

飞机中的战斗机，畅享高景气周期

——中航沈飞（600760）深度报告

2018年04月24日

强烈推荐/维持

中航沈飞

深度报告

报告摘要：

资产重组诞生我国战斗机第一股。2017年公司经重大资产重组注入沈飞集团100%股权，主营业务由此变更为歼击机及防务装备的生产制造。沈飞集团的主要生产军机型号包括三代战机歼-11、三代半战机歼-16、四代机歼击机-31。沈飞业绩已连续两年维持20%以上高速增长，同时公司毛利率有所提升，或已迎来型号交付高峰。

军工行业未来高景气度确认，航空装备是未来发展重点。强军兴军目标的确立标志着未来航空产业的高景气度有望维持数十年。**首先，军费规模增长可期。**十九大报告提出“到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”，2017年我国国防费预算首次超过万亿元，但我国国防预算占GDP的比重仅为1.3%，远低于平均水平。**其次，航空产业或将优先发展。**根据《WorldAirForce2017》，美国共有军机13764架，数量约为中国的4.66倍。**第三，舰载机为航母编队主要作战力量，未来市场空间广阔。**若以0.5亿美元的三代、三代半战机单价计算，单艘航母战机价值量约为30亿美元。预计10年内我国舰载机市场空间近100亿美元。

公司核心军品资产未来有望量价齐升。从量上看，公司未来装备增量看点在歼-16和歼-31。歼-16是我国为适应空军战略转型需要而自行研发的新型多用途双座双发重型战斗机，我们推测目前已有48架歼-16列装部队。从替换空间来看，**将来歼-16主要用来替代100架左右的苏-30和200多架歼轰-7，替换空间为300多架。**歼-31（鹞鹰）是沈飞研制的第五代单座双发中型隐身战斗机，我们预测，**如果歼-31上舰，未来我国双航母战斗群可能需要80-90架歼-31，还不包括外贸出口订单。**从价上看，我们认为2018年已正式进入军工体制市场化改革和军民融合深度发展的落地攻坚阶段，改革后军工总装类产品将理顺价格形成机制和成本费用归集制度，促进企业加强成本管理，消除部分财务限制，释放利润空间。

盈利预测及估值：我们认为，公司作为我国目前唯一的战斗机总装平台，未来将充分受益于先进武器装备大量供给状态的出现，其中既包括老机型的替换，也包括新机型的转批产。预计公司2018-2020年营业收入分别为241.88亿元/301.56亿元/371.29亿元，归母净利润分别为8.94亿元/11.41亿元/14.41亿元；EPS分别为0.64元/0.82元/1.03元，对应当前股价PE分别为64X/50X/39X。目前市值对应PS估值2.35倍，考虑到公司目前防务平台的排他性地位，给予2.5倍PS，目标市值为605亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：航空产品交付不及预期；募投产能进度不及预期；民品市场竞争加剧导致价格急剧下滑。

分析师：

陆洲 S1480517080001
010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn
王习 S1480518010001
010-66554034 wangxi@dxzq.net.cn

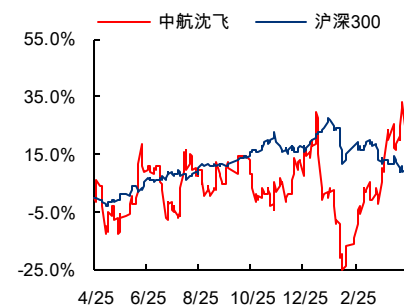
研究助理：

张高艳 Zhanggy_yjs@dxzq.net.cn
021-25102859
张卓琦 Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn
010-66554018

交易数据

| | |
|--------------|--------------|
| 52周股价区间（元） | 37.13-30.44 |
| 总市值（亿元） | 518.79 |
| 流通市值（亿元） | 128.08 |
| 总股本/流通A股（万股） | 139722/34495 |
| 流通B股/H股（万股） | / |
| 52周日均换手率 | 3.9 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中航沈飞（600760）2017年报点评：业绩兑现超预期，持续增长仍可期》2018-04-03
- 2、《中航沈飞（600760）事件点评：军品核心资产，畅享景气周期》2018-03-07
- 3、《中航沈飞（600760）2017业绩预增点评：全年业绩大幅超预期，战机第一股迎来型号交付高峰》2018-01-29

财务指标预测

| 指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1154 | 19459 | 24188 | 30156 | 37130 |
| 增长率(%) | -31.00% | 1586% | 24.30% | 24.67% | 23.12% |
| 净利润(百万元) | 19 | 704 | 900 | 1140 | 1450 |
| 增长率(%) | 116.36% | 3605% | 27.84% | 26.67% | 27.19% |
| 净资产收益率(%) | 6.32% | 9.91% | 11.28% | 12.75% | 14.06% |
| 每股收益(元) | 0.08 | 0.51 | 0.64 | 0.82 | 1.03 |
| PE | 507.88 | 79.67 | 63.51 | 49.75 | 39.40 |
| PB | 31.91 | 7.96 | 7.17 | 6.34 | 5.54 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

| | |
|--|----|
| 1. 我国军用战斗机第一股 | 3 |
| 1.1 资产重组诞生我国战斗机第一股 | 3 |
| 1.2 沈飞集团为我国歼击机摇篮 | 4 |
| 1.3 业绩兑现超预期，或已迎来型号交付高峰 | 5 |
| 2. 军工行业未来高景气度确认，航空装备是未来发展重点 | 6 |
| 1.4 军工行业未来高景气度确认，军工股有望迎来业绩估值双轮驱动 | 6 |
| 1.5 航空装备迎发展机遇，十三五中后期军机列装有望提速 | 7 |
| 1.6 舰载机为航母编队主要作战力量，未来市场空间广阔 | 10 |
| 3. 公司核心军品资产未来有望量价齐升 | 12 |
| 1.7 公司未来装备增量看点在歼-16 和歼-31 | 12 |
| 1.8 军品定价改革有望提升主机厂盈利水平 | 14 |
| 4. 盈利预测及估值 | 16 |
| 5. 风险提示 | 16 |

表格目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 表 1：中航沈飞资产重组方案明细 | 4 |
| 表 2：中美主要军机对比 | 8 |
| 表 3：未来 10 年军机增量市场需求测算 | 10 |
| 表 4：军品采购的主要方式 | 15 |
| 表 5：可比上市公司估值水平 | 16 |
| 表 6：公司盈利预测表 | 17 |

插图目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 图 1：中航沈飞股权结构 | 3 |
| 图 2：中航沈飞控股子公司 | 4 |
| 图 3：2015-2017 收入和利润情况 | 6 |
| 图 4：2017 公司收入构成（亿元） | 6 |
| 图 5：美中两国军机数量对比（架） | 7 |
| 图 6：美国各类战机占比 | 10 |
| 图 7：中国各类战机占比 | 10 |
| 图 8：美国航母舰载机蒸汽弹射起飞 | 11 |
| 图 9：美国尼米兹级核动力航母 | 11 |
| 图 10：歼-16 战斗机机载武器详解 | 13 |
| 图 11：全球军用飞机保有数量前十国家 | 14 |
| 图 12：歼-31 和歼-20 尺寸对比 | 14 |

