

中性

——维持

证券研究报告/行业研究/动态研究

日期: 2011 年 4 月 15 日

行业: 航空航天制造业



魏成钢

021-53519888-1974



wchg2000@sohu.com

执业证书编号: S0870510120024

2011 中国商用飞机国际论坛纪要: 民族航空工业负重起飞

——宇航及防务(A&D)行业动态点评

■ 动态事项:

4月7~9日, 2011中国商用飞机国际论坛在上海召开。会议汇聚了来自于波音、庞巴迪、巴西航、GE、罗·罗、霍尼韦尔、中国商飞、中航工业等国内外知名航空制造厂商的二、三百位业内人士, 议题涵盖中国民用航空市场的现状和未来、支线飞机、下一代飞机发动机研制技术、民机制造材料与装配技术创新等数方面内容。整理和汇编参会所获信息及业内专家观点, 分享如下。

■ 观点与结论:

国内支线航空市场发展前景与困难同样突出

对国内支线航空市场的发展前景, 国内外主要的航空制造厂商普遍都持谨慎乐观的态度。在最新版《中国支线航空市场预测》中, 巴西航空工业公司就预计未来20年中国市场需新交付950架30~120座级的喷气支线客机, 平均年新增48架左右, 比照近3年20~24架的年交付量有翻倍的增长(见附图3)。与此同时, 巴西航也认为国内支线航空市场的发展仍面临着政策扶持力度不够, 飞行员、空域和机场时刻资源不足, 及经济效益差等制约因素的困扰, 行业前行所需克服的困难同样不小。

MA700 采用与国外全方位合作的开发方式

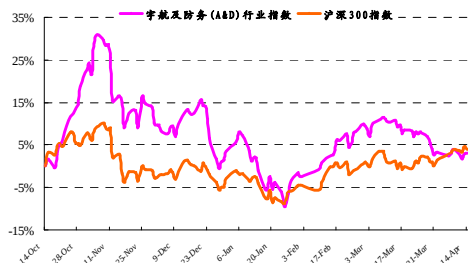
MA700为面向国际市场、全新设计的70座级机型, 是新舟(MA)系列中代表未来新一代涡桨支线飞机国际水平的高端产品, 推出后将与MA60、MA600形成低中高全覆盖的完整产品系列。为取得美国联邦航空局(FAA)和欧洲航空安全局(EASA)适航证、出口欧美航空市场, MA700将采用国外合作的开发方式, 合作对象锁定业内的全球知名厂商, 不过并非之前新闻报道所称的乌克兰及大家所熟知的ATR、庞巴迪。合作方式将是全方位的, 从研制到后续市场拓展。MA700项目已于2006年启动, 计划2013年首飞、2015年投放市场。中航工业计划MA700最终全球市场的销量将达到800架。

之前, 中航工业提出计划到2017年新舟(MA)系列能够成为全球涡桨支线飞机市场的主流机型, 市场份额由当前的15%提升至40%以上。我们认为, 这一目标能否实现就全赖MA700的实际表现了。

航空航天业产值、出口交货值(10年1-12月)

产值(亿元)	1,585.20
增长率	21.66%
出口交货值(亿元)	175.48
增长率	-13.48%

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号:

WCHG11-IT05

相关报告:

首次报告日期: 2011 年 4 月 15 日

ARJ21-700 年底交付的目标仍存变数

首架 ARJ21-700 批产机(105 架机)当前正在上飞厂进行部装, 预计 2 个月后交付总装, 11 月底计划交付国内首个客户——成都航空。ARJ21-700 今明两年计划安排每年交付 5 架, 交付对象为成都航空和山东航空。2013~2014 年每年将交付 15 架, 最终的年交付量将达到 30 架。由于 ARJ21 是国内首次按照国际适航标准和与国际接轨的适航审定程序进行研制的民机产品, 所以民航局对其的适航审查工作高度重视, 局方审定科目的数量和难度较以往都有明显增加。要实现计划的取证节点, 从时间安排来看, 还是比较紧张的。

西飞国际(000768.SZ)及其下属的沈飞民机、成飞民机是 ARJ21-700 国内机体结构件供应商中占据份额最大的厂商, 合计承担着 9 成左右机体结构制造的工作量(见附图 4)。如果 ARJ21-700 再次出现交付推迟的情况, 我们保守估计将影响公司今年转包业务的毛利贡献约 4,000 万元, 仅占 2011 年公司完成定向增发后我们预测主营业务利润总额的 2%, 影响程度并不明显。

