

强烈推荐-A (维持)

中航飞机 000768.SZ

当前股价: 22.58 元

2020年09月27日

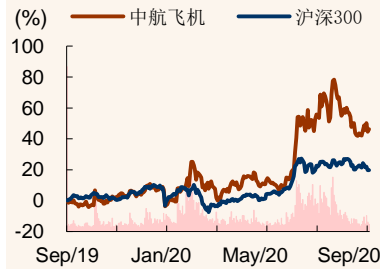
重磅资产置换方案出炉, 盈利能力大幅提升

基础数据

上证综指	3219
总股本 (万股)	276865
已上市流通股 (万股)	276863
总市值 (亿元)	625
流通市值 (亿元)	625
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	3.5
资产负债率	66.1%
主要股东	中国航空工业集团有
主要股东持股比例	38.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	32	38
相对表现	-8	9	20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航飞机 (000768) 一盈利能力持续改善, 静待资产置换方案完成》2020-08-25
- 2、《中航飞机 (000768) 一大飞机整体上市平台呼啸而出, 成长潜力释放在即》2019-12-31
- 3、《中航飞机 (000768) 一重磅资产置换方案启动, 预计将大幅提高净利润》2019-11-06

王超

010-57601716  
wangchao18@cmschina.com.cn  
S1090514080007

岑晓翔

cenxiaoxiang@cmschina.com.cn  
S1090518090007

杨雨南

yangyunan@cmschina.com.cn  
S1090520050001

事件:

公司披露《重大资产置换及支付现金购买资产暨关联交易报告书 (草案)》。公司拟以其持有的贵州新安 100% 股权、西飞铝业 63.56% 股权、西安天元 36.00% 股权、沈飞民机 36.00% 股权、成飞民机 27.16% 股权, 与航空工业飞机持有的航空工业西飞 100% 股权、航空工业陕飞 100% 股权、航空工业天飞 100% 股权进行置换, 置换差额部分由上市公司以现金方式向航空工业飞机予以支付。

评论:

1、资产置换方案披露, 完成后盈利能力大幅提升

根据公告, 本次拟置出资产合计作价 27.23 亿元, 拟置入资产作价 29.75 亿元, 置换交易差额对价 2.52 亿元将拟由上市公司以支付现金方式向航空工业飞机补足。本次交易完成后, 公司 2019 年追溯调整后实现收入 293.05 亿元, 比交易前下降 14.56%, 调整后归母净利润 9.02 亿元, 比交易前大幅提升 58.65%。追溯调整后 2019 年销售毛利率为 6.96%, 销售净利率为 3.08%, 较交易前分别提升 1.11pct. 和 1.42pct., 盈利能力大幅改善。(拟置出及置入资产情况请见附表)。

2、聚焦主业, 提升效率, 助力上市公司发展

本次交易完成后, 首先, 上市公司将剥离贵州新安、西飞铝业、西安天元、沈飞民机、成飞民机等飞机零部件制造业务资产及非航空业务资产, 该部分资产效益较差, 与上市公司业务协同性不足, 置出后有利于公司聚焦大中型军民飞机整机制造主业。其次, 公司将置入航空工业西飞、航空工业陕飞、航空工业天飞等飞机整机制造及维修资产, 目前, 航空工业西飞、航空工业陕飞的航空产品销售主要从上市公司进行采购, 自身无生产环节。本次交易完成后, 航空工业西飞、航空工业陕飞拥有的军工资质为上市公司的重要补充, 有助于减少上市公司关联交易规模, 规范上市公司运作, 且有利于减少管理层次、减少管理成本、发挥协同效益, 有利于增强上市公司资产、业务完整性及盈利能力。此外, 航空工业飞机承诺, 2020 年-2022 年本次拟注入资产对应的合理授权经营费 (或对应的产品实现的销售收入) 不低于 45.66 亿、52.73 亿、54.62 亿。

3、我国军民用大中型飞机核心制造商, 下游需求强烈。

公司是我国主要的军用大中型运输机、轰炸机、特种飞机的主要制造商, 本次重组完成后, 上市公司明确了以飞机整机研制、批产、维修及服务为未来发展定位, 实现对大中型军民飞机整机制造资产的专业化整合, 有利于上市公司加大航空装备产业的投资力度, 满足国家重点型号的建设要求。目前, 我国在大型军用运输机和以大型运输机为平台的大型预警机、加油机和远程轰炸机领域相较美俄等国家而言, 差距仍然十分明显。在未来“战略空间”建设中, 对军用大飞机需求强烈, 对公司军品业务长期看好。此外, 公司还是我国民机产业的重要参与者, 承担了 ARJ21 飞机的机翼、机身等 85% 以上的零部件制造, 是大型客机 C919 和水陆两栖飞机 AG600 的重要零部件供应商。预计随着我国民机产业快速发展, 公司民机业务未来成长空间广阔。

4、业绩预测

预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 6.46 亿、7.46 亿、8.94 亿, 对应 PE 分别为 97/84/70 倍, 预计交易完成后公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.28 亿、11.93 亿、14.31 亿, 对应估值 61、52、44 倍, 维持“强烈推荐-A”评级!

