

中航西飞(000768.SZ)

报告日期: 2021年7月26日

# 高稀缺性军民用大飞机龙头, 广阔市场可期

## ——中航西飞深度报告

### 投资要点

#### □ 军民用大中型飞机龙头, 军用整机唯一制造商, 深度参与民机配套

- 1) 军用大中型飞机整体上市平台, 深度参与民机配套, 航空产品营收占比98%。主要产品: 军用运输机、轰炸机、特种飞机, 民机 C919/ARJ21/新舟系列/AG600 零部件, 空客 A320/波音 737 等主流机型外贸转包;
- 2) 近年来营收平稳增长, 2020 年剔除非持续因素影响净利润同比增长 12.3%;
- 3) 2020 年资产重组减少销售环节, 助力盈利能力提升; 财务公司关联交易存款限额、授信额度、贷款预估额纷纷上调指示产销规模扩张。

#### □ 军机: “十四五”强军步伐加快, 公司产品兼具“战略意义”和“放量逻辑”

- 1) 中国是世界第二大经济体, 国防实力与经济地位尚不完全匹配, 海陆空三军中航空装备差距最大。预计“十四五”军机产业持续高增长, 其中军用大中型飞机整机市场规模约 2400 亿, 年均 480 亿, 复合增速约 18%;
- 2) 打造战略空军, 关注“战略预警/空中打击/防空反导/信息对抗/空降作战/战略投送/综合保障”7 大能力。公司产品在其中 5 大能力建设上占据核心位置;
- 3) 运 20 弥补战略运输短板, 加速列装在即, 改型空间可期; 运 8/9 持续放量, 信息化战争趋势下特种飞机需求旺盛; 轰 6K 与新一代战轰齐发力, 强国利器成就“核武三位一体”。以上“大国重器”具备高战略稀缺性;
- 4) 军品定价机制改革, 中长期盈利能力有望打开。

#### □ 民机: 我国民航增速领先全球, 公司深度参与多型号配套, 任务量占比大

- 1) 中国商飞预测: 2020-2039 年中国民航机队新机交付近 9000 架, 约 8 万亿整机市场规模, 增速领先全球。经测算: 对应机体零部件配套市场总规模约 2.4 万亿, 年均复合增速约 7%;
- 2) 公司基于技术优势深度参与我国各型号民机配套, 任务量占比大, 将充分受益国产大飞机崛起: C919 公司任务量占机体结构 50% 左右; ARJ21 公司任务量占整机制造量 60% 以上; AG600 公司制造量占机体结构 50% 以上; 公司深度参与新舟系列全部三款型号的配套。

#### □ 中航西飞: 预计未来 3 年业绩复合增速超 24%, 具战略意义、高度稀缺性

- 1) 预计 2021-2023 年公司归母净利润 9.7/12.0/15.0 亿元, 同比增长 25%/23%/25%, EPS 为 0.35/0.43/0.54 元, PE 为 78/63/51 倍, PS 为 2.1/1.8/1.5 倍。首次覆盖, 参考其他国防航空主机厂估值平均水平及公司历史估值, 并考虑公司及产品的战略意义和高度稀缺性, 给予“买入”评级。

#### □ 风险提示: 公司产品交付进度不及预期; 关键型号研制进展不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	33484	35228	43107	51600
(+/-)	-2%	5%	22%	20%
净利润	777	971	1196	1495
(+/-)	37%	25%	23%	25%
每股收益(元)	0.28	0.35	0.43	0.54
P/E	97	78	63	51
ROE	4.9%	6.2%	7.3%	8.7%
PS	2.3	2.1	1.8	1.5

### 评级

### 买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥27.28

### 分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

电话: 021-80108036

邮箱: qiushiliang@stocke.com.cn

### 分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

电话: 18610723118

邮箱: wanghuajun@stocke.com.cn

### 联系人: 吴帆

电话: 15618114575

邮箱: wufan@stocke.com.cn



## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2021-2023 年公司归母净利润 9.7/12.0/15.0 亿元，同比增长 25%/23%/25%，EPS 为 0.35/0.43/0.54 元，PE 为 78/63/51 倍，PS 为 2.1/1.8/1.5 倍。

首次覆盖，参考其他国防航空主机厂 2021-2023 年 PE 估值平均水平 106/75/56 倍、PS 估值平均水平 4.1/3.3/2.6 倍，公司历史 PE 估值中枢 89 倍；并考虑运输机、轰炸机、特种飞机三大类军用大中型飞机的战略意义以及公司作为我国军用大中型飞机唯一制造商的高度稀缺性，给予公司“买入”评级。

### ● 关键假设

- 1) “十四五”迎来我国国防装备放量增长期，国防支出稳定增长，装备费占比提升，航空装备获得超配；
- 2) 我国持续打造“空天一体、攻防兼备”的战略空军，“战略预警/空中打击/防空反导/信息对抗/空降作战/战略投送/综合保障”7 大能力获关注；
- 3) 我国打造“民航强国”，国产 C919/ARJ21/新舟系列按计划交付，民用特种飞机 AG600 稳步推进。

### ● 我们与市场的观点的差异

- 1) 市场担心航空装备放量的可持续性，从而公司营收增长的持久性也存疑。我们认为：

中国已成长为世界第二大经济体，国防实力与经济地位尚不完全匹配。海陆空三军中航空装备差距最大，各类型军机数量仅为美国的 29%，这一差距无法在短期内弥补，预估“十四五”期间航空装备将持续以超越 GDP 和军费增长的速度增长，军机产业将迎来黄金增长期，对应军用大中型飞机整机市场总规模约 2400 亿，年均 480 亿，复合增速约 18%。

- 2) 市场一定程度上低估了公司及其产品的重大战略意义及高度稀缺性。我们认为：

(1) 我国打造“空天一体、攻防兼备”的战略空军，《新时代的中国国防》白皮书强调“战略预警/空中打击/防空反导/信息对抗/空降作战/战略投送/综合保障”7 大能力。“战略预警/空中打击/信息对抗/空降作战/战略投送”5 大能力均与军用大中型飞机紧密相关：“战略预警/信息对抗”少不了特种飞机，“空中打击”少不了轰炸机，“空降作战/战略投送”少不了运输机。

(2) 公司是我国军用大中型飞机整机制造领域唯一制造商，完整整合行业资源，技术壁垒深厚、产品谱系齐全。旗下运 20 运输机、未来可能的远程轰炸机等兼具“战略意义”和“放量逻辑”，以上“大国重器”除由公司自主生产外别无他途。公司产品及公司本身均具备极高战略稀缺性。

### ● 股价上涨的催化因素

新型远程战略轰炸机研制进展加快；大额预付款经公司财务报表等验证；C919 东航订单顺利交付；周边安全局势紧张程度加剧。

### ● 投资风险

公司产品交付进度不及预期；关键型号研制进展不及预期。

## 正文目录

<b>1. 中航西飞：军民用大飞机龙头，三次重组奠定军机垄断地位</b>	<b>6</b>
1.1. 大中型飞机唯一上市平台，军机总装+民机配套具备高战略稀缺性	6
1.2. 公司近年来持续聚焦航空主业，营收平稳增长	8
1.3. 资产重组减少中间环节，助力公司盈利能力提升	10
<b>2. 军机：航空装备放量，公司产品极具“战略意义”</b>	<b>11</b>
2.1. 建设与经济实力相匹配的国防力量，航空装备将是重中之重	11
2.2. 国防支出稳步增长，为航空装备放量提供支撑	12
2.3. 大中型军机：预估未来 15 年年均 1000 亿市场规模、复合增速 13%	14
2.4. 公司现役或在研军机型号谱系齐全、战略意义重大	16
2.4.1. “胖妞”运 20 弥补战略运输短板，加速列装在即，平台改型空间可期	16
2.4.2. 运 8/运 9 持续放量，信息化战争趋势下特种飞机需求旺盛	16
2.4.3. “战神”轰 6K 与新一代战轰齐发力，强国利器成就“核武三位一体”	17
2.5. 军品定价机制改革，利润空间有望打开	18
<b>3. 民机：深度参与国内外民机型号配套，将受益民航强国建设</b>	<b>19</b>
3.1. 我国民航增速领先全球，未来 20 年年均 1200 亿零部件配套市场	19
3.2. 国产民机：公司为多型号国产民机提供配套，任务量占比大	20
3.2.1. C919 即将量产，公司任务量占机体结构 50%左右	20
3.2.2. 参与多型号支线客机配套，ARJ21 制造量占比 60%以上	21
3.2.3. 特种民用飞机 AG600 性能优越，公司任务量占机体结构 50%以上	22
3.3. 外贸转包：与波音、空客等开展合作，带动公司接轨国际	22
<b>4. 盈利预测与估值讨论</b>	<b>24</b>
4.1. 盈利预测：未来 3 年业绩复合增速超 24%	24
4.2. 估值讨论：给予“买入”评级	25
<b>5. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图目录

图 1：三次资产重组成就我国大中型军用飞机整机龙头	6
图 2：公司控股股东和实际控制人是中国航空工业集团有限公司	7
图 3：公司产品主要为军用飞机整机和民用飞机零部件	8
图 4：2017-2020 年公司营收复合增速 6%（追溯调整前）	8
图 5：2017-2020 年公司归母净利润复合增速 17%（追溯调整前）	8
图 6：2018-2020 年公司营收复合增速 6%（追溯调整后）	9
图 7：2018-2020 年公司归母净利润复合增速-6%（追溯调整后）	9
图 8：公司航空业务营收占比 2017 年达到 98%	9
图 9：2020 年西飞、陕飞营收合计占比约 87%	9
图 10：2017-2020 年公司存货复合增速 15%	9

