

公司深度
中航沈飞 (600760)
国防军工 | 航空装备
需求与变革同频共振开启公司长期成长空间

2021 年 12 月 22 日

评级 推荐

评级变动 调高

合理区间 79.46-93.16 元
交易数据

当前价格 (元)	67.67
52 周价格区间 (元)	39.51-85.68
总市值 (百万)	132670.08
流通市值 (百万)	132569.74
总股本 (万股)	196054.50
流通股 (万股)	195906.22

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
中航沈飞	-7.88	-2.84	41.52
航空装备	0.69	12.31	47.06

何晨
分析师

执业证书编号: S0530513080001
hechen@hncasing.com

0731-84779574

杨英杰
研究助理

yangyingjie@hncasing.com

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	23760.86	27315.91	34964.36	43006.16	51607.39
净利润(百万元)	877.79	1480.20	2050.39	2692.94	3406.98
每股收益(元)	0.45	0.75	1.05	1.37	1.74
每股净资产(元)	4.43	5.18	6.06	7.22	8.69
P/E	151.14	89.63	64.70	49.27	38.94
P/B	15.27	13.07	11.17	9.37	7.79

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **战斗机核心标的, 盈利能力突破瓶颈。** 公司为我国战斗机核心标的, 卡位优势十分明显。公司 2021 年半年报扣非归母净利润率首次突破 5% 达到 5.56%, 三季报达 5.53%; 公司是首个完成净利率突破 5% 的主机厂, 经公司百亿级营收放大后利润弹性十分可观。公司合同负债超 300 亿元, 未来业绩增长高度可期。
- **行业高景气叠加战机型量增与换代需求带动公司业绩持续向上。** “十四五规划”提出“2027 年实现建军百年奋斗目标”, 近期“加快国防和军队现代化”被多次强调, 国防军工迎来高速发展阶段。航空装备是国防装备发展的重点, 其中战斗机为重中之重。面对与强国空军的差距, 我国战斗机领域将迎来新旧装备替换的质量提升与多机种规模化的总量提升双重提振。公司有望在高景气强需求下迎来业绩高速增长。
- **变革下的沈飞已打开长期成长空间。** 1. 公司完善绩效考核体系激发内在动力, 公司价值创造能力与流程效率有望提升; 2. 均衡生产主旋律助力公司降本增效, 沈飞上半年实现“时间过半, 任务过半”并在 12 月 15 日提前 16 天完成全年任务; 3. 定价机制改革后产品将按“定价成本+5%×目标价格+激励约束利润”来确定, 公司新型号新定价更是有望打开未来利润空间; 4. 公司实施十年期股权激励, 与管理层和核心员工深度绑定, 奠定公司中长期稳定发展基础。在产品方面, 公司歼-16、歼-16D 目前已进入批产阶段需求旺盛, 未来 FC-31 舰载版有望替代歼-15 接力放量。变革下的沈飞已具备业绩稳定增长与利润持续释放的条件, 未来长期成长空间已经打开, 建议持续关注。
- **盈利预测:** 预计 2021~2023 年公司实现归母净利润分别为 20.5 亿元、26.9 亿元、34.1 亿元; EPS 为 1.05 元、1.37 元、1.74 元, 对应当前股价 PE 倍数为 65、49 和 39 倍。考虑到十四五期间国防军队建设加速, 战斗机作为双方博弈的一线重点装备将是我国国防建设的重点方向, 在强需求的引领下将高速发展, 同时公司作为战斗机整机在 A 股上市的唯一标的有望充分享受行业发展红利。参考航空装备板块主机厂洪都航空、中航西飞、中直股份、航发动力 2022 年平均 PE 估值为 66 倍, 给予公司 2022 年 58~68 倍 PE 估值, 对应价格区间 79.46~93.16 元, 调高公司评级, 给予公司“推荐”评级。
- **风险提示:** 产品研发交付不及预期; 下游需求不及预期; 疫情反复。

内容目录

1 中国战斗机第一股，营收与利润齐升	4
1.1 A 股唯一战斗机上市公司，战略价值显赫	4
1.2 营收与利润齐升，盈利能力突破瓶颈	6
2 行业高景气叠加战机量增与换代需求带动公司业绩持续向上	8
2.1 国防军工迎来重大发展机遇，航空装备为重点方向	8
2.2 我国周边四代机云集，我军战机换代与量增迫在眉睫	9
2.2.1 我国战机在“质”与“量”上尚不能完全满足需要	10
2.2.2 我国战机换代与量增迫在眉睫	11
2.3 战斗机市场空间广阔，公司产品赛道卡位优势显著	13
2.3.1 预计 2022 年至 2027 年我国战斗机整机市场近 7153.4 亿元，年均 1192.2 亿元	13
2.3.2 公司歼-16、FC-31 等产品赛道卡位优势十分明显	14
3 变革下的沈飞已打开长期成长空间	16
3.1 完善绩效考核体系激发公司内在动力	16
3.2 定价机制改革打开利润释放空间	17
3.3 均衡生产有利于公司降本增效	17
3.4 股权激励助推公司长远发展	18
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 2021~2023 年公司盈利预测	18
4.2 投资建议	19
5 风险提示	20

