

国防军工

证券研究报告

2021年04月05日

主机厂关联交易分析：甲方大额预付模式或到来&高景气

● 整体分析：五大主机厂关联交易均指向高景气，行业进入共振高景气阶段

截止2021年4月1日，中航沈飞、航发动力、中直股份、洪都航空、中航西飞五大主机厂均披露2021年度日常关联交易预计公告。（考虑到中航飞机2020年完成总装资质的置入，因此2021年关联交易额采购和出售会显著下降，因此在整体法分析过程中将其剔除。）

从整体看，主机厂2021年关联交易销售货物预计值565.64亿元，指标较2020年同比增长25.78%；2021年关联交易采购货物预计值528.68亿元，指标较2020年同比增长25.71%。

整体法分析结论：主机厂2021年关联交易销售/采购货物同比大幅提升，预示主机厂对2021年行业景气判断较为乐观，行业高景气或从原材料备货牵引下的上游企业传导到进入“十四五”交付阶段的下游主机企业，我们预计各主机厂排产有望于2021年起持续提升。同时，考虑到整体产品批量生产将产生规模效应，从而提升毛利率，预计各主机厂利润将快速提升，业绩望呈现加速释放态势。

● 企业微观分析：甲方大额预付模式或到来，主机经营改善显著，企业共振指向高景气

- **武器装备预付机制或变革，甲方中长期订单或执行大额单次预付款：**中航沈飞高达500亿元的对集团财务公司的归结存款或预示了“十四五”有望迎来大额订单采购。此款项高达2020年公司收入的1.83倍，或因甲方客户的中长期预付款预期到账所致，因此“十四五”武器装备订货模式或出现变化。甲方长期订单的大额预付模式或于2021年开始执行。在充足的资金支持下，下游企业经营质量或持续向好。
- **关联交易中材料采购、销售商品金额显著增长，四大主机共振共同指向高景气：**通过分析四大航空主机厂2020年年报以及21年预计关联交易情况，关联交易中材料采购和销售商品项目的金额大幅增长预示需求提升，“十四五”期间行业进入景气周期。
- **航空主机企业经营质量改善明显，或为企业主观降本增效与行业强需求牵引共同推动。**
- 中直股份、中航西飞公司出现甲方合同结算速度低于企业交付速度的情况，因此按履约进度已确认合同收入但尚未结算的资产项——合同资产大幅增长，2020年部分主机企业或出现收入确认延后现象。此情况或因行业景气度进入拐点后，交付任务量超过用户接收能力导致，该情况或因甲方大额预付模式的开启而得到解决。

投资建议：本次分析的主机企业，主要代表航空、导弹领域，因军工央企集团为上、中、下游全产业链布局，长期的发展后形成了较为闭环的配套体系，因此央企集团内部关联交易分析就尤为重要。通过分析我们可以发现，下游企业2021年度关联交易预算相对2020年度有了较大的增长，其中材料采购、销售商品显著增长，因此我们可以判断，航空、导弹产业预计进入全产业链共振的高景气阶段。此外甲方长期大额预付模式下，产业链企业预计将进入经营质量持续向好阶段。

经过调整后，军工板块PE-TTM为50%分位数以下，PEG相对估值的历史分位值处于20%以下，军工板块“十四五”预期或已经过调整得到消化，持续看好“十四五”换装对应的航空、导弹、无人机及其中上游企业，推荐“垄断性下游”如中航沈飞、航发动力、航天彩虹等；“白马上游”中航光电、火炬电子、中航高科等；“高弹性信息化”航天发展、中科星图、星网宇达等的配置思路。

风险提示：军工订单低于预期，军工改革低于预期，订单交付不及预期，宏观市场流动性风险等

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

李鲁靖

分析师

SAC执业证书编号：S1110519050003

lilujing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《国防军工-行业深度研究:世界国防发展2020年总结》2021-03-22
- 2 《国防军工-行业点评:“十四五”草案:加快装备升级换代,加强练兵备战》2021-03-07
- 3 《国防军工-行业点评:东航成C919全球首家航司:正式签订首批5架购机合同》2021-03-02

