

# 波音连续坠机，市场呼唤国产大飞机

2019年03月12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：

3月10日，埃塞俄比亚航空一架波音737MAX班机在起飞后不久坠毁，机上157人全部遇难，其中有8名中国乘客。这已经是继2018年10月29日狮航同机型坠毁后的第二起空难。事故原因还在调查，我国民航局发布通知，要求中国国内运输航空公司于2019年3月11日18时前暂停波音737MAX 8飞机的商业运行。

### 观点：

#### 1、波音公司新机型问题频出，我国国产大飞机第103架已首飞成功

该机型是波音737未来主力机型，国际市场销量很好。波音737MAX是波音737装配新发动机的衍生机型，包括波音737MAX-7、波音737MAX-8、737MAX-9、737MAX-10和波音737MAX200，本次事故机型为波音737MAX-8机型。波音737MAX配备了最新的LEAP-1B发动机，发动机推力更大，更加节能，是波音737的第四代主力机型。据报道，截止2019年1月，波音737MAX系列飞机已经交付350架，订单数达到5077架。目前，国内航空公司运营波音737MAX-8共97架。

图 1:波音 737MAX-8



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

图 2:C919 国产大飞机



资料来源：公开网络资料，东兴证券研究所

受空难影响，波音飞机安全性受到质疑，公司股价盘前价格大跌。此次事故是波音737MAX-8机型半年内第二次发生空难，2018年10月29日印尼狮航一架波音737MAX-8飞机，刚刚从雅加达国际机场起飞不久就坠

入大海，机上 189 人全部遇难，这次事故飞机刚刚飞行 3 个月。此次事故后，虽然埃航飞行安全不能排除，但该机型自身的安全性仍然收到了很大质疑。我国民航局发布通知，要求中国国内运输航空公司于 2019 年 3 月 11 日 18 时前暂停波音 737 MAX 8 飞机的商业运行。在波音公司营收中约有 60% 来自于飞机销量，公司（美股）股价的盘前价格下跌 8%。

若真是飞机的自动防失速系统存在安全隐患，必将延缓波音 737 机型的更新升级节奏，也为国产大飞机拱手让出了可观的国内市场。事故原因尚在调查中，反观国内大飞机正在按照既定步骤开展试飞工作。根据新华社消息，2018 年 12 月 28 日，C919 国产大型客机 103 架机平安降落在上海浦东国际机场，圆满完成第一次飞行，标志着目前共三架 C919 飞机进入试飞状态。根据新华网消息，C919 飞机的 104、105、106 三架试飞机正按计划进行部装、总装，计划明年全部投入试飞取证工作。国产大飞机总设计师表示，C919 国产大飞机争取在 2021 年取得适航证。

## 2、中航飞机是国产大飞机的主要承制单位，不久将来将充分受益于大飞机适航

中航飞机主要从事航空产品业务，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。公司是大飞机结构件供应商，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。C919 属于“中短程双发窄体民用运输机”，属于单通道中型客机，其竞争对手为美国波音 B737、欧洲空客 A320、加拿大庞巴迪 CS300 和俄罗斯联合飞机公司 MS21。

图 3: C919 飞机供应商分布图



资料来源：上海商飞，东兴证券研究所

表 1: 类 C919 客机参数比较

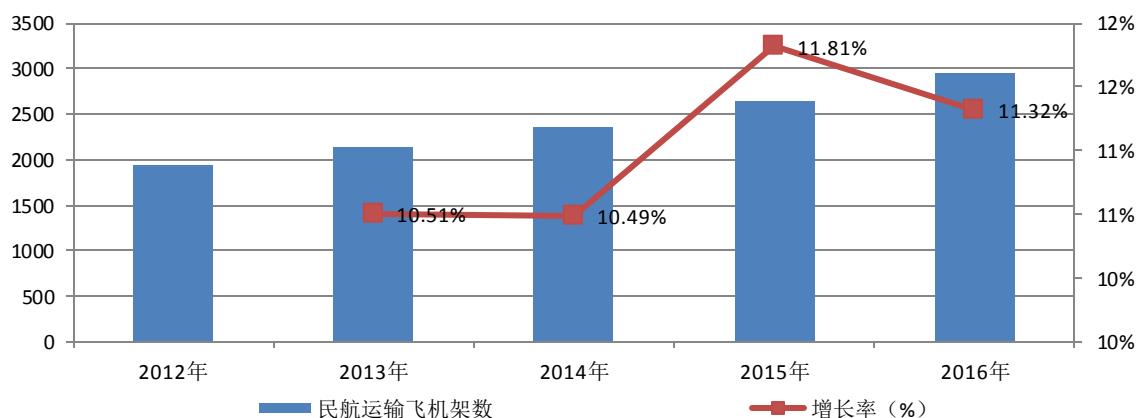
	C919	A320 系列	B737 系列	C 系列	MS21 系列
国家	中国	欧洲	美国	加拿大	俄罗斯
首飞时间	2017	1988	1967	2013	2014
典型机型	C919	A320-200	B737-800	CS300	MS21-300

座位数（个）	156/168	150/164/180	162/189	135/150/160	150/162
空机重量（吨）	42.10	42.60	41.41	42.00	42.60
最大起飞重量（吨）	72.50/77.30	78.00	79.01	65.32	67.6
最大满载航程（千米）	4075/5555	5950	5665	5463	4700
巡航速度（马赫）	0.78-0.8	0.78	0.785	0.78	0.78
单价（万美元）	5000	9800	9600	6000	6000