图表目录

图 1：中航沈飞发展历程	4
图 2：中航沈飞股权架构	6
图 3：2017-2021E 公司营业收入及增速情况	6
图 4：2017-2021E 公司归母净利润及增速情况	6
图 5：扣非归母净利率首次突破 5%	7
图 6：可比公司 ROE 情况	7
图 7：2018~2021E 关联交易情况	7
图 8：2017~2021Q3 预付款项和合同负债情况	7
图 9：2018-2021Q3 公司研发费用与增长情况	8
图 10：2018-2021Q3 公司三费情况	8
图 11：我国国防军费占 GDP 比重	8
图 12：中国历年军费情况	8
图 13：国防军工二级板块 2021 年前三季度营收与利润情况	9
图 14：世界大国军机及战斗机数量对比	10
图 15：中国 2014~2020 年军机数量	10
图 16：我国军机组成结构	11
图 17：中国战斗机代际构成	11
图 18：空战制胜机理演变	11
图 19：先敌发现是信息机动的首要需求	12
图 20：F-22 和典型三代机相互之间的不可逃逸区	12

图 21: “红旗军演”:SU-27 与 F-15C 的交换比.....	13
图 22: 攻击与不攻击基地情况下为取得空中损耗战胜利	13
图 23: 沈飞绩效考核体系	16
图 24: 公司营业收入季度波动逐渐下降.....	17
图 25: 航空工业集团祝贺沈飞均衡生产高级目标达成.....	17
表 1: 中航沈飞创下中国航空史的多个“第一”.....	4
表 2: 中航沈飞目前主营业务及产品（一级子公司：沈阳飞机工业）	5
表 3: 中航沈飞目前主营业务及产品（二级子公司）	5
表 4: 2022-2027 年中国战斗机市场空间测算（亿元）	14
表 5: 沈飞、成飞主力产品对比	14
表 6: 军机按军事用途分类	16
表 7: 军品定价机制以 2013 年为重要分水岭.....	17
表 8: 公司股权激励计划.....	18
表 9: 2021~2023 年收入规模预测（单位：亿元）	19

1 中国战斗机第一股，营收与利润齐升

1.1 A股唯一战斗机上市公司，战略价值显赫

公司是A股第一家也是目前唯一战斗机整机制造上市公司，战略价值显赫。2018年，中航沈飞通过重大资产重组借壳中航黑豹实现了核心军工资产整体上市，被誉为“中国战机第一股”，实现了由传统国企向上市公司的实质转变，开创了产品、产业、产融并进发展新格局。目前公司已成为军工板块前三大市值公司，截止至2021年11月末，公司市值已达到1431亿元。

图 1：中航沈飞发展历程



资料来源：公司官网、财信证券

公司核心产品为歼击机等航空防务装备，历史悠久实力雄厚。中航沈飞是我国航空防务装备的整机供应商之一，与成飞并列且各自承担不同型号歼击机生产任务。沈飞是在抗美援朝的硝烟战火中诞生的军工国企，自1951年6月29日创建以来，先后研制生产40多种型号、8000余架飞机装备部队。公司功勋显赫曾创下中国航空史的多个“第一”，1956年7月19日，沈飞成功试制中国第一种喷气式歼击机歼-5并首飞成功，9月正式投产，中国成为当时世界上少数几个能够成批生产喷气飞机的国家之一。1958年7月26日，我国自行设计制造的第一架喷气式教练机（歼教-1）在沈飞首飞成功。1962年2月，沈飞研制的新中国第一枚地对空导弹红旗1号导弹0001枚总装完毕。雄关漫道真如铁，2021年沈飞迎来创建70周年，经过70年的发展，公司成长为一个集科研、生产、试验、试飞为一体的大型现代化飞机制造企业。

表 1：中航沈飞创下中国航空史的多个“第一”

时间	关键事件
1956年7月19日	中国第一架喷气式歼击机歼-5首飞成功
1958年7月26日	中国第一架喷气式教练机（歼教-1）试制成功
1962年2月	中国第一枚地对空导弹红旗1号导弹0001枚总装完毕
1963年9月23日	中国第一架超声速喷气式歼击机歼-6首飞成功
1966年1月17日	中国第一架两倍音速喷气战斗机歼-7在沈飞首飞成功
1969年7月5日	中国第一架高空高速歼击机歼-8首飞成功
2012年11月	中国第一架舰载机歼-15在辽宁舰上成功起降

资料来源：中国航空新闻网、解放军报、财信证券

公司主业航空制造 2020 年营收占比为 98.82%。公司一级子公司沈阳飞机工业承担了歼击机产品的生产任务，目前主要产品有歼-11 系列、歼-15 系列、歼-16 系列、暗剑无人机等。二级子公司有民品公司、会议公司、物装公司、线束公司四家。

表 2：中航沈飞目前主营业务及产品（一级子公司：沈阳飞机工业）

型号	状态	代际	实物图
歼-11 系列 (11A/11B/11BS/11BH/11D)	批产	三代	
歼-15 系列 (15/15S/15D)	批产	三代	
歼-16 系列 (16、16D)	批产	三代半	
FC-31 (舰载版)	研发	四代	
暗剑无人机	研发	无人机	

