

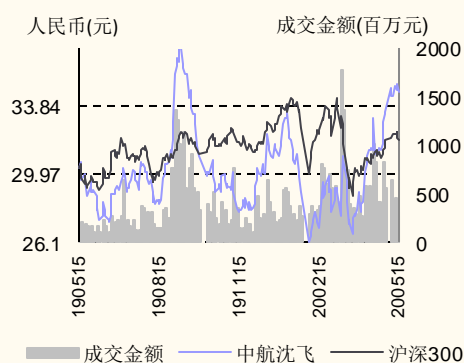
中航沈飞 (600760.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 35.60 元
 目标价格 (人民币): 46.40-46.40 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.00
已上市流通 A 股(亿股)	3.99
总市值(亿元)	485.23
年内股价最高最低(元)	35.12/31.10
沪深 300 指数	3913
上证指数	2868



战斗机龙头：歼击机、舰载机、无人机齐飞

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,151	23,761	27,972	32,698	37,898
营业收入增长率	3.6%	17.9%	17.7%	16.9%	15.9%
归母净利润(百万元)	743	878	1,301	1,489	1,753
归母净利润增长率	5.16%	18.12%	48.23%	14.40%	17.74%
摊薄每股收益(元)	0.531	0.627	0.929	1.063	1.252
每股经营性现金流净额	0.168	-0.865	-0.782	-0.802	-1.308
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.45%	10.10%	7.12%	7.70%	8.47%
P/E	52.21	50.41	37.79	33.04	28.06
P/B	4.94	5.09	5.57	5.14	5.22

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **A 股战斗机整机制造唯一上市公司，具战略价值和稀缺性；业绩稳步增长**

(1) 公司是“中国歼击机的摇篮”，2017 年实现核心军工资产整体上市，成为“中国战斗机第一股”。(2) 公司营收、归母净利润稳步增长：2019 年营收 238 亿元，同比增长 18%；净利润 8.8 亿元，同比增长 18%。2016-2019 年营收、归母净利润年复合增长率分别为 10%、16%。2020 年第一季度营收 57 亿元，同比增长 12%；净利润 5 亿元，同比大幅增长 202%。
- **战斗机：空军加快结构升级，新型歼击机换装需求迫切；海军舰载机需求大**

(1) 我国军费保持稳健增长，武器装备费用占比提升。2017 年装备费支出 4289 亿元人民币，占国防费比例提升至 41%。(2) 以美国 F-22 为代表，世界空军先进战斗机已步入第四代。我国三代机、四代机数量和强国相比差距较大；目前仍有 500 多架二代机，占比达 45%，面临迫切的升级换装需求。(3) 我国海军进入“双航母时代”，对舰载机需求增大。据央视报道，“山东舰”可搭载 35 架歼-15 舰载战斗机，“辽宁号”可搭载 24 架舰载机。
- **公司产品加速升级换代：歼击机、舰载机、无人机齐飞**

根据官方网站，公司主要生产歼-15 等战斗机，研制了第四代鹞鹰战斗机。

(1) 公司歼击机产品谱系不断拓宽，歼-15 舰载机等第三代、三代半战机未来一段时期仍是我军装备重点，仍为公司业绩主要来源；第四代鹞鹰战斗机和部分军用无人机的研制有望成为公司未来潜在的业绩增长点。

(2) 公司实现均衡生产高级目标：2019 年公司四个季度营收比例约为 2.5:3:2.3:4，基本接近 2:3:2:3 的均衡生产节奏。2017-2019 年公司顺利完成股权激励业绩承诺（不低于 5.98 亿元、6.40 亿元、6.67 亿）。

投资建议

- 预计 2020-2022 年公司归母净利润 13.0/14.9/17.5 亿元，同比增长 48%/14%/18%，EPS 为 0.9/1.1/1.3 元，PE 为 38/33/28 倍。考虑公司作为战斗机整机龙头的战略地位和稀缺性，我们给予公司 2021 年 45 倍 PE，目标市值 650 亿元，6-12 月目标价 46.4 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 新型战斗机换装需求不及预期；鹞鹰战机进展低于预期风险；2020 年 12 月 14 日 9.4 亿股解禁风险；新冠疫情影响超预期风险。

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号：S1130519060005
 ding_jian@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

(1) 我国将于 2035 年基本建成新时代航空强国，航空工业成为世界一流航空工业集团。2019 年我国发布《新时代的中国国防》：新时代中国国防和军队建设的战略目标是，到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展。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。

航空工业集团提出了“两步走”战略目标，到 2035 年基本建成新时代航空强国，航空工业成为世界一流航空工业集团；到本世纪中叶全面建成新时代航空强国。

(2) 空军：我国现役第二代歼击机换装为第三代、三代半、第四代歼击机需求较为迫切。我国国防军费有望保持稳步增长，武器装备是投入重点。歼击机是夺取制空权的核心力量，我国现役歼击机数量和结构与世界空军强国差距较大，大量二代战机换装升级需求持续。

(3) 海军：进入“双航母时代”，舰载战斗机列装需求迫切。我国海军进入“双航母时代”，对舰载机需求增大。据央视报道，“山东舰”可搭载 35 架歼-15 舰载战斗机，“辽宁号”可搭载 24 架舰载机。

■ 我们区别于市场的观点

(1) 市场担心公司产品需求的持续性。我们认为公司为战斗机龙头，歼击机、舰载机、无人机齐飞。其中，舰载机未来几年需求增长确定性高，主力歼击机需求持续，未来无人机有望获得突破。

(2) 市场担心公司在完成股权激励 2017-2019 年业绩承诺后业绩的持续性。我们认为公司预收款等表明公司在手订单的持续性，未来几年我国战斗机换装需求持续，公司业绩持续性较好。

■ 股价上涨的催化因素

公司第四代鹞鹰战斗机正式定型；公司舰载机批量列装；公司无人机获得重大突破；周边局势紧张等。

■ 估值和目标价格

预计 2020-2022 年公司归母净利润 13.0/14.9/17.5 亿元，同比增长 48%/14%/18%，EPS 为 0.9、1.1 和 1.3 元，PE 为 38、33 和 28 倍。考虑公司作为战斗机整机龙头的战略地位和稀缺性，我们给予公司 2021 年 45 倍 PE，目标市值 650 亿，6-12 月目标价 46.4 元，首次给予“买入”评级。

■ 投资风险

新型战斗机换装需求不及预期；鹞鹰战机进展低于预期风险；2020 年 12 月 14 日 9.4 亿股解禁风险，占解禁前流通股的 236%；新冠疫情影响超预期风险。

内容目录

投资要件	2
一、中国歼击机摇篮，战斗机主机厂整体上市，具战略价值和稀缺性	5
1、中国战机第一股，战斗机核心军工资产整体上市，具战略价值和稀缺性	5
2、隶属航空工业集团，业务集中在一级子公司沈飞公司	5
3、资产重组后收入利润稳步上升，2019 年业绩增长超预期	6
二、战斗机：空军新型歼击机换装需求迫切；海军舰载机需求增大	8
1、我国军费有望保持稳健增长，武器装备是投入重点，占比提升	8
2、战斗机：我国现役新型战机数量、结构与军事强国存在较大差距	9
3、我国高新武器装备体系化发展，空军海军歼击机列装需求持续	12
三、公司产品加速升级换代：歼击机、舰载机、无人机齐飞	14
1、均衡生产成效显著，实现历史性突破	14
2、实施股权激励计划，有利于公司业绩提升	15
3、期间费用效率提升显著，完成业绩承诺	15
4、公司存货持续增加，我们判断公司在手订单保持较高水平	16
5、产品加速升级换代：歼击机、舰载机、无人机齐飞	17
四、盈利预测与估值：6-12月目标市值 585 亿元	19
五、风险提示：歼击机换装需求不及预期、鹤鹰战机进展低于预期风险	20

图表目录

图表 1：中航沈飞公司发展历程	5
图表 2：公司借壳中航黑豹上市	5
图表 3：航空工业集团直接控股比例达 70.04%	6
图表 4：公司业务主要通过一级子公司沈飞公司开展与运营	6
图表 5：2016-2019 年公司营业收入稳健增长	7
图表 6：2016-2019 年公司归母净利润稳健增长	7
图表 7：2019 年公司航空产品营收占比达 98%	7
图表 8：2019 年公司净利率保持稳定，ROE 微升	7
图表 9：中国国防开支平稳增长，2019 年同比增长 7.5%	8
图表 10：全球主要国家国防开支不断增长	8
图表 11：2012-2017 年国防费占 GDP 平均比重国别比较	8
图表 12：2012-2017 年国防费占财政支出平均比重国别比较	8
图表 13：2010-2017 年国防支出中装备费占比逐步提升	9
图表 14：武器装备是投入重点，装备费占比提升至 41%	9
图表 15：战斗机的传统美标四代划分法	10
图表 16：全球数量排名前十战斗机以美俄型号为主	11
图表 17：美国战斗机占全球总量的 18%，中国占 11%	11
图表 18：中美俄现役战斗机型号数量对比	11

