

# 洛马的今天 沈飞的明天

## ——中航沈飞（600760）深度报告

2019年02月28日

强烈推荐/维持

中航沈飞

深度报告

### 报告摘要：

洛克希德·马丁公司主要以航空航天、导弹、设备系统为优势产业。目前公司下设4大部门：航空、航天、导弹火控、任务系统及培训，代表军品有F-35闪电战斗机、F-22猛禽战斗机、黑鹰直升机系列、C-130大力神运输机系列等。

洛马公司的收入主要依赖美国政府的国防预算以及每年和国防部签订合同的数额，2017年公司69%的收入来自美国政府，30%来自国际军方客户，1%来自商用及其他。2017年公司营业收入为510亿美元，净利润为38亿美元，分别同比增长8%、2.23%。

洛马公司两大战略决策可为沈飞提供借鉴价值。第一，聚焦主业，通过兼并重组来增强核心业务。同时，完整研发体系加充足研发费用，助力洛马引领技术创新前沿。第二，国际化助洛马增长，近年来出口业务增长亮眼。一方面，沈飞可以加强与国外政府的合作，通过建立战略关系或达成合作协议，与国外进行某些项目的联合研制或成立合资公司。另一方面，沈飞可以灵活借力资本市场，通过兼并收购来迅速获得技术和市场。

沈飞明后两年将进入历史最好发展阶段。公司基本面良好，产品方面，歼11D实现复产，公司最新主力机型歼15和歼16的交付或已进入正式审定价执行阶段，通常情况下审定价格高于暂定价格，后续价差补偿有望加速业绩释放。而随着歼31立项工作的推进，研制进度有望加速突破。公司未来还将充分受益于军品定价机制改革，业绩弹性可期。与此同时，股权激励计划的推出，显示公司对于未来中长期发展信心充足。

**盈利预测：**我们预计公司2018-2020年营业收入分别为216.54亿元/245.80亿元/282.27亿元，归母净利润分别为8.13亿元/10.00亿元/12.16亿元，同比增长15.48%/22.89%/21.54%；EPS分别为0.58元/0.72元/0.87元，对应当前股价PE分别为60X/49X/40X。目前市值对应PS估值1.87倍，考虑到公司目前防务平台的排他地位，给予2.5倍PS，目前市值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。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1154	19459	21654	24580	28227
增长率(%)	-31.96%	1585.60%	11.28%	13.51%	14.84%
净利润(百万元)	19	704	813	1000	1216

### 陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517080001

### 王习

010-66554034 Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518010001

### 研究助理: 张卓琦

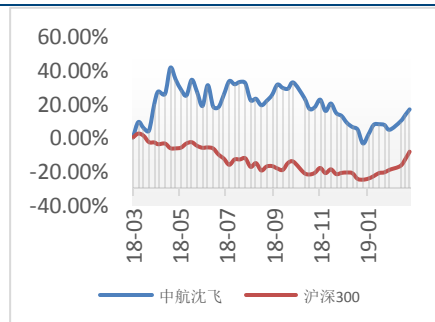
010-66554018 Zhangzq\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480117080010

### 交易数据

52周股价区间(元)	16.30-34.72
总市值(亿元)	170.52
流通市值(亿元)	165
总股本/流通股(非限售)	838/810
(百万股)	
流通B股/H股(万股)	

### 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、《中航沈飞事件点评：歼-11D再试飞，守得云开见月明》2018-11-27
- 2、《中航沈飞年报点评：业绩保持快速增长，均衡生产效果明显》2018-10-20

增长率 (%)	1.69%	3.62%	3.75%	4.07%	4.31%
净资产收益率 (%)	6.32%	9.91%	10.39%	11.46%	12.37%
每股收益(元)	0.08	0.51	0.58	0.72	0.87
PE	441.50	69.25	60.47	49.20	40.48
PB	27.74	6.92	6.29	5.64	5.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

---



## 目录

<b>1. 聚焦主业，兼并重组助力军工龙头</b> .....	<b>3</b>
1.1 聚焦主业，通过兼并重组来增强核心业务 .....	3
1.1.1 洛马公司早期发展历史 .....	3
1.1.2 冷战后兼并重组造就航空航天最大龙头 .....	3
1.1.3 合并后不断剥离或整合非核心业务 .....	4
1.2 完整研发体系加充足研发费用，助力洛马引领技术创新前沿 .....	5
1.2.1 多层次研发体系协同创新，引领未来科技发展 .....	5
1.2.2 高额研发资金投入，多来源资助支撑技术创新 .....	7
1.3 沈飞的核心业务及研发 .....	8
<b>2. 国际化战略，为洛马提供更大增长空间</b> .....	<b>9</b>
2.1 国际化助洛马增长，近年来出口业务增长亮眼 .....	9
2.2 洛马国际化历程回顾极其战略分析 .....	11
2.3 沈飞如何借鉴洛马，歼-31 为沈飞未来国际化提供广阔前景 .....	12
<b>3. 飞机中的战斗机，均衡生产效果显著</b> .....	<b>13</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 表格目录

<b>表 1：1992 年至今洛马公司主要兼并重组事件</b> .....	<b>4</b>
<b>表 2：洛马公司内部研发体系</b> .....	<b>5</b>
<b>表 3：1995 年至今洛马公司国际化进程回顾</b> .....	<b>12</b>
<b>表 4：公司盈利预测表</b> .....	<b>15</b>

## 插图目录

<b>图 1：冷战后美国军费开支大幅下降</b> .....	<b>3</b>
<b>图 2：奥姆工厂参与研发的代表军品极其特点</b> .....	<b>6</b>
<b>图 3：1993-2017 年洛马公司自筹研发支出占营收比例</b> .....	<b>7</b>
<b>图 4：2017 年沈飞收入构成</b> .....	<b>8</b>
<b>图 5：2016-2018 年沈飞研发支出占比</b> .....	<b>8</b>
<b>图 6：全球军工巨头近年来战斗机业务/航空部门收入持续下滑</b> .....	<b>9</b>
<b>图 7：1999-2017 年美国军费支出与洛马营收</b> .....	<b>10</b>
<b>图 8：2001-2017 年洛马公司国际化收入占比</b> .....	<b>10</b>
<b>图 9：中航沈飞营业收入及增速（单位：亿元）</b> .....	<b>14</b>
<b>图 10：中航沈飞净利润及增速（单位：亿元）</b> .....	<b>14</b>

