

中航沈飞 (600760.SH)

战斗机唯一上市平台，稀缺性显著的军工核心资产

沈飞集团整体上市平台，A股战斗机整机唯一标的，稀缺性显著的军工核心资产。中航沈飞隶属中航工业集团，于2017年底完成重大资产重组实现整体上市，成为A股战斗机唯一上市平台，稀缺性明显。我们认为，中航沈飞是军工板块龙头担当之一，核心逻辑如下：

1) 业绩稳增长确定性大：军品主力机型需求空间大，量价齐升稳增长。
行业角度：我国军机“补量”、“提质”需求迫切。据《World Air Force 2019》统计：从总量上，我军目前歼击机总数（1222架，占美军54.12%，一半水平）；从存量结构上，我军落后的二代机（561架，占整体存量的45.91%，接近半数）、相比之下，美军已全部换装三代及以上战机。我军对美军存在较大的跨代级降维打击劣势，既存在总量增加的需求，又存在存量升级替换的需要。

产品角度：在我军机“补量”、“提质”背景下，沈飞主力战斗机歼-11/15/16将迎来订单增长。歼-11是我国三代战机中唯一的重型歼击机，对标美国F-15及俄罗斯Su-27；沈飞歼-15/16是我国现役三代半战斗机，其中歼-15是现役唯一一款航母舰载机、歼-16是我空军实现“攻防兼备”战略转型的核心武器，与成飞歼-20形成高低搭配，对标美国四代战机F-35。

治理角度：公司发布股权激励计划，助推效率提升与业绩增长。2018年5月16日中航沈飞发布股权激励计划相关方案一揽子公告。我们认为此举将激发公司管理层、员工的积极性与公司的经营活力，有助于降本提效、控制费用，其长期、逐步兑现的过程使受激励对象会更聚焦于公司的长远发展，对公司稳健发展很有意义。

2) 新产品提供业绩弹性。
沈飞在研四代机“鹞鹰”FC-31及无人机业务或将为沈飞提供业绩弹性。

投资建议：目前我国军工制造业正处于大的发展机遇期，现代战争模式的转变、我军战略转型的需要及周边局势的变化使海、空军对于先进战斗机的需求加大、加速。沈飞在产主力机型歼-11/15/16技术已趋成熟，我们预计能够形成稳中有增的产出。我们预计公司2020-2022年营收分别为277.10、328.64、387.79亿元，归母净利润分别为13.49、15.90、19.13亿元，对应EPS分别为0.96、1.14、1.37元，对应PE为36.6/31.0/25.8倍。综合考虑中航沈飞订单需求确定性较大、公司积极推进均衡生产使得阶段性业绩兑现的确定性较高、募投项目逐步投产使得产能有望继续扩大。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1) 武器装备建设周期长，新机型研制、定型及量产进度不及预期。2) 军工整机厂业绩释放不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,151	23,761	27,710	32,864	38,779
增长率 yoy (%)	3.6	17.9	16.6	18.6	18.0
归母净利润(百万元)	743	878	1,349	1,590	1,913
增长率 yoy (%)	5.2	18.1	53.7	17.9	20.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.53	0.63	0.96	1.14	1.37
净资产收益率(%)	9.1	9.4	12.9	13.3	13.8
P/E(倍)	66.4	56.2	36.6	31.0	25.8
P/B(倍)	6.3	5.7	5.0	4.3	3.7

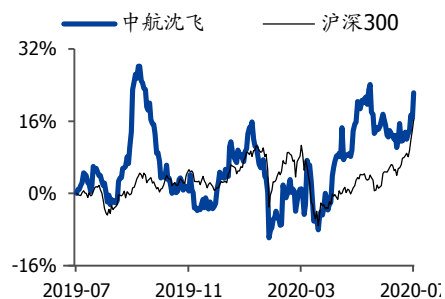
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	航空装备
最新收盘价	35.22
总市值(百万元)	49,321.71
总股本(百万股)	1,400.39
其中自由流通股(%)	28.46
30日日均成交量(百万股)	6.99