资料来源：东兴证券研究所

我国民机需求呈增长态势，未来 20 年民航机队增长到 4 倍规模。2017 年 9 月 19 日，中国商飞发布《中国商飞公司 2017-2036 年民用飞机市场预测年报》，预计未来 20 年，我国航空公司将有 8575 架新机需求，到 2035 年中国机队规模将达到 8684 架，而 2014 年我国民航机队规模仅有 2370 架，20 年增长到近 4 倍规模。

图 4:2012-2016 年我国民航运输飞机规模



资料来源：中国民航网，东兴证券研究所

未来 20 年我国共需客机价值超 2 万亿。根据民用飞机市场预测年报，到 2034 年末将有 8575 架新机需求，其中大型喷气客机 8232 架，支线客机 343 架。根据网易信息，我国大型喷气客机的单价约 5000 万美元，支线客机单价约 3000 万美元，由此推测，我国未来 20 年民用飞机价值将在 28263.2 亿元。

表 2:未来 20 年我国客机需求规模

机型	2034 年规模	需求数量（架，从 2015 年算起）	单价（亿元）	客机价值（亿元）
中大型喷气客机	8337	8232	3.35	27577.2
支线客机	347	343	2	686
合计	8684	8575	--	28263.2

资料来源：公开网络，东兴证券研究所

### 3、公司我国战略运输机和轰炸机的研制平台

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-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。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。

公司还是我国战略轰炸机研制平台。当前我国主力的轰炸机型仍是轰-6K，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。

#### 4、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 338.45 亿、390.57 亿和 462.05 亿元，归母净利润分别为 5.25 亿、7.02 亿和 9.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.34 元，对应 PE 分别为 88 倍、66 倍和 49 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

大飞机研制进度不及预期，军机订单和交付进度不及预期。

**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	35807	41148	48385	<b>营业收入</b>	26122	31079	33845	39057	46205
货币资金	6807	6332	6896	7957	9414	<b>营业成本</b>	24259	28821	31307	35933	42277
应收账款	4416	8922	9716	11212	13264	营业税金及附加	70	86	94	109	128
其他应收款	75	66	71	82	97	营业费用	322	512	558	644	762
预付款项	2236	2598	2991	3443	3974	管理费用	1098	1212	1286	1484	1756
存货	12723	13135	14268	16376	19267	财务费用	-42	50	29	96	196
其他流动资产	139	73	36	-34	-129	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	6919	6361	5806	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	4868.14	4345.20	3822.27	<b>营业利润</b>	386	581	672	893	1186
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	42727	47509	54191	<b>利润总额</b>	545	570	660	881	1174
<b>流动负债合计</b>	20273	22457	23923	28806	34995	所得税	90	95	132	176	235
短期借款	1237	1206	1901	3699	5667	<b>净利润</b>	455	474	528	705	939
应付账款	11045	11614	12443	14282	16803	少数股东损益	42	3	3	3	3
预收款项	681	728	778	837	906	归属母公司净利润	413	471	525	702	937
一年内到期的非流	602	223	223	223	223	EBITDA	1377	1520	1263	1547	1937
<b>非流动负债合计</b>	1241	633	877	406	406	<b>EPS (元)</b>	0.15	0.17	0.19	0.25	0.34
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	24800	29212	35401	<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%	8.90%	15.40%	18.30%
实收资本(或股本)	2769	2769	2769	2769	2769	营业利润增长	22.42%	50.54%	15.58%	32.92%	32.84%
资本公积	10132	10137	10137	10137	10137	归属于母公司净利润	3.27%	14.10%	11.40%	33.67%	33.40%
未分配利润	1289	1576	727	-407	-1919	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	15364	15715	15764	16132	16622	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	42727	47509	54191	净利率(%)	1.74%	1.53%	1.56%	1.80%	2.03%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2.91%						
<b>经营活动现金流</b>						2.69%					
1422	1310	-648	65	30	<b>偿债能力</b>						
净利润	455	474	528	705	939	资产负债率(%)	55%	57%	58%	61%	65%
折旧摊销	1033.31	889.86	0.00	522.93	522.93	流动比率	1.54	1.46	1.50	1.43	1.38
财务费用	-42	50	29	96	196	速动比率	0.91	0.88	0.90	0.86	0.83
应付帐款的变化	0	0	-794	-1496	-2052	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	51	59	69	总资产周转率	0.68	0.78	0.81	0.87	0.91
<b>投资活动现金流</b>	-598	-1807	553	101	101	应收账款周转率	5	5	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.57	2.74	2.81	2.92	2.97
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	31	107	107	107	107	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.17	0.19	0.25	0.34
<b>筹资活动现金流</b>	-237	74	659	896	1325	每股净现金流(最新)	0.21	-0.15	0.20	0.38	0.53
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.55	5.68	5.69	5.83	6.00
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	111.93	98.06	88.04	65.86	49.37
资本公积增加	17	5	0	0	0	P/B	3.01	2.94	2.93	2.87	2.78
<b>现金净增加额</b>	586	-423	564	1062	1456	EV/EBITDA	30.14	27.26	32.92	27.35	22.11

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。