资料来源：《六十年来我国三代主战机型研发历程揭秘》、铁血观世界、财信证券

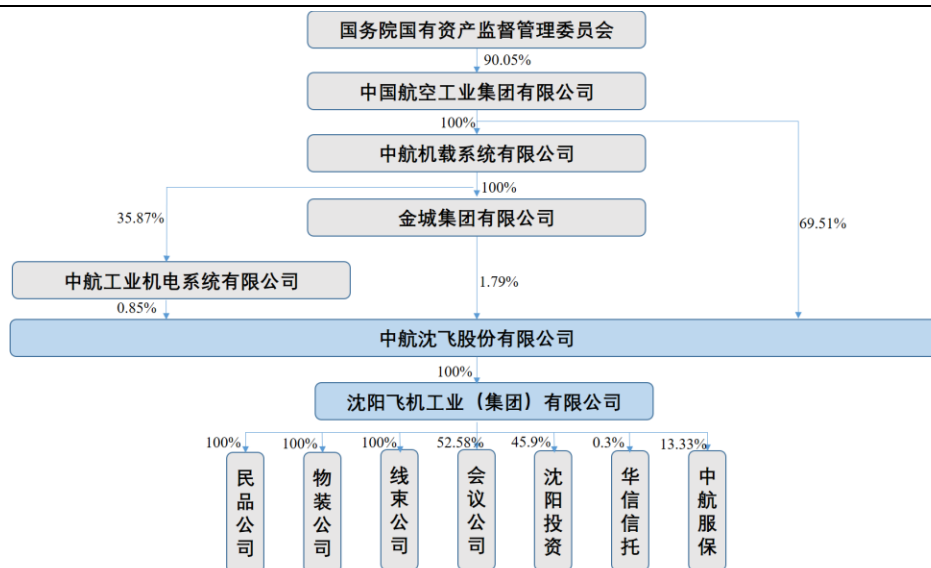
表 3：中航沈飞目前主营业务及产品（二级子公司）

公司	主营业务	公司	主营业务
民品公司	滤棒成型机组、通路地板、航空产品加工	会议公司	住宿、餐饮服务
物装公司	物流系统规划、咨询；物流装备研发、生产、制造等	线束公司	航空及非航空线束产品研发、生产等

资料来源：公司公告、财信证券

公司背靠航空工业集团，集团内资源整合优势明显。中国航空工业集团有限公司对中航沈飞直接持股比例接近 70%，绝对控股。中国航空工业集团有限公司（简称“航空工业”）是由中央管理的国有特大型企业，于 2008 年 11 月 6 日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。集团公司设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统、通用航空、航空研究、飞行试验、航空供应链与军贸、专用装备、汽车零部件、资产管理、金融、工程建设等产业，下辖 100 余家成员单位、24 家上市公司，员工逾 40 万人。

图 2：中航沈飞股权架构

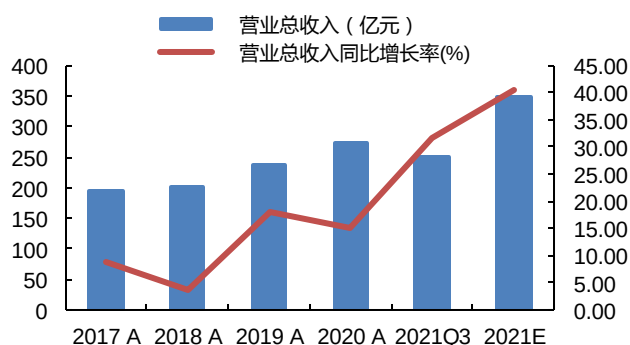


资料来源：Wind、财信证券

1.2 营收与利润齐升，盈利能力突破瓶颈

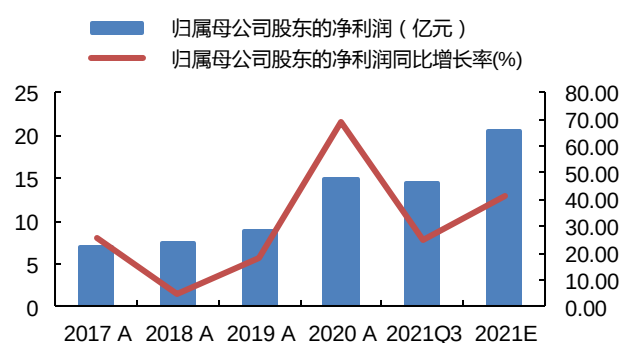
公司近年来营收与利润稳步增长。公司自 2017 年资产重组后实现了营收与归母净利润的稳步增长。2020 年公司实现营收 273.16 亿元，同比增长 14.96%；实现归母净利润 14.80 亿元，同比增长 68.63%，扣非归母净利润 9.40 亿元，同比增长 11.34%。2021 前三季度公司实现营收 249.17 亿元，同比增长 31.76%；归母净利润 14.54 亿元，同比增长 25.05%；扣非归母净利润 13.77 亿元，同比增长 81.78%。公司 2017~2020 年营收 CAGR 为 12%，归母净利润 CAGR 为 28%，经营情况稳步向好。

图 3：2017-2021E 公司营业收入及增速情况



资料来源：公司公告、财信证券

图 4：2017-2021E 公司归母净利润及增速情况

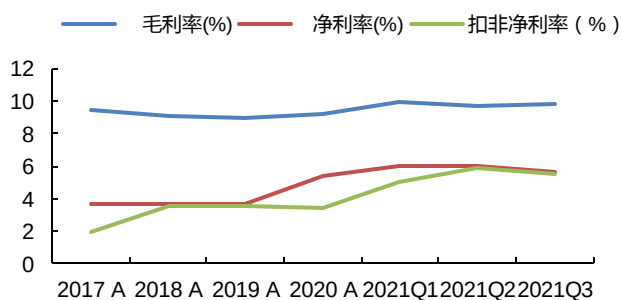


资料来源：公司公告、财信证券

2021 年来公司突飞猛进，扣非归母净利率首次突破 5%。2021 年 Q1~Q3 公司单季度毛利率分别为 9.95%（同比+0.38pct）、9.73%（同比+1.25pct）、9.86%（同比+0.15pct）。2021 年 Q1~Q3 公司单季度扣非净利润率分别为 4.99%、5.88%、5.46%。公司首次更是 Q2、Q3 连续突破成本加成法下 5% 的利润率瓶颈，表明军品新定价机制或已落地，未来公司盈利能力有望持续改善。