1. 航空主机年报分析：关联交易大幅提升揭示下游高景气与甲方预付模式变化

1.1. 整体法分析

截止 2021 年 4 月 1 日，中航沈飞、航发动力、中直股份、洪都航空、中航西飞五大主机厂均披露 2021 年度日常关联交易预计公告。（考虑到中航飞机 2020 年完成总装资质的置入，因此 2021 年关联交易额采购和出售会显著下降，因此在整体法分析过程中将其剔除。）

从整体看，主机厂 2021 年关联交易销售货物预计值 565.64 亿元，指标较 2020 年同比增长 25.78%；2021 年关联交易采购货物预计值 528.68 亿元，指标较 2020 年同比增长 25.71%。

表 1：2021 年四大主机厂 2021 年关联交易销售/采购货物预计值及同比情况（整体法）

关联交易指标	2020 年关联交易预计值 (单位：亿元)	2021 年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	449.69	565.64	25.78%
采购货物	420.54	528.68	25.71%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分主机厂看，中航沈飞 2021 关联交易销售/采购货物达到 37.67/191.63 亿元，同比 +21.34%/41.65%；航发动力 2021 关联交易销售/采购货物达到 162.83/154.72 亿元，同比 +22.19%/16.76%；洪都航空 2021 关联交易销售/采购货物达到 109.63/43.87 亿元，同比 +55.41%/56.51%；中直股份 2021 关联交易销售/采购货物达到 255.52/138.46 万元，同比 +18.93%/11.02%；（见上文，因 2020 年进行了重组，因此整体法分析过程中剔除中航西飞）

表 2：2021 年四大主机厂 2021 年关联交易销售/采购货物及同比情况

中航沈飞				
	2020 年关联交易预计值 (单位：亿元)	2020 年度已发生金额 (单位：亿元)	2021 年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	31.04	27.44	37.67	21.34%
采购货物	135.28	124.78	191.63	41.65%
洪都航空				
	2020 年关联交易预计值 (单位：亿元)	2020 年度已发生金额 (单位：亿元)	2021 年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	70.54	46.59	109.63	55.41%
采购货物	28.03	17.58	43.87	56.51%
中直股份				
	2020 年关联交易预计值 (单位：万元)	2020 年度已发生金额 (单位：万元)	2021 年关联交易预计值 (单位：万元)	预计值同比
出售商品/提供劳务	214.85	178.17	255.52	18.93%
采购商品/接受劳务	124.71	77.50	138.46	11.02%
航发动力				
	2020 年关联交易预计值 (单位：亿元)	2020 年度已发生金额 (单位：亿元)	2021 年关联交易预计值 (单位：亿元)	预计值同比
销售货物	133.25	115.00	162.83	22.19%
采购货物	132.51	110.74	154.72	16.76%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

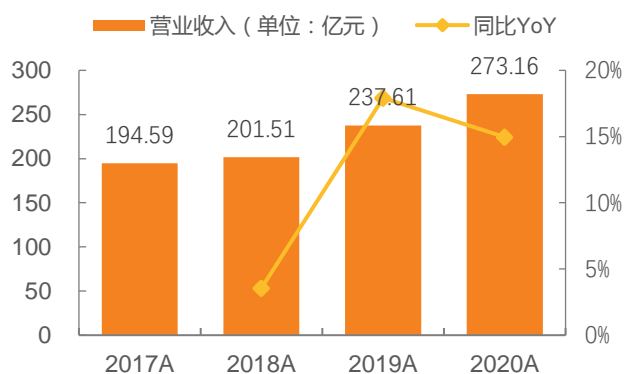
整体法分析结论：主机厂 2021 关联交易销售/采购货物同比大幅提升，预示主机厂对 2021 年行业景气判断较为乐观，行业高景气或从原材料备货牵引下的上游企业传导到进入“十四五”交付阶段的下游主机企业，我们预计各主机厂排产有望于 2021 年起持续提升。同时，考虑到整体产品批量生产将产生规模效应，从而提升毛利率，预计各主机厂利润将快速提升，业绩望呈现加速释放态势。