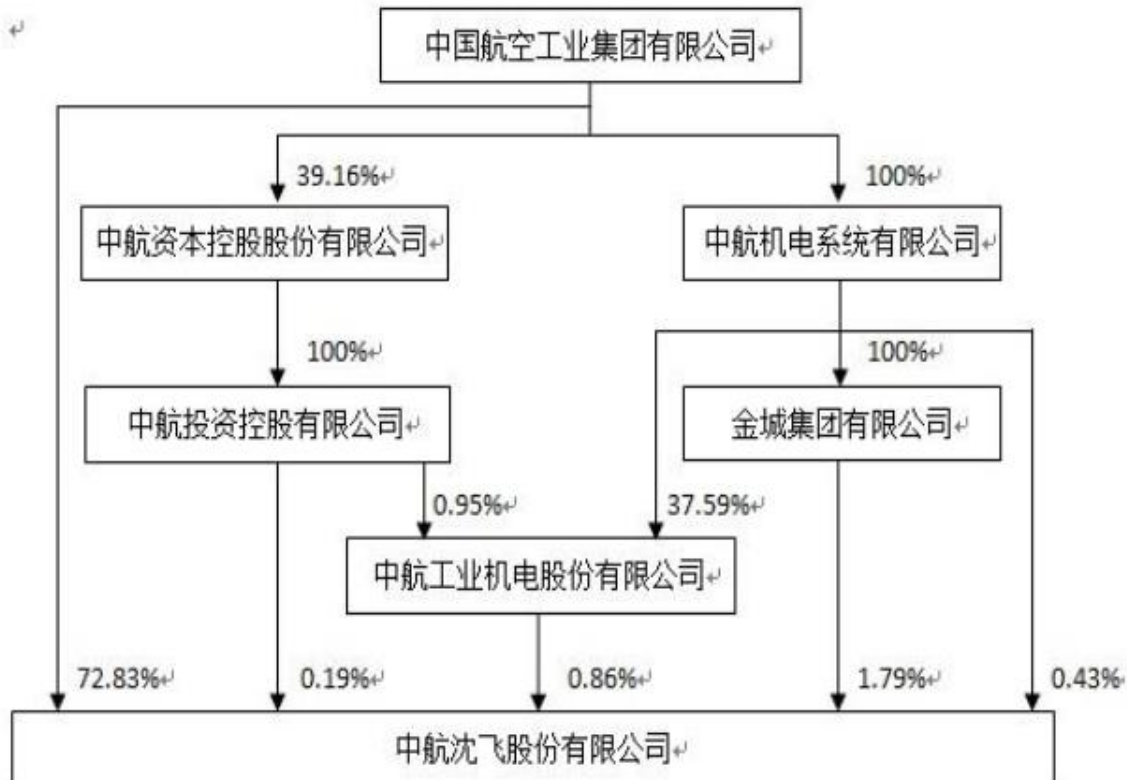
1. 我国军用战斗机第一股

1.1 资产重组诞生我国战斗机第一股

中航沈飞由中航黑豹更名而来，公司原主营业务为专用车、微小卡和液压零部件业务，重组前，受国内经济增速放缓、汽车环保标准不断强化等因素影响，以中低端产品为主的专用车、微小卡产业需求下降，上市公司主营业务连年亏损。2017年，公司经重大资产重组注入沈飞集团100%股权，同时置出原有除上航特66.61%股权外的全部资产及负债，主营业务由此变更为歼击机及防务装备的生产制造。重组完成后，上市公司成为沈飞集团全资股东，上市公司母公司不再经营具体业务，全部业务通过沈飞集团开展与运营。上市公司将在业务经营、人员安排、公司治理结构等方面进行必要的调整与整合，建立适应控股型公司的管理模式。

重组完成后，航空工业集团直接持有公司72.38%的股份，通过其关联方中航资本、中航机电系统公司等间接持有公司2.41%股份，航空工业集团及其关联方合计持股比例为74.79%，为公司实际控制人。

图 1：中航沈飞股权结构



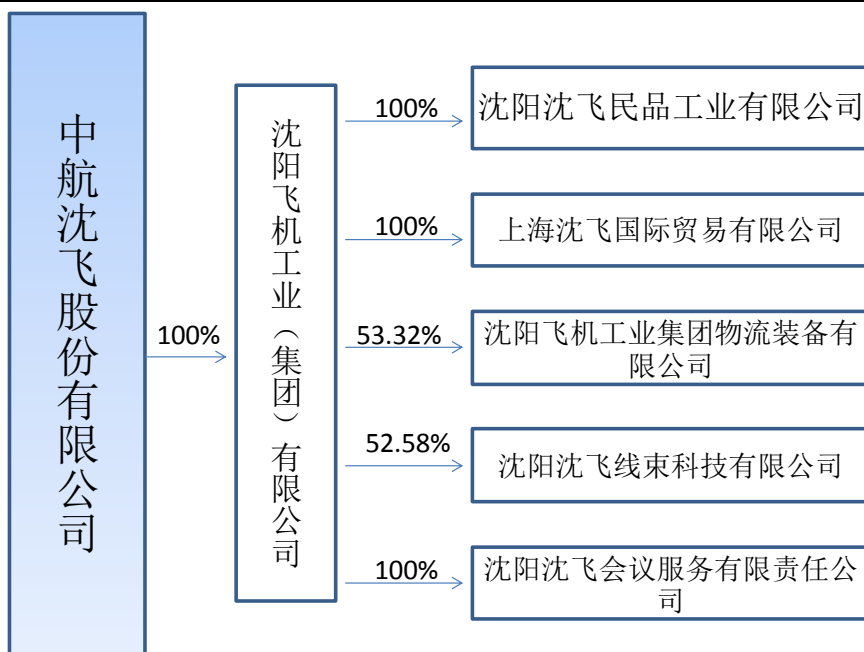
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 1：中航沈飞资产重组方案明细

| 重组方案 | 变动资产情况 | 资产明细 | 交易对价 |
|--------|---|--|--|
| 置出资产 | 截至 2016 年 8 月 31 日除上航特 66.61% 股权外的全部资产及负债 | 本部非股权类资产及负债 | 交易对价 53,776.92 万元，现金方式售出，购买方为原第一大股东金城集团 |
| | | 北汽黑豹 42.63% 南京液压 100% 股权 安徽开乐 51% 股权 文登黑豹 20% 股权 | |
| 置入资产 | 沈飞集团 100% 股权 | 本部全部资产及负债：歼击机及防务装备的生产制造 | 交易对价 797,977.77 万元，发行股份 992,509,663 股支付对价，发行价格为 8.04 元/股 |
| | | 沈飞民品 100% 股权：非航产品及航空零件加工 沈飞物流装备 100% 股权（直接+间接）：数控自动化仓储设备生产及维修业务 沈飞会服 100% 股权：住宿、餐饮及会议服务 上海沈飞 100% 股权：未开展经营业务，未来拟逐步开展投资退出工作 沈飞线束 52.58% 股权：军民机及民品项目的线束产品研发、生产 沈飞电子 55% 股权（直接+间接）：拟挂牌出售 | |
| 募集配套资金 | - | - | 募集配套资金 166,800.00 万元，发行价格为 27.91 元/股 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：中航沈飞控股子公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 沈飞集团为我国歼击机摇篮