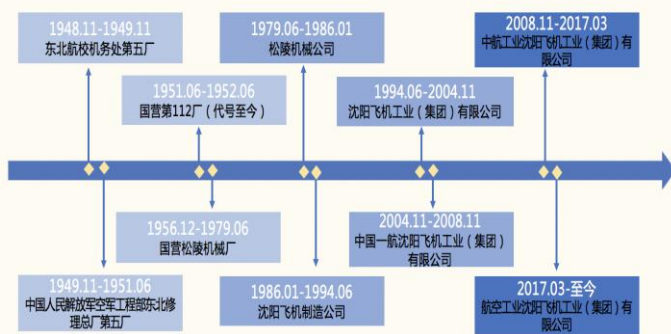
图表 19: 空中“三剑客”歼-20、歼 16、歼-10C 齐聚亮相建国 70 周年阅兵	12
图表 20: 第 12 届中国国际航空航天博览会歼-20 展示战机内载导弹	12
图表 21: 歼 16 战斗机	13
图表 22: 歼-10 战斗机	13
图表 23: 首艘国产航母“山东舰”正式入列	13
图表 24: “山东舰”可搭载 35 架舰载战斗机	13
图表 25: 中航沈飞生产计划和供应链管控能力不断增强, 深入推进均衡生产	14
图表 26: 航空工业祝贺沈飞实现集团均衡生产高级目标	15
图表 27: 2017-2019 单季营业收入逐步均衡化 (亿元)	15
图表 28: 股权激励计划解锁条件	15
图表 29: 2016-2019 年公司费用率变化	16
图表 30: 2016-2019 年研发投入持续加大	16
图表 31: 2017-2019 年, 公司实际盈利均实现了业绩承诺 (单位: 亿元)	16
图表 32: 2018-2019 年公司存货持续增加	16
图表 33: 2019 年公司应收账款和票据增加 71%	16
图表 34: 2019 年公司预收账款下降 24.6%	17
图表 35: 歼-11B 歼击机	17
图表 36: 2012 年 11 月, 歼-15 在“辽宁舰”实现首次着舰和舰上起飞	17
图表 37: 歼-16 战机与异型机展开对抗训练	18
图表 38: 歼-31 “鹞鹰”战斗机	18
图表 39: 歼-31 的四大主要性能特点	18
图表 40: 2006 年珠海航展“暗剑”无人机模型首次亮相	19
图表 41: 沈飞研发人员与“暗剑”高速无人机合影	19
图表 42: 公司盈利预测与费用率假设	19
图表 43: 估值: 考虑战斗机龙头的战略价值和稀缺性, 给予 45 倍 PE 估值	20

一、中国歼击机摇篮，战斗机主机厂整体上市，具战略价值和稀缺性

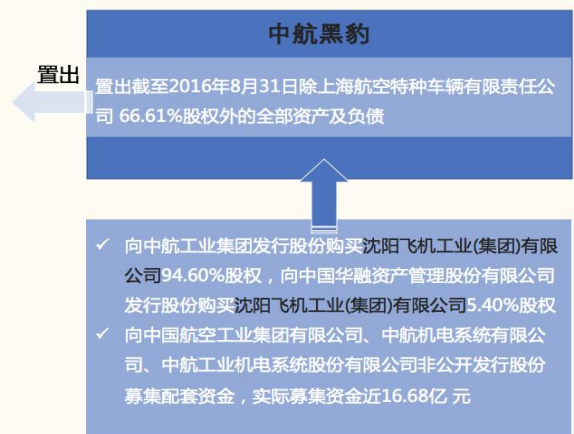
1、中国战机第一股，战斗机核心军工资产整体上市，具战略价值和稀缺性

- 中航沈飞是“中国歼击机的摇篮”，自建国以来一直承担我国重点型号航空防务装备的研制任务，涵盖研发、试验、试飞、生产、改型等全部工艺流程，形成了较为全面的歼击机产品系列，居国内领先地位。
- 中航沈飞是我国创建最早的歼击机研制基地，其前身为国营第 112 厂，正式创建于 1951 年，是苏联援华的 156 项目之一。1986 年 1 月 1 日，更名为沈阳飞机制造公司。后在此基础上，于 1994 年组建了沈飞工业集团，公司更名为沈阳飞机工业（集团）有限公司。
- 成立 60 多年来，沈飞集团公司共研制多种型号、数千架歼击机，创造了中国航空史上一个又一个“第一”：先后试制成功中国第一架喷气式飞机（歼 5 飞机）；第一架喷气教练机（歼教 1 飞机）；第一枚地对空导弹（红旗一号导弹）等。
- 沈飞集团公司于 2017 年 11 月借壳中航黑豹实现核心军工资产整体上市，成为 A 股战斗机整机制造唯一上市平台。2018 年 1 月，公司名称由“中航黑豹股份有限公司”变更为“中航沈飞股份有限公司”。我们认为公司具战略价值和稀缺性。

图表 1：中航沈飞公司发展历程



图表 2：公司借壳中航黑豹上市



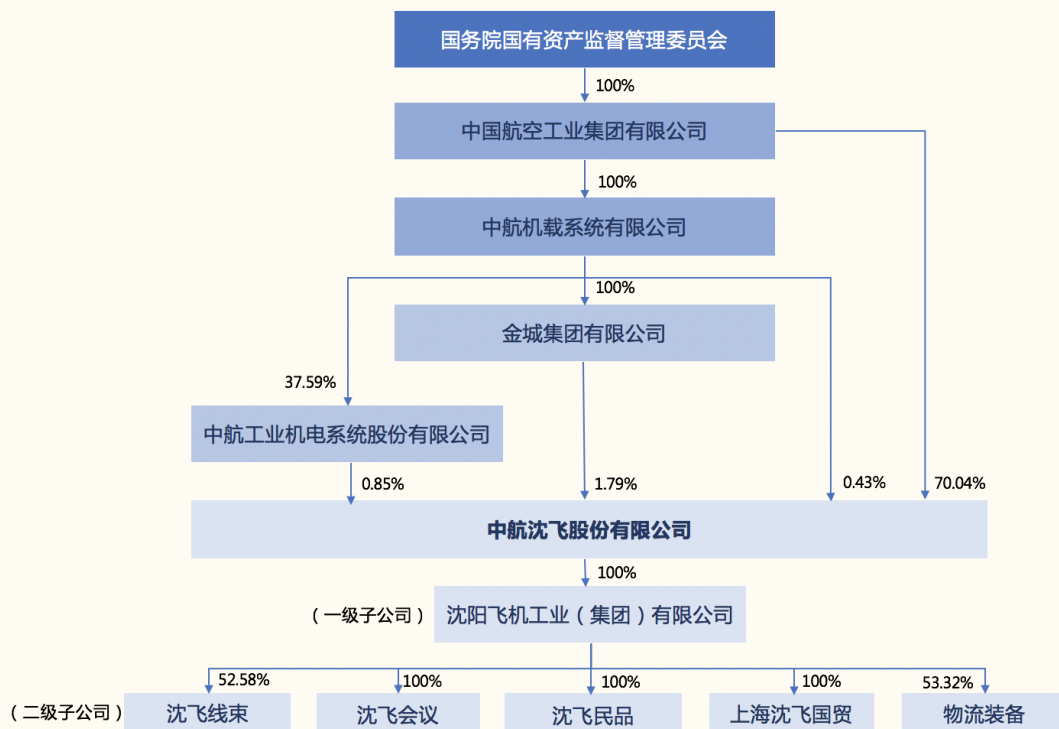
来源：公司官网，国金证券研究所整理

来源：公司公告，国金证券研究所整理

2、隶属航空工业集团，业务集中在一级子公司沈飞公司

- 中航沈飞隶属于中国航空工业（集团）有限公司，直接持股比例达 70.04%，绝对控股。

图表 3：航空工业集团直接控股比例达 70.04%



来源：公司公告、国金证券研究所整理

- 中航沈飞全部业务通过全资子公司沈飞公司（沈阳飞机工业集团有限公司）开展与运营，主营业务为歼击机、无人机、民机零部件和机械维修等，核心业务为航空防务装备的研发制造，主要产品有歼-15 舰载机、鹞鹰战斗机和无人机等。

图表 4：公司业务主要通过一级子公司沈飞公司开展与运营

子公司名称	类型	参股比例	主营业务
沈飞公司	一级子公司	100%	歼击机（含特种飞机）、无人机、民机零部件、飞机维修等
沈飞民品	二级子公司	100%	滤棒成型机组、通路地板、航空产品加工等
物流装备公司	二级子公司	53.32%	物流系统规划咨询：物流装备研发、生产、制造等
沈飞线束	二级子公司	52.58%	航空及非航空线束产品研发、生产等
沈飞会议	二级子公司	100%	住宿、正餐服务等
上海沈飞国贸	二级子公司	100%	转口贸易、自有房屋租赁等