## 1. 聚焦主业，兼并重组助力军工龙头

### 1.1 聚焦主业，通过兼并重组来增强核心业务

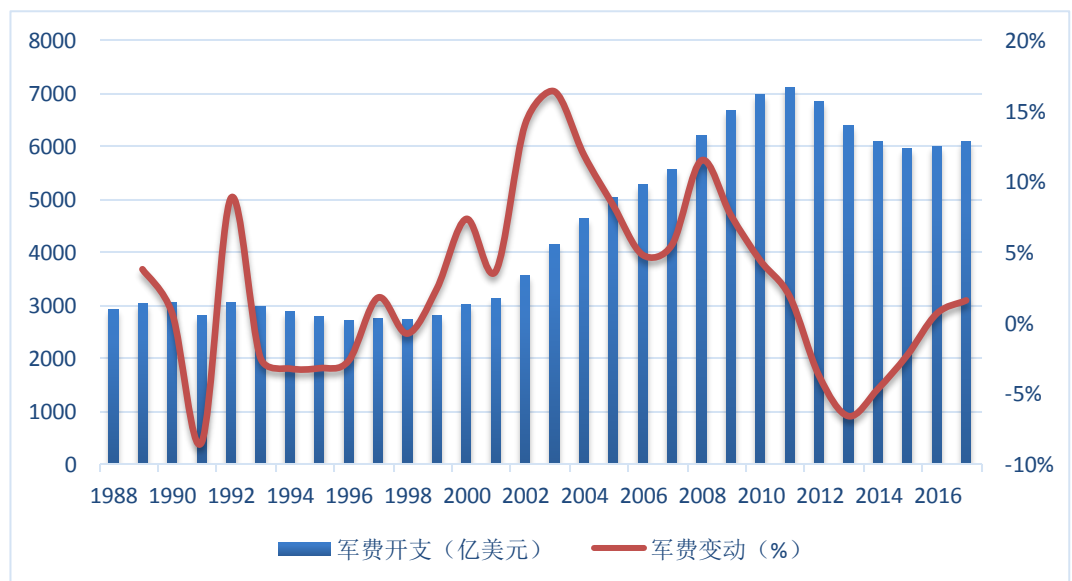
#### 1.1.1 洛马公司早期发展历史

洛马公司创立之初为民用飞机公司，但随着二战爆发很快参与了军机的研制和生产，通过自行研发设计的 P-38 闪电型战斗机，获得当时美国政府大量的军火采购订单，迅速发展成为美国军工企业中的前列。战后洛马公司曾尝试开辟军、民两条发展线，例如在 1960 年代，洛马公司着手研制 L-1011 三星宽体民航客机，由于其发动机采用了劳斯莱斯研制的 RB211 引擎，然而劳斯莱斯由于发动机高昂的研发费用破产，导致 L-1011 推出市场的时间被迫延迟，这也直接导致了 L-1011 在于其性能相似的 DC-10 的竞争中失败，销量很少。在此之后，洛克希德宣告放弃客机市场，全力争取军用市场。

#### 1.1.2 冷战后兼并重组造就航空航天最大龙头

上世纪 90 年代，在美国赢得冷战后，美国政府开始大幅削减防务支出，同时 NASA 和民用航空在新机型采购上的支出也大幅下降，这在军火商中造成了毁灭性的冲击，据估算当时的 12 万军火企业中只有 1/4 存活了下来，其他都停止了军火生意或与其他公司合并。同时，美国政府开始主导军工行业的去产能行动，通过出台多项措施来促进军工企业的兼并重组，提升行业集中度。

图 1：冷战后美国军费开支大幅下降



资料来源：SIPRI，东兴证券研究所

为了应对当时行业的巨变，洛马对自身几乎进行了改头换面式的变革和重组：

(1) 为了增强自身的核心业务，洛克希德公司于 1993 年 3 月收购了通用动力的战斗机业务，将当时最畅销的 F-16 机型收于旗下，成为当时美国战斗机领域实力最为雄厚的公司。同时，马丁·玛丽埃塔公司分别于 1992 年和 1993 年收购了通用电气的宇航业务和通用动力的空间系统业务，进一步扩大自身在火箭、卫星和航天飞机领域的领先优势。在这些收购完成之后，马丁公司和洛克希德公司一跃成为 1994 年全美排名前二的航空航天公司。

(2) 为了进一步增强竞争政府航天合同的能力，降低成本，1995 年，洛克希德公司与马丁公司宣布合并，并确定将航空、航天、全球通讯、系统集成、技术服务作为核心业务，于是在 1995 年 10 月购买了通用电气的飞机发动机业务，在 1996 年 1 月购买了 Loral 公司，发展自己的防务电子和系统集成业务，在此期间洛马公司总共吸收或合并了 17 家军火企业或相关业务。通过这些合并，洛马成为美国国防部，能源部和 NASA 第一大军火供应商，并成为世界领先的战斗机、卫星和宇宙飞船制造企业。

### 1.1.3 合并后不断剥离或整合非核心业务

合并后的洛马公司对非核心业务进行了剥离，1996 年出售了原马丁公司的战车及火炮业务以及材料部门，在收购 LORAL 公司后出售了其测量与控制系统分部。在之后的发展中，洛马又相继出售了自己的航空电子系统业务、卫星通讯业务、信息系统与全球解决方案业务等，在整合业务的同时也为洛马提供了充足的现金流。

同时，洛马始终坚持巩固和发展自身在航空、航天、导弹等核心军品领域的竞争优势。例在 2012 年将原先的空间与导弹部门拆分为空间系统部门和导弹与火控部门。2003 年购买了 Leigh 公司，其主营业务为战斗机、无人机和导弹。2015 年，洛马公司以 90 亿美元全资收购西科斯基飞机公司，将其全球闻名的“黑鹰”直升机系列纳入旗下。在随后几年里，“黑鹰”直升机为洛马公司提供了巨大的增长空间，并且使得洛马公司在直升机领域也具备了极强的竞争力，形成军机领域的全谱系竞争优势。

