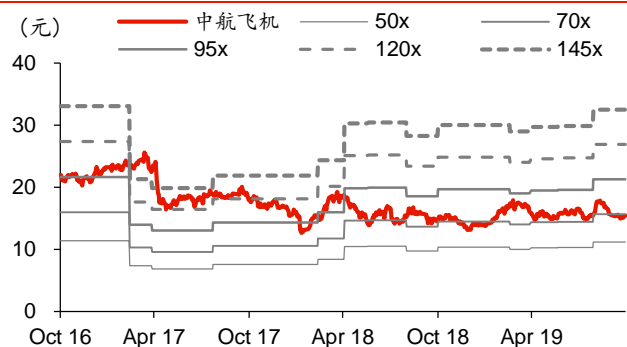
图表3：中航飞机历年归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**PE/PB – Bands**

**图表4：中航飞机历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表5：中航飞机历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

**国家军费投入不达预期。**我国武器装备采购经费主要来自于军费，根据 2010~2017 年军费增长情况，我们预计军费将保持稳定增长的状态。但如果军费投入不达预期，将会对军品的采购产生影响。

**新产品定型批产不达预期。**公司作为国内直升机的龙头企业，产品性能要求高，技术复杂，并且已经系列化发展。如果新产品定型批产进度低于预期，可能对公司业绩带来不利影响。

**军品定价改革进度不达预期。**军工产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响，相关政策的进度不达预期对公司的生产和销售均会产生影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	32,805	39,240	41,926	44,975	47,612
现金	6,332	8,691	9,048	9,851	10,895
应收账款	8,922	11,459	12,240	12,838	13,609
其他应收账款	65.58	56.41	44.74	48.02	51.40
预付账款	2,598	4,119	4,325	4,932	4,842
存货	13,135	13,605	14,919	15,798	16,701
其他流动资产	1,753	1,308	1,349	1,507	1,514
非流动资产	7,934	8,658	8,735	8,691	8,361
长期投资	559.47	571.66	566.00	566.00	566.00
固定投资	4,777	4,892	5,206	5,195	4,959
无形资产	392.25	430.85	429.85	428.85	427.85
其他非流动资产	2,205	2,763	2,533	2,501	2,409
资产总计	40,739	47,897	50,661	53,666	55,974
流动负债	22,457	27,925	30,269	32,500	33,919
短期借款	1,206	1,832	1,866	1,922	1,968
应付账款	11,614	13,976	15,304	16,558	17,132
其他流动负债	9,637	12,116	13,099	14,019	14,819
非流动负债	633.18	659.45	708.18	722.10	742.30
长期借款	109.22	147.50	177.50	202.50	222.50
其他非流动负债	523.96	511.95	530.68	519.60	519.80
负债合计	23,090	28,584	30,978	33,222	34,662
少数股东权益	1,933	3,265	3,235	3,205	3,174
股本	2,769	2,769	2,769	2,769	2,769
资本公积	10,137	10,142	10,142	10,142	10,142
留存公积	2,584	2,907	3,538	4,327	5,228
归属母公司股东权益	15,715	16,048	16,449	17,238	18,138
负债和股东权益	40,739	47,897	50,661	53,666	55,974

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,310	1,404	1,133	1,224	1,222
净利润	474.36	507.91	647.75	759.79	868.36
折旧摊销	534.46	503.32	539.24	604.72	649.31
财务费用	49.51	(49.19)	(33.80)	(39.49)	(51.39)
投资损失	(107.26)	(32.44)	(24.00)	(19.00)	(24.00)
营运资金变动	324.01	314.98	(96.45)	(43.79)	(204.94)
其他经营现金	34.52	159.18	99.77	(38.51)	(15.20)
投资活动现金	(1,807)	(710.31)	(596.20)	(541.00)	(296.00)
资本支出	1,172	831.03	500.00	400.00	300.00
长期投资	0.00	(49.71)	(21.66)	(12.00)	(12.00)
其他投资现金	(635.12)	71.01	(117.86)	(153.00)	(8.00)
筹资活动现金	74.34	1,629	(179.55)	120.49	117.39
短期借款	(30.78)	626.04	33.56	56.00	46.00
长期借款	(140.22)	38.28	30.00	25.00	20.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4.70	5.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	240.63	959.19	(243.11)	39.49	51.39
现金净增加额	(459.17)	2,346	356.76	803.21	1,044

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31,079	33,468	35,505	37,664	39,846
营业成本	28,821	31,426	33,269	35,231	37,243
营业税金及附加	86.38	86.02	92.31	97.93	103.60
营业费用	512.41	373.46	394.10	414.31	434.32
管理费用	961.73	899.69	976.38	1,017	1,056
财务费用	49.51	(49.19)	(33.80)	(39.49)	(51.39)
资产减值损失	6.55	27.24	35.68	35.95	30.68
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	107.26	32.44	24.00	19.00	24.00
营业利润	580.99	657.52	821.34	957.97	1,087
营业外收入	3.61	3.63	3.60	3.60	3.60
营业外支出	14.95	42.30	35.00	35.00	32.00
利润总额	569.64	618.86	789.94	926.57	1,059
所得税	95.28	110.95	142.19	166.78	190.62
净利润	474.36	507.91	647.75	759.79	868.36
少数股东损益	2.96	(50.12)	(30.02)	(29.65)	(31.77)
归属母公司净利润	471.40	558.04	677.77	789.44	900.13
EBITDA	1,165	1,112	1,327	1,523	1,685
EPS (元, 基本)	0.17	0.20	0.24	0.29	0.33

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.98	7.69	6.08	6.08	5.79
营业利润	50.52	13.17	24.91	16.64	13.51
归属母公司净利润	14.10	18.38	21.46	16.48	14.02
获利能力 (%)					
毛利率	7.26	6.10	6.30	6.46	6.53
净利率	1.52	1.67	1.91	2.10	2.26
ROE	3.00	3.48	4.12	4.58	4.96
ROIC	4.39	4.27	5.47	6.36	7.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.68	59.68	61.15	61.91	61.92
净负债比率 (%)	6.66	7.19	6.84	6.62	6.54
流动比率	1.46	1.41	1.39	1.38	1.40
速动比率	0.87	0.92	0.89	0.90	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.76	0.72	0.72	0.73
应收账款周转率	4.54	3.24	2.96	2.96	2.98
应付账款周转率	2.54	2.46	2.27	2.21	2.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.20	0.24	0.29	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.51	0.41	0.44	0.44
每股净资产(最新摊薄)	5.68	5.80	5.94	6.23	6.55
估值比率					
PE (倍)	90.74	76.65	63.11	54.18	47.52
PB (倍)	2.72	2.67	2.60	2.48	2.36
EV_EBITDA (倍)	32.88	34.45	28.87	25.15	22.73

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com