

中航沈飞系列报告之二：从成飞发展看沈飞

2018年06月10日

强烈推荐/维持

中航沈飞

事件点评

——中航沈飞（600760）事件点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张高艳	执业证书编号：S1480116080036
	Email: Zhanggy_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 021-25102859
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

沈飞和成飞是我国两个重要的战斗机研制生产基地，沈飞的前身是创建于1951年的国营112厂，成飞的前身是创建于1958年的国营132厂，后者是为了引入竞争机制而从前者剥离部分技术人员成立的。60多年来，沈飞和成飞在竞争中携手奋进，为我国航空装备的发展做出了重大贡献。

观点：

➤ 一、二代机时期：成飞在沈飞扶持下成长

1956年7月19日，由沈飞参照苏联米格-17F型战斗机研制的歼-5首飞成功，标志着我国航空工业跨入喷气时代。1956年9月，歼-5开始投入批量生产，1959年5月，沈飞停止生产歼-5，开始全面生产新机型歼-6，而歼-5的全套图纸则交给彼时刚刚创建的成飞，成飞在歼-5的基础上研制了歼-5甲（从昼间歼击机到全天候歼击机的改型）和歼教-5（教练机）。歼-5系列飞机总共生产了1994架，其中，沈飞生产的歼-5共767架，成飞生产的歼-5甲和歼教-5共1227架，可以说，歼-5是成飞的“发家机”。

如果说成飞靠歼-5“发了家”，那么歼-7就让成飞“致了富”。歼-7是沈飞基于苏联米格-21测绘仿制而来的，由于中苏关系交恶，歼-7在研制成功之后不久，就全面交由大后方的成飞和贵飞来生产了，成飞在歼-7基础上衍生出了歼-7I、歼-7II、歼-7III、歼-7E、歼-7M、歼-7G等十余种型号，出口到了包括美国在内的十余个国家，为成飞带来了不菲的外汇收入。

我国对于歼-7的改进有两种思路：歼-7的小改型就是将歼-7机身放大，由单发改成双发，即歼-8；歼-7的大改型仍然采用单发，但是由涡喷改成了涡扇，进气道也由机头进气改成两侧进气，即歼-9。歼-8与歼-9是同期立项、平行研制的两个项目，分别由沈飞和成飞负责。歼-8虽历经波折，但最终项目落地，还衍生出了歼-8II；而歼-9就没那么幸运了，军方的要求一改再改，歼-9的设计方案一变再变，从歼-9IV的三角翼布局，到歼-9V的无尾翼布局，再到歼-9VI的鸭翼布局，三次立项三次下马，最终夭折。

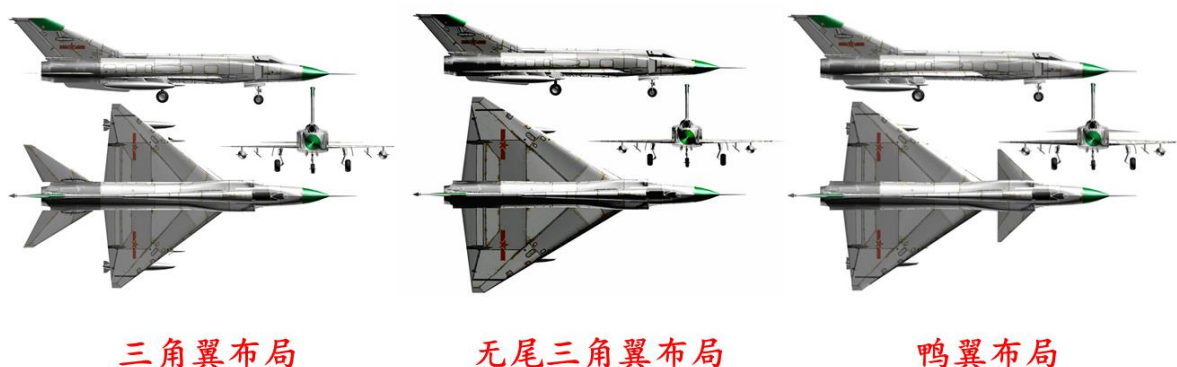
图 1：沈飞研制的歼-5 和歼-7 让成飞发家致富



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

我国对于歼-7 的改进有两种思路：歼-7 的小改型就是将歼-7 机身放大，由单发改成双发，即歼-8；歼-7 的大改型仍然采用单发，但是由涡喷改成了涡扇，进气道也由机头进气改成两侧进气，即歼-9。歼-8 与歼-9 是同期立项、平行研制的两个项目，分别由沈飞和成飞负责。歼-8 虽历经波折，但最终项目落地，还衍生出了歼-8 II；而歼-9 就没那么幸运了，军方的要求一改再改，歼-9 的设计方案一变再变，从歼-9 IV 的三角翼布局，到歼-9 V 的无尾翼布局，再到歼-9 VI 的鸭翼布局，三次立项三次下马，最终夭折。

