

减持

——维持

中航飞机(000768.SZ) 证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2013年10月8日

行业: 宇航及防务(A&D)行业



魏成钢

021-53519888-1974

wchg2000@sohu.com

执业证书编号: S0870510120024

民机系列化发展, 新舟家族日渐兴旺

主要观点:

中国民用飞机市场前景可期, 但也不宜盲目乐观

在2013~2032民用飞机市场预测年报中, 中航工业预测未来20年中国市场30~50座级支线客机需求量达到337架(见附图1), 预测未来20年中国民航货机机队规模将由当前的100架增至799架, 其中小型货机由44架增至219架(见附图2)。而国内支线航空市场的现实是: 由于高油价导致的不经济, 2016年前50座级喷气支线飞机将全部退出运营, 同级别涡桨支线飞机年引进量尚不到3架。国内航空货运市场情况类似, 民航货机机队规模年净增不足10架, 其中小型货机年均增长约5架。再对照其他厂商、机构的研究成果, 我们认为中航工业所做的两项预测反映出其对国内民机市场发展前景的良好愿望, 但预测结论明显过于乐观。

MA60/600系列化发展、家族人丁兴旺

MA600F民用货机9月24日取得型号合格证(TC), 在取得生产许可证(PC)后即可投入生产交付, 成为继基础客运型后MA60/600系列首个批产交付的改型。近年, 由网购业务带动的高速成长的快递市场是国内航空货运市场主要增长动力源。而继承MA60飞机良好的安全性、经济性和可靠性, 装备大尺寸侧开门、国际先进集装货物装载系统的MA600F是电商物流市场经济便捷的运输工具, 在目前规模不大的国内小型货机市场可占一席之地。目前, MA600F在手有启动用户也门Felix航空的2架确认订单。7月4日, 已通过也门民航局型号认可审查, 年内可交付。后续潜在客户包括奥凯航空、幸福航空、中国邮政航空、顺丰航空等。在MA60/600客运基本型及货运型号基础上, VIP公务机、海洋监测机(MPA)、遥感航测机、医疗救护机、人工增雨机、森林灭火机等多种改型的研制也正展开。系列化发展有助于在MA700投放市场前MA60系列维持一定的年接单和交付水平。

寄予厚望的MA700项目开发正式起步

中航工业(AVIC)跃升为全球主流民机制造厂商的突破口——MA700民机项目已正式立项, 当前处于联合概念定义阶段。迄今已获得多个供应商的合作意向, 公司将争取在今年年底至明年年初完成对供应商的选择。按计划, MA700将于2016年底首飞, 2018年取得适航证、投放市场。中航工业集团成立中航飞机西安民用飞机有限责任公司作

基本数据(1HY13)

报告日股价(元)	9.57
12mth A 股价格区间(元)	6.70/12.59
总股本(百万股)	2,653.83
无限售 A 股/总股本	88.16%
流通市值(百万元)	22,391.91
每股净资产(元)	4.26
PB(X)	2.25
DPS(Y12, 元)	10 股派 1.0 元(含税)

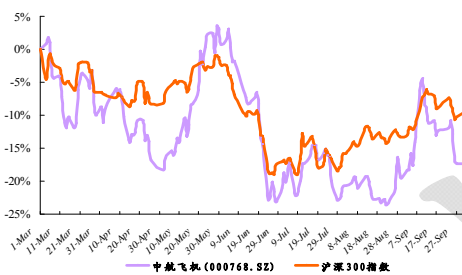
主要股东(1HY13)

西飞集团	55.12%
陕飞集团	2.81%
中航制动	1.25%
中航起	0.74%
中邮核心成长股票基金	0.64%

收入结构(1HY13)

航空产品	93.75%
铝合金型材	2.13%
汽车零部件	0.03%
其他	4.98%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WCHG13-CT10

相关报告:

《中航飞机(000768.SZ)动态点评:“成长模式”重启受盈利能力拖累》

《中航飞机(000768.SZ)2013 年中报点评: 业绩表现继续受盈利能力羸弱的掣肘》

首次报告日期: 2013 年 10 月 8 日

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

为项目开发的主体，总装交付中心已开始进行前期筹备。未来 10 年是涡桨支线飞机的发展机遇期。2018 年前后，涡桨支线飞机将进入新一轮发展周期，航空公司需要新机型来满足新的市场需求。根据市场调研情况，公司预计 MA700 全球销量在 800 架以上。

■ **投资建议：**

未来六个月内，维持“减持”的投资评级

本报告期公司营收的快速增长主要得益于支柱产品——歼轰/轰炸机的产销度过“青黄不接”的困难期，步出低谷。轰六中型轰炸机的最新改进型号(见附图 4)现正处于批产交付的爬坡期，已先后小批量入役南京、广州军区空军航空兵部队，其产量提升速率超出我们此前谨慎的预期，弥补了原有成熟产品生产任务的下滑。