风险提示: 军品订单出现波动, 资产置换方案还需上级部门审批, 具有不确定性

表 1: 拟置出资产 2019 年经营概况 (单位: 亿)

公司名称	股权比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	业务概况
贵州新安	100%	5.71	1.87	1.96	0.04	公司主要产品是中小型歼、教、直、运、无系列机型的机轮、刹车装置及系统附件, 以歼击机、教练机、直升机、无人机机轮和刹车系统为主导, 是我国航空制动专业的重要组成部分
西飞铝业	63.56%	3.72	0.67	2.71	0.01	公司是一家防务类与民用产品的生产企业, 拥有相关生产许可证, 在航空工业集团中对内服务军工航空制造业, 对外承揽民用建材、工业材及板材业务。
西安天元	36%	1.52	0.85	0.80	0.01	公司主要从事民用飞机机轮、刹车装置等零部件的维修和制造, PMA (民用航空器零部件制造人批准) 零部件制造, 航材进出口贸易以及飞机勤务保障等业务。
沈飞民机	36%	36.11	8.18	16.39	-0.83	民用飞机及其零部件的设计、试验、生产、销售及相关业务和进出口贸易, 主要生产民用飞机的后机身和尾段。
成飞民机	27.16%	33.65	12.67	20.84	0.04	民用飞机及其零部件的设计、试验、生产、销售及相关业务和进出口贸易, 主要生产民用飞机的机头和前机身。

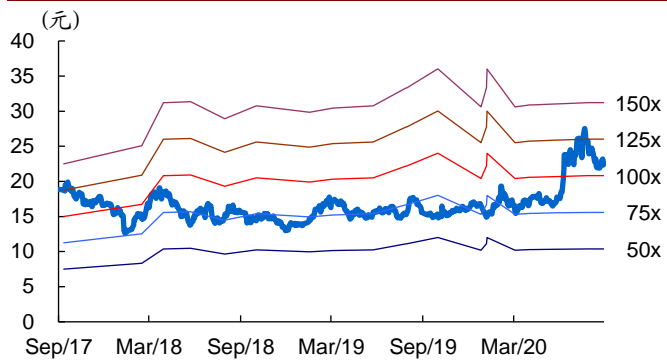
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 拟置入资产 2019 年经营概况 (单位: 亿)

公司名称	股权比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	业务概况
航空工业西飞	100%	160.51	6.91	151.55	3.16	公司是我国大型运输机、轰炸机、歼击轰炸机和特种飞机等军用飞机承制商, 并经营相关航空产品部件和备件研发、销售及飞机维修改装业务。
航空工业陕飞	100%	138.11	2.12	119.40	0.74	公司主要业务包括运 8、运 9 等中型中程运输机及特种飞机的整机、航空产品部件和备件研发和销售业务以及房产、土地与机器设备的租赁业务。
航空工业天飞	100%	4.96	2.23	2.37	0.18	公司现主要承担航空维修和制造业务。航空维修方面, 当前主要承担歼击机、教练机等多个型号飞机的整机及辅机修理, 目前正在开展某型直升机修理准备工作。航空制造方面, 主要承担海军某国家重点型号舱门研制, 某国家重点型号舱门、鲲鹏 600 飞机舱门、无人靶机、某型飞机后机身、某中型运输机飞机舱门、ARJ 飞机舱门及其他航空部附件制造任务, 同时承担并正在牵头开展甘肃省祁连山生态保护型无人机增雨(雪)项目。