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21,981	22,755	25,634	31,533	34,313
现金	9,315	7,568	10,851	14,354	17,227
应收票据及应收账款	2,376	3,931	3,558	3,911	4,253
其他应收款	0	9	6	10	9
预付账款	486	578	681	812	950
存货	9,771	10,486	10,504	12,374	11,830
其他流动资产	34	183	33	72	45
非流动资产	6,458	6,469	6,700	7,183	7,682
长期投资	440	411	382	352	323
固定资产	3,368	3,663	4,053	4,540	5,033
无形资产	1,022	988	948	908	867
其他非流动资产	1,629	1,406	1,317	1,382	1,459
资产总计	28,439	29,224	32,334	38,716	41,995
流动负债	19,284	19,055	21,057	25,972	27,461
短期借款	224	34	34	34	34
应付票据及应付账款	8,234	9,772	10,378	12,068	11,329
其他流动负债	10,827	9,249	10,645	13,870	16,099
非流动负债	951	846	812	736	672
长期借款	450	450	377	315	247
其他非流动负债	501	396	435	420	425
负债合计	20,236	19,901	21,869	26,708	28,134
少数股东权益	341	634	639	644	650
股本	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
资本公积	6,140	6,154	6,154	6,154	6,154
留存收益	395	1,273	2,302	3,515	4,975
归属母公司股东权益	7,863	8,688	9,827	11,364	13,212
负债和股东权益	28,439	29,224	32,334	38,716	41,995

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	235	-1,148	4,181	4,673	4,144
净利润	746	881	1,353	1,595	1,919
折旧摊销	508	568	545	664	806
财务费用	-88	-65	-61	-131	-187
投资损失	33	34	33	34	33
营运资金变动	-1,087	-2,747	2,311	2,511	1,573
其他经营现金流	123	181	0	0	0
投资活动现金流	-590	-534	-809	-1,180	-1,338
资本支出	612	561	311	507	511
长期投资	19	24	30	29	30
其他投资现金流	41	51	-468	-644	-798
筹资活动现金流	423	-62	-89	11	66
短期借款	5	-190	0	0	0
长期借款	0	0	-73	-61	-69
普通股增加	3	0	0	0	0
资本公积增加	71	15	0	0	0
其他筹资现金流	344	114	-16	72	135
现金净增加额	66	-1,744	3,282	3,503	2,873

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,151	23,761	27,710	32,864	38,779
营业成本	18,319	21,647	25,188	29,742	35,095
营业税金及附加	34	38	44	49	66
营业费用	15	10	17	20	23
管理费用	758	778	912	1,298	1,524
财务费用	-88	-65	-61	-131	-187
资产减值损失	68	-64	14	13	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-33	-34	-33	-34	-33
营业利润	865	1,015	1,564	1,840	2,217
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	864	1,014	1,563	1,838	2,216
所得税	119	133	209	244	297
净利润	746	881	1,353	1,595	1,919
少数股东损益	2	3	4	5	6
归属母公司净利润	743	878	1,349	1,590	1,913
EBITDA	1,136	1,387	1,847	2,138	2,560
EPS (元/股)	0.53	0.63	0.96	1.14	1.37

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	3.6	17.9	16.6	18.6	18.0
营业利润(%)	9.8	17.4	54.0	17.6	20.5
归属于母公司净利润(%)	5.2	18.1	53.7	17.9	20.3
盈利能力					
毛利率(%)	9.1	8.9	9.1	9.5	9.5
净利率(%)	3.7	3.7	4.9	4.8	4.9
ROE(%)	9.1	9.4	12.9	13.3	13.8
ROIC(%)	6.0	7.4	10.5	10.5	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	71.2	68.1	67.6	69.0	67.0
净负债比率(%)	-105.3	-76.0	-98.9	-115.8	-121.5
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.82	0.90	0.93	0.96
应收账款周转率	9.8	7.5	7.4	8.8	9.5
应付账款周转率	2.6	2.4	2.5	2.7	3.0
每股指标 (元/股)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.63	0.96	1.14	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	-0.84	2.99	3.34	2.96
每股净资产(最新摊薄)	5.61	6.20	7.02	8.12	9.43
估值指标 (倍)					
P/E	66.4	56.2	36.6	31.0	25.8
P/B	6.3	5.7	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	36.5	31.2	21.7	17.1	13.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. A股战斗机唯一上市平台，稀缺性显著的军工核心资产.....	4
2. 军工龙头之确定性：军品主力机型需求空间大，量价齐升稳增长.....	5
2.1 行业角度：我国军机“补量”、“提质”需求迫切.....	5
2.2 产品角度：主力战机歼-11/15/16将迎来订单增长，且有望获得补价收入.....	6
2.2.1 国防政策引领“换装”及“军备”需求进而拉动订单增长.....	7
2.2.2 技术成熟推动列装加速.....	7
2.2.3 平台化发展降本增效、新型号带动单品附加值提升.....	8
2.3 治理角度：发布股权激励计划，助推效率提升与业绩增长.....	8
3. 军工龙头之弹性：在研新产品提供业绩弹性.....	9
3.1 新产品一：“鹞鹰”FC-31未来发展值得关注.....	9
3.2 新产品二：非介入式战争的发展或使无人机业务为沈飞提供较高业绩弹性.....	9
4. 盈利预测与投资建议.....	10
5. 风险提示.....	11

