

## 中航工业整合思考之

——西飞国际的突围

西飞国际 ( 000768 )

评级：暂不评级

股价：10.70 元

跟踪报告

2010 年 5 月 21 日 星期五

### 机械小组

牛纪刚

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

联系人：荀剑

010-59707121

Sylar.xun@gmail.com

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位

升值潜力(%)

目标价确定日期：

### 重要数据

总股本(亿股)

流通股本(亿股)

总市值(亿元)

流通市值(亿元)

### 市场表现

绝对涨幅(%) 相对涨幅(%)

1 个月

3 个月

6 个月

### 投资要点

#### □ 第

#### 事件:

5 月 18 日，作为严格按照中国民航适航标准研制的新一代涡桨支线飞机--新舟 600 ( MA600 )( 附录一：新舟 600 飞机研制大事记 ) 获得中国民航局颁发的运输类飞机型号合格证 ( TC 证 )，这标志着新舟 600 飞机研制工作取得成功，可以进入支线航空市场。中航飞机有限责任公司副总经理陈付生透露，首架新舟 600 预计在 6 月份交付四川广汉民航学院使用。

另外，几大媒体同时在关注西飞国际可能继中航工业和中国商飞之后，“再碰红线”，在安徽省组建安徽航空，一旦获批，将成为中航工业继幸福航空之后的第二家航空运输公司。安徽航空拟注册资本 2 亿元，将使用西飞生产的新舟 60/新舟 600 飞机开拓支线航空市场，未来 10 年内计划引进 50 架新舟飞机。

#### 点评:

虽然西飞国际公告股东大会已经通过定向增发购买资产的议案，但是仍需要等待证监会的核准，但是预计应该只是时间的问题。此次收购之后，基本完成了中航工业飞机公司的整体上市工作，收购资产主要为飞机的零部件供应商的资产，并未改变公司军机、民机、航空转包的业务构成，只是三者占比发生变化。

整体上市之后，西飞国际的军品占比将进一步提升，虽然暂时的盈利的能力增强，但是同样也会面临另外一个尴尬的局面，就是占主营收入较高的军

品的成长性一般，所以公司需要在民机上寻求突破。波音作为国际上两大巨头航空制造企业就很好的说明，以民养军才是航空制造业未来的发展方向。

#### □ 观点一：一线公司迫于外围经济收紧，调结构加速民机“出口转内销”。

新舟 60 系列飞机以往的定位是出口型民用客机，从在手的意向订单和订单看，大部分来自津巴布韦、刚果(布)、赞比亚、老挝、印尼、玻利维亚等发展中国家，由于经济危机导致这些发展中国家支付货款的能力下降，不得不推迟交付，从 2009 年年报就可以看出，这样出口导向型的飞机一旦无法外销，西飞国际的民机业务将受到非常打的冲击。从公司产品结构看，军机订购稳定，外贸转包受国际航空运输业低迷的影响难有作为，民机出口一旦滞销，将直接危机到公司的成长性。所以，公司在内忧外患的局面下，主动寻求突破，1) 加速民机的研制，能够尽快提供系列化的产品，增强产品的多样性来应对市场；2) 通过参、控股航空运输公司形成“以销带产”的模式，进一步拉动公司民机在国内的销售，一改境外销售的颓势，以期形成较为明显的增长态势。

由于中航工业或直接参控股航空运输企业，对于中航工业整体的部署，便于操作和及时的反馈，所以目前这种模式将有望持续。但是控股子公司能否也参与组建航空运输企业目前看存在较大的困难。从长期看，未来中航工业有可能尝试金融租赁的民用客机经营模式，这也是欧美普遍采用的模式。