国产民机产品进军海外主流市场仍困难重重

近年, 我国民机产品海外市场拓展不乏 MA60、Y-12 这样取得不错成绩的例子, 不过出口对象仍仅限于亚非拉等第三世界国家。即便是 ARJ21-700 和 C919 取得的出口美国市场的所谓“突破”, 其象征意义要远大于实际意义。事实上, 作为采用其发动机的交换条件, GE 航空租赁采购的 5 架 ARJ21 将在取得 FAA 适航证后被其用作执行快递服务的货机。而出于保护国内市场和厂商的目的, FAA 和 EASA 更是对中国商飞积极进军欧美市场、为 C919 申领适航证的举动持相当抵触的态度。因此, 从现实角度看, 国内航空制造业欲在海外发达国家市场立足、跻身全球主流制造商的行列, 依然任重而道远。

日本强震对全球航空工业产业链的影响

日本航空制造业在全球航空工业产业链中占据着相当重要的位置。三菱重工、IHI、川崎重工等企业是波音、空客、GE、罗·罗等全球航空业巨头的一级供应商, 在诸多产品项目中担当着重要角色。例如, B767 飞机超过 15%、B777 飞机 20%和 B787 飞机 35%的机体结构部分都由日本厂商生产。同时, 日本还是全球产能最大、产品性能最为先进的碳纤维生产国, 是全球航空制造业重要原材料的来源地。

此次东日本大地震, 日本主要的航空制造企业中仅有 IHI 位于震区的相马第一和第二工场在地震中受损(见附图 5), 其所承担的 GE 和罗·罗等公司发动机零部件的转包生产因此暂时受到一定影响。不过, 强震和海啸所引致的日本东北与关东地区电力供应短缺和物流运

输体系运转不畅的后续影响预计将很快显现，其影响的广度和持续性无疑要大的多，特别是日本厂商普遍采取的零库存策略会进一步增强此种影响的程度。

综合各方面信息，我们认为全球航空工业产业链受日本地震的波及，GE 公司的 CF34-8/10、GE90、GE90 发动机，IAE 国际航空发动机的 V2500 发动机及波音公司的 B787 等产品的生产将会受到直接影响。初步估计，波音、空客等全球主要 OEM 厂商的全年交付量因此将低于年初计划指引约 2%，对我国航空转包业务的影响在 7% 左右，影响程度还是比较明显的，进一步的精确预测结果请见我们后续报告。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持对行业“中性”的投资评级

以 ARJ21-700 首架交付、低空空域改革启动为代表的众多标志性事件都预示着我国民机产业已开始起飞，步入产业化发展的阶段。虽然发展过程中将面临重重困难，不过我们认为在国家政策和广阔国内市场的有力支撑下，我国民用航空制造业的发展前景仍可给予一定期待。出于谨慎原则，将此次东日本大地震及 ARJ21-700 的交付可能出现推迟对行业的影响考虑在内，此前我们对宇航及防务(A&D)行业今年收入增速的预测因此调降一个百分点至 14%，10% 的利润增速预测维持不变。基于当前行业的市场定价水平(见附表 1)，继续维持对行业“中性”的投资评级。

■ 附录:

附图 1: MA700



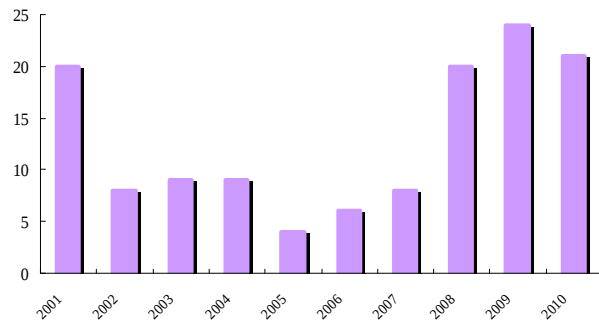
资料来源: 上海证券研究所

附图 2: 2001~2011 年民航活跃支线客机保有量



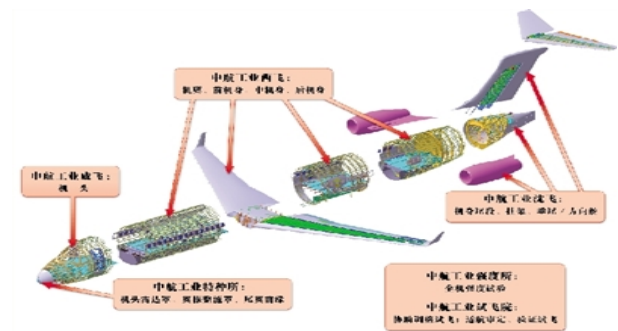
资料来源: Embraer, 上海证券研究所

附图 3: 2001~2010 年国内民航机队新增支线飞机数量



资料来源: 上海证券研究所

附图 4: ARJ21-700 主要国内供应商



资料来源: AVIC, 上海证券研究所

附图 5: 位于日本东北及关东地区的主要航空制造企业



资料来源: 上海证券研究所

附图 6: 日本地震造成电力供应短缺所波及的区域



资料来源: 工研院(IEK), 上海证券研究所

附表 1: 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			PER			PBR
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
江南红箭	000519.SZ	CNY	14.86	0.06	0.31	0.34	247.57	47.94	43.58	8.10
中航动控	000738.SZ	CNY	14.54	0.18	0.23	0.26	81.23	63.22	54.97	5.94
西飞国际	000768.SZ	CNY	11.58	0.14	0.22	0.24	82.71	53.85	47.50	3.09