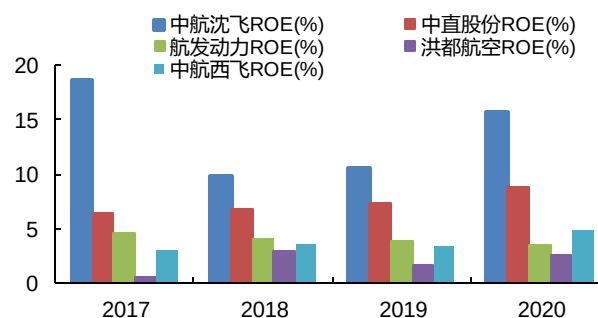
公司 ROE 远超同行业其他主机厂，投资回报可观。我们选取洪都航空、航发动力、中航西飞、中直股份四家航空类且在各自领域具备核心卡位优势的主机厂作为可比公司。2017~2020 年间，中航沈飞的 ROE 远高于其他主机厂，主要得益于公司目前产品结构中三代（半）战机占比逐渐提升，新产品或已应用新定价机制利润率加高，同时公司成本费用的控制较好助力 ROE 稳步提升，投资回报可观。

图 5：扣非归母净利率首次突破 5%



资料来源：公司公告、财信证券

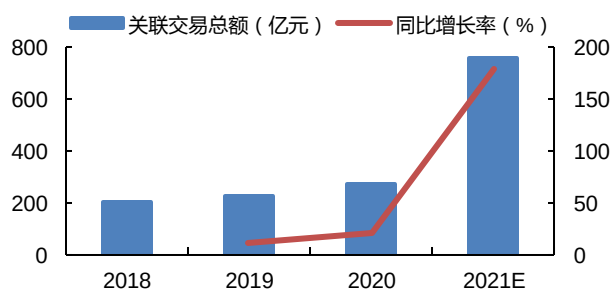
图 6：可比公司 ROE 情况



资料来源：公司公告、财信证券

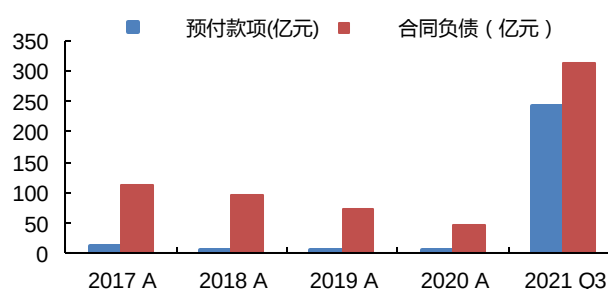
公司 2021 年关联交易大幅增加，预付款项与合同负债创历史新高。2021 年预计关联交易总额 757.43 亿元，2020 年实际额相比增长 177.72%，公司 2021 前三季度预付账款 242.29 亿元，比去年同期增加 234.19 亿元；合同负债 311.62 亿元，比去年同期增加 301.47 亿元；存货 65.68 亿元，比去年同期增加 11.48 亿元。公司客户需求旺盛订单饱满，且公司用于采购支出规模与存货也显著提升，公司正在积极向上游订货备产。公司有望充分享受“十四五”期间军工行业高速发展的红利，公司业绩有望持续高增。

图 7：2018~2021E 关联交易情况



资料来源：公司公告、财信证券

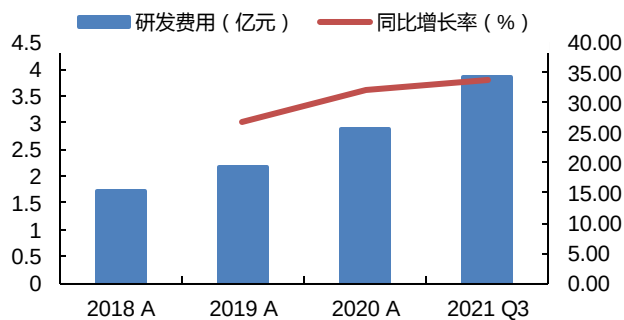
图 8：2017~2021Q3 预付款项和合同负债情况



资料来源：公司公告、财信证券（2020 年以前的合同负债数据为预收账款数据）

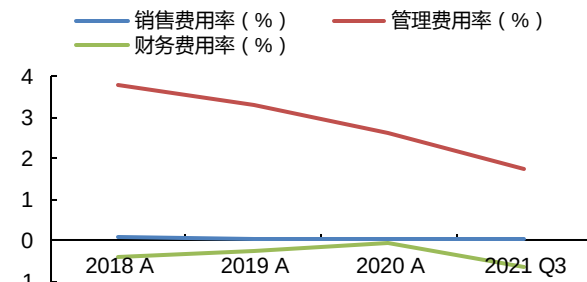
公司研发费用不断增高，或在研发下一代机型。公司建立了“用一代、研一代、储一代”技术体系，公司预研工作有序推进。公司已收到客户大额预付款项，在给付上游的同时也会加大研发投入，为下一代产品做准备。公司近年来销售费用保持稳定，公司管理费用率持续下降，财务费用率在 2021 年有了明显下降，主要是由于公司收到客户大额预付款带来的利息收入增加，总体来看公司在经营管理方面效率不断提升。

图 9：2018-2021Q3 公司研发费用与增长情况



资料来源：公司公告、财信证券

图 10：2018-2021Q3 公司三费情况



资料来源：公司公告、财信证券

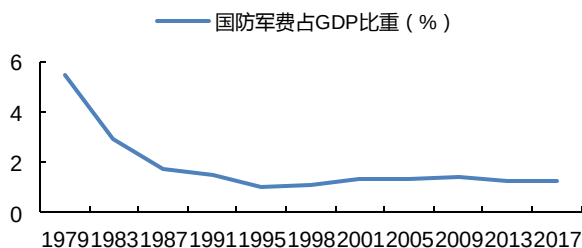
公司剥离亏损民机资产，轻装上阵聚焦军工主业。2018 年 11 月，公司全资子公司沈飞公司以经航空工业集团备案的评估价格人民币 2440.60 万元向航空工业集团协议转让其所持有的贵飞公司（主营业务为教练机、无人机、航空零部件生产）2.07% 股权，于 2019 年 3 月完成股权过户。2020 年 12 月，沈飞公司以评估价格 2.45 亿元作为转让对价向沈飞企管协议转让其所持有的沈飞民机（主营业务为民机及其零部件的设计生产）32.01% 股权。沈飞民机 2018~2020 年持续亏损，2020 年前三季度亏损 1.79 亿元，净利率-55.7%。公司未来可将资源更高效地配置于军机领域，开启放量高增模式。

2 行业高景气叠加战机量增与换代需求带动公司业绩持续向上

2.1 国防军工迎来重大发展机遇，航空装备为重点方向

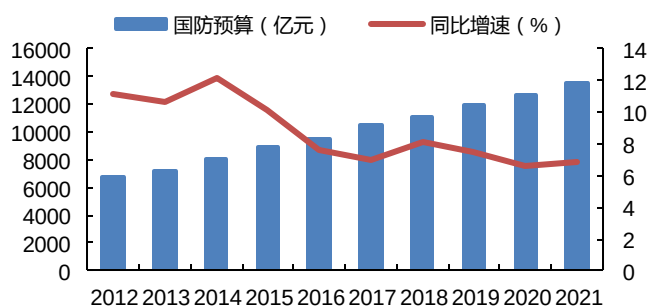
我国“十四五规划”指出“2027 年实现建军百年奋斗目标”，8 月 18 日人民日报发文《必须加快国防和军队现代化》，国防军工将迎来重大发展机遇。改革开放以来，我国经济保持高速增长，目前已成长为第二大经济体，2020 年 GDP 约为美国的 70%。强国必需强军，发展成果与发展利益需要强大的国防守护。我国不断加强国防军队投入，2021 年我国军费预算 13553.43 亿元，同比增长 6.8%。与世界强国相比，我国国防军费占 GDP 比重仍然较低，2020 年仅为 1.25%，相比于美国的 3.59% 和俄罗斯的 3.32% 还有较大差距，未来或有一定提升空间。

图 11：我国国防军费占 GDP 比重



资料来源：国务院新闻办公室网站数据、财信证券

图 12：中国历年军费情况

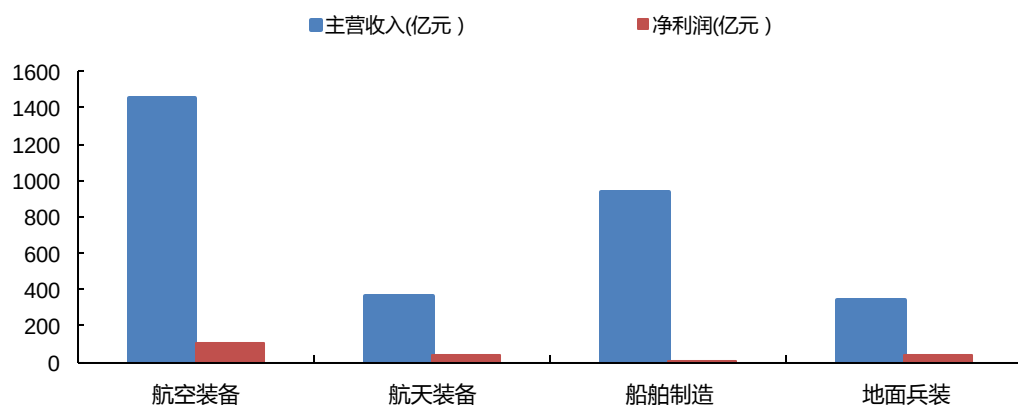


资料来源：国务院新闻办公室网站数据、财信证券

除国防科研院所与工厂外，我国还拥有“国防七子”等众多高校与军民融合相关企业 3545 家，其在先进装备技术方面的科研投入同样增长迅速。七所高校 2021 年度科研经费共 577.23 亿，同比增长 33.5%。总体来说，在“十四五”规划与建军百年奋斗目标的强力支撑下，国防军工板块迎来了历史性的发展机遇。

从国防军工板块三季报看，航空装备为重点方向。国防军工板块(SW)今年三季度营收合计 3101.74 亿元(同比+14.35%);归母净利润 184.56 亿元(同比+7.74%);存货 2431.93 亿元，比半年报增加 144.20 亿元;合同负债 1857.79 亿元，比半年报减少 77.67 亿元。军工行业整体保持稳健增长，受益于装备逐渐批产放量，军工企业的合同负债处于历史高位，反映出客户需求旺盛与企业订单饱满。细分板块来看，航空装备为国防军工板块重点发展方向。报告期内，航空装备板块营收合计 1452.85 亿元(同比+20.94%);归母净利润 100.47 亿元(同比+44.05%);合同负债 756.03 亿元，比半年报减少 87.20 亿元。航空装备营收占国防军工整体营收的 46.84%，归母净利润占 54.43%，其营收同比增速位列四大细分板块之首。三季报的披露进一步验证了“十四五”期间军工行业的高景气度，虽然均衡生产已成趋势，但根据军工企业业绩释放的传统惯性效应与存货增长情况来看，预计其第四季度业绩在环比上或仍将有较大幅度提升。在大国博弈日趋激烈的背景下，我国必将加快先进装备的研发和生产，航空装备将是重点发展方向。

图 13：国防军工二级板块 2021 年前三季度营收与利润情况



资料来源：Wind、财信证券

2.2 我国周边四代机云集，我军战机换代与量增迫在眉睫

我军战机将在“质”与“量”上并重发展，在“十四五”期间加速放量。目前美国等军事强国已基本已全面淘汰二代装备，在空军中三代四代机各占半壁江山。从“北方利刃”军演 F-22 战机 144:0 完胜 F-15 和 F-16，再到“红旗军演”F-35 战机初战 15:1 轻取三代机，目前装备代际间的差距几乎无法逾越。据国防部消息我军在装备建设总体形态上，已淘汰一代装备、压减二代装备、批量列装三代以上装备；但从《World Air Force》数据上看我空军歼-7 等二代装备数量依旧不小，我军仍将加速老旧装备的淘汰与新式装备列装。当双方战斗机处于同代对抗时，数量优势对交战级空战的影响开始凸显，同时现代化战争更是朝着体系化方向发展。目前来看，我国装备系列化与体系化的发展突飞

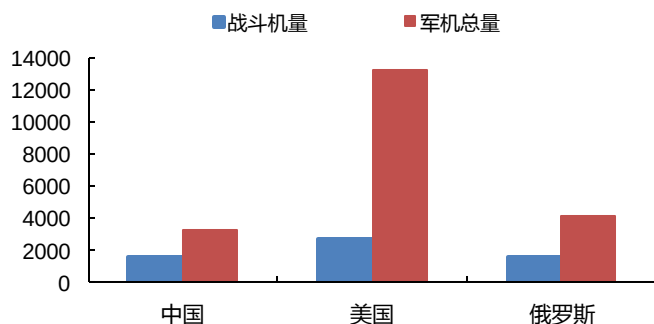
猛进，已经基本形成了体系化作战能力。但我军短板在于先进装备总量上与美国还有较大差距，在全力以赴加快武器装备现代化的背景下，已定型的先进装备有望在“十四五”期间迎来加速放量。

2.2.1 我国战机在“质”与“量”上尚不能完全满足需要

我国周边四代战机云集，我方优势并不明显。根据韩联社报道，韩国在 2014 年以约 64 亿美元的总价采购了首批 40 架 F-35A 战斗机，交付工作从 2019 年开始，2020 年以完成交付 24 架，预计到 2021 年完成全部交付。另外，韩国计划再增购 40 架 F-35，使其 F-35 战机数量提升至 80 架。据《World Air Forces 2021》数据显示，日本现役 F-35A/B 共计 17 架，已订购 129 架，澳大利亚现役 F-35A 共计 19 架，已订购 74 架。除此之外，美国在亚洲还有 56 个军事基地，我国周边未来潜在四代机数量预计将突破 400 架。相比之下，目前我国唯一列装的四代机歼-20 的数量尚不足百架，能与四代机抗衡的三代半电子战机也才刚刚投入实训，虽然我方可以依托陆基防空体系提升作战效能，但从空军战机的角度看我方优势并不明显。

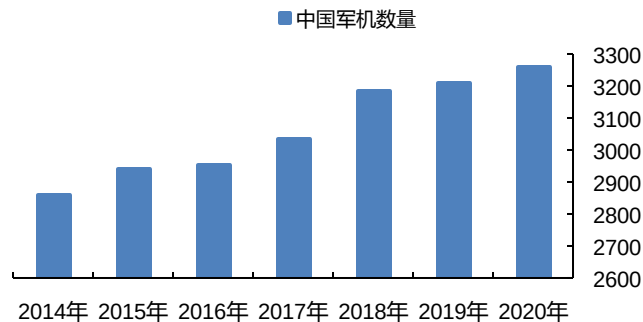
我国空军目前军机总量不足，与世界强国具有较大差距。当前我国空军与世界强国空军相比在军机数量上还存在不小差距。根据《World Air Forces 2021》数据显示，目前我国拥有军机 3260 架，美国拥有军机 13232 架，我国军机总量仅为美国的 25%。近 6 年来我国军机总量年复合增长率为 2.2%，这主要是因为我军装备采用“小步快跑”的发展策略，在尚未完全设计定型前装备数量较低。随着改进改型的逐渐完成，大量型号正式列装部队频繁出现在各种重大场合，新型战机有望在“十四五”期间开启列装放量模式。

图 14：世界大国军机及战斗机数量对比



资料来源：《World Air Forces 2021》、财信证券

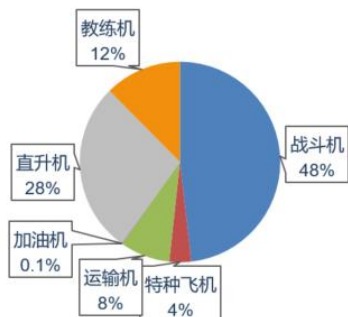
图 15：中国 2014~2020 年军机数量



资料来源：《World Air Forces 2021》、财信证券

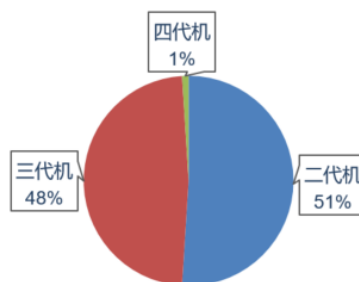
我国空军目前尚存在大量老旧二代机型，新机型占比较低。当前我国空军与世界强国空军相比在质上也存在较大差距。从战斗机看，美国战斗机全部为三代四代机，而我军战斗机数量 1571 架，其中以二代三代机为主，四代机占比极低。除此之外，我国仅拥有特种飞机 115 架，加油机 3 架，运输机 264 架，战斗直升机 902 架，教练机 405 架。我军缺乏远程大型战略轰炸机，重型直升机，等关键机型，我国相较于美国在军机领域的结构劣势明显。我国“十四五”规划明确指出“2027 年实现建军百年奋斗目标”，人民日报发文《必须加快国防和军队现代化》，我国空军建设步伐将明显加快。随着歼-16、歼-20 等先进战机的加速列装，预计二代机将逐渐淘汰。

图 16：我国军机组成结构



资料来源：《World Air Forces 2021》、财信证券

图 17：中国战斗机代际构成



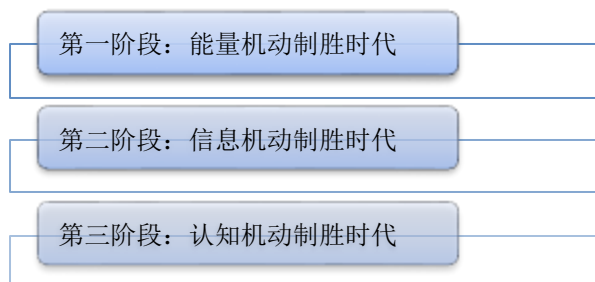
资料来源：《World Air Forces 2021》、财信证券

2.2.2 我国战机换代与量增迫在眉睫

制空权是战争胜负的关键，战斗机至关重要。制空权是指作战中一定时间内对一定空域的控制权。意大利将军朱理奥·杜黑的《制空权》中提到：“掌握制空权就是胜利”。制空权斗争贯穿战争始终，并影响和决定战争进程和结局。海湾战争和科索沃战争中，独立空中战役基本上就达到了各自战争的目的。而在伊拉克战争中，美军利用掌握的制空权，在地面推定中，遇到抵抗则呼唤近距空中支援清除障碍，依靠空中火力优势直奔巴格达；在巷战中，美军武装直升机为地面部队提供精确制导打击，使传统的环城防御体系彻底瓦解。制空权在战争实践中完成向主导地位的演变。虽然目前制空权的争夺已经演变为多军种多平台协同夺取空中联合制权优势，但战斗机在夺取制空权方面仍然发挥着至关重要的作用。

战机代际间差距明显，我国战机升级换代刻不容缓。空战制胜机理的演变历程主要分为三个阶段：能量机动制胜、信息机动制胜、认知机动制胜时代。空战胜负的关键从最开始的飞行能量与机动性能演变为现阶段的信息优势，未来逐渐向自主和人工智能技术发展。空战制胜机理的发展影响了不同代际战机的设计理念，不同代际战机的差距也愈发明显，从“北方利刃”军演 F-22 战机 144:0 完胜 F-15 和 F-16，再到“红旗军演”F-35 战机初战 15:1 轻取三代机，目前战机代际间的差距几乎无法逾越。据国防部消息我军在装备建设总体形态上，已淘汰一代装备、压减二代装备、批量列装三代以上装备，但从《World Air Force》数据上看我空军歼-7 等二代战机数量依旧不小，在全力以赴加快武器装备现代化的背景下，我军必将加速老旧装备的淘汰与新式装备列装。

图 18：空战制胜机理演变

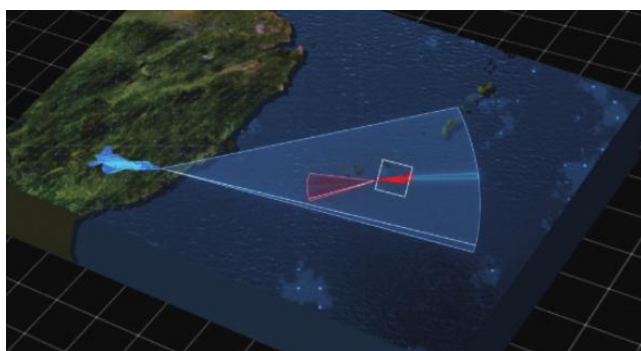


资料来源：孙聪《从空战制胜机理演变看未来战斗机发展趋势》、财信证券

第一阶段：能量机动制胜时代。能量机动对飞机平台的要求是要有较快的速度来快速接近或脱离对手，较高的升限来增加高度与能量优势，较好的爬升率以在垂直平面稳定截获或摆脱对手，优秀的滚转敏捷性和转弯盘旋机动能力以获得或阻止对手获得开火机会。能量机动理论总结和提炼了数十年能量空战时代的本质特征，并深深影响了第三、甚至是第四代战斗机的设计与发展。

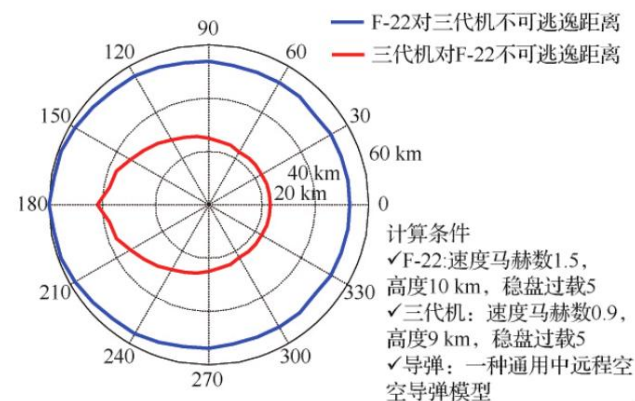
第二阶段：信息机动制胜时代。隐身技术的出现极大颠覆了隐身平台和非隐身平台在信息获取方面的巨大差距，隐身飞机之间的对抗更是对信息获取与处理等方面技术提出了更高要求。如果按照战斗机的攻击方式划分，信息机动时代飞机平台以使用超视距中远距空空导弹和近距全向红外导弹为主，从 20 世纪 80 年代初开始一直持续至今。美国 F-22 战机定义了四代机的 4S 标准：隐身、超巡、超高机动、超级航电，F-22 在信息域和物理域对三代机实现了全面升级，对三代机形成了碾压优势。这表明信息机动绝不是对能量机动的摒弃和否定，恰恰相反，能量机动以另一种形式完成了拓展和升华，和信息优势一道，共同构建了信息空战时代下的制胜能力。