#### □ 观点二：试水内销，MA60、ARJ21、C919（见附录二）必将接踵而至。

新舟 60 试水内销，其背后是中航工业民机的三大系列的内销，新舟 60 系列，以及马上试销的 ARJ21 系类和未来的大飞机 C919 系列，其示范效应明显。虽然中航工业的新舟 60 已经在东南亚和非洲的蓝天上飞翔，ARJ21 已经拿到订单，但是其在国内能否推广仍然不得而知。三大航空公司仍然以采购、租赁波音和空客的干线为主，所以未来国内市场能否如期拓展，仍然存在较大的不确定性，同时国内乘客对于国产飞机的认可，以及安全性的认知仍然需要一个逐步适应的过程，所以为了能够在未来的推广过程中形成具有良好产品质量的企业形象，公司此次试水内销同样具有巨大的意义，也为未来销售其他中航工业的产品进行探索，其示范性效应明显。一旦此次销售模式成立，未来不排除中航工业在各地纷纷筹建参控股的航空公司。

#### □ 观点三：“挤”身民航运输，制度瓶颈难于形成约束。

从现有制度上，中航工业成立民航运输公司是存在一定“违规”的嫌疑的。国家民航局 2004 年颁布的《公共航空运输企业经营许可规定》第九条规定：“民用机场、空中交通管理、航空器制造、航油供应、民航计算机信息等于公共航空运输企业有关直接关联联系、可能影响航空运输市场公平竞争的企业和单位，单独设立或者违反规定参股设立公共航空运输企业。”但是，中航工业首

先打破“禁锢”，2009年7月与东方航空共同投资组建幸福航空，其中中航工业占比95%，居于绝对的控股地位，同时，幸福航空向西飞国际购买新舟60作为运营的飞机，也是新舟60首次进入国内航空市场。近日，中国民航局航空器适航审定司张红鹰司长表示：“我们将在政策审批上，优先支持研制国产民机的制造企业，以及运营国产民机的航空公司，因此之前批准了中航投资的幸福航空成立。”这就意味着以中航工业的名义进军民航运输业的通道是畅通的，同时中航工业作为国内唯一的航空制造企业，其打通产业链的通道依然形成，未来不排除中航工业继续以此种模式与当地政府进行合作，所以这种制度上的障碍是很容易突破的。

幸福航空成立的意义不仅在于让中航工业打通了产业链，更重要的是通过与东航的合作，很好的嫁接了航空运输企业的管理，也同时为中航工业以后的合作提供一定的管理实验。另外，对于支线航空的运营无论是东航还是中航工业都具有明显的试点意义。

西飞国际此次更有可能是以战略合作伙伴的方式参与安徽航空的组件，因为西飞国际作为直接的供应商尚不足以去触碰《公共航空运输企业经营许可规定》，另外运营管理也并不是公司的强项，所以其背后的中航工业将是此次合作的核心推手。对于西飞国际本身其销售意义远大于参与的意义。未来10年内计划引进50架新舟系列飞机，虽然暂时对于西飞国际对内的业绩贡献度不大，但是对于客户结构的调整具有明显的示范意义。

#### □ 观点四：国内民航支线前景广阔，中航工业手握主动权。

中国支线航空的发展前景巨大。投资拉动型的增长模式没有改变的前提下地方政府兴建机场的需求都十分明确，所以“铁公机”的模式中机场建设将在“十二·五”中再次迎来一个高峰，宏观上支线航空需求明显。三大主流航空公司的主力机型全部为干线飞机，所以布线主要为省会等一二线城市和旅游景区之间的航班，对于国内很多三线之外的城市之间修建机场之后更多的是对于支线航空的需求。在突破制度瓶颈、打通了支线飞机的产业链之后，中航工业犹如打通了“任督二脉”，其投资之势不可抵挡。

由于中航工业实际上国内航空制造的唯一企业，同时其背后强大的资本结构更能够支撑其进入到航空运输业。幸福航空的建立是中航工业一手策划的，但是中航工业并不仅仅限于此役。2010年2月，中国民用航空局正式批准全国首家通勤航空试点（见附录四）——阿拉善通勤机场建设及运行管理方案。自去年4月1日试点工作正式启动以来，民航华北地区管理局制定了《阿拉善盟通勤航空试点工作实施方案》，成立了领导小组及4个专业工作组，专题研究试点建设的原则和标准，着重研究和解决小支线与支线的界定、规章与标准的衔接、机场建设与市场运营的协调等重大问题。