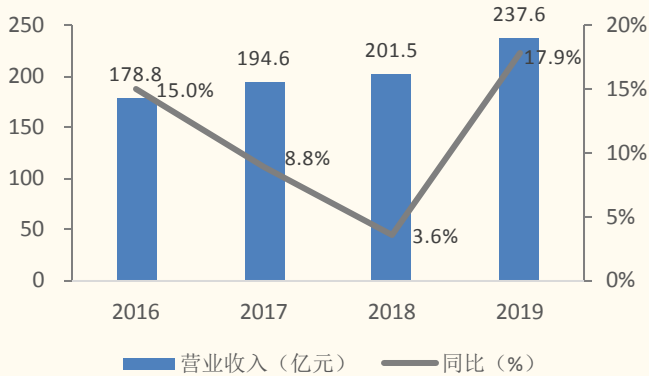
来源：公司公告，国金证券研究所整理

3、资产重组后收入利润稳步上升，2019 年业绩增长超预期

- 2017 年资产重组后，公司营收、归母净利润稳步增长。2019 年公司实现营收 238 亿元，同比增长 18%；实现归母净利润 8.8 亿元，同比增长 18%，扣非后归母净利润 8.4 亿元，同比增长 19%。2016-2019 年，公司营收、归母净利润年复合增长率分别为 10%、16%。
- 其中，以歼击机为主营业务的一级子公司沈飞公司实现营收 236 亿元，同比增长 18%，净利润 8.5 亿，同比增长 17%。

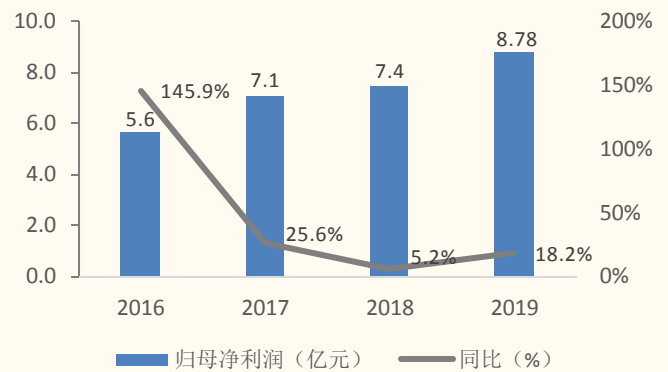
- 2020 年第一季度，公司营业收入 57 亿元，同比增长 12%；归属于母公司所有者的净利润 5 亿元，同比增长 202%。

图表 5: 2016-2019 年公司营业收入稳健增长



来源：公司公告，追溯调整后数据，国金证券研究所

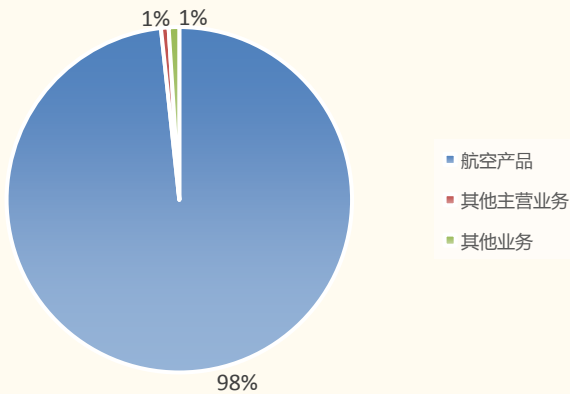
图表 6: 2016-2019 年公司归母净利润稳健增长



来源：公司公告，追溯调整后数据，国金证券研究所

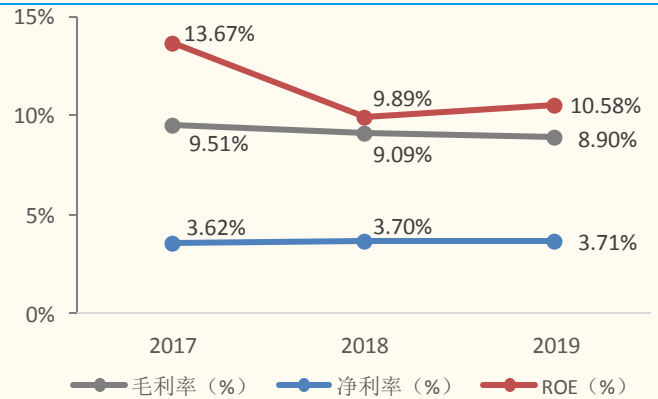
- 2019 年公司以航空产品研发制造销售为核心主业，占总营收的 98%以上。毛利率和净利率保持稳定，净利率与 2017 年相比略有提升，由 3.6%上升至 2019 年的 3.7%。与 2018 年相比，ROE 提升约 0.7%。公司整体盈利能力稳中有升。

图表 7: 2019 年公司航空产品营收占比达 98%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8: 2019 年公司净利率保持稳定，ROE 微升



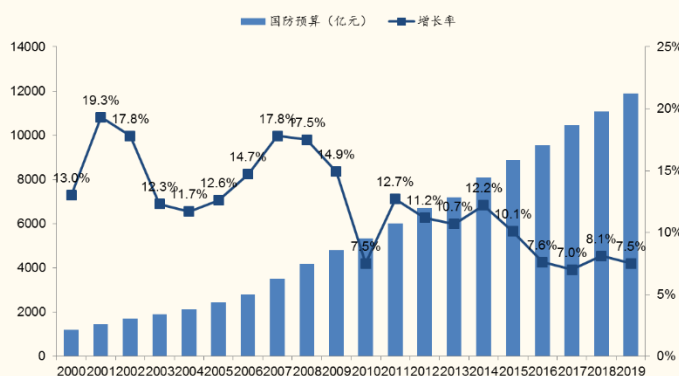
来源：公司公告，国金证券研究所

二、战斗机：空军新型歼击机换装需求迫切；海军舰载机需求增大

1、我国军费有望保持稳健增长，武器装备是投入重点，占比提升

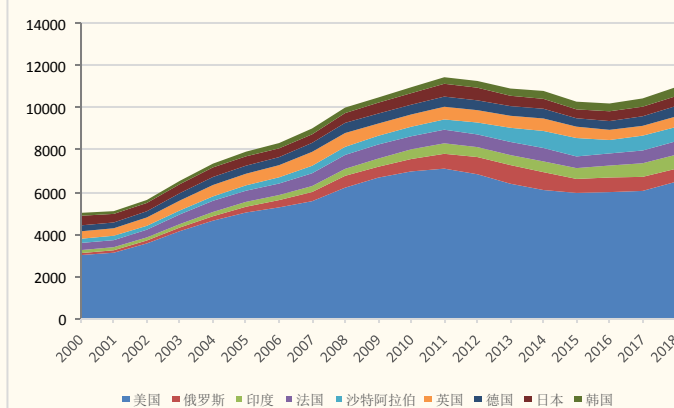
- 中国已成为世界第二大经济体，随着我国经济实力和国际地位显著提升，国防开支保持平稳增长。2019 年我国国防预算 11899 亿元，同比增长约 7.5%。2019 年中国国防开支占 GDP 比例在 1.2% 左右。
- 美国 2019 财年的国防总预算为 7160 亿美元，约 4.8 万亿元人民币，是中国的 4 倍。2019 财年美国国防预算在 GDP 中占比约为 3.4%，远高于中国。
- 近年来，全球主要国家不断增加本国的国防预算，加快发展武器装备，提升整体军事实力，军费开支保持较强的上升势头。

图表 9：中国国防开支平稳增长，2019 年同比增长 7.5%



来源：国防部，国金证券研究所

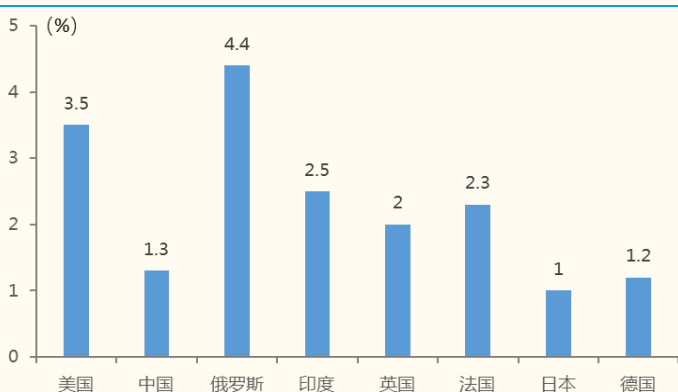
图表 10：全球主要国家国防开支不断增长



来源：SIPRI，国金证券研究所

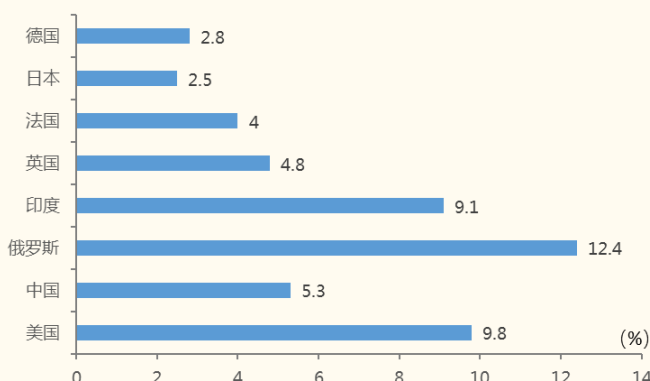
- 根据中国政府发表《新时代的中国国防》白皮书，在 2017 年国防费位居世界前列的国家中，中国国防费无论是占国内生产总值和国家财政支出的比重，还是国民人均和军人人均数额，都处于较低水平。