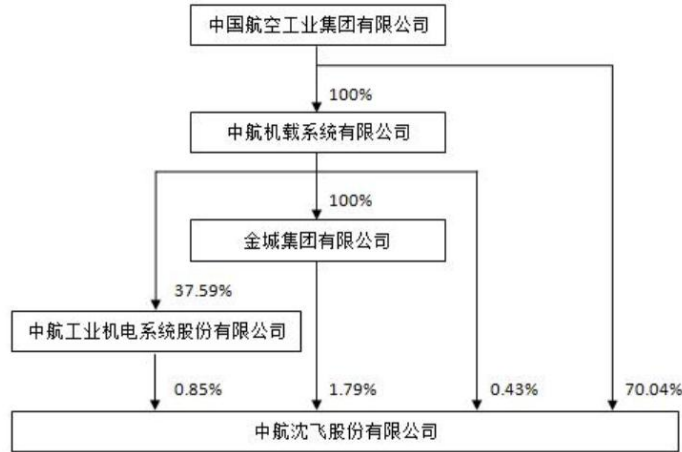
图表目录

图表 1: 公司实控人是中航工业集团.....	4
图表 2: 中航沈飞主力机型及其衍生型号特征.....	4
图表 3: 沈飞集团营收情况.....	5
图表 4: 沈飞集团净利润情况.....	5
图表 5: 航空装备发展方向.....	5
图表 6: 中美战机数量对比.....	6
图表 7: 跨代级降维打击战损比.....	6
图表 8: 沈飞在产主力机型歼-11/歼-15/歼-16.....	7
图表 9: 部分作战飞机定义.....	7
图表 10: 我国作战飞机部分核心技术突破.....	8
图表 11: 航空主机厂人均创收和净利率水平对比.....	8
图表 12: 中国沈飞“鹞鹰”FC-31 四代机.....	9
图表 13: 美国 F-35 四代机.....	9
图表 14: “暗剑”无人机.....	10
图表 15: “暗剑”无人机可与歼-20 配合实现双隐身布局.....	10
图表 16: 中航沈飞歼-6 改无人机发挥余热.....	10
图表 17: 内蒙一机 59 式改无人坦克发挥余热.....	10
图表 18: 2019-2022 年公司收入与成本拆分预测.....	11
图表 19: 可比公司相对估值比较.....	11

1. A股战斗机唯一上市平台，稀缺性显著的军工核心资产

中航沈飞隶属于中航工业集团（直接持股70.04%），被誉为“中国歼击机的摇篮”。中航沈飞于2017年底完成重大资产重组实现整体上市，成为A股战斗机唯一上市平台，稀缺性显著。随着我国空军（含海军航空兵）提出“空天一体、攻防兼备”的新战略，对战斗机综合性能提出了新的要求。目前沈飞军机已经不局限于歼击机，更是拓展到了强击、舰载、电子对抗以及无人机等多个细分领域。