图 11: 2017-2020 年公司合同负债复合增速 137%.....	9
图 12: 2020 年公司毛利率/净利率同比提升 1.9pct/0.6pct .....	10
图 13: 公司近年来期间费用率呈缓慢下降趋势 .....	10
图 14: 追溯调整后公司 2019 年归母净利润提升 88.9%.....	10
图 15: 追溯调整后公司 2019 年销售净利率增加 1.6 pct .....	10
图 16: 2020 年中国 GDP 约为美国 70%，是新冠疫情下唯一保持正增长的主要经济体 .....	11
图 17: 我国各类型陆军装备数目约为美国的 85% (单位: 辆) .....	11
图 18: 我国海军舰艇中航母等大型舰艇数目偏少 (单位: 艘) .....	11
图 19: 我国各类型军机数目仅约为美国的 29% (单位: 架) .....	11
图 20: 中国三代以上先进战机数量为美国 30% (单位: 架) .....	12
图 21: 中国直升机教练机数量为美国 18% (单位: 架) .....	12
图 22: 中国运输机数量为美国 21%、缺战略运输机 (单位: 架) .....	12
图 23: 我国缺乏战略轰炸机, 大型运输机/特种飞机占比偏少 .....	12
图 24: 近年来我国国防支出保持平稳增长, 近 5 年复合增长率为 7.4% .....	13
图 25: 近些年来中国国防支出约为美国同期的 1/3 不到 .....	13
图 26: 2010-2020 国防支出/GDP 中国处于低位水平 .....	13
图 27: 2010-2020 国防支出/财政支出中国处于低位水平 .....	13
图 28: 装备费在我国国防经费中的占比在 2010~2017 年间从 33% 上升至 41% .....	14
图 29: C-130 运输机拥有 40 多种改型 .....	15
图 30: 运 20 六年首飞、九年列装, 走出了一条中国自主创新研发大飞机的成功之路 .....	16
图 31: 运 8、运 9 运输机长期是我国运输机队中坚力量 .....	17
图 32: 轰 6K 是我国“三位一体核力量”的重要组成部分 .....	18
图 33: 航空工业集团 2019 年 3 月举办装备价格业务培训“宣贯定价议价新规则” .....	18
图 34: 2000-2019 年中国民航客运量复合增速为 12.8% .....	19
图 35: 预测 2019~2039 中国民航客机队规模增速全球最快 .....	19
图 36: 预测 2019~2039 中国窄体客机增长最多、占比略降 .....	19
图 37: 民机中机体结构成本占比约为 35% .....	20
图 38: C919 历经十余年基本完成研制 .....	21
图 39: C919 获全球多家金融租赁公司订购 (单位: 架) .....	21
图 40: ARJ21 于 2002 年开始研制, 2015 年首架交付 .....	21
图 41: ARJ21 近四年来交付量翻倍提升 (单位: 架) .....	21
图 42: 新舟系列飞机包括新舟 60、新舟 600、新舟 700 三个型号 .....	22
图 43: AG600 研发进程顺利, 批产可期 .....	22
图 44: 公司近 5 年 PE 估值中枢为 89 倍 .....	26

## 表目录

表 1: 2020 年资产重组公司全面整合我国大中型军用飞机研发、制造、销售、服务业务 .....	6
表 2: 第三次资产重组前, 公司与西飞、陕飞签订的《军机定作框架协议》中包含 1% 的服务费用 .....	10
表 3: 战略运输机与战术运输机对比 .....	14
表 4: 轰炸机可分为战术轰炸机、战役轰炸机、战略轰炸机三种类型 .....	15
表 5: 中美大中型军机数量差距对应约 1.6 万亿整机市场规模 .....	16
表 6: 2020-2039 中国民航客机队增长对应约 8 万亿人民币整机市场, 全球占比约 22% .....	19
表 7: AG600 综合性能超越 US-2、Be-200 .....	22

表 8: 公司是航空工业中率先走出国门开展国际合作的企业 .....	23
表 9: 预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 352/431/516 亿元, 同比增长 5%/22%/20% .....	24
表 10: 预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 3.33%/3.22%/3.10% .....	25
表 11: 国防主机厂 2021E 平均估值水平约为 106 倍 PE .....	25
表附录: 三大报表预测值 .....	27

## 1. 中航西飞：军民用大飞机龙头，三次重组奠定军机垄断地位

### 1.1. 大中型飞机唯一上市平台，军机总装+民机配套具备高战略稀缺性

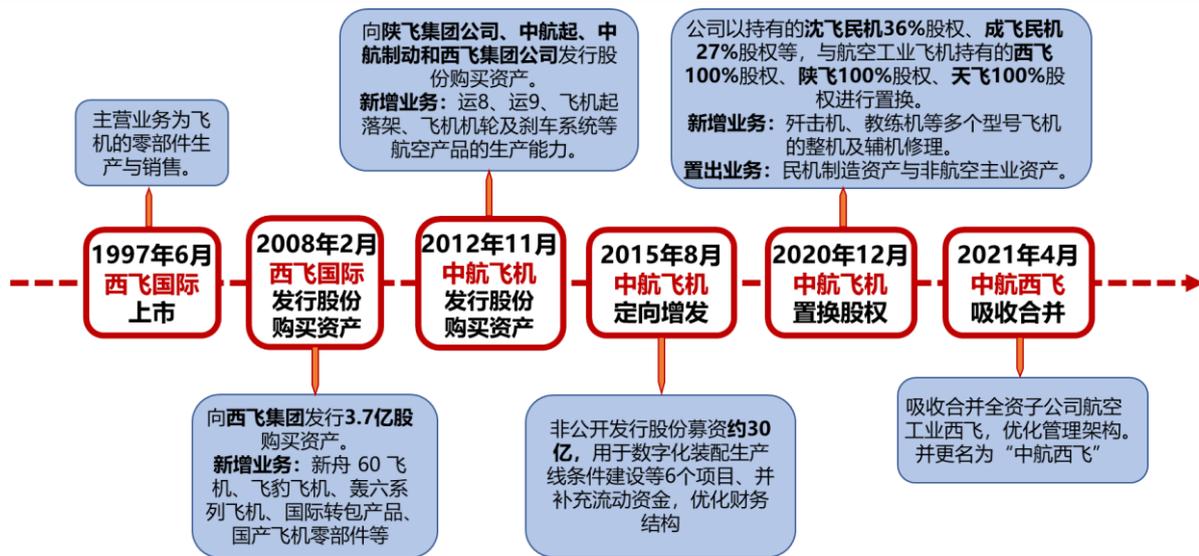
公司 1997 年由航空工业西飞募资成立，成立之初主营业务为飞机零部件生产与销售，同年 6 月在深交所上市。

2008 年，公司向西安飞机工业集团发行股份购买资产，增加“飞豹”、轰 6 以及民机新舟 60 的整机生产业务。2012 年，公司向陕西飞机工业集团等公司发行股份购买资产，增加了运 8 系列飞机制造、起落架、航空机轮和刹车业务。

2020 年，公司将持有的贵州新安 100% 股权、西飞铝业 63% 股权、西安天元 36% 股权、沈飞民机 36% 股权、成飞民机 27% 股权，与西飞、陕飞、天飞 100% 股权进行置换，实现大中型军用飞机从研制、生产到维修、服务业务的整体上市。

2020 年 11 月吸收合并全资子公司航空工业西飞以优化管理结构，2021 年 2 月挂牌转让西飞国际科技发展有限公司以进一步聚焦主业。至此前后历经三次重组，公司成为我国运输机、轰炸机、特种飞机等军用大中型飞机垄断企业，同时深度参与各型号民用飞机配套。作为军民用大飞机唯一上市平台，具备高战略稀缺性。

图 1：三次资产重组成就我国大中型军用飞机整机龙头



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 1：2020 年资产重组公司全面整合我国大中型军用飞机研发、制造、销售、服务业务

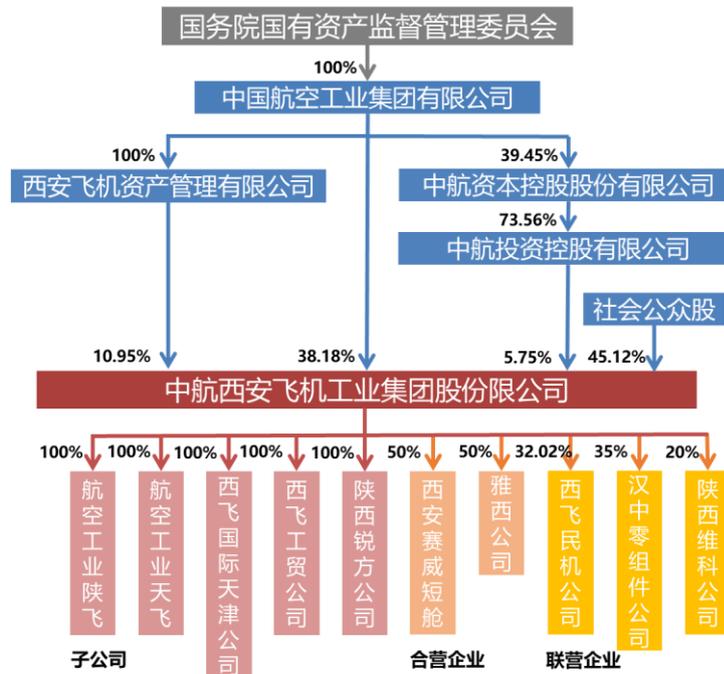
资产类型	公司名称	主营业务
置入资产	航空工业西飞	航空军用飞机及部件的销售，及房产、土地使用权与机器设备的租赁。是我国大型运输机、轰炸机、歼击轰炸机和特种飞机的承制商，并经营相关航空产品部件和备件研发、销售及飞机维修改装业务。
	航空工业陕飞	主要业务包括运 8、运 9 等中型中程运输机及特种飞机的整机、航空产品部件和备件的研发和销售业务，以及房产、土地与机器设备的租赁。
	航空工业天飞	航空维修方面，主要承担歼击机、教练机、直升机等多个型号飞机的整机及辅机修理。航空制造方面，主要承担海军某重点型号舱门，某国家重点型号舱门、鲲鹏 600 飞机舱门、无人靶机、某型飞机后机身、某中型运输机飞机舱门、ARJ 飞机舱门及其他航空部附件制造任务，同时承担并正在牵头开展甘肃省祁连山生态保护型无人机增雨(雪)项目。

资产类型	公司名称	主营业务
置出资产	贵州新安	主要产品是中小型歼、教、直、运、无系列机型的机轮、刹车装置及系统附件，属于飞机零部件制造业务。
	西飞铝业	是一家防务类与民用产品的生产企业，拥有相关生产许可证，在航空工业集团中对内服务军工航空制造业，对外承揽民用建材、工业材及板材业务。
	西安天元	主要从事民用飞机机轮、刹车装置等零部件的维修和制造，PMA（民用航空器零部件制造人批准）零部件制造，航材进出口贸易以及飞机勤务保障等业务。
	沈飞民机	主要经营民用飞机及其零部件的设计、试验、生产、销售以及相关业务和进出口贸易，主要生产民用飞机的后机身和尾段。
	成飞民机	主要经营民用飞机及其零部件的设计、试验、生产、销售以及相关业务和进出口贸易，主要生产民用飞机的机头和前机身。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司控股股东和实际控制人是国有特大型航空制造集团——中国航空工业集团。公司原股东中航飞机有限责任公司在第三次资产重组后更名为西安飞机资产管理有限公司。