该方案明确：在阿拉善左旗、右旗、额济纳旗各建 1 个通勤机场，主要起降 50 座及以下短程飞机，直达航程在 600 公里范围内的 3 个通勤机场，开通左旗、右旗、额济纳旗之间的航线，以新舟 60 为设计机型，跑道长 2400 米，宽 30 米，旅客候机楼与航管办公楼合建，面积不超 600 平方米，不考虑夜航，油料、消防、应急救援、气象服务等依托当地相关部门，人员要一专多能，在确保安全的前提下，一切设施设备从简，可低于现运输机场的运行标准。

另外，7 月 31 日至 8 月 16 日，由中国民航大学和民航新疆管理局组成的《偏远及经济欠发达地区通勤航空体系建设》课题组一行 10 余人，完成了在新疆地区的课题调研。

从上不难看出，通勤航空的需求明确，而且已经开始试点，未来不排除在国内部分省份大面积开展的可能。我国高铁建设迅猛发展；从国际上看，高铁是支线航空最大的竞争者，我国东部地区的高速铁路和高速公路网建设已经非常发达，同时仍在快速发展中，但是西部地区由于幅员广阔、人员流动相对较少，所以投资高铁等基础设施的成本高、投资回收期长，所以无论通勤航空还是支线航空都是具有明显和巨大的需求，所以从目前调研和试点的地点看，内蒙古和新疆正符合这样的情况，未来广阔的西部地区将是发展支线航空和通勤航空的主要地区，也是中航工业支线飞机销售的主要市场。

安徽航空的命运如何实难预测，在高铁和高速公路已经日趋完善的中国腹地，支线航空能够发展，但是空间相对有限，所以此次西飞国际参与到安徽航空的事情，更多的在于销售而非实际运营。

## 附录一：新舟 600 飞机研制大事记

### 一、立项

1. 2005 年 9 月，国防科工委在北京组织了《新舟 60 飞机改进型研制项目建议书》评审，项目建议书通过评审。

2. 2006 年 4 月 27 日，国防科工委批复了项目建议书。

3. 2007 年 12 月 6 日，国防科工委在西安召开了《新舟 60 飞机改进型研制项目可行性研究报告》评审会，可研报告通过评审。

4. 2008 年 3 月 5 日，工信部国防科工局批复了可行性研究报告。

### 二、研制

#### (一)设计

5. 2006 年 6 月，完成了飞机结构改进设计。

6. 2006年5月,完成飞机动、静载荷计算,全面按照CCAR-25部R3版完成飞机载荷计算。

7. 2007年8月,完成了内装饰改进设计。

8. 2007年9月,完成了综合航电改进系统结构安装图和原理馈电图设计。

9. 2008年1月14日,中国民航总局航空器适航审定司在西飞主持召开了MA600型飞机型号合格审定委员会(TCB)会议,会议确定了型号合格审定基础和审定计划,确定了审查组和专业审查小组的成员。