图表 11：2012-2017 年国防费占 GDP 平均比重国别比较



来源：《新时代的中国国防》，国金证券研究所

图表 12：2012-2017 年国防费占财政支出平均比重国别比较



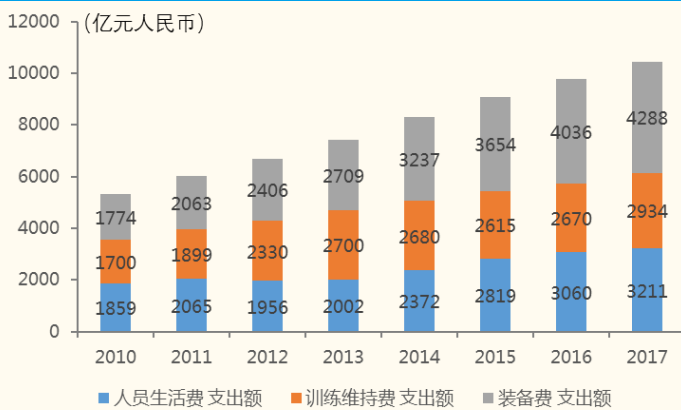
来源：《新时代的中国国防》，国金证券研究所

- 武器装备是投入重点，2017 年中国装备费在国防费中的占比提升至 41%。根据中国政府发表《新时代的中国国防》白皮书，2017 年，装备费支出 4289 亿元人民币，同比增长 6.3%，占国防费比例从 2010 年的 33% 上升至 41%。
- 2019 年我国发布《新时代的中国国防》白皮书强调“新时代中国国防和军队建设的战略目标是，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。同国家现代化进程相一致，全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装

备现代化，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”。

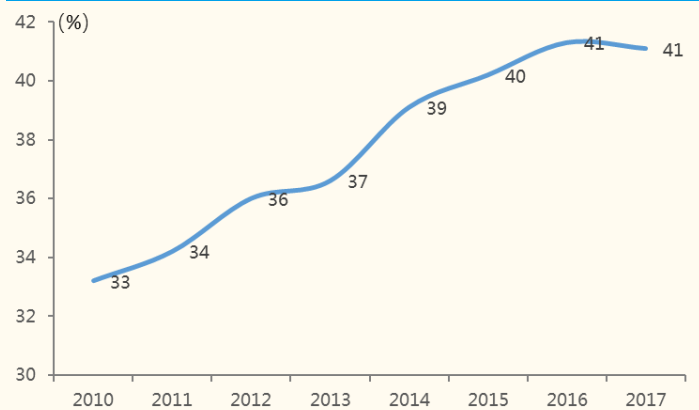
- 《新时代的中国国防》白皮书指出“中国国防开支与维护国家主权、安全、发展利益的保障需求相比，与履行大国国际责任义务的保障需求相比，与自身建设发展的保障需求相比，还有较大差距。中国国防开支将与国家经济发展水平相协调，继续保持适度稳定增长”，进一步要求“构建现代化武器装备体系。完善优化武器装备体系结构，统筹推进各军兵种武器装备发展，统筹主战装备、信息系统、保障装备发展，全面提升标准化、系列化、通用化水平。加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系”。
- 在当前国家加快国防现代化建设及航空武器装备升级换代的大背景下，航空工业集团提出了“两步走”战略目标，即到 2035 年基本建成新时代航空强国，航空工业成为主业突出、技术先进、管理规范、绩效优秀、全球资源配置能力强的世界一流航空工业集团；到本世纪中叶全面建成新时代航空强国，航空工业成为产业均衡、技术领先、管理科学、绩效卓越、具有引领全球航空产业发展的能力的世界领先航空工业集团。

图表 13：2010-2017 年国防支出中装备费占比逐步提升



来源：《新时代的中国国防》，国金证券研究所

图表 14：武器装备是投入重点，装备费占比提升至 41%



来源：《新时代的中国国防》，国金证券研究所

2、战斗机：我国现役新型战机数量、结构与军事强国存在较大差距

- 战斗机的主要任务是与敌方战斗机进行空战，夺取制空权。其次是拦截敌方轰炸机、攻击机和巡航导弹，并可携带一定量的对地攻击武器，执行对地攻击任务。随着航空技术的不断发展，现代战斗机已能执行空中优势、防空截机、纵深遮断和近距离空中支援等多种任务。
- 战斗机的划代自喷气式飞机出现后开始。2009 年以前，我国和除了俄罗斯（划分为五代）以外的欧美国家均采用美国划代标准，该标准将目前为止服役的战斗机划分为四代。2009 年以后，美国推出了“新五代”划分方法，该方法划分的第四代、第五代战机与俄罗斯的划分标准基本相同。由于我国一直采用美标的四代法，因此，本报告对于战斗机的划分均采用美标四代法。
- 目前，世界上对先进战斗机的研制和列装已步入以美国 F-22 为代表的第四代，战斗机主要关注的性能指标在其 4S 能力上，即先进的隐身性能（Stealth）、超音速巡航能力（Super Cruise）、超机动能力（Super Maneuverable）、综合航电/信息感知能力（Super Avionics）。

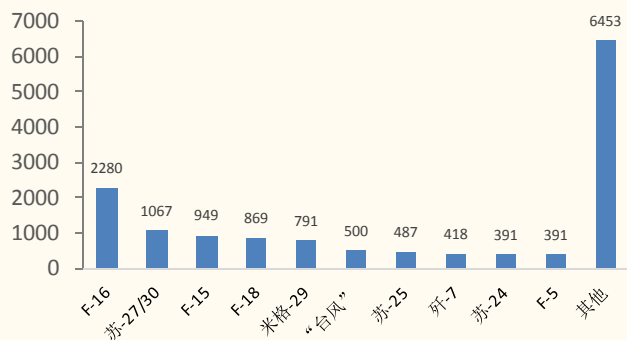
图表 15：战斗机的传统美标四代划分法

代序	作为主要装备的年代	性能特点	国外代表机型	国内代表机型
第一代	1953 年后开始服役的低超声速战斗机	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 大多采用机头进气和大后掠角梯形机翼 ◇ 起飞推重比多数在 0.5-0.6 ◇ 机载探测设备为雷达测距器 ◇ 机载武器以航炮为主 	米格-15、米格-19、F-86、F-100	歼-5、歼-6
第二代	20 世纪 50 年代末 60 年代初开始服役 Ma 2.0 一级的战斗机	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 采用小展弦比薄机翼和细长机身 ◇ 起飞推重比多数在 0.8 左右 ◇ 机载探测设备多为可用于全天候作战的火控雷达 ◇ 机载武器为红外制导的近距离空空导弹和雷达制导的中距空空导弹 	米格-21、米格-23、F-104、F-4、“幻影”III、萨伯 37	歼-7、歼-8
第三代	20 世纪 70 年代中期开始服役，以高机动性为主要特点的战斗机	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 突出中低空跨声速机动性 ◇ 发动机本身推重比达 8.0 左右，起飞推重比多数接近或超过 1.0 ◇ 机载武器大多采用空空导弹和航炮混装，以空空导弹为主的配备方案 ◇ 飞机上装有用数字式计算机控制的机载火力控制系统 	苏-27、苏-35、米格-29、F-14、F-15、F-16、F/A-18、“幻影”2000、“台风”、“阵风”、JAS 39	歼-10、歼-11
(三代半)	20 世纪 90 年代冷战结束后	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 三代机的改进型 	苏-30、苏-35、F-15E、F-18E/F	歼-10B/C、歼-15、歼-16
第四代	21 世纪开始服役或正在研制	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 采用翼身融合体和具有隐身或部分隐身能力的气动布局 ◇ 部分复合材料的机体结构 ◇ 装带推力可转向的本身推重比 10，一级的先进航空发动机，起飞推重比超过 1.0 ◇ 机载火控系统是可同时跟踪和攻击多个控制目标的多功能火控雷达 ◇ 主要机载武器是有大离轴角和发射后不管的空空导弹 	苏-57、F-22、F-35	歼-20、鹞鹰 FC-31

来源：《新航空概论》，国金证券研究所整理

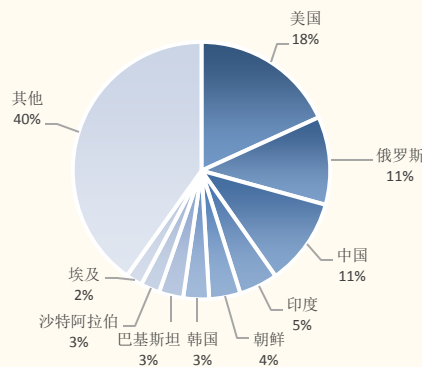
- 我国现役战斗机结构和数量与世界空军强国差距较大，升级换装需求强烈。
- 根据《World Air Force 2020》报告数据，全球装备数量排名前 10 的战斗机中，以美俄型号为主，我国仅二代机歼-7 入列。
- 在没有代差的情况下，战机数量是战争的优势之一。单从战斗机总量（包括轰炸机）上看，美国占绝对优势，我国与俄罗斯旗鼓相当。2019 年，美国现役战斗机总量为 2657 架，俄罗斯 1616 架，我国 1603 架，分别占全球战斗机总量的 18%，11%和 11%。

