

海军节阅舰盛典在即，舰载战斗机成关注热点

2019年04月14日

强烈推荐/维持

中航沈飞

事件点评

——中航沈飞（600760）事件点评

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

事件：

2019年4月23日正值中国海军建军70周年，将于青岛举行国际阅舰式，我们认为舰载机是这次阅舰式的一大关注点。辽宁舰的舰载机为沈飞集团生产的歼-15型战斗机，日前成功实现伙伴加油，载弹量和续航力显著提升。同为沈飞集团研制、尚未定型的歼-31凭借其优异的性能，未来上舰也存在极大的可能性。

观点：

➤ 1、南海阅兵彰显海军战斗力，青岛海上阅舰颇受期待

即将到来的国际阅舰式是纪念海军成立70周年的盛大庆典，届时场面必将蔚为壮观，现役航母辽宁舰与首艘国产航母毫无疑问是关注焦点。根据以色列国际卫星图像公司发布的卫星图像显示，结束长达半年改造的辽宁舰已于3月1日抵达青岛母港。肩负着开启中国双航母时代重任的国产航母002号，虽然日前仍未漆上舷号，但考虑到此次海军节的重要象征意义以及参考之前辽宁舰的施工进度，此次**双航母编队**的威武场面依旧可期。

“海上霸主”航空母舰是世界上最庞大、最复杂、威力最强的武器之一，体现了一个国家的综合实力。航母使一国的海上力量实现立体化的提升，提供了远程防空能力和海上远程打击能力，将海上作战范围从近海推向中远海。这个过程中，舰载机的意义非凡，因为其性能直接决定了航母的战斗力，而且舰载机数量一定程度上体现了航母实力。随着战机更新迭代，世界主要军事大国开始研究新一代战斗机的上舰问题。今年年初约4500名学生通过中国海军招飞预选，相较2018年增加了近50%，这说明中国在**舰载机飞行员需求上正进入急速扩充阶段**。

2018年的南海大阅兵是新中国有史以来规模最大的海上阅兵，按作战编组组成的**规模在相当程度上体现了战斗力**。此次阅兵中接受检阅的辽宁舰是中国海军进行战略转型的关键设备，使中国海军真正走向深蓝，为海基核力量提供掩护。阅兵式结束后，109、113、123、119号四架歼-15战斗机依次从远点滑跃起飞，彰显海军辽宁舰战斗力。

图 1:南海阅兵歼-15滑跃起飞



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

目前世界上大部分航母采用滑跃起飞，只有美国和法国采用弹射起飞方式。相比滑跃起飞，弹射起飞主要有以下两大优点：第一，增加了甲板舰载机的搭载数量，因为滑跃起飞需要为舰载机预留足够长的滑跑距离；第二，可以挂载更多武器，增加发动机寿命，因为滑跃起飞需要舰载机发动机在短时间内提供强大推力，对发动机要求很高，同时也会消耗大量燃油，弹射起飞则不存在这个问题。随着各国对航母战斗力要求的提升，弹射技术上舰是大势所趋，据媒体报道我国已掌握该技术。

➤ 2、歼-15 伙伴加油成功，续航力和载弹量显著提升

歼-15 战斗机是沈飞集团参考从乌克兰获得的苏-33 原型机 T-10K-3 进行研制和发展的双发重型舰载歼击机，于 2009 年 8 月试飞成功。2012 年 11 月，歼-15 完成在辽宁舰上的起飞测试，标志着中国正式进入航母时代。相对苏-33，歼-15 可以挂载反舰导弹执行反舰作战任务，而不像苏-33 只能进行空中格斗防空作战。而且，歼-15 采用了大量的复合材料，使之载弹量得到大幅提升，也为后续改造提供了丰富的空间。日前，歼-15D 涂上海军涂装的照片出现在网络上，表明飞机已经接近设计定型，即将交付部队。同时，双座型歼-15 已经进行多次试飞试验，弹射型歼-15 的研发也有条不紊地进行。

上月解放军某部在渤海某海域连续组织歼-15 空中伙伴加油训练。除了协助应急回收飞机，伙伴加油还能提高舰载机的续航力和载弹量，对于滑跃起飞的舰载机意义重大。滑跃起飞的舰载机起飞重量受限很大，即便是重型舰载机的起飞载油量和载弹量也比较小，伙伴加油可以充分发挥重型舰载机在载油量和载弹量方面的优势。而且，伙伴加油机能同时承担加油和作战双重任务，一机多能对于空间有限的航母来说尤为重要。