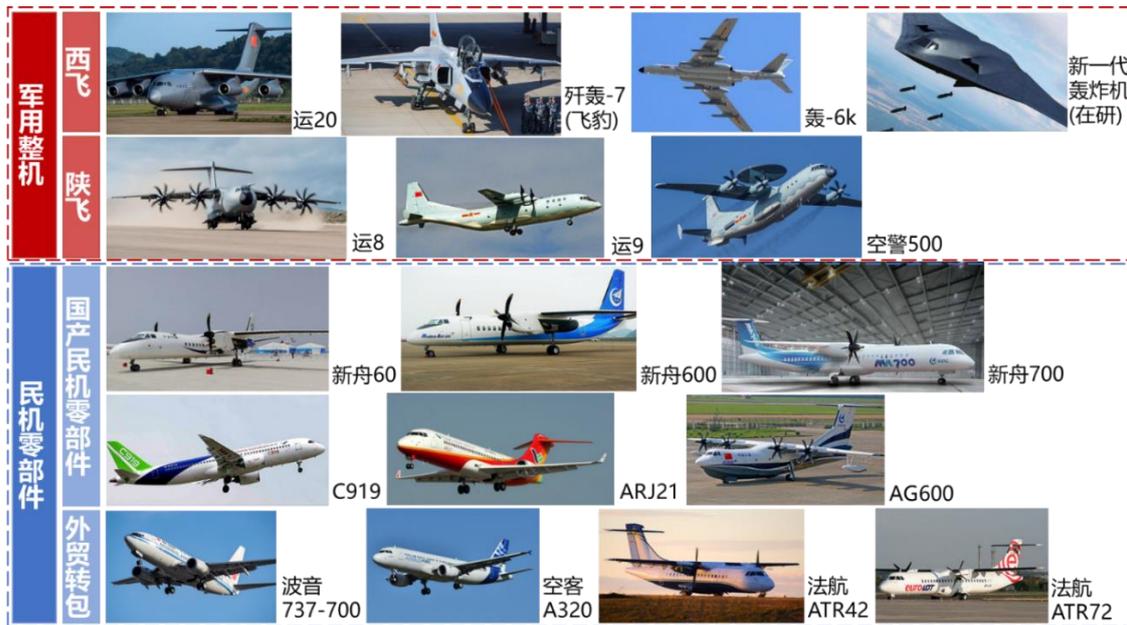
图 2：公司控股股东和实际控制人是中国航空工业集团有限公司



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司当前产品：军机领域主要包括运 20、运 9、运 8 等军用运输机、轰 6 系列军用轰炸机、空警-500 等基于运输机平台的特种飞机。民机领域，公司参与新舟系列整机以及 C919 和 ARJ21 的机身、机翼、垂尾等部件的生产研发，同时也是美国波音公司和欧洲空客公司的核心供应商之一。

图 3：公司主要产品为军用飞机整机和民用飞机零部件



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2. 公司近年来持续聚焦航空主业，营收平稳增长

2017-2020 年公司营收复合增速 6%，归母净利润复合增速 17%。考虑 2020 年资产重组影响，对 2018、2019 年度财务数据追溯调整后，2018-2020 年公司营收复合增速 6%，归母净利润复合增速-6%。

归母净利润在 2020 年出现 27.7% 的下降导致调整后归母净利润复合增速为负。主要原因：一、2019 年非持续性业务（航空工业西飞房产和股票处置；丧失沈飞民机、西飞民机控制权）引起的利润增加 2.35 亿元；二、2020 年非持续性业务（置出的贵州新安盈利减少、沈飞民机亏损增加、重大资产重组税费等）引起的利润减少 1.48 亿元，剔除上述非持续性特殊因素影响，公司 2020 年度归母净利润较 2019 年同比增长 12.3%。

图 4：2017-2020 年公司营收复合增速 6%（追溯调整前）



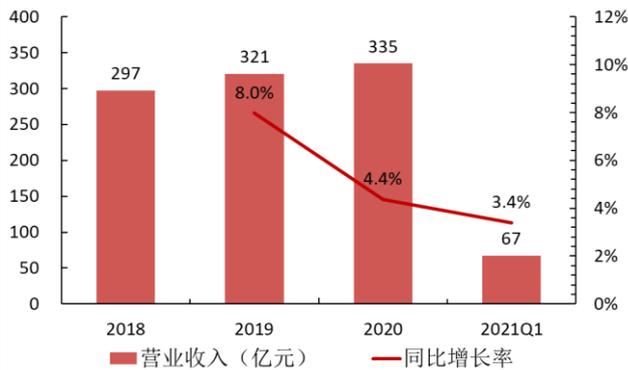
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2017-2020 年公司归母净利润复合增速 17%（追溯调整前）



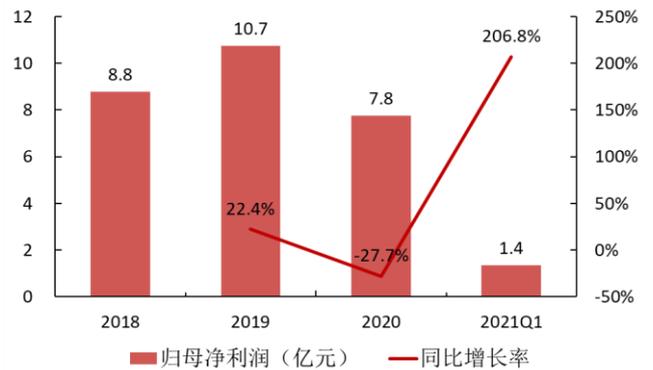
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6: 2018-2020 年公司营收复合增速 6% (追溯调整后)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

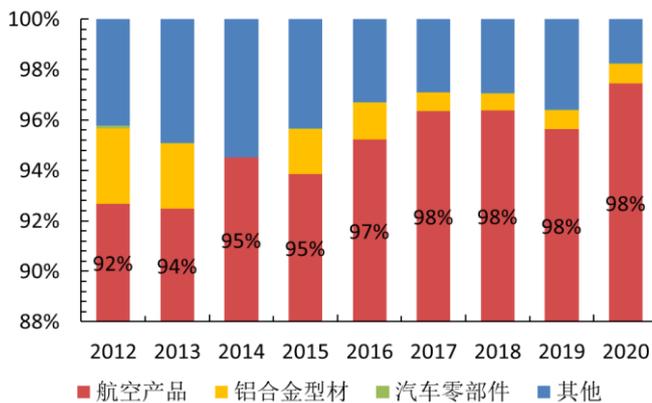
图 7: 2018-2020 年公司归母净利润复合增速-6% (追溯调整后)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

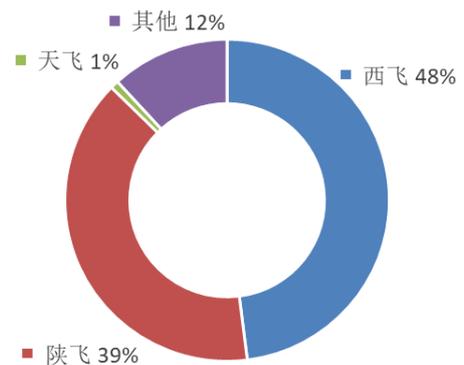
从营收结构上看, 公司近年来持续聚焦主业, 航空业务营收占比从 2012 年的 92% 上升至 2017 年的 98% 并在此后基本保持稳定。子公司角度, 2020 年西飞、陕飞营收合计占合并报表营收约 87%。

图 8: 公司航空业务营收占比 2017 年达到 98%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

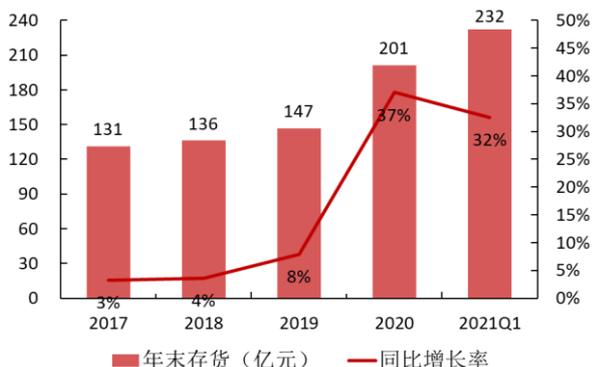
图 9: 2020 年西飞、陕飞营收合计占比约 87%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

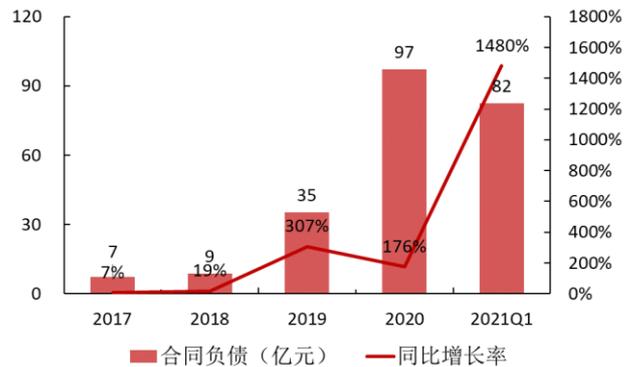
公司存货、合同负债快速提升, 与财务公司金融服务多项指标上调, 指示产销规模扩张。2017-2020 年公司存货复合增速为 15%、合同负债复合增速为 137%。上年末, 公司将财务公司存款限额由 80 亿上调至 140 亿, 今年 5 月又分别将 2021 年向财务公司贷款预计额由 35 亿上调至 80 亿、综合授信额度由 50 亿上调至 100 亿。综合以上判断公司未来订单饱满, 产销规模有望扩张, 营收景气向上。公司 2021 营收目标 323 亿或偏保守。

图 10: 2017-2020 年公司存货复合增速 15%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 11: 2017-2020 年公司合同负债复合增速 137%

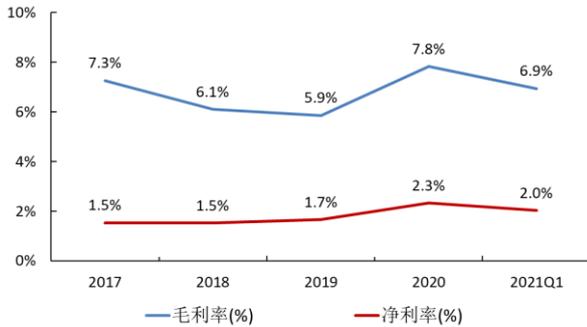


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.3. 资产重组减少中间环节，助力公司盈利能力提升

公司 2017-2019 年毛利率有所下降，净利率基本保持稳定，期间费用率呈缓慢下降趋势。2020 年部分受益于资产重组，毛利率由 5.9% 提升至 7.8%、净利率由 1.7% 提升至 2.3%、ROE 由 3.5% 提升至 4.5%。

