

# 中航飞机系列报告之一：我国大型 军用运输机和轰炸机筑梦者

2018年09月04日

强烈推荐/维持

中航飞机

事件点评

## ——中航飞机（000768）事件点评

姓名	分析师陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email:luzhou@dxzq.net.cn	Tel:010-66554142
姓名	分析师王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email:wangxi@dxzq.net.cn	Tel:010-66554034
姓名	研究助理张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email:Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel:010-66554018

### 事件：

中航飞机我国唯一的军用运输机和轰炸机的总装生产商，承载着我国空军转型战略空军的重任。2018年上半年公司实现营业收入132.72亿元，同比增长23.47%；归母净利润1.62亿元，同比增长77.33%。

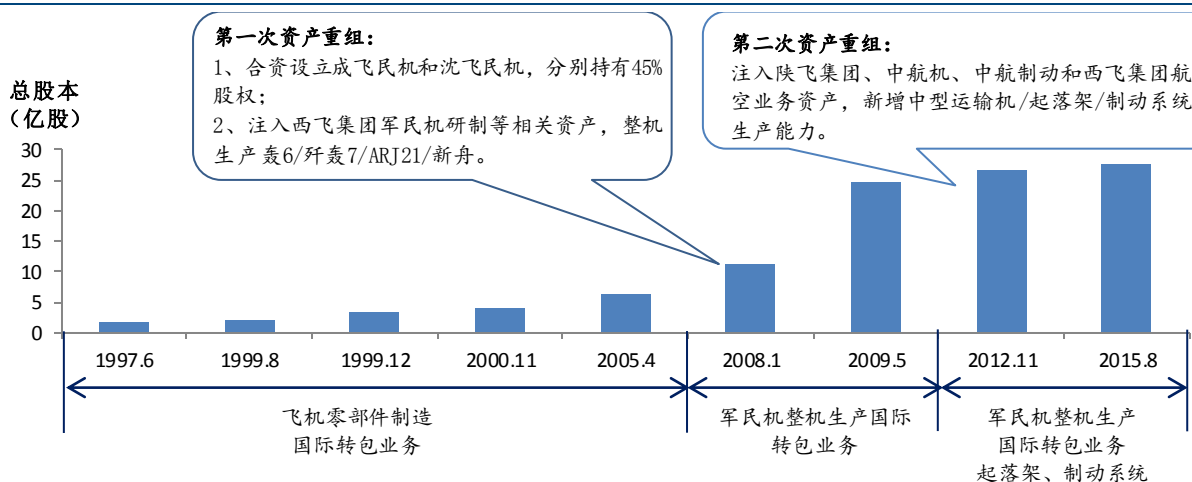
### 观点：

#### 一、唯一军用运输机和轰炸机生产商

中航飞机股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1997年，原名西安飞机国际航空制造股份有限公司，由西安飞机工业（集团）有限责任公司独家发起，以募集方式设立。

2014年8月，西飞集团将持有的中航飞机40.0%的股权无偿划转给中航工业集团。股权变更后，西飞集团不再是控股股东，而中航工业集团成为公司的控股股东和实际控制人。中航工业集团资本运作较为频繁，集团通过削减管理层级，强化对中航飞机的直接管控力度，提高公司管理效率，有利于公司内部资源整合。

图1：中航飞机总股本及重大资产重组变动历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司主要从事航空产品业务，属航空制造业行业。主营业务包含军用飞机、民用飞机、国际合作转包项目、

大型飞机机体结构，以及飞机起落架和制动系统，主营业务营收占比在 94% 以上。

公司业务主要可以分为飞机整机业务、飞机零部件业务、国际转包业务和其他业务四部分：

- **飞机整机**：包括军用整机和民用整机。军用整机主要为运-8、运 20 等运输机及轰-6 系列、飞豹系列轰炸机，在军用飞机业务方面，公司是国内轰炸机和运输机的唯一制造商；民机主要为新舟系列国产飞机。
- **飞机零部件**：主要有飞机机体结构件、起落架系统和制动系统，为 ARJ21、C919 和 AG600 提供零部件。
- **国际转包业务**：公司通过进行国际转包业务，为国际飞机制造商波音、空客和庞巴迪等提供飞机制造需要的各种零部件，实现了在航空制造方面的技术突破，并获得了丰富的经验。国际转包业务，为公司生产制造自己的大飞机提供了宝贵的借鉴基础。
- **非航空产品**：运输设备工业相关产品，铝合金型材及其他产品。