图表 16：全球数量排名前十战斗机以美俄型号为主



来源：《World Air Force 2020》，国金证券研究所

图表 17：美国战斗机占全球总量的18%，中国占11%



来源：《World Air Force 2020》，国金证券研究所

- 根据《World Air Force 2020》报告数据，从战斗机构成分布上看，美国现役战斗机已经实现了全三代以上，并开始加速列装 F-22、F-35 等四代战机，仅已披露订单量就达 1700 多架。现役四代机 320 架，占歼击机总量（2085 架）达 15%。
- 根据《World Air Force 2020》报告数据，我国第三代和第四代歼击机规模和世界空军强国还存在差距。我国三代机、四代机数量和美国、俄罗斯相比都差距较大。我国目前仍有 500 多架二代歼击机，占比达 45%，面临迫切的升级换装需求。

图表 18：中美俄现役战斗机型号数量对比

美国			俄罗斯			中国		
型号	数量	代际划分	型号	数量	代际划分	型号	数量	代际划分
空军								
A-10C	287	/	MiG-29/35	251+ (34)	第三代	H-6	120	/
AC-130J	11	/	MiG-31	132	第三代	J-7	388	第二代
AC-130U/W	20	/	Su-24	274	第二代	J-8	96	第二代
B-1B	59	/	Su-25	194	第二代	J-10	235	第三代
B-2	19	/	Su-27/30/35	429+ (54)	三代/三代半	J-11/16/Su-27/30/35	351	三代/三代半
B-21	(100)	/	Su-34	123+ (15)	三代半	J-20	15	第四代
B-52H	74	/	Su-57	(78)	第四代	JH-7	69	/
F-15C/E	431	三代/三代半	Tu-22M	67	/	Q-5	118	/
F-16C	790	第三代	Tu-95	42	/			
F-22	177	第四代	Tu-160	16+ (50)	/			
F-35A	86+(1555)	第四代						
海军								
AV-8B/+	102	/	MiG-29	18	第三代	H-6	30	/
F/A-18A/C/D	143	第三代	Su-24	22	第二代	J-7	30	第二代
F-35B/C	52	第四代	Su-25	4	第二代	J-8	47	第二代
F/A-18E/F	401+ (96)	三代/三代半	Su-27/30/33	43+ (23)	三代/三代半	J-10	25	第三代
F-35C	5+ (236)	第四代				J-15/Su-30/33	45+ (50)	第三代
						JH-7	34	

来源：《World Air Force 2020》，括号内为 2019 年订单数量，国金证券研究所整理

- 目前，世界战斗机研发领域，美国遥遥领先。其 F-22 战机是世界上第一种单座双引擎第四代隐形战斗机，另一种四代战机 F-35 也开始规模化列装。
- 根据 2019 年国庆阅兵期间的央视新闻报道，我国四代战机歼-20 已开始列装部队。
- 由于作战需求、科技实力以及经费限制等多方面因素，今后相当长的一段时间内，三代机仍然在各国空军装备中占较大比重。在当下体系对抗的情况下，四代机与三代机混合编队可以取长补短，相互配合，很可能是今后一个时期空中作战行动的一种比较常用的方式。

3、我国高新武器装备体系化发展，空军海军歼击机列装需求持续

- 我国是世界上邻国最多的国家，共 20 个邻国，包括 14 个陆上邻国 6 个海上邻国。作为一个崛起中的发展中大国，面临复杂的国际形势。
- 党的十八大以来，我国空军围绕党在新形势下的强军目标，按照习主席建设一支“空天一体、攻防兼备”的强大人民空军的战略要求，聚焦新体制新职能新使命，全面推进空军战略转型由量变积累向质变跨越迈进。
- 2018 年 11 月 11 日，“庆祝人民空军成立 69 周年记者见面会”上，徐安祥中将说，中国空军现代化建设的第一步，是到 2020 年基本跨入战略空军门槛，初步搭建“空天一体、攻防兼备”战略空军架构，构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系，不断增强机遇信息系统的体系作战能力。我国目前仍有占比较大的二代战机，换装需求强烈。
- 我国自主研发的新一代隐形战机歼-20 列装部队，与歼-10B/C 和歼-16 等新一代多用途战斗机协同配合作战，制空和空地、空海打击能力进一步增强，是全面形成作战能力的重要一步。
- 2019 年 10 月，歼-20，歼-16 和歼-10C 组成的“空中三剑客”首次齐聚，亮相国庆阅兵式，展示了我国航空工业空军新实力。
- 歼-20 是我国第四代双发重型隐形战斗机，担负着我军未来对空、对海的主权维护任务。歼-20 于 2011 年初实现首次试飞，在 2018 年 11 月的航空航天博览会上，歼-20 以编队形式展示。

图表 19：空中“三剑客”歼-20、歼 16、歼-10C 齐聚亮相建国 70 周年阅兵



来源：央视新闻，国金证券研究所

图表 20：第 12 届中国国际航空航天博览会歼-20 展示战
机内载导弹



来源：中国空军网，国金证券研究所

- 歼-16 战机是一款第三代半双座双发重型多用途战斗机。在体系联合中，歼-16 能作为一个信息节点，进行信息获取和中转，发挥“空中指挥官”的作用。歼-16 于 2011 年 10 月实现首飞。
- 歼-10C 是我国自主研发三代改进型超音速多用途战斗机，是歼-10 系列最先进的飞机，弥补了空军在对地精确打击方面的短板，使空军的攻防体系进一步完善。歼-10C 配备了先进的传感器和信息攻防系统，拥有先进的航电系统和武器配置，具备中近距制空和对地面、海面目标的精确打击能力。

与其他作战力量配合，可以在进攻型的制空、制地和制海突击中发挥重要作用。

图表 21: 歼 16 战斗机



来源：环球网，国金证券研究所

图表 22: 歼-10 战斗机



来源：航空工业集团官网，国金证券研究所

- 人民海军进入“双航母时代”，舰载战斗机列装需求迫切。2019 年 12 月 17 日，我国第一艘国产航母“山东舰”入列，标志着人民海军进入“双航母时代”。
- 据央视新闻报道，“山东舰”可搭载 35 架歼-15 舰载战斗机，“辽宁号”可搭载 24 架舰载战斗机。未来，随着我国航母数量增加，将带来更多舰载战斗机的需求。

图表 23: 首艘国产航母“山东舰”正式入列



来源：央视新闻，国金证券研究所

图表 24: “山东舰”可搭载 35 架舰载战斗机



来源：央视新闻，国金证券研究所

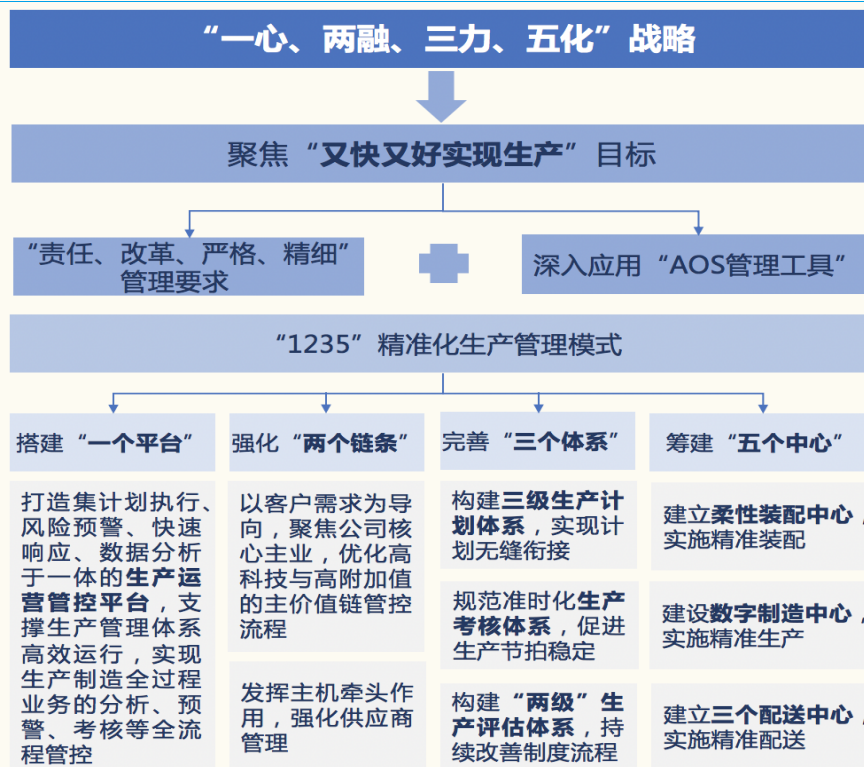
- 成飞和沈飞是我国歼击机研制生产的主力，均为中国航空工业集团旗下歼击机研制公司，两者产品战略布局存在一定差异。
- 目前，沈飞的歼击机产品以陆基歼击机和舰载机为主，包括歼-15 舰载机、歼-16 战斗机，以及在研的歼-31“鹞鹰”战斗机等。
- 目前，成飞的主要产品有歼-10、歼-20 系列战斗机，中巴合作研制的“枭龙”战斗机等。

