

2020年11月25日

# 拐点来临

## 中航飞机(000768)

### 引言

未来三年，军工是最确定做加法的行业之一。

长期以来，我国军工研发生产的结果是“产品”而不是“商品”，要实现由“产品”向“商品”的“惊险一跃”，只有通过军民融合。

当下，飞机和航空发动机制造业是最典型最有希望的军民融合产业，也将成为中国经济的新增长点。

### 核心观点：

1、“十三五”期间，中航飞机新型号交付较多，但价格没有最终确定。导致企业在尽全力交付新装备的同时承受巨大的成本压力，甚至亏损。不排除存在交一架亏一架的情况。企业财务指标、经济效益在短期内并没有跟随产品放量同步获得明显的改善。我们判断，目前运20和轰6新机型均有可能在正式定型量产交付后逐步切换至审价执行阶段，未来1-2年有望进入新机型的价差补偿期。

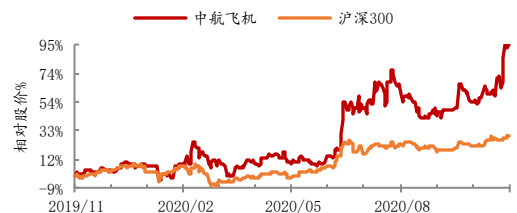
2、根据今年11月23日公告，中航飞机拟将公司及子公司在中航财务公司存入的最高存款余额由80亿元上调至140亿元。截至今年10月底，公司在中航财务的存款余额仅为11.68亿元。市场预计，进入十四五时期，客户向主机厂下拨预付款的条件可能适当宽松，订单下达方式也将由逐年分批签订改为集中大规模签订。如果公司获得大比例预付款，将显著改善现金流，有助于激活产业链，提高企业积极性，加快备货备产，促进产品交付。

3、一流空军有三大标志：全能型、全球型、进攻型。美国空军参谋长马克-威尔斯曾预言，按照目前趋势，中国空军将在2030年追上美国空军。从5-10年的时间维度来看，飞机订单和行业景气度明显向上。近日，制约运-20放量的WS-20装机首飞，全状态版本的运-20有望加速列装。以运-9为平台的多型特种飞机也已进入量产阶段。而且有迹象表明，航空工业正在展开体系性管理层激励。

4、C919大飞机在手订单突破千架，目前六架试飞飞机在进行适航取证，预计2021年投入运营，2023年目标年产100架。中航飞机承担C919干线客机6个主要工作包和ARJ-21支线客机85%以上的零部件制造。中国商飞预测，民用客机市场每年规模约4000亿（相当于2019年全年军方装备采购费）。假设C919大飞机5000万美元/架，机身占50%，西飞承

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	46.95
最新收盘价：	30.26
股票代码：	000768
52周最高价/最低价：	31.43/14.6
总市值(亿)	837.79
自由流通市值(亿)	837.79
自由流通股数(百万)	2,768.63



分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：010-59775364

担 1/4，净利率 4%，那么 1000 架 C919 为中航飞机贡献 5 亿美元净利润。更重要的是，C919 是改成特种飞机的最佳平台。

5、根据今年 10 月 16 日披露的资产置换方案，资产置入后，反推 2019 年中航飞机毛利率将增加 1.11 个百分点至 6.96%，净利润将增长 3.4 亿元至 9.02 亿元。假设资产置换明年完成，我们给予公司 20% 的利润增速，那么 2021 年公司有望实现净利润 12.3 亿元，同比增长近 70%。最近三年，西飞和陕飞都在持续进行新厂房建设和扩产，根据规划基本等于重新建设一个新西飞。