**表 1:中航飞机业务板块及主要产品**

业务板块	类别	产品	内容
军用飞机	运输机	运 8/运 9 系列、运 20	
	轰炸机	轰 6 系列、飞豹系列	
民用飞机	涡桨支线客机	新舟 60、新舟 600	
		新舟 700（在研）	
国产零部件	飞机机体结构件	C919	机身、翼身组合件、扰流板等 6 个工作包
		ARJ21	机身、机头、机翼等全部零件的 85%
		AG600	机身、机头、机翼、尾翼
		起落架系统	起落架、航空机轮
	制动系统	刹车系统、液压附件、刹车片等	
国际转包件	波音	B737、B777、B787 等	方向舵、垂尾、复材壁板等
	空客	A320、A330 等	地板组件、电源箱等
	庞巴迪等		
非航空用品	铝合金型材		
	运输设备工业相关产品	火车、汽车零部件	
	其他产品	钣金、复材及机械加工等工业产品、能源动力供应及设备维修等	

资料来源：《<中国制造 2025>重点领域技术路线图（2015 版）》，东兴证券研究所

## 二、运-20 市场需求空间或超千亿元

中航飞机在运输机领域先后研制了运-8、运-9 和运-20，其中运-8、运-9 仍是我国运输机的主力机型，最新型号运-20 的市场空间巨大。

运-8 是以安-12 为平台研制出的四发涡桨中型中程多用途运输机，与 C-130J、安-12BP 性能接近。运-8 是中国空军主力运输机，该机在国防和国民经济建设中发挥了重要的作用，做为主要特种飞机改装平台，以运-8 为基础先后改装了预警机、电子战、指挥控制、海上巡逻机等飞机。运-9 曾是我国第一个大型运输机项目，在 1969 年就开始了项目预研，但由于种种原因而中止。新运-9 在 2012 年正式装备空军，同时以运-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。

图 2:运-8



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

图 3:运-9



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

我国运输机数量不足，尤其是大型运输机缺口较大。根据 World Air Force 2016 年数据，我国运输机数量共有 181 架，位居世界第 4 位，与美国 1058 架数量相比存在较大差距，尤其在大型运输机方面，美国拥有 55 架 C-5，222 架 C-17 大型战略运输机，而我国先进运输机数量明显不足，还有很多运-7 老型号运输机需要替换。因此，新型运输机的研制就至关重要，目前我国最大最先进的运-20 运输机已经列装空军。

运-20 性能优于伊尔-76，与 C-17 接近。运-20 的研发参考伊尔-76 的气动外形和结构设计，并融合 C-17 的部分特点，配备俄产四发 D-30KP 涡扇发动机（未来将逐步换装 WS-20），最大起飞重量 220 吨，实载重量超过 66 吨。运-20 的综合性能优于伊尔-76（发动机、电子设备、载重量和短跑道起降性能更优异），与 C-17 接近。

图 4:运-20



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

运-20 缺口大，未来有千亿元需求空间。目前运-20 已经服役，但还没有形成规模，国防大学发布的《中国军民融合发展报告 2014》中指出，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。根据搜狐军事网站信息，Y-20 的外销价格约为 1.5 亿美元，按半价来估算内销价格则为 5 亿元一架，未来 400 架运输机的市场空间为 2000 亿元。

### 三、重型隐形战略轰炸机未来可期

我国高性能轰炸机数量与美国仍有较大差距。根据 World Air Force 2017 数据，我国轰-6 系列战机 150 架，歼轰-7105 架，与美俄相比，在总体数量上并不少，但是在起飞重量、航程等性能上，还存在较大差距，并且不具有隐身功能。能与美国 B-2 轰炸机媲美的，具有隐身性能、大作战半径的战略轰炸机仍然是空白。

目前我国主力的轰炸机型仍是轰-6K 和歼轰-7，但歼轰-7 逐渐被歼-16 多功能战斗机取代，因此轰-6 的最新型号轰-6K 在未来的需求量是可观的。轰-6 是我国在前苏联图-16 的基础上仿制的高亚音轰炸机，轰-6K 轰炸机是目前轰-6 轰炸机的最新型号，可实施空地远程巡航导弹供给，作战半径将近 3500 公里，在中国边境地区就可威慑第二岛链，极大地增强中国空军的战略打击能力。此外，当前主力空中加油机轰油-6 也是轰-6 重要的衍生机型之一，承担为歼-8、歼-10 等战斗机空中加油的任务。在运-20 改装型加油机研制成功之前，轰油-6 仍是我国主力空中加油机。

图 5:歼轰-7



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

图 6:轰-6K



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

虽然轰-6K 是我国目前的主力轰炸机，但是相比美国 B2 在载弹量、航程方面都有较大的劣势，并且还不具备隐身能力。对于我国来说战略轰炸机是稀缺的，但新一代远程战略轰炸机已经在研。目前我国对于隐身材料、气动布局等方面已经有了不少技术储备，因此在新型战略轰炸机上可使用的成熟技术对于战机性能起到推动作用。公司一旦远程轰炸机生产商地位得以确立，将进一步巩固公司的军机龙头市场地位。