图 12：2020 年公司毛利率/净利率同比提升 1.9pct/0.6pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：公司近年来期间费用率呈缓慢下降趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 资产重组导致公司利润率上升的原因有二：

一、第三次资产重组前，公司通过航空工业西飞、陕飞销售军品，需要向西飞、陕飞留存军品货款的 1% 作为代理服务费用。资产重组后，西飞、陕飞并入上市公司，公司直接向客户销售军品，1% 的代理服务费用消失，增厚公司利润。

表 2：第三次资产重组前，公司与西飞、陕飞签订的《军机定作框架协议》中包含 1% 的服务费用

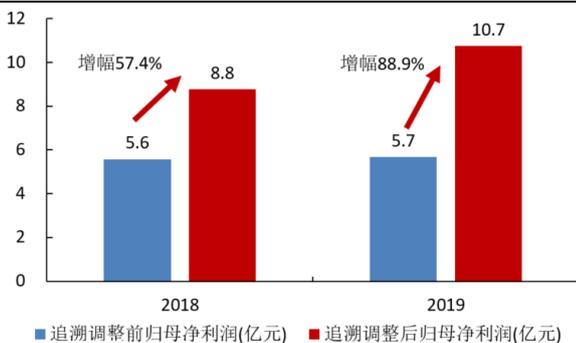
关联交易协议	甲方	乙方	交易标的	交易价格	有效期限
《军机定作框架协议》	航空工业西飞	中航飞机	乙方依据甲方需要进行军机定作生产	甲方向乙方支付的军机货款为甲方与订货方合同价的 99%	2019.11.13-2022.11.12
	航空工业陕飞				
	航空工业制动				
	航空工业起落架				

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

二、第三次资产重组置入资产净利润整体上略高于置出资产，置出资产贵州新安、西飞铝业、西安天元、沈飞民机、成飞民机的净利率分别为 2.2%/0.2%/1.6%/-5.1%/0.2%；置入资产航空工业西飞、陕飞、天飞的净利率分别为 2.1%/0.6%/7.5%。

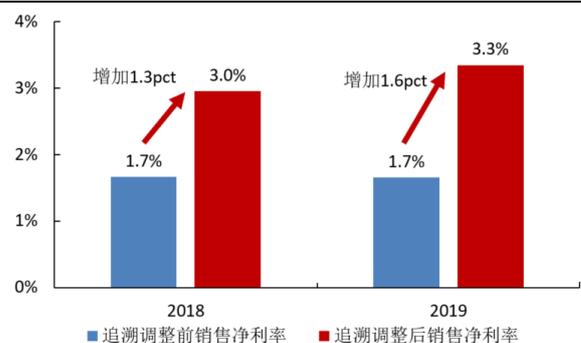
以上因素直接影响之下，资产置换财务数据追溯调整前后，公司 2019 年归母净利润增幅达 88.9%，销售净利率提高 1.6 pct。

图 14：追溯调整后公司 2019 年归母净利润提升 88.9%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 15：追溯调整后公司 2019 年销售净利率增加 1.6 pct



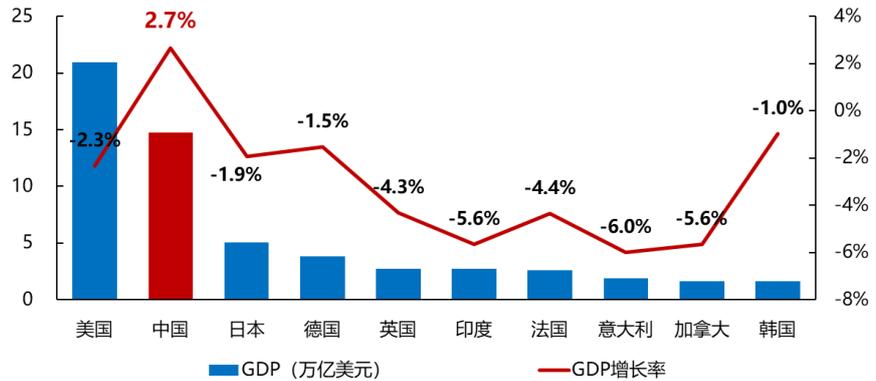
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 军机：航空装备放量，公司产品极具“战略意义”

### 2.1. 建设与经济实力相匹配的国防力量，航空装备将是重中之重

中国已成长为世界第二大经济体，2020年GDP约为美国70%，约等于第3-6名的总和。中国GDP在疫情下依然保持增长，是2020年唯一保持正增长的主要经济体。

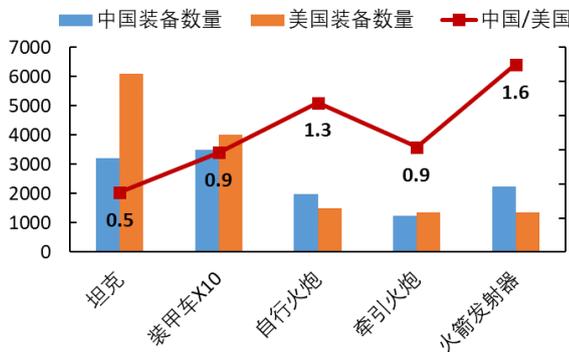
图 16：2020 年中国 GDP 约为美国 70%，是新冠疫情下唯一保持正增长的主要经济体



资料来源：国际货币基金组织，浙商证券研究所

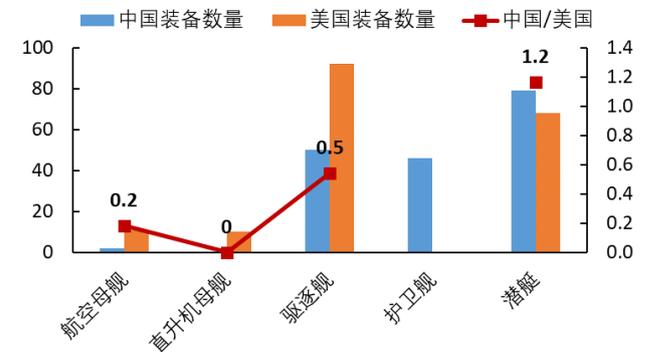
与经济地位相比，我国在国防装备、特别是航空装备领域与美差距依然较大。我国各类陆军装备数目约为美国85%；各类舰艇数目约为美国98%（但航母、驱逐舰等大型舰艇相对偏少）；而各类军机数目则仅约为美国29%，空军装备在海陆空三军中差距最大。

图 17：我国各类型陆军装备数目约为美国的 85%（单位：辆）



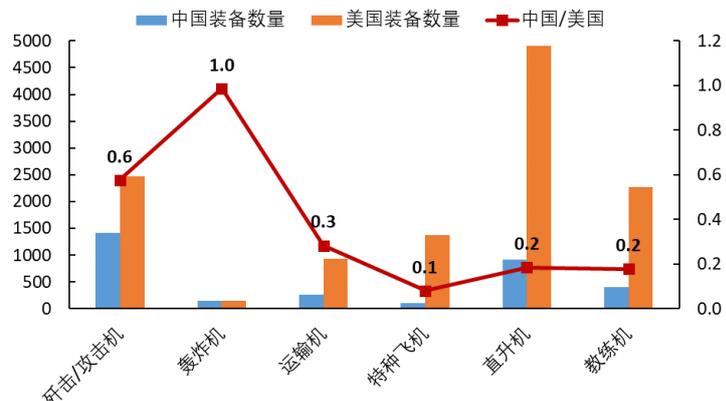
资料来源：Global FirePower，浙商证券研究所

图 18：我国海军舰艇中航母等大型舰艇数目偏少（单位：艘）



资料来源：Global FirePower，浙商证券研究所

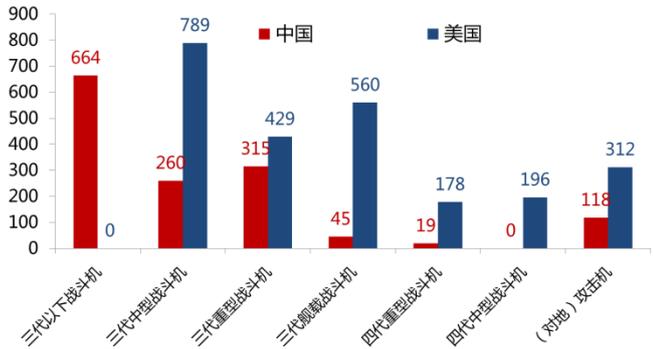
图 19：我国各类型军机数目仅约为美国的 29%（单位：架）



资料来源：Global FirePower，《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

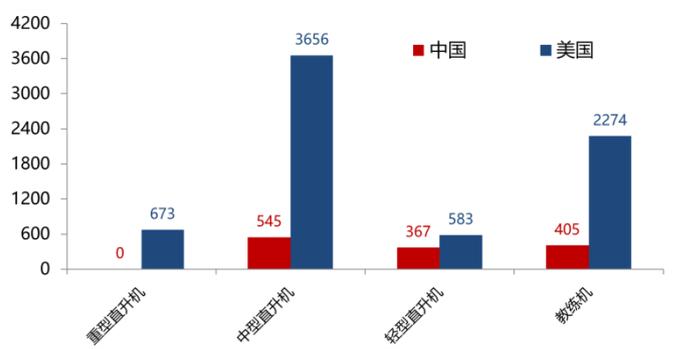
除总量差异，中美在空军装备结构上也存在较大差距。歼击机：美国二代机已全部淘汰，我国二代机依然占据半壁江上。军用大中型飞机：我国缺乏战略轰炸机，大型运输机/特种飞机占比偏少。直升机、教练机领域：总数差异巨大，教练机数目不足美国 20%。