中航沈飞全资子公司沈飞集团被誉为“中国歼击机的摇篮”。沈飞集团于 1957 年 6 月 29 日创建，原为“国营 112 厂”，60 多年来，沈飞集团公司先后研制生产了 20 多种型号几千架飞机，被誉为“中国歼击机摇篮”，是中国创建最早、规模最大的现代化歼击机设计、制造基地。沈飞集团承担着我国歼击机及防务装备的研发、生产任务。发展至今，已逐步形成完整、成熟的业务体系。

现沈飞集团的主要生产军机型号包括三代战机歼-11 系列、三代半战机歼-16、四代机歼击机-31。沈飞集团生产的歼-11 是我国第三代主力歼击机，是我国目前正在服役的主要歼击机机型之一。目前已经批量列装的三代半战机歼-16 是沈飞集团在歼-11 系列发展而来的，性能较强，是我国为适应空军战略转型需要而自行研发的新型多用途双座双发重型战斗机。歼-31（鹞鹰）是沈飞集团研制的四代单座双发中型隐身战斗机，拥有较强的机动性能，既具有较强的空战能力，同时兼顾了对地对海攻击能力。

1.3 业绩兑现超预期，或已迎来型号交付高峰

首年业绩承诺超额完成。2017 年 11 月 20 日完成重大资产重组交割，将沈飞公司纳入合并报表范围。2017 年公司实现营业收入 1,945,927.81 万元，同比增长 8.82%；净利润 70,355.40 万元，同比增长 26.49%；归属于母公司所有者的净利 70,677.61 万元，同比增长 25.58%。其中，沈飞公司实现净利润 64,870.02 万元，超额 8.4%完成业绩承诺；物装公司实现净利润 487.83 万元，超额 24.5%完成业绩承诺；线束公司实现净利润 424.70 万元，超额 4.7%完成业绩承诺。

沈飞业绩已连续两年维持 20%以上高速增长，或已迎来型号交付高峰。2015-2017 年沈飞公司实现营业收入 138.5 亿元、167.3 亿元、184.8 亿元，分别同比增长 13.9%、20.8%、10.5%，同期实现净利润增速分别为-6.1%、20.0%、22.6%，说明公司的主力型号歼 11 系列、歼 15 和歼 16 已迎来型号交付高峰。

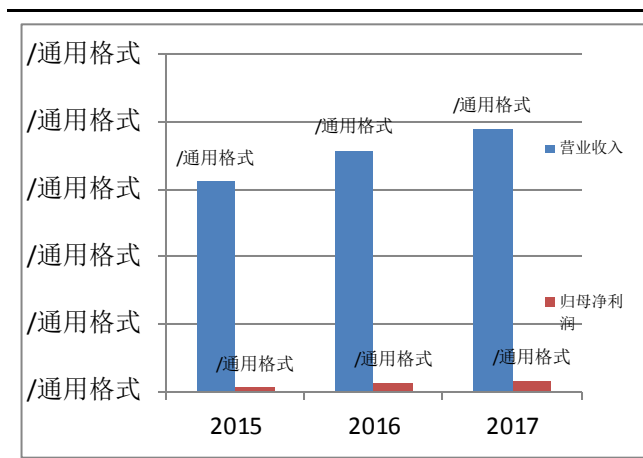
毛利率有所提升，或为交付型号结构有所变化。2017 年公司的航空产品收入为 180.95 亿元，占比约为 93.0%，毛利率 9.58%，较去年同期提升了 1.08pct。我们认为，或为批量交付的产品结构有所变化，向毛利率水平更高的改进型或新一代机型集中。

公司未来看点在歼 16 和歼 31。根据 WorldAirForce2016 数据，目前我国战斗机以歼 7、歼 8 为代表的第二代战斗机存量占比仍达 49%，而美国空军二代机基本退役，F15、F16 三代机共计 1220 架，F22、F35 四代机共计 223 架，分别占比 84%和 16%。沈飞集团的主要军机型号包括三代/三代半歼 11 系列和歼 16、四代机歼 31，目前已经批量列装的三代半战机歼 16 性能较强，是一种对地对海的高性能歼击轰炸机，在我国可全面碾压三代机制空能力的四代机歼 20 已进入服役的时代，歼 16 有望发挥差异化优势持续获得可观的需求订单。歼 31 则有望成为四代舰载机，需求增长空间也值得期待。

控股股东认购 70%份额新机研制建设项目的配套融资，一致行动人中航科工增持，信心彰显。沈飞集团资产重组的同时，募集配套资金投建新机研制生产能力建设项目（新机零件制造、装配、检测试验、调试、试飞等能力建设），经备案的总投资额为 23.95 亿元，其中 16.68 亿元通过募集配套资金方式解决，公司控股股东航空工业认

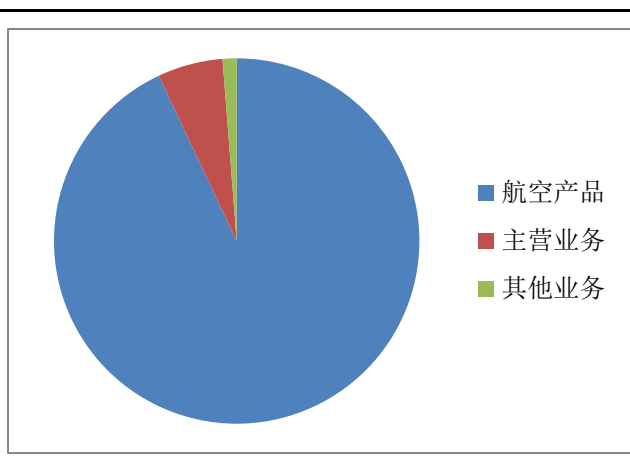
购 70.0% 的份额，约 11.68 亿元。近期市场调整时公司发布公告，控股股东的一致行动人中航科工拟自 2018 年 2 月 13 日起 6 个月内以自有资金增持公司股份不低于 1 亿元、累计增持比例不超过 2%。我们认为，公司控股股东及其一致行动人的举措均充分彰显了对公司作为核心军品资产投资价值的认可及对未来持续稳定发展的信心。