图 2:歼-15D 涂装亮相


资料来源：公开网络，东兴证券研究所

图 3:歼-15 完成伙伴加油训练


资料来源：环球时报，东兴证券研究所

目前歼-15 舰载机的系列型号是我国航母的主力战机，凭借其航程远、武器荷载高的特点，即便未来中国研发成功舰载版本的隐身战机，歼-15 依然是中国航母编队中不可或缺空中主力。

➤ 3、歼-31：高低搭配保内销，价美物廉促外销

歼-31 是沈飞集团研制的第五代隐形战机，于 2012 年 10 月完成首飞。歼-31 是中型战斗机，与歼-20 重型战斗机将形成高低搭配服务我国军队。歼-31 采用全动平尾的常规气动布局，两侧布置大 S 弯进气道，弹舱实现内置。歼-31 具有低雷达可探测性、低红外辐射特性，可进行超视距多目标攻击和大离轴角全向攻击。

目前中国拥有歼-31 和歼-20 两种第五代隐形战机，在提升航母战斗力的驱动下，二者均存在未来上舰的可能性，但是歼-31 更具备上舰潜质。首先，中型的歼-31 拥有更小的体型，则相同的甲板/机库面积可以停靠更多战机，从而**保持更长的滞空/轮值时间**，为航母战斗群赢得更多主动权。其次，歼-31 的**上舰改装难度**小于歼-20，歼-20 除了需要将大三角翼构型改成舰载机所需要的折叠式之外，还需要将鸭翼和主翼改成近距离耦合，气动布局的调整牵一发而动全身，改动难度较大。第三，歼-31 的钛合金用量高达 25%，拥有较高的推重比，从而使其可以在更短的甲板上实现**短距起降**。

除了上舰之外，歼-31 的出口前景也是巨大的，目前市场上的竞争对手主要为 F-35。虽然歼-31 尚未定型，根据已有信息，歼-31 的性能完全可以媲美 F-35，甚至在某些方面表现出优势。首先，F-35 为了安装巨大的涡扇发动机而设计了粗壮的机身，但歼-31 却完全**按照超音速面积率进行了优化**，减少了阻力。其次，歼-31 的大边条翼和 DSI 进气道设计提升了飞机的高低速飞行性能。第三，根据简氏防务周刊，歼-31 的作战半径达到 1250 千米，超过 F-35。最重要的一点，F-35 售价高昂，而歼-31 **性价比高**，凭借着优异的性能和我国战机在世界军贸市场的良好口碑或有机会取得较大市场份额。

表 1:歼-31 与 F-35A 对比

	歼-31	F-35A
翼展	11.50 米	10.7 米
机翼面积	40 平方米	42.7 平方米
空载重量	12,500-13,500 千克	13,154 千克

最大起飞重量	27,000~28,000 千克	31,800 千克
最大起飞速度	1.8 马赫	1.6 马赫
实用升限	18,000 米	18,288 米
航程	1,250 千米	2,220 千米
作战半径	1,250 千米	1,169 千米

资料来源：资料整理，东兴证券研究所

➤ 4、国产航母大势所趋，舰载机需求量大增

据军事专家尹卓透露，未来我国将会拥有 6 艘航母，其中包括 2 艘滑跃起飞航母和 4 艘弹射起飞航母。目前航母 001 号搭载 24 架歼-15，航母 002 号将搭载 28 架歼-15。我们预测后续的 4 艘弹射航母将搭载 12 架弹射型歼-15 和 36 架歼-31，同时还需要 12 架歼-15 备份机，12 架弹射型歼-15 备份机，24 架歼-31 备份机。目前已入役的歼-15 为 38 架，那么未来歼-15 的需求量为 86 架，歼-31 的需求量为 168 架。

结论：

我们认为，公司作为我国战斗机及舰载机总装平台，未来核心军品将受益于量价齐升，而股权激励计划的推出也彰显管理层对于未来业绩持续增长的信心。今年以来公司股价滞涨现象严重，而海军节阅舰或构成较强烈的事件驱动，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 245 亿元、310 亿元、357 亿元，归母净利润分别为 9.14 亿元、10.89 亿元、11.43 亿元，EPS 分别为 0.65 元、0.78 元、0.82 元，对应当前股价 PE 分别为 49X/41X/39X，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：军品订单不及预期，军品交付不及预期。