图 20：中国三代以上先进战机数量为美国 30%（单位：架）



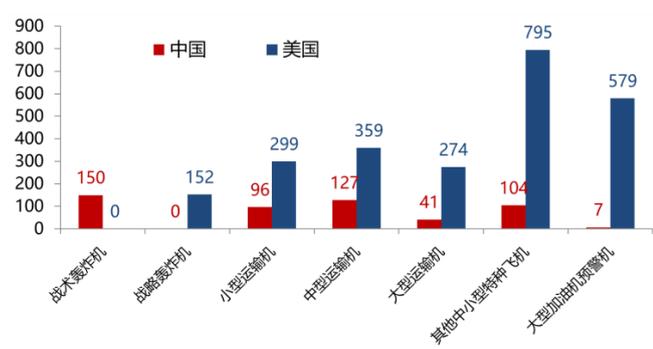
资料来源：《World Air Forces 2021》、浙商证券研究所

图 21：中国直升机教练机数量为美国 18%（单位：架）



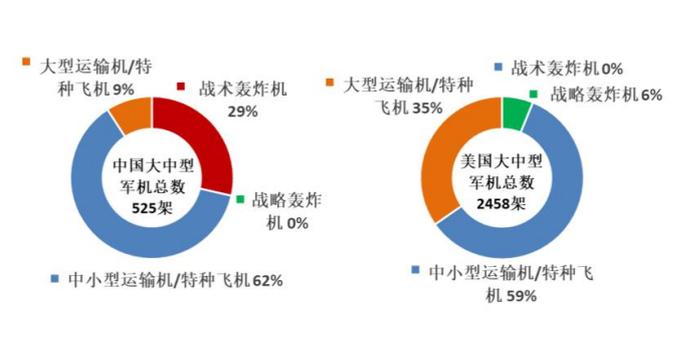
资料来源：《World Air Forces 2021》、浙商证券研究所

图 22：中国运输机数量为美国 21%、缺战略运输机（单位：架）



资料来源：《World Air Forces 2021》、浙商证券研究所

图 23：我国缺乏战略轰炸机，大型运输机/特种飞机占比偏少



资料来源：《World Air Forces 2021》、浙商证券研究所

党的十八大强调：“建设与我国国际地位相称、与国家安全和发展利益相适应的巩固国防和强大军队，是我国现代化建设的战略任务”。

2019 年，《新时代的中国国防》白皮书强调：“新时代中国国防和军队建设的战略目标是，到 2020 年基本实现机械化，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”。

2020 年党的十九届五中全会进一步提出：“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一...确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。”

基于以上论断，我们分析：“十四五”期间将迎来我国国防装备的放量增长期，而目前差距最为巨大的航空武器装备或将成为重中之重。

## 2.2. 国防支出稳步增长，为航空装备放量提供支撑

近年来，我国国防支出平稳增长，近 5 年复合增长率为 7.4%。2021 年，我国国防预算为 1.36 万亿元，同比增长 6.8%，显著高于同期疫情影响下 GDP 2.7% 的增长率，彰显了国防投入增长的稳定性。确定的国防投入增长将为我国航空装备放量提供坚实支撑。

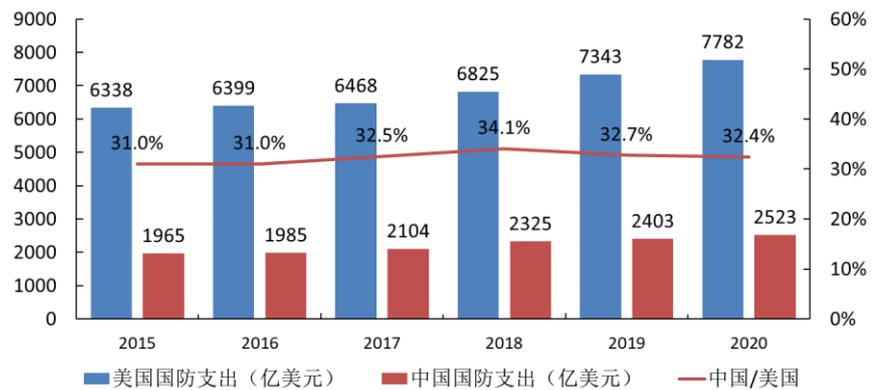
图 24：近年来我国国防支出保持平稳增长，近 5 年复合增长率为 7.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

但同时，我国国防支出在绝对值上与美国依然存在较大差距。近年来中国国防支出大体约为美国同期的 1/3 不到。两国政府所公布的 2021 年国防预算，中国为 1.36 万亿元人民币，约为美国 7400 亿美元的 29%。

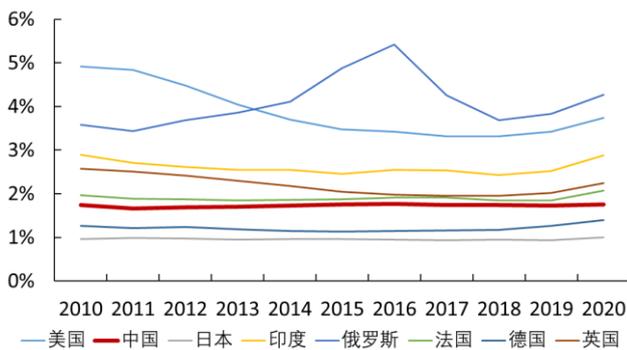
图 25：近些年来中国国防支出约为美国同期的 1/3 不到



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

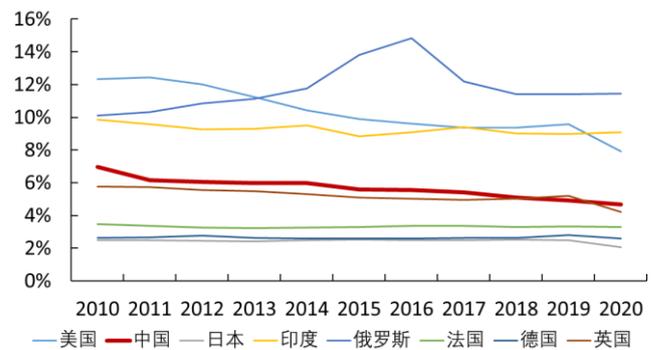
在世界各主要大国中，中国国防支出占同期 GDP 比例和政府财政支出的比例也长期处于低位水平。

图 26：2010-2020 国防支出/GDP 中国处于低位水平



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

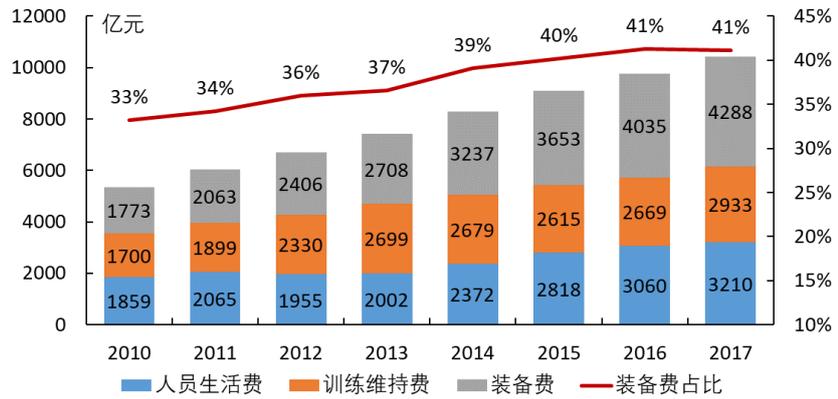
图 27：2010-2020 国防支出/财政支出中国处于低位水平



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

中国的国防经费主要由人员生活费、训练维持费、装备费三部分组成。从 2010 年到 2017 年，与国防武器装备采购直接关联的装备费在国防经费中的占比持续提升，2016 年达到 41%。

图 28：装备费在我国国防经费中的占比在 2010~2017 年间从 33% 上升至 41%



资料来源：《新时代的中国国防》白皮书，浙商证券研究所

基于我国国防支出占 GDP、政府财政支出比例在世界范围内尚处低位水平的事实，我们判断：国防支出尚有较大向上空间，国防支出稳步增长将为军机放量提供稳定支撑。

同时，装备费在国防支出中的占比也有望进一步提升。而在装备费中，目前与世界先进水平差距最大的航空装备、军机产业又有望获得超额配比。

以上多重因素叠加之下，我们预计，“十四五”期间用于军机及相关配套产品采购的经费将以超越 GDP 和军费增长的速度快速提升。

### 2.3. 大中型军机：预估未来 15 年年均 1000 亿市场规模、复合增速 13%

军用大中型飞机主要包括轰炸机、运输机、及基于运输机平台产生的特种飞机（如加油机、预警机、电子战飞机等）。

运输机用于装运货物、军队、伞兵、军火、战斗器械等，可以分为战略运输机和战术运输机。战略运输机载重大、航程远，是组建战略空军、形成远程输送能力的关键。

表 3：战略运输机与战术运输机对比

		战略运输机	战术运输机
用途及特征		具有更大运载能力，更远航程，主要负责全球范围内部队和装备的快速机动运输	凭借强大的短距离起降能力，承担战役战术范围内的空运、空降、空投任务
最大起飞重量		150~600 吨	70~80 吨
最大载重		40~250 吨	20 吨左右
正常装载航程		超过 4000 千米	3000~4000 千米
典型型号	美国	C-141/C-5/C-17	C-130
	俄罗斯	安-22/伊尔-76/安-124/安-225	安-12
	中国	运 20	运 8/运 9 等

资料来源：武器百科大全，浙商证券研究所

轰炸机通过投掷炸弹、发射导弹对地面目标进行攻击，是航空兵实施空中突击的主要飞机。轰炸机根据载弹量、航程、起飞重量不同，可以分为战术轰炸机、战役轰炸机和战略轰炸机三种类型。战略轰炸机突出特点为可装载核弹执行远程战略任务，具有极强的威慑力，是三位一体核打击的重要一环。

**表 4：轰炸机可分为战术轰炸机、战役轰炸机、战略轰炸机三种类型**

	战术轰炸机	战役轰炸机	战略轰炸机
载弹量 (吨)	3~5	5~10	10~30
最大起飞重量 (吨)	<20	20~100	>100
航程 (千米)	<3000	3000~8000	>8000

资料来源：维基百科，浙商证券研究所

特种飞机专门进行侦察、巡逻、预警、通信、指挥、电子/心理战等任务，一般在运输类基本飞机上进行改装，按照需要安装各类设备从而产生不同功能。随着现代战争越来越向着信息化、电子化方向发展，特种飞机在其中扮演着越来越重要的角色。

**图 29：C-130 运输机拥有 40 多种改型**



资料来源：中国航空新闻网，浙商证券研究所

《新时代的中国国防》白皮书强调：“空军在国家安全和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用……按照空天一体、攻防兼备的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，努力建设一支强大的现代化空军。”