图 3：2015-2017 收入和利润情况



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

图 4：2017 公司收入构成（亿元）



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

2. 军工行业未来高景气度确认，航空装备是未来发展重点

1.4 军工行业未来高景气度确认，军工股有望迎来业绩估值双轮驱动

军改将重塑海空军及国防信息化装备需求，军民融合释放军转民红利。过去的战争实践证明，新型军事装备在很大程度上改变了战争形态，军队组织形态也必然随之改变。目前我军已形成军委管总、战区主战、军种主建的格局，强调优化规模结构和部队编成，推动我军由数量规模型向质量效能型转变，与之相匹配的信息化装备体制也必然向海空军及国防信息化装备建设倾斜。未来航母编队建设将是海军装备建设重心，军用船舶市场规模超 2400 亿；我国空军二代战斗机存量占比仍接近 50%，三代战斗机替代有望加速，同时运输机、舰载机、陆航直升机列装空间大；伴随着《加强实战化军事训练暂行规定》2017 年起正式实施，导弹、炮弹等消耗性武器装备有望持续放量。

军工股迎来新时代的本质是盈利能力的改善和行业估值中枢的上移。军民融合深度发展的核心逻辑是军事需求引导下的科技创新，军工技术转移的本质是实现商业化。站在当前时点可以更清晰地看到，军工企业具备潜在的定价权和提价权，其“护城河”将越来越宽。我们可以明确以下几点假设：第一，盈利能力改善。从量上看，新时代，以飞机和坦克为代表，在解决了供给端的技术难题和打破产能瓶颈后，高附加值武器交付将进入快车道。从价上看，新时代，为刺激企业生产和加快国际接轨，在军品定价改革的趋势下，中国武器盈利能力扭曲的状况将大大改善。第二，行业估值中枢有望上移。新时代，中国军工企业将通过大规模兼并重组和军民融合，拓展产业链上下游和提升行业集中度，整个行业将获得更多估值溢价。

资本市场为军工国企改革定价，军工股市值重要性凸显。美国军工企业经过大规模重组后，将资金用于扶植少数实力最强的企业，形成代表美国国家水平的军工集团，以保持美国在军事技术上的霸主和头号军火商地位。预计下一步我国军工央企将进行“资产合并同类项”式的重组，以打造跨军种、跨平台的军事体系服务供应商，最终实现“一份投入、两份产出”的军民融合深度发展。围绕资本市场展开重组，这是保证国企改革规范有序公平公正的最佳途径，其核心支撑是资本市场的定价功能。在军工集团将要铺开的资产合并同类项过程中，上市公司的市值将成为定价的最好依据，并将在很大程度上决定资产整合的主导权和话语权。军工企业不但可以通过资本运作增加有效供给以及提升创新成果转化率，更可以通过员工持股、股权激励等制度改革来提升企业经营效率。

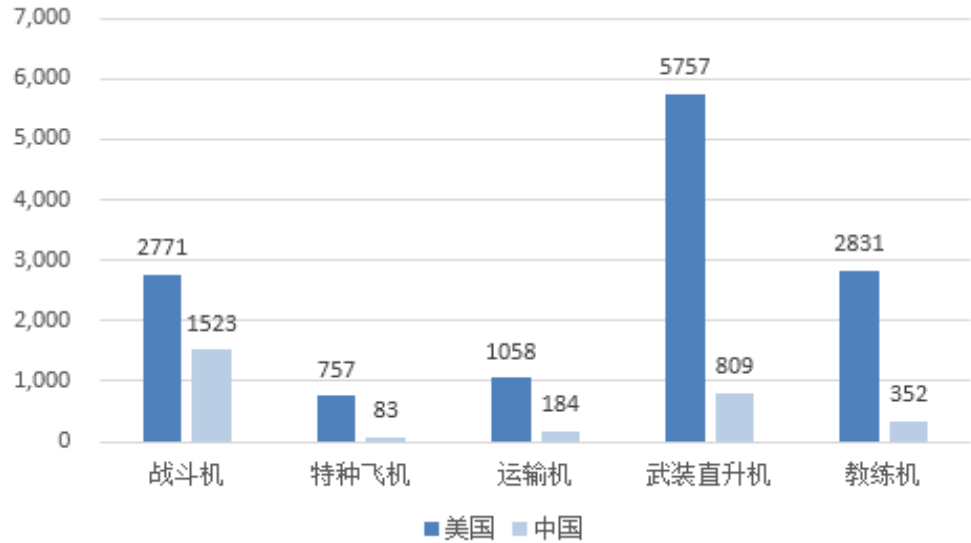
1.5 航空装备迎发展机遇，十三五中后期军机列装有望提速

习近平主席在十九大报告中提出，中国特色社会主义进入了新时代，国防和军队建设也进入了新时代。要确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，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。

强军兴军目标的确立标志着未来航空产业的高景气度有望维持数十年。首先，军费规模增长可期。大会提出“到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”，建成世界一流军队离不开军工的投入，新一代海空天装备将加快升级换代。2017 年我国国防费预算首次超过万亿元，位居世界第二，增长幅度为 7% 左右。但与其他军事强国相比，我国国防预算占 GDP 的比重仅为 1.3%，远低于平均水平，这与我国的经济增长速度和国际地位提升对国防安全的需求匹配失衡。其次，航空产业或将优先发展。进入 21 世纪后，战争形态已经逐步发生改变，空中力量开始起主导作用。根据《World Air Force 2017》，美国共有军机 13764 架，数量约为中国的 4.66 倍。此外由于高性能国产发动机和机电系统的缺失，三代战斗机向四代战斗机过渡无法真正完成。此前有外媒报道指出近期中国空军召开了关于“建设战略空军问题讨论会”，首次把空军定位为“战略空军”。会议要求重点发展新型远程轰炸机、中远程反导、反卫星系统、战略导弹预警系统、并且强化战略空运能力。目前美国空军是全球唯一堪称战略空军的军事力量，美国也是唯一一个已经完成了航空航天力量一体化整合的国家，而中国空军正在向战略空军快速迈进。

根据《World Air Force 2017》，我国目前共有军机 2955 架，数量位列全球第三，但与排名第一的美国差距仍然较大，美国共有军机 13764 架，数量约为中国的 4.66 倍。此外由于高性能国产发动机和机电系统的缺失，三代战斗机向四代战斗机过渡无法真正完成。

图 5：美中两国军机数量对比（架）



资料来源：WorldAirForce2017，东兴证券研究所

三四代机占比或逐步提升，歼 20、运 20 量产可期：战斗机方面，我国空军战斗机目前仍以二、三代机为主，二代机占比超过 50%，反观美国，目前包括 F-15、F-16 在内的三代机占比接近 90%，包括 F-22、F35 在内的四代机总量也超过 200 架，随着四代机歼-20 交付部队，未来二代机将逐步退出历史舞台，三代机、四代机占比将逐步提升。

运输机方面，我国大型运输机与美国大型运输机之间的数量比例关系要更为悬殊，比例关系接近 1:12，未来包括运 20 在内的大型运输机有望逐步量产。据美国军事新闻战略网报道，中国一共制造了 8 架新款运输机，造价达到 2.5 亿美元。我们认为，未来运-20 的市场需求量或达数百架，未来国内市场规模或超 4000 亿元。