表 1：1992 年至今洛马公司主要兼并重组事件

M&A 公告时间	M&A 完成时间	行为	M&A 标的	M&A 战略意图	金额
2016/1/26	2016/8/16	出售	信息与政府服务部门	与 LEIDOS 控股合并	4130
2015/7/20	2015/11/6	购买	Sikorsky Aircraft Corp.	黑鹰直升机	9000
2004/8/16	2005/1/28	出售	Intelsat	电子通信系统	5000
2003/3/11	2003/3/11	购买	Leigh Aerosystems Corp	战斗机&导弹&无人机	-
2001/7/19	2001/8/24	出售	IMS Corp.	计算机硬件服务	825
2000/7/13	2000/11/27	出售	宇航电子系统业务		1670
1998/9/20	2000/8/3	购买	COMSAT Corp.	卫星通讯服务	3125
1996/11/7	1996/12/31	出售	战车和火炮业务	剥离非核心业务	450
1996/1/7	1996/4/23	购买	Loral Corp.	发展防务电子和系统集成	8190

1995/10/13	1995/10/13	购买	General Electric Co./飞机发动机业务	发动机制造、控制技术	-
1994/8/30	1995/3/16	购买	Martin Corp.	巨头合并，全面增强	-
1993/12/23	1994/5/3	购买	General Dynamics Co. / 空间系统业务	增强空间系统集成业务	-
1992/12/10	1993/3/2	购买	General Dynamics Co. / 战斗机业务	增强战斗机业务	-
1992/11/24	1993/4/8	购买	General Electric Co. / 宇航业务	航天航空	2800

资料来源：Factset, 东兴证券研究所

## 1.2 完整研发体系加充足研发费用，助力洛马引领技术创新前沿

### 1.2.1 多层次研发体系协同创新，引领未来科技发展

创新是洛马公司的核心战略，在这一既定战略的引领下，洛马公司长期在飞机、雷达、导弹、卫星、火箭和信息技术等领域进行研发和创新，始终引领着行业前进。为了支撑公司的发展战略，洛马公司建立了技术创新的常规机制，从总部级的创新中心到奥融工厂、先进技术实验室等产品的研发设计、技术预研机构，形成了系统、协同的创新体系，涵盖了美国未来的作战概念、装备设计研究，始终和美国军方保持着当前与未来作战装备研制的战略一致性。同时，洛马公司也十分强调与“同行”开展合作。长期以来，洛马公司与美国政府、军方、大学、国内外企业建立了多种方式的合作关系，包括建立合资企业、合作团队、联盟等。

洛马公司内部的研发体系可以分为两大层级。创新中心是洛马研究战略创新的中心，服务于公司所有业务部门。其核心职能是预研美国未来作战概念，提供可行的新型作战模式，帮助美国国防部决定未来的发展方向。创新中心拥有众多军事战略专家，具备实验设计和作战概念分析的主要资源，可以将公司各业务领域的资源进行有机整合，形成一种混合能力，开发出特定的方案，解决联合作战方面的需求。创新中心保障了洛马公司在未来装备研制中与军方保持战略一致，引领装备设计理念的前瞻性和先进性。

表 2：洛马公司内部研发体系

时间	机构名称	内容	管理层级
2005年4月	创新中心	连接公司各业务部门的高端实验室，预研美国未来的作战概念，提供可行新型作战模式	总部研发机构
1943年	奥融工厂	主要为电子战设计飞机和集成系统，开发指挥、控制和通信及其他高技术应用项目，以研制隐身飞机和无人机而出名	航空子公司
1948年	桑地亚国家实验室	研究美国国家安全中的技术创新问题，参与的武器项目有：先进高超声速武器、电子对抗高功率微波先进导弹项目等，分别负责研制助推器系统和滑翔飞行器脉冲能源系统	国有民营，桑地亚子公司

20 世纪 50 年代	先进技术中心	光学和光电、现象学、精密定位和控制、先进通信、材料和结构、热学、建模和模拟、航天科学，致力于将技术突破转化为应用解决方案	航天系统子公司
2011 年	动力协同实验室	提供虚拟环境、模拟设计	航天子公司
2014 年	海军水面作战创新中心	为水面作战系统研发新战术，以保持新兴技术尤其是人机交互领域的领先地位	任务系统与训练子公司
20 世纪 30 年代	先进技术实验室	先进计算、应用研究、软件开发与验证等，赛博安全、信息、机器人等； 下设 5 个实验室：高级概念实验室、应用科学、情报、智能机器人、光谱系统	原马丁电子系统子公司
2009 年 11 月	下一代赛博创新和技术中心	模拟客户环境，实时解决全球范围内技术挑战 赛博安全联盟：戴尔、EMC、思科、APC、英特尔、微软等	-
2010 年	安全情报中心	情报研究	-
-	技术协作中心	关注海军水面作战系统、通信、训练应用 为小型业务伙伴提供舰船环境下技术验证设施	-
-	创新市场	关注防空和导弹防御领域新兴/前沿技术应用 为小型业务伙伴提供技术转化、应用机会	-

资料来源：中国知网，东兴证券研究所

在总部级研发机构之外，洛马公司还拥有众多在业内居于重要地位的技术创新平台——臭鼬工厂、先进技术中心、桑地亚国家实验室等，进行装备预研、先进技术创新。例如，成立于 1943 年臭鼬工厂，是洛马公司内部一个相对独立的创新研发设计部门，也是洛马的核心业务——军机设计制造业务赖以生存和发展的基础。臭鼬工厂有着高度自治的管理模式，通常能够在有限的时间和有限的资源下，突破技术上的限制，研制出最先进的航空用品为主的武器产品。臭鼬工厂研制了诸多世界闻名的军品装备，如其 1953 年投入研制的 C-130 运输机至今仍大规模使用。美军主要列装的 F-117、F-16、F-22 猛禽战斗机、F-35、P-3 反潜直升机都是出自洛马公司的臭鼬工厂。目前臭鼬工厂主要从事航空关键技术的基础研究，在隐身、无人控制、信息融合等前沿技术领域进行了长期的探索性、前瞻性研究，被公认为航空工业界设计研发领域最受尊敬的名字之一。

图 2：臭鼬工厂参与研发的代表军品极其特点

代表军品	特点
P-38 高速截击机	洛克希德公司第一款战斗机，二战期间因优异的性能大获成功，共生产 9000 多架
P-80 “流星” 战斗机	美国第一款量产并服役的喷气式战斗机，共生产 1700 多架

