

**买入 维持**
**中航飞机 (000768)**

2015 年 1 月 16 日

**股票价格**

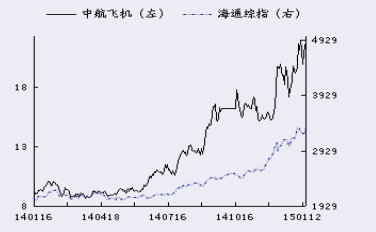
1 月 15 日收盘价	21.31 元
6 个月内目标价	25.30 元
52 周内股价波动	8.28 - 22.23 元

**主要估值指标**

	2013	2014E	2015E
市盈率	160.79	126.14	94.85
市净率	4.87	4.72	3.95

**股本结构**

总股本 (万股)	265383.45
流通 A 股 (万股)	233980.22
B 股/H 股 (万股)	0/0

**市场表现**


资料来源: 海通证券研究所

中航飞机 (000768) 季报点评: 三季度交付大幅提速, 全年业绩将高速增长 (买入, 维持) 2014.10.28 2014.10.28

中航飞机 (000768) 跟踪报告: 定向增发全面扩张产能, 飞机龙头百尺竿头再进一步 (买入, 维持) 2014.10.17

中航飞机 (000768) 跟踪报告: 与赛峰合作增强技术实力, 为 C919 配套能力将进一步提升 (买入, 维持) 2014.10.10

中航飞机 (000768) 跟踪报告: C919 中机身交付, 公司将成为大飞机产业领军旗舰 (买入, 维持) 2014.09.01

中航飞机 (000768) 跟踪报告: 新舟获海外最大订单, 客户认可度进一步提高 (买入, 维持) 2014.08.28

军工行业核心分析师: 徐志国  
SAC 执业证书编号: S0850514060004  
电话: 010-58067931  
Email: xz9608@htsec.com

机械行业首席分析师: 龙华  
SAC 执业证书编号: S0850511020001  
电话: 021-23219411  
Email: longh@htsec.com

机械行业高级分析师: 熊哲颖  
SAC 执业证书编号: S0850513010001  
电话: 021-23219407  
Email: xzy5559@htsec.com

联系人: 赵晨  
电话: 010-58067988  
Email: zc9848@htsec.com

## 中华飞机旗舰, 怎一个“大”字了得

公司经资产重组后成为我国飞机制造旗舰企业, 大周期反转拐点确立, 未来 3-5 年业绩将以 30-50% 的增速高速增长。我国空中力量加速建设为公司军机带来充足订单, 保障公司业绩, 运-20 是公司长期增长强有力保证。民用航空风景这边独好, 公司有潜质复制空客成长轨迹。

**主要财务数据及预测**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	8865	17286	19392	22330	25525
YOY%	-16%	11%	12%	15%	14%
净利润 (百万元)	252	351	448	647	821
YOY%	-35%	39%	28%	44%	27%
摊薄每股收益 (元)	0.09	0.13	0.17	0.22	0.29

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- **资产重组后成为中华飞机旗舰, 大周期反转拐点确立。** 重组后公司打造出军民融合的军机、民机两大产业体系。军品轰 6、歼轰 7、运 8 为我国空军目前主力机型, 运 20 是未来我国战略投送核心力量; 民品包括新舟系列飞机、ARJ21 主要机体、C919 机体结构等我国民机制造核心业务。公司大周期反转拐点确立, 成为我国飞机制造旗舰企业。
- **海军战略需求升级拉动公司业绩增长, 未来看点在运 20 量产。** 美国重返亚太战略深化、周边岛屿纷争、朝核危机等因素使得我国所面临外部战略压力进一步增大, 海军战略地位不断升级, 习近平等国家领导人高度重视, 强调“加快建设空天一体化强大空军”。2014 年国防预算突破 8000 亿元提供有力支撑。轰 6、歼轰 7、运-8 等我国目前空军主力军机采购稳定增长是公司业绩有力保障。长期看运 20 未来 20 年需求约 400 架, 价值约 5000 亿元, 将大幅拉动公司业绩增长。
- **民用航空市场风景这边独好, 公司将成我国飞机产业领军旗舰。** 空客 2014 年市场预测认为未来 20 年亚太将超越北美和欧洲, 成为世界最大航空运输市场, 波音则预测未来 20 年中国将需要 5580 架新飞机, 总价值达 7800 亿美元。公司新舟 60 飞机 2014 年中陆续获海内外最大订单彰显客户认可, ARJ21 即将交付投入运营, C919 大飞机 9 月已进入总装阶段。公司逐步构建起完整民机谱系, 成为引领我国飞机产业的龙头, 未来有望复制空客成长轨迹, 分享我国及世界航空市场大蛋糕。
- **定向增发全面扩张产能, 飞机龙头百尺竿头再进一步。** 公司 2014 年 10 月公布定增预案, 拟募集资金 30 亿元投向新舟 700、运 8 等项目, 进一步扩张产能, 优化资金结构, 实力将进一步增强, 迎接不断扩张的市场需求。
- **维持“买入”评级。** 公司大周期反转拐点确立, 预计未来 3-5 年净利润复合增速 30-50%。公司目前订单饱满, 产品结构逐步改善, 净利润增速将明显快于营收增速。预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.17、0.22、0.29 元, 上调 6 个月目标价至 25.30 元, 对应 2015 年 115 倍 PE。维持“买入”评级, 强烈建议从长期投资角度关注。
- **公司主要不确定因素。** (1) 军品订单大幅波动及军品交付时间的不确定性。(2) 新产品量产晚于预期。(3) 生产线建设力度加大影响当期净利润。

## 目 录

1. 公司简介：两次资产重组打造中华飞机旗舰 .....	7
1.1 公司简介 .....	7
1.2 公司股权结构变化历程与现状 .....	7
1.3 公司总体经营概况 .....	9
2. 海空军战略需求升级贡献订单，军品有力保障公司业绩 .....	11
2.1 我国外部战略压力增大，安全需求升级 .....	11
2.2 国防实力标志，我国战略投送能力严重不足 .....	13
2.3 老骥伏枥，运-8 平台焕发生机 .....	16
2.4 鲲鹏展翅，运-20 将成大器者 .....	18
2.5 轰-6、歼轰-7 核心机型地位未改 .....	20
3. 民用航空潜力巨大，公司有望复制空客成长轨迹 .....	22
3.1 航空市场风景这边独好 .....	22
3.2 我国构建完整飞机谱系，寻求垄断竞争中突围 .....	23
3.3 海内外认可度不断提升，支线飞机逐步打开全球市场 .....	24
3.4 布局大飞机，力争 ABC 三分天下 .....	29
3.5 有望复制空客发展轨迹，打造我国飞机产业旗舰 .....	32
4. 其他业务介绍：稳定增长，有力支撑公司业绩 .....	35
4.1 起落架业务稳定增长 .....	35
4.2 刹车制动系统业务业绩超预期 .....	36
4.3 国际转包业务合作层次有望不断提升 .....	37
5. 盈利预测与估值 .....	38
7.1 盈利预测 .....	38
7.2 估值分析 .....	39
6. 风险提示 .....	41

## 图目录

图 1 公司主要产品.....	7
图 2 两次资产重组打造中华飞机旗舰.....	8
图 3 公司股权结构变化历程.....	8
图 4 2014 年股权划转后公司股权结构.....	9
图 5 中航飞机 1997-2013 年营业收入及增速.....	10
图 6 中航飞机 1997-2013 年归母净利润及增速.....	10
图 7 中航飞机 2013 年营业收入构成.....	10
图 8 中航飞机 2007-2013 年航空产品毛利率水平.....	10
图 9 习近平强调加快建设空天一体、攻防兼备的强大人民空军.....	11
图 10 过去 25 年我国军费开支规模及增速.....	12
图 11 2012 年部分国家及地区军费占 GDP 比重.....	12
图 12 2013 年美、欧、俄、中空中力量对比.....	12
图 13 空、海、路运输速度比较.....	14
图 14 近年来局部战争美军动用运输机规模.....	14
图 15 2013 年主要国家军用运输机分布.....	15
图 16 2013 年世界主要型号军用运输机分布.....	15
图 17 2013 年主要国家特种作战飞机分布.....	16
图 18 运-8 运输机.....	16
图 19 空警 200 预警机（运-8 平台）.....	16
图 20 2013 年我国军用运输机数量构成.....	18
图 21 2013 年我国运 8 运输机与改装机比例.....	18
图 22 陕飞集团 2009-2011 营收及增速.....	18
图 23 陕飞注入资产净利润及增速.....	18
图 24 运-20 衍生机型想象图.....	19

图 25	美国、俄罗斯和中国军用运输机比较: 我国战略运输机数量严重不足	20
图 26	轰-6 轰炸机	21
图 27	歼轰-7	21
图 28	未来 20 年世界飞机增长数量分布: 亚洲将领跑全球	22
图 29	未来 20 年中国航空运输量复合增速 6.5%以上	23
图 30	未来 20 年中国民航机队规模复合增速 5.65%	23
图 31	世界支线飞机市场: 巴西航空工业和庞巴迪合计占比 74%	24
图 32	世界主要民用飞机系列客座分布	24
图 33	ATR 2012 年预测未来 20 年全球涡桨飞机需求量	25
图 34	公司新舟飞机交付情况	26
图 35	新舟 60 飞机	27
图 36	新舟 600 飞机	27
图 37	ARJ-21 客机下线交付仪式	27
图 38	ARJ-21 生产流程	29
图 39	2013 年全球飞机分布	30
图 40	未来 20 年全球飞机增长分布	30
图 41	未来 20 年世界 90-175 座单通道飞机增长地区分布	30
图 42	单通道飞机(90-230 座)增长情况	30
图 43	C-919 供应商, 中航飞机承担重任	31
图 44	我国空客 A320 架数及增速	32
图 45	我国波音 B737 架数及增速	32
图 46	全球现役空客 A320 架数	32
图 47	全球现役波音 B737(NG)架数	32
图 48	1973-2010 年波音、空客每年出货量及市场份额	32
图 49	空客首款飞机 A300B 于 1972 年首飞	34
图 50	Y8 系列飞机起落架	35
图 51	J10 战斗机起落架	35
图 52	中航起 2012-2014 年预测净利润及增速	36
图 53	中航制动 2012-2014 年预测归母净利润及增速	36
图 54	国际转包业务层次: 公司未来有望达到 RSP 风险合作伙伴阶段	37

图 55 公司 PE 历史走势图.....39

图 56 公司 PB 历史走势图.....39

## 表目录

表 1 中国未来 20 年军用飞机市场需求测算 .....	13
表 2 军用运输机分类 .....	13
表 3 大型运输机及其改装机型 .....	15
表 4 运-8X 与 C-130J 性能比较 .....	17
表 5 运-8 平台改装机型 .....	17
表 6 运 8 平台机 2012 和 2013 数量比较（单位：架） .....	18
表 7 世界主要战略运输机性能参数比较 .....	19
表 8 中国未来 20 年民用飞机需求测算 .....	22
表 9 2014 TOP 6 涡桨支线飞机类型分布 .....	25
表 10 类 ARJ 支线飞机比较 .....	28
表 11 2014 英国范堡罗航展部分订单数据 .....	28
表 12 2013-2014 年 TOP 10 干线飞机分布 .....	29
表 13 类 C919 大飞机比较 .....	31
表 14 我国大飞机项目进展时间表 .....	31
表 15 国际转包业务 .....	37
表 16 中航飞机分产品收入预测 .....	38
表 17 飞机及发动机板块总装类上市公司估值表 .....	39
表 19 中航飞机盈利预测 .....	40

# 1. 公司简介：两次资产重组打造中华飞机旗舰

## 1.1 公司简介

中航飞机股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1997 年，公司是原西飞国际并购陕西飞机工业（集团）有限公司、中航飞机起落架有限责任公司、西安航空制动科技有限公司、西安飞机工业（集团）有限责任公司四家公司航空业务相关资产后，重新组建而成，原西飞国际公司证券简称也因此变更为“中航飞机”（2012 年 12 月 20 日前公司简称为“西飞国际”），证券代码：000768.SZ。

公司是科研、生产一体化的特大型航空工业企业，是我国大中型军、民用飞机的研制、生产基地，国家一级企业。公司以军、民飞机整机生产和国外转包零部件生产为主，拥有集团绝大部分的飞机零部件转包业务，国产支线飞机新舟系列、ARJ21 的制造（85%，ARJ21 的总装除外）、C919 机体制造等业务，并研制生产轰 6、歼轰 7（飞豹）、运-8、运-20 等军用飞机，是国内市场首家注入航空整机资产的上市公司。

图 1 公司产品



资料来源：公司网站，海通证券研究所

## 1.2 公司股权结构变化历程与现状

1997 年 6 月，西飞国际成立时股本为 1.70 亿股，其中公开发行 A 股 6000 万股。因当时发行额度受限，仅将飞机生产制造业务中相对独立的一部分资产注入上市公司。1999 年 8 月，公司以 10 比 3 比例配股，股本变更为 2.21 亿股。同年 12 月，资本公积转增股本，每 10 股转增 5 股，股本变更为 3.32 亿股。配股后，西飞拥有的全部转包生产线注入上市公司。

2000 年 11 月，公司公开发行 6000 万股，募资用于飞机零部件生产线的技术改造，

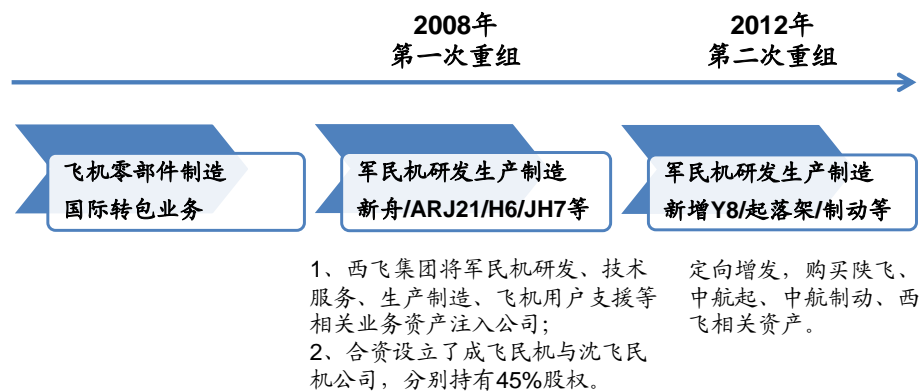


解决生产中的瓶颈问题,满足国产新型支线客机 MA60 的巨大市场需求及转包生产量的增长,总股本增至 3.92 亿股。2005 年 4 月,资本公积转增股本,每 10 股转增 6 股,股本变更为 6.26 亿股。2006 年 5 月,公司股权分置改革成功实现了全流通,其中社会公众股为 3.54 亿股,占总股本的 56.51%,国有法人股为 2.72 亿股,占总股本的 43.49%。

2008 年 1 月,公司采取非公开定向发行股票方式向控股股东西飞集团公司和九家机构投资者分别发行 3.70 亿和 1.30 亿股普通股股票,发行后公司股本变更为 11.26 亿股,其中社会公众股为 4.84 亿股,占总股本的 42.93%,国有法人股为 6.43 亿股,占总股本的 57.07%,募集资金 31 亿元。此次增发,西飞集团将民用飞机研发、飞机技术服务、除特殊型号军机的总装以及军机调整试飞外的飞机生产制造业务、飞机用户支援等飞机相关业务资产注入公司。同时,公司用此次募集资金与成飞公司、中航投资设立了成飞民机公司,与沈飞、中航投资设立了沈飞民机公司,公司分别持有上述两家公司 45% 股权。通过此次资产整合,西飞进一步完善了飞机研制产业链,拥有了飞机整机的生产能力,并通过募集的资金发展大型机翼制造技术,全面提升飞机生产制造能力。2009 年初,西飞在天津滨海新区设立全资子公司,承担空客 A320 系列飞机机翼总装项目。