图表1: 公司实控人是中航工业集团



资料来源: 公司2020年一季报, 国盛证券研究所

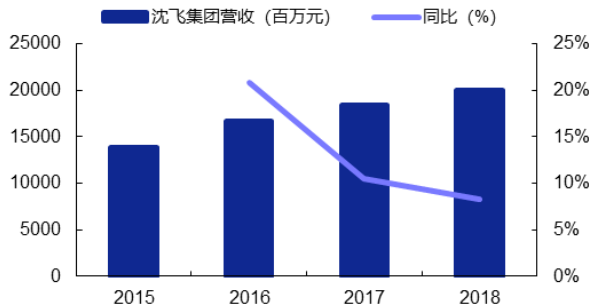
图表2: 中航沈飞主力机型及其衍生型号特征

沈飞主力型号	首飞时间	型号特征
歼-11系列	歼-11A	1999 进口俄罗斯苏-27SK 零件及生产线组装的原型机，目前服役战机已换装国产导弹预警系统
	歼-11B	2003 经过自主改良，延长使用寿命，换装太行涡扇-10 发动机，使用国产主动电子扫描阵列雷达 (AESA)及航电与电战系统。
	歼-11BS	2009 歼-11B 的双座型，采用电传飞控技术。
	歼-11BH	2010 歼-11BS 的海军型，除涂装外与空军型号相同，使用太行涡扇-10A 改进型发动机。
	歼-11D	2015 换装新型有源相控阵雷达，改进航电系统。
	歼-15	2009 参考苏-33 原型机 T-10K-3 并以歼-11 为基础研发的单座舰载机，配装 2 台涡扇-10H 发动机，在歼-11 基础上新增鸭翼，全新设计增升、起落、拦阻装置。
	歼-15S	2012 歼-15 双座型
歼击机	歼-15D	2018 歼-15 双座电子战型，机鼻加长、垂尾外形更改以加装新型电子设备，移除红外线探测与追踪装置，并配备电子战吊舱，换装有源电子扫描相控阵雷达 (AESA)，配装俄 AL-31 涡扇发动机。
	歼-16	2011 1、仿制 Su-30MKK，双座双发多用途战斗机；2、雷达：装备有源相控阵雷达 (AESA)，可同时识别攻击多个目标；3、瞄准系统：装备光电瞄准系统 (EOTS)，可以进行超视距攻击，具备强大的对地、对海打击能力。
	歼-16D	2015 1、电子战飞机；2、改进特点：取消 30 毫米机炮和红外传感器，使得机身可以容纳更多电子装置。加装新天线和用于电子战的共形阵列天线。改变了整流罩的形状，可能安装一种更先进的有源电子扫描阵列雷达。在机翼翼尖安装了新型电子战吊舱，可干扰/摧毁雷达。
FC-31	2012 年	沈飞自主研发的第四代单座双发隐形多用途战斗机，针对国际市场需求研发，综合作战性能优异，采用单座、双发、外倾双垂尾、全动平尾的正常布局，两侧布置大 S 弯进气道，并有内置弹舱。
无人机	暗箭	暗箭 ---

资料来源: 维基百科, 参考消息, 国盛证券研究所

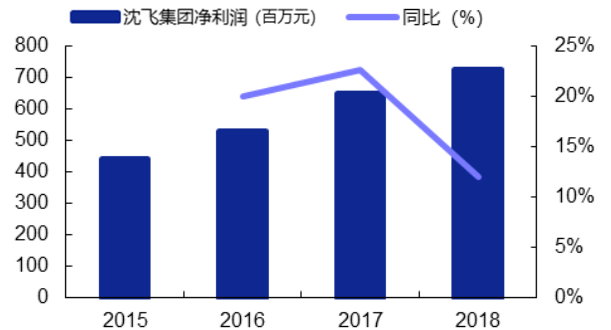
中航沈飞主业集中，2019年航空产品收入占比达到98.29%。2018年沈飞集团营收占合并报表营收的99.35%，沈飞集团2016~2018年营收同比增速分别为：20.77%、10.47%、8.35%，净利润同比增速分别为：20.01%、22.59%、12.01%。沈飞主要业绩贡献来自于歼击机（包括歼-11、歼-15、歼-16系列），在研的FC-31和无人机业务或将为沈飞公司带来新的业绩增长。

图表3：沈飞集团营收情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：沈飞集团净利润情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2. 军工龙头之确定性：军品主力机型需求空间大，量价齐升稳增长

2.1 行业角度：我国军机“补量”、“提质”需求迫切

预计空军未来十四五的发展趋势仍为主战装备跨代建设。我国空军正从传统意义的国土防空、支援海陆作战，向“空天一体，攻防兼备”的战略目标迈进，这一战略转变成为了新装备加速发展和列装的主要驱动力。在新时期战略空军建设目标下，由“防”转“攻”，将信息化作为发展方向和战略重点，大力发展先进战斗机、战略运输机/轰炸机，提高纵深攻击能力、远程投送/打击能力和立体攻防能力，弥补代际差，尽快实现代际换装，提高信息化、自动化程度。由此航空装备相关投资机会来自于“补量”和“提质”两个方面。

图表5：航空装备发展方向

发展方向	航空装备发展的细分方向
提质	①调整机种结构，适应由“防”转“攻”战略要求，大力发展先进战斗机、战略运输机/轰炸机，提高纵深攻击能力、提升远程投送/打击能力和立体攻防能力；
	②弥补代际差，尽快实现代际换装；
	③提高信息化、自动化程度，如采用先进航电系统、发展察打一体化无人机等；
	④提高军机自主化程度，尤其是核心系统、部件，如发动机、航电系统。
补量	同美国相比，我国军机总量偏少，其中直升机、运输机、轰炸机数量不足且比例明显偏低。