6、总体来看，中航飞机的核心逻辑有四点：①军品型号订货大增，军方预付款；②暂定价产品的后续价格补差；③资产置换后实现西飞陕飞整体上市，净利率提高；④C919 大飞机即将进入批产期。我们针对“十四五”期间中航飞机各产品型号的数量和价格做了初步预测。给予公司 4% 的净利率，在“十四五”峰值时期，中航飞机的军机+民机利润将有望达到 35.8 亿元。预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 402 亿元、520 亿元和 626 亿元，实现净利润 7.26 亿元、12.3 亿元和 15.2 亿元，分别增长 27.6%、69.2% 和 24%。

7、中航飞机等飞机制造公司属于需要长时间积累才能获得突破的**大型**先进制造公司。其特点是需要长时间积累与耕耘，获得突破后则将拥有巨额回报。对于这类公司，技术优势和研发投入指标可能比现有的收入利润指标更重要，更关键的是能否确立在增量市场中的竞争优势。中国的飞机和航空发动机制造公司长期发展战略很确定，但阶段性的业绩有不确定性。但他们是自由现金流多且长命的公司，也是经过**行业深度整合而形成的龙头公司**。他们应该享受确定性溢价，尤其是在行业的转折点。考虑到公司目前防务平台的排他性地位，采用 PS 估值法，给予公司 2021 年 2.5 倍 PS 估值，目标市值 1300 亿元。未来随着公司收入利润指标的进一步改善，特别是民机市场的潜力释放，公司长远市值仍有较大增长空间。

### 风险提示

型号进度不及预期；军品订单不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,468	34,298	40,249	52,039	62,566
YoY (%)	7.7%	2.5%	17.4%	29.3%	20.2%
归母净利润(百万元)	558	569	726	1,229	1,522
YoY (%)	18.4%	1.9%	27.6%	69.2%	23.9%
毛利率 (%)	6.1%	5.8%	6.4%	7.1%	7.2%
每股收益 (元)	0.20	0.21	0.26	0.44	0.55
ROE	3.5%	3.4%	4.2%	6.6%	7.6%
市盈率	148.84	146.01	114.40	67.60	54.56

## 正文目录

1. 运输机改型空间广阔, 运-20 有望加速列装.....	4
2. 轰-6 系列持续放量, 新一代战略轰炸机在研.....	4
3. 承制国产大飞机, 受益于未来 10 万亿民机市场.....	5
4. 资产置换+产能扩充, 营收净利有望显著提升.....	5
5. “十四五” 峰值利润或达 35.8 亿元.....	6
6. 投资建议.....	6
7. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 运-20.....	4
图 2 运-20 空中加油机.....	4
图 3 轰-6K.....	5
图 4 轰-6N.....	5
图 5 C919 机身主要承制单位.....	5
表 1 “十四五” 期间中航飞机各机型产量预测.....	6
表 2 可比公司估值.....	7

## 1. 运输机改型空间广阔，运-20 有望加速列装

公司在运输机领域先后研制了运-8、运-9 和运-20，其中运-8、运-9 目前仍是我国运输机的主力机型，以运-9 为平台的多型特种飞机也依次推出，包括空警-500、高新-6（反潜）、高新-8（情报收集）、高新-9（电子干扰）、运-9 特战型（特种作战）和新高机（心理战），大部分机型已经进入量产阶段。

公司研制的运-20 是我国唯一一款国产重型战略运输机，性能优于伊尔-76，与 C-17 接近，从美国、俄罗斯等国的军事装备发展经验来看，载重量 60-80 吨级的运输机是需求最大、列装最多的机型，市场空间巨大。近日，制约运-20 放量的 WS-20 发动机装机首飞，全状态版本的运-20 有望加速列装。此外，基于运-20 改装的空中加油机也已首飞，未来基于运-20 的各种特种飞机也将陆续出现。

图 1 运-20



资料来源：网络图片，华西证券研究所

图 2 运-20 空中加油机



资料来源：网络图片，华西证券研究所

## 2. 轰-6 系列持续放量，新一代战略轰炸机在研

远程战略轰炸机是一个大国战略打击体系中不可或缺的一环，是大国的战略支柱、重要支撑和“身份证”。目前，美俄均拥有自己的远程轰炸机，美国分别是 B-52H、B-1B、B-2A，俄罗斯则拥有图-160 和图-95MS，并且两国都提出了下一代战略轰炸机的研发计划。