直升机方面，我国目前已经生产 2 吨级的直-11、4 吨级的直-9 和 13 吨级的直-8，但在适用范围广泛的 10 吨级直升机领域目前依旧是空白。而从世界角度来看，美国西科斯基飞机公司制造的 10 吨级黑鹰直升机服役数量接近世界全部服役直升机的 5 分之 1，其使用的广泛程度可见一斑，我们认为我军最新研制的 10 吨级中型通用直升机直-20 也将和黑鹰直升机所取得成绩一样成为我军陆、海军的主力机型参与各种军事行动，预计需求超过 700 架，按照每架 1.4 亿元的估算单价，仅此一种飞机就能带来超过 900 亿的市场空间。

教练机方面，目前我国高级教练机歼教七和教练九为主，且高级教练机占比较小，根据中华网报道，教练-10（即 L15）已服役 3 年，订单为 135 架，未来教练-10 的市场空间巨大。

表 2：中美主要军机对比

| 类别 | 型号 | 中国 | | 美国 | |
|----|----|------------|----|----------------|----|
| | | 截止 16 年底数量 | 型号 | 截止 16 年底数量 (架) | 型号 |
| | | | | | |

| (架) | | | | | |
|------|----------|------------------|-------------|--------------------------|---------------|
| 作战飞机 | 二代机 | J-7、J-8 J-10 | 561 | F4、F100等 | |
| | 三代机 | J-11/SU-27/30/35 | 534 | F-15、 | |
| | 三代机 | J-15/Su-27/30 | 26 | F-16、1971 | |
| | 三代机 | J-16 | 无公开数据 | F/A-18 | |
| | 四代机 | J-20 | 无公开数据 | F-22、F-35 217 | |
| | 轰炸机 | H-6、JH-7 | 254 | B-1、B-2、B-52 155 | |
| | 强击机 | Q-5 | 148 | A-10C、AC-130、AV-8B/+ 427 | |
| | 小计 | | 1523 | 2770 | |
| | 运输机 | 中小型 | Y-7、Y-8、Y-9 | 149 | C-130、C-2 399 |
| | | 大型/巨型 | IL-76、Y-20 | 22 | C-5、C-17 273 |
| 小计 | | | 171 | 672 | |
| 教练机 | 初级教练机 | JJ-6 | 14 | T-38、 | |
| | 中级教练机 | JL-8 | 181 | T-6、2831 | |
| | 高级教练机 | JJ-7、JL9 | 37 | F-15D、F-16D等 | |
| 小计 | | 232 | 2831 | | |
| 直升机 | 小型、轻型通用型 | Z-9、Z-11 | 187 | OH-58、UH-1、UH-72A 968 | |
| | 中型通用型 | M18/17/171、S-70 | 278 | S-70 2832 | |
| | 重型、大型通用型 | Z-8 | 112 | MV-22、CH-47、CH-53 956 | |
| | 武装直升机 | Z-10 | 101 | AH-64 792 | |
| | 反潜直升机 | Z-18 | 2 | SH-60 | |
| | 武装侦察直升机 | Z-19 | 105 | AH-1 155 | |
| 小计 | | 785 | 5703 | | |

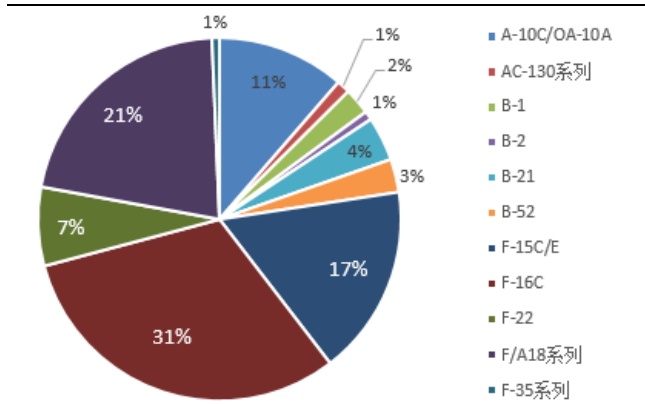
合计

2711

11976

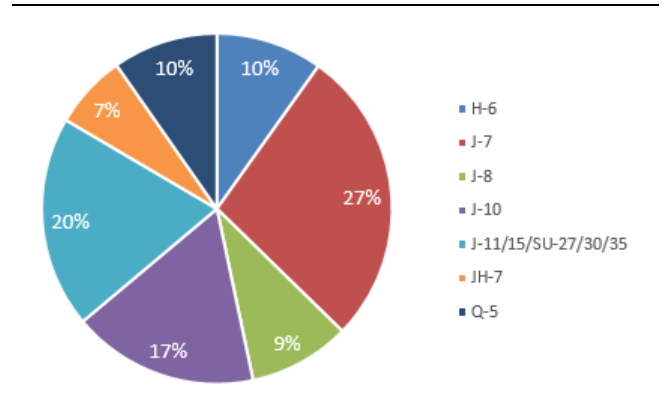
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：美国各类战机占比



资料来源：WorldAirForce2017，东兴证券研究所

图 7：中国各类战机占比



资料来源：WorldAirForce2017，东兴证券研究所

表 3：未来 10 年军机增量市场需求测算

| 类别 | 架数 | 单价（万美元） | 市场空间（亿美元） |
|---------|--------|---------|-----------|
| 战斗 机 | 三代机 | 1000 | 300 |
| | 四代机 | 150 | 165 |
| 轰炸 机 | 40 | 2500 | 10 |
| 运输 机 | 中小型运输机 | 150 | 30 |
| | 大型运输机 | 200 | 500 |
| 直升 机 | 通用直升机 | 500 | 50 |
| | 武装直升机 | 1000 | 150 |
| 教练 机 | 中级教练机 | 200 | 20 |
| | 高级教练机 | 200 | 30 |
| 合计 | 3440 | | 1255 |

资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.6 舰载机为航母编队主要作战力量，未来市场空间广阔

舰载机包括固定翼舰载机及舰载直升机，是航母编队的主要作战力量。航母是舰载机主要平台，按照用途分，航母舰载机一般可分为攻击、防御、救援三类。攻击类主要包络固定翼攻击机、战斗机和电子战机等特种飞机，防御类主要由预警机、反潜机等保障机型组成；救援类一般为救援直升机。以我国第一艘航母辽宁号为例，辽宁舰共配备 24 架歼-15 飞鲨战斗机，10 余架直-18 预警、反潜直升机，以及 2 架直-9 搜救直升机。

美国舰载战斗机数量常年维持在 500 架左右规模，我军仍有差距。从数量上看，从

2015年起，美军舰载战斗机 F/A-18 系列数量常年维持在 500 架以上规模，我军舰载战斗机歼-15 当前仅有 20 架左右，数量差距明显；从单艘航母载机量上看，美国现役尼米兹级航母可搭载近百架固定翼战机及 10 架左右直升机，远超我军滑跃起飞航母载机量。从质量上看，据美媒报道，美国海军第一支 F35C 联合攻击中队的 10 架飞机已经完成相关训练并进入了战备状态，未来将于 2021 年部署在美国“卡尔文森”号航母上，而我军四代舰载机尚未完成型号论证工作，与美军相比有较大差距，未来将随航母下水加速发展。