资料来源：公司公告，《World Air Force 2019》，国盛证券研究所

中、美战机总量及先进战机数量均存在差距，促使我国不断加强新机型研制。我国与美国相比，作战飞机在总量以及先进飞机数量上均存在较大差距。①我国与美国作战飞机总量与歼击机数量差距明显：根据《World Air Force 2019》统计，我国作战飞机总量仅为美国57%，其中歼击机数量仅为美国54%。②我国三代、四代战机占总量比例极低，与美国相比存在结构劣势。我国二代战机占比46%、三代战机占比53%，四代战机占比仅为0.8%，而美国早已经淘汰二代战机并且完全过渡到三代及以上战机，其中三代战机仅占总量的90%、四代机占总量的10%。

图表6: 中美战机数量对比

	作战飞机	歼击机	轰炸机	强击机
中国	1624	1222	254	148
美国	2831	2258	152	421
比例	57.36%	54.12%	167.11%	35.15%
歼击机划分				
	中国	比例	美国	比例
二代机	561	45.91%		
三代机	651	53.27%	2032	89.99%
四代机	10	0.82%	226	10.01%

资料来源:《World Air Force 2019》, 国盛证券研究所 注: 军机数量单位为“架”。

从歼击机单一领域来看, 美国作战飞机相较于我国存在跨代级、降维打击的优势; 从整体作战效果来看, 在我国海上方向的空军运用, 应以空天打击为主要手段, 与其他军兵种密切联合, 把备战与止战、威慑与实战、作战行动与平时时期运用作为一个整体加以运筹, 实现“领海空中控制”、“近海空中摄止”以及“远海空中反制”。中航沈飞应加强飞机研制及生产、争取早日补齐我军装备短板。

图表7: 跨代级降维打击战损比

各代歼击机战损比汇总		
主要事件	歼击机代次	战损比
贝卡谷地空战	三代 VS 二代	82:0
2017年美国红旗军演	四代 (F-35) VS 三代 (F-16)	15:1
某空战演习 (Aviation News 报道)	四代 (F-22) VS 三代 (F-15C)	104:0

资料来源: 中国军网, 中国航空新闻, 舰载武器杂志, 国盛证券研究所

2.2 产品角度: 主力战机歼-11/15/16 将迎来订单增长, 且有望获得补价收入

沈飞与成飞主要机型与作战职能划分: 沈飞与成飞在我国歼击机制造领域形成双边垄断, 产品各有特色、平行发展。在同一代歼击机生产布局中, 沈飞集团、成飞集团不同时生产同一机型, 不存在同型号直接竞争。其中:

三代战机: 沈飞歼-11 与成飞歼-10 是我国目前现役列装的三代战机, 沈飞歼-11 属于重型战斗机, 对标美国 F-15 和俄罗斯 Su-27, 成飞歼-10 属于中型战斗机, 对标美国 F-16 及俄罗斯 Su-30;

三代半战机: 沈飞歼-15 及歼-16 是我国现役列装三代半战机, 其中: 歼-15 为航母舰载机, 对标美国 F/A-18E/F (大黄蜂) 及法国“阵风” M; 根据《舰载武器》观点, 歼-16 主要用途是对地打击, 其防空、对地任务的比例在 4 比 6 左右, 是我国未来一段时间“攻防兼备”攻出去的主要力量。歼-16 除了不具备隐身能力外, 其空战能力 (包括机动性、雷达探测能力、机载导弹携带能力) 并不比四代机差, 对标美国 F-35;

四代战机: 成飞歼-20 目前已经列装空军部队, 是我国目前唯一定型列装的四代战机, 对标美国 F-22。沈飞四代机“鹞鹰” FC-31 目前尚未定型, 其用途存在列装国内、航母舰载及外贸出口等多种猜测。

我们认为, 目前中航沈飞收入及利润主要来自于三种机型及其衍生型号: 歼-11、歼-15 及歼-16。三种机型在代级、技术水平与作战需求上存在差别, 进而在单机价格、总量需求空间及列装速度上也存在差异。我们总结四点发展趋势: 在需求端①换装及军备需求

拉动整体空间；②技术成熟推动列装加速；③平台化发展降本增效、新型号带动单品附加值提升。生产端④“均衡生产”有助于阶段性业绩兑现并且使产业链整体效率提升，进而拉动订单增长形成供需双向良性循环。