F-117 “夜鹰” 战斗机	世界上第一款隐形攻击机,对地攻击能力强悍
F-22 “猛禽” 战斗机	五代战斗机, 当今世界最先进战斗机之一, 2011 年由于预算不足停产
F-35 闪电战斗机	五代多用途战斗机, 主要用于密集支援、目标轰炸、防空截击等多种任务
U-2 高空侦察机	冷战时期最为知名的侦察机, 上世纪 50 年代研制成功, 服役长达 50 多年
SR-71 “黑鸟” 侦察机	相较 U-2 在速度和升限上进行了大幅提升, 多处采用颠覆性设计, 至今未被击落
RQ-170 “哨兵” 无人侦察机	可以对特定目标进行侦察和监视, 此外, 还可以完成导弹试验、遥感勘测、多谱情报的实时采集
C-130 “大力神” 运输机	世界上设计最成功、使用时间最长、服役国家最多的运输机之一, 从 1954 年首飞至今总生产数超 2300 架, 改型近 40 种

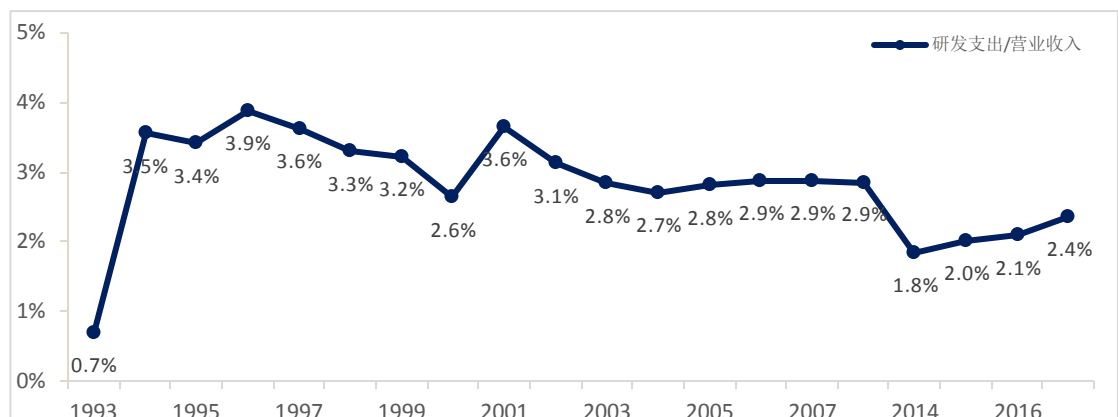
资料来源：网络整理，东兴证券研究所

### 1.2.2 高额研发投入，多来源资助支撑技术创新

洛马公司从成立之初，就树立了重视研发、不惜投入的理念。洛马公司开展技术研发和创新活动的资金主要来自政府、其他用户资助以及公司自筹。以获得用户研发资金支持为关键战略目标。

自筹研发资金主要用于支持基础研究、应用研究以及其他概念系统研究。自洛克希德公司与马丁公司合并以来，洛马公司一直维持了高额的自筹研发投入。1994-2017 年，公司研发支出投入约占收入的 3%。2015-2017 年，洛马公司在自筹研发支出上的投入分别为 8.17 亿、9.88 亿、12 亿美元，CAGR 为 13.67%，充足的研发支出为其技术领先提供了保障。

图 3：1993-2017 年洛马公司自筹研发支出占营收比例



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

除了公司投入的研发资金外，来自美国政府和军方的技术创新资金占比更大。美国的装备采购合同定价多为成本加成法，即前期的技术预研、风险降低、设计制造、飞行

测试和型号研制等研发成本由公司承担，等到装备进入批量采购阶段，政府合同的订单会将之前的研发费用加入到生产成本里，再加上一定的单位产品利润给出采购价格。例如 F-35 联合攻击战斗机项目从 1995 年启动概念验证至今，已产生超过 400 亿美元的研发费用，洛马作为主承包商可获得丰厚的研发资助。

在对创新平台的支持上，以臭鼬工厂为例，洛马公司允许臭鼬工厂将项目快速进行到原型阶段，不受整个公司后勤支持体系的限制，并授予“不寻常”的预算。每年专门为臭鼬工厂提供 9 亿美元的研发经费，其中 15% 用于基础研究，以确保其技术领先优势，把握未来二三十年整个行业的发展方向。

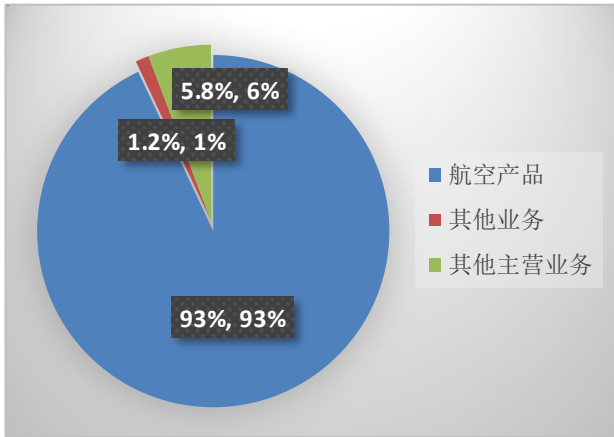
### 1.3 沈飞的核心业务及研发

中航沈飞作为中国创建最早、规模最大的现代化歼击机设计、制造基地，从 1957 年建立以来即承担着我国歼击机及防务装备的研发、生产任务，先后研制生产了 20 多种型号几千架飞机，已逐步形成完整、成熟的业务体系。从洛马公司的成功经验来，其聚焦主业，始终坚持发展核心业务，摒弃不相关业务的战略值得借鉴。中航沈飞目前主要的产品包括航空防务装备和民用航空产品，其中航空防务装备即我国历代歼击机的生产制造，包括歼-5、歼-11、歼-15、歼-16、歼-31 等机型，为其核心业务，目前我国歼击机整机研制主要由沈飞和成飞承担。民用航空产品主要为民机零部件的生产制造，包括 C919、A320 等国内外民用飞机的机体部件生产，这部分业务仅占中航沈飞收入的 5% 左右。可以看出，中航沈飞在发展过程中也始终聚焦主业，在自身核心业务形成了较强的竞争力，使得其可以持续赢得国家每一代歼击机的设计与制造任务，走在世界战斗机制造商的前沿。