图 2：歼-9 方案一改再改



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

➤ 三代机时期：自主研制与仿制创新

上世纪七八十年代，欧美航空强国的三代机纷纷服役，八十年代末九十年代初，我国的成飞与沈飞也开始双双布局三代机。不过，两家的路线有所不同，沈飞的重型三代机歼-11 系列走的是“引进仿制再创新”的路子（详见二论中航沈飞：历史上两次业绩高峰），而成飞的中型三代机歼-10 则是完全自主研发。

上文中提到，歼-9 是我国在航空科技水平有限、工业基础薄弱的情况下，试图追赶国际先进军机指标的一次尝试，但指标定得过高，项目最终下马。不过，歼-9 并没有因此而销声匿迹，歼-9 VI 对于鸭翼布局

的探索为之后歼-10的成功研制奠定了重要的技术基础。从某种意义上讲，歼-9相当于为歼-10作了一次技术预研。

成飞和沈飞砥砺前行、携手奋进，共同填补了我国中型三代机和重型三代机的空白，不过它们并没有沾沾自喜、止步不前，而是继续创新、再攀新高，将歼-10A、歼-11A/B等三代机升级为性能更为强悍的歼-10C、歼-16等三代半战机。

图 3:歼-10C 和歼-16 战机



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

值得一提的是，成飞还跟巴基斯坦共同投资研制了一款准三代战机——FC-1“枭龙”（巴方称 JF-17‘雷电’），该机是我国首次以整机技术出口方式授权境外生产的机型，已批量装备巴基斯坦空军，另外有多个国家有购买意向。

➤ 四代机时期：成飞占得先机

1997年9月7日，由美国研制的世界上第一款四代机 F-22 成功首飞，成飞迅速跟进，立项研制四代机，2011年1月11日，歼-20 成功首飞，我国成为继美俄之后第三个掌握四代机技术的国家，就在一年多之后的2012年10月31日，沈飞研制的歼-31也圆满完成了首飞，我国成为继美国之后第二个同时研制两种四代机的国家。

2016年下半年，歼-20正式进入空军序列，首先装备了空军试训基地。2018年2月9日，空军新闻发言人称歼-20已经开始列装空军作战部队。2018年5月9日，空军新闻发言人称歼-20已经出海，开展了首次海上方向实战化军事训练。

与三代机时期相反，成飞在重型四代机研制中占得先机，而起步较晚的沈飞将目光投向了中型四代机，其研制的歼-31 凭借超高的性价比可能会成为外贸市场上的宠儿。此外，歼-31 凭借相对较小的体积和空重，还可能会成为我国下一代舰载隐身战斗机的首选。相比于重型战斗机，中型战斗机起飞、着舰、调度更容易，航母上容纳架数更多，出勤架次更高，而这正是决定航母战斗力的关键因素。

图 4:歼-11 系列战机



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

➤ 无人机时代：沈飞仗“剑”走天涯

第一架无人机的发明距今已有 100 多年的历史，长期以来，无人机主要作为靶机来使用。上世纪九十年代之后，西方国家充分认识到无人机在战争中的作用，开始竞相把高新技术应用到无人机的研制与发展上来，无人机的功能也由靶机、战术侦察向战略侦察、电子对抗、火力打击等方面拓展，比如美国就研制了 MQ-1“捕食者”、MQ-9“死神”等察打一体无人机，以及 RQ-4“全球鹰”战略侦察无人机、X-47B 舰载隐身无人机、MQ-25 舰载无人加油机等各种形式的军用无人机。

我国的军用无人机研制起步较晚，但发展势头迅猛，已经研制出“彩虹”、“翼龙”、“翔龙”、“利剑”、“暗剑”、“云影”、“神雕”等多个型号。

成飞的“龙”系列比较保守，对标 MQ-1 的“翼龙”侧重侦察并具备一定的打击能力，对标 RQ-4 的“翔龙”主要用于战略侦察。而沈飞的“剑”系列则相对比较激进，“利剑”采用飞翼布局和内置弹舱，与美国 X-47B、法国“神经元”、英国“雷神”并称为全球四大隐身无人攻击机，一同占领着当今军用无人机技术的制高点；“暗剑”创新性地采用了三角形升力体机身加后掠翼鸭式布局，它的设计有别于西方主流的无人机发展趋势，极有可能会成为第一款能够超音速巡航的无人攻击机。

回顾 60 多年的发展历史，沈飞和成飞在扶持、竞争、互补中成长，尤其是在三代机、四代机的研制过程中，无形之中形成了“一方负责中型机、另一方负责重型机”的格局，使得我国航空装备体系更加完善，这样良性竞争的发展环境也必将促使两家公司的业绩继续双双走强。

图 5:歼-11 系列战机



翼龙

利剑

翔龙

暗剑



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

结论：

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，同比增长 26.48%/27.65%/26.26%；EPS 分别为 0.64 元/0.82 元/1.03 元，对应当前股价 PE 分别为 59X/46X/36X。目前市值对应 PS 估值 2.18 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。

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。

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	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	1.63%	2.68%	2.22%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	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					
预收账款增加	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	508	80	59	46	36
资本公积增加	18	5492	0	0	0	P/B	31.91	7.96	6.65	5.88	5.13
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

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张高艳

清华大学工学硕士，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，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

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。