图表 8: 沈飞在产主力机型歼-11/歼-15/歼-16



资料来源: 中国军网, 国盛证券研究所搜集整理

2.2.1 国防政策引领“换装”及“军备”需求进而拉动订单增长

我们预计: ①空军战略转型, 根据 2019 年《新时代的中国国防》, 空军将按照空天一体、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。因此对先进战机存在巨大需求, 沈飞及成飞未来几年订单总量空间较大; ②为实现“攻防兼备”的国防政策, 歼击机与强击机两者缺一不可。此前多年, 我国空军奉行国土防御型国防政策, 空军装备以歼击机(防御)为主, 老机型“防”有余而“攻”不足。中航沈飞三代半战机歼-16“攻防兼备”, 该机型的量产既能解决“总量不足”问题又能改变存量战机“攻防结构不合理”的问题。因此, 歼-16 或成为近年发展重点方向。此外, 沈飞三代半战机“飞鲨”歼-15 是我国目前唯一舰载机、尚未定型的四代机“鹞鹰”FC-31 也有上舰可能。两种机型的发展也能够解决“总量低”与“代级差”的问题。

图表 9: 部分作战飞机定义

作战飞机类型	英文名称	定义
歼击机	fighter	以空空导弹、航空火箭弹和航炮为基本武器, 具有空战能力的作战飞机。通常用于攻击敌方空中目标, 必要时也可用于攻击敌方地面、水面目标。
强击机	attacker	以空地导弹、航空炸弹、航空火箭弹和航炮为基本武器, 具有低空、超低空攻击能力的作战飞机。
歼击轰炸机	fighter-bomber	以空空导弹、空地导弹、航空炸弹、航炮和航空火箭弹为基本武器, 兼有空战和轰炸能力的作战飞机

资料来源: 中国人民解放军军语, 国盛证券研究所

我国战斗机既存在军备的增量需求又存在已列装装备的换装升级需求。军备需求: 美国及其盟国(日本、韩国、印度)对我国长期形成包围态势、我国台湾省尚未统一、南海局势动荡, 因此长期存在军备需求。换装需求: 根据《World Air Force 2019》, 目前我军歼击机总数仅为美军的一半, 且落后的二代机占比近 50%, 先进的四代机仅 10 架。我国为改变战机总量少、先进战机更少的劣势局面, 并且实现“以四代战斗机为新锐、三代战斗机为基础的”的装备结构, 存在换装需求。

2.2.2 技术成熟推动列装加速

我国作战飞机应用技术经过多年发展, 目前已经或接近列装三代及以上战机。在空军海上方向作战中, 敌强我弱的情况长期存在。为最大限度地减少作战的难度和己方损失, 应以非对称对抗为作战原则。因此, 我们判断作战飞机个别领域或个别技术的突破将为我军构建空天“非对称相互确保打击”机制提供有利支撑。

图表 10: 我国作战飞机部分核心技术突破

技术领域	资料来源	技术发展
雷达技术	美国防务新闻; 《舰载武器》	1、歼-16: 换装了全新的大直径有源相控阵雷达后, 对空探测能力已经达到世界先进水平, 基本上与第四代歼-20 上试用的对空能力更强的有源相控阵雷达没有代差。 2、歼 15: 原型机搭载机载火控雷达为南京 14 所研发的 1493。目前我国大多数三代机都已经装备了新型的有源相控阵雷达。歼-15 未来存在换装需求。
空中加油技术	美国防务新闻	歼-16 可以进行空中加油。
发动机技术	解放军官网发布	3 月 15 日中国人民解放军官网发布了歼-10 和歼-11 战机在雪山上空低飞的视频, 中国战斗机在该国西南山区参加演习的画面表明, 军方已经克服了飞机处于高海拔时的发动机问题, 从而向地区竞争对手印度发出了警告。
隐身技术	《兵工科技》	沈飞全面突破和掌握了隐形战斗机雷达反射截面测试技术”, 如果雷达反射截面测试能够在中国军队和中国飞机制造商当中推广, 就意味着作为中国空军主力的沈飞歼-11、歼-16 等先进战机也能够提升隐身性能。
电磁弹射技术	《舰载武器》	舰载战斗机一旦采用弹射起飞, 平常起飞时、特别是高海况条件下起飞时飞行员的操作难度明显降低, 安全性反而有所提高。这不仅可以使舰载战斗机飞行员的培养难度有所下降, 更可以在短时间内扩大舰载战斗机飞行员群体的规模, 满足中国海军“多航母时代”的需要。