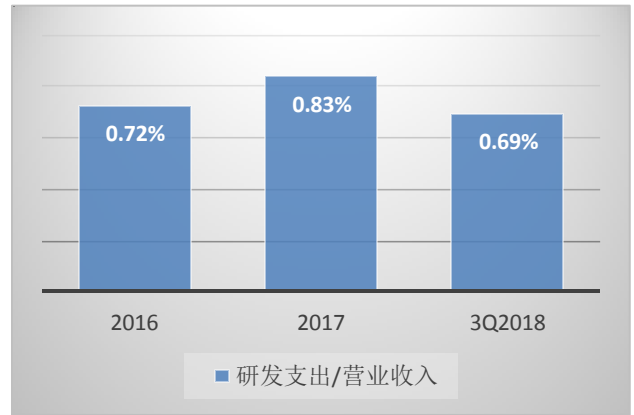
在技术研发方面，中航沈飞在数字化制造技术应用、复合材料应用、飞机设计技术、航空技术装备工程、钛合金加工、无损检测、计量检测、可靠性试验、强度试验等领域已经形成雄厚的研发实力，同时沈飞在 2017 年资产重组时定向募集了 16.68 亿资金进行新机研制生产工作。但是，目前我国航空防务装备行业的技术储备与洛马等国际顶尖的防务龙头企业仍存在较大差距，例如发动机、精密航电器材等设备仍需从国外进口零部件。借鉴洛马成功的经验，沈飞可以进一步加大在研发方面的投入，一方面介入最尖端的战斗机和防务技术的研究，例如战斗机的等离子体隐身、无人驾驶、信息化、激光武器等。另一方面着手提升战斗机核心部分的性能，如发动机、雷达系统、航电系统等，使得沈飞的战斗机机型能在国内外防务竞争合同中获得真正的优势，引领航空防务平台的变革。

图 4：2017 年沈飞收入构成

图 5：2016-2018 年沈飞研发支出占比



资料来源：公司公告,东兴证券研究所



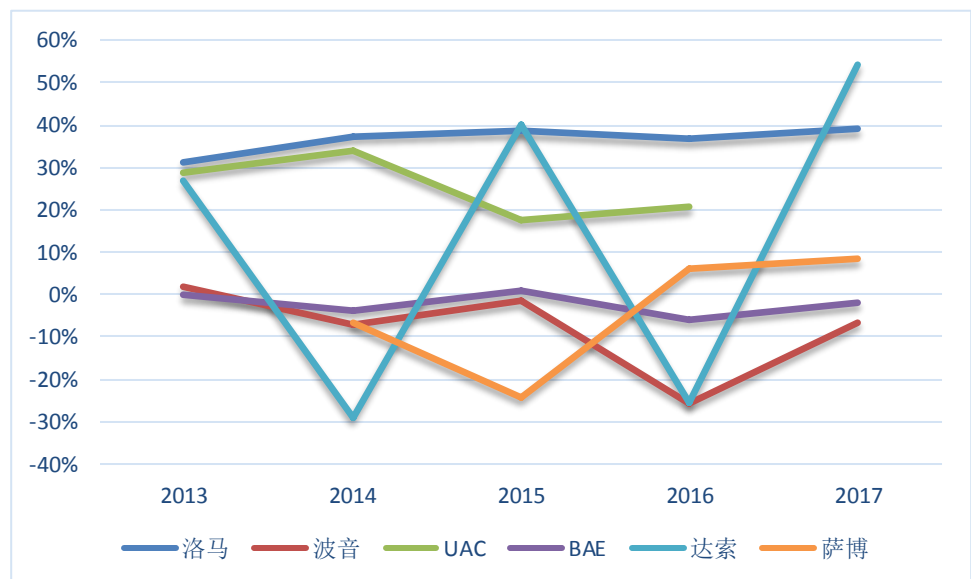
资料来源：公司公告,东兴证券研究所

## 2. 国际化战略，为洛马提供更大增长空间

### 2.1 国际化助洛马增长，近年来出口业务增长亮眼

纵观全球的战斗机制造巨头，由于五代机尚未研制成功、本国新增采购需求疲软等因素，近年来其航空板块业务增速都出现显著下滑甚至负增长。在此背景下，各大军工巨头纷纷寄望于全球军品出口市场，例如俄罗斯 UAC 联合航空制造公司致力于将 Su-57 打造为超高性价比的出口、列装两用四代战斗机，并设立“2025 年占据全球军机市场 8% 的份额”的目标，2017 年 BAE 航空部门的主要增长来源于向卡塔尔出售的 24 架“台风”战斗机。

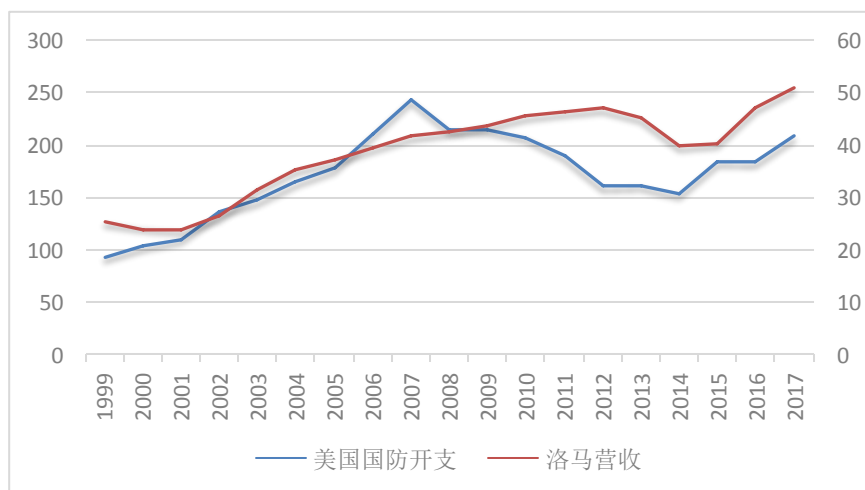
图 6：全球军工巨头近年来战斗机业务/航空部门收入持续下滑



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

因为军工行业高技术门槛，出口限制较多等特点，美国军工企业的客户主要为美国政府（主要是国防部），因此美国军工企业的收入中来自美国政府的占比往往很大。一方面美国是全球最大的军费开支国，2018年美国军费预算高达6951亿美元，占全球军费预算的35%左右，美国众多军工巨头得以成功的根本原因即根植于这一全球最大的防务市场。另一方面，由于美国军工巨头的收入主要来源于美国军费支出，企业的收入和盈利状况也严重依赖每年美国军费预算的变动状况。例如，2011年美国国会通过《预算控制法案》后，美国军费预算连续4年共下降19%，洛马的营收也下降了16%。