1.2. 企业微观分析：五大主机逐一分析，行业变化略现端倪

➤ **中航沈飞：高景气迹象显著，甲方长期订单的大额预付模式或于 2021 年开始执行** 经营指标显著向好，关联交易揭示“十四五”大单采购或将至，强需求牵引存货周转显著上升，经营质量不断向好。3 月 29 日，公司公告 2020 年年报，全年实现营业收入 273.16 亿元，同比增加 14.96%；实现归母净利润 14.80 亿元，同比增长 68.63%。经营性指标方面，受益均衡交付，存货周转率为 2.71，较 2019 年大幅提升，公司经营质量显著改善；2020 年经营性现金流净额为 63.20 亿元，较 2019 年实现转正。关联交易方面，公司预计 2021 年各项关联交易金额合计 757.43 亿元，较 2020 年实际发生额提升 177.72%。细分来看，预计向关联方采购原材料、燃料、动力等 191.63 亿元（+53.57%）、向关联方销售产品、商品 37.67 亿元（+37.28%）、接受关联方提供的劳务 17.76 亿元（+66.76%）、向中航工业财务公司归结存款 500 亿元（+356.62%）。

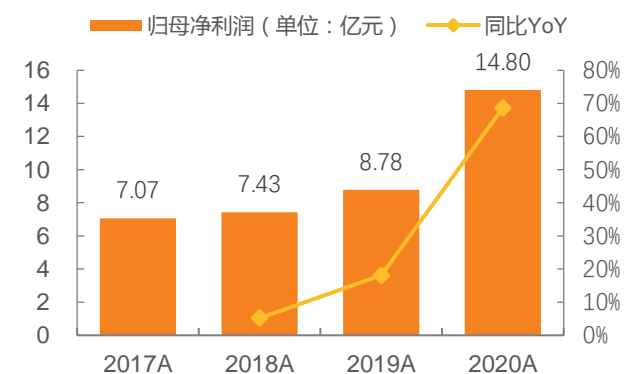
我们认为关联交易中采购原材料、销售产品、接受劳务等与主营业务密切相关项显著增长，显示了公司对用户单位需求的高景气判断，公司或进入产能爬坡阶段。高达 500 亿元的对集团财务公司的归结存款或预示了“十四五”有望迎来大额订单采购。此款项高达 2020 年公司收入的 1.83 倍，或因甲方客户的中长期预付款预期到账所致，因此“十四五”武器装备订货模式或出现变化。甲方长期订单的大额预付模式或于 2021 年开始执行。在充足的资金支持下，下游企业经营质量或持续向好。

图 1：2017A-2020A 中航沈飞营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2017A-2020A 中航沈飞归母净利润及增速