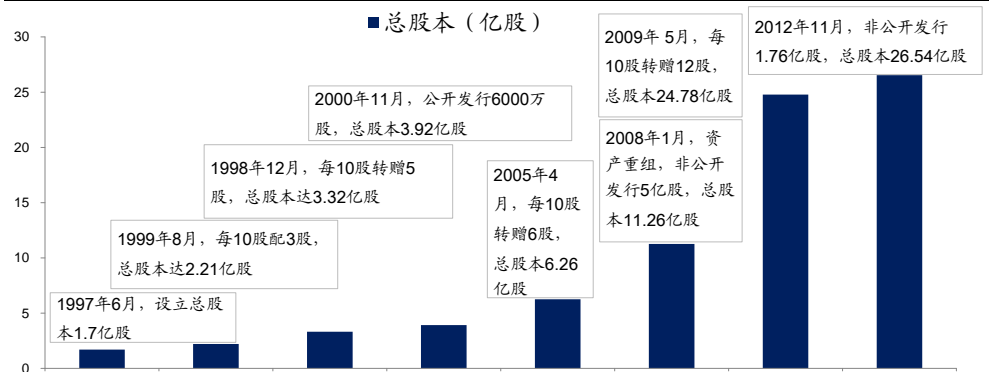
2009 年 5 月,公司资本公积转增股本,每 10 股转增 12 股,转增后股本变更为 24.78 亿股。2012 年 11 月,公司向陕飞公司、中航起、中航制动、西飞公司合计非公开发行 1.76 亿股购买相关资产。本次变更后公司股份为 26.54 亿股,西飞集团公司持有公司股份 55.12%,为公司的控股股东。

图 2 两次资产重组打造中华飞机旗舰



资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

图 3 公司股权结构变化历程



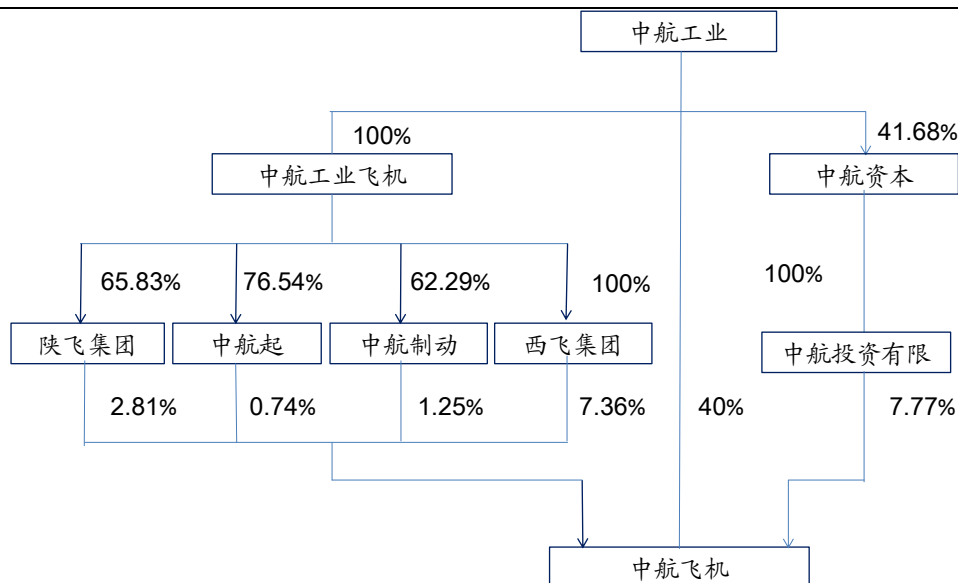
资料来源: 公司年报, 海通证券研究所



至 2014 年 6 月 30 日, 公司总股本 26.54 亿股, 控股股东为西飞集团公司, 持股比例 47.36%; 实际控制人为中国航空工业集团公司, 持股比例 59.92%。

2014 年 9 月 19 日, 经中国证监会批复, 公司控股东西飞集团公司拟将其所持公司 10.62 亿股 (占公司总股本的 40%) 的股份无偿划转给实际控制人中航工业。划转后, 公司的控股股东和实际控制人为中航工业, 持股比例仍为 59.92%, 直接持股比例 40%。

图 4 2014 年股权划转后公司股权结构



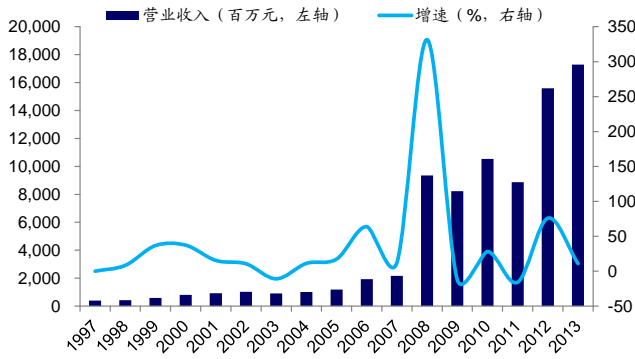
资料来源:《关于公司控股股东国有股权无偿划转的提示性公告》, 海通证券研究所

### 1.3 公司总体经营概况

经过资产注入, 公司除原有飞机整机生产和国外转包零部件生产, 新增运-8 系列飞机、飞机起落架、飞机机轮刹车等零部件的生产能力, 进一步提高公司飞机零部件国际转包生产能力, 完善了公司航空制造产业链、丰富了公司产品结构。研发是飞机制造业务的核心环节, 西飞集团和陕飞集团的研发资产进入公司后, 进一步提升了公司核心竞争力。重组后公司打造出军民融合的军机、民机两大产业体系, 成为我国飞机制造领域的旗舰企业。

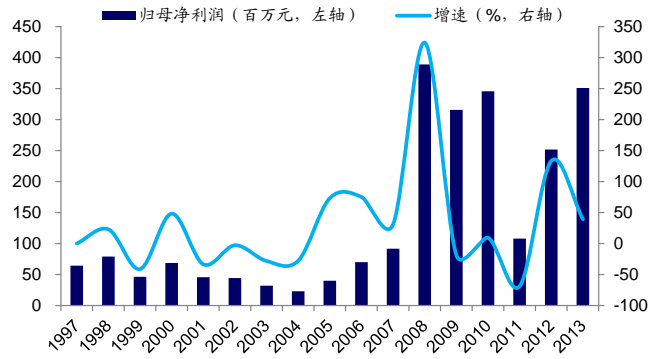
从公司历史业绩来看, 公司 2007 到 2008 年营收大幅增加的原因是飞机整机制造业资产注入导致企业的外延式增长, 2009 年营收、利润同时出现下滑原因是全球经济不景气导致飞机交付数量的减少, 以及控股子公司西飞铝业公司预付山西振兴集团公司铝锭采购款余额 1.26 亿元协议到期后未按期收回。2010 年公司的基本面得到改善, 盈利能力大幅提升。2011 年受国家经济政策调控和国际金融危机等因素的影响, 民机市场需求不足, 业绩下滑。2012 年因资产注入, 经营内容发生相应变化, 业绩大幅提升。2013 年是公司资产重组正式运营的第一年, 得益于航空产品良好的交付情况, 业绩稳步增长。

图5 中航飞机 1997-2013 年营业收入及增速



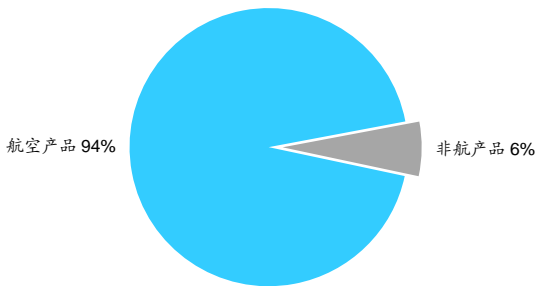
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 中航飞机 1997-2013 年归母净利润及增速



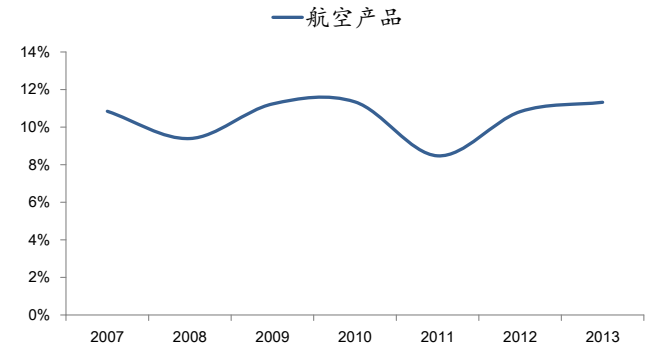
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 中航飞机 2013 年营业收入构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 中航飞机 2007-2013 年航空产品毛利率水平



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. 海空军战略需求升级贡献订单, 军品有力保障公司业绩

### 2.1 我国外部战略压力增大, 安全需求升级

美国的全球战略总体收缩, 结构性突出亚太, 重返亚洲战略逐步深化导致中国外部压力增大。2013年, 作为亚太再平衡战略的“两翼”, 美国进一步加强对第一岛链和第二岛链的军事部署。美国近两年军费呈下降趋势, 但其2014财年国防预算中将亚太作为军费投入重点, 以确保“重返亚太”战略的实施。

我国与周边国家岛屿纷争不断升级。日本军费削减态势彻底扭转, 中日岛屿纷争持续升温。2014年1月, 日本再次追加2014财年国防预算, 新增预算将主要用于为日本海陆空自卫队添置新式装备和进行军事研究。此外, 日本还出台2014争岛财政规划, 经费同比大增23.8%。周边岛屿争端提升我国对维护周边安全的需要。

我国经济、军事战略逐步全球化, 国家领导人高度重视军备, 海空军建设提速。我国国家安全委员会的设立, 东海防空识别区划设等一系列举措体现我国维护国家安全的决心。2014年8月, 在中共中央政治局集体学习时强调“改变维护传统安全的思维定势, 树立维护国家综合安全和战略利益拓展的思想观念; 改变单一军种作战的思维定势, 树立诸军兵种一体化联合作战的思想观念”, 这是十八大以来中央政治局首次集体学习军事问题, 意味着我国国家安全思维和安全战略将升级, 海空军二炮等军兵种的战略地位将进一步提升, 航母、大型运输机、预警机等先进武器装备研制生产并装备部队将进一步提速。

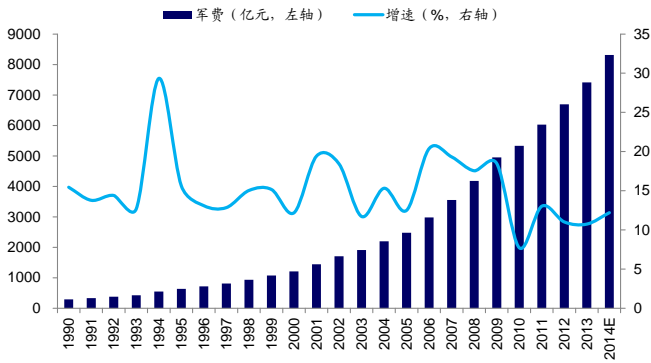
图9 习近平强调加快建设空天一体、攻防兼备的强大人民空军



资料来源: 新华网, 海通证券研究所

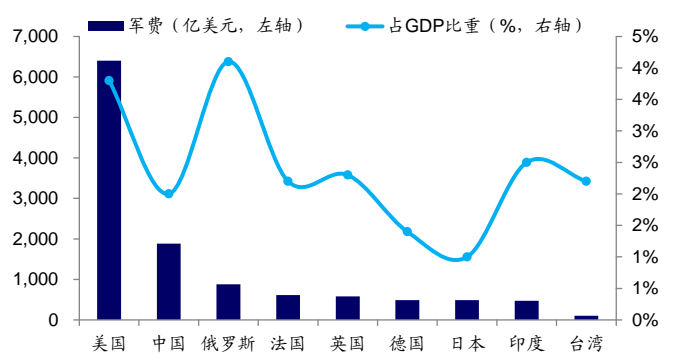
我国军费仍有巨大增长空间。根据斯德哥尔摩研究所(SIPRI)的统计, 2013年中国军费开支列全球第二名, 仅次于美国。然而, 就军费占GDP的比重来看, 近20年中国军费占GDP比重始终保持在1%-1.5%之间, 即使以SIPRI的统计数据(SIPRI对我国军费的统计高于中国官方数据), 中国军费历年来占GDP的比重仍不到2%, 低于英、法、印度、台湾的2%-3%, 更远低于美、俄的4%-5%, 因此我们认为, 我国军费仍有巨大的补偿性增长空间, 预计未来10年我国的国防开支将保持12%左右的年均增速。2014年国防预算8082.3亿元, 同比增长12.2%, 增速高于2013年, 我们预计未来10年仍将保持两位数以上的复合增速。

图 10 过去 25 年我国军费开支规模及增速



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

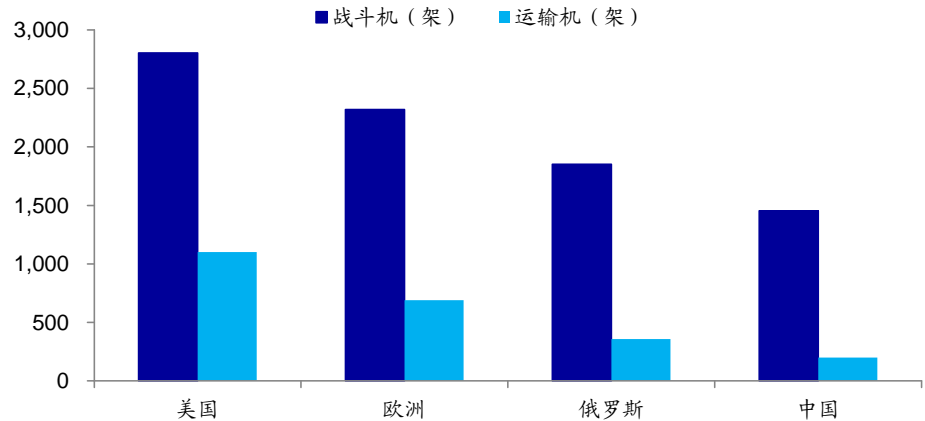
图 11 2012 年部分国家及地区军费占 GDP 比重



资料来源：SIPRI，海通证券研究所

**战机更新换代催生庞大市场。**美国国防部 2014 年的《中国军力报告》认为我国军队当前拥有超过 2800 架飞机，其中作战飞机约 1900 架，拥有现代化作战能力的战机约 600 架，该报告同时评价：“解放军空中力量正在推行规模史无前例的现代化，迅速缩小与西方空中力量的差距”。当前我国军用战机正处于更新换代的关键时期，我们认为未来 20 年现有绝大部分老旧机型将退役，歼-10、歼-11、歼-15、运 20 等将成为空中装备主力，歼-20、歼-31 也将有一定规模列装，运输机、轰炸机、预警机及无人机等军机也会发生较大幅度的数量增长及更新换代，这将为发动机的带来强劲的需求。我们预计，未来 20 年中国各类战机采购需求在约 2900 架，军用航空市场规模将达到 2290 亿美元，折合人民币约 1.4 万亿元。

图 12 2013 年美、欧、俄、中空中力量对比



资料来源：《飞行国际》，海通证券研究所

表 1 中国未来 20 年军用飞机市场需求测算

机种	飞机数量 (架)	单价 (万美元)
战斗机	四代轻	400
	四代重	400
	五代轻	300
	五代重	300
大飞机	中型运输机	200
	大型运输机	400
	中型加油机	100
	大型加油机	100
	中型特种飞机	100
	大型特种飞机	100
教练机	500	
<b>合计</b>	<b>总数量 2900 架</b>	<b>总价值 2290 亿美元</b>

资料来源：根据互联网资料整理，海通证券研究所估测（仅供参考）

备注：特种飞机包括预警机、电子战飞机等，一般加油机、特种飞机都是以运输机为平台改装。

## 2.2 国防实力标志，我国战略投送能力严重不足

### 2.2.1 军事运输机是国防实力重要标志

军用运输机分战略、战术运输机两类。军用运输机是军事部队执行快速部署，空运兵员、作战装备与军用物资、撤离伤病员和进行空降空投等军事任务的运输机。

表 2 军用运输机分类

	战术运输机	战略运输机
起飞重量	60-80 吨	>150 吨
载重量	20 吨	>40 吨
装载航程	3000-4000 千米	>4000 千米
巡航速度	500-700 千米/时	800 千米/时
特点	载重量较小，反应速度快，机场适应能力强，主要在前线的中、小型机场起降，有较好的短距起降能力，使用经济性好。	载重能力强、航程远，能空降、空投和快速装卸，主要是在远离作战地区的大型/中型机场起降，必要时也可在野战机场起降。
用途	在战区附近承担近距离运输兵员及战术物资任务。	主要承担远距离（一般洲际间）、大量兵员和大型武器装备运输任务。
典型机型	C-130（美），安-12（俄），Y-8（中）	C-5、C-17（美），伊尔-76（俄），A-400M（欧），Y-20（中）

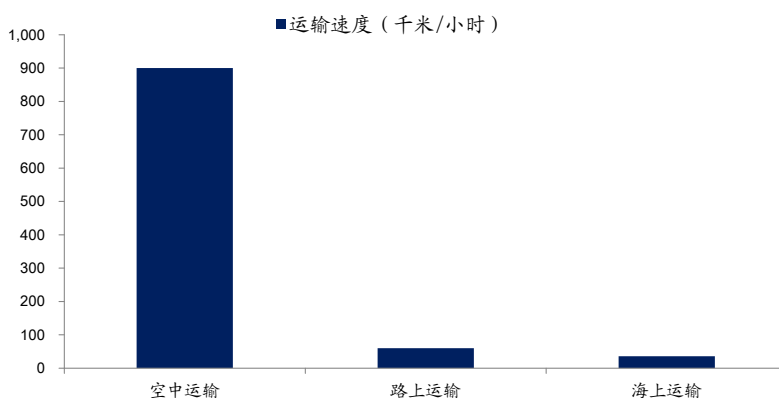
资料来源：海通证券研究所整理

军用运输机已成为决定战争胜负关键因素之一，是衡量国防实力重要标志。现代战争具有突发性强、作战节奏快、作战强度大、物资消耗大、时效性要求高等特点，需要各军兵种全面协同、各类先进武器装备迅速部署到位。以大型军用运输机为主体的空中

运输可快速、灵活和有效地保障作战人员和物资供应，快速远距离提供机动能力，从而成为部队战略开进和快速部署的重要支柱，战争物资和武器装备后勤供应的关键手段。

**大型运输机投送速度远超海路运输。**空运和海运、陆运一起组成完整的军事运输系统。现代军用运输机的巡航速度一般可达 800 千米/小时以上，是陆上运输速度的 15 倍，海上运输速度的 25 倍，在整个军事运输系统中具有更高的战略地位。2003 年的伊拉克战争中，土耳其拒绝美军使用其空军基地，美军 15 架 C-17 从意大利起飞，用时 9 小时，将近千名伞兵组成的第 173 空降旅空运到伊拉克北部，开辟了北方战线。采用海运方式将在土耳其的美军绕道苏伊士运河运到伊拉克南部时，仗已打完。

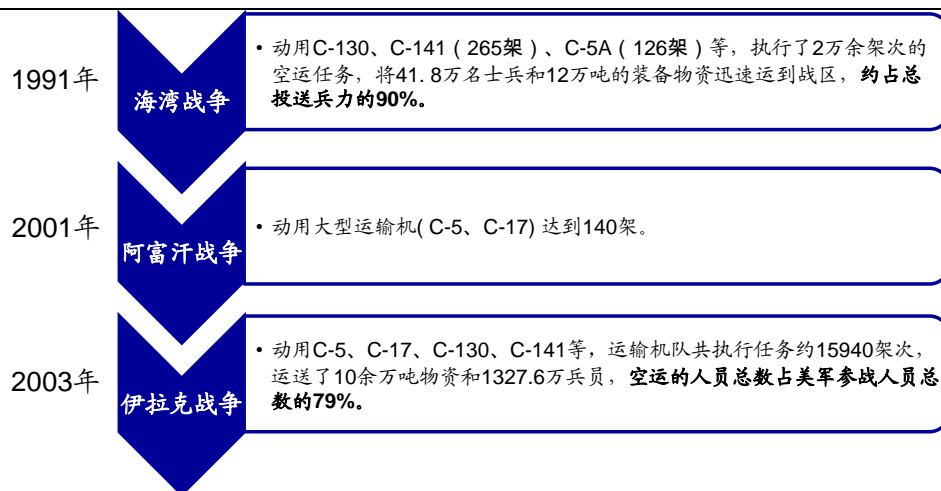
图 13 空、海、路运输速度比较



资料来源：中国航空信息网，海通证券研究所

**可实现全球覆盖，近年来战争中动用规模接近主力战机。**现代大型运输机的航程已达 4000 千米以上，可覆盖辽阔的疆土(我国东西长约 5000km)，经空中加油后，可实施全球性运输。大规模应用军用运输机直接提高了整个部队的机动和快速反应能力，加强了对战争进程的控制能力，增强了部队持续作战的能力。近年来发生的海湾战争、阿富汗反恐战争和伊拉克战争等军事冲突中，以大型军用运输机为主的支援保障飞机首当其冲，动用规模接近主战飞机，充分说明大型军用运输机在快速、机动和大纵深作战中的重要作用。

图 14 近年来局部战争美军动用运输机规模



资料来源：海通证券研究所整理



### 2.2.2 强大空中平台，改装能力丰富

军用运输机是预警指挥、加油、电子对抗等特种作战飞机的空中载机平台。现代高技术战争中信息对抗、战场指挥和作战支援所需要的预警指挥机、加油机等支援保障飞机在作战中的地位和作用非常显著，但需求数量有限，专门研制这类飞机投资大，经济性低，因此国外大多选择以现有大型民机或军用运输机为载机平台，充分利用大型运输机装载空间大及留空时间长等优势，加装相应的任务设备改装而成。例如俄罗斯以大型军用运输机伊尔-76飞机为平台发展了预警机A-50、空中加油机伊尔-78；美国以大型民用客机波音-707为平台发展了空中加油机KC-135、空中预警机E-3、空中通信机E-6和远距雷达监视飞机E-8等。

表3 大型运输机及其改装机型

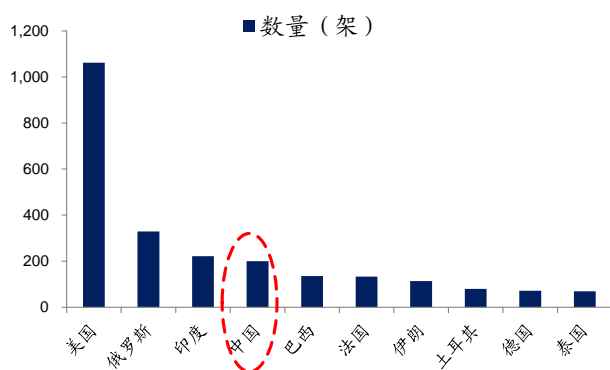
运输机	改装机型	改装类型
伊尔-76	A-50	预警机
	伊尔-78	空中加油机
波音-707	E-3	预警机
	KC-135	空中加油机
	E-6	空中通信机
	E-8	远距雷达监视飞机

资料来源：海通证券研究所整理

### 2.2.3 我国与发达国家差距巨大，增长迅速

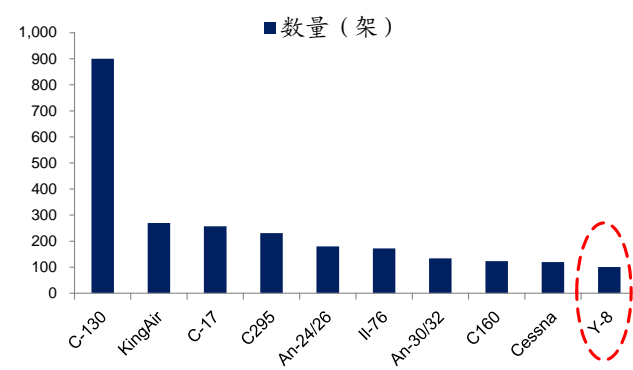
近年来，我国运输机数量逐年增加。2011年拥有运输机109架，占全球运输机总数的2%，2014年达到200架，占比提升到5%，但规模仍远小于美国（1062架）和俄罗斯（329架），甚至少于同是发展中国家、领土面积相似的印度（222架）。

图15 2013年主要国家军用运输机分布



资料来源：飞行国际，海通证券研究所

图16 2013年世界主要型号军用运输机分布

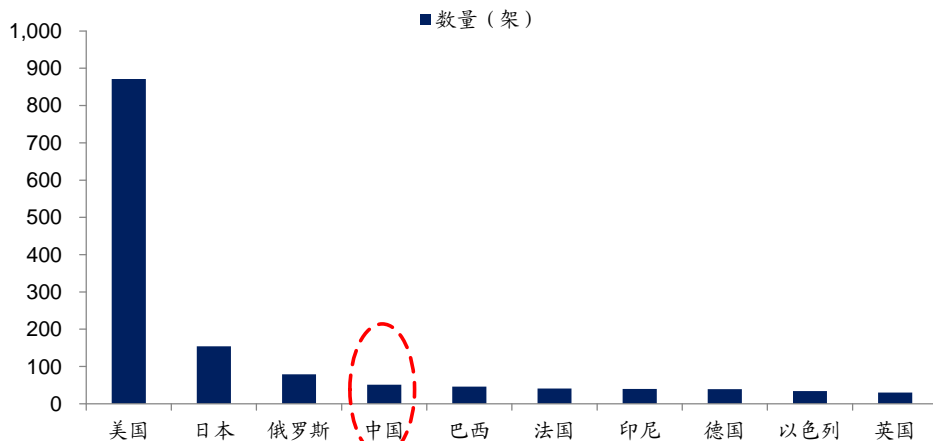


资料来源：飞行国际，海通证券研究所

特种作战飞机方面,2014年我国特种作战飞机仅51架,是日本特战飞机数量的1/3,美国特战飞机数量的6%。



图 17 2013 年主要国家特种作战飞机分布



资料来源：飞行国际，海通证券研究所

### 2.3 老骥伏枥，运-8 平台焕发生机

运-8 历经 40 年不断改进提升，性能接近 C-130。目前我国的战术运输机主要以运-8 为主。运-8 是运输机由中国陕西飞机制造公司研制、以安-12 飞机为原型设计的中型四发涡轮螺旋桨中程多用途运输机，该机可用于空投、空降、运输、救生及海上作业等多种用途。2013 年全球运-8 军用运输机总量 101 架，国内装备 82 架。根据维基百科数据，造价约 2000 万美元。

图 18 运-8 运输机



资料来源：新华网、海通证券研究所

图 19 空警 200 预警机 (运-8 平台)



资料来源：新华网、海通证券研究所

运-8 作为我国目前的主力运输机，具有很宽的适用范围。自 1974 年试飞以来历经 40 年持续改进，性能不断提升，与美国 C-130 系列差距不断缩小。

**表 4 运-8X 与 C-130J 性能比较**

	Y-8X	C-130J
国家	中国	美国
货舱容积 (立方米)	180	160
最大起飞重量 (吨)	81	79.4
最大商载 (吨)	30	20
满载航程 (千米)	2500	3791
最大载油量 (吨)	26.5	20.5+8.5
巡航速度 (千米/小时)	570	628
巡航高度 (米)	9000	8500

资料来源: 维基百科, Lockheed Martin, 海通证券研究所

**运-8 改装机型极其丰富。**以运-8 为基础的衍生机型丰富, 包括民机和各种特种作战飞机。我国以运-8 为平台装备了数种电子系统先后改装发展了预警机 (空警-200)、电子战、指挥控制、海上巡逻机等多种特种支援飞机, 为完善中国空军和海军的支援战机奠定了基础。

运-8 最新改型为高新 6 号新型反潜巡逻机。据“联合报”的报道, 高新 6 号的最新的固定翼的反潜机无论是平台设计、电子设备、侦察手段甚至现代化的攻击的程度都在海面上、反潜上高于 P-3C 反潜机, 而且与日本最新研制的 P-1 反潜机旗鼓相当。目前航空反潜当中国固定翼的反潜机是我军短板, 航空反潜机长期属于世界的低水平, 目前反潜机大约仅十余架, 且多数为老旧的反潜能力严重落后的机型, 据台湾《联合报》报道称, 高新 6 号反潜机如果顺利服役, 将使中国成为继美国、俄罗斯、英国、法国和日本之后, 第六个研发大型固定翼反潜机的国家, 对于应对日益复杂的亚太地区问题具有极大的战略意义。据凤凰网等媒体报道, 我国高新-6 号需求量约 30 架, 相比之下, 日本仅 P-3 系列侦察机已有 110 架, 我国要实现海岸线的局势稳定仍需要更多的反潜机。未来, 运-8 平台在反潜机上会焕发。

**表 5 运-8 平台改装机型**

用途	型号	用途
军用	Y-8	军用战术运输机
	Y-8A	黑鹰直升机载机
	Y-8E	无人机载机
	Y-8W	空中预警机 (AEW)
	Y-8J	电子侦察机
	Y-8X	海上巡逻机 (MPA)
	高新 6 号	反潜巡逻机
民用	Y-8B	民用型
	Y-8C	全气密型
	Y-8D	出口型
	Y-8F	改进货运型
	Y-8	航空测量型

资料来源: 维基百科, 海通证券研究所

**我国主力战略投送力量, 运-20 量产前地位无可替代。**面对日益复杂的国际局势, 在运-20 批量生产前, 运-8 的战略地位无可替代, 仍有广阔需求空间。根据《飞行国际》

发布的《世界空中力量》数据, 2013-2014 我国运输机总数增加 14 架, 其中运-8 增加了 12 架。2014 年我国运输机总数 200 架, 其中运-8 82 架, 运-7 80 架。2014 年我国特种飞机数量 51 架, 其中 Y-8 平台改装机 40 架。

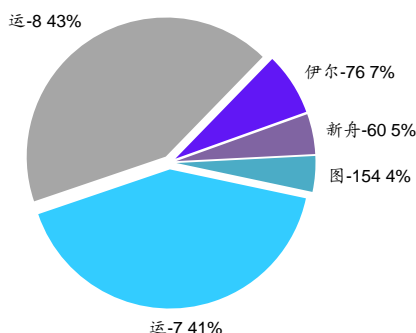
表 6 运 8 平台机 2012 和 2013 数量比较 (单位: 架)

	Y 8	Y-8 (AEW)	Y-8(Recce)	Y-8(MPA)	运 8 系列总数	运输机总数	特种飞机总数
2012	71	15	21	3	110	186	53
2013	82	16	21	3	122	200	51

资料来源: 飞行国际, 海通证券研究所整理

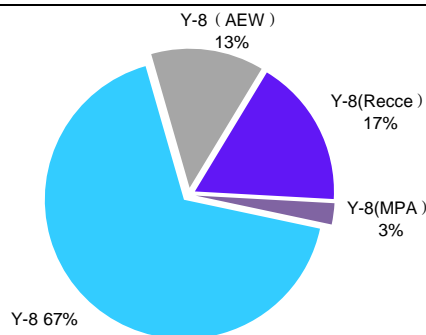
备注: AEW (预警机), Recce (侦察机), MPA (海上巡逻机)

图 20 2013 年我国军用运输机数量构成



资料来源: 飞行国际, 海通证券研究所

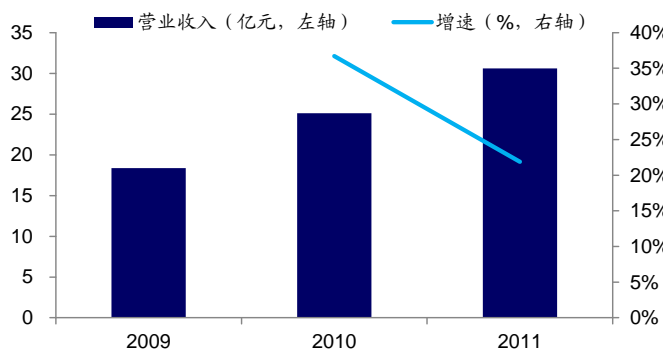
图 21 2013 年我国运 8 运输机与改装机比例



资料来源: 飞行国际, 海通证券研究所

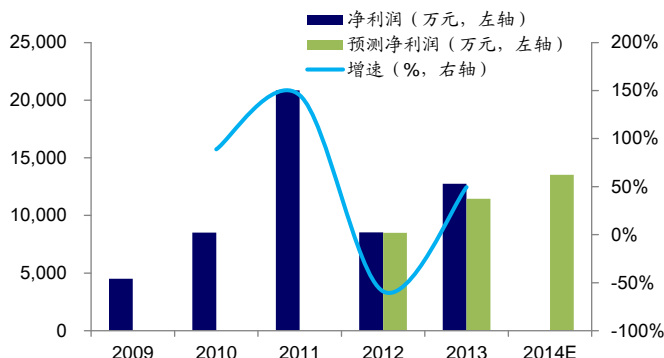
从 2012、13 年陕飞注入资产 (主要为运 8) 盈利预测的实现情况来看, 实际净利润高于预期, 反映运-8 飞机交付情况良好。我们预计在运 20 量产前, 运 8 系列飞机营收和净利润将继续稳定增长。

图 22 陕飞集团 2009-2011 营收及增速



资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

图 23 陕飞注入资产净利润及增速



资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

## 2.4 鲲鹏展翅, 运-20 将成大器者

**运 20 战略运输机性能接近美俄。**运-20 运输机是国内最大型的军用运输机, 最大起飞重量达 200 吨, 最大载重达 66 吨, 性能超越同类型的伊尔-76, 接近 C-17。目前, 运-20 配备四台俄罗斯生产的 D-30KP-2 型发动机。根据俄罗斯《独立军事评论》报道,

中国已有飞机制造业人士宣布运-20 将在换装国产大推力发动机。

表 7 世界主要战略运输机性能参数比较

	C-17	IL 76	A- 00M	Y-20
国家	美国	俄国	欧	中国
首飞时间	1991	1971	2007	2013
服役情况	现役	现役	现役	试飞中
最大起飞重量(吨)	265	170	141	220
最大载重(吨)	7	47	37	60
最大巡航速度(千米/小时)	830	750-800	760-810	800
最大载重航程(千米)	4630	3800	3300	4400

资料来源：维基百科，海通证券研究所

2013 年，运-20 首次试飞成功，意义堪比载人航天。运-20 的研制可带动包括航空制造、航空发动机、航空电子、材料科学、装备制造、航空零部件等整个航空产业升级。运-20 运输机一方面能帮助中国建设可靠的远程军事航空运输和力量投送能力；另一方面运-20 具备很强的改装潜力，能改装为加油机、空中预警机、大型轰炸机等，有助于满足我国军队信息化建设的需求，未来应用前景极其广阔。

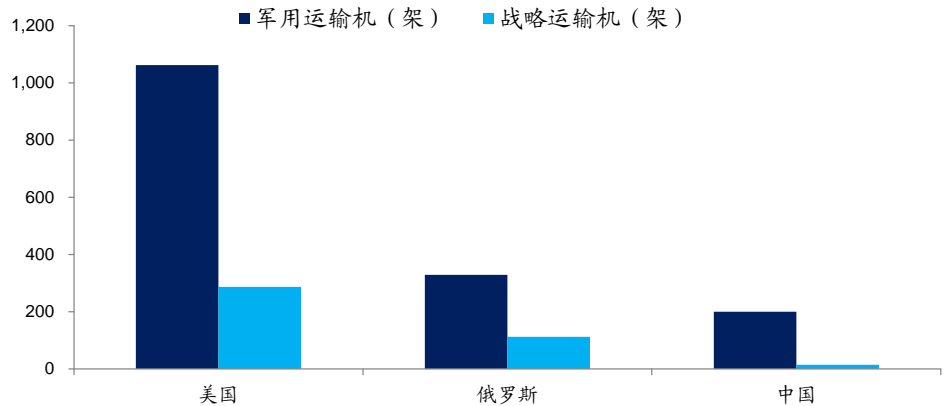
图 24 运-20 衍生机型想象图



资料来源：战略网，海通证券研究所

我国战略运输机数量严重不足且依赖进口，运 20 未来 20 年需求 400 架 5000 亿元以上。根据《飞行国际》数据，2014 年美国运输机总量 1062 架，战略运输机 C-5 66 架，C-17 221 架；俄罗斯运输机总量 329 架，战略运输机 An-22 6 架，An-124 9 架，IL-76 97 架；而我国战略运输机仅有 14 架从俄罗斯购买的 IL-76。

图 25 美国、俄罗斯和中国军用运输机比较：我国战略运输机数量严重不足



资料来源：飞行国际，海通证券研究所

据《中国军民融合发展报告 2014》数据，我国未来需要 10 个以上的运输机团、400 架以上的运-20 系列飞机，才能满足在亚洲地区执行任务的需求。按单价 10 亿元以上计算，价值有望达到 5000 亿元。

据俄罗斯《独立军事评论》报道，俄罗斯的伊尔-476 研制进度过慢，投产日期一再遭到延误。而伊尔-476 实际上是在伊尔-76 基础上更换发动机和机载设备，与之形成鲜明对比的是，运-20 项目要顺利得多，2006 西飞才获得国家首笔拨款，几乎同时伊尔-476 装配线开始建设。一旦运-20 能通过数年的试飞验证，未来更将可打入国际市场，与俄罗斯的伊尔-476 竞争，抢占国际大型军用运输机市场。

军机试飞通常有数架原型机，并会逐渐对部件进行改进，我们预计短期内运-20 会给公司带来少量零部件及试验机订单，短期会对公司业绩产生一定贡献。俄罗斯《独立军事评论》预计 2017 年运-20 将开始装备我国军队。我们预计运-20 批量生产后增厚业绩约 10-15 亿元，从长期来看未来运-20 的批量生产能拉动整个航空制造业的全产业链。

## 2.5 轰-6、歼轰-7 核心机型地位未改

轰-6 轰炸机是中国仿制苏联图-16 中型轰炸机而研制生产的一种中型喷气式轰炸机，目前是我国空军战略轰炸力量的核心机种之一。轰-6 于 1968 年 12 月 24 日首飞成功，1969 年投入批量生产。根据维基百科的数据显示，目前该机制造数量在 162-180 架，单位成本为 1600 万美金。飞行国际数据显示，目前我国共装备轰-6 134 架。

经过 40 多年的发展，轰-6 总共发展了 10 种衍生机型，性能不断提高，2013 年 4 月轰-6K 新型轰炸机携带巡航导弹首次曝光，该机型目前已装备，作战半径超过 3500 公里，打击能力覆盖第二岛链，具备向关岛和中南半岛地峡发射远程巡航导弹的能力，是中国战略打击力量的重要组成部分。此外，轰-6 还被改装为空中加油机“轰油-6”，该机可为歼-8、歼-10 空中加油，在运-20 平台研发成功前，轰油-6 仍为国内研制的主力空中加油机机型。

轰-6 虽已服役 45 年，但面对中国周边热点频发，中日钓鱼岛纷争及美国重返亚太战略包围，轰-6 当今仍具有重大战略意义。其在维持中国轰炸机的实战威慑力同时，保有轰炸机的设计生产人才，为新的真正的战略轰炸机诞生做好准备。

歼轰-7 又名飞豹，是由西安飞机制造集团与 603 研究所合作设计制造的超音速歼击轰炸机，其主要设计用以进行战役纵深攻击以及海上和地面目标攻击，可进行超音速飞



行。该战机于 1973 年开始研发，至 1988 年首次试飞，在 1998 年珠海航展上首次公开，其改良型歼轰 7A 则在 2004 年公布。据飞行国际数据显示，2014 年我国共装备歼轰-7 107 架。根据维基百科数据显示，该机生产数量在 150 架以上，单位造价约 1400 万美元。作为我军海军航空兵和空军的主力机型，维基百科数据显示已知的换装歼轰-7 系列的单位至少有 10 支航空团，满编的理想额度至少超过 240 架。

因此，作为我国目前核心机型，轰-6 在战略轰炸机研制成功前，面临复杂态势仍有放量空间，歼轰-7 距满编理想额度仍具有不小距离。预计未来 5-7 年轰-6、歼轰-7 数量将继续保持稳定增长。

图 26 轰-6 轰炸机



资料来源：新华网，海通证券研究所

图 27 歼轰-7



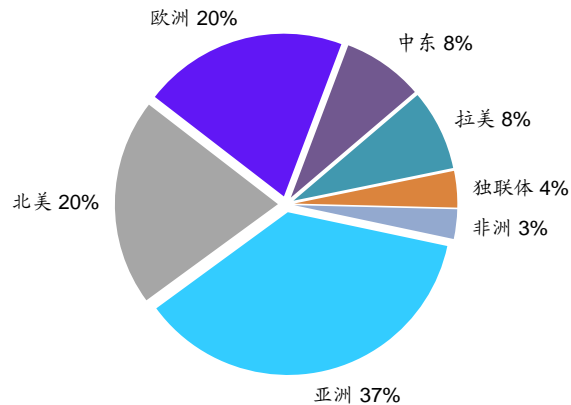
资料来源：新华网，海通证券研究所

### 3. 民用航空潜力巨大，公司有望复制空客成长轨迹

#### 3.1 航空市场风景这边独好

未来 20 年中国航空市场将领跑全球。在国际经济不景气的环境下，受我国宏观经济推动，我国航空运输业仍迅速发展。空客最新市场预测报告称，未来 20 年亚太地区将超越北美和欧洲市场，成为世界最大的航空运输市场，中国航空市场增长将领跑全球。波音预测未来 20 年全球共需要民用飞机 36770 架，价值 5.2 万亿美元，增长主要集中在亚洲、北美和欧洲。

图 28 未来 20 年世界飞机增长数量分布：亚洲将领跑全球



资料来源：波音公司，海通证券研究所

波音公司 2013 年预测未来 20 年中国将需要 5580 架新飞机，总价值达 7800 亿美元，到 2032 年中国民航机队的规模将达到现有机队的三倍。根据民航局公告，截至 2013 年底，中国民航全行业运输飞机期末在册架数为 2145 架。若以 3 倍计算，2032 年将达到 6000 架以上。

中国航空工业集团公司 2013 年预测未来 20 年我国共需要新增民用客机 5288 架，其中大型喷气客机 4396 架，支线飞机 892 架。到 2032 年年末中国民用飞机的机队规模将达到 6691 架，是 2012 年机队规模的 3.4 倍；未来机队仍将以单通道干线飞机为主，但宽体干线飞机和支线飞机比例会增加。中国商飞公司预测未来 20 年，中国预计接收 5357 架新机，价值约为 6470 亿美元，其中双通道喷气客机约为 1029 架，单通道喷气客机约为 3602 架，涡扇支线客机为 726 架。

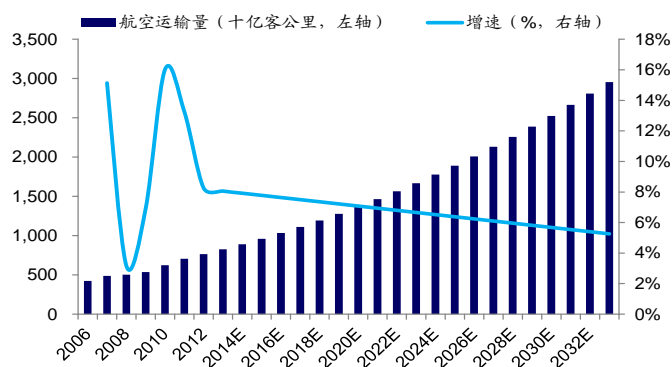
我们以 7560 亿美元市场需求量测算，假设国产飞机分享 1/3 的单通道和支线飞机市场，价值将至少 9000 人民币亿元以上。

表 8 中国未来 20 年民用飞机需求测算

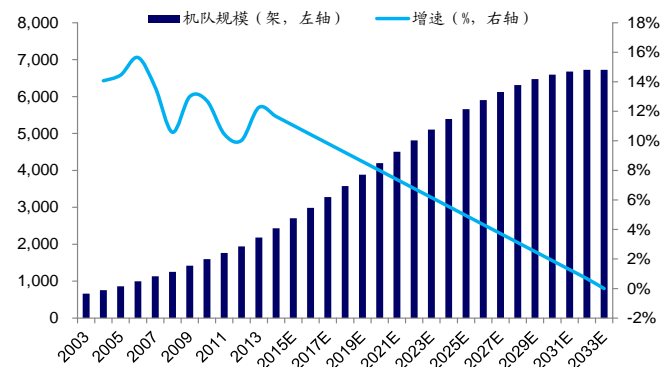
机种	飞机数量 (架)	单价 (万美元)	小计 (亿美元)
双通道飞机	1000	30000	3000
单通道飞机	3600	12000	4320
支线飞机	80	3000	240
合计	5400	总价值 (亿美元)	7560

资料来源：海通证券研究所测算



**图 29 未来 20 年中国航空运输量复合增速 6.5%以上**


资料来源：波音公司，海通证券研究所

**图 30 未来 20 年中国民航机队规模复合增速 5.65%**


资料来源：中国民用航空局，波音公司，海通证券研究所

### 3.2 我国构建完整飞机谱系，寻求垄断竞争中突围

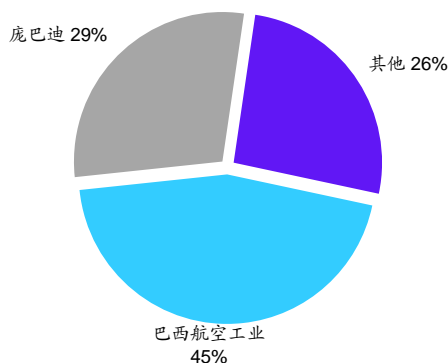
**发展飞机产业意义重大。**航空工业属于资金、技术和资源密集型产业。研制和发展航空工业，是一个国家工业、科技水平和综合实力的集中体现。航空工业产业链长、辐射面宽、联带效应强，尤其是大型飞机，是现代高新技术的高度集成，不仅能带动诸多基础学科的重大进展，还能带动新材料、现代制造、先进动力、电子信息、自动控制、计算机等领域关键技术的群体突破，拉动众多高技术产业发展。波音公司的研究指出，民机销售额每增长 1%，对国民经济的增长拉动为 0.714%；一个航空项目发展 10 年后给当地带来的效益产出比为 1:80，技术转移比为 1:16，就业带动比为 1:12。美国智库兰德公司的研究也指出，航空高科技企业及其核心技术衍射到相关产业，可以达到 1:15 的带动效应。

无论就其战略意义，高附加值还是庞大市场需求，欧、美、巴西、加拿大、中、日、俄纷纷发展布局航空产业发展，以期未来分享航空市场的“巨大蛋糕”。对中国而言，20 年后中国的国内航空客运周转量将超过美国，成为全球航空客运周转量第一的国内航空客运市场，飞机需求占全球飞机总需求的 15%，航空市场发展的重要意义不言而喻。

**波音和空客垄断干线飞机市场，**全球航空制造资源向少数垄断企业集中，世界上有能力制造出大型飞机的企业更是屈指可数。经过一百多年的发展，逐步形成了垄断竞争的局面，以波音和空客为代表的垄断经营组织，占据了干线飞机市场的绝大部分份额。波音和空客不断扩充实力，占有了全球飞机制造业的资源和技术优势，其他企业则成为其零部件转包商。根据《中国经济周刊》报道，波音空客在中国市场的占有率合计超 97%。

**巴航和庞巴迪垄断支线飞机市场。**世界支线飞机市场目前基本由巴西航空工业和庞巴迪占据。巴西航空工业公司占世界支线飞机市场份额的 45% 左右，主要为 ERJ 系列，座位在 70-122 个之间；庞巴迪公司的支线飞机主要有 CRJ 系列，客座分布在 50-100 之间，市场占有率 29%。巴西航空工业公司目前占中国支线客机市场的份额高达 78%。

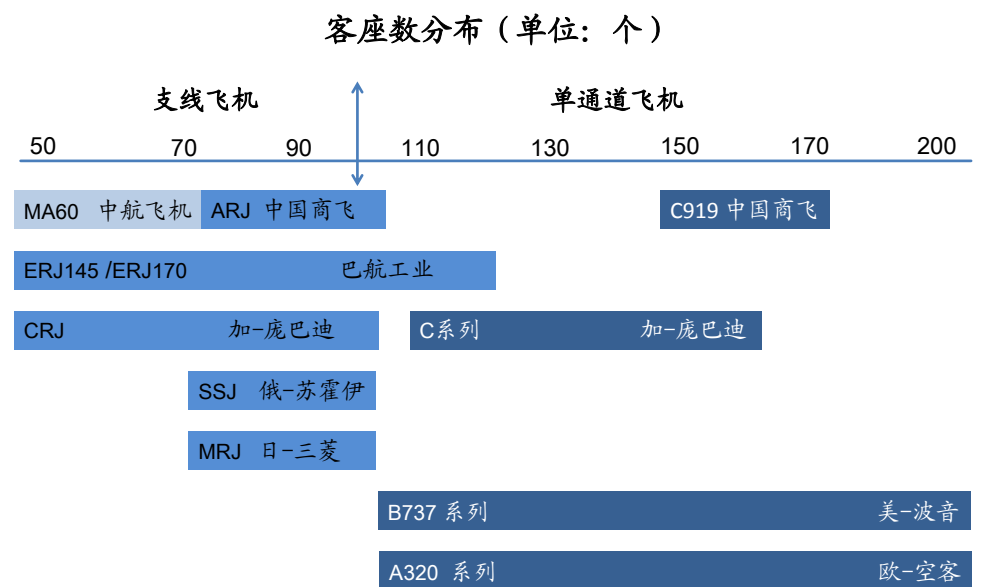
图 31 世界支线飞机市场：巴西航空工业和庞巴迪合计占比 74%



资料来源：民航资源网，海通证券研究所

我国构建完整飞机谱系分享航空大蛋糕。目前，我国已研制和生产的支线飞机包括新舟系列（MA60、MA600、MA700）涡桨支线飞机和 ARJ21 涡扇支线飞机。国产大型客机 C919 有望在 2017 年首飞。新舟系列、ARJ21、C919 共同构成我国完整的多层次民用飞机谱系，实现从高中低端市场的覆盖，有望分享市场带来的丰厚收益。

图 32 世界主要民用飞机系列客座分布



资料来源：海通证券研究所整理

### 3.3 海内外认可度不断提升，支线飞机逐步打开全球市场

#### 3.3.1 新舟系列：立足亚太，拓展全球

支线飞机根据选用的发动机主要分为涡轮螺旋桨式与涡轮风扇式。装有涡轮式发动机的螺旋桨飞机就被称为涡轮螺旋桨飞机。涡桨和涡扇支线客机在性能上并没有明显优劣之分。

与涡扇飞机相比，涡桨飞机主要具有经济性好、乘坐安全、舒适和更为环保等优点。其经济性主要体现在制造成本、使用成本和运营维护成本等方面。对于 400 海里以内的航线，螺旋桨发动机的巡航高度更低，爬升或降落阶段所需的时间也更少。由于燃料价

格上涨以及环保法规日益严格, 涡桨飞机对于支线喷气式飞机的优势也越来越明显。

全球涡桨支线飞机而主要的制造商有 ATR、庞巴迪和中航飞机。目前 ATR 是世界上最大的涡桨支线飞机制造商, 生产 48 座的 ATR-42 和 68 座的 ATR-72, 年交付量共约 40 架。ATR 公司 2013 年的商用涡轮螺旋桨飞机订单中占 74%, 净销售额为 89 架飞机, 而且保持了其近十年来 60% 的占有率。其次是既生产 CRJ 系列的喷气支线飞机又生产 Q 系列涡桨支线飞机的庞巴迪公司, 其中涡桨支线飞机包括 37 座的 Q200、50 座的 Q300 和 74 座的 Q400。

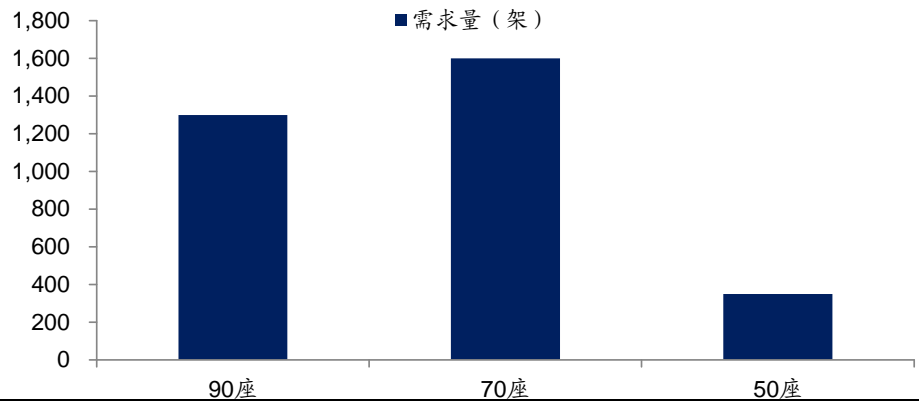
表 9 2014 TOP 6 涡桨支线飞机类型分布

	类型	公司	客座数(个)	2014 在役数量(架)
1	TR 72	ATR	72	581
2	Dash 8 100/200/300	庞巴迪	36/50~56	451
3	Dash 8 Q400	庞巴迪	68~78	421
4	Beechcraft 1900	豪客比奇公司	19	352
5	ATR42	ATR	42	257
6	DHC-6	庞巴迪	20	256
-	新舟 60/600	中航飞机	50-60	40
-	新舟 700	中航飞机	60-80	研制中

资料来源: 民航资源网, 海通证券研究所

据 ATR 2012 年预测, 未来 20 年全球涡轮螺旋桨飞机的需求量将超过 3300 架, 其中 90 座、70 座和 50 座的需求量将分别为 1300 多架、1600 多架和 350 多架。

图 33 ATR 2012 年预测未来 20 年全球涡桨飞机需求量



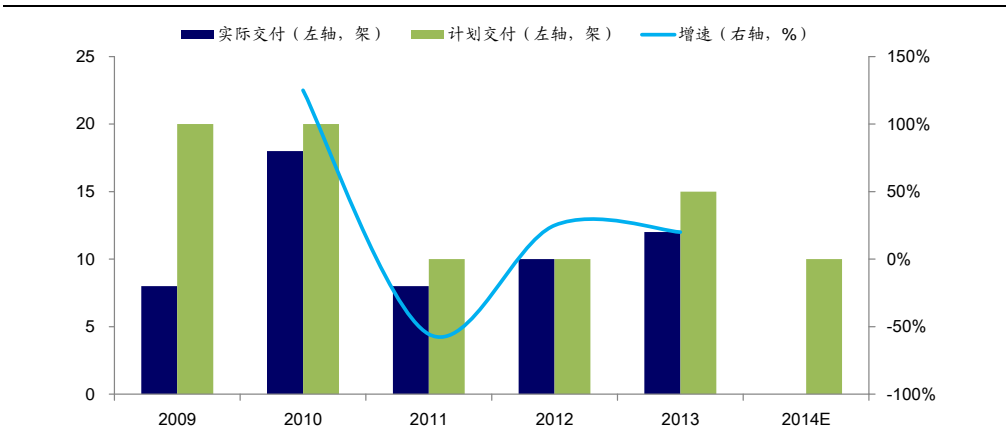
资料来源: ATR 公司, 海通证券研究所

**新舟 60 陆续获海内外最大订单, 新舟 600 提升性能, 亚太市场认可度不断提升。**  
 新舟 60 飞机是西飞集团在运-7 短/中程运输机的基础上研制、生产的 50-60 座级双涡轮螺旋桨发动机支线飞机, 价格约 9000 万元, 为国外同类飞机的 2/3, 直接使用成本比国外同类飞机低 10%~20%。1988 年, 新舟 60 飞机研制项目立项, 2000 年 2 月 25 日首飞成功, 并于同年 12 月取得生产许可证。

新舟 60 于 14 年中先后获得国内幸福航空 60 架大订单(新舟系列史上最大订单)、柬埔寨巴戎航空 20 架订单(新舟海外最大订单), 在国内、国外客户中的认可度不断提升。

新舟 60 的衍生机型有 MA60 海上巡逻机, MA60 的续航力达到 10 个小时, 是运-12 的两倍。一旦投入使用, MA60 将为中国海监总队提供更大的巡逻范围。在我国周边领海主权屡遭侵犯, 国家战略逐步向外扩展的大环境下, 新型 MA60 海上巡逻机将是神兵利器, 预计将有大量该机型订单。

图 34 公司新舟飞机交付情况



资料来源: 公司年报, 海通证券研究所

**新舟 600 性能在新舟 60 基础上进一步提升。**新舟 600 为新舟 60 的改良版, 在新舟 60 的航电、结构、客舱环境、维护性、可靠性进行了改进, 增加了综合故障诊断系统, 增加了跨海飞行的能力。飞机采用玻璃座舱, 减轻了机体的重量, 缩短了起飞距离, 载重能力提高了 7~8%, 维护成本降低了 10% 以上。其目录价格达 1.1 亿元。

截止 2014 年 6 月 30 日, 公司新舟 60 飞机和新舟 600 飞机共获得国内外订单 209 架 (其中: 意向订单 53 架), 累计交付个 18 国家、25 家用户 (不含军方)、92 架飞机 (含报告期 1 架结转交付)。其中: 国外签订架 103 (含意向订单 11 架), 交付 52 架; 国内签订 106 架 (含意向订单 42 架), 交付 40 架。

依照西飞 15~20 架的年生产能力, 新舟 60 和新舟 600 的平均价格为 1 亿元, 已交付 92 架, 尚未交付 117 架, 在现有生产能力和订单不变的情况下, 公司能够生产 6~8 年, 每年最多可带来 15~20 亿元营业收入。

**新舟 700 主打高端欧美市场, 计划在 2019 年进入市场。**新舟 700 是具有 60-80 个座位的新一代涡桨支线飞机。2006 年开始论证, 2008 年获得内部立项, 将在 2016 年底实现首飞, 并计划在 2018 年交付首架飞机。新舟 700 飞机获得国家立项批复, 标志着在国家“一干两支”的民机产业布局中占据了重要地位。2013 年 3 月 19 日, 新舟 700、西铝、西沃等相关配套项目已落户中航工业园, 其中新舟 700 飞机项目总投资达 83 亿元, 该项目计划年产 42 架, 产值 63 亿元。新舟 700 单机利润有望达到 2852 万元, 交付 127 架飞机时可达盈亏平衡点。2013 年 12 月 19 日, 中航工业在京宣布: 全面启动新型涡桨支线飞机--新舟 700 项目的研制工作, 目标是取得中国民用航空局以及美国联邦航空局 (FAA) 的适航证, 将直接遵循 FAA 适航标准来研制并实现零部件全球化采购。新舟 700 主打高端欧美市场, 计划在 2019 年开始进入市场。

新舟 700 与 ATR72-600 以及庞巴迪的 Q400 在市场定位上是竞争关系, 但从产品的性能上各有优势。ATR72-600 客舱尺寸比较大, 舒适性很好, 但动力比较差, 爬升速度慢, 会拖累机场的效率。Q400 性能和舒适性都不错, 适合长航线, 但运营成本比较高, 接近喷气式飞机。新舟 700 飞机定位于承担 800 公里以内中等运量市场的区域航空运输业务, 能够适应高原高温地区的复杂飞行环境和短距频繁起降, 燃油消耗、运营成本和维修成本都低于同类飞机。



图 35 新舟 60 飞机



资料来源：新华网、海通证券研究所

图 36 新舟 600 飞机



资料来源：新华网、海通证券研究所

### 3.3.2 ARJ21：意欲打开欧美市场，分享支线航空蛋糕

**自主知识产权，定位清晰。**ARJ21 系列支线飞机是第一架针对中国自然环境设计建造，由中国自行研制、具有自主知识产权新型中短程涡扇支线飞机，该机定位于客流量相对较低，比涡桨飞机更远距离航程的支线飞机市场，目前有 4 个型号：ARJ21-700 为基本型，78-90 座，标准航程型满客航程为 1200 海里；ARJ21-900 为加长型，98-105 座；ARJ21F 为货运型；ARJ21B 为公务机型。

图 37 ARJ-21 客机下线交付仪式



资料来源：腾讯网，海通证券研究所

**巴庞双雄争霸，中日俄突破切入。**支线客机研发方面，“五国大战”即将开演：加拿大和巴西已具有生产支线飞机的雄厚能力，中国第一架自主知识产权支线飞机 ARJ21 于 2008 年 11 月在上海首飞成功，俄罗斯的“苏霍伊超级喷气机 100”支线客机也在 2008 年试飞成功，2014 年 5 月日本发布国产支线客机 MRJ，预计 2017 年交付。在国际市场，ARJ-21 挑战支线客机市场的两大霸主——加拿大庞巴迪公司与巴西航空工业公司尚有一定距离，但有望挑战其在亚洲垄断地位。俄罗斯、日本也是 ARJ-21 有力竞争对手。俄罗斯的设计研发水平非常强，但是制造业略微薄弱。日本作为波音、空客的大部件转包商，美国波音公司的新型 787 客机机体的 35% 零部件便由三菱重工等日本企业制造，航空制造业基础非常好，其研制的飞机可能更为环保，比同类客机节能 20% 左右，但日本缺少整机研发经验。

表 10 类 ARJ 支线飞机比较

	CRJ	ERJ	SSJ	ARJ	MRJ
国家	加拿大	巴西	俄国	中国	日本
公司	庞巴迪	巴西航空工业	苏霍伊	中国商飞	三菱
型号	CRJ700/900/1000	E170/175/190/195	SSJ100-75/75LR/95/95LR	ARJ21-700/900	MRJ70/90
首飞时间(年)	1999	2002	2008	2009	2015
典型机型	CRJ900	E190	SSJ100-95	ARJ21-900	MRJ90
客座数(个)	86-90	98/106/114	86/98/103	98/105	86-96
空重(吨)	21.43	28.08	25.10	26.27	22.60
最高负重(吨)	10.32	13.08	12.25	11.25	-
最大起飞重量(吨)	36.50	47.79	45.88/49.45	43.62/47.18	41.45/42.80
续航距离(千米)	2500	3334		2200/3300	2590/3280

资料来源:海通证券研究所整理

与同类型支线飞机相比,ARJ21 支线客机具有三大优势:经济型,适应性和舒适性。ARJ21 飞机在经济性方面具有明显的竞争优势,油耗更低、连续飞行时间更长,据测算可帮助航空公司降低 8%至 10%的票价。ARJ21 公布的价格约为每架 2700 万美元,而一架同座级庞巴迪的定价超过 3000 万美元。针对适应性而言,ARJ21 具有优于竞争机型的高温高原性能和复杂航线越障能力。ARJ21 的设计,是以未来西部交通枢纽格尔木机场和拟建中的旅游热点九寨黄龙机场作设计的临界条件,并用西部地区 57 条航线来检验飞机的航线适应性,在起飞和爬升性能上本领过硬,能在较为恶劣的气候环境中无需减载可短距离起落。此外,ARJ21 拥有宽座椅、大排距等舒适性。ARJ21 的客舱宽度达 3.14 米,在同类支线飞机中是最宽敞的,达到了与干线飞机同等的客舱舒适性,而且增大了下货舱的高度和容积。

扎根国内,走出国门。目前 ARJ21 机型订单总数已达 258 架,13 家客户中航空公司包括深圳航空、山东航空、厦门航空和商飞参股的成都航空订单 252 架,范堡罗航展共收获 6 架订单,3 架国内公务机订单,实现了国产公务机零的突破,刚果交通部 3 架订单标志着 ARJ21 首次打入了非洲市场。

表 11 2014 英国范堡罗航展部分订单数据

公司	型号	订单数	购买方
巴西航空工业	E175-E2	50 架销售协议+50 架承诺订单	美国 Trans States 控股公司
俄罗斯苏霍伊	Superjet-100	7 架	哈萨克航空公司 Bek Air
日本三菱	MRJ	10 架	缅甸 Air Mandalay
中国商飞	ARJ-21	6 架	3 架公务机(国内)、3 架出口(刚果)

资料来源:中国航空新闻网,海通证券研究所

中航飞机承担重任。该型飞机总装由商飞负责,公司是其主要分承制商,公司及公司控股的沈飞民机公司、成飞民机公司承担 ARJ21 飞机机身、机翼、尾段、发动机吊挂、全机电缆、电源中心、机头等占整机 85%以上的部件生产工作量。

图 38 ARJ-21 生产流程



资料来源：海通证券研究所整理

2013 年 12 月 30 日，ARJ21-700 新支线飞机首批交付的两架飞机在中国商飞上海飞机制造有限公司飞机总装车间下线，其中 105 架机于 6 月 19 日在上海大机场完成试飞。按照计划今年年底将取得适航证，明年年初将率先交付成都航空公司投入运营。中航飞机西飞 ARJ21 新支线飞机批生产能力建设项目 2014 年 6 月已全部竣工，预计今年可完成国家验收，预计有每年 30 架 ARJ21 新支线飞机相关部件的生产能力。

中国商飞计划 2014 年到 2018 年生产交付 50 架 ARJ21-700，根据单价 2700 万美元，未来 5 年有望实现收入 13.5 亿美元。一般机体系统占民航飞机成本 35~40%，中航飞机承担了整机 85% 以上的部件，故未来 5 年有望实现 30 亿元收入。

### 3.4 布局大飞机，力争 ABC 三分天下

#### 3.4.1 单通道干线飞机是民航飞机主力

单通道干线飞机是民航飞机主力。根据 Ascend Fleets 数据，目前全球现役规模最大的机型主要是单通道干线飞机。2013 和 2014 年干线飞机的增长主要集中在 A320 和 B737 系列，都属于单通道飞机，客座分布基本在 120-200 之间。

表 12 2013-2014 年 TOP 10 干线飞机分布

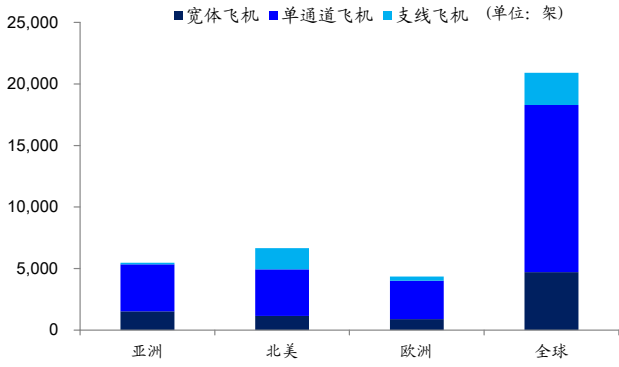
	公司	类型	在役机队规模 (架)		增长率
			2014	2013	
1	空客	A320 系列	5614	5180	8.4%
2	波音	B737-600/700/800/900	4576	4265	7.3%
3	波音	B777	1184	1095	8.1%
4	波音	B737-200/300/400/500	1067	1164	-8.3%
5	空客	A330	1013	927	9.3%
6	波音	B-757	803	849	-5.4%
7	波音	B-767	795	818	-2.8%
8	波音	B-717/MD-80/90/DC-9	728	776	-6.2%
9	波音	B-747	581	623	-6.7%
10	空客	A340	265	298	-11.1%

资料来源：Ascend Fleets，海通证券研究所



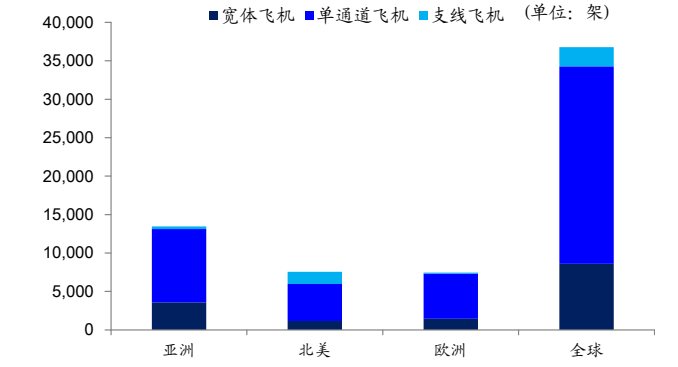
据波音预测,未来20年全球飞机增长主要集中在单通道飞机(客座分布在90-230座之间),占新增机队规模达70%。90-175座单通道飞机增长亚洲占比高达35%,C919客座分布正位于这一区间。

图 39 2013 年全球飞机分布



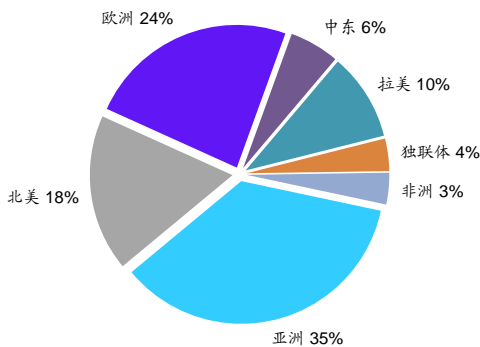
资料来源: 波音公司, 海通证券研究所

图 40 未来 20 年全球飞机增长分布



资料来源: 波音公司, 海通证券研究所

图 41 未来 20 年世界 90-175 座单通道飞机增长地区分布



资料来源: 波音公司, 海通证券研究所

图 42 单通道飞机 (90-230 座) 增长情况

2013 机队规模 (架)	13040
2033 机队规模 (架)	28440
新增机队规模 (架)	25680
新增市场价值 (十亿美元)	2560
2013 全球机队占比 (%)	62%
新增机队占比 (%)	70%
2033 全球机队占比 (%)	67%
市场价值占比 (%)	49%

资料来源: 波音公司, 海通证券研究所

与同等机型的波音 737、空客 A320 系列客机相比,我国 C919 客机尚处起步阶段,短期之内还难与其展开全面竞争。中国的客机市场短期内仍将被国际飞机制造巨头占领。但是 C919 已陆续获得订单,目前以国内客户为主,未来将逐步进军全球市场。

### 3.4.2 C919 吹响总装集结号, 力争 ABC 三分天下

大型飞机重大专项是党中央、国务院建设创新型国家,提高我国自主创新能力和增强国家核心竞争力的重大战略决策,是《国家中长期科学与技术发展规划纲要(2006-2020)》确定的 16 个重大专项之一。该项目 2006 年 1 月立项,2008 年 11 月启动,总体投入将达 2000 亿元。

C919 客机,是中国商飞公司研制中的 168-190 座级窄体干线客机,是我国第一个市场化的整机全新设计的窄体客机计划。

表 13 类 C919 大飞机比较

	A320	B737	C919	C 系列
国家	欧洲	美国	中国	加拿大
首飞时间 (年)	1988	1967	2015	2013
典型机型	A320-200	737-800	C919	CS300
客座数 (个)	150/164/180	162/189	156/168	135/150/160
空重 (吨)	42.60	41.41	—	—
最大起飞重量 (吨)	78.00	79.01	72.50/77.30	65.32
满载航距 (千米)	5950	5665	4075/5555	5463
巡航速度 (马赫)	0.78	0.785	0.7-0.8	0.78

资料来源: 海通证券研究所整理

**C919 已吹响总装集结号。**2014 年 09 月 19 日, 中国首架国产大飞机 C919 将在中国商飞公司新落成的总装制造中心正式开始机体对接工作。我们预计大飞机将于 2017 年首飞, 2020 年定型。

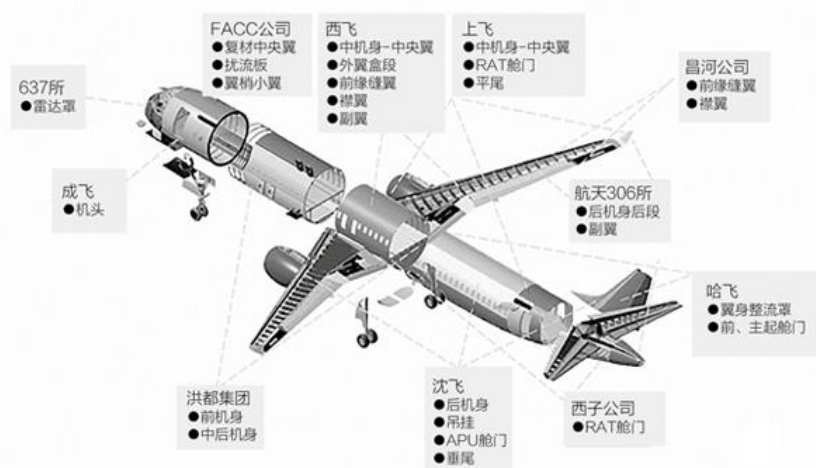
表 14 我国大飞机项目进展时间表

时间	2006 年 1 月	2007 年 8 月	2008 年 3 月	2008 年 5 月	2010 年	2017 年	2020 年
事件	将大型飞机项目列为国家中长期科技规划的 16 个重大专项之一	胡锦涛主持政治局常委会, 同意成立大型客机项目筹备组	国务院通过了组建方案, 批准组建中国商用飞机有限责任公司	中国商飞在上海揭牌成立, 总部设在上海。公司注册资本 190 亿元	完成初步设计, 目前已进入详细设计阶段	预计 2017 年首飞	预计将于 2020 年定型

资料来源: 政府及相关集团网站, 海通证券研究所整理

公司作为 C919 飞机机体结构主要供应商, 承担了飞机机头、中机身/机翼和后机身/垂尾等结构部件的研制和交付工作。

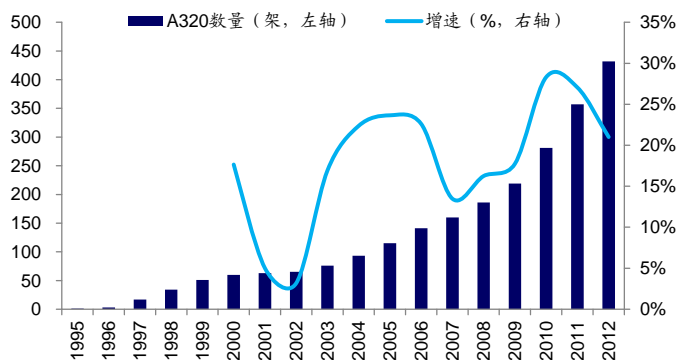
图 43 C-919 供应商, 中航飞机承担重任



资料来源: 第一财经日报, 海通证券研究所

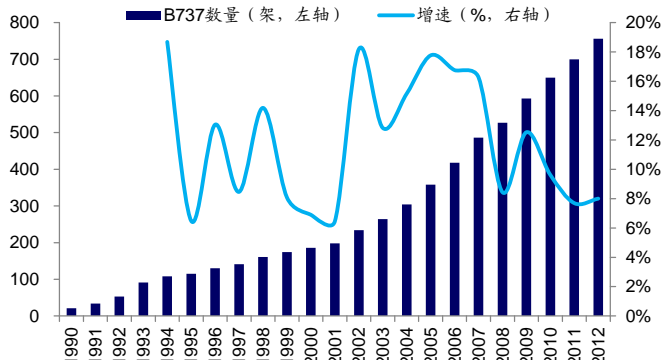
目前 C919 累计订单达到 430 架。C919 未来在国际市场上的竞争对手为空客 A320 和波音 B737 系列。公司长期进行空客、波音等知名国际航空公司飞机零部件转包生产, 在国内外具有领先水平, 具有 A320 机翼生产的技术与经验。司在未来将持续受益 C919 的快速商业化及我国航空市场的迅速增长。

图 44 我国空客 A320 架数及增速



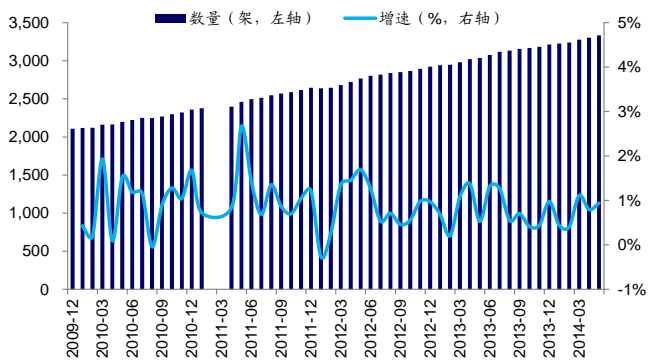
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 45 我国波音 B737 架数及增速



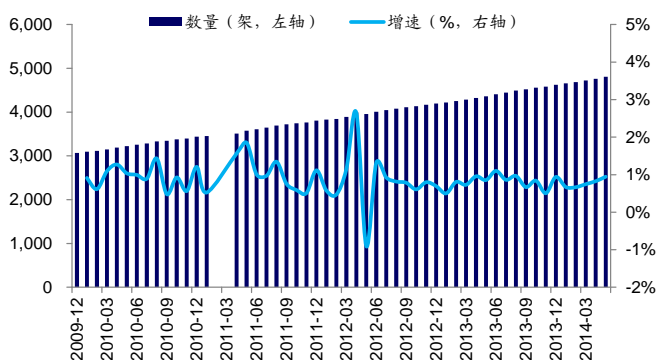
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 46 全球现役空客 A320 架数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 47 全球现役波音 B737(NG)架数

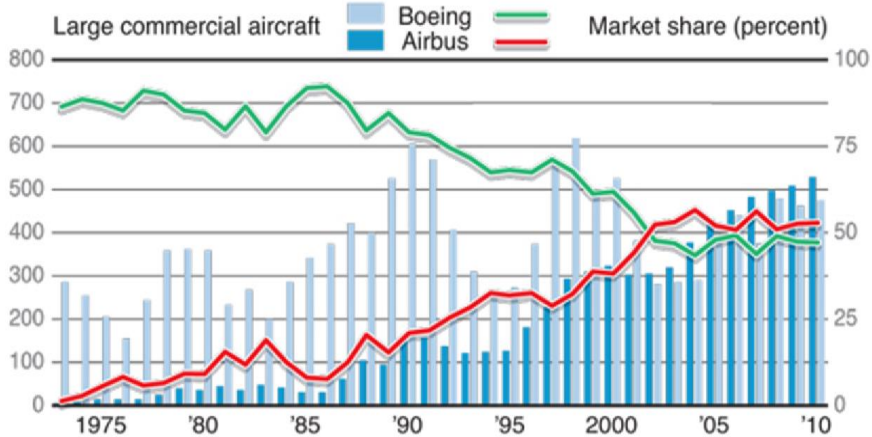


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3.5 有望复制空客发展轨迹，打造我国飞机产业旗舰

我们认为公司未来成长有望复制空客公司发展轨迹。1970 年空客创立之初，欧洲民机的总销售额为 38 亿美元，美国三大民机制造商的总销售额是 250 亿美元。2013 年，波音交付了 648 架民用飞机，并获得 1531 架民用飞机订单，而空中客车集团交付 626 架商用飞机，并获得了 1619 架飞机订单，创出了行业的新纪录。仅经历 40 年空客公司就跃居成为与波音难分伯仲的世界民机制造巨头，其发展历程值得我国飞机产业发展借鉴。

图 48 1973-2010 年波音、空客每年出货量及市场份额



资料来源：路透社，海通证券研究所

**欧洲多国联合组建空客公司，集中力量办大事。**20世纪70年代以前，西方航空公司所采用的干线运输机，基本由英、美两国供应，其中美国占有绝对优势。60年代，西欧各国看到世界空运的繁荣前景，其中70%应属中短程航线，它们有意与美国争夺这个范围的民航机市场。西欧各国认识到，它们只有联合起来，自己的航空工业才能生存和发展，并争得广泛的国际市场。于是，法国、英国、与联邦德国政府于1967年9月26日签订协议，决定分别资助本国公司研制A300客机。1968年英国政府退出上述协议，但霍克西德利公司仍决定自己出资继续参加合作。后来，西班牙和荷兰以政府名义参加这一计划，分别提供了研制经费。上述五国工业合作伙伴组成了“空中客车工业集团”，开展A300系列的干线运输机的研制、生产和销售及售后服务业务。

上世纪60年代末，欧洲不少国家都有自己的飞机制造企业，但其市场总和尚不到全球的10%。所有的企业都意识到，如果不联合，就无法与强大的波音对抗，无法参与挑战。在空客的发展史上，来自不同国家合作伙伴的通力合作是其成功的重要因素。中航飞机通过数次资本运作，打破原有分散局面，将轰6、歼轰7、运-8等我国主要型号军机总装和新舟系列飞机制造、ARJ21部件制造、C919主机体制造等我国民机核心制造业务整合成我国军民机制造旗舰平台，可谓集中一国航空制造之力办大事。

**找准切入点，空客以A300打开市场。**空中客车公司1970年成立时，民用飞机市场是波音的天下，且波音已拥有从100座次至400座次的一系列飞机。作为市场上的新兵，空客显然没有足够的资本来和波音正面对垒，空客选择的是波音还没来得及覆盖的市场空白点。

当时在100-120座的飞机中，有波音的737-200；在150-180座飞机中，有波音的727、707；在400座的大型飞机中，有波音的747。空客首先看中的是波音的空当-220-270座之间的飞机，并推出其首种机型A300，得到市场认可。实力雄厚的波音随即推出757、767与其竞争。空客又把目光转向另一个空当-介于737、757之间的150座飞机，推出日后空客销量最大的A320系列飞机。空客A300曾经在1976年5月起的16个月没收到订单，一段时期，空中客车公司甚至有16架完工但是没有主顾的“白尾”（飞机垂直尾翼没有涂航空公司的标志）的A300闲置在停机坪上。直到1977年美国东方航空公司租借了四架A300作为试航考验，随后订购了23架。A300的设计恰好满足了波音等巨头忽略的市场环节，与当时的美国宽体客机相比，A300体积更小，航程更短；与美国窄体客机相比，体积更大，运营费用更低，所以当A300进入市场时没有面临很激烈的市场竞争。随后的石油危机油价飞涨，从此A300系列客机开始热销，从而帮助空客打开市场，迄今为止有561架订货或已交付。

空客的这种思路一直延续到今天。在上世纪90年代，推出300多座的A340、330系列飞机，并在新世纪开始制造世界上最大的飞机A380，打破波音40年来垄断400座以上飞机的状况。由上可见，我国航空工业要想参与全球化竞争，必须应建立自己的核心优势，从一个突破口切入，例如支线客机，然后积累制造经验与政府一起利用市场杠杆图谋发展壮大，公司新舟系列和ARJ21飞机正是以此为切入点寻求突破。当下海内外对我国飞机产品的需求不断升温，中航飞机民机产品“新舟”支线客机、“翔凤”ARJ21（公司为主要机体制造方）近年来在海外销售情况良好，公司有望藉此奠定基础，并进一步打开市场。

**政府给予强力支持帮空客度过难关并提升其竞争力。**1966年10月15日空中客车计划的参加公司就要求英、法、德三国政府提供财政支持，并确定了飞机名称为A300。1967年9月26日，英、法、德三国首次举行了部长级会议，决定迅速开始空中客车的研制。A300客机总体研制和发展费用19亿英镑，英国承担37.5%，法国承担37.5%，原西德承担25%。空中客车A300客机于1974年投入航行，在投入市场初期，A300大部分订单都是来自于生产飞机的本地国家，如法国航空公司和德国汉莎航空公司。空中客车成立后，曾经连续25年面临亏损，但是欧洲各国以资助研发、无息贷款、免税等多种形式为空客提供巨额补贴，因此波音甚至上诉WTO控告空客，双因此方多次陷



入补贴争议。

图 49 空客首款飞机 A300B 于 1972 年首飞



资料来源：空客网站，海通证券研究所

上述事例可见欧洲各国政府对空客的支持力度之大。航空装备产业作为我国高端装备制造产业的重要方向，已经列入《国家战略性新兴产业发展“十二五”规划》。国家领导层面已转变造不如买，买不如租的观念，重视程度空前之高，李克强总理参加院士大会时感慨：“模型是我们造的，飞机却是他们卖的，我们要造多少飞机模型才能换他们的一架飞机？我越想这买卖越不划算！”习近平主席今年 5 月视察商飞时强调“我们要做一个强国，就一定要把装备制造业搞上去，把大飞机搞上去”。可以预见，未来国家对飞机制造产业必将给予更有力的支持，公司作为我国飞机制造龙头，尤其是承担我国主要型号民机总装或主要机体部件制造的重任，未来极有希望从中受益。

**打造民用飞机、军用飞机两大产业体系，军民融合发展。**军、民用飞机在技术发展和产业基础上有很大的共通性，可以共享大部分技术成果、设备、设施和高技能工人。从技术上看，军用飞机与民用飞机在关键技术、生产、试验和配套成品等方面的通用性约为 70%。

世界上几乎所有大型飞机厂商都是既发展干线飞机也发展大型军用运输机，既把由国家投资支持的大型军用飞机技术转移到干线飞机上，降低干线飞机的开发成本，也把干线飞机的技术转移到大型军用飞机的开发上，提高其运载效力和竞争能力。

近年来，世界航空工业军民品比例发生了根本性变化，从过去以军品为主转变为现在的以民品为主。欧盟大型民用飞机与军用飞机的销售收入大致是 7: 3，美国大约为是 6: 4。对于中国航空工业来说，军品销售收入仍占较大比例，民品更多以转包业务为主，量大利薄。此外，由于“大运”的采购方一般为军方，国内军品定价采用成本加成法，利润稳定。而“大客”则是采用市场化定价，利润水平可能更高。

公司致力于打造民用飞机、军用飞机两大产业体系，参与大型飞机项目研制，进一步实施技术改造，建成大型军民运输机研制生产基地；公司未来将成为国际化的国防现代化装备重要提供商、涡桨类支线飞机主流制造商、运输类飞机机体结构件一级供应商和风险承包商及飞机起落架系统的重要供应商，向多用途、系列化方向发展，从而成为世界级航空制造商。

## 4. 其他业务介绍：稳定增长，有力支撑公司业绩

### 4.1 起落架业务稳定增长

中航飞机起落架有限责任公司是国防科工委为促进我国飞机起落架专业化发展，由中国航空工业第二集团公司所属陕西燎原航空机械制造公司（572厂，继续保留原代号）与湖南湘陵机械厂（3028厂，代号已撤销）进行专业化整合重组，联合华融资产、中南大学等股东而发起设立的。公司总部位于长沙，并分别在陕西、湖南等地设有生产基地。

公司为国家重点保留军品科研生产能力单位。公司旗下拥有1个飞机起落架工程技术研究中心、2家分公司、1家子公司和3家控股子公司。作为中国航空工业唯一的飞机起落架专业化企业，公司长期致力于固定翼和旋翼航空器起落架的研制生产，是国内运输机、歼击机、直升机、特种机等多种机型起落架的定点生产厂家，承担着国家多个重点型号研制项目，主要为中航工业的各主机厂研制、生产、修理飞机起落架成件及航空液压附件。国际转包方面，目前公司两大长期合作伙伴——梅西埃·道蒂公司和古德里奇公司，分别是欧洲最具实力的飞机起落架专业供应商和美国最大的航空航天零部件供应商。公司转包零部件产品用于空客、波音飞机起落架，目前在国内属于独家供应商，居于行业领先地位。

图 50 Y8 系列飞机起落架



资料来源：公司主页、海通证券研究所

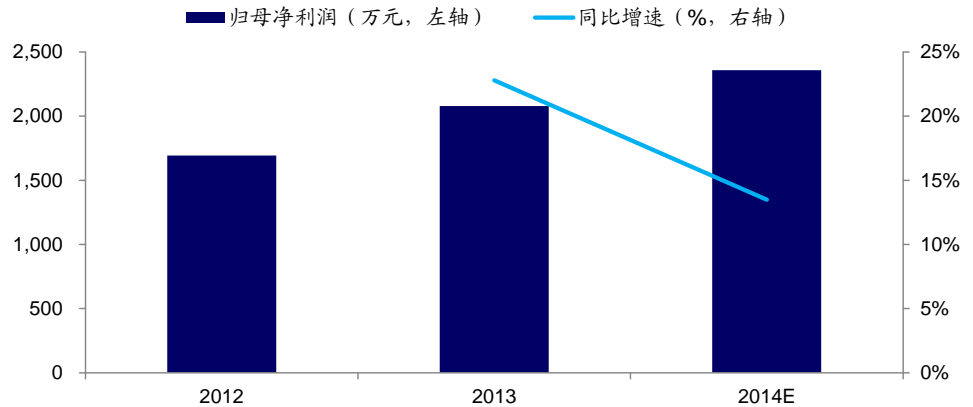
图 51 J10 战斗机起落架



资料来源：公司主页、海通证券研究所

2012年，中航飞机将收购的原属中航飞机起落架有限责任公司的航空业务相关资产划入中航飞机股份有限公司长沙起落架分公司。2013年公司交付起落架系统202架，完成年计划151架份的133.77%，实现归属于母公司净利润2078.47万元，高于预测值2071.22万元。2014年中航起预计交付171架份，业绩将稳定增长。

图 52 中航起 2012-2014 年预测净利润及增速



资料来源：公司年报，海通证券研究所

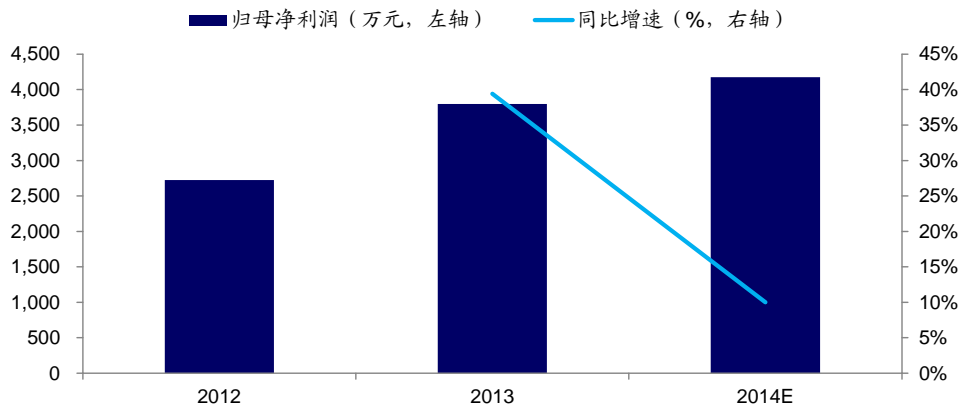
#### 4.2 刹车制动系统业务业绩超预期

中航制动即中航工业西安航空制动科技有限公司，位于西安市高新区，在原中国一航集团旗下陕西华兴航空机轮刹车系统有限责任公司军品科研生产资产剥离基础上，将贵州新安等其他机轮刹车单位的相关科研能力专业化整合重组而成。其主要从事机载设备生产、飞机零部件转包生产、飞机产品维修、汽车零部件生产、摩托车零部件生产等业务。

2012 年资产重组注入中航飞机的为中航制动全资子公司贵州新安 100% 股权、中航制动控股子公司西安天元 45% 的股权，主要生产航空刹车制动系统，主要是为数十个型号机种配套的飞机机轮和刹车产品。转包产品主要是为民用飞机零备件配套的固定片和导轨。飞机产品的维修主要是 B737、B757、ATR72、A320 等飞机机轮和刹车装置及碳盘的维修及 PMA 制造。

2012 年，中航飞机将收购的原属中航制动的航空业务相关资产划入中航飞机股份有限公司西安制动分公司。2013 年公司交付制动系统 106 套，完成年计划 115 套的 92.17%，实现归属于母公司净利润 3796.17 万元，大幅高于预测值 2880.39 万元，业绩完成率 131.79%。2014 年公司预计交付 120 套，预计业绩将继续稳定增长。

图 53 中航制动 2012-2014 年预测归母净利润及增速



资料来源：公司年报，海通证券研究所



### 4.3 国际转包业务合作层次有望不断提升

国际转包生产是中航飞机产业的重要组成部分，是贯彻中航工业“融入世界航空产业链”和“国际化开拓”战略的重要实践和有效途径。中航飞机开展国际转包生产已经有 30 多年的历程，生产规模不断扩大，合作的层次不断提高，已经成为波音、空客、庞巴迪、赛峰等世界级制造商的重要合作伙伴和供应商，为公司提升技术、管理和市场竞争力起到了积极的推动作用。2013 年，中航飞机国际转包交付额较 2012 年增长 16%。

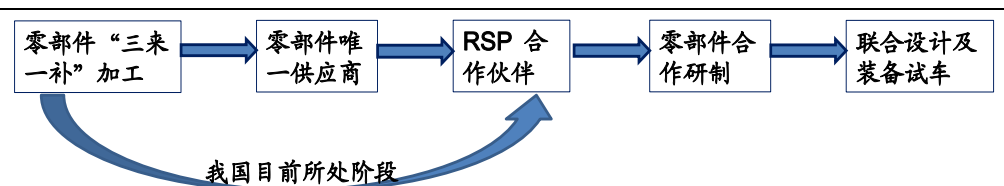
表 15 国际转包业务

合作伙伴	合作项目	备注
波音	波音 737 飞机机身尾段胶接件、波音 747 客改货 I 阶段、747 客改货 II 阶段、波音 20 项组件等	部分部件全球唯一供应商
空客	A300/A310/A330/A341 飞机舱门设备、A320 机翼翼盒的合作项目、A320 机翼后缘组件等	天津-A320 项目预计带来收入 10 亿美元
赛峰	飞机起落架、发动机短舱和机轮刹车系统	

资料来源：公司网站，海通证券研究所

国际转包业务品种繁多，利润率较低，并且大多处于“三来一补”初级加工阶段，部分零部件达到唯一供应商阶段，随着转包业务发展，有望达到风险合作伙伴等高级阶段，逐渐改变量大利薄局面。

图 54 国际转包业务层次：公司未来有望达到 RSP 风险合作伙伴阶段



资料来源：海通证券研究所

中航工业集团与法国赛峰集团于 2014 年 10 月 8 日在北京联合举行媒体见面会，中航工业董事长林左鸣、法国赛峰集团董事长兼首席执行官赫特曼与众多媒体畅谈中法两国在航空工业领域的合作，分享合作体会与心得。双方领导人表示在合作中将秉承“没有竞争对手，只有合作伙伴”的理念，继续精诚合作，携手谱写中法航空工业领域合作新篇章，共同打造中法两国工业合作的典范。

2010 年 11 月公司与埃赛公司共同投资 660 万美元设立西安赛威短舱有限公司，公司出资为比例 50%。2011 年 9 月 19 日，西安赛威短舱有限公司开业，主要包括空客 A320 反推装置门、C919 大型客机进气口装配配件、内部固定结构组件、反推装置总装和框架组件等。

法国赛峰集团是世界第一大民用飞机和直升机发动机制造商、第二大航天推进器制造商、第四大军用飞机制造商。随与赛峰集团合作深入，公司技术实力将持续提升，未来为 C919 配套能力将进一步提高。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

公司大周期反转拐点确立，业绩有望持续高增长。航空产品是公司收入和利润的主要来源，预计公司航空产品未来三年营业收入增速分别为 13%、16%、15%；毛利率水平分别为 11.00%、11.25%、11.50%。公司目前订单饱满，产品结构逐步改善，飞机订单逐步上升，新产品占比不断增加，净利润增速将明显快于营业收入增速，未来 5-7 年净利润复合增速将达到 30-50%，预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.17、0.22、0.29 元（公司 2014 年 10 月公告进行非公开发行，我们预计 2015 年一季度将完成增发，2015-16 年 EPS 按股本摊薄后测算）。

表 16 中航飞机分产品收入预测

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	17,286	19,392	22,330	25,525
航空产品	16,197	18,303	21,232	24,416
铝合金型材	454	454	463	472
其他产品	859	859	859	859
汽车零部件	6	6	6	6
VCM 板装饰材料	4	5	6	6
内部抵销	-384	-384	-384	-384
其他	149	149	149	149
收入同比增长	14%	29%	54%	26%
航空产品	12.93%	13.00%	16.00%	15.00%
铝合金型材	-1.61%	0.00%	2.00%	2.00%
其他产品	31.69%	0.00%	0.00%	0.00%
汽车零部件	-66.69%	0.00%	0.00%	0.00%
VCM 板装饰材料	-63.52%	20.00%	10.00%	5.00%
内部抵销	334.45%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	-21.27%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	11.28%	10.94%	11.19%	11.43%
航空产品	11.32%	11.00%	11.25%	11.50%
铝合金型材	8.07%	8.00%	8.00%	8.00%
其他产品	3.73%	3.00%	3.00%	3.00%
汽车零部件	11.58%	12.00%	12.00%	12.00%
VCM 板装饰材料	2.27%	2.28%	0.77%	1.77%
内部抵销	2.23%	2.23%	2.23%	2.23%
其他	36.48%	36.48%	36.48%	36.48%
营业成本（百万元）	15,336	17,270	19,832	22,606
航空产品	14,363	16,290	18,843	21,608
铝合金型材	417	418	426	434
其他产品	827	834	834	834
汽车零部件	5	5	5	5
VCM 板装饰材料	4	5	6	6
内部抵销	-376	-376	-376	-376
其他	95	95	95	95

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5.2 估值分析

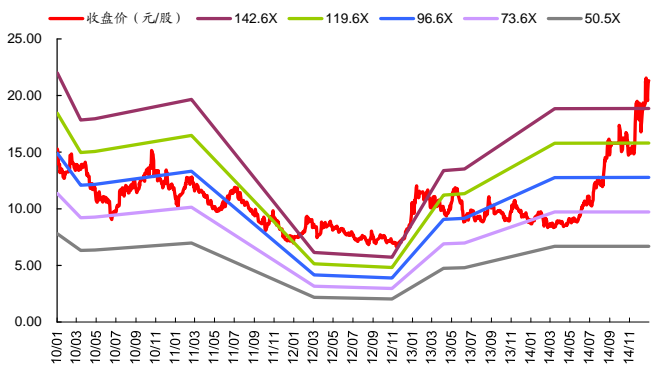
目前我国飞机整机制造类上市公司 2015 年的平均 PE 估值为 70.45 倍。中直股份产品以直升机为主(2015 年 50 倍 PE),洪都航空则以教练机及无人机为主营业务(2015 年 90 倍 PE),想比之下大飞机产业的前景广阔程度远大于直升机、教练机、无人机等细分领域,因此我们认为公司作为我国大飞机产业龙头,且具有长期成长的确定性,理应享有较高估值溢价,我们对给予公司 2015 年 115 倍 PE,上调公司 6 个月目标价至 25.30 元,维持“买入”评级。强烈建议从长期投资角度关注。

表 17 飞机及发动机板块总装类上市公司估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价(元)	PE (2015E)
洪都航空	600316	教练机、通用飞机	28.42	90.45
中直股份	600038	直升机,通用、支线飞机	37.56	50.45
平均				70.45

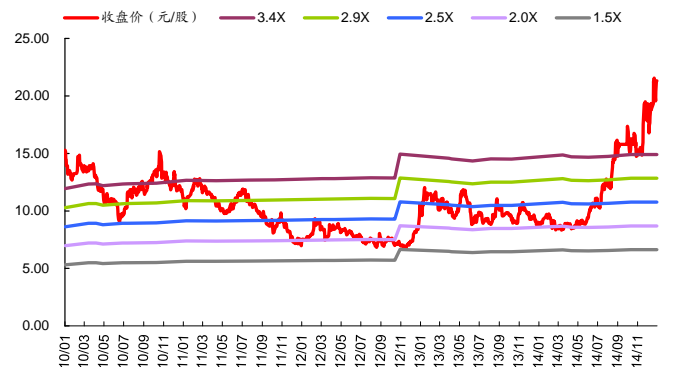
资料来源: Wind, 海通证券研究所  
备注: 按 2014 年 1 月 15 日收盘价计算

图 55 公司 PE 历史走势图



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 56 公司 PB 历史走势图



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 18 中航飞机盈利预测

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	3%	4%	4%	5%	EPS	0.13	0.17	0.22	0.29
毛利率	11%	11%	11%	11%	BVPS	4.36	4.51	5.40	5.65
期间费率	8%	8%	8%	7%	<b>估值</b>				
销售净利率	2%	2%	3%	3%	P/E	161.17	126.14	94.85	74.76
<b>成长能力</b>					P/B	4.89	4.72	3.95	3.77
收入增长率	11%	12%	15%	14%	P/S	3.27	2.92	2.75	2.41
利润增长率	39%	28%	44%	27%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.54	0.57	0.58	0.63	营业收入	17286	19392	22330	25525
应收账款周转率	3.33	3.66	4.07	4.58	营业成本	15336	17270	19832	22606
存货周转率	1.12	1.19	1.28	1.37	营业税金及附加	34	38	44	50
<b>偿债能力</b>					销售费用	267	300	345	395
资产负债率	62%	62%	57%	58%	管理费用	901	1028	1154	1289
流动比	1.40	1.40	1.50	1.46	财务费用	253	199	134	132
速动比	0.66	0.68	0.77	0.74	其他费用/(-收入)	-102	-44	-57	-69
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	392	513	764	984
现金及现金等价物	5460	6545	9206	9751	营业外净收支	52	54	54	54
应收款项	5196	5298	5489	5575	利润总额	444	567	819	1039
存货净额	13701	14482	15544	16480	所得税费用	77	98	142	180
其他流动资产	259	271	290	306	净利润	367	469	677	859
流动资产合计	26029	27951	31812	33264	少数股东损益	16	21	30	38
固定资产	4613	4473	4429	5408	归属于母公司净利润	351	448	647	821
在建工程	577	667	1177	1177	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
无形资产及其他	499	473	473	464	经营活动现金流	1893	1029	1290	1741
长期股权投资	185	185	185	185	净利润	367	469	677	859
资产总计	32111	33956	38284	40704	少数股东权益	16	21	30	38
短期借款	3098	3278	2878	2878	折旧摊销	473	241	233	231
应付款项	10338	11168	12282	13380	公允价值变动	0	-3	-3	-3
预收帐款	3008	3374	3885	4441	营运资金变动	1037	360	425	748
其他流动负债	2133	2133	2133	2133	投资活动现金流	-806	-64	-510	9
流动负债合计	18576	19953	21178	22832	资本支出	614	-141	-44	979
长期借款及应付债券	466	516	16	16	长期投资	-14	0	0	0
其他长期负债	735	735	735	735	其他	7	0	0	0
长期负债合计	1201	1251	751	751	筹资活动现金流	-2	179	2027	-93
负债合计	19777	21204	21929	23583	债务融资	622	230	-900	0
股本	2654	2654	2881	2881	权益融资	0	0	3000	0
股东权益	12334	12752	16355	17121	其它	-91	0	0	0
负债和股东权益总计	32111	33956	38284	40704	现金净增加额	1085	1143	2806	1658

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 相关指标按照 2015 年 1 月 15 日收盘价计算

## 6. 风险提示

军机市场前景良好，但军品订单交付具有不确定性，某些年份可能造成公司业绩下滑。公司飞机产品交付往往集中于年底交付，交付延迟可能导致当期业绩波动。生产线建设力度加大影响当期净利润。

公司的民机业务可能受需求方计划调整影响，存在延迟支付、货款交付困难等风险，增加了公司的短期业绩风险。

新产品量产晚于预期的风险。

## 信息披露

### 分析师声明

龙华：机械行业首席分析师  
 徐志国：军工行业核心分析师  
 熊哲颖：机械高级行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中航飞机 (000768.SZ)、航空动力 (600893.SH)、中航重机 (600765.SH)、成发科技 (600391.SH)、钢研高纳 (300034.SZ)、航天动力 (600343.SH)、中国重工 (601989.SH)、闽福发 A (000547.SZ)。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

**路颖 所长**  
 (021) 23219403    luying@htsec.com

**高道德 副所长**  
 (021) 63411586    gaodd@htsec.com

**姜超 副所长**  
 (021) 23212042    jc9001@htsec.com

**江孔亮 所长助理**  
 (021) 23219422    kljiang@htsec.com

<b>宏观经济研究团队</b> 姜超(021)23212042    jc9001@htsec.com 顾潇啸(021)23219394    gx8737@htsec.com 联系人 王丹(021) 23219885    wd9624@htsec.com 于博(021) 23219820    yb9744@htsec.com	<b>金融工程研究团队</b> 吴先兴(021)23219449    wuxx@htsec.com 郑雅斌(021)23219395    zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732    fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745    zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370    zxw6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773    zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948    jxj8404@htsec.com 联系人 杜昊(021)23219760    dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883    yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067    szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230    ylq9619@htsec.com	<b>金融产品研究团队</b> 单开佳(021)23219448    shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419    niyt@htsec.com 罗震(021)23219326    luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004    tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443    szy7856@htsec.com 陈亮(021)23219914    cl7884@htsec.com 陈瑶(021)23219645    chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774    wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686    sly6635@htsec.com 陈韵婷(021)23219444    cyc6613@htsec.com 田本俊(021)23212001    tbj8936@htsec.com 联系人 冯力(021)23219819    fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231    sjj9710@htsec.com
<b>固定收益研究团队</b> 姜超(021)23212042    jc9001@htsec.com 李宁(021)23219431    lin@htsec.com 周霞(021)23219807    zx6701@htsec.com 联系人 张卿云(021)23219445    zqy9731@htsec.com 朱征星(021)23219981    zzx9770@htsec.com	<b>策略研究团队</b> 荀玉根(021)23219658    xyg6052@htsec.com 汤慧(021)23219733    tangh@htsec.com 王旭(021)23219396    wx5937@htsec.com 刘瑞(021)23219635    lr6185@htsec.com 李珂(021)23219821    lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212    zhe9642@htsec.com	<b>中小市值团队</b> 钮宇鸣(021)23219420    ymniu@htsec.com 何继红(021)23219674    hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223    kongwn@htsec.com
<b>批发和零售贸易行业</b> 汪立亭(021)23219399    wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671    lhk6064@htsec.com 路颖(021)23219403    luying@htsec.com 潘鹤(021)23219423    panh@htsec.com	<b>石油化工行业</b> 邓勇(021)23219404    dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812    wxl6666@htsec.com	<b>政策研究团队</b> 李明亮(021)23219434    lml@htsec.com 陈久红(021)23219393    chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387    wuyiping@htsec.com 朱蕾(021)23219946    zl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953    zhr8381@htsec.com
<b>电力设备及新能源行业</b> 周旭辉(021)23219406    zxh9573@htsec.com 牛品(021)23219390    np6307@htsec.com 房青(021)23219692    fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171    xbj6583@htsec.com	<b>非银行金融行业</b> 丁文韬(021)23219944    dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947    wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209    ww9630@htsec.com	<b>有色金属行业</b> 钟奇(021)23219962    zq8487@htsec.com 施毅(021)23219480    sy8486@htsec.com 刘博(021)23219401    liub5226@htsec.com
<b>机械行业</b> 龙华(021)23219411    longh@htsec.com 徐志国(010)58067934    xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407    xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963    hpc9804@htsec.com 赵晨(010)58067988    zc9848@htsec.com	<b>医药行业</b> 周锐(0755)82780398    zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398    ywx9460@htsec.com 刘宇(021)23219608    liuy4986@htsec.com 王威(0755)82780398    ww9461@htsec.com 郑琴(021)23219808    zq6670@htsec.com	<b>建筑工程行业</b> 赵健(021)23219472    zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813    zxn6700@htsec.com 联系人 金川(021)23219957    jc9771@htsec.com
<b>计算机行业</b> 陈美凤(021)23219409    chenmf@htsec.com 蒋科(021)23219474    jiangk@htsec.com 王秀钢(010)58067934    wxg8866@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941    whw9587@htsec.com 马浩博(021)23219822    mhb6614@htsec.com 联系人 戚珊(021)23212207    cs9703@htsec.com	<b>房地产行业</b> 涂力磊(021)23219747    tll5535@htsec.com 谢盐(021)23219436    xiey@htsec.com 贾亚童(021)23219421    jiayt@htsec.com
<b>汽车行业</b> 邓学(0755)23963569    dx9618@htsec.com 廖瀚博(0755)82900477    lhb9781@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405    dingpin@htsec.com 夏木(021)23219748    xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164    cxl9730@htsec.com	<b>社会服务业</b> 林周勇(021)23219389    lzy6050@htsec.com

<b>银行业</b> 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383 lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	<b>基础化工行业</b> 曹小飞(021)23219267 张 瑞(021)23219634 caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 周 煜(021)23219972 qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 姜 明(021)23212111 yun@htsec.com jm9176@htsec.com	<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 宋 伟(021)23219949 chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	<b>通信行业</b> 徐 力(010)58067940 xl9312@htsec.com
<b>纺织服装行业</b> 焦 娟(021)23219356 唐 苓(021)23212208 jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	<b>电子行业</b> 董瑞斌(021)23219816 陈 平(021)23219646 drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾 知(021)23219473 zz9612@htsec.com
<b>互联网及传媒行业</b> 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210 zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com	<b>公用事业</b> 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259 zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理  
 (021)63609993  
 chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理  
 (021)23219381  
 hzh@htsec.com

### 深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 辛丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com  
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com  
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 邓 欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

### 上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com  
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com  
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com  
 黄 毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com  
 朱 健 (021)23219592 zhuj@htsec.com  
 黄 慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com  
 孙 明 (021)23219990 sm8476@htsec.com  
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com  
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com  
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 杨 洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

### 北京地区销售团队

赵 春 (010)58067977 zhc@htsec.com  
 隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com  
 江 虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com  
 杨 帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com  
 张 楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com  
 许 诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com  
 杨 博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

### 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
 电话: (021)23219000  
 传真: (021)23219392  
 网址: www.htsec.com