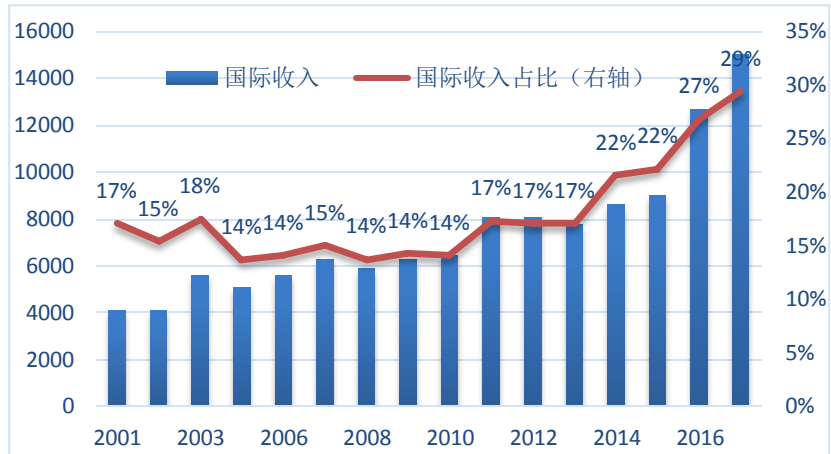
图7：1999-2017年美国军费支出与洛马营收



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

由于洛马是专注军工的防务承包商，近年来商用业务在其收入中占比已不足1%。而美国政府对其产品的采购数量相对稳定，且取决于当年的军费预算，因此拓展国际市场的军品业务，增加出口收入成为洛马公司近20年来主要的经营思路和企业战略之一。从2001年开始，洛马公司国际收入呈波动上涨的趋势，并且在公司营收中的占比温和增长。2015-2017年，得益于F-35战斗机、“黑鹰”直升机、英国AWE项目的出口，洛马公司国际收入和占比大幅增加，对公司收入增长的贡献率高达61%，国际市场为洛马公司未来的发展提供了巨大的空间。

图8：2001-2017年洛马公司国际化收入占比



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

## 2.2 洛马国际化历程回顾及其战略分析

回顾洛马的国际化进程，自洛克希德公司和马丁公司合并以来，大致可以分为三个阶段：

**第一阶段（1995-2004）：**在此期间，洛马公司的国际化收入温和提升，其主要通过与各国政府或公司合作来拓展全球业务，逐步提升自身在国际市场上的份额。1995年洛克希德公司与马丁公司合并时，国际化业务仅占洛马收入的15%。1996年，洛马公司通过战略联盟的形式扩大了国际业务份额，与意大利签署合作协议，共同研制C-27J。1997年，洛马公司与俄罗斯卫星通讯系统机构组成洛马卫星通讯系统公司，提供全球电信服务。1998年，洛马公司波兰、匈牙利、捷克空中主权控制中心投入运行。2000年，洛马公司和英国Secro有限公司，英国原子能公司共同建立合营公司，同年将非核心的控制业务出售给英国BAE公司。

**第二阶段（2005-2012）：**在此期间，洛马借助资本市场在海外开展大量兼并收购，使得公司能够快速获取技术和市场，进而提高国际竞争力，占领海外市场。2005年，洛马公司收购了总部在英国的STASYA公司和INSYS公司，前者主营网络通信和交互性防务业务，后者是国防通讯系统、武器系统及服务的多样化供应商。2006年，洛马出售了两家国际合营公司——LKEI和ILS的股份。2007年，洛马公司投入更多精力通过与外国政府合作来扩张业务，目标是航空市场、电力系统、信息系统及全球化服务市场，通过对非洲PAE集团的收购增加了对不发达国家的渗透。2009年，洛马公司制定了更为积极的国际化目标，希望在未来几年将国际化收入的比重由14%提高到20%。在2009-2011年，洛马公司航空业务和电子业务在国际化业务中的占比持续提高，2011年，在航空业务方面，国际业务占到25%，在电子业务方面，国际业务占到26%。

**第三阶段（2013-2017）：**在此期间，洛马公司从战略上提高了对海外市场的重视程度，通过设立国际公司、整合业务等方式，进一步加快了自身国际化的进程并取得成

功。2013年，洛马首次成立洛马国际公司（LMI），负责加强国际客户关系和工业合作伙伴关系，并扩展洛马公司的全球业务，同年收购英国 Amor 集团，强化其在能源、交通和公共服务方面的业务能力。2014年，洛马公司国际业务收入达到总销售额的20%，实现了2009年制定的国际化目标。同时，洛马进一步加强了国际业务的本地化，分别在阿联酋设立了新的创新工场，在以色列建立了子公司，并在贝尔谢巴地区开设了新的办事处，计划在英国成立空间技术办公室，以加强同大学和科研机构在空间技术方面的合作。2015年，洛马公司收购西科斯基飞机公司，收购价格约90亿美元，这一收购将西科斯基标志性品牌“黑鹰”直升机纳入旗下，极大的增强了洛马公司与其他竞争对手在军用航空领域的优势，并使其得以通过F-35和“黑鹰”这两大核心产品继续开拓海外市场。