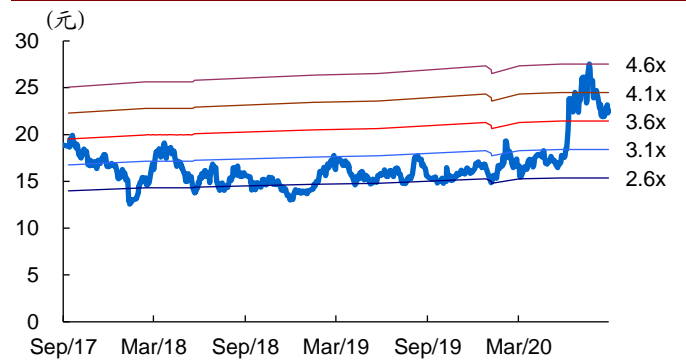
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 中航飞机历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中航飞机历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	39240	40473	44982	50316	57580
现金	8691	6739	8207	9384	10773
交易性投资	0	179	179	179	179
应收票据	1229	178	195	217	249
应收款项	11459	12651	13839	15433	17665
其它应收款	56	50	55	61	70
存货	13605	14686	15983	17782	20341
其他	4199	5991	6524	7259	8304
<b>非流动资产</b>	8658	8289	8291	8296	8303
长期股权投资	572	2528	2528	2528	2528
固定资产	4892	4225	4257	4290	4322
无形资产	1741	298	268	241	217
其他	1453	1238	1238	1237	1237
<b>资产总计</b>	<b>47897</b>	<b>48763</b>	<b>53273</b>	<b>58612</b>	<b>65884</b>
<b>流动负债</b>	27925	30462	34658	39628	46442
短期借款	1832	778	2385	3788	5529
应付账款	23496	25128	27363	30443	34823
预收账款	864	3514	3827	4258	4870
其他	1732	1042	1083	1140	1220
<b>长期负债</b>	659	1698	1698	1698	1698
长期借款	148	1200	1200	1200	1200
其他	512	498	498	498	498
<b>负债合计</b>	<b>28584</b>	<b>32160</b>	<b>36357</b>	<b>41327</b>	<b>48140</b>
股本	2769	2769	2769	2769	2769
资本公积金	10142	10143	10143	10143	10143
留存收益	3137	3638	3951	4320	4778
少数股东权益	3265	53	53	54	54
归属于母公司所有者权益	16048	16549	16863	17232	17690
<b>负债及权益合计</b>	<b>47897</b>	<b>48763</b>	<b>53273</b>	<b>58612</b>	<b>65884</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1404	553	655	698	717
净利润	558	569	646	746	894
折旧摊销	503	457	423	422	423
财务费用	70	56	107	187	271
投资收益	(32)	(1)	(69)	(69)	(69)
营运资金变动	362	(527)	(455)	(593)	(807)
其它	(57)	(0)	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(710)	(3101)	(356)	(359)	(362)
资本支出	(831)	(723)	(424)	(427)	(431)
其他投资	121	(2379)	69	69	69
<b>筹资活动现金流</b>	1629	582	1168	839	1034
借款变动	1817	879	1607	1403	1741
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	1	0	0	0
股利分配	(235)	(277)	(332)	(377)	(436)
其他	42	(21)	(107)	(187)	(271)
<b>现金净增加额</b>	<b>2322</b>	<b>(1966)</b>	<b>1468</b>	<b>1177</b>	<b>1389</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3346	34298	37578	41907	47968
营业成本	3142	32293	35166	39124	44753
营业税金及附加	86	44	48	53	61
营业费用	373	419	478	520	595
管理费用	900	808	886	988	1055
研发费用	122	133	146	162	186
财务费用	(49)	(32)	107	187	271
资产减值损失	27	(56)	(61)	(67)	(67)
公允价值变动收益	0	31	31	31	31
其他收益	37	14	14	14	14
投资收益	38	40	24	24	24
<b>营业利润</b>	658	662	756	874	1048
营业外收入	4	10	9	8	8
营业外支出	42	9	8	7	7
<b>利润总额</b>	619	663	757	875	1049
所得税	111	94	111	129	155
<b>少数股东损益</b>	(50)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>558</b>	<b>569</b>	<b>646</b>	<b>746</b>	<b>894</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8%	2%	10%	12%	14%
营业利润	13%	1%	14%	16%	20%
净利润	18%	2%	14%	16%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	6.1%	5.8%	6.4%	6.6%	6.7%
净利率	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
ROE	3.5%	3.4%	3.8%	4.3%	5.1%
ROIC	2.3%	2.9%	3.6%	4.0%	4.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.7%	66.0%	68.2%	70.5%	73.1%
净负债比率	4.3%	4.1%	6.7%	8.5%	10.2%
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
应收帐款周转率	2.9	2.7	2.8	2.8	2.9
应付帐款周转率	1.5	1.3	1.3	1.4	1.4
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.20	0.21	0.23	0.27	0.32
每股经营现金	0.51	0.20	0.24	0.25	0.26
每股净资产	5.80	5.98	6.09	6.22	6.39
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.16	0.19
<b>估值比率</b>					
PE	112.0	109.9	96.8	83.8	69.9
PB	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5
EV/EBITDA	92.2	94.4	77.4	67.0	57.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

岑晓翔，对外经济贸易大学金融硕士，本科自动化专业，2016年加盟招商证券。

杨雨南，杜克大学经济学硕士，加州大学伯克利分校经济学学士，2020年加盟招商证券。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。