综合分析各产品/业务经营走势，维持此前对公司 2013 ~ 2015 年业绩的预测：营收预计分别实现增长 30.65%、20.71%和 26.35%，归属于上市公司股东的净利润分别增长 12.15%、48.57%和 31.18%，以最新股本全面摊薄计算的基本每股收益分别为 0.11、0.16 和 0.21 元。在目前股价所对应的估值水平下，维持对公司“减持”的投资评级。

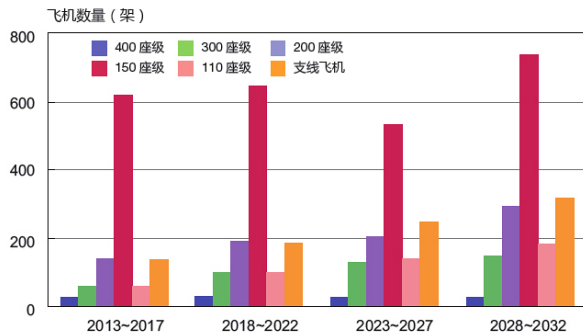
■ **业绩预测与估值：**

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	15,587.79	20,364.67	24,581.93	31,060.42
年增长率(%)	18.56%	30.65%	20.71%	26.35%
归属于上市公司股东的净利润	251.82	282.42	419.60	550.42
年增长率(%)	-34.87%	12.15%	48.57%	31.18%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.16	0.21
PE(X)	100.85	89.93	60.53	46.14

注：有关指标按最新总股本 2,653.83 百万股计算

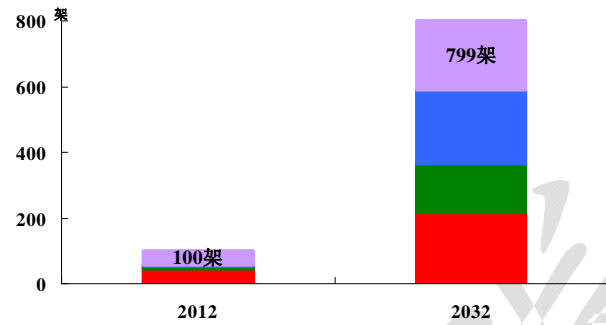
附录:

附图 1: 2013~2032 中国民用飞机市场预测



资料来源: 中航工业集团, 上海证券研究所

附图 2: 2013~2032 中国民航货机机队预测



资料来源: 中航工业集团, 上海证券研究所

附图 3: MA600F 民用货机



资料来源: 上海证券研究所

附图 4: 轰六中型轰炸机最新改进型号



资料来源: 《航空知识》, 上海证券研究所

附表 1: 公司损益简表及预测(单位: 百万元)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	8,865.08	15,587.79	20,364.67	24,581.93	31,060.42
营业成本	8,139.63	13,893.14	18,437.07	22,132.44	27,920.88
营业税金及附加	11.87	45.08	61.09	73.75	93.18
销售费用	194.56	372.28	386.93	467.06	590.15
管理费用	366.27	859.12	896.05	1,081.60	1,366.66
财务费用	42.51	174.84	234.51	324.90	429.94
资产减值损失	28.87	41.92	80.00	60.00	60.00
投资收益	26.17	23.17	20.00	20.00	20.00
营业利润	107.54	224.57	289.02	462.18	619.61
营业外收入	58.40	78.99	60.00	60.00	60.00
营业外支出	0.57	4.97	5.00	5.00	5.00
利润总额	165.37	298.59	344.02	517.18	674.61
所得税费用	31.98	35.69	51.60	77.58	101.19
净利润	133.39	262.90	292.42	439.60	573.42
少数股东损益	25.51	11.08	10.00	20.00	23.00
归属于上市公司股东的净利润	107.88	251.82	282.42	419.60	550.42