表 3：1995 年至今洛马公司国际化进程回顾

年份	事件	阶段
1995	洛克希德公司和马丁公司合并	
1996	通过战略联盟的形式扩大国际业务份额——与俄罗斯一起研制“宇宙神”和“质子号”火箭，与意大利签署合作协议，共同研制 C-27J	
1997	与俄罗斯的卫星通讯系统机构组建洛马卫星通讯系统公司，提供全球电信服务	I
1998	与将近 50 个国家的企业、组织和政府联合建立了战略联盟或合营公司；洛马公司波兰、匈牙利、捷克空中主权控制中心投入运行	
2000	与英国 Secro 公司和英国原子能公司共同建立合营公司；将非核心的控制业务出售给英国 BAE 公司	
2005	收购了总部在英国的 STASYA 公司和 INSYS 公司	
2006	出售了两家国际合营公司（LKEI 和 ILS）的股份	
2007	通过对非洲 PAE 集团的收购增加了对不发达国家的渗透	II
2008	信息化和全球性服务技术扩大了洛马公司在不发达国家的市场占有率	
2009	计划在未来五年内，将国际化收入的占比由 14% 提高到 20%	
2012	业务重组，提升国际化比重	
2013	建立洛马国际公司（LMI），负责加强国际客户关系和工业合作伙伴关系，并拓展公司的全球业务；收购英国的 Amor 公司，强化其在能源、交通和公共服务方面的业务能力	III
2014	在以色列建立洛马分公司，在阿联酋设立了新的创新工场，并在贝尔谢巴地区开设了新的办事处，计划在英国成立空间技术办公室	
2015	收购西科斯基飞机公司，将畅销全球的“黑鹰”直升机纳入旗下	

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

### 2.3 沈飞如何借鉴洛马，歼-31 为沈飞未来国际化提供广阔前景

我国一直十分重视战斗机军贸市场的发展，从最早在外贸上大获成功的歼-7M，到首款中国自主研发的外贸型号“枭龙”战斗机，再到 2016 年新加坡航展上出现的歼-10 外贸型号——FC-20，我国一直试图推出物美价廉的外贸军机，面向拉美、非洲、中东、东南亚等发展中国家寻求订单。由于在历史上我国的两家歼击机整机研制厂在分工上有所不同，成飞主要负责自主研发每一代战斗机的核心技术，而沈飞则负责在早期技术引进的 Su-27 战机的基础上进行研发和国产化。受制于技术转让限制的原因，之前我国的外贸机型都由负责自主研发的成飞研发和生产。近年来，随着沈飞自主研发的歼-31 首飞成功，并在珠海航展亮相，歼-31 超高的性价比得到了国际市场的关注，由于其具备优异的隐身性、机动性和先进的航电系统，并且存在像 F-35 一样改型为舰载机的可能，歼-31 如果获得出口许可，可以很好的满足目前诸多发展中国家二、三代机更换的需求，将为沈飞带来巨大的增长空间。

**借鉴洛马国际化成功的经验，其在国际化进程的采取的战略和一些具体措施值得中航沈飞参考和借鉴：**

**加强与国外政府的合作，通过建立战略关系或达成合作协议，与国外进行某些项目的联合研制或成立合资公司。**由于军工企业的敏感性和特殊性，与国外政府建立合作关系，可以有效减少公司在国际化进程中的阻力。洛马在早期国际化的进程中，亦主动与多国政府建立战略合作关系或战略联盟，联合进行卫星、火箭等领域的研制工作。后来成立的洛马国际公司，也十分注重加强国际客户关系和合作伙伴关系，为公司拓展全球业务奠定良好的基础。我国之前通过“枭龙”战机的尝试，通过与战略合作伙伴巴基斯坦的共同研制，成功实现该机型的整机技术出口和授权境外生产，并且使该机型批量列装巴基斯坦空军。因此，未来沈飞可以继续借鉴发展这一经验，拓展可能的海外市场。

**灵活借力资本市场，通过兼并收购来迅速获得技术和市场。**洛马在国际化的第二个阶段中，出于自身的业务需求，在海外市场开展了大量的兼并、收购、合资及出售交易。通过一系列的行动，洛马快速拓展了航空、电力系统、信息系统及全球化服务等领域的国际市场，增加了其在不发达国家的市场占有率。借鉴洛马的经验，沈飞可以在国际化的过程中有针对性的收购或参股一些与自身主业有直接关联的海外公司，在全球范围内寻求合作商，从而能借力资本市场，进一步提升在国际市场的竞争力。

### 3. 飞机中的战斗机，均衡生产效果显著

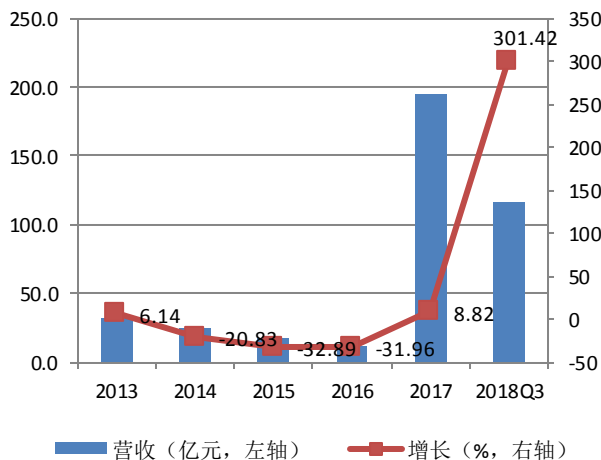
2017 年中航沈飞经重大资产重组注入沈飞集团 100% 股权，同时置出原有除上航特 66.61% 股权外的全部资产及负债，主营业务由此变更为歼击机及防务装备的生产制造，成为我国具有战斗机核心资产的第一股。

**公司生产机型主要有歼-16 和歼-11，未来看好歼-31 研发。**中国歼击机的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”，承担我国歼击机及防务装备的研发、生产任务。公司主力机型有歼-15 和歼-11，目前已经批量列装的三代半战机歼-16 性能较强，是一种地对地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客观的

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。沈飞业绩已连续两年维持 20% 以上高速增长, 2017 年毛利率有所提升, 将迎来交付高峰。