### 风险提示：

新型号研制进度不及预期；订单数量不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	31142	32805	35236	38111	41552	<b>营业收入</b>	26122	31079	33255	35915	39147
货币资金	6807	6332	6775	7317	7976	<b>营业成本</b>	24259	28821	30760	33042	35820
应收账款	4416	8922	9546	10310	11238	营业税金及附加	70	86	92	100	109
其他应收款	75	66	70	76	83	营业费用	322	512	548	592	645
预付款项	2236	2598	2985	3400	3850	管理费用	1098	1212	1264	1365	1488
存货	12723	13135	14019	15058	16324	财务费用	-42	50	24	60	97
其他流动资产	139	73	44	8	-35	资产减值损失	60.31	6.55	6.55	6.55	6.55
<b>非流动资产合计</b>	8075	7934	6889	6301	5716	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	133	559	559	559	559	投资净收益	31.41	107.26	107.26	107.26	107.26
固定资产	5314.43	4776.53	4838.14	4285.20	3732.27	<b>营业利润</b>	386	581	667	857	1089
无形资产	561	392	355	319	287	营业外收入	173.75	3.61	3.61	3.61	3.61
其他非流动资产	175	171	171	171	171	营业外支出	14.61	14.95	14.95	14.95	14.95
<b>资产总计</b>	39217	40739	42126	44411	47267	<b>利润总额</b>	545	570	655	846	1078
<b>流动负债合计</b>	20273	22457	23355	25786	28219	所得税	90	95	131	169	216
短期借款	1237	1206	1691	2576	3132	<b>净利润</b>	455	474	524	677	862
应付账款	11045	11614	12226	13133	14237	少数股东损益	42	3	3	3	3
预收款项	681	728	777	831	890	归属母公司净利润	413	471	521	674	859
一年内到期的非流	602	223	223	223	223	EBITDA	1377	1520	1253	1476	1741
<b>非流动负债合计</b>	1241	633	877	406	406	<b>EPS (元)</b>	0.15	0.17	0.19	0.24	0.31
长期借款	249	109	109	109	109	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	21514	23090	24231	26192	28625	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2339	1933	1936	1939	1942	营业收入增长	8.32%	18.98%	7.00%	8.00%	9.00%
实收资本(或股本)	2769	2769	2769	2769	2769	营业利润增长	22.42%	50.54%	14.76%	28.59%	27.06%
资本公积	10132	10137	10137	10137	10137	归属于母公司净利润	3.27%	14.10%	10.60%	29.25%	27.54%
未分配利润	1289	1576	733	-355	-1743	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	15364	15715	15762	16115	16565	毛利率(%)	7.27%	7.38%	8.50%	9.00%	9.00%
<b>负债和所有者权益</b>	39217	40739	42156	44471	47357	净利率(%)	1.74%	1.53%	1.58%	1.88%	2.20%
<b>现金流量表</b>					单位: 百万元	<b>总资产净利润(%)</b>					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)						
2.69%	3.00%	3.31%	4.18%	5.19%	<b>偿债能力</b>						
<b>经营活动现金流</b>	1422	1310	-566	409	508	资产负债率(%)	55%	57%	57%	59%	60%
净利润	455	474	524	677	862	流动比率	1.54	1.46	1.51	1.48	1.47
折旧摊销	1033.31	889.86	0.00	522.93	522.93	速动比率	0.91	0.88	0.91	0.89	0.89
财务费用	-42	50	24	60	97	<b>营运能力</b>					
应付帐款的变化	0	0	-625	-764	-928	总资产周转率	0.68	0.78	0.80	0.83	0.85
预收帐款的变化	0	0	50	54	59	应收账款周转率	5	5	4	4	4
<b>投资活动现金流</b>	-598	-1807	553	101	101	应付账款周转率	2.57	2.74	2.79	2.83	2.86
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.17	0.19	0.24	0.31
投资收益	31	107	107	107	107	每股净现金流(最新)	0.21	-0.15	0.16	0.20	0.24
<b>筹资活动现金流</b>	-237	74	456	33	50	每股净资产(最新摊)	5.55	5.68	5.69	5.82	5.98
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	97.59	85.50	77.32	59.82	46.91
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.62	2.57	2.56	2.50	2.43
资本公积增加	17	5	0	0	0	EV/EBITDA	25.84	23.36	28.39	24.33	20.56
<b>现金净增加额</b>	586	-423	443	542	659						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、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，2017年加盟东兴证券研究所。

### 王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。