三、公司产品加速升级换代：歼击机、舰载机、无人机齐飞

1、均衡生产成效显著，实现历史性突破

- 公司聚焦航空工业“一心、两融、三力、五化”新时代发展战略，强化计划管理，狠抓过程管控，推动供应链整体协同，稳步推进均衡生产。通过实现科研生产时间节点整体前移，逐步实现计划均衡化，生产组织均衡化，资源配套均衡化，产品交付均衡化。
- 公司坚持以“又好又快产品实现”为中心，大力推进 AOS 管理工具应用，推行“1235”精准化生产管理模式，搭建“一个平台”，强化“两个链条”，完善“三个体系”，筹建“五个中心”，着力推进均衡生产目标实现。

图表 25：中航沈飞生产计划和供应链管控能力不断增强，深入推进均衡生产



来源：中国航空新闻网，公司官网，国金证券研究所整理、绘制

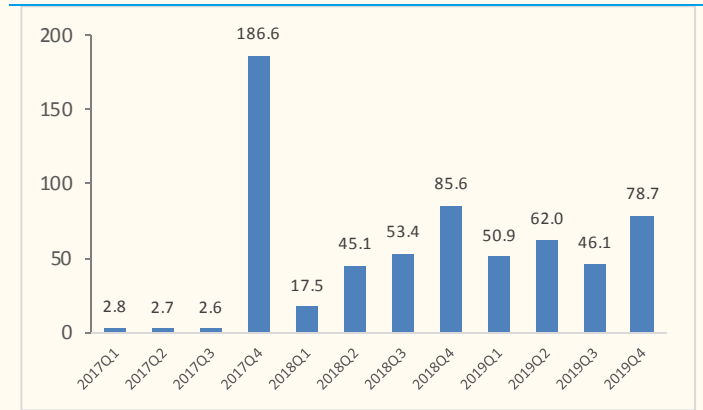
- 2019 年，航空工业集团专门致信祝贺公司提前二十多天完成军机年度生产任务，首次实现集团公司确定的均衡生产高级目标，达历史最好水平。
- 公司季度间收入差距不断缩小，均衡生产成效显著。2019 年，公司四个季度分别实现营收 51 亿、62 亿、46 亿和 79 亿，比例约为 2.5:3:2.3:4。与 2018 年（1:2.3:2.7:4.3）相比，季度间收入差异进一步缩小，基本接近 2:3:2:3 的均衡生产节奏。

图表 26：航空工业祝贺沈飞实现集团均衡生产高级目标



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 27：2017-2019 单季营业收入逐步均衡化（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

2、实施股权激励计划，有利于公司业绩提升

- 中航沈飞自 2018 年开始实施股权激励计划，给予公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理和技术骨干股票激励，并将扣非净利润、净资产收益率、净利润增长率和经济增加值等业绩指标纳入解锁条件。该计划的实施，有利于提高公司高管和核心员工的积极性，提升公司综合管理绩效。
- 2018 年 5 月，中航沈飞发布 A 股限制性股票长期和第一期激励计划草案，并于同年 11 月 2 日完成第一期激励计划的授予，以 22.53 元/股的价格向 80 名激励对象（公司高管和董事 12 人，核心管理和技术骨干 68 人）授予 317.1 万股限制性股票，占当时总股本的 0.227%。
- 长期激励计划分期实施，每期有效期为 5 年，包括 2 年禁售期和 3 年解锁期，每年分别解锁总数的 33.3%、33.3%、33.4%。每期实施的间隔为 3 年。
- 激励计划的解锁业绩条件为限制性股票锁定期内各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣非净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平，且不得为负。

图表 28：股权激励计划解锁条件

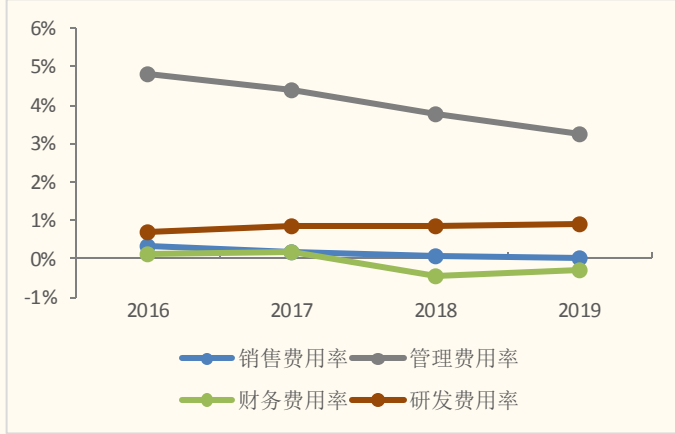
期数	可解锁日前一会计年度净资产收益率	可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度净利润复合增长率	可解锁日前一个会计年度 EVA（经济增加值）指标完成情况
第一期	≥6.5%且不低于对标企业 75 分位水平	≥10%且不低于对标企业 75 分位水平	达到集团公司下达的考核目标且 $\Delta EVA > 0$
第二期	≥7.5%且不低于对标企业 75 分位水平	≥10.5%且不低于对标企业 75 分位水平	达到集团公司下达的考核目标且 $\Delta EVA > 0$
第三期	≥8.5%且不低于对标企业 75 分位水平	≥11%且不低于对标企业 75 分位水平	达到集团公司下达的考核目标且 $\Delta EVA > 0$

来源：公司公告，国金证券研究所整理

3、期间费用效率提升显著，完成业绩承诺

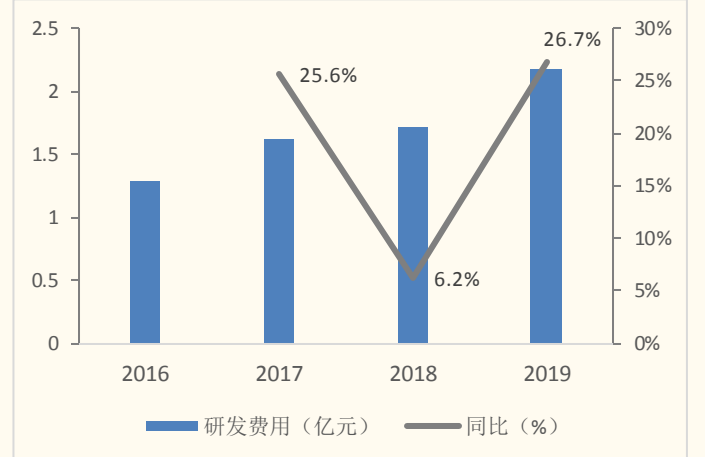
- 公司三费率均有不同程度下降，经营质量改善显著。2016 年以来，公司管理费用率大幅下降，销售费用率和财务费用率小幅下降后维持持较低水平，成本控制效果显著。
- 公司研发投入持续加大，加速推进技术升级创新。2019 年，公司研发费用 2.18 亿元，同比增长 27%，2016-2019 年复合增速达 19%。随着公司新机研制的稳步推进，我们预计未来研发投入还会不断增长。

图表 29: 2016-2019 年公司费用率变化



来源: 公司公告、国金证券研究所整理

图表 30: 2016-2019 年研发投入持续加大



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司与航空工业集团于 2017 年 9 月 22 日签署《盈利预测补偿协议》，承诺资产重组后，在 2017 年度、2018 年度、2019 年度母公司合并报表范围内扣非经常性损益后的净利润分别不低于 5.98 亿元、6.40 亿元、6.67 亿元。2017-2019 年，公司实际盈利实现了业绩承诺。

图表 31: 2017-2019 年，公司实际盈利均实现了业绩承诺 (单位: 亿元)

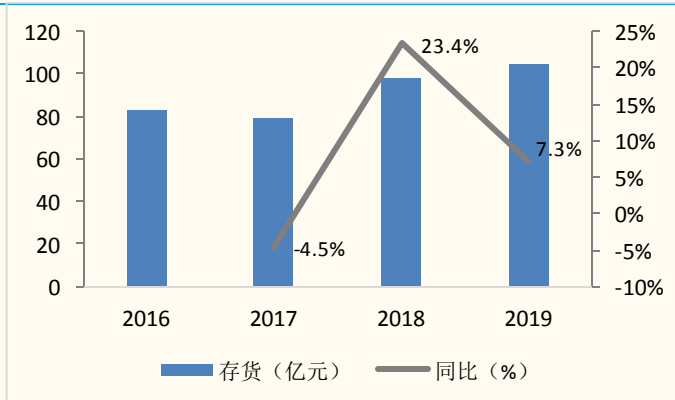
业绩承诺标的资产	2017 年			2018 年			2019 年		
	承诺扣非净利润	实际完成扣非净利润	是否完成	承诺扣非净利润	实际完成扣非净利润	是否完成	承诺扣非净利润	实际完成扣非净利润	是否完成
沈飞公司	5.984	6.040	是	6.403	6.469	是	6.668	7.483	是
物装公司	0.039	0.043	是	0.038	0.039	是	0.037	0.039	是
线束公司	0.041	0.042	是	0.042	0.048	是	0.043	0.056	是