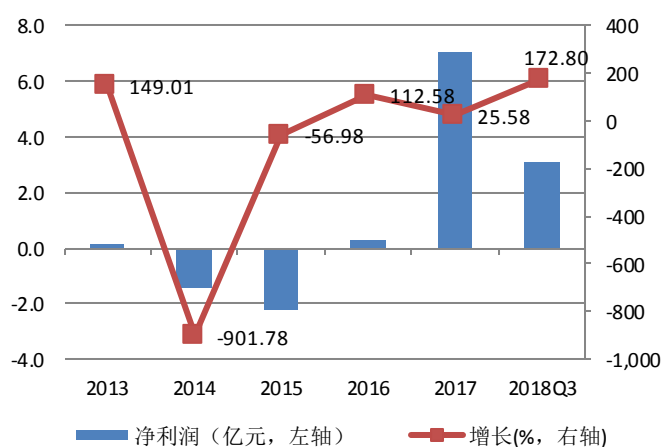
**股权激励最终修订稿出炉, 中长期发展信心足。**公司 2018 年 5 月 16 日发布了拟推出第一期股权激励计划和 10 年期长期股权激励计划的公告, 第一期对业绩成长性的主要解锁条件为分 3 期每一期解锁日的前一会计年度需满足扣非后净利润复合增长率分别不低于 10.0%、10.5%、11.0%; 禁售期为 2 年, 禁售期满次日起的 3 年为解锁期。我们认为, 这一业绩解锁条件预示未来五年公司的经营业绩将呈现加速增长态势, 且以对标企业前 25% 作为约束条件也充分显示了管理层对自身经营发展的坚定信心。2018 年 10 月 18 日公司公布股权激励草案修订稿, 拟向激励对象授予 317.1 万股, 每股价格 22.53 元。随着股权激励公告的发布, 公司正式成为首家实施激励的核心军品总装企业, 在军工行业中的示范标杆作用明显, 同时也必将提升公司管理水平。

图 9: 中航沈飞营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 中航沈飞净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 216.54 亿元/245.80 亿元/282.27 亿元, 归母净利润分别为 8.13 亿元/10.00 亿元/12.16 亿元, 同比增长 15.48%/22.89%/21.54%; EPS 分别为 0.58 元/0.72 元/0.87 元, 对应当前股价 PE 分别为 60X/49X/40X。目前市值对应 PS 估值 1.87 倍, 考虑到公司目前防务平台的排他地位, 给予 2.5 倍 PS, 目前市值 605 亿元, 维持“**强烈推荐**”投资评级。

## 4. 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 4: 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
<b>流动资产合计</b>	931	20158	34232	49960	68627	<b>营业收入</b>	1154	19459	21654	24580	28227
货币资金	300	9247	21048	33977	49287	<b>营业成本</b>	1089	17608	19579	22224	25522
应收账款	35	1756	1954	2218	2547	营业税金及附加	10	49	54	62	71
其他应收款	90	14	16	18	21	营业费用	49	35	108	123	141
预付款项	88	1168	2369	3732	5298	管理费用	93	1018	1148	1303	1496
存货	237	7920	8806	9996	11479	财务费用	34	34	-135	-266	-407
其他流动资产	171	49	34	15	-10	资产减值损失	2.89	14.02	14.02	14.02	14.02
<b>非流动资产合计</b>	768	6232	5692	5157	4631	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	108.82	108.82	108.82
固定资产	345.10	2861.07	3812.39	3369.64	2926.89	<b>营业利润</b>	-60	788	995	1229	1499
无形资产	138	1015	915	824	741	营业外收入	89.28	26.02	26.02	26.02	26.02
其他非流动资产	14	61	61	61	61	营业外支出	9.43	5.12	5.12	5.12	5.12
<b>资产总计</b>	1699	26389	39924	55117	73258	<b>利润总额</b>	20	808	1016	1250	1520
<b>流动负债合计</b>	1069	18000	30267	45062	62139	所得税	1	105	203	250	304
短期借款	500	219	0	0	0	<b>净利润</b>	19	704	813	1000	1216
应付账款	162	5604	6146	6977	8012	少数股东损益	-8	-3	-3	-3	-3
预收款项	59	11069	23322	37229	53201	归属母公司净利润	28	707	816	1003	1219
一年内到期的非	100	0	0	0	0	EBITDA	167	2285	1374	1467	1587
<b>非流动负债合计</b>	58	1082	1648	1177	1177	<b>EPS (元)</b>	0.08	0.51	0.58	0.72	0.87
长期借款	0	450	450	450	450	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	1126	19082	31915	46239	63317	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	133	174	171	168	165	营业收入增长	-31.96%	1585.60%	11.28%	13.51%	14.84%
实收资本(或股	345	1397	1397	1397	1397	营业利润增长	-83.94%	-1422.52%	26.37%	23.47%	21.98%
资本公积	576	6069	6069	6069	6069	归属于母公司净利润	-112.58%	2445.55%	15.48%	22.89%	21.54%
未分配利润	-496	-363	356	1238	2311	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	439	7133	7852	8755	9852	毛利率(%)	#DIV/0!	9.58%	9.58%	9.58%	9.58%
<b>负债和所有者权益</b>	1699	26389	39954	55177	73348	净利率(%)	1.69%	3.62%	3.75%	4.07%	4.31%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.63%	2.68%	2.04%	1.82%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	6.32%	9.91%	10.39%	11.46%	12.37%
<b>经营活动现金流</b>	133	3266	11309	13139	14931	<b>偿债能力</b>					
净利润	19	704	813	1000	1216	资产负债率(%)	66%	72%	80%	84%	86%
折旧摊销	192.72	1462.97	0.00	412.75	412.75	流动比率	0.87	1.12	1.13	1.11	1.10
财务费用	34	34	-135	-266	-407	速动比率	0.65	0.68	0.84	0.89	0.92
应收账款减少	0	0	-198	-264	-329	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	12252	13908	15972	总资产周转率	0.54	1.39	0.65	0.52	0.44
<b>投资活动现金流</b>	-112	-331	90	95	95	应收账款周转率	12	22	12	12	12
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.79	6.75	3.69	3.75	3.77
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	64	109	109	109	109	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.51	0.58	0.72	0.87
<b>筹资活动现金流</b>	70	1686	402	-306	285	每股净现金流(最新	0.26	3.31	8.45	9.25	10.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.27	5.11	5.62	6.27	7.05
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	1052	0	0	0	P/E	441.50	69.25	60.47	49.20	40.48
资本公积增加	18	5492	0	0	0	P/B	27.74	6.92	6.29	5.64	5.01
<b>现金净增加额</b>	90	4621	11802	12928	15310	EV/EBITDA	74.60	17.84	20.92	10.78	0.32

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。