大型远程轰炸机一直是中国空军的软肋。中国空军目前正处在由量变积累到质变跨越、由大到强的转型关键时期。着眼未来全球竞争态势和维护我国大国地位的需要，特别是建设一支空天一体、攻防兼备强大战略型空军的需要，我军必须具备强大的远程打击能力。

公司生产制造的轰-6K/J/N 是当前我国空中战略打击力量的唯一载体，其地位在短期无法被取代，预计生产将持续放量。据新华网 2017 年 2 月 16 日报道，空军前司令员马晓天曾表示，新型战略轰炸机将成为我国空军新一代空中战略打击平台。中国新一代远程轰炸机必须高起点研制，具有较强的隐身、洲际攻击、超远航程、大载弹量、电子战能力和空中加油能力，同时要尽量做到稳定、可靠、省油。作为国内轰炸机研发和生产的主要单位，公司将获得丰厚的研发经费与订单。

图 3 轰-6K



资料来源：网络图片，华西证券研究所

图 4 轰-6N



资料来源：网络图片，华西证券研究所

### 3. 承制国产大飞机，受益于未来 10 万亿民机市场

公司是大飞机结构件供应商，承担 C919 大飞机六个工作包，包括机体中机身（含中央翼）、外翼翼盒（含固定前、后缘）、副翼、后缘襟翼、前缘缝翼和扰流板。此外，公司还承担 ARJ-21 支线客机 85% 以上零部件制造。根据中国商飞发布的《2019-2038 年民用飞机市场预测年报》，未来 20 年，中国航空市场将接收 50 座以上客机 9205 架，市场价值约 1.4 万亿美元（以 2018 年目录价格为基础），折合人民币约 10 万亿元。其中，50 座级以上涡扇支线客机交付 958 架，120 座级以上单通道喷气客机交付 6119 架，250 座级以上双通道喷气客机交付 2128 架。

图 5 C919 机身主要承制单位



资料来源：中国商飞，华西证券研究所

### 4. 资产置换+产能扩充，营收净利有望显著提升

根据今年 10 月 16 日披露的资产置换方案，资产置入后，反推 2019 年中航飞机毛利率将增加 1.11 个百分点至 6.96%，净利润将增长 3.4 亿元至 9.02 亿元。假设资产置换明年完成，我们给予公司 20% 的利润增速，那么 2021 年公司有望实现净利润 12.3 亿元，同比增长近 70%。最近三年，西飞和陕飞都在持续进行新厂房建设和扩产，

根据规划基本等于重新建设一个新西飞。更重要的是，C919 是改成特种飞机的最佳平台。

## 5. “十四五”峰值利润或达 35.8 亿元

我们假设，ARJ-21 单价 3800 万美元/架，机身占 50%，西飞承担 85%，净利率 4%，那么每架 ARJ-21 为中航飞机贡献 65 万美元净利润；C919 大飞机 5000 万美元/架，机身占 50%，西飞承担 1/4，净利率 4%，那么每架 C919 为中航飞机贡献 25 万美元净利润；运-8/9 或特种飞机 5000 万美元/架，整机交付，净利率 4%，那么每架运-8/9 或特种飞机为中航飞机贡献 200 万美元净利润；运-20 单价 1 亿美元/架，整机交付，净利率 4%，那么每架运-20 为中航飞机贡献 400 万美元净利润；轰-6 单价 5000 万美元/架，整机交付，净利率 4%，那么每架轰-6 为中航飞机贡献 200 万美元净利润；轰-20 单价 20 亿美元/架，整机交付，净利率 4%，那么每架轰-20 为中航飞机贡献 8000 万美元净利润。