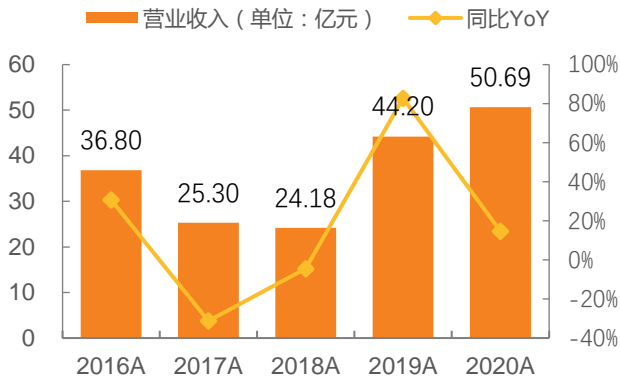


资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ **洪都航空：教练机与防务产品持续处于高景气**

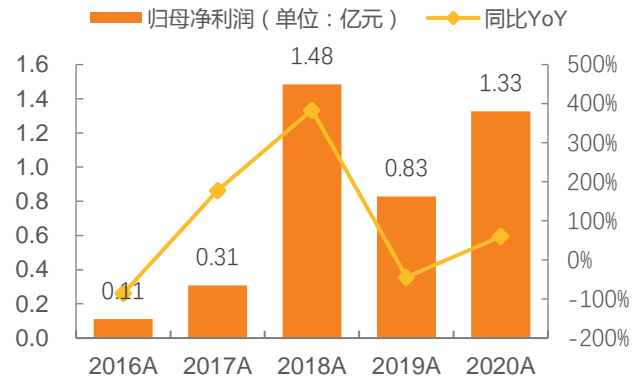
预计 21 年产品销售大幅提升，“机+弹”需求增长推动业绩持续提升。3 月 29 日，公司公告 2020 年年报，全年实现营业收入 50.69 亿元，同比增加 14.68%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比增长 60.03%；扣非后归母净利润为 3187 万元，同比增长 342.12%。公司于 2019 年完成资产置换，主营业务由原来的单一教练机拓展为教练机与防务产品，收入来源渠道增加，并且通过置换，员工人数、长期资产规模、带息负债规模下降导致相关费用明显减少，全年业绩增长显著。报告期内，其他航空产品业务营收同比增长 102.08%，我们认为其主要为防务消耗产品，后续有望持续高增长。经营指标方面，存货周转率显著提升，公司经营质量改善明显，公司进入下游需求牵引的高交付景气阶段；期间费用为 1.58 亿元，同比下降 36.99%，除研发费用外均出现下滑，费用控制能力显著提升。关联交易方面，预计 2021 年日常关联交易金额为 167.38 亿元，较 20 年实际额大幅增长 130%，主要增长点为销售货物类别，表明公司预计 21 年产品销售有望大幅提升。我们认为，随着“机+弹”主业的逐渐明确，伴随下游需求的显著放量，公司营收和业绩有望持续高增长。

图 3：2016A-2020A 洪都航空营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

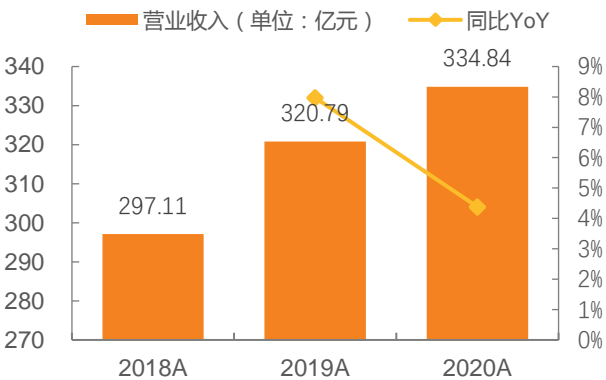
图 4：2016A-2020A 洪都航空归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

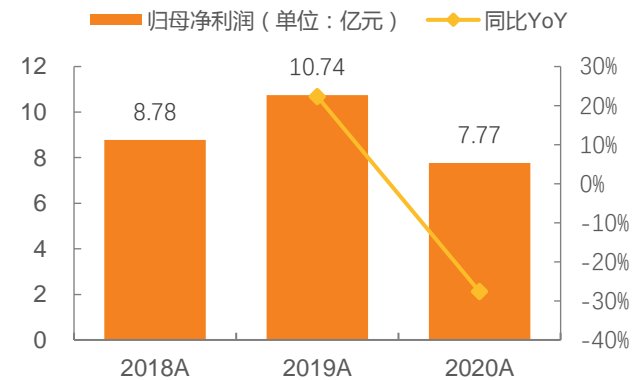
➤ **中航西飞：重组后经营质量改善显著，2020 年业绩还原后为 11.6 亿，ROE 大幅提升**
重组后经营质量改善显著，各项业务有望持续突破。3 月 29 日，公司公告 2020 年年报，全年实现营业收入 334.84 亿元，同比增加 4.38%；实现归母净利润 7.77 亿元，同比下降 27.62%。公司业绩下滑的主要原因为 19 年非持续性业务引起业绩增长 2.35 亿元，20 年非持续性业务引起业绩下滑 1.48 亿元，若剔除以上影响，20 年归母净利润约为 11.6 亿元，相对 2019 年（未调整前）提高 103.8%。经营性指标方面，公司经营性现金流净额为 27.33 亿元，较 2019 年同期实现翻正；资产负债表方面，代表已交付但待确认收入的合同资产项显著增长，达 15.61 亿元，同比大幅增长 570%，未来确认收入可期。报告期内公司实际关联交易额为 9.97 亿元，但由于 2020 年航空工业西飞、航空工业陕飞、航空工业天飞置入上市公司，因此关联交易部分同比数据失效。我们认为公司重组后进入重大拐点，其从事的军用中大型整机需求逐步提升，排产有望加快，另外国内转包以及国际合作项目将稳步提升，长期来看公司业绩有望较快增长。

图 5：2018A-2020A 中航西飞营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018A-2020A 中航西飞归母净利润及增速



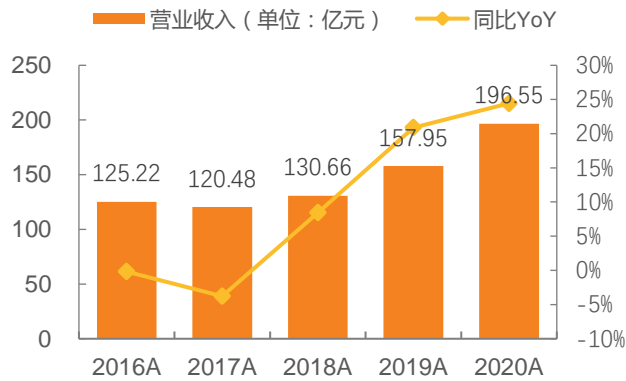
资料来源：Wind，天风证券研究所

➤ 中直股份

新机型持续放量，公司业绩有望较快增长。3 月 29 日，公司公告 2020 年年报，全年实现营业收入 196.55 亿元，同比增加 24.44%；实现归母净利润 7.58 亿元，同比增长 28.81%。其中，哈尔滨分部实现营收 94.84 亿元，同比增长 42.42%；实现利润总额 2.88 亿元，同比增长 49.22%，我们认为新机型持续放量，有望推动公司业绩较快增长。资产负债表方面，应收账款为 29.57 亿元，同比大幅提升 82.54%，表明公司销售产品显著增长；合同资产为 9.75 亿元，同比显著提升 589.04%，主要原因是本期部分合同按履约进度已确认合同收入但尚未结算的款项增加。经营能力方面，期间费用为 14.53 亿元，同比下降 5.15%，费用控制能力显著提升；存货周转率为 1.10，同比增长 20%，经营能力不断提升。关联交易方面，21 年预计公司关联交易合计为 465.35 亿元，较 20 年实际额提升 60.6%，其中主要增长点为采购

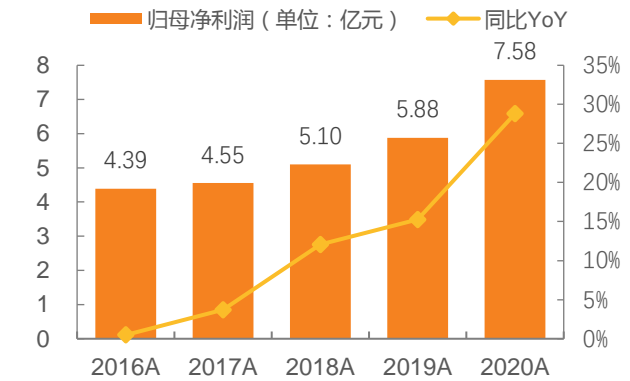
材料和销售商品，表明公司排产加快，产品销售有望持续突破。

图 7：2016A-2020A 中航西飞营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2016A-2020A 中航西飞归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

企业微观结论：

- **武器装备预付机制或变革，甲方中长期订单或执行大额单次预付款：**中航沈飞高达 500 亿元的对集团财务公司的归结存款或预示了“十四五”有望迎来大额订单采购。此款项高达 2020 年公司收入的 1.83 倍，或因甲方客户的中长期预付款预期到账所致，因此“十四五”武器装备订货模式或出现变化。甲方长期订单的大额预付模式或于 2021 年开始执行。在充足的资金支持下，下游企业经营质量或持续向好。
- **关联交易中材料采购、销售商品金额显著增长，四大主机共振共同指向高景气：**通过分析四大航空主机厂 2020 年年报以及 21 年预计关联交易情况，关联交易中材料采购和销售商品项目的金额大幅增长预示需求提升，“十四五”期间行业进入景气周期。
- **航空主机企业经营质量改善明显，或为企业主观降本增效与行业强需求牵引共同推动。**
- **中直股份、中航西飞公司出现甲方合同结算速度低于企业交付速度的情况，因此按履约进度已确认合同收入但尚未结算的资产项——合同资产大幅增长，2020 年部分主机企业或出现收入确认延后现象。此情况或因行业景气度进入拐点后，交付任务量超过用户接收能力导致，该情况或因甲方大额预付模式的开启而得到解决。**

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com