资料来源: 美国防务新闻, 《舰载武器期刊》, 解放军官网发布, 《兵工科技》, 《参考消息》, 国盛证券研究所

2.2.3 平台化发展降本增效、新型号带动单品附加值提升

《舰载武器》文章指出: 中航沈飞当前主力机型歼-11/歼-15/歼-16 目前正向着“一种平台、多种机型”以及“一种飞机、多种用途”的方向发展, 实现了制空、对海/对陆攻击以及电子战等多种机型的任务功能。我们认为, 这将有利于大幅增强陆基航空兵/舰载航空兵的作战能力, 同时有利于大幅降低研发和试用成本, 简化装备体系, 符合当今作战平台的通用化发展潮流。对于中航沈飞而言, 升级机型将提升其单品附加值。

2.3 治理角度: 发布股权激励计划, 助推效率提升与业绩增长

从公司治理角度看, 中航沈飞当前管理情况(人均创收与净利率水平)在几大航空主机厂中排名前列, 而且随着股权激励计划的推出, 未来管理效率有望继续提升, 盈利能力提升与业绩释放可期。

中航沈飞推出股权激励计划, 以 22.53 元/股的价格, 于 2018 年 11 月 2 日向 80 名激励对象(公司董事、高管 12 人, 核心管理人员与技术骨干 68 人)共授予 317.11 万限制性股票。股权激励计划有效期为 5 年, 其中禁售期 2 年, 解锁期 3 年。我们认为此次股权激励计划将核心人员的利益与公司高度绑定, 实现股东、管理层与员工的利益统一。在有效保障核心人员稳定性的同时, 也极大激发了公司管理层、员工的积极性与公司的经营活力, 将有助于降本提效、控制费用, 推动公司盈利水平较快提升。2017、2018、2019 年(1-9)月期间费用率水平分别为: 5.58%、4.25%、3.52%, 呈逐步下降趋势, 我们认为这是军工集团降本增效, 大力控成本、降费用、压支出以及股权激励提高管理层积极性与公司经营活力的双重结果。

图表 11: 航空主机厂人均创收和净利率水平对比

	上市公司	2017 年	2018 年		上市公司	2017 年	2018 年
人均创收(万元)	中航沈飞	130.77	136.28	净利率(%)	中航沈飞	3.62%	3.70%
	中直股份	97.68	108.28		中直股份	3.78%	3.91%
	中航飞机	94.03	102.67		中航飞机	1.53%	1.52%
	航发动力	57.26	62.36		航发动力	4.15%	4.69%
	均值	94.94	102.39		均值	3.27%	3.46%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

按照股权激励解锁条件，2020年第一次解锁时要求：2019年ROE不低于6.5%，且不低于对标企业75分位水平；净利润复合增长率不低于10%，且不低于对标企业75分位水平；EVA指标完成集团考核指标且大于0。

3. 军工龙头之弹性：在研新产品提供业绩弹性

3.1 新产品一：“鹞鹰”FC-31未来发展值得关注

“鹞鹰”FC-31是沈飞自主研制的第四代单座双发隐形多用途战斗机，针对国际市场需求研发，综合作战性能优异，采用单座、双发、外倾双垂尾、全动平尾的正常布局，两侧布置大S弯进气道，并有内置弹舱。**性能优异：①具有高生存力：**低雷达可探测性、低红外辐射特性、优异的电子对抗性能、低易损性设计；**②多任务能力：**强大的目标探测和外部信息综合能力、优异的态势感知和信息共享能力、超视距多目标攻击和大离轴角全向攻击格斗空战能力、对地和海面目标精确打击能力、适应复杂气象条件和广地域使用能力；**③优异的综合保障能力；④高性价比。**

“鹞鹰”FC-31于2012年10月首飞成功，后续研制改进工作还在进行。对于“鹞鹰”FC-31未来用途，我们认为其具备出色的性能和较高的性价比，同时符合国际市场需求，存在出口的可能。此外，作为中型隐身战机，未来存在上舰可能。待“鹞鹰”FC-31最终定型并取得订单，将为沈飞带来新的业绩增长点，因此未来发展值得关注。

图表 12: 中国沈飞“鹞鹰”FC-31 四代机



资料来源：维基百科，国盛证券研究所

图表 13: 美国 F-35 四代机



资料来源：维基百科，国盛证券研究所

3.2 新产品二：非介入式战争的发展或使无人机业务为沈飞提供较高业绩弹性

沈阳飞机设计研究所（六〇一所）新研产品“暗剑”无人机战术能力及战略地位凸显。主流媒体齐发声：①参考消息2018年6月7日转引美媒文章称：中国“暗剑”展示全新作战概念；②人民网2018年6月15日发文称：沈飞“暗剑”无人机可与歼-20配合实现双隐身布局；③中国日报2018年6月16日转引人民网该文称：沈飞“暗剑”无人机可提升中国在东海和南海“区域拒止”能力。