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	20158	21981	25598	31087	34640	营业收入	19459	20151	24544	30999	25711
货币资金	9247	9315	11346	14330	16508	营业成本	17608	18319	22335	28240	32532
应收账款	1756	2376	2893	3654	4210	营业税金及附加	49	34	41	52	59
其他应收款	14	12	14	18	21	营业费用	35	15	19	22	25
预付款项	1168	486	-347	-1399	-2611	管理费用	1018	758	923	1085	1250
存货	7920	9771	11913	15062	17352	财务费用	34	-88	-20	135	311
其他流动资产	49	10	-235	-596	-860	资产减值损失	14.02	68.16	68.16	68.16	68.16
非流动资产合计	6232	6458	5928	5403	4888	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	472	440	440	440	440	投资净收益	108.82	-32.72	-32.72	-32.72	-32.72
固定资产	2861.07	3367.96	4023.35	3591.16	3158.98	营业利润	788	865	1146	1364	1433
无形资产	1015	1022	921	829	746	营业外收入	26.02	0.52	0.52	0.52	0.52
其他非流动资产	61	112	112	112	112	营业外支出	5.12	1.25	1.25	1.25	1.25
资产总计	26389	28439	31527	36490	39527	利润总额	808	864	1145	1364	1432
流动负债合计	18000	19284	20743	25117	27040	所得税	105	119	229	273	286
短期借款	219	224	2233	6243	8934	净利润	704	746	916	1091	1145
应付账款	5604	8234	9902	12520	14423	少数股东损益	-3	2	2	2	2
预收款项	11069	9492	7570	5143	2347	归属母公司净利润	707	743	914	1089	1143
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2285	2256	1660	2024	2258
非流动负债合计	1082	951	1617	1146	1146	EPS (元)	0.51	0.53	0.65	0.78	0.82
长期借款	450	450	450	450	450	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	19082	20236	22361	26263	28187	成长能力					
少数股东权益	174	341	343	345	348	营业收入增长	8.82%	3.55%	21.80%	26.30%	15.20%
实收资本(或股	1397	1400	1400	1400	1400	营业利润增长	34.98%	9.84%	32.47%	19.06%	4.99%
资本公积	6069	6140	6140	6140	6140	归属于母公司净利润	25.58%	5.16%	22.98%	19.11%	5.00%
未分配利润	-363	381	1252	2290	3380	获利能力					
归属母公司股东	7133	7863	8824	9882	10994	毛利率(%)	9.58%	9.11%	8.90%	8.90%	8.90%
负债和所有者权	26389	28439	31527	36490	39527	净利率(%)	3.62%	3.70%	3.73%	3.52%	3.21%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.68%	2.68%	2.68%	2.90%	2.98%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.91%	9.45%	10.36%	11.02%	10.40%
经营活动现金流	3266	235	-605	-289	-69	偿债能力					
净利润	704	746	916	1091	1145	资产负债率(%)	72%	71%	71%	72%	71%
折旧摊销	1462.97	1479.07	0.00	432.19	432.19	流动比率	1.12	1.14	1.23	1.24	1.28
财务费用	34	-88	-20	135	311	速动比率	0.68	0.63	0.66	0.64	0.64
应收账款减少	0	0	-518	-761	-555	营运能力					
预收账款增加	0	0	-1922	-2427	-2796	总资产周转率	1.39	0.74	0.82	0.91	0.94
投资活动现金流	-331	-590	-105	-101	-101	应收账款周转率	22	10	9	9	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.75	2.91	2.71	2.77	2.65
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	109	-33	-33	-33	-33	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.53	0.65	0.78	0.82
筹资活动现金流	1686	423	2742	3374	2348	每股净现金流(最新	3.31	0.05	1.45	2.13	1.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.11	5.61	6.30	7.06	7.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1052	3	0	0	0	P/E	63.06	60.68	49.27	41.37	39.40
资本公积增加	5492	71	0	0	0	P/B	6.30	5.73	5.10	4.56	4.10
现金净增加额	4621	68	2031	2984	2178	EV/EBITDA	15.91	16.13	21.91	18.48	16.79

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。