摊薄 EPS(元) 0.04 0.09 0.11 0.16 0.21

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 2: 宇航及防务(A&D)行业重点公司相对估值比较

公司名称	股票代码	货币	股价	EPS			PE			PB
				12A	13E	14E	12A	13E	14E	
江南红箭	000519.SZ	CNY	12.60	0.03	0.52	0.56	422.58	24.46	22.52	1.76
中航动控	000738.SZ	CNY	10.62	0.17	0.29	0.35	61.85	36.38	30.72	2.84
中航飞机	000768.SZ	CNY	9.57	0.09	0.11	0.16	100.85	89.93	60.53	2.25
中航精机	002013.SZ	CNY	14.19	0.52	0.56	0.66	27.36	25.20	21.36	2.47
海特高新	002023.SZ	CNY	14.97	0.24	0.34	0.42	62.21	44.66	35.64	3.44
奥普光电	002338.SZ	CNY	20.45	0.47	0.52	0.67	43.38	39.15	30.42	3.86
高德红外	002414.SZ	CNY	13.98	0.10	0.15	0.17	139.39	94.17	80.41	3.54
国腾电子	300101.SZ	CNY	13.25	0.09	0.03	0.13	151.30	425.55	104.28	5.13
哈飞股份	600038.SH	CNY	26.01	0.34	0.45	0.52	75.93	58.16	50.28	5.47
中国卫星	600118.SH	CNY	14.47	0.23	0.27	0.39	63.25	53.62	37.51	4.40
光电股份	600184.SH	CNY	21.74	0.01	0.59	0.66	1,509.64	37.05	32.83	4.01
洪都航空	600316.SH	CNY	17.11	0.12	0.12	0.22	140.04	137.04	76.41	2.65
航天动力	600343.SH	CNY	11.39	0.18	0.19	0.29	64.00	60.95	39.07	1.71
中航电子	600372.SH	CNY	17.62	0.27	0.38	0.41	65.97	46.11	42.63	6.24
成发科技	600391.SH	CNY	12.17	0.11	0.19	0.26	107.25	64.98	46.26	2.45
北方导航	600435.SH	CNY	13.86	0.02	0.07	0.08	859.43	203.83	166.60	4.97
航天晨光	600501.SH	CNY	7.95	0.08	0.17	0.20	95.90	46.30	39.75	2.64
贵航股份	600523.SH	CNY	11.22	0.40	0.37	0.43	28.40	30.32	26.37	1.95
高淳陶瓷	600562.SH	CNY	39.40	0.11	0.65	0.95	368.30	60.88	41.42	7.25
航天通信	600677.SH	CNY	8.81	0.26	0.29	0.23	34.22	30.37	38.97	2.72
中航重机	600765.SH	CNY	14.31	0.27	0.26	0.34	52.16	55.97	41.66	3.40
航天电子	600879.SH	CNY	7.94	0.20	0.21	0.26	38.83	37.64	30.82	1.72
航空动力	600893.SH	CNY	16.34	0.27	0.29	0.46	61.05	56.45	35.35	4.18
国内市场 A&D 行业样本均值							67.39	49.21	40.28	3.52
中航科工	2357.HK	CNY	3.14	0.11	0.13	0.16	28.04	24.16	19.90	1.80
香港飞机工程	0044.HK	HKD	102.80	5.27	4.30	5.71	19.51	23.91	18.00	3.00
ST Engineering	STE.SP	SGD	4.21	0.19	0.20	0.21	22.39	20.97	19.91	7.06
Embraer SA	ERJ.US	USD	33.33	1.98	2.16	2.64	16.85	15.42	12.60	1.88
Aselsan A.Ş	ASELS.TI	TRL	8.64	0.59	0.60	0.75	14.74	14.32	11.60	3.34
新兴市场 A&D 行业样本均值							20.31	19.75	16.40	3.42
Boeing Co.	BA.US	USD	118.74	5.11	6.50	7.17	23.24	18.26	16.56	11.90
Honeywell International Inc.	HON.US	USD	83.58	4.48	4.95	5.55	18.66	16.89	15.06	4.76
Lockheed Martin Corp.	LMT.US	USD	129.24	8.36	9.55	9.70	15.46	13.53	13.32	59.77
Raytheon Co.	RTN.US	USD	78.74	5.65	5.68	5.95	13.94	13.86	13.23	2.96
Northrop Grumman Corp.	NOC.US	USD	96.25	7.81	7.71	7.90	12.32	12.48	12.18	2.32
EADS NV	EAD.FP	EUR	47.14	2.25	2.69	3.64	21.00	17.54	12.95	4.66
FINMECCANICA SPA	FNC.IM	EUR	4.43	0.45	0.39	0.68	9.95	11.26	6.56	0.80
BAE SYSTEMS PLC	BA.LN	GBP	4.62	0.39	0.43	0.42	11.88	10.84	11.07	3.61

General Dynamics Corporation	GD.US	USD	88.29	6.48	6.96	7.25	13.63	12.69	12.18	2.63
United Technologies Corp.	UTX.US	USD	109.36	5.35	6.15	6.97	20.44	17.77	15.70	3.72
成熟市场 A&D 行业样本均值							16.05	14.51	12.88	4.15

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以 9 月 30 日收盘价计



分析师承诺

分析师 魏成钢

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
增持	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
增持	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。