图表 14: “暗剑”无人机



资料来源: 维基百科, 国盛证券研究所

图表 15: “暗剑”无人机可与歼-20 配合实现双隐身布局



资料来源: 人民网, 国盛证券研究所

老旧型号改装无人平台, 吸引敌方火力。我国奉行防御型国防政策, 长期以来囤积了大量已退役或即将退役的老旧装备。在国防预算总量有限的前提下, 如何使老旧装备发挥余热成为我军重点研究方向之一。《坦克装甲车辆》指出: 大量面临退役的 59 式坦克可以改造成无人装甲兵团, 在解放军的战斗序列中发挥余热。

图表 16: 中航沈飞歼-6 改无人机发挥余热



资料来源: 央视新闻, 国盛证券研究所

图表 17: 内蒙一机 59 式改无人坦克发挥余热



资料来源: 央视新闻, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设: 目前我国军工制造业正处于大的发展机遇期, 现代战争模式的转变、我军战略转型的需要及周边局势的变化使海、空军对于先进战斗机的需求加大、加速。沈飞在产主力机型歼-11/15/16 技术已趋成熟, 我们预计能够形成稳中有增的产出。

- **销售毛利率:** 公司近年航空产品业务毛利率稳中有升。考虑到公司作为主机厂将持续受益于军品定价改革的推进, 我们预计 2020-2022 年公司销售毛利率将维持整体上升趋势。
- **费用情况:** 得益于降本增效战略的实施, 公司 2017-2019 年公司费用率呈下降趋势, 我们预计 2020-2022 年公司管理、销售及财务费用率将整体维持稳定。

图表 18: 2019-2022 年公司收入与成本拆分预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
航空产品	23354.77	27161.60	32105.01	37883.91
增长率 (%)	17.91%	16.30%	18.20%	18.00%
毛利率 (%)	8.94%	9.15%	9.40%	9.40%
其他主营业务	173.04	207.64	251.25	304.01
增长率 (%)	20.14%	20.00%	21.00%	21.00%
毛利率 (%)	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%
其他业务	233.06	340.68	507.71	591.56
增长率 (%)	17.09%	46.18%	49.03%	16.52%
毛利率 (%)	2.14%	6.27%	16.96%	17.09%
营业收入合计	23,760.86	27,709.92	32,863.96	38,779.47
增长率 (%)	17.91%	16.62%	18.60%	18.00%
综合毛利率 (%)	8.9%	9.1%	9.5%	9.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 金额单位为百万元人民币

盈利预测: 我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 277.10、328.64、387.79 亿元, 归母净利润分别为 13.49、15.90、19.13 亿元, 对应 EPS 分别为 0.96、1.14、1.37 元, 对应 PE 为 36.6/31.0/25.8 倍。

投资评级: 作为我国军用飞机核心资产, A 股可比公司包括中直股份、中航飞机、洪都航空等航空主机厂。综合考虑到中航沈飞订单需求确定性较大、公司积极推进均衡生产使得阶段性业绩兑现的确定性较高、募投项目逐步投产使得产能有望继续扩大。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 19: 可比公司相对估值比较

公司名称	收盘价		EPS			PE			市值 亿元
	2020/07/03	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中直股份	42.00	1.23	1.48	1.75	34.15	28.38	24.00	247.58	
中航飞机	18.44	0.27	0.32	0.31	68.30	57.63	59.48	510.54	
洪都航空	16.12	0.29	0.44	0.59	55.59	36.64	27.32	115.60	
平均值	25.52	0.60	0.75	0.88	52.68	40.88	36.94	291.24	

数据来源: Wind, 国盛证券研究所 注: EPS 来自 wind 一致预期, 估值日期为 2020 年 7 月 3 日

5. 风险提示

1) 武器装备建设周期长, 新机型研制、定型及量产进度不及预期。

武器装备建设过程与国防政策、军费投入、关键技术突破等多种宏观因素密切相关, 同时投入大, 技术要求高, 是一项复杂且周期性长的系统工程。从提出需求, 到设计研制, 再到生产、检测、试飞、交付及使用的过程中, 同时存在着技术更新和人才培养的连续性问题。中航沈飞新型号研制、定型及量产的进度存在不及市场预期的风险。

2) 军工整机厂业绩释放不及预期。

美国、日本及其他盟国长期以来对我国“军事透明度”问题颇有微词、紧盯我国军品整机厂商的业绩、借此宣扬“中国军事威胁论”并构成其加强“亚太地区军事存在”的借口。我们认为, 此举可能会对军工整机厂商的业绩释放产生消极影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com