## (二)工艺

10. 2006年1月,完成了飞机研制工艺总方案编制和评审。

11. 2006年10月,完成新舟60飞机改进型前、中段机身装配协调方案编制和评审,前、中、尾段机身装配协调图表、零件制造协调图表的编制和评审。

## (三)试制生产

12. 2006年10月,开始静力试验机毛坯、零件投入,2007年4月份零件配套,开始部装。

13. 2007年1月,开始首架新舟600飞机毛坯、零件投入,2007年7月零件配套,开始部装。

14. 2008年6月29日,首架新舟600飞机总装下线。

## 三、试验

15. 2007年7月27日,新舟600飞机静力试验机交付。

16. 2008年10月9日,新舟600飞机在西安阎良首飞成功。

17. 2009年12月18日,新舟600完成型号合格审定试飞。

## 四、市场销售

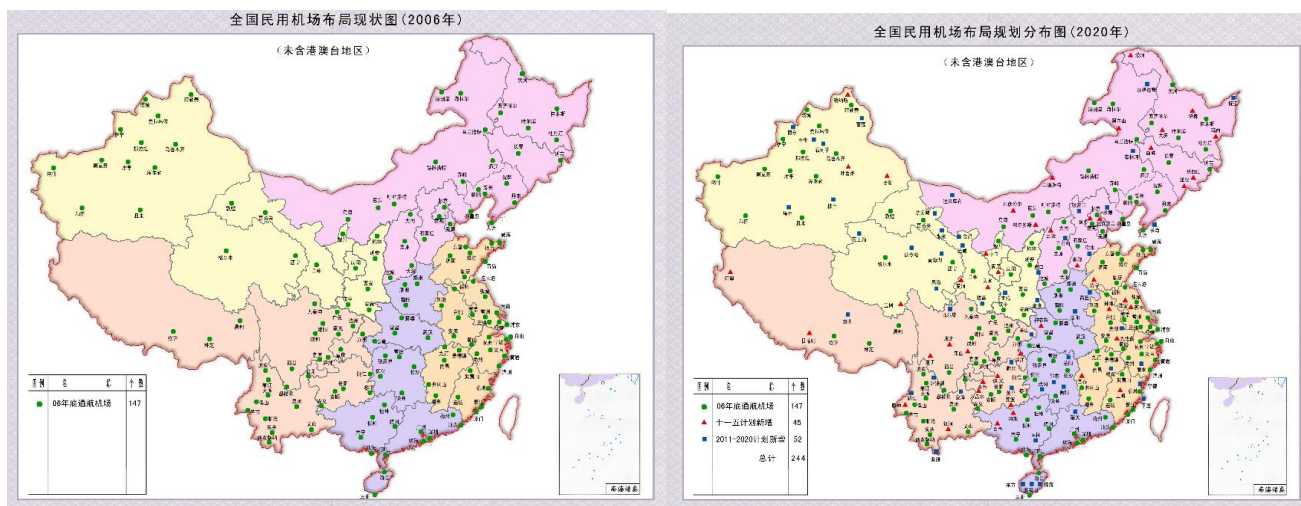
2008年11月4日,在第七届珠海航展开幕日上,中航工业西飞与中国民航飞行学院、幸福航空公司签订了合同和意向订单,其中2架新舟600飞机的确认订单和10架意向订单,成为新舟600飞机的首笔正式订单,标志着新舟系列飞机的新型号——新舟600飞机将首次投入国内市场。

## 附录二：MA60、ARJ21 和 C919 部分参数

项目	MA60	ARJ21	C919
----	------	-------	------

翼展	29.2m	27.288m	36.077m
机翼面积	74.98m <sup>2</sup>	79.86m <sup>2</sup>	
机长	24.71m	33.464m/36.359m	38.575m
机高	8.85m	8.442m	12.564m
客舱长度	10.79m	18.43m	
客舱高度	1.907m	2.030m	
客舱宽度	2.686m	3.143m	
标准客座数	52-60 座	90 座/105 座	156/168 座

### 附录三：机场分布



### 附录四：通勤航空

“通勤航空”是指利用通用航空小型飞机从事短途客货邮运输，包括定期和不定期航班飞行，其定位为“三小一低”，即：小机型、小航段、小机场和低成本。通勤航空体系建设将改善新疆地区交通状况，加速边疆与内地的文化交流和物资流通，方便各族群众出行，对促进新疆地区经济快速发展、应急救援、社会稳定和民族团结产生积极影响，同时也为我国通用航空运营开拓了新的发展空间。

## 附注：

### 分析师简介及跟踪范围：

牛纪刚，机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，2年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

荀剑，军工行业分析师，2004年在63971部队工作，2年从业经验，2010年2月加盟东海证券。

重点跟踪公司：中国卫星，贵航股份，航天电子。

### 一、行业评级

- 推荐 - Attractive： 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数  
中性 - In-Line： 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平  
回避 - Cautious： 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

### 二、股票评级

- 买入 - Buy： 预期未来6个月股价涨幅≥20%  
增持 - Outperform： 预期未来6个月股价涨幅为10% - 20%  
中性 - Neutral： 预期未来6个月股价涨幅为-10% - +10%  
减持 - Sell： 预期未来6个月股价跌幅>10%

### 三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122