来源: 公司公告、国金证券研究所整理

4、公司存货持续增加，我们判断公司在手订单保持较高水平

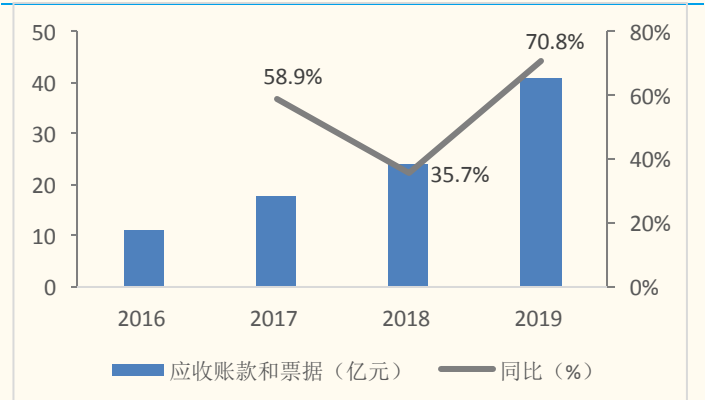
- 公司 2018-2019 年存货持续增加，2019 年存货 105 亿，同比增长 7.3%；我们判断公司在手订单保持较高水平。应收账款和票据自 2016 年以来大幅增加，2019 年达 41 亿，同比增长 71%。

图表 32: 2018-2019 年公司存货持续增加



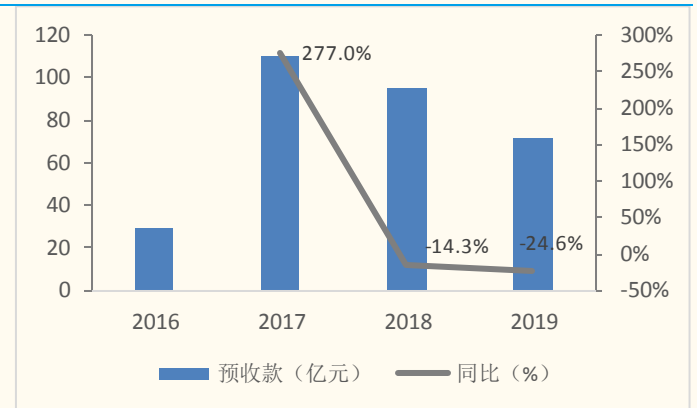
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 33: 2019 年公司应收账款和票据增加 71%



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 34: 2019 年公司预收账款下降 24.6%



来源: 公司公告、国金证券研究所

5、产品加速升级换代: 歼击机、舰载机、无人机齐飞

- 公司 2019 年年报显示,“十四五”期间,公司将注重加速推进产品升级换代,拓宽航空产品谱系,优化产业布局,加速产业融合,提升价值创造能力,形成公司新的增长点。
- 根据公司公告及官方网站披露,目前公司主要生产歼-15 等战斗机,公司还研制了第四代鹞鹰战斗机。

图表 35: 歼-11B 歼击机



来源: 央视新闻、国金证券研究所

图表 36: 2012 年 11 月, 歼-15 在“辽宁舰”实现首次着舰和舰上起飞



来源: 公司官网、国金证券研究所

- 歼-15 是我国自主研发的首型固定翼舰载多用途战斗机,可实行制空、制海等作战任务,是目前我们航母编队的核心作战打击力量。
- 2009 年 8 月 31 日,歼-15 实现首飞并取得圆满成功。2012 年 11 月 23 日,歼-15 舰载战斗机在“辽宁舰”首次成功着舰并完成舰上滑跃起飞,是我国海军建设历程中重要的里程碑,标志着“辽宁舰”成为真正的航空母舰。
- 歼-15 为第三代战斗机改进型,中文绰号为“飞鲨”,具有作战半径大、机动性能好、载弹量多等特点,可根据不同作战任务携带多种精确打击武器,实现全海域全空域打击作战能力。
- 歼-15 融合了歼-11B 的技术,配装了两台大功率发动机,实现了机翼折叠,全新设计了增升装置、起落装置和拦阻钩等系统。作为舰载机,歼-15 的整体设计使飞机在保持优良的作战性能的同时,达到了着舰要求的飞行特性。
- 随着我国“山东舰”航母正式入列,对舰载机的新增列装需求和已服役舰艇的歼击机更新需求,未来 3 年,海军对歼-15 的需求有望迎来加速增长。

- 歼-16 是在歼-11 系列基础上发展而来的新型三代半多用途战斗机，弥补了我国空军重型战斗机数量不足的短板，为适应空军战略转型需要，由我国自行研制，于 2017 年 7 月首次亮相建军 90 周年阅兵式。
- 歼-16 是助力空军加快向“攻防兼备”转型的主战机型，是空军未来对地对海打击的主力，在未来一段时间将继续发挥重要作用，需求将持续。

图表 37：歼-16 战机与异型机展开对抗训练



来源：解放军报记者报、国金证券研究所

图表 38：歼-31 “鹞鹰” 战斗机



来源：中航沈飞官网、国金证券研究所

- 歼-31 “鹞鹰” 是我国自主研发的中型多用途第四代战斗机，采用单座、双发、外倾双垂尾、全动平尾的正常式布局，两侧布置大 S 弯进气道，配置内埋武器舱，具有高生存力、多任务能力、高性价比以及优异的综合保障性能等特点。
- 2012 年 10 月 31 日，“鹞鹰” 战机成功首飞，我国成为世界上第二个同时试飞两种四代机原型的国家。“鹞鹰” 战机目前属于沈飞自研产品。

图表 39：歼-31 的四大主要性能特点

多任务能力	高生存力
1. 强大的目标探测和外部信息综合能力	1. 低雷达可探测性
2. 优异的态势感知和信息共享能力	2. 低红外辐射特性
3. 超视距多目标攻击和大离轴角全向攻击格斗空战能力	3. 优异的电子对抗性能
4. 对地和海面目标精确打击能力	4. 低易损性
5. 适应复杂气象条件和广地域使用能力	优异的综合保障性能
	高性价比

来源：航空工业集团官网，国金证券研究所

- 无人化战机是下一代战机发展的主要趋势，是世界各国军事强国装备发展的重点。无人歼击机产品有望在未来成为沈飞有力的业绩增长点。
- “暗剑” 无人机具有超音速，超高机动性和低空探测性等特点。与有人驾驶的战斗机相比，无人战机具有机动灵活、情报时效性强、作战使用成本低且零伤亡的独特优势，是实现战场感知和打击效果评估的重要手段之一，已成为信息化条件下作战效能的倍增器。
- 2006 年 10 月底，由沈阳飞机设计研究所设计的“暗剑” 无人歼击机模型首次亮相珠海航展。人民网 2018 年 6 月报道，军事专家称“暗剑” 无人机可与歼-20 配合实现双隐身布局，最大限度降低整个编队被敌方发现的概率。

- 从气动布局、基本形状和结构上看，“暗剑”将隐身作为主要目标，实现隐身飞行、隐身突防、隐身攻击，有助于隐蔽作战能力的提升。其次，“暗剑”无需生命保障系统，可进入更加复杂的环境，其智能化系统可实现遥控飞行或按照自主规划的线路飞行。
- “暗剑”既可以对目标区域进行侦查，也能携带对地炸弹和导弹对地面目标执行精确攻击和高效毁伤，还能携带反舰导弹对海上作战舰艇进行攻击。
- 由于无人机对环境的准确感知能力和灵活反应能力不如有人驾驶战机，对复杂任务的执行存在一定的局限性。因此，无人战机发展的初级阶段有可能与有人驾驶战机组成编队，提高综合作战能力。随着信息技术和自主控制技术的快速发展，预计无人机单独作战的能力会不断增强。

图表 40：2006 年珠海航展“暗剑”无人机模型首次亮相



来源：《国际展望》，国金证券研究所

图表 41：沈飞研发人员与“暗剑”高速无人机合影



来源：人民网，国金证券研究所

四、盈利预测与估值：6-12 月目标市值 650 亿元

- 特种装备收入：公司核心业务为航空产品。我们预计公司 2020-2022 年特种装备收入增速为 18%、17%、16%。
- 综合毛利率：考虑到规模效应逐步显现，我们预计公司 2020-2022 年综合毛利率稳中有升。
- 预计 2020-2022 年公司归母净利润 13.0/14.9/17.5 亿元，同比增长 48%/14%/18%，EPS 为 0.9、1.1 和 1.3 元，PE 为 38、33 和 28 倍。