所提及的 7 大战略能力中，“战略预警/空中打击/信息对抗/空降作战/战略投送” 5 大能力均与军用大中型飞机紧密相关：“战略预警/信息对抗”少不了特种飞机，“空中打击”少不了轰炸机，“空降作战/战略投送”少不了运输机。以此观之，公司产品极具“战略意义”，市场前景广阔。

基于中美之间各主要类型大中型军用飞机的数量差异，简单测算为补足差距所对应的市场空间。测算过程中的主要假设如下：

- 各类型军机直接根据中美数量差异预估为补足差距所需的中国军机增量。
- 各类军机单价参考同级别美军型号预估。

据此测算，为补足差距对应我国大中型军机市场规模有望达到 1.6 万亿人民币。

我国现役先进大中型军机细分类型尚不十分完整。运 20 已经列装，但尚未见基于运 20 平台的特种飞机；战略轰炸机目前也无成熟型号。因此考虑以 2035 年“基本实现国防和军队现代化”为补足差距的节点，则对应年均约 1000 亿市场规模，从 2021~2035 年均复合增速约 14%。其中“十四五”期间总规模 2400 亿，年均 480 亿，复合增速约 18%。

表 5：中美大中型军机数量差距对应约 1.6 万亿整机市场规模

类别	型号	中国目前保有量	美国同级别军机型号	美国目前保有量+订单量	弥补差距所需军机增量	单价 (亿人民币)	总价 (亿人民币)
大型运输机	运 20/伊尔 76	41	C-17/C-5M 等	274	233	10	2330
中型运输机	运 8/运 9	127	C-130/C-40A 等	400	273	2	546
战略轰炸机	(未知)	0	B-2/B-21 等	252	252	20	5040
大型特种飞机	空警 2000 等	9	E-3/KC-10 等	719	710	10	7100
中型特种飞机	空警 500 等	89	P-8A/MC-130 等	508	419	2	838
汇总	-	266	-	2153	1887	-	15854

资料来源：《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

## 2.4. 公司现役或在研军机型号谱系齐全、战略意义重大

### 2.4.1. “胖妞”运 20 弥补战略运输短板，加速列装在即，平台改型空间可期

运 20 是我国自主研发的新一代大型战略运输机。于 2016 年正式列装人民空军某部，2017 年亮相建军 90 周年阅兵，2020 年疫情期间完成医疗物资运送、医疗队员搭载等多项抗疫任务。运 20 的成功标志着中国成功跻身世界上少数几个能自主研制大型飞机的国家之列，弥补了国产战略运输机的短板，战略意义巨大。

参考国外同类运输机以及国内运 8/运 9 中型运输机平台化发展路线，预计基于运 20 平台未来将改型产生如加油机、预警机等多类型特种飞机。

运输机与未来可能的改型特种飞机共同拉动之下，运 20 未来需求将十分可观。

图 30：运 20 六年首飞、九年列装，走出了一条中国自主创新研发大飞机的成功之路



资料来源：航空工业集团官网，环球网，浙商证券研究所

### 2.4.2. 运 8/运 9 持续放量，信息化战争趋势下特种飞机需求旺盛

运 8 是我国在前苏联安 12 基础上研制成功的中型运输机，1980 年正式批产。运 9 在运 8 基础上改进，提高了在高温、高原等极端情况下的性能，并进一步提升了运载能力，2006 年正式服役。作为中型战术运输机，运 8/运 9 是长期以来我国运输机队的中坚力量。

图 31：运 8、运 9 运输机长期是我国运输机队中坚力量



资料来源：维基百科，浙商证券研究所

除本身运输机功能外，我国长期以运 8/运 9 为平台改装生产特种飞机：包括电子对抗侦察机、指挥通信飞机、预警机、反潜巡逻机、心理战飞机、通信对抗飞机、医疗救护飞机等。公司旗下陕飞被称为“新中国特种飞机的摇篮”，经过 50 余年发展，现已形成包括四类 30 余型飞机在内的“特种飞机家族”，填补了国家多项军事装备空白。

当前，战争形态加速向信息化、智能化演变。传统“精兵利器”式的单武器平台作战模式效能降低，而基于指挥控制系统、信息网络系统、电子对抗系统的“体系化作战”威力越来越大。

体系化作战离不开太空、网络、电磁空间的支持，以预警机、电子战飞机等为代表的特种作战飞机在其中扮演重要角色。运 8/运 9 作为我国主力中型运输机和特种飞机重要平台，预计后续这两个领域还将持续存在较大需求。

#### 2.4.3. “战神”轰 6K 与新一代战轰齐发力，强国利器成就“核武三位一体”

1959 年，中国装配的首架轰 6 试飞成功，当年 12 月交付部队，这是中国生产的第一架中型轰炸机。当时我国的陆基战略导弹和弹道导弹核潜艇还未形成战斗力，轰 6 成为了我国第一种核打击力量。

此后，航空工业在轰 6 基础上进行多次改型，使轰 6 发展成为具有十余种型号的机种。当前最新的轰 6K 是我国自主研发的中远程轰炸机，相比轰 6 原型机，轰 6K 的机身、机载设备和发动机都有了大幅升级改进，具备远程奔袭、大区域巡逻、防区外打击等能力。

轰 6K 完善了我国战略核打击能力，是“洲际弹道导弹、潜射弹道导弹、战略轰炸机”“三位一体核力量”的重要组成部分，也是中国空军向战略空军转型的标志性装备之一。2015 年 3 月 30 日轰 6K 首次前出第一岛链，成为我国空军强军历程中的标志性事件。

图 32: 轰 6K 是我国“三位一体核力量”的重要组成部分



资料来源: 中国航空新闻网, 浙商证券研究所

轰 6K 使我国初步具备了“三位一体核力量”, 但其载弹能力、作战半径、隐身能力与美俄先进轰炸机仍有差距。2016 年 9 月, 时任中国空军司令马晓天表示, 中国空军正在发展新一代远程轰炸机。2018 年 10 月, 央视播出的纪录片提到“新型远程战略轰炸机轰-20”, 正式证实了新型远程战轰的存在。作为我国大中型军机垄断制造商, 若未来型号成熟, 公司或有极大概率承担战轰生产任务, 将为公司中长期业绩增长提供极大弹性。

## 2.5. 军品定价机制改革, 利润空间有望打开

此前, 我国长期采用成本加成 5% 的军品定价方式, 限制了整机厂的利润空间。

2019 年 3 月, 航空工业官网报导, 就装备价格业务工作开展培训, “宣贯定价议价新规则”, “集团公司旗下近百家单位共 400 余人参加培训”。由此预估, 我国的军品定价机制或许也在改革优化当中。参考美国军品定价方式, 新的定价机制可能会给主机厂的利润空间打开一定的浮动空间, 中长期将有助于激励主机企业降本增效、提高盈利能力。

图 33: 航空工业集团 2019 年 3 月举办装备价格业务培训“宣贯定价议价新规则”

### 集团要闻

#### 航空工业开展 2019 年装备价格业务工作培训

来源: 中国航空报 发布时间: 2019-03-21 【大 中 小】

为适应装备价格改革工作新形势, 促进航空装备战略发展, 服务航空强国建设, 有效提升集团公司所属单位装备价格管理及价格业务人员工作水平, 近日, 航空工业计划财务部在成都组织开展了 2019 年装备价格业务工作培训。

本次培训在装备价格改革的背景下, 按照航空工业“一心、两融、三力、五化”新时代发展战略要求, 宣贯定价议价新规则, 帮助各单位积极适应装备价格工作的“新标准”“新要求”和“新工具”。通过培训有助于进一步加强航空装备成本管控, 提升项目管理水平, 有效支撑“世界一流军队”和具有全球竞争力的世界一流企业建设, 为航空工业高质量发展提供保障。

培训期间, 军方专家分别就装备定价议价新规则及其实施细则、装备购置价格审核相关政策法规进行解读; 相关专家对信息系统进行了详细讲解; 有关单位交流分享了工作经验。

航空工业计划财务部、防务综合部以及军方有关领导和专家出席培训班开班仪式, 集团公司旗下近百家单位共 400 余人参加培训。(黄兆东)

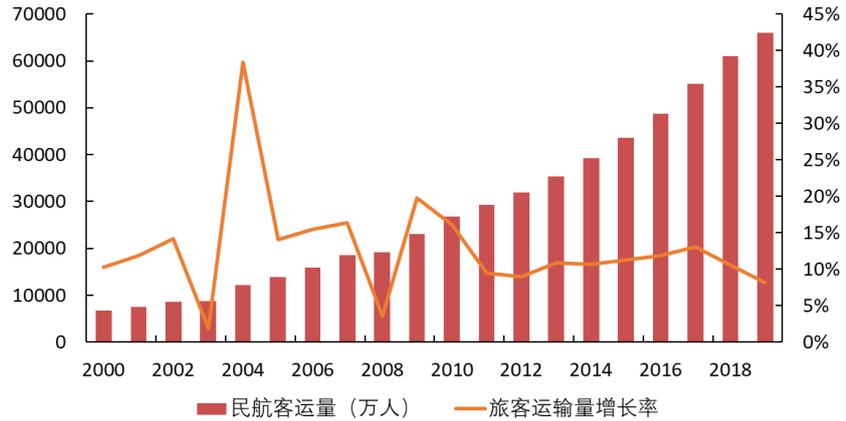
资料来源: 航空工业集团官网, 浙商证券研究所

### 3. 民机：深度参与国内外民机型号配套，将受益民航强国建设

#### 3.1. 我国民航增速领先全球，未来 20 年年均 1200 亿零部件配套市场

我国民航市场发展态势迅猛。2000-2019 年我国民航客运量复合增速为 12.8%，高于 GDP 增速。2018 年 10 月，中国民航局发布《新时代民航强国建设行动纲要》，提出从 2021 年到 2035 年，我国要实现从单一的航空运输强国向多领域的民航强国的跨越，到本世纪中叶，实现由多领域的民航强国向全方位的民航强国的跨越。

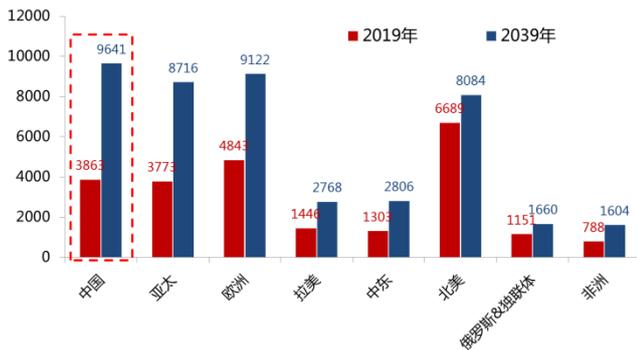
图 34：2000-2019 年中国民航客运量复合增速为 12.8%



资料来源：wind，浙商证券研究所

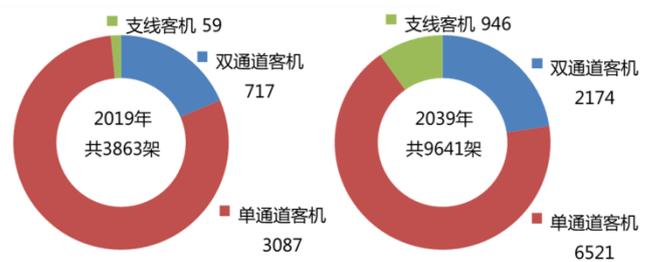
中国商飞预测：2020-2039 年中国民航客机队规模将从 2019 年的 3863 架增长到 9641 架，全球占比将从 16.2% 增长至 21.7%，届时中国将成为全球民航第一大市场和增长速度最快的市场。其间所交付新机对应市场价值约 8 万亿人民币，全球占比约 22%。

图 35：预测 2019~2039 中国民航客机队规模增速全球最快



资料来源：中国商飞、浙商证券研究所

图 36：预测 2019~2039 中国窄体客机增长最多、占比略降



资料来源：中国商飞、浙商证券研究所

表 6：2020-2039 中国民航机队增长对应约 8 万亿人民币整机市场，全球占比约 22%

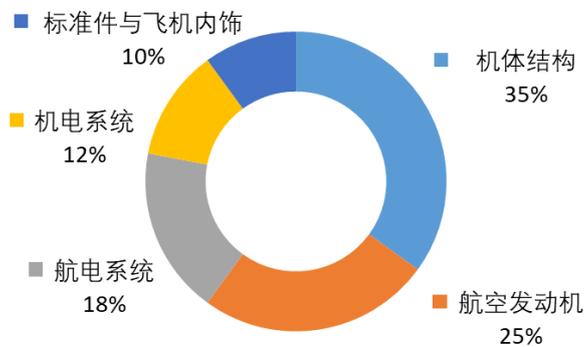
分类	座级	全球		中国	
		新机交付量 (架)	市场价值 (亿美元)	新机交付量 (架)	市场价值 (亿美元)
涡扇支线客机	50 座级	150	45	0	0
	70 座级	351	175	0	0
	90 座级	3817	2038	920	491
	120 座级	1432	1374	113	108

分类	座机	全球		中国	
		新机交付量 (架)	市场价值 (亿美元)	新机交付量 (架)	市场价值 (亿美元)
单通道喷气客机	160 座级	20016	23025	4620	5315
	200 座级	7679	9947	1204	1560
双通道喷气客机	250 座级	5555	16664	1406	4218
	350 座级	1164	4000	427	1467
	400 座级	500	2348	35	164
	合计	40664	59616	8725	13323

资料来源：中国商飞，浙商证券研究所

民航飞机制造成本可按照机体结构、航空发动机、航电系统、机电系统、标准件与飞机内饰五部分进行拆分。中航西飞在民机领域所开展的零部件加工配套业务主要对应机体结构部分，其成本占比约为 35%。

图 37：民机中机体结构成本占比约为 35%



资料来源：中国知网，浙商证券研究所

按照该比例并适当假设整机企业约 15% 的毛利率，预估得到 2020-2039 年中国民机零部件配套市场总规模约 2.4 万亿人民币，年均 1200 亿，复合增速约 7%。

当前，我国民机制造产业链主要以外贸转包和部分支线客机 (ARJ21 等) 配套两种形式参与民用大飞机零部件市场，市占率相对不高。后续随着我国自主研制的窄体客机 C919 取证交付，我国航空制造企业在零部件配套市场中的占比预计将显著提升。

### 3.2. 国产民机：公司为多型号国产民机提供配套，任务量占比大

公司零部件产品主要供应 C919、ARJ21、新舟系列飞机、特种民用飞机 AG600 等。

#### 3.2.1. C919 即将量产，公司任务量占机体结构 50% 左右

C919 是我国自主研制的第一架国际先进水平大飞机，座级 158-168 座，航程 4075 至 5555 公里。2008 年开始研制，2021 年 3 月，东方航空与中国商飞签订了 5 架 C919 购机合同，首架将于年内交付。由此预估，C919 将很快进入量产阶段。

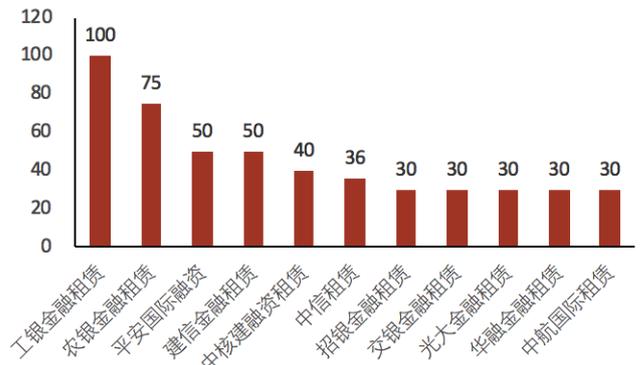
根据中国商飞官网信息，C919 目前已获得 28 家客户的 815 架订单，未来或将与波音 737、空客 A320 形成 A(Airbus)、B(Boeing)、C(COMAC)三足鼎立的格局。公司承担 C919 机体结构中设计最复杂、制造难度最大的中机身、机翼等 6 个关键工作包的研制，任务量占整个机体结构的 50% 左右。随着后续订单的逐渐交付，将对公司营收直接起到拉动作用。

图 38: C919 历经十余年基本完成研制



资料来源: 新华网, 浙商证券研究所

图 39: C919 获全球多家金融租赁公司订购 (单位: 架)



资料来源: 金十数据, 浙商证券研究所

### 3.2.2. 参与多型号支线客机配套, ARJ21 制造量占比 60%以上

ARJ21 是中国自行研制、具有自主知识产权的新型中短程涡扇支线飞机。标准航程 2225 公里, 座级为 78 至 90 座, 具有适应性、舒适性、共通性、经济性、系列化等特点。

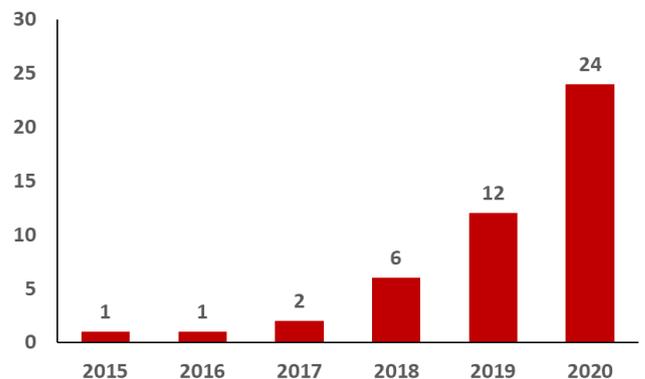
公司作为 ARJ21 飞机部件主要生产企业, 承担机身、机翼研制、生产任务, 占整个飞机制造量的 60%以上。近年来 ARJ21 交付量连年翻倍, 将持续为公司带来营收增长。

图 40: ARJ21 于 2002 年开始研制, 2015 年首架交付



资料来源: 国资委官网, 浙商证券研究所

图 41: ARJ21 近四年来交付量翻倍提升 (单位: 架)



资料来源: 中国商飞官网, 浙商证券研究所

除 ARJ21 外, 公司还参与新舟系列支线客机的配套。新舟系列由公司联营企业西飞民机生产, 包括新舟 60、新舟 600、新舟 700 三个型号。新舟 60 于 1988 年开始研制, 2000 年取得型号合格证和生产许可证。新舟 600 在新舟 60 的基础上改进结构, 提高了飞机维护性、整机疲劳寿命、故障快速诊断能力、舒适性等, 于 2010 年取得型号合格证。

截至目前, 新舟系列飞机已经向 19 个国家、33 家客户交付了 100 余架, 在国内外近 300 条航线安全运营, 累计飞行超过 52 万小时、50 万次起落, 安全运送旅客突破 1200 万人次。除航运外, “新舟家族” 还衍生发展了人工增雨机、遥感机、海上救援机、医疗救护机及巡逻机等近 10 个品类, 为不同行业、不同领域的用户提供了更多选择与解决方案。

新舟 700 是新舟系列最新型号, 尚处于研制当中。是我国《民用航空工业中长期发展规划》中“两千两支”发展战略的核心机型之一, 对于巩固和扩大新舟系列飞机在国际市场的份额, 实现中航工业成为全球涡桨支线飞机主要制造商的目标意义重大。

图 42：新舟系列飞机包括新舟 60、新舟 600、新舟 700 三个型号



资料来源：网易航空，浙商证券研究所

### 3.2.3. 特种民用飞机 AG600 性能优越，公司任务量占机体结构 50%以上

AG600 是我国首个自主研发的大型特种用途民用飞机，水陆两栖，主要用于森林灭火、大面积海域水上救援等。AG600 自 2009 年开始研发，2017 年完成陆上首飞，2020 年完成海上首飞，2021 年 7 月完成总装生产线交付验收，研发进展顺利，后续批产可期。

AG600 性能优异，是目前世界上最大的水陆两栖飞机，巡航速度、最大起飞重量、最大航程均优于日本的 US-2 和俄罗斯的 Be-200，是当之无愧的新一代两栖飞机之王，填补了我国大型应急救援航空器空白。

公司承担 AG600 的中机身、中央翼、左右外翼、内外襟翼等多个大部件的生产任务，任务量达到机体结构的 50%以上。

图 43：AG600 研发进程顺利，批产可期

<b>2009</b>	AG600批准立项。
<b>2014</b>	AG600进入工程制造阶段，完成设计工作。
<b>2015</b>	AG600全面进入总装阶段。
<b>2016</b>	AG600总装下线。
<b>2017</b>	在珠海首飞亮相。
<b>2018</b>	成功完成水上首飞。
<b>2020</b>	成功实现海上首飞。

资料来源：中国民用航空网，浙商证券研究所

表 7：AG600 综合性能超越 US-2、Be-200

	AG600	US-2	Be-200
机长（米）	36.9	33.5	32
翼展（米）	38.8	33.2	32.8
巡航速度 （公里/小时）	480	480	560
最大起飞重量 （公斤）	53500	47700	41000
航程（公里）	4500	4700	3300

资料来源：维基百科，浙商证券研究所

### 3.3. 外贸转包：与波音、空客等开展合作，带动公司接轨国际

公司是航空工业中率先走出国门开展国际合作的企业。自成立以来，先后经历了来图来料加工、来图购料加工、同步参与客户新项目研制三个阶段，目前已成为波音、空客等公司机体大部件供应商。2012-2018 年累计向国际合作客户交付 44437 架份部组件。

**表 8：公司是航空工业中率先走出国门开展国际合作的企业**

年份	国际合作项目完成情况
2012 年	交付 17 个品种（工作包）1787 架份部组件
2013 年	交付 67 个品种（工作包）8900 多架份部组件
2014 年	交付 66 个品种（工作包）9078 架份部组件
2015 年	交付 62 个品种（工作包）8800 架份部组件
2016 年	交付 6055 架份部组件
2017 年	交付 6300 架份部组件
2018 年	交付 3517 架份部组件
2019 年	实现出口交付额 3.7 亿美元

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司转包生产在国内同行业具有领先水平，具备较强的综合集成能力、数控加工能力和大部件制造能力，向多款全球主力民机的制造公司提供关键部件。产品包括波音 737/747 垂尾，ATR42/75、Q400&C 的机身，空客 A320 的机翼、机头组件等。

2019 年以来，受新冠疫情等的影响，公司外贸营收有所下降。后续随着全球疫情状况的逐步趋稳，公司外贸转包营收有望逐步恢复。

## 4. 盈利预测与估值讨论

### 4.1. 盈利预测：未来 3 年业绩复合增速超 24%

公司 2020 年主营业务包含航空产品、汽车零部件、铝合金型材、其他等。

其中：汽车零部件业务主要包括刹车片、汽车导管等产品，由西安制动分公司及贵州新安公司承接。铝合金型材业务主要为西飞铝业公司生产的建筑型材、金属板材和工业型材等。这两项业务已在第三次资产重组中置换到上市公司之外，后续不再考虑。

对于其余航空产品、其他两项业务，基于以下假设进行营收与毛利的预测：

1) **航空产品**：公司核心主业。2020 年营收占比 98%、毛利润占比 87%，预计未来 3 年收入增速分别为 7%/23%/20%。增长主要来自于：

- 1、运输机：运 20 是我国唯一大型战略运输机，列装需求迫切；运 8/运 9 为我国主力中型运输机，与运 20 形成高低搭配，预计持续存在需求；
- 2、轰炸机：轰-6K 是我国当前主力轰炸机，短期内依然存在一定需求；
- 3、特种飞机：运 8/运 9 是现役我国大中型特种飞机主要乃至唯一平台，电子化作战趋势下，特种飞机重要性不输作战飞机，需求量大；
- 4、国产民机零部件：ARJ21 逐渐放量，C919 开启交付，AG600 配合研制，新舟家族系列平稳交付。
- 5、外贸转包：随着疫情逐步在全球范围内得到控制，外贸转包业务缓慢回升。

考虑到主要放量型号技术上基本成熟，后续随着型号放量规模效应或逐步体现，我们预估未来 3 年公司该板块业务的毛利率稳中有升，分别为 7.4%/7.8%/8.2%。

2) **其他**：公司的其他产品主要系公司为提高资产利用率、增强盈利水平，利用现有的技术工艺和生产设备对外承接的钣金、复材及机械加工等工业产品、能源动力供应及设备维修等。

后续随着军机放量，公司产能利用率提升，预计该板块业务规模逐渐下降，毛利率按照 2020 年已有水平进行预估。

**表 9：预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 352/431/516 亿元，同比增长 5%/22%/20%**

	业务	2020A	2021E	2022E	2023E
航空产品	营业收入 (亿元)	328	351	432	518
	YoY (%)	6%	7%	23%	20%
	毛利率 (%)	7.0%	7.4%	7.8%	8.2%
其他	营业收入 (亿元)	5.9	3.6	2.1	1.3
	YoY (%)	-38%	-40%	-40%	-40%
	毛利率 (%)	78%	78%	78%	78%
内部抵消	营业收入 (亿元)	-2.0	-2.5	-3.0	-3.6
合计	营业收入 (亿元)	335	352	431	516
	YoY (%)	4%	5%	22%	20%
	毛利率 (%)	7.8%	7.4%	7.5%	7.7%

资料来源：Wind、浙商证券研究所。

注：内部抵消量参考内部抵消/营业收入历史比例进行预估

预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 3.32%/3.24%/3.15%。

公司销售费用率近年来较为平稳，后续销售活动及模式无可预见的显著变化，按照 2020 年 1% 的水平进行预估。公司 2017 年以来管理费用率呈下降趋势，2020 年或受重大资产重组影响略有反弹，公司 2021 年吸收合并航空工业西飞优化组织架构、叠加后续产销规模扩张，预计管理费用率重回下降通道，2021-2023 分别为 2.50%/2.25%/2.00%。公司财务状况近两年内或受益于大额预付款，预估财务费用率分别为 -0.21%/-0.04%/0.12%。

公司新型远程战略轰炸机、基于运 20 平台的特种飞机等或还需开展研发，预估 2021-2023 研发费用率略有上升为 0.70%/0.80%/0.90%。

**表 10：预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 3.32%/3.24%/3.15%**

	2020A	2021E	2022E	2023E
期间费用率	3.91%	3.32%	3.24%	3.15%
销售费用率	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
管理费用率	2.96%	2.50%	2.25%	2.00%
财务费用率	-0.08%	-0.21%	-0.04%	0.12%
研发费用率	0.64%	0.70%	0.80%	0.90%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 352/431/516 亿元，同比增长 5%/22%/20%；预计 2021-2023 年归母净利润分别为 9.7/12.0/15.0 亿元，同比增长 25%/23%/25%。

## 4.2. 估值讨论：给予“买入”评级

同类公司对比：选取 3 家国防航空主机厂与中航西飞进行对比，这 3 家公司 2021-2023 年的平均 PE 估值分别为 106/75/56 倍，2021 年平均 PS 估值为 4.1 倍。中航西飞对应上述营收及盈利预测的 2021-2023 年 PE 估值为 78/63/51 倍，2021 年 PS 估值为 2.1 倍。PE、PS 均低于四家国防航空主机厂平均水平。

历史估值：近 5 年公司 PE 中枢为 89 倍，高于当前 2021-2023 年的 78/63/51 倍。

首次覆盖，参考以上同类公司及历史估值水平，给予公司“买入”评级。

**表 11：国防主机厂 2021E 平均估值水平约为 106 倍 PE**

简称	总市值 (亿元)	EPS			PE			PS	PB	ROE
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	MRQ	(摊薄)
中航沈飞	1392	0.90	1.12	1.40	79	63	51	4.1	12.1	14.6%
航发动力	1570	0.57	0.72	0.85	103	82	69	4.5	4.0	3.2%
洪都航空	312	0.32	0.54	0.88	136	81	49	3.6	5.5	2.6%
<b>平均值</b>	<b>1091</b>				<b>106</b>	<b>75</b>	<b>56</b>	<b>4.1</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8%</b>
<b>中航西飞</b>	<b>755</b>	<b>0.35</b>	<b>0.43</b>	<b>0.54</b>	<b>78</b>	<b>63</b>	<b>51</b>	<b>2.1</b>	<b>4.8</b>	<b>5.1%</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：除中航西飞外，其余采用 Wind 一致预期；时间截止至 2021 年 7 月 26 日收盘

图 44：公司近 5 年 PE 估值中枢为 89 倍



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5. 风险提示

公司产品交付进度不及预期；  
关键型号研制进展不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	43050	54463	50783	49915	<b>营业收入</b>	33484	35228	43107	51600
现金	13395	9787	9914	10973	营业成本	30865	32614	39870	47608
交易性金融资产	170	116	155	147	营业税金及附加	95	100	123	147
应收账款	3960	2798	2485	1853	营业费用	346	364	446	534
其它应收款	27	29	35	42	管理费用	991	881	970	1032
预付账款	3682	19568	11164	4761	研发费用	214	247	345	464
存货	20122	21262	25993	31037	财务费用	(27)	(74)	(18)	62
其他	1694	903	1037	1102	资产减值损失	114	84	111	137
<b>非流动资产</b>	15410	15781	18209	21106	公允价值变动损益	12	14	19	15
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(16)	100	120	130
长期投资	1819	1639	1995	1818	其他经营收益	100	65	69	80
固定资产	8314	9283	10511	12379	<b>营业利润</b>	982	1192	1467	1841
无形资产	1925	2371	2964	3810	营业外收支	(2)	(7)	(4)	(5)
在建工程	1495	1431	1459	1629	<b>利润总额</b>	980	1185	1463	1837
其他	1857	1057	1279	1471	所得税	203	214	268	342
<b>资产总计</b>	58460	70244	68992	71021	<b>净利润</b>	777	971	1196	1495
<b>流动负债</b>	38127	52089	49599	49961	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	646	0	1557	3443	<b>归属母公司净利润</b>	777	971	1196	1495
应付款项	24028	13045	8771	6665	<b>EBITDA</b>	2046	1730	2170	2772
预收账款	0	33467	32330	30960	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.28	0.35	0.43	0.54
其他	13453	5577	6941	8893	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	5027	2265	2723	3338		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	379	379	379	379	<b>成长能力</b>				
其他	4648	1886	2344	2959	营业收入	-2%	5%	22%	20%
<b>负债合计</b>	43154	54354	52322	53300	营业利润	48%	21%	23%	25%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	37%	25%	23%	25%
归属母公司股东权	15306	15889	16670	17721	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	58460	70244	68992	71021	毛利率	7.8%	7.4%	7.5%	7.7%
					净利率	2.3%	2.8%	2.8%	2.9%
					ROE	5%	6%	7%	9%
					ROIC	3%	5%	6%	6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	74%	77%	76%	75%
					净负债比率	4%	1%	5%	8%
					流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0
					速动比率	0.6	0.6	0.5	0.4
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
					应收帐款周转率	4.0	10.5	16.0	22.2
					应付帐款周转率	1.7	2.4	4.9	8.5
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.28	0.35	0.43	0.54
					每股经营现金	1.0	(0.2)	0.7	1.1
					每股净资产	5.5	5.7	6.0	6.4
					<b>估值比率</b>				
					P/E	97	78	63	51
					P/B	4.9	4.8	4.5	4.3
					EV/EBITDA	46	39	32	26

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>