航母编队建设将是海军装备发展重点。“近海防御+远海护卫”是海军的战略要求，在海军由浅蓝走向深蓝的过程中，航母编队不可或缺。2012 年 9 月，辽宁舰交付海军；2018 年 2 月 27 日，国产核动力航母首获确认；能以战斗航速为航母提供补给的 901 型综合补给舰已于 2017 年 9 月正式服役；为航母护航的 055 型大型导弹驱逐舰也已于去年 6 月下水，预计将在 2019 年正式服役；航母编队新型护卫舰 054B 也即将开工建设。

航母下水+弹射起飞，双重因素造就舰载机广阔空间。我国综合国力逐渐增强，海外利益逐渐多元化，维持 4~6 艘航母同时在役不仅国家利益上需要，经济上也完全无压力。我们预计，未来 10 年将有 3~4 艘航母陆续下水，作为航母主要作战力量，舰载机必将随航母陆续下水而逐步放量；且由于我国在蒸汽及电磁弹射技术上取得持续突破，我们估计第二艘及之后的航母上舰载机将采取弹射起飞方式，提升航母载机数量。

国产航母下水以弹射技术上舰，航母舰载机数量或将飞跃。在弹射技术驱动下，航母攻击类战机数量或将达到 60 架左右，防御类固定翼战机数量或将达 10 架，其他反潜救援类直升机数量也将在 10 架左右，载机数量远超辽宁舰。

舰载机市场近百亿美元。若以 0.5 亿美元的三代、三代半战机单价计算，单艘航母战机价值量约为 30 亿美元。预计 10 年内我军将有 3~4 艘航母下水，带来近 200 架舰载战机需求，相应市场空间近 100 亿美元。随着相关技术的进步，预计后下水航母将采取核动力推进+电磁弹射技术，吨位将接近美军尼米兹级，搭载舰载机数量将更多，舰载机需求得到进一步放大。

图 8：美国航母舰载机蒸汽弹射起飞

图 9：美国尼米兹级核动力航母



资料来源：百度图片，东兴证券研究所



资料来源：百度百科，东兴证券研究所

3. 公司核心军品资产未来有望量价齐升

1.7 公司未来装备增量看点在歼-16 和歼-31

沈飞集团的主要军机型号包括三代战机歼 11 系列、三代半战机歼 16 和四代机歼 31。

歼 16 解析：

目前已经批量列装的三代半战机歼 16 性能较强，是一种对地对海的高性能歼击轰炸机，我们认为，歼 16 将是三代机中需求量最大的，要逐步全面替换二代半的歼轰 7，而未来需求潜力较大的电子战飞机预计也会选择以歼 16 为平台，歼 16 有望发挥差异化优势持续获得可观的需求订单。

歼-16 是我国为适应空军战略转型需要而自行研发的新型多用途双座双发重型战斗机，它可以在同一平台上通过携带不同的机载武器执行高强度对空、对地、对海作战任务，具有较强的超视距空战能力和对海对地打击能力，是夺取制空权和协同作战的重要力量。作为一种理想的中远程作战平台，它在整体技术和作战能力方面达到了四代半战斗机的水平，是歼轰 7 系列、苏 30MKK/MK2 系列和早期引进的苏-27SK/UBK 系列的理想替代者。

首先，从机型定位上来看，**歼-16 可谓是一款万金油型的多用途战斗机**。根据不同的武器挂载，歼-16 可以承担夺取制空、对地轰炸、对海攻击、摧毁防空系统等多重作战任务。与以往偏重防守的战斗机不同，歼-16 是中国空军未来“攻”出去的核心力量，是中国空军从“国土防空”向“攻防兼备”进行战略转型的重要载体。

其次，从飞机性能上来看，**歼-16 是一款大航程、高机动性的重型战斗机**。歼-16 采用两台国产 WS-10B 发动机，该发动机单台推力高达 14 吨，使得歼-16 的作战半径长达 1500 公里，此外，歼-16 还可以进行空中加油，这些都足以支撑这款大航程战斗机进行中远程打击、远海攻击等作战任务。歼-16 是在歼-11 的气动布局基础上，大面积应用复合材料并加强机身结构而衍生出来的机型，它继承了苏-27 系列战斗机的泼辣风格。

关于未来歼-16的规模预测，我们认为即使歼-20已经服役，未来歼-16仍将大批量生产装备空军。理由如下：歼-20是空优战斗机，主要任务是夺取制空权，巩固对日韩等周边国家的空中优势。歼-20的内置弹舱无论是在载弹量还是武器类型上都有限制，这点正是歼-16的优势所在，歼-16的外置挂架可以挂载我国现役各型导弹，突出的挂载能力使其获得“炸弹卡车”的美誉。当前东部战区和西部战区各有一个航空兵旅共4个飞行大队装备了歼-16，推测目前已有48架歼-16列装部队。从替换空间来看，苏-30MKK入列已有18年，其雷达、航电等已不能适应当前乃至今后的作战需求，歼轰-7也暴露出机型老化、航程不足等问题。将来歼-16主要用来替代这100架左右的苏-30和200多架歼轰-7，替换空间为300多架。

图 10：歼-16 战斗机机载武器详解



资料来源：新浪军事，东兴证券研究所

歼

歼-31 解析：

歼-31（鹞鹰）是沈飞研制的第五代单座双发中型隐身战斗机，它采用外倾双垂尾、全动平尾的常规气动布局，两侧布置大S弯进气道，装配两台 RD-93/WS-13 发动机（后期换装国产先进中推 WS-19），拥有较强的机动性能。

歼-31 注重空战能力，兼顾对地对海攻击，其内置武器数量类似于 F-35，可以携带 4 枚霹雳-15 中距空空导弹进行对空作战，也可以携带两枚霹雳-15 中距空空导弹加上两枚精确制导空地导弹进行对地对海攻击。

官媒改“FC-1”称为“歼-31”。据央视网报道，2018年3月11日，中国航空工业集团宣布，在今年11月6到11日举行的第12届珠海航展上，将力推两型五代机联合登场，备受全球关注的“20系列”高端航空装备有望集体公开亮相，部分军贸明星装备也将悉数登场，全面展示中国航空工业自主研制先进航空装备的实力，彰显迈向

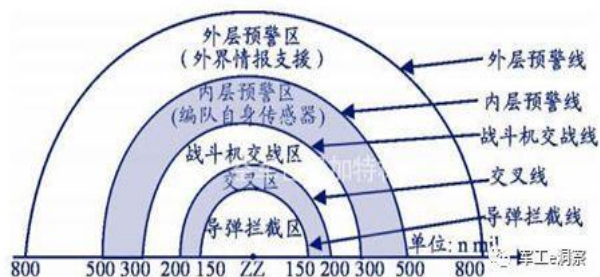
新时代航空强国的强劲实力。此外，沈飞这款五代机在官媒的口中已经由“FC-1”变成“歼-31”，这一名称的改变明确透露出歼-31的定位绝不仅仅是一款外贸机，我国军方也会装备，甚至会优先在国内装备，以形成示范效应。

歼-31 可有效覆盖警戒半径。在现代航母战斗群中，舰载战斗机主要承担舰艇防空圈与舰载预警机预警圈之间的部分，歼-31 的作战半径为 1250 公里（675 海里），完全可以覆盖这部分。

歼-31 改造难度更小。舰载机在降落时为了防止挂不住拦阻索而冲进海里，一般会带着一定的速度降落在甲板上，这样即便挂不住还有机会马上复飞。因此，舰载机在着舰时会承受很大的冲击，陆基版的飞机在上舰时要对起落架、机身结构进行加固，显然，这方面歼-20 的改造难度要大一些。此外，不论是歼-20 还是歼-31，最终上舰时都要改成折叠式机翼，歼-20 的大三角翼构型使得折叠机构的重量和复杂程度都将超过歼-31。我们测算，假设折叠宽度是 8 米（歼-15 的折叠宽度），歼-31 机翼折叠部分的长度为 3.5 米，歼-20 则为 4.5 米，且襟翼需要切成两段。

我们预测，如果歼-31 上舰，未来我国双航母战斗群可能需要 80-90 架歼-31，还不包括外贸出口订单。

图 11：全球军用飞机保有数量前十国家



资料来源：军工 e 洞察，东兴证券研究所

图 12：歼-31 和歼-20 尺寸对比



资料来源：军工 e 洞察，东兴证券研究所

1.8 军品定价改革有望提升主机厂盈利水平

我国军工行业总装类上市公司的净利率低于分系统公司。我国目前总装类军工上市公司的平均净利率大致在 2.2% 左右，分系统类军工上市公司平均净利率 6.9%，总装类公司利润水平低于分系统公司。但是，总装类产品，如飞机，装配工艺要求高、装配过程复杂、周期长，产品复杂度并不比分系统公司低，利润水平不应明显低于分系统类公司。

总装类、分系统公司都有利润水平较高的民品，排除民品因素，我们认为军方采购总装类产品很多属于单一来源方式采购，并按照成本加成的方式定价，一定程度上影响了总装类公司的利润水平。而分系统类公司很多产品是给总装类公司配套（当然军方

采购备件除外)，或者产品不属于单一来源采购，没有采取成本加成定价。

表 4：军品采购的主要方式

| 方式 | 说明 | 使用 |
|-------|--|--|
| 公开招标 | 以公开方式邀请不特定的承制单位投标的采购方式 | 对那些采购金额达到一定的限度以上、通用性强的非保密项目。 |
| 邀请招标 | 以投标邀请书的方式邀请两个以上的承制单位投标的采购方式 | 适用于采购金额达到一定的限额标准以上、符合下列情形之一的装备采购项目： (1)涉及国家和军队安全、有保密要求不适宜公开招标采购的； (2)采用公开招标方式所需时间无法满足需要的； (3)采用公开招标方式的费用占装备采购项目总价值的比例过大的。 |
| 竞争性谈判 | 直接邀请两个以上的承制单位就采购事宜进行谈判的采购方式 | 适用于采购金额达到一定的限额标准以上、符合下列情形之一的装备采购项目： (1)招标后没有承制单位投标或者没有合格标的； (2)采用招标方式所需时间无法满足要求的； (3)因技术复杂或者性质特殊，不能确定详细规格或者具体要求的； (4)不能事先计算出价格总额的。 |
| 单一来源 | 向独家承制单位采购并对装备状态、价格进行协商的采购方式 | 适用于下列情形之一的装备采购项目： (1)只能从唯一装备承制单位采购的； (2)在紧急情况下不能从其他装备承制单位采购的； (3)为保证原有装备采购项目的一致性或者服务配套的要求，必须继续从原装备承制单位采购的。 |
| 询价 | 对三家以上的承制单位提供报价进行比较，以符合采购需求且报价最低的原则，确定承制单位的采购方式 | 适用于采购金额在规定的限额标准以下、通用性强不需要保密，且符合下列情形之一的装备采购项目： (1)通用性强，规格、标准统一，货源充足的； (2)价格变化幅度较小的。 |

资料来源：中国知网、东兴证券研究所

我们认为军品定价改革将使总装类公司最受益。首先，军方通过单一来源合同订购总装类公司的绝大多数军品，严格执行成本加成定价和审价。改革后设定的激励机制，总装类公司应容易收益，以促使总装类公司未来降低成本、提升效率和质量、缩短生产周期。其次，分系统公司产品主要是给总装类公司配套，定价本来就较为灵活，也有一部分军品是军方直接采购作为备件的，但相比数量有限。

因为有军品定价改革预期溢价，总装类公司高估值有其合理性。军品定价改革的直接效果是军工企业潜在盈利能力的释放，潜在盈利能力可以参考国外军工企业 5%-10% 净利率水平。这种估值方法直接依据各公司营业收入，拉平了各个公司的管理效率、不同产品的利润水平，给出备考 PE。备考 PE 对于单个公司的估值误差较大，但对于总装类军工企业有衡量价值，固定利润限制因素消除后，按照现阶段股价，行业的备考 PE 水平（取 7% 净利率下）处在 50 倍以下。

我们认为，2018 年已正式进入军工体制市场化改革和军民融合深度发展的落地攻坚

阶段，改革后军工总装类产品将理顺价格形成机制和成本费用归集制度，促进企业加强成本管理，消除部分财务限制，释放利润空间。参考国外军工企业 5%-10%净利率水平，长期来看，公司的净利润水平亦有望在收入规模不变的情况下释放 1 倍的业绩弹性。

4. 盈利预测及估值

我们认为，公司作为我国目前唯一的战斗机总装平台，未来将充分受益于先进武器装备大量供给状态的出现，其中既包括老机型的替换，也包括新机型的转批产。而沈飞集团业绩已经连续两年处于高增长区间，公司的主力型号歼 11 系列、歼 15 和歼 16 或已迎来型号交付高峰，同时，公司毛利率有所提升，或由于交付型号结构有所变化。

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 241.88 亿元/301.56 亿元/371.29 亿元，归母净利润分别为 8.94 亿元/11.41 亿元/14.41 亿元；EPS 分别为 0.64 元/0.82 元/1.03 元，对应当前股价 PE 分别为 64X/50X/39X。目前市值对应 PS 估值 2.35 倍，考虑到公司目前防务平台的排他地位，给予 2.5 倍 PS，目标市值为 605 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

表 5：可比上市公司估值水平

| 代码 | 公司名称 | 4.20 收盘价 | EPS | | | PE | | | PS | | |
|-----------|------|-------------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|
| | | | 18E | 19E | 20E | 18E | 19E | 20E | 18E | 19E | 20E |
| 600760.SH | 中航沈飞 | 40.63 | 0.64 | 0.82 | 1.03 | 63.48 | 49.55 | 39.45 | 2.35 | 1.88 | 1.53 |
| 600967.SH | 内蒙一机 | 14.25 | 0.33 | 0.41 | 0.50 | 43.18 | 34.76 | 28.50 | 1.78 | 1.48 | N.A |
| 600038.SH | 中直股份 | 51.50 | 0.97 | 1.24 | 1.47 | 53.09 | 41.53 | 35.03 | 2.10 | 1.76 | 1.53 |
| 600893.SH | 航发动力 | 28.56 | 0.52 | 0.59 | 0.70 | 54.92 | 48.41 | 40.80 | 2.68 | 2.49 | 2.25 |
| 000768.SZ | 中航飞机 | 19.24 | 0.23 | 0.28 | 0.35 | 83.65 | 68.71 | 54.97 | 1.36 | 1.09 | 0.89 |

资料来源：Wind 东兴证券研究所

5. 风险提示

空军装备列装速度不及预期；民品市场开拓差于预期。

表 6: 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 |
| 流动资产合计 | 931 | 20158 | 34439 | 54249 | 78539 | 营业收入 | 1154 | 19459 | 24188 | 30156 | 37130 |
| 货币资金 | 300 | 9247 | 17087 | 31611 | 49619 | 营业成本 | 1089 | 17608 | 21954 | 27352 | 33662 |
| 应收账款 | 35 | 1756 | 1988 | 2479 | 3052 | 营业税金及附加 | 10 | 49 | 73 | 106 | 149 |
| 其他应收款 | 90 | 14 | 18 | 22 | 27 | 营业费用 | 49 | 35 | 60 | 90 | 130 |
| 预付款项 | 88 | 1168 | 2515 | 4192 | 6257 | 管理费用 | 93 | 1018 | 1294 | 1628 | 2024 |
| 存货 | 237 | 7920 | 10826 | 13489 | 16601 | 财务费用 | 34 | 34 | -116 | -234 | -397 |
| 其他流动资产 | 171 | 49 | 17 | -23 | -69 | 资产减值损失 | 2.89 | 14.02 | 14.02 | 14.02 | 14.02 |
| 非流动资产合计 | 768 | 6232 | 5787 | 5481 | 5150 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 229 | 472 | 472 | 472 | 472 | 投资净收益 | 63.89 | 108.82 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 固定资产 | 345.10 | 2861.07 | 4054.18 | 3817.01 | 3543.10 | 营业利润 | -60 | 788 | 1009 | 1299 | 1648 |
| 无形资产 | 138 | 1015 | 934 | 865 | 809 | 营业外收入 | 89.28 | 26.02 | 34.00 | 32.00 | 30.00 |
| 其他非流动资产 | 14 | 61 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 9.43 | 5.12 | 5.12 | 5.12 | 5.12 |
| 资产总计 | 1699 | 26389 | 40226 | 59730 | 83689 | 利润总额 | 20 | 808 | 1038 | 1326 | 1673 |
| 流动负债合计 | 1069 | 18000 | 30932 | 49401 | 72055 | 所得税 | 1 | 105 | 138 | 178 | 223 |
| 短期借款 | 500 | 219 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 19 | 704 | 900 | 1149 | 1450 |
| 应付账款 | 162 | 5604 | 3007 | 3747 | 4611 | 少数股东损益 | -8 | -3 | 6 | 7 | 9 |
| 预收款项 | 59 | 11069 | 24755 | 41818 | 62827 | 归属母公司净利润 | 28 | 707 | 894 | 1141 | 1441 |
| 一年内到期的非 | 100 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 167 | 2285 | 1396 | 1576 | 1762 |
| 非流动负债合计 | 58 | 1082 | 1177 | 1177 | 1177 | EPS (元) | 0.08 | 0.51 | 0.64 | 0.82 | 1.03 |
| 长期借款 | 0 | 450 | 450 | 450 | 450 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 1126 | 19082 | 32108 | 50578 | 73231 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 133 | 174 | 180 | 188 | 197 | 营业收入增长 | -31.96% | 1585.60% | 24.30% | 24.68% | 23.12% |
| 实收资本(或股 | 345 | 1397 | 1397 | 1397 | 1397 | 营业利润增长 | -83.94% | -1422.52% | 28.08% | 28.80% | 26.85% |
| 资本公积 | 576 | 6069 | 6069 | 6069 | 6069 | 归属于母公司净利润 | 26.48% | 27.65% | 26.48% | 27.65% | 26.26% |
| 未分配利润 | -496 | -363 | 424 | 1428 | 2696 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 439 | 7133 | 7922 | 8949 | 10245 | 毛利率(%) | 5.66% | 9.51% | 9.24% | 9.30% | 9.34% |
| 负债和所有者权 | 1699 | 26389 | 40226 | 59730 | 83689 | 净利率(%) | 1.69% | 3.62% | 3.72% | 3.81% | 3.90% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | | 3.82% | 1.63% | 2.68% | 2.22% | 1.91% | |
| | | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | | | | | | 6.32% | 9.91% | 11.28% | 12.75% | 14.06% | |
| 经营活动现金流 | 133 | 3266 | 7908 | 14523 | 17850 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 19 | 704 | 900 | 1149 | 1450 | 资产负债率(%) | 66% | 72% | 80% | 85% | 88% |
| 折旧摊销 | 192.72 | 1462.97 | 0.00 | 417.16 | 423.91 | 流动比率 | 0.87 | 1.12 | 1.11 | 1.10 | 1.09 |
| 财务费用 | 34 | 34 | -116 | -234 | -397 | 速动比率 | 0.65 | 0.68 | 0.76 | 0.83 | 0.86 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -232 | -491 | -573 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 13686 | 17063 | 21009 | 总资产周转率 | 0.54 | 1.39 | 0.73 | 0.60 | 0.52 |
| 投资活动现金流 | -112 | -331 | 28 | -119 | -94 | 应收账款周转率 | 12 | 22 | 13 | 14 | 13 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 2.79 | 6.75 | 5.62 | 8.93 | 8.88 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 101 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 64 | 109 | 100 | 100 | 100 | 每股收益(最新摊薄) | 0.08 | 0.51 | 0.64 | 0.82 | 1.03 |
| 筹资活动现金流 | 70 | 1686 | -97 | 120 | 253 | 每股净现金流(最新 | 0.26 | 3.31 | 5.61 | 10.40 | 12.89 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 1.27 | 5.11 | 5.67 | 6.40 | 7.33 |

| | | | | | | | | | | | |
|--------|----|------|------|-------|-------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 1052 | 0 | 0 | 0 | P/E | 507.88 | 79.67 | 63.51 | 49.75 | 39.40 |
| 资本公积增加 | 18 | 5492 | 0 | 0 | 0 | P/B | 31.91 | 7.96 | 7.17 | 6.34 | 5.54 |
| 现金净增加额 | 90 | 4621 | 7840 | 14524 | 18008 | EV/EBITDA | 85.55 | 21.09 | 28.76 | 16.25 | 4.31 |

资料来源：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

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

张高艳

张高艳，清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

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。