中航精机	002013.SZ	CNY	27.68	0.21	0.71	0.80	131.44	39.01	34.52	9.92
海特高新	002023.SZ	CNY	15.54	0.20	0.25	0.31	78.56	62.16	50.13	4.81
奥普光电	002338.SZ	CNY	42.24	0.60	0.71	0.79	70.29	59.73	53.64	5.48
高德红外	002414.SZ	CNY	27.22	0.47	0.61	0.86	58.32	44.80	31.48	3.33
国腾电子	300101.SZ	CNY	82.81	0.81	1.19	1.57	102.04	69.85	52.64	8.07
哈飞股份	600038.SH	CNY	26.68	0.35	0.32	0.29	75.22	84.44	92.21	6.30
中国卫星	600118.SH	CNY	22.67	0.30	0.37	0.45	76.27	61.21	50.25	8.81
光电股份	600184.SH	CNY	41.47	0.42	0.46	0.53	98.82	89.32	78.25	9.30
洪都航空	600316.SH	CNY	33.05	0.20	0.23	0.27	162.13	145.91	122.41	5.03
航天动力	600343.SH	CNY	22.09	0.10	0.18	0.23	219.36	125.73	96.75	5.00
ST 昌河	600372.SH	CNY	44.23	0.28	0.46	0.54	159.17	95.66	81.76	25.84
成发科技	600391.SH	CNY	23.65	0.36	0.46	0.53	66.10	51.73	44.88	5.10
中兵光电	600435.SH	CNY	13.64	0.27	0.31	0.36	51.07	44.00	38.26	4.79
航天晨光	600501.SH	CNY	14.32	0.20	0.23	0.26	71.60	62.26	54.38	4.47
贵航股份	600523.SH	CNY	22.80	0.35	0.42	0.47	65.15	54.55	48.64	4.43
*ST 高陶	600562.SH	CNY	40.83	0.18	0.74	0.81	227.11	55.27	50.25	11.38
航天通信	600677.SH	CNY	12.80	0.36	0.56	0.08	36.01	22.93	168.92	4.56
中航重机	600765.SH	CNY	19.47	0.30	0.41	0.47	65.81	47.49	41.47	5.49
航天电子	600879.SH	CNY	13.53	0.20	0.26	0.32	67.62	52.04	42.28	3.56
航空动力	600893.SH	CNY	34.32	0.38	0.50	0.56	89.37	69.03	61.74	4.93
国内市场样本均值							75.98	61.64	54.74	6.86
中航科工	2357.HK	HKD	4.31	0.15	0.12	0.14	28.73	35.04	30.14	2.81
香港市场样本均值							28.73	35.04	30.14	2.81
Boeing Co.	BA.US	USD	72.13	4.49	4.08	5.21	16.06	17.70	13.86	19.17
Honeywell International Inc.	HON.US	USD	57.31	2.61	3.84	4.44	21.96	14.93	12.91	5.15
Lockheed Martin Corp.	LMT.US	USD	78.31	8.03	6.97	8.65	9.75	11.23	9.06	7.31
Raytheon Co.	RTN.US	USD	48.68	4.94	5.00	5.61	9.85	9.74	8.68	1.79
Northrop Grumman Corp.	NOC.US	USD	61.53	6.91	6.67	7.19	8.90	9.23	8.56	1.32
EADS NV	EAD.FP	EUR	20.76	0.68	0.87	1.65	30.52	23.94	12.62	1.91
FINMECCANICA SPA	FNC.IM	EUR	8.75	0.85	1.15	1.26	10.29	7.63	6.95	0.75
DASSAULT AVIATION SA	AM.FP	EUR	650.00	26.40	35.65	39.54	24.62	18.23	16.44	1.48
BOMBARDIER INC	BBD/B.CN	CAD	6.90	0.42	0.45	0.61	16.43	15.23	11.37	3.14
ROLLS-ROYCE GROUP	RR.L	GBP	6.25	0.29	0.44	0.50	21.55	14.14	12.60	2.94
General Dynamics Corporation	GD.US	USD	71.81	6.88	7.15	7.67	10.44	10.05	9.37	2.01
United Technologies Corp.	UTX.US	USD	84.21	4.82	5.37	6.11	17.47	15.69	13.78	3.63
国际市场样本均值							16.49	13.98	11.35	4.22

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以 4 月 14 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
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	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
有吸引力	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 $\pm 5\%$
谨慎	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，任何机构和个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。