图表 42：公司盈利预测与费用率假设

单位：百万元	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
航空产品	18095	19808	23358	27562	32248	37408
Yoy		9.47%	17.92%	18%	17%	16%
成本	16361	18003	21270	24944	29120	33666
毛利率	9.58%	9.11%	8.94%	9.5%	9.7%	10%
其他业务	241	199	233	240	270	300
其他主营业务	1123	144	173	170	180	190
总收入	19459	20151	23764	27972	32698	37897
Yoy		3.6%	17.9%	17.7%	16.9%	15.9%
总毛利率	9.51%	9.09%	8.90%	9.55%	9.68%	9.98%
销售费用率	0.18%	0.08%	0.04%	0.05%	0.06%	0.08%

管理费用率	5.23%	3.76%	3.27%	3.2%	3.4%	3.5%
研发费用率		0.85%	0.92%	0.9%	0.9%	0.9%
财务费用率	0.2%	-0.4%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.4%
所得税率	13.0%	13.8%	13.2%	12.3%	12.7%	12.9%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 我们选取 12 家主流军工股对中航沈飞进行估值, 这些主流军工股 2021 年的平均估值为 43 倍。
- 参考公司历史估值中枢, 考虑到公司作为歼击机龙头的稀缺性和战略价值, 我们给予公司 2021 年 45 倍 PE, 对应目标市值 650 亿元, 6-12 月目标价 46.4 元。首次评级, 给予“买入”评级。

图表 43: 估值: 考虑战斗机龙头的战略价值和稀缺性, 给予 45 倍 PE 估值

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600893	航发动力	24.58	0.57	0.67	0.79	43	37	31
600967	内蒙一机	10.38	0.40	0.48	0.55	26	22	19
600038	中直股份	44.36	1.24	1.51	1.77	36	29	25
002389	航天彩虹	13.17	0.38	0.49	0.60	35	27	22
000547	航天发展	15.48	0.57	0.73	0.92	27	21	17
002179	中航光电	35.74	1.15	1.39	1.69	31	26	21
600372	中航电子	13.81	0.36	0.42	0.49	38	33	28
600990	四创电子	39.35	1.05	1.35	1.46	37	29	27
600562	国睿科技	15.17	0.17	0.20	0.26	90	75	59
600150	中国船舶	18.82	0.11	0.13	0.16	165	140	119
300699	光威复材	57.00	1.24	1.56	1.97	46	37	29
600862	中航高科	16.04	0.30	0.41	0.55	53	39	29
平均值						52	43	35
600760	中航沈飞	34.90	0.94	1.04	1.23	38	33	28

来源: Wind, 国金证券研究所 (除内蒙一机和中航沈飞为国金预测外, 其余均为 Wind 一致预期; 股价截止为 2020 年 5 月 15 日)

五、风险提示: 歼击机换装需求不及预期、鹞鹰战机进展低于预期风险

- 新冠疫情影响超预期风险。如果未来新冠疫情影响超预期, 则可能会影响公司主要产品的供应链情况, 公司正常生产和交付节奏存在受影响的可能性。
- 新型战斗机换装需求不及预期风险。如果因疫情影响、经济下滑导致国防军工经费开支低于预期, 新型战斗机存在换装节奏低于预期风险。
- 公司第四代鹞鹰战斗机进展时间低于预期风险。“鹞鹰”战机目前属于沈飞自研产品, 未来定型、列装进展在时间上具有一定的不确定性。
- 股东解禁风险: 2020 年 12 月 14 日有 9.4 亿股面临解禁, 占解禁前流通股的 236%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	19,459	20,151	23,761	27,972	32,698	37,898	货币资金	9,247	9,315	7,568	8,034	8,358	8,991
增长率		3.6%	17.9%	17.7%	16.9%	15.9%	应收款项	1,774	2,399	4,139	4,697	5,648	6,548
主营业务成本	-17,608	-18,319	-21,647	-25,300	-29,533	-34,114	存货	7,920	9,771	10,486	12,352	15,140	18,043
%销售收入	90.5%	90.9%	91.1%	90.4%	90.3%	90.0%	其他流动资产	1,217	496	612	1,310	1,634	2,065
毛利	1,851	1,832	2,114	2,672	3,165	3,784	流动资产	20,158	21,981	22,805	26,393	30,779	35,647
%销售收入	9.5%	9.1%	8.9%	9.6%	9.7%	10.0%	%总资产	76.4%	77.3%	78.0%	80.2%	82.0%	83.6%
营业税金及附加	-49	-34	-38	-45	-52	-61	长期投资	783	721	604	604	604	604
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	4,255	4,456	4,507	4,586	4,766	4,935
营业费用	-35	-15	-10	-14	-20	-30	%总资产	16.1%	15.7%	15.4%	13.9%	12.7%	11.6%
%销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	1,018	1,026	993	976	959	952
管理费用	-1,018	-929	-996	-1,147	-1,406	-1,668	非流动资产	6,232	6,458	6,418	6,531	6,737	6,991
%销售收入	5.2%	4.6%	4.2%	4.1%	4.3%	4.4%	%总资产	23.6%	22.7%	22.0%	19.8%	18.0%	16.4%
息税前利润 (EBIT)	750	854	1,070	1,467	1,687	2,025	资产总计	26,389	28,439	29,223	32,924	37,516	42,638
%销售收入	3.9%	4.2%	4.5%	5.2%	5.2%	5.3%	短期借款	219	224	34	223	234	278
财务费用	-34	88	65	2	-72	-141	应付款项	17,252	18,463	18,307	21,401	25,021	30,568
%销售收入	0.2%	-0.4%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.4%	其他流动负债	530	598	714	692	851	485
资产减值损失	-14	-68	-127	-125	-67	-48	流动负债	18,000	19,284	19,055	22,316	26,106	31,331
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	450	450	450	450	450	450
投资收益	109	-33	-34	50	60	70	其他长期负债	632	501	396	698	745	789
%税前利润	13.5%	n.a	n.a	3.4%	3.5%	3.5%	负债	19,082	20,236	19,901	23,464	27,301	32,570
营业利润	788	865	1,015	1,457	1,683	1,986	普通股股东权益	7,133	7,863	8,688	8,823	9,575	9,425
营业利润率	4.0%	4.3%	4.3%	5.2%	5.1%	5.2%	少数股东权益	174	341	634	637	640	643
营业外收支	21	-1	-1	30	26	30	负债股东权益合计	26,389	28,439	29,223	32,924	37,516	42,638
税前利润	808	864	1,014	1,487	1,709	2,016	比率分析						
利润率	4.2%	4.3%	4.3%	5.3%	5.2%	5.3%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-105	-119	-133	-183	-217	-260	每股指标						
所得税率	13.0%	13.8%	13.2%	12.3%	12.7%	12.9%	每股收益	0.506	0.531	0.627	0.929	1.063	1.252
净利润	704	746	881	1,304	1,492	1,756	每股净资产	5.105	5.615	6.204	6.300	6.837	6.730
少数股东损益	-3	2	3	3	3	3	每股经营现金净流	2.338	0.168	-0.865	-0.782	-0.802	-1.308
归属于母公司的净利润	707	743	878	1,301	1,489	1,753	每股股利	4.374	4.374	6.171	6.200	6.400	6.600
净利率	3.6%	3.7%	3.7%	4.7%	4.6%	4.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.91%	9.45%	10.10%	7.12%	7.70%	8.47%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	2.68%	2.61%	3.01%	6.62%	7.10%	7.73%
净利润	704	746	881	1,304	1,492	1,756	投入资本收益率	8.18%	8.30%	9.47%	7.09%	8.21%	9.47%
少数股东损益	-3	2	3	3	3	3	增长率						
非现金支出	516	576	633	726	767	859	主营业务收入增长率	1586%	3.55%	17.91%	17.72%	16.89%	15.90%
非经营收益	-31	0	9	-151	-139	-197	EBIT增长率	N/A	13.84%	25.30%	37.09%	15.02%	20.05%
营运资金变动	2,078	-1,087	-2,733	-2,974	-3,243	-4,250	净利润增长率	2446%	5.16%	18.12%	48.23%	14.40%	17.74%
经营活动现金净流	3,266	235	-1,211	-1,095	-1,123	-1,832	总资产增长率	1454%	7.77%	2.55%	12.89%	13.95%	13.65%
资本开支	-372	-611	-559	-614	-827	-938	资产管理能力						
投资	123	20	24	-100	-100	-100	应收账款周转天数	16.8	37.4	48.4	60.0	62.0	62.0
其他	-83	1	0	50	60	70	存货周转天数	84.5	176.2	170.8	180.0	189.0	195.0
投资活动现金净流	-331	-590	-534	-664	-867	-968	应付账款周转天数	59.8	137.9	151.8	151.0	153.0	158.0
股权募资	1,644	71	0	0	0	0	固定资产周转天数	53.7	61.0	56.3	47.5	41.6	36.5
债权募资	-17	5	-190	289	0	0	偿债能力						
其他	57	345	128	-33	-37	-48	净负债/股东权益	-117%	-105.34%	-76.00%	-77.81%	-75.12%	-82.07%
筹资活动现金净流	1,684	422	-62	256	-37	-48	EBIT利息保障倍数	21.9	-9.7	-16.5	-381.2	13.7	8.8
现金净流量	4,619	66	-1,807	-1,504	-2,027	-2,848	资产负债率	72.31%	71.15%	68.03%	68.80%	69.30%	70.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	4
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH