

中航沈飞(600760.SH)

报告日期: 2021年6月25日

战斗机龙头, 业绩高增长可期

——中航沈飞深度报告

投资要点

□ 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) “中国歼击机摇篮”, 2017年核心军工资产整体上市, “中国战斗机第一股”;
- 2) 高度聚焦主业, 航空产品营收占比99%。近三年业绩稳步增长: 营收复合增速12%、归母净利润复合增速28%, 净利率由3.6%上升至5.4%。

□ 我国军机产业迎来黄金发展期, 公司将显著受益

- 1) 中国已成长为世界第二大经济体, 但国防实力与经济地位尚不完全匹配, 海陆空三军航空装备差距最大, 军机数量仅为美国的29%。
- 2) 预计“十四五”期间国防支出稳定增长, 装备费占比有望提升, 航空装备有望获得超配, 军机产业迎来黄金发展期, 战斗机整机市场总规模约5500亿, 年均1100亿, 复合增速19%。
- 3) 公司产品歼-16为当前我国最先进重型多功能歼击机, 在“四代装备为骨干、三代装备为主体”的空军装备体系中不可或缺。歼-15为我国唯一舰载机, 增长确定性高。FC-31中型隐身歼击机应用空间广阔。预计公司将在“十四五”航空装备放量中显著受益。

□ 抓住跨代发展机遇期, 4大因素助推公司业绩向上

- 1) 2021年公司关联交易存款限额大增355%至500亿、关联采购额预增42%, 财务预算流动资产/负债、经营性现金流入/流出均大增1倍以上, 配套商或已收到大额预付款, 诸多因素指示下游强劲需求, 全产业链财务状况也有望改善。
- 2) 军品定价机制改革, 有望打开公司中长期盈利空间。
- 3) 实施精益管理、均衡生产水平不断提高, 2020年营收比例2:2:3:3, 助推公司产能充分释放, 叠加产品放量规模效应, 公司毛利率有望提升。
- 4) 实施十年期股权激励, 以扣非净利润、净资产收益率、净利润增长率、经济增加值作为解锁条件, 提高公司高管和核心员工积极性。第一期陆续解锁, 第二期时间窗口期有望在今年打开, 奠定公司中长期稳定发展基础。

□ 中航沈飞: 预计未来3年业绩复合增速超过23%

- 1) 预计2021-2023年公司归母净利润17.4/21.9/27.5亿元, 同比增长18%/26%/26%, EPS为0.89/1.12/1.40元, PE为67/53/42倍, PS为3.5/2.9/2.3倍。首次覆盖, 考虑公司作为A股战斗机整机制造唯一上市公司的战略价值和稀缺性, 给予“买入”评级。

□ 风险提示: 1) 军品订单需求不及预期; 2) 产品交付进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	27316	32984	40497	50138
(+/-)	15%	21%	23%	24%
净利润	1480	1739	2189	2754
(+/-)	69%	18%	26%	26%
每股收益(元)	0.75	0.89	1.12	1.40
P/E	78	67	53	42
ROE	14.7%	15.1%	16.9%	18.6%
PB	8.2	10.1	8.9	7.7

评级

上次评级

当前价格

买入

首次评级

¥59.14

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

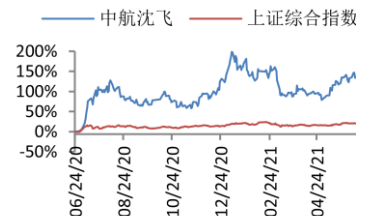
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

联系人: 吴帆

电话: 15618114575
邮箱: wufan@stocke.com.cn

联系人: 张杨

电话: 15601956881
邮箱: zhangyang01@stocke.com.cn



投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2021-2023 年公司归母净利润 17.4/21.9/27.5 亿元，同比增长 18%/26%/26%，EPS 为 0.89/1.12/1.40 元，PE 为 67/53/42 倍，PS 为 3.5/2.9/2.3 倍。首次覆盖，考虑公司作为 A 股战斗机整机制造唯一上市公司的战略价值和稀缺性，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) “十四五”迎来我国国防装备放量增长期，国防支出稳定增长，装备费占比提升，航空装备获得超配；
- 2) 空军：打造以“四代装备为骨干、三代装备为主体”的装备体系，公司产品歼-16 占据重要位置；
- 3) 海军：航母数量继续增长，公司产品歼-15 相应列装，后续可能由 FC-31 接替。

● 我们与市场的观点的差异

1) 市场担心我国军机数量增长有限，可持续性存疑，对公司营收的拉动也有限。我们认为：

(1) 中国已成长为世界第二大经济体，国防实力与经济地位尚不完全匹配。海陆空三军中航空装备差距最大，各类型军机数量仅为美国的 29%。在“2027 建军百年奋斗目标”牵引下，我们预估“十四五”期间航空装备增速将显著超越 GDP 和军费增长，军机产业将迎来黄金增长期，战斗机整机市场总规模约 5500 亿，年均 1100 亿，复合增速 19%；

(2) 公司产品歼-16 为当前我国最先进的重型多功能歼击机，在我国以“四代装备为骨干、三代装备为主体”的空军装备体系中不可或缺。歼-15 为当前阶段我国唯一舰载机，增长确定性强。FC-31 中型隐身战斗机未来应用空间广阔。综合以上，我们认为公司将在“十四五”航空装备放量中显著受益；

(3) 2021 年公司关联交易存款限额大增 355%至 500 亿、关联采购额预增 42%，财务预算流动资产/负债、经营性现金流入/流出均大增 1 倍以上，配套商航发动机或已收到大额预付款，诸多因素指示下游强劲需求。

2) 市场担心公司作为传统国企，运营效率较低、业绩提升空间有限，或出现“增收不增利”。我们认为：

(1) 军品定价机制改革，打开中长期盈利空间；“均衡生产”助推产能充分释放，叠加产品放量“规模效应”，公司毛利率有望进一步提升；大额预付款下财务状况优化；十年期股权激励，激发企业活力，奠定中长期稳定发展基础；

(2) 4 大因素叠加，并参考国外国防主机企业净利率，我们认为公司盈利能力尚有较大提升空间。

● 股价上涨的催化因素

公司第四代鹞鹰战斗机正式定型；大额预付款经公司财务报表等验证；公司中长期股权激励稳健推行；周边安全局势紧张程度加剧。

● 投资风险

- 1) 军品订单需求不及预期；
- 2) 产品交付进度不及预期。

正文目录

1. 中航沈飞：歼击机摇篮，盈利能力持续提升	6
1.1. 中国战机第一股，战略价值高、具备稀缺性	6
1.2. 隶属于航空工业集团，业务集中在一级子公司沈飞公司	6
1.3. 资产重组后收入利润稳步增长，盈利能力持续提升	7
1.4. 剥离民机资产，轻装上阵迎接“十四五”军机放量	9
2. 我国军机产业迎来黄金发展期，中航沈飞将显著受益	10
2.1. 建设与经济实力相匹配的国防力量，航空装备将是重中之重	10
2.2. 补短板、优结构，战斗机产业未来增长空间大	12
2.2.1. 自上而下：国防预算稳步增长，将为军机放量提供稳定支撑	12
2.2.2. 自下而上：预估未来 10 年歼击机市场年均规模 1800 亿、复合增速 18%	14
2.3. 我国将构建“四代装备为骨干、三代装备为主体”的军机装备体系	14
2.4. 公司歼击机产品将在我国军机装备体系中占据核心地位	17
2.4.1. 歼 16：用途广泛的“海空悍将”	17
2.4.2. 歼 15：国产唯一舰载机“空中飞鲨”	18
2.4.3. FC-31：隐身“鹞鹰”，前景广阔	18
3. 抓住跨代发展机遇期，内外因素共同助力公司业绩向上	20
3.1. 关联交易预增、预算指标上调，指示下游强劲需求	20
3.2. 定价机制改革，打开中长期盈利上升空间	21
3.3. “均衡生产”叠加“规模效应”，公司毛利有望进一步提升	22
3.4. 实施十年期股权激励，奠基公司中长期稳定发展	23
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1. 盈利预测：未来 3 年业绩复合增速超 23%	25
4.2. 估值讨论：给予“买入”评级	26
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：中航沈飞前身成立于 1948 年，2017 年核心资产借壳上市	6
图 2：航空工业集团直接控股比例达 70%	7
图 3：公司主营业务包括歼击机、民机零部件和飞机维修等	7
图 4：2017-2020 年公司营业收入复合增速 12%	8
图 5：2017-2020 年公司归母净利润复合增速 28%	8
图 6：2020 年公司航空产品营收占比近 99%	8
图 7：近三年公司毛利率、净利率呈上升趋势	8
图 8：近三年公司 ROE 持续提升	8

图 9: 2017-2020 年公司管理费用率由 4.4%下降至 2.6%	9
图 10: 2017-2020 年公司研发费用率由 0.8%上升至 1.1%	9
图 11: 公司于 2020 年底剥离处于亏损状态的沈飞民机业务.....	9
图 12: 2020 年中国 GDP 约为美国 70%，是新冠疫情下唯一保持正增长的主要经济体	10
图 13: 我国各类型陆军装备数目约为美国的 85%.....	10
图 14: 我国海军舰艇航母等大型舰艇相对偏少	10
图 15: 我国各类型军机数目仅约为美国的 29%.....	11
图 16: 中国先进战斗机数量显著少于美国	11
图 17: 三代以下战斗机美国已经淘汰、在中国占据半壁江山	11
图 18: 中国运输机数量显著少于美国、缺乏战略运输机	11
图 19: 中国直升机教练机数量显著少于美国、缺乏重型直升机.....	11
图 20: 近年来我国国防支出保持平稳增长，近 5 年复合增长率为 7.4%	12
图 21: 2020 年中国国防支出约为美国同期的 32%（单位：亿美元）	12
图 22: 2010-2020 国防支出/GDP 中国处于低位水平	13
图 23: 2010-2020 国防支出/财政支出中国处于低位水平	13
图 24: 装备费在我国国防经费中的占比在 2010~2017 年间持续提升	13
图 25: 美国 F-22、F-35 两款四代机合计占比 17%.....	16
图 26: 构建以四代机为骨干、三代装备为主体的武器装备体系	16
图 27: 歼-10、歼-16、歼-20 构成我国空军“三剑客”.....	17
图 28: “山东舰”可搭载 35 架舰载战斗机.....	18
图 29: 2012 年 11 月，歼-15 实现首次着舰和舰上起飞	18
图 30: FC-31 外倾双垂尾、全动平尾的正常式布局	19
图 31: FC-31 具备“多任务能力”等四大特点	19
图 32: 公司购买原材料等关联交易 2021 年预增 42%.....	20
图 33: 公司向财务公司存款关联交易 2021 年大增 355%.....	20
图 34: 2021 财务预算流动资产增长 105%.....	20
图 35: 2021 财务预算流动负债增长 122%.....	20
图 36: 2021 财务预算经营活动现金流入增长 115%.....	21
图 37: 2021 财务预算经营活动现金流出增长 163%.....	21
图 38: 航空工业集团 2019 年 3 月举办装备价格业务培训“宣贯定价议价新规则”	21
图 39: “均衡生产”有利于产能充分释放，保证稳定的产品质量和供应	22
图 40: 公司生产管控能力不断增强，深入推进均衡生产	23
图 41: 航空工业祝贺沈飞实现集团均衡生产高级目标	23
图 42: 公司营业收入季度分布逐渐均匀化	23
图 43: 公司近 10 年 PE 估值中枢为 73 倍.....	26
表 1: 中美歼击机数量上的差距对应合计约 1.8 万亿整机市场空间.....	14
表 2: 当前世界各主要大国的主力作战机型以三代以上机型为主.....	14
表 3: 根据对空、对地攻击目标的相对侧重，战斗机可分为空中优势战斗机、（对地）攻击机、多用途战斗机	15
表 4: 我国自研三代以上歼击机基本覆盖轻、中、重多种类型及空中优势、多用途等多种场景	16
表 5: 军品定价机制改革 2011 年开始、2019 年正式落地实施.....	21
表 6: 第一期激励计划以扣非净利润、净资产收益率、净利润增长率和经济增加值等作为解锁条件	24
表 7: 预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 330/405/501 亿元，同比增长 21%/23%/24%	25
表 8: 预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 2.02%/1.86%/1.86%.....	25

表 9: 国防主机厂 2021E 平均估值水平约为 79 倍 PE	26
表附录: 三大报表预测值	28

1. 中航沈飞：歼击机摇篮，盈利能力持续提升

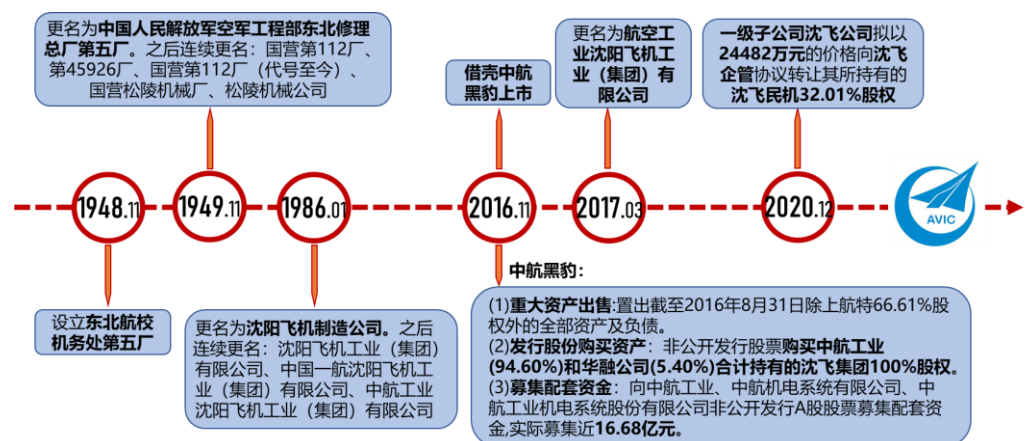
1.1. 中国战机第一股，战略价值高、具备稀缺性

中航沈飞是以航空产品制造为核心主业，集科研、生产、试验、试飞、服务保障为一体的大型现代化飞机制造企业，被誉为“中国歼击机的摇篮”。自建国以来，公司一直承担我国重点型号航空防务装备的研制任务，形成了较为全面的歼击机产品系列，与成飞并列为我国两大歼击机制造商。

公司是我国创建最早的歼击机研制基地，成立 60 多年来，共研制生产多种型号、数千架歼击机，创造了中国航空史上多个“第一”：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。

2016 年 11 月至 2017 年 11 月，通过重大资产出售、发行股份购买资产及募集配套资金的方式，沈飞包括军机制造及总装等在内的核心资产借壳中航黑豹完成上市，成为“中国战机第一股”。航空工业是维护国家安全的战略性产业，公司又是 A 股战斗机整机制造唯一上市平台，极具战略价值和稀缺性。

图 1：中航沈飞前身成立于 1948 年，2017 年核心资产借壳上市



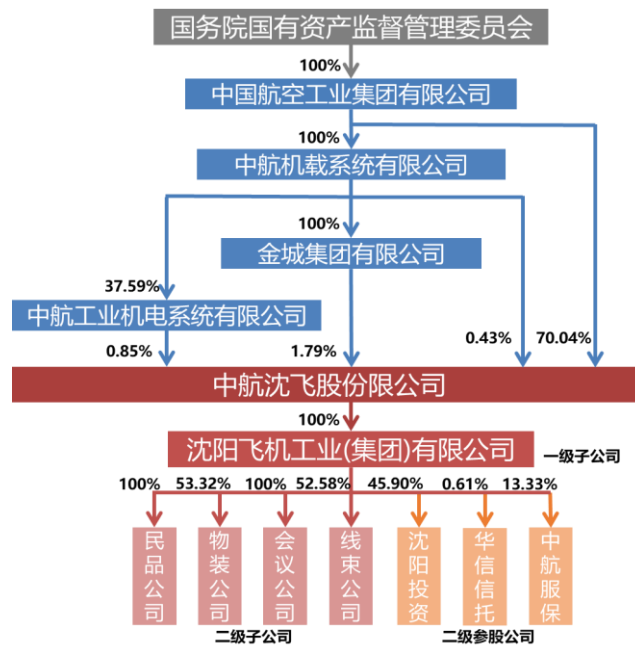
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 隶属于航空工业集团，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%，绝对控股。

中航沈飞全部业务通过全资子公司沈阳飞机工业集团有限公司（沈飞公司）开展，主营业务为歼击机、民机零部件和飞机维修等。核心业务为航空防务装备的研发制造，目前的主要产品有歼-11/16 歼击机、歼-15 舰载机，在研型号包括鹞鹰战斗机等。

图 2：航空工业集团直接控股比例达 70%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：公司主营业务包括歼击机、民机零部件和飞机维修等

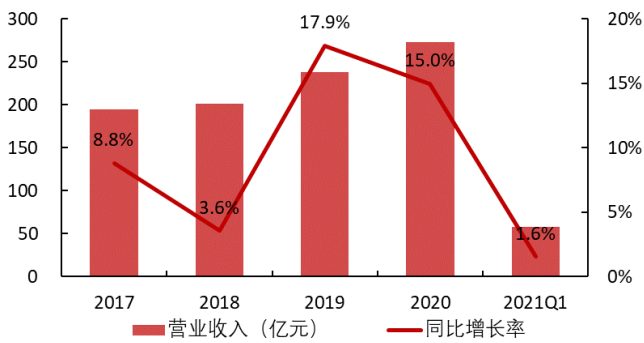


资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

1.3. 资产重组后收入利润稳步增长，盈利能力持续提升

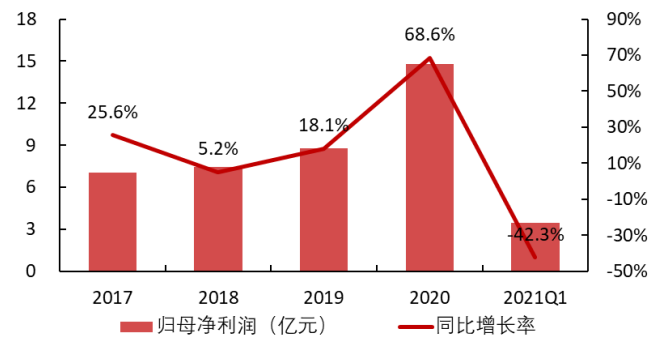
2017 年资产重组后，公司营收、归母净利润稳步增长。2020 年公司实现营收 273 亿元，同比增长 15%；实现归母净利润 14.8 亿元，同比增长 68.6%，扣非归母净利润 9.4 亿元，同比增长 11.3%。2017-2020 年，公司营收、归母净利润年均复合增长率分别为 12%、28%。

图 4：2017-2020 年公司营业收入复合增速 12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

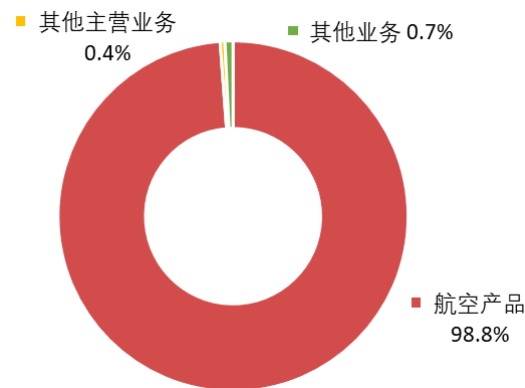
图 5：2017-2020 年公司归母净利润复合增速 28%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2020 年，以歼击机为主营业务的一级子公司沈飞公司实现营收 272 亿元，同比增长 15.3%，净利润 14.3 亿，同比增长 68.6%。公司业务高度集中于航空产品，2020 年航空产品营收占比近 99%。

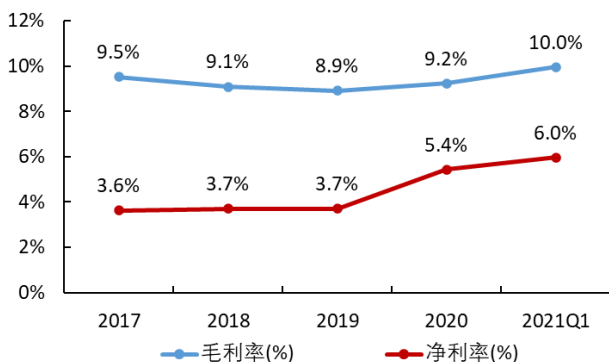
图 6：2020 年公司航空产品营收占比近 99%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

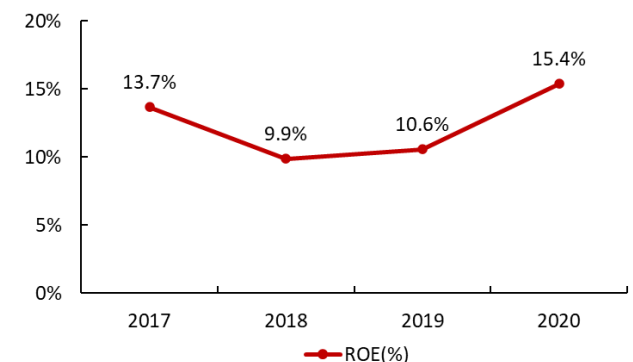
2020 年公司整体盈利能力稳中有升。与 2019 年相比，毛利率保持稳定，净利率提升了 1.7 pct。2021Q1 公司归母净利润同比下降 42.3%，主要系因去年同期有大额补贴，扣非后实现同比增长 9.34%。公司净资产收益率近三年呈显著上升趋势。

图 7：近三年公司毛利率、净利率呈上升趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

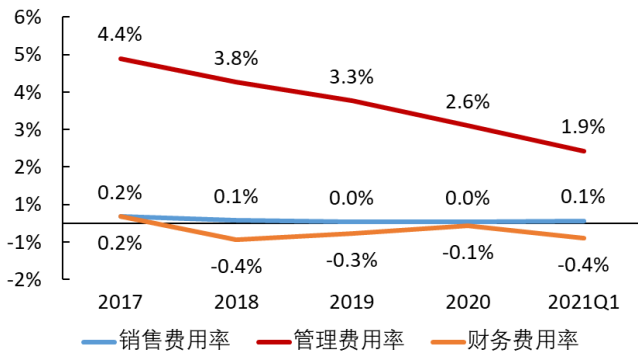
图 8：近三年公司 ROE 持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

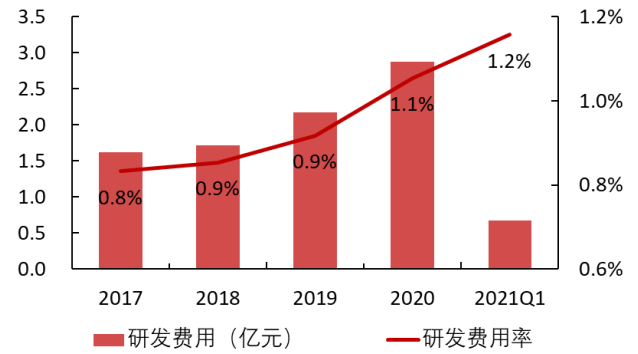
2017年以来,公司期间费用率呈持续下降趋势。其中管理费用率从2017到2020年下降了1.8 pct,销售费用率长期接近于0,财务费用率为负值。公司管理能力持续提升。同期,研发费用率增长了0.3 pct,表明公司在进一步扩大研究投入,为新型号的研发持续注入力量。

图 9: 2017-2020 年公司管理费用率由 4.4% 下降至 2.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 2017-2020 年公司研发费用率由 0.8% 上升至 1.1%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

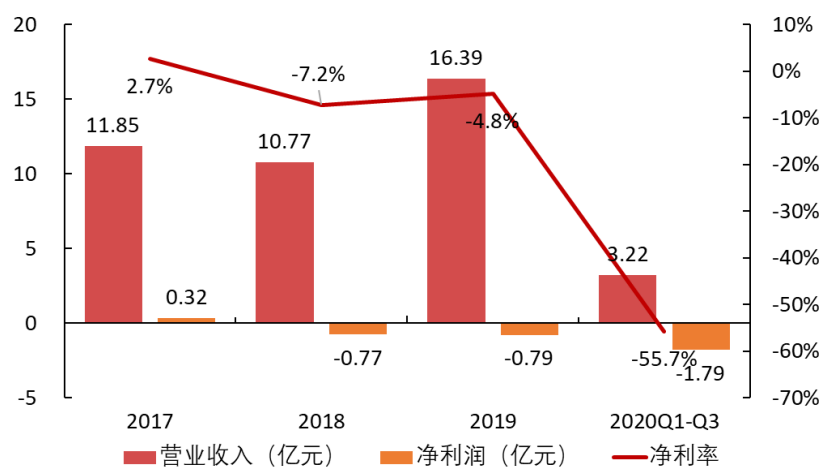
1.4. 剥离民机资产, 轻装上阵迎接“十四五”军机放量

近年来,公司不断聚焦军机主业,先后将处于亏损状态的贵飞公司、民机公司转让出售,实现了资产结构的优化。

2018年12月,沈飞公司以经航空工业集团备案的评估价格人民币24,406,036.92元向航空工业集团协议转让其所持有的贵州飞司2.07%股权,并于2019年3月7日完成股权过户。

2020年12月21日,沈飞公司将所持有沈飞民机32.01%的股权,转让给同隶属于航空工业集团的沈飞企管。此前2018-2020年沈飞民机处于持续亏损状态,亏损额逐年扩大;2020年前三季度亏损达1.79亿元,净利率为-55.7%。公司剥离该项资产后减轻了负担,将轻装上阵迎接“十四五”军机放量。

图 11: 公司于 2020 年底剥离处于亏损状态的沈飞民机业务



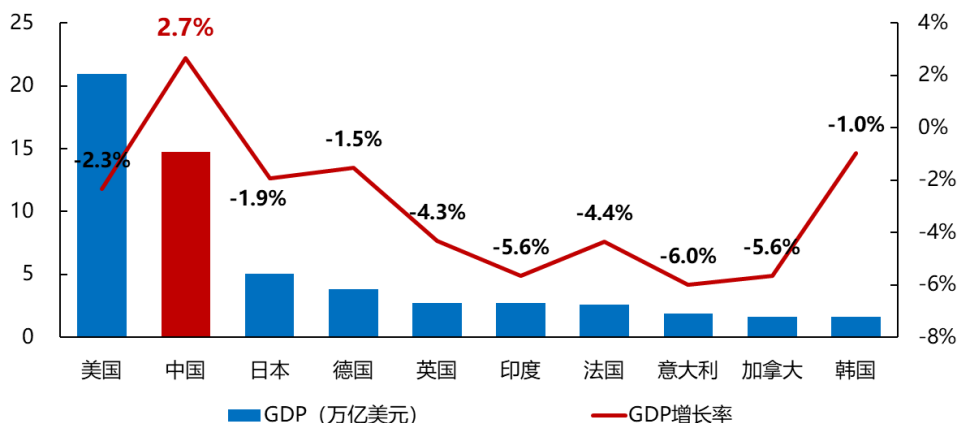
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 我国军机产业迎来黄金发展期，中航沈飞将显著受益

2.1. 建设与经济实力相匹配的国防力量，航空装备将是重中之重

中国已成长为世界第二大经济体，2020年国民生产总值GDP约为美国同期的70%，是第三名日本的约3倍，约等于第3名到第6名的总和。中国GDP在疫情下依然保持增长，是2020年新冠疫情下唯一保持正增长的主要经济体。

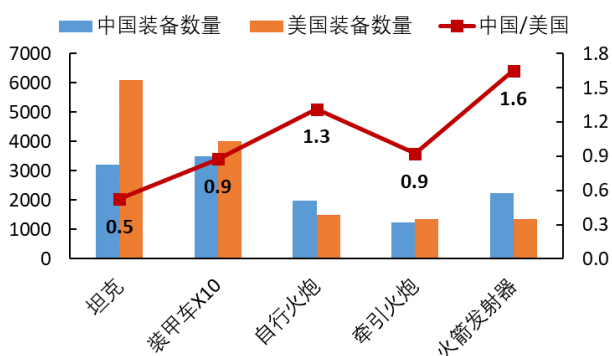
图 12：2020 年中国 GDP 约为美国 70%，是新冠疫情下唯一保持正增长的主要经济体



资料来源：国际货币基金组织，浙商证券研究所

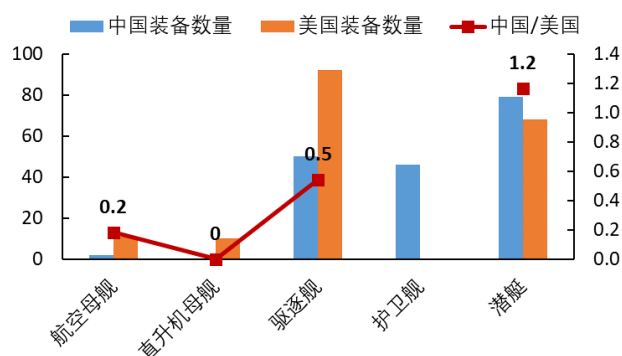
但与我国的经济地位相比，我国在国防装备领域，特别是航空装备领域的实力与美国依然存在较大差距。陆军领域，我国各类型陆军装备数目约为美国的 85%；海军领域，我国各类型海军舰艇数目约为美国的 98%，但航空母舰、直升机母舰、驱逐舰等大型舰艇相对偏少；空军领域，我国各类型军机数目仅约为美国的 29%，空军的差距在海陆空三军中最为明显。

图 13：我国各类型陆军装备数目约为美国的 85%



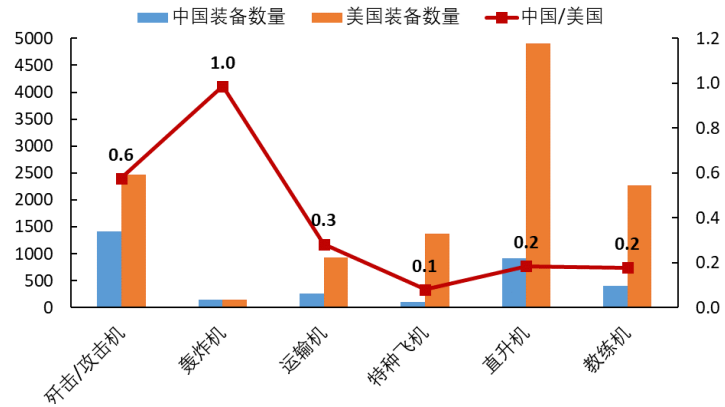
资料来源：Global FirePower，浙商证券研究所

图 14：我国海军舰艇航母等大型舰艇相对偏少



资料来源：Global FirePower，浙商证券研究所

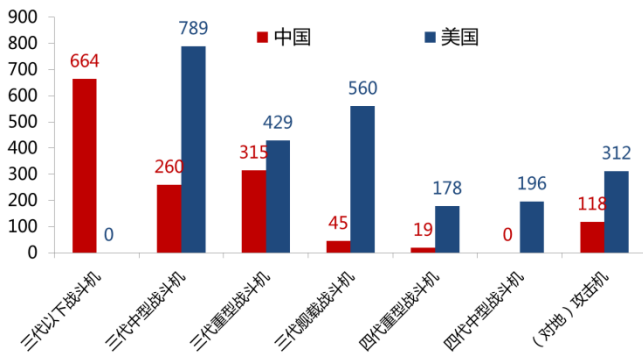
图 15：我国各类型军机数目仅约为美国的 29%



资料来源：Global FirePower, 《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

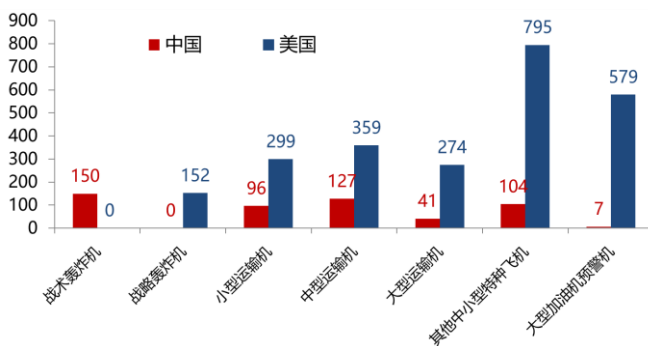
除却总量差异，中国与美国在空军装备的结构上也存在较大差距：歼击机领域，美国二代机已经全部淘汰，我国二代机依然占据半壁江山。军用大型飞机领域，我国缺乏战略轰炸机，且大型运输机、预警机等特种飞机显著少于美国。直升机、教练机领域，总数差异尤为巨大，且缺乏重型直升机。

图 16：中国先进战斗机数量显著少于美国



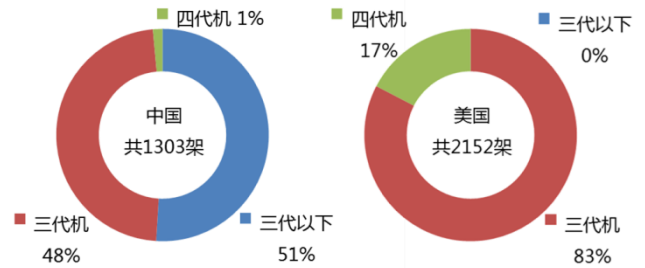
资料来源：《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

图 18：中国运输机数量显著少于美国、缺乏战略运输机



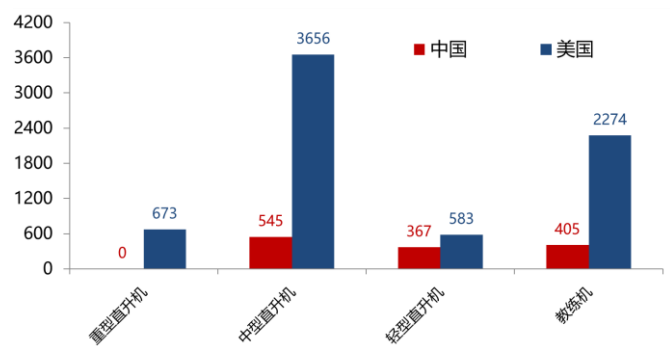
资料来源：《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

图 17：三代以下战斗机美国已经淘汰、在中国占据半壁江山



资料来源：《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

图 19：中国直升机教练机数量显著少于美国、缺乏重型直升机



资料来源：《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

党的十八大强调：“建设与我们国际地位相称、与国家安全和发展利益相适应的巩固国防和强大军队，是我国现代化建设的战略任务”。

2019 年,《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,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”。

2020 年党的十九届五中全会进一步提出:“加快国防和军队现代化,实现富国和强军相统一...确保 2027 年实现建军百年奋斗目标。”

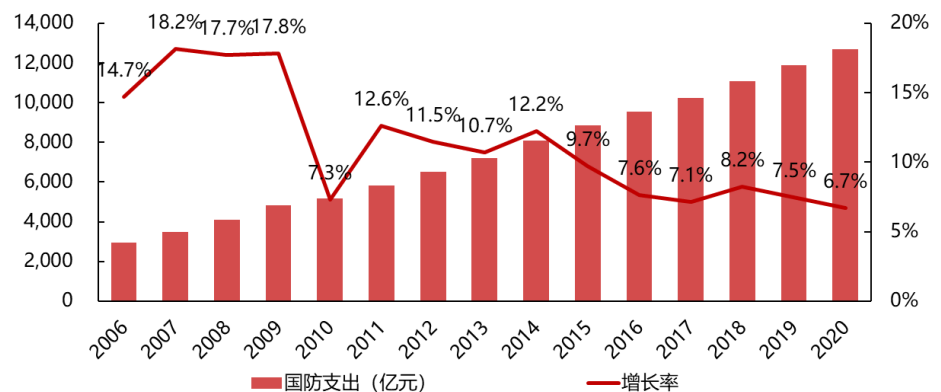
基于以上论断,我们判断:“十四五”期间将迎来我国国防装备的高速增长期,而目前差距最为巨大的航空武器装备、特别是军机领域将成为其中的重中之重。

2.2. 补短板、优结构, 战斗机产业未来增长空间大

2.2.1. 自上而下: 国防预算稳步增长, 将为军机放量提供稳定支撑

近些年来,我国国防支出保持平稳增长,近 5 年复合增长率为 7.4%。2021 年,我国国防预算为 1.36 万亿元,同比增长 6.8%,显著高于同期疫情影响下 GDP 2.7% 的增长率,彰显了国防投入增长的稳定性。确定的国防投入增长将为我国军机放量提供稳定支撑。

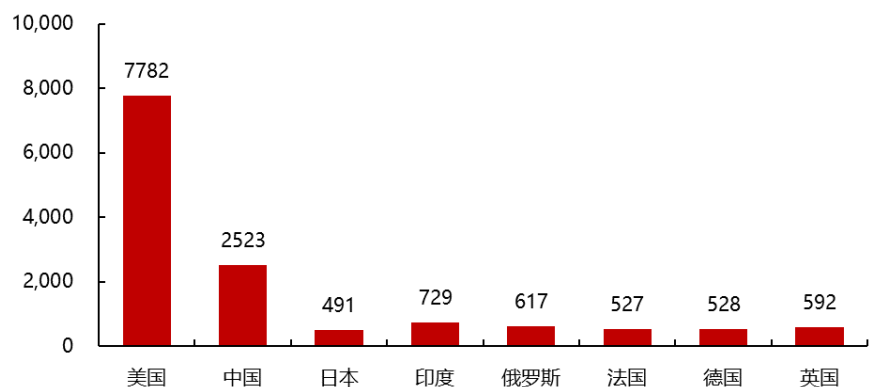
图 20: 近年来我国国防支出保持平稳增长, 近 5 年复合增长率为 7.4%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

但同时,我国国防支出在绝对值上与美国依然存在较大差距。2020 年中国国防支出为 2523 亿美元,约为美国同期的 32%。两国政府所公布的 2021 年国防预算,中国为 1.36 万亿人民币,约为美国 7400 亿美元的 29%。

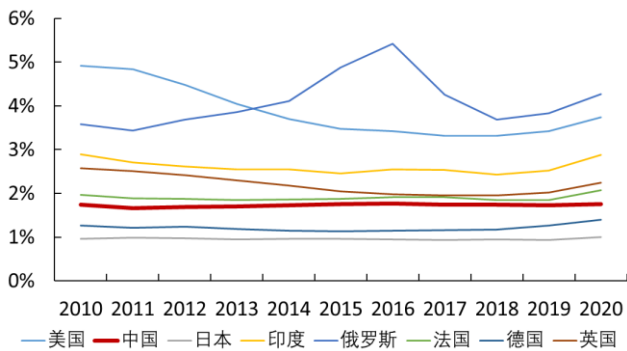
图 21: 2020 年中国国防支出约为美国同期的 32% (单位: 亿美元)



资料来源: SIPRI, 浙商证券研究所

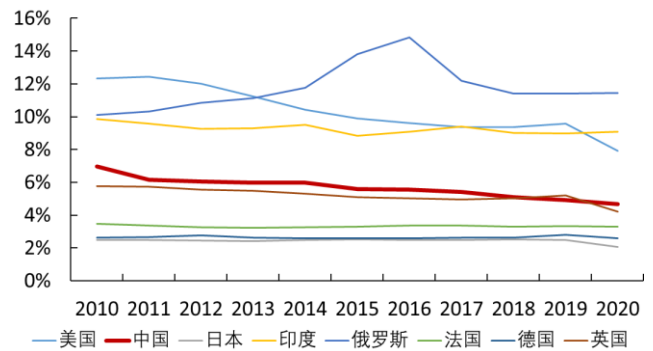
在世界各主要大国中，中国国防支出占同期 GDP 比例和政府财政支出的比例也长期处于低位水平。

图 22：2010-2020 国防支出/GDP 中国处于低位水平



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

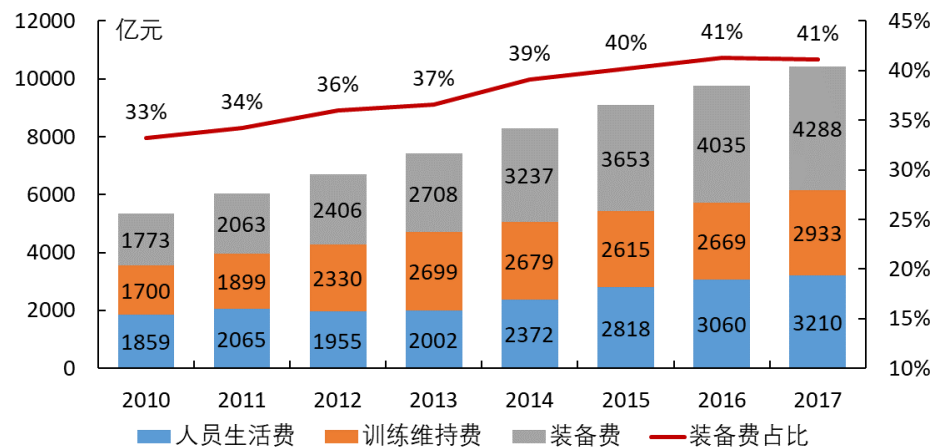
图 23：2010-2020 国防支出/财政支出中国处于低位水平



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

中国的国防经费主要由人员生活费、训练维持费、装备费三部分组成。从 2010 年到 2017 年，与国防武器装备采购直接关联的装备费在国防经费中的占比持续提升，2017 年达到 41.1%。

图 24：装备费在我国国防经费中的占比在 2010-2017 年间持续提升



资料来源：《新时代的中国国防》白皮书，浙商证券研究所

综合以上，从自上而下的角度，我国国防支出占同期 GDP、政府财政支出的比例在世界范围内尚处于低位水平，我们判断：国防支出尚具有较大向上空间，国防支出的稳步增长将为军机的放量提供稳定支撑。

同时，装备费在国防支出中的占比也有望进一步提升。而在装备费中，目前与世界先进水平差距最大的航空装备、军机产业又有望获得超额的配比。

以上多重因素叠加之下，我们预计，“十四五”期间用于军机采购的经费将以超越 GDP 和军费增长的速度快速提升。

2.2.2. 自下而上：预估未来 10 年歼击机市场年均规模 1800 亿、复合增速 18%

基于中美之间各主要类型歼击机的数量差异，测算为补足差距所对应的歼击机市场空间。测算过程中的主要假设如下：

- 除歼 20 外，其余同级别军机直接根据中美数量差异预估为补足差距所需的中国军机增量；
- 歼 20 为我国空军目前唯一装备的四代机，为重型歼击机，直接对标美国 F-22。但美国空军除 F-22 外还大量装备中型四代机 F-35。考虑到重型、中型战机之间的差异，不宜直接一一对应，因此将 F-35 数量乘以 2/3 后再与歼 20 对标；
- 各型号歼击机的单价参考对应的同级别美国军机型号单价预估。

据此测算，为补足差距所对应的我国歼击机未来合计市场空间有望达到 1.8 万亿。

若以 2027 年“实现建军百年奋斗目标”为节点，则对应年均约 2500 亿元市场规模；若以 2035 年“基本实现国防和军队现代化”为节点，则对应年均约 1200 亿元市场规模。若以未来十年 2030 年为节点，则对应年均约 1800 亿元市场规模，从 2021~2030 年均复合增速约 18%，其中“十四五”期间总规模 5500 亿，年均 1100 亿，复合增速超 19%。

表 1：中美歼击机数量上的差距对应合计约 1.8 万亿整机市场空间

类别	型号	中国目前保有量	美国同级别军机型号	美国目前保有量+订单量	弥补差距所需军机增量	单价 (亿人民币)	总价 (亿人民币)
三代中型歼击机	歼 10	260	F-16	789	529	2.5	1,323
三代重型歼击机	歼 11/16	315	F-15	573	258	5.5	1,419
三代舰载机	歼 15	45	F/A-18	640	595	4.4	2,618
先进(对地)攻击机	暂无	0	A-10	286	286	0.7	200
四代重型歼击机	歼 20	19	F-22	178	159	7.3	9,191
			F-35A	1634	1100		
四代舰载机	FC-31	0	F-35C	633	633	5.0	3,165
汇总	-	639	-	4,733	3,560	-	17,915

资料来源：《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

2.3. 我国将构建“四代装备为骨干、三代装备为主体”的军机装备体系

按照美式标准，战斗机可划分为 4 代。当前世界各主要大国的主力作战装备均以三、四代机为主。四代机相较于三代机的主要差异在于其拥有的“4S 能力”：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)。

表 2：当前世界各主要大国的主力作战机型以三代以上机型为主

代序	开始服役年代	性能特点	国外代表机型	国内代表机型
第一代	1953 年后	大多采用机头进气和大后掠角梯形机翼	米格-15	歼-5

代序	开始服役年代	性能特点	国外代表机型	国内代表机型
		起飞推重比多数在 0.5-0.6	米格-19	歼-6
		机载探测设备为雷达测距器	F-86	
		机载武器以航炮为主	F-100	
		采用小展弦比薄机翼和细长机身	米格-21	
第二代	20 世纪 50 年代末 60 年代初	起飞推重比多数在 0.8 左右	米格-23	歼-7
		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	F-104、F-4 “幻影” III	歼-8
第三代	20 世纪 70 年代中期	突出中低空跨声速机动性	苏-27/米格-29	
		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	F-14/15/16	歼-10
		机载武器大多采用空空导弹和航炮混装，以空空导弹为主	F/A-18	歼-11
		飞机上装有数字式计算机控制的机载火力控制系统	“幻影” 2000 台风/阵风	
(三代半)	20 世纪 90 年代冷战结束后	三代机的改进型	苏-30	歼-10B/C
			苏-35	歼-15
			F-15E	歼-16
			F-18E/F	
第四代	21 世纪初	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	苏-57	歼-20
		带矢量推力功能的、自身推重比 10 一级的先进航空发动机，飞机起飞推重比超过 1.0	F-22	FC-31
		可同时跟踪和攻击多个控制目标的多功能火控雷达	F-35	
			主要机载武器是有大离轴角和发射后不管的空空导弹	

资料来源：《新航空概论》，浙商证券研究所

此外，按照对空、对地攻击目标的相对侧重，战斗机又可以划分为**空中优势战斗机、（对地）攻击机、和多功能战斗机**。目前世界各主要国家多采用空中优势战斗机+多功能战斗互相搭配的装备配套模式，视情辅以少量的（对地）攻击机。

表 3：根据对空、对地攻击目标的相对侧重，战斗机可分为空中优势战斗机、（对地）攻击机、多功能战斗机

类型	主要用途和特点	国外代表机型	国内代表机型
空中优势战斗机	主要用于打击敌空中飞机，尤其是与敌战斗机进行空中格斗，以夺取和保持制空权。其特点是机动性能好、飞行速度快、机载火力强，适宜进行空战。	F-15 苏-27 F-22	歼-10 歼-20
（对地）攻击机	主要用于从低空、超低空突击敌战术或浅近战役纵深内的目标，直接支援地面部队作战。具有良好的低空操纵性、稳定性和良好的搜索地面小目标能力，可配备品种较多的对地攻击武器。为提高生存力，一般在其要害部位有装甲防护。	A-10 苏-25 AC-130	强-5 歼轰 7
多功能战斗机	兼具以上两种功能，在原有空战基础上加上对地攻击能力，并能执行截击、制空、护航、对地攻击、反舰以及侦察等多项任务的战斗机。	苏-30 F-35	歼-16

资料来源：《军用飞机分类》，浙商证券研究所

目前我国自主研发的三代以上歼击机主要包括枭龙、歼-10、歼-11、歼-15、歼-16、歼-20、FC-31 等 7 款。主要由沈飞、成飞两家企业生产。基本形成了覆盖轻型、中型、重型多种类型及空中优势、多用途等多种场景的歼击机型号体系。

表 4：我国自研三代以上歼击机基本覆盖轻、中、重多种类型及空中优势、多用途等多种场景

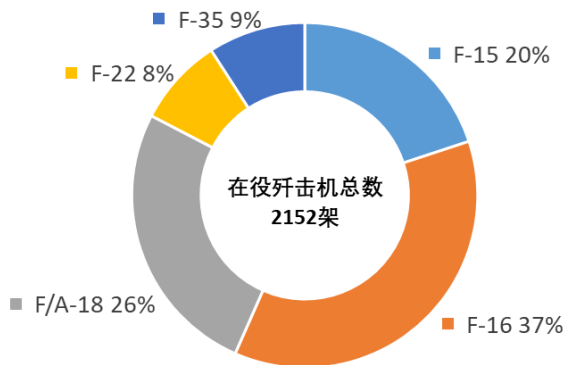
型号	生产商	分代	分类	分型	发动机	备注
枭龙	成飞	三代	多用途	轻型	1*中等推力涡扇	外贸型战机
歼-10	成飞	三代 (歼-10C 达到三代半)	早期型号空优 后期偏多用途	中型	1*大推力涡扇	
歼-11	沈飞	三代	空中优势	重型	2*大推力涡扇	
歼-15	沈飞	三代半	多用途		2*大推力涡扇	唯一舰载机
歼-16	沈飞	三代半	多用途	重型	2*大推力涡扇	
歼-20	成飞	四代	空中优势	隐身重型	2*大推力涡扇	唯一列装四代机
FC-31	沈飞	四代	多用途	隐身中型	2*中等推力涡扇	尚未定型

资料来源：浙商证券研究所

当前，虽然以 F-22 为代表的四代机已经服役逾 20 年，但以美国为例，其目前在役歼击机机队中，F-22、F-35 两款四代机合计数目占比尚不足 20%，机队主体仍然为 F-15、F-16、F/A-18 等三代或三代半战斗机。

中国空军在 2018 年“庆祝人民空军成立 69 周年记者见面会”上公布了建设强大的现代化空军路线图，也表明：“第一步，到 2020 年基本跨入战略空军门槛，初步搭建起“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...”。

图 25：美国 F-22、F-35 两款四代机合计占比 17%



资料来源：《World Air Forces 2021》，浙商证券研究所

图 26：构建以四代机为骨干、三代装备为主体的武器装备体系



资料来源：新华社，浙商证券研究所

四代机短期内还无法完全取代三代机的主要原因：

- 1) 四代机单机建造成本较高，短时间内完成整个机队的换代经济压力大；
- 2) 相较于三代机，四代机维护费用高，相同成本下的出勤率低，出勤成本高，对于某些采用三代机即可完成的军事任务，采用四代机的经济性差；

- 3) 四代机因为要优先满足隐身的要求, 在满足多用途功能方面相较于三代机会有更多的限制;
- 4) 对于中国而言, 目前唯一服役的四代机歼-20 为空中优势战斗机, 无法取代诸如歼-16 这样的多用途战斗机的对地、对海攻击能力。

因此, 可以预见: 我国在接下来一段时间内的军机放量将以“四代机为骨干、三代机为主体”的模式进行。三代机仍将在我国空军装备体系中占据重要地位。

2.4. 公司歼击机产品将在我国军机装备体系中占据核心地位

中航沈飞的几款主要产品中: 歼-16 作为我国当前最先进的多用途歼击机、歼-15 作为我国当前国产唯一的航母舰载机, 将享受确定性增长。FC-31 是我国唯二的四代机、唯一的四代多用途歼击机, 将为业绩增长带来极大弹性。以上机型将在我国军机装备体系中占据核心地位。

2.4.1. 歼 16: 用途广泛的“海空悍将”

歼-16 是在苏-27、歼-11 系列基础上发展而来的新型三代半多用途战斗机, 由我国自行研制, 弥补了我国空军重型战斗机数量不足的短板, 于 2017 年 7 月首次亮相建军 90 周年阅兵式。

歼-16 最大载弹量超过 12 吨, 甚至大于轰-6 轰炸机的早期版本。较大的载弹量使得歼-16 可以装备空对空导弹、空对面导弹、对地炸弹等不同类型的多个型号武器, 赋予了歼-16 强大的对空、对地、对海作战能力。是当前我国最为先进的多用途战斗机。由此使得歼-16 可以与以对空作战为主要目标的歼-20 成为“黄金搭档”。

2018 年 11 月 23 日, “空军发布” 在微博中连发两幅宣传图片, 歼-10、歼-16、歼-20 战机首次同框出现。央视《军事纪实》5 月底曾报道, “歼-20、歼-16 与歼-10 等三型战机混编, 进行突击突防演练”。其中歼-20 利用自身态势感知和隐形优势, 歼灭对方夺取制空权; 歼-16 和歼-10 随后对地面目标实施远距离精确打击。

图 27: 歼-10、歼-16、歼-20 构成我国空军“三剑客”



资料来源: 环球网, 浙商证券研究所

2.4.2. 歼-15：国产唯一舰载机“空中飞鲨”

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”，舰载战斗机列装需求迫切。据央视新闻报道，“山东舰”可搭载35架舰载战斗机，“辽宁号”可搭载24架舰载战斗机。

歼-15中文绰号为“飞鲨”，是我国自主研发的首型固定翼舰载多用途战斗机，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。是目前我国航母编队的核心作战打击力量。

歼-15于2009年实现成功首飞，2012年在“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。到今天歼-15依然是我国国产在役唯一航母舰载机，未来随着我国航母数量的增加，海军对歼-15的需求有望迎来加速增长。

图 28：“山东舰”可搭载 35 架舰载战斗机



资料来源：央视网，浙商证券研究所

图 29：2012 年 11 月，歼-15 实现首次着舰和舰上起飞



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.4.3. FC-31：隐身“鹞鹰”，前景广阔

FC-31“鹞鹰”是中航沈飞自行研制的中型多用途隐身四代战斗机。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，“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。2014年、2015年、2018年，“鹞鹰”或其模型先后在第十届中国航展、第十四届阿联酋-迪拜航展、第十二届珠海航展上亮相。

截至目前，尚未出现解放军批量装备“鹞鹰”的消息，推测尚未定型、还在持续进行完善。作为一款优秀的中型隐身战斗机，“鹞鹰”未来应用空间十分广阔：据“观察者网”援引专家观点，“鹞鹰”未来有望接替歼-15“飞鲨”成为我国下一代舰载机；或发展成为外贸型四代战机；也可与歼-20高低搭配、综合使用。“鹞鹰”项目的推进将为公司的业绩增长带来极大弹性。

图 30: FC-31 外倾双垂尾、全动平尾的正常式布局



资料来源: 航空工业官网, 浙商证券研究所

图 31: FC-31 具备“多任务能力”等四大特点

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

资料来源: 航空工业官网, 浙商证券研究所

3. 抓住跨代发展机遇期，内外因素共同助力公司业绩向上

3.1. 关联交易预增、预算指标上调，指示下游强劲需求

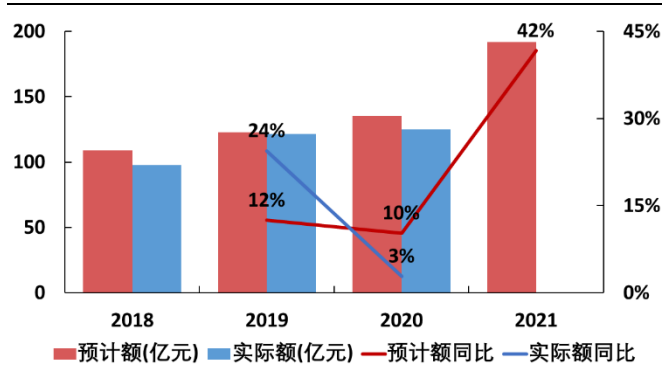
公司 2018-2020 年关联交易额度持续提升。

作为国防军工主机厂，公司上游原材料等供应商相对稳定。关联采购额一定程度上指示公司产品规模及下游需求的扩张速度。公司近三年每年预估的关联采购额复合增速为 21%，实际采购额近两年的复合增速为 13%。2021 年公司预估关联采购额大幅上升 42%，或预示 2021 年产销规模显著提升。

公司向财务公司存款关联交易近两年来实际发生额复合增速为 11%。关联存款的预估值 2018-2020 年保持不变为 110 亿，2021 年大幅增长至 500 亿。或预示公司将于本年度内收到大额订单款项，也在一定程度指示下游强劲需求，同时大额款项也将有助于公司进一步优化现金流状态。

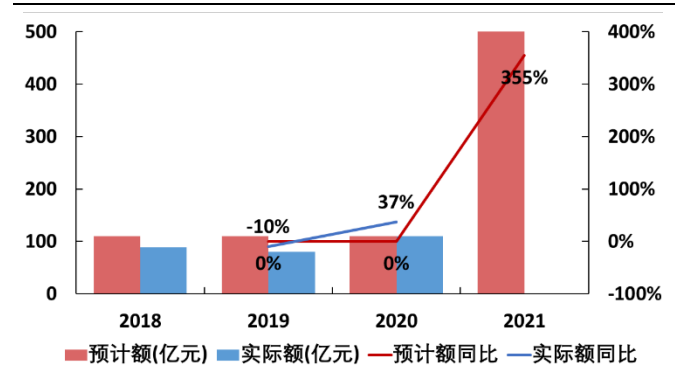
2021 年 6 月 8 日，公司核心配套商航发动力公告开展总额 117 亿元大额现金管理业务，一定程度上对十四五军机需求的显著增长予以了侧面佐证。同时也有利于全产业链财务状况改善。

图 32：公司购买原材料等关联交易 2021 年预增 42%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

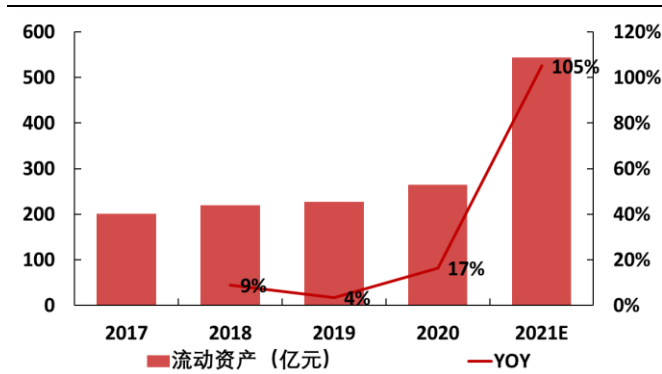
图 33：公司向财务公司存款关联交易 2021 年大增 355%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

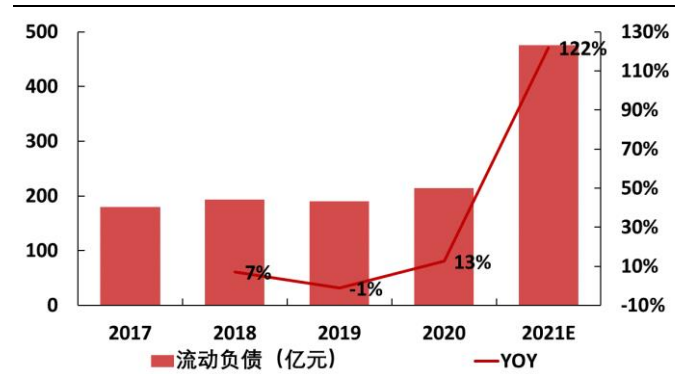
公司公布的 2021 年财务预算当中多项指标出现大幅增长。流动资产增长 105%、流动负债增长 122%、经营活动现金流入增长 115%、经营活动现金流出增长 163%。以上指标大幅增长或指示公司 2021 年业务规模有望快速扩张。

图 34：2021 财务预算流动资产增长 105%



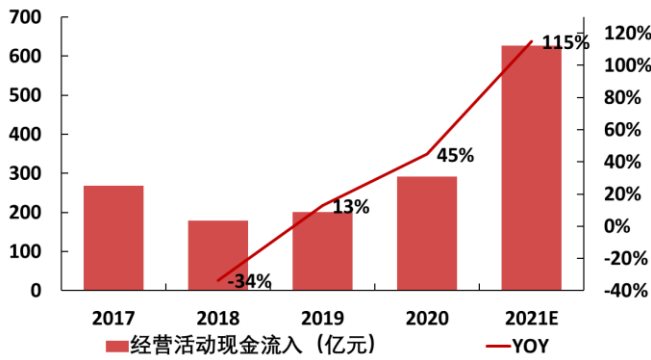
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35：2021 财务预算流动负债增长 122%



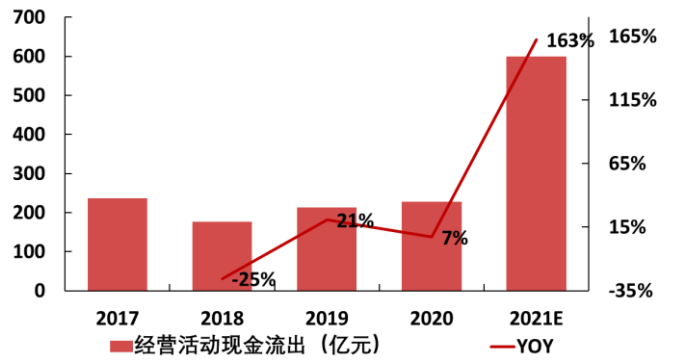
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 36：2021 财务预算经营活动现金流入增长 115%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 37：2021 财务预算经营活动现金流出增长 163%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2. 定价机制改革，打开中长期盈利上升空间

此前，我国长期以来采用成本加成 5% 的军品定价方式，限制了整机厂的利润空间，也不利于激励主机厂提高生产效率、降低产品成本。

2011 年 4 月 15 日，经国务院、中央军委批准，国家发改委、财政部、解放军总装备部日前联合颁发《关于进一步推进军品价格工作改革的指导意见》，拉开了军品定价改革的序幕。至 2019 年 3 月，航空工业官网报导，就装备价格业务工作开展了培训，“宣贯定价议价新规则”，“集团公司旗下近百家单位共 400 余人参加培训”。由此并结合《江航装备招股说明书》相关描述，我们判断，新定价机制或已于 2019 年正式落地实施。

表 5：军品定价机制改革 2011 年开始、2019 年正式落地实施

时间	政策文件
2011 年	《关于进一步推进军品价格工作改革的指导意见》
2014 年	《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南（试行）》
2019 年	《军品定价议价规则》

资料来源：中央政府网站、全军武器装备采购信息网、江航装备招股说明书、浙商证券研究所

图 38：航空工业集团 2019 年 3 月举办装备价格业务培训“宣贯定价议价新规则”

集团要闻

航空工业开展 2019 年装备价格业务工作培训

来源：中国航空报 发布时间：2019-03-21 【大 中 小】

为适应装备价格改革工作新形势，促进航空装备战略发展，服务航空强国建设，有效提升集团公司所属单位装备价格管理及价格业务人员工作水平，近日，航空工业计划财务部在成都组织开展了 2019 年装备价格业务工作培训。

本次培训在装备价格改革的背景下，按照航空工业“一心、两融、三力、五化”新时代发展战略要求，宣贯定价议价新规则，帮助各单位积极适应装备价格工作的“新标准”“新要求”和“新工具”。通过培训有助于进一步加强航空装备成本管控，提升项目管理水平，有效支撑“世界一流军队”和具有全球竞争力的世界一流企业建设，为航空工业高质量发展提供保障。

培训期间，军方专家分别就装备定价议价新规则及其实施细则、装备购置价格审核相关政策法规进行解读；相关专家对信息系统进行了详细讲解；有关单位交流分享了工作经验。

航空工业计划财务部、防务综合部以及军方有关领导和专家出席培训班开班仪式，集团公司旗下近百家单位共 400 余人参加培训。（黄兆东）

资料来源：航空工业集团官网，浙商证券研究所

改革前，装备价格=定价成本*（1+5%）；

改革后,根据《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南(试行)》的描述:

- 装备价格=定价成本+目标成本*5%+激励(约束)利润;
- 激励(约束)利润由定价成本较之目标成本的节约(超支)情况确定,差额由主机厂和军方按照一定比例承担。

在新定价机制下,当定价成本降低,由于激励(约束)利润的存在,销售利润率会显著上升。这为主机厂提高生产效率、降低生产成本提供了强大动力、打开了盈利上升空间。公司“十四五”主要重点型号已基本成熟,后续量产过程中在定价机制的激励下有望不断降低成本、提高企业盈利能力。

3.3. “均衡生产”叠加“规模效应”,公司毛利有望进一步提升

“均衡生产”源自于“精益生产”理念,核心优势在于产能的充分释放,从而保证稳定的产品质量和供应。

图 39: “均衡生产”有利于产能充分释放,保证稳定的产品质量和供应

均衡生产定义: 所完成的产品产量,在相等的时间内基本相等或稳定递增的生产模式

生产不均衡容易导致:

松时: 人员设备闲置、生产能力浪费、劳动纪律松弛。

紧时: 1) 加班加点、临时突击,易出现产品粗制滥造、忽视质量
2) 工人疲劳,易出安全事故;设备长时间工作得不到正常保养,损耗加剧
3) 若因产品质量、安全事故、机器损坏等导致停工、返工,则又进一步拖延周期,形成恶性循环

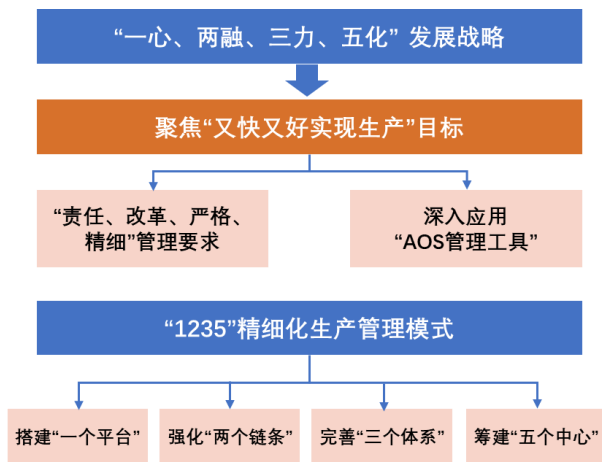
均衡生产的益处: 建立稳定生产秩序,产能得到充分释放,保证稳定的产品质量和供应

资料来源:《企业的均衡生产》,浙商证券研究所

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。

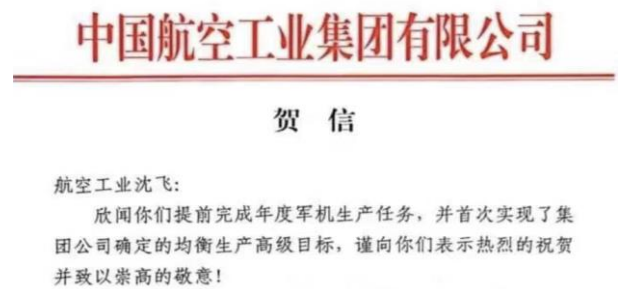
2019年,航空工业集团专门致信祝贺公司提前二十多天完成军机年度生产任务,首次实现集团公司确定的均衡生产高级目标,达历史最好水平。

图 40：公司生产管控能力不断增强，深入推进均衡生产



资料来源：中国航空新闻网，公司官网，浙商证券研究所

图 41：航空工业祝贺沈飞实现集团均衡生产高级目标

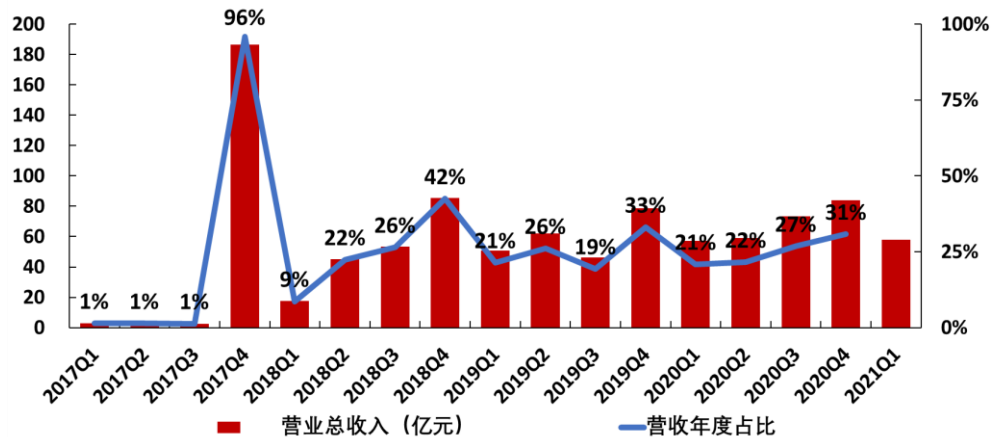


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

财报角度，公司季度间营业收入差距不断缩小，均衡生产成效显著。2020 年公司四个季度分别实现营收 57 亿、59 亿、73 亿和 84 亿，比例约为 2: 2: 3: 3。均衡生产将有望进一步帮助企业提高人员、设备利用率，更加高效的组织生产，提高盈利能力。

后续，随着公司主要型号的快速爬坡上量，在“均衡生产”基础上的“规模效应”有望极大显现，从而推动公司毛利进一步提升。

图 42：公司营业收入季度分布逐渐均匀化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4. 实施十年期股权激励，奠基公司中长期稳定发展

公司 2018 年起实施十年期激励计划，分为三期进行，每期有效期 5 年（2 年禁售期 +3 年解锁期）。每期实施间隔为 3 年。激励对象为公司董事、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等。以扣非净利润、净资产收益率、净利润增长率和经济增加值等作为解锁条件。长期股权激励计划的实施，有利于提高公司高管和核心员工的积极性，从人的角度奠定了公司中长期发展的稳定基础。

2018年5月，公司发布第一期激励计划草案，并于同年11月2日以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。

表 6：第一期激励计划以扣非净利润、净资产收益率、净利润增长率和经济增加值等作为解锁条件

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 ΔEVA>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 ΔEVA>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 ΔEVA>0

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2020年11月3日为公司第一期激励计划的第一个解锁日，公司业绩考核指标满足解锁要求：2019年加权扣非净资产收益率为10.17%，高于对标企业75分水平5.6%；扣非净利润复合增长率为23.53%，高于对标企业75分水平9.74%；EVA达到6.49亿且ΔEVA为1.15。解锁限制性股票1,055,943股，占第一期授予股票比例33.3%。

按照原定方案，第一激励计划的第二次解锁将于2021年11月3日进行，同时第二期股权激励计划按照长期计划也有望于年内开启时间窗口。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测：未来 3 年业绩复合增速超 23%

公司的主营业务包含航空产品、其他主营业务两大块，基于以下假设对公司主营业务的收入与毛利率预测：

1) **航空产品**：公司的核心主业，2020 年营收占比 99%、毛利润占比 99%，预计未来 3 年收入增速分别为 21%、23%和 24%。增长主要来自于：

- 1、歼-16：我国最先进多功能歼击机，与歼-20、歼-10 等组成高低搭配，形成我国“四代装备为骨干、三代装备为主体”的军机装备体系的核心力量；
- 2、歼-15：我国目前唯一舰载机，随航母数量增长而增长，后续可能由 FC-31 接替；
- 3、歼-11：三代重型歼击机，后续或尚有少量增长。

考虑到十三五期间上述机型技术上基本趋于成熟，后续随着型号放量规模效应逐步体现，我们预估未来 3 年公司该板块业务的毛利率稳中有升，分别为 9.7%、10.0%、10.1%。

2) **其他主营业务**：假设未来三年收入维持在 1.2 亿元/年，毛利率 10.3%左右。

表 7：预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 330/405/501 亿元，同比增长 21%/23%/24%

	业务	2020A	2021E	2022E	2023E
航空产品	营业收入 (亿元)	270	327	402	498
	YoY (%)	16%	21%	23%	24%
	毛利率 (%)	9.3%	9.7%	10.0%	10.1%
其他主营业务	营业收入 (亿元)	1.2	1.2	1.2	1.2
	毛利率 (%)	11.7%	10.3%	10.2%	10.5%
其他业务	营业收入 (亿元)	2	2	2	2
	毛利率 (%)	2.0%	3.8%	3.6%	3.4%
合计	营业收入 (亿元)	273	330	405	501
	YoY (%)	15%	21%	23%	24%
	毛利率 (%)	9.2%	9.7%	9.9%	10.0%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 2.0%/1.9%/1.9%。

公司销售费用率近年来长期维持在 0.1%以下，我们预估后续稳定在 2020 年 0.4%的水平。公司 2017 年以来管理费用率持下降趋势，预估后续受益于均衡化生产和产销规模扩张，管理费用率仍会略有下降。公司财务费用率自 2018 年以来均为负数，结合公司今年内可能会收到大额预付现金款项的预期，我们假设公司的财务利息收益或略有增加。

公司近年来在研发上的投入持续增加，考虑到四代隐身型号 FC-31 尚在持续改进当中，我们预估研发费用率或略有上升。

表 8：预计公司 2021-2023 年的期间费用率分别为 2.02%/1.86%/1.86%

	2020A	2021E	2022E	2023E
期间费用率	2.58%	2.02%	1.86%	1.86%
销售费用率	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
管理费用率	2.61%	2.45%	2.25%	2.15%

	2020A	2021E	2022E	2023E
财务费用率	-0.07%	-0.47%	-0.43%	-0.33%
研发费用率	1.05%	1.20%	1.25%	1.26%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上, 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 330/405/501 亿元, 同比增长 21%/23%/24%; 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 17.4/21.9/27.5 亿元, 同比增长 18%/26%/26%。

4.2. 估值讨论: 给予“买入”评级

选取 4 家国防主机厂与中航沈飞进行对比, 这 4 家公司 2021-2023 年的平均 PE 估值分别为 79/58/42 倍, 中航沈飞为 67/53/42 倍, 公司历史估值中枢为 73 倍, 首次覆盖, 考虑公司作为 A 股战斗机整机制造唯一上市公司的战略价值和稀缺性, 给予“买入”评级。

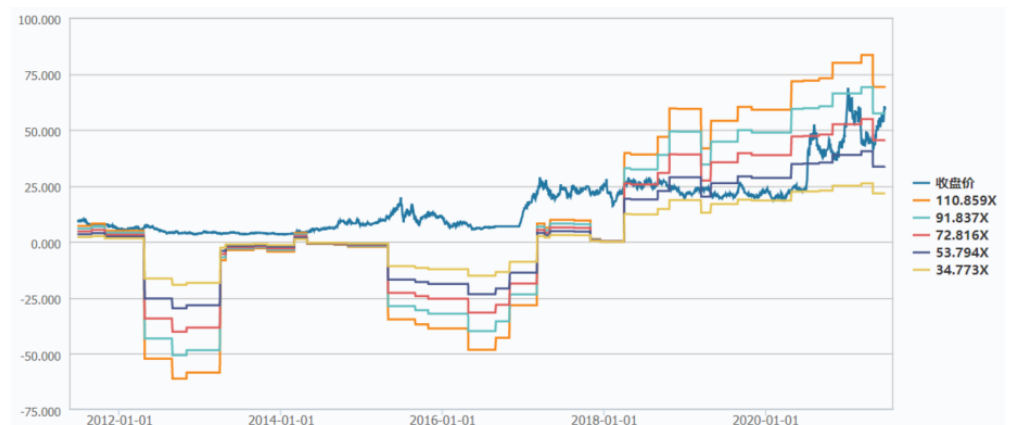
表 9: 国防主机厂 2021E 平均估值水平约为 79 倍 PE

简称	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	ROE
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	MRQ	(摊薄)
中直股份	323	1.61	2.07	2.61	34	27	21	3.4	8.5%
中航西飞	723	0.38	0.48	0.59	69	55	44	4.7	5.1%
航发动力	1397	0.56	0.69	0.87	94	76	60	3.8	3.2%
洪都航空	280	0.33	0.53	0.89	118	73	44	5.4	2.6%
平均值	681				79	58	42	4.3	4.8%
中航沈飞	1159	0.89	1.12	1.40	67	53	42	9.0	15.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

备注: 除航发动力、中航沈飞外, 其余采用 Wind 一致预期; 时间截止至 2021 年 6 月 24 日收盘

图 43: 公司近 10 年 PE 估值中枢为 73 倍



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5. 风险提示

- 1) 军品订单需求不及预期;
- 2) 产品交付进度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	26513	55305	56439	58240	营业收入	27316	32984	40497	50138
现金	12632	15254	18728	23186	营业成本	24794	29799	36480	45112
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	37	44	54	67
应收账款	5262	5527	6055	6756	营业费用	11	14	17	21
其它应收款	128	115	117	130	管理费用	713	808	911	1078
预付账款	680	25031	20064	13985	研发费用	288	396	506	632
存货	7778	9349	11445	14153	财务费用	(18)	(148)	(152)	(125)
其他	31	29	30	30	资产减值损失	234	219	286	360
非流动资产	6340	6764	6685	6845	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	61	14	22	26
长期投资	154	169	186	204	其他经营收益	422	164	141	200
固定资产	3691	3799	3878	4061	营业利润	1742	2030	2556	3218
无形资产	950	870	778	687	营业外收支	(3)	(2)	(3)	(3)
在建工程	965	1356	1246	1278	利润总额	1738	2028	2554	3216
其他	580	570	596	614	所得税	254	284	359	455
资产总计	32853	62069	63124	65086	净利润	1484	1744	2195	2761
流动负债	21444	49423	48865	48750	少数股东损益	3	5	6	7
短期借款	0	816	1505	4191	归属母公司净利润	1480	1739	2189	2754
应付款项	13521	12814	14227	16692	EBITDA	2229	2141	2683	3394
预收账款	0	31335	28348	23064	EPS (最新摊薄)	0.75	0.89	1.12	1.40
其他	7923	4458	4785	4805	主要财务比率				
非流动负债	574	490	487	517		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	574	490	487	517	营业收入	15%	21%	23%	24%
负债合计	22018	49913	49351	49267	营业利润	72%	17%	26%	26%
少数股东权益	687	692	698	705	归属母公司净利润	69%	18%	26%	26%
归属母公司股东权益	10148	11464	13075	15114	获利能力				
负债和股东权益	32853	62069	63124	65086	毛利率	9.2%	9.7%	9.9%	10.0%
					净利率	5.4%	5.3%	5.4%	5.5%
					ROE	15%	15%	17%	19%
					ROIC	12%	12%	13%	13%
					偿债能力				
					资产负债率	67%	80%	78%	76%
					净负债比率	0%	2%	3%	9%
					流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
					速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.8
					应收帐款周转率	6.2	6.4	7.0	7.4
					应付帐款周转率	2.6	3.1	3.5	3.6
					每股指标(元)				
					每股收益	0.75	0.89	1.12	1.40
					每股经营现金	3.2	1.4	1.7	1.4
					每股净资产	7.2	5.8	6.7	7.7
					估值比率				
					P/E	78	67	53	42
					P/B	8.2	10.1	8.9	7.7
					EV/EBITDA	44	48	37	29

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>