我们对“十四五”期间中航飞机各机型产量做了如下预测。预计在“十四五”峰值时期，中航飞机的军机+民机利润将达 5.44 亿美元，合人民币 35.8 亿元。

表 1 “十四五”期间中航飞机各机型产量预测

	单机净利润 (万美元)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ARJ-21	65	19	30	45	60	60	60
C919	25	0	20	50	100	100	100
运-8/9及特种飞机	200	20	20	20	20	20	20
运-20	400	15	30	45	60	60	60
轰-6	200	20	20	20	20	20	20
轰-20	8000	0	0	0	1	2	2
净利润(万美元)		15227	22438	30157	46376	54376	54376
		研制阶段		小批量阶段		量产阶段	

资料来源：华西证券研究所

## 6. 投资建议

作为国内军用运输机、轰炸机、特种飞机的唯一总装平台，中航飞机的产品运 8、运 9、运 20 是我国军用运输主力机型，以运 9 为平台的多型特种飞机也已进入量产阶段；近日，制约运 20 放量的 WS20 装机首飞，全状态版本的运 20 有望加速列装。

公司生产的轰-6K/J/N 是当前我国空中战略打击力量的唯一载体，其地位在短期无法被取代，预计生产将持续放量；新一代远程战略轰炸机已经在研，作为国内轰炸机研发和生产的主要单位，公司将获得丰厚的研发经费与订单。

作为国产大飞机的主要承制单位，公司承担 C919 大飞机 6 个工作包，包括机体中机身（含中央翼）、外翼翼盒（含固定前、后缘）、副翼、后缘襟翼、前缘缝翼和扰流板。预计未来 20 年我国民用飞机市场空间 2.8 万亿元，公司将显著受益。

总体来看，中航飞机的核心逻辑有四点：①军品型号订货大增，军方预付款；②暂定价产品的后续价格补差；③资产置换后实现西飞陕飞整体上市，净利率提高；④C919 大飞机即将进入批产期。我们针对“十四五”期间中航飞机各产品型号的数量和价格做了初步预测。给予公司 4%的净利率，在“十四五”峰值时期，中航飞机的

军机+民机利润将有望达到 35.8 亿元。预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 402 亿元、520 亿元和 626 亿元，实现净利润 7.26 亿元、12.3 亿元和 15.2 亿元，分别增长 27.6%、69.2%和 24%。

同时，我们针对“十四五”期间中航飞机各产品型号的数量和价格做了初步预测。假设公司未来能够达到 4%的净利率，在“十四五”峰值时期，中航飞机军机+民机利润有望达到 35.8 亿元。中航飞机属于需要长时间积累才能获得突破的大型先进制造公司。其特点是需要长时间积累与耕耘，获得突破后则将拥有巨额回报。对于这类公司，技术优势和研发投入指标可能比现有的收入利润指标多少更重要，更关键的是能否确立在增量市场中的竞争优势。中国的飞机和航空发动机制造公司长期发展战略很确定，但阶段性的业绩可能会不确定。但他们是自由现金流多且长命的公司，也是经过行业深度整合而形成的龙头公司。他们应该享受确定性溢价，尤其是在行业转折点。考虑到公司目前防务平台的排他性地位，采用 PS 估值法，给予公司 2021 年 2.5 倍 PS 估值，目标市值 1300 亿元。未来随着公司收入利润指标的进一步改善，特别是民机市场的潜力释放，公司长远市值仍有较大增长空间。

表 2 可比公司估值

股票代码	股票简称	EPS				PE			
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
600760.SH	中航沈飞	0.53	0.63	1.04	1.13	54.9	59.54	54.42	49.17
600316.SH	洪都航空	0.21	0.12	0.24	0.36	231.17	62.98	147.69	99.03
600038.SH	中直股份	0.87	1	1.23	1.49	48.36	55.11	43.05	35.58
600893.SH	航发动力	0.47	0.48	0.57	0.68	50.9	45.85	76.18	63.87
平均值						96.33	55.87	80.34	61.91
<b>000768.SZ</b>	<b>中航飞机</b>	<b>0.20</b>	<b>0.21</b>	<b>0.26</b>	<b>0.44</b>	<b>65.69</b>	<b>79.72</b>	<b>115.41</b>	<b>68.12</b>

资料来源：wind，华西证券研究所（截至 2020/11/24）

## 7. 风险提示

在军品型号研制过程中，受供应链管理、质量管理、测试试验环节变动的影 响，研制和交付进度存在不及预期的风险；

在客户采购环节，存在订单变动、采购数量和价格不及预期的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	34,298	40,249	52,039	62,566	净利润	569	726	1,229	1,522
YoY (%)	2.5%	17.4%	29.3%	20.2%	折旧和摊销	457	512	573	642
营业成本	32,293	37,686	48,359	58,031	营运资金变动	-517	-355	-508	-341
营业税金及附加	44	52	68	81	经营活动现金流	553	883	1,294	1,833
销售费用	419	382	489	582	资本开支	-705	-700	-505	-200
管理费用	808	986	1,213	1,445	投资	-84	0	0	0
财务费用	-32	0	0	0	投资活动现金流	-3,101	-700	-505	-200
资产减值损失	-7	0	0	-10	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	债务募资	2,403	0	0	0
营业利润	662	860	1,452	1,791	筹资活动现金流	582	0	0	0
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-1,965	183	789	1,633
利润总额	663	860	1,452	1,791					
所得税	94	134	224	269	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	569	726	1,229	1,522	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	569	726	1,229	1,522	营业收入增长率	2.5%	17.4%	29.3%	20.2%
YoY (%)	1.9%	27.6%	69.2%	23.9%	净利润增长率	1.9%	27.6%	69.2%	23.9%
每股收益	0.21	0.26	0.44	0.55	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	5.8%	6.4%	7.1%	7.2%
					净利率	1.7%	1.8%	2.4%	2.4%
					总资产收益率 ROA	1.2%	1.4%	2.0%	2.2%
					净资产收益率 ROE	3.4%	4.2%	6.6%	7.6%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.29</b>	<b>1.29</b>
					速动比率	0.65	0.60	0.55	0.53
					现金比率	0.22	0.22	0.19	0.19
					资产负债率	66.0%	66.1%	69.3%	71.2%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.70	0.79	0.86	0.90
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.21	0.26	0.44	0.55
					每股净资产	5.98	6.24	6.68	7.23
					每股经营现金流	0.20	0.32	0.47	0.66
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	146.01	114.40	67.60	54.56
					PB	2.74	4.81	4.49	4.15

资产负债表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,739	6,922	7,711	9,344
预付款项	5,863	7,537	9,672	11,606
存货	14,686	16,004	20,271	24,643
其他流动资产	13,185	12,166	14,357	16,171
流动资产合计	40,473	42,629	52,011	61,764
长期股权投资	2,528	2,528	2,528	2,528
固定资产	4,225	4,214	3,991	3,449
无形资产	298	298	298	298
非流动资产合计	8,289	8,478	8,410	7,968
资产合计	48,763	51,107	60,421	69,732
短期借款	778	778	778	778
应付账款及票据	25,128	28,910	36,435	43,722
其他流动负债	4,556	2,393	2,953	3,455
流动负债合计	30,462	32,081	40,165	47,955
长期借款	1,200	1,200	1,200	1,200
其他长期负债	498	498	498	498
非流动负债合计	1,698	1,698	1,698	1,698
负债合计	32,160	33,779	41,864	49,653
股本	2,769	2,769	2,769	2,769
少数股东权益	53	53	53	53
股东权益合计	16,602	17,328	18,557	20,080
负债和股东权益合计	48,763	51,107	60,421	69,732

资料来源:公司公告, 华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。