图 19：先敌发现是信息机动的首要需求



资料来源：孙聪《从空战制胜机理演变看未来战斗机发展趋势》、财信证券

图 20：F-22 和典型三代机相互之间的不可逃逸区



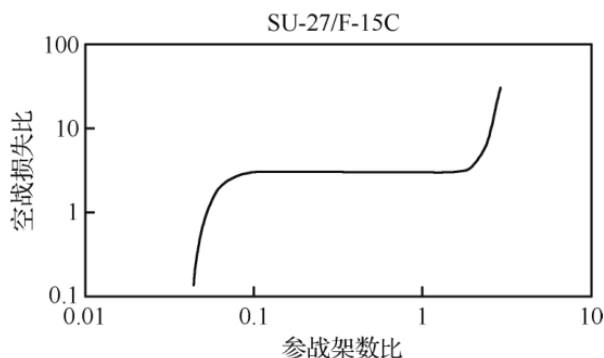
资料来源：孙聪《从空战制胜机理演变看未来战斗机发展趋势》、财信证券

第三阶段：认知机动制胜的时代。自主和人工智能技术是实现复杂空战系统的必要条件。未来认知机动空战充满着在时间、空间和频谱等所有维度的激烈对抗，空战系统的可用通信链路将是一个高度时变的，充满复杂交互的网络系统，无人机节点必须具备在不同通信环境，不同协同对象和不同交战对手的条件下具备相适应的自主能力。人工智能技术将实现多节点复杂交互条件下的分布式控制功能和需要的自主行为决策能力。通过将人的创造性、任务式指挥能力和人工智能的算力与算速优势集成在一起，将是在认知域赢得未来空战的关键。

同代际对抗下，战机数量规模将是重中之重。美国空军中校 W·Locke 在其论文《红旗军演中的空中优势：数量、技术与赢得下一场战争》中通过系统的整理和分析红旗军演中的训练数据，提炼出了战斗机数量优势对空战交换比影响的规律。以美俄双方 F-15C 与 SU-27 对抗为例，结论表明双方的参战架数比达到 2: 1 以后，SU-27 与 F-15C 的空战损失比出现拐点并迅速上升。当参战架数比在 0.1:1 和 2:1 之间时，SU-27 与 F-15C 的空

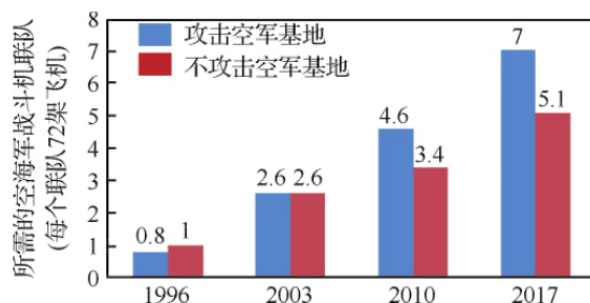
战损失比表现的极为平缓，几乎定格在 3.5:1，当参战架数比小于 0.1 时，损失比迅速下降（F-15C 的损失迅速增加）。从红旗军演的训练数据统计结果来看，当双方战斗机处于同代对抗时，数量优势对交战级空战的影响极为明显。

图 21：“红旗军演”：SU-27 与 F-15C 的交换比



资料来源：W·Locke《红旗军演中的空中优势：数量、技术与赢得下一场战争》、财信证券

图 22：攻击与不攻击基地情况下为取得空中损耗战胜利所需的兵力（以空中联队数量衡量）



资料来源：兰德《中美军事计分卡》、财信证券

区域控制与绵长国境线防御同样要求保持足够的战机数量规模。兰德公司发布《中美军事计分卡》研究报告对中美在机场打击、空中优势、反舰作战等 10 个任务方面的军事能力进行了全面对比。其中，在对比中美空中优势力量时分析了美军为获取并控制住台湾上空空中优势所需的兵力规模。研究表明，在最严苛的情况下，美军需要从关岛基地或同等距离的其他基地出动 7 个空中联队，才能实现对台海上空的持续控制。事实上，中远距离的区域控制和绵长国境线的防御要求对每个军事大国的战斗机规模都有着强大需求。考虑一场 7 天 24 小时的区域控制任务，防御方要保持足够规模的飞机持续存在，以顶住进攻方的一次涌入攻击。

2.3 战斗机市场空间广阔，公司产品赛道卡位优势显著

2.3.1 预计 2022 年至 2027 年我国战斗机整机市场近 7153.4 亿元，年均 1192.2 亿元

《十四五规划》对加快国防和军队现代化建设作出战略部署，明确提出“确保 2027 年实现建军百年奋斗目标”。我国奉献积极防御的军事战略方针，并不会像美国的扩张型国防政策。因此，我国国防军队现代化建设将快速但适度的发展，预计到 2035 年我国将补足现阶段与美国的装备差距，实现国防与军队的现代化发展，并不会无序扩张更不会进行军备竞赛。

关键假设一：2035 年我们将实现国防军队现代化，届时我国航空装备将能补足现阶段与美国空军的差距。

关键假设二：至 2025 年我国拥有 001~003 型共 3 艘航母，且均形成初始作战能力，期间 001 型、002 型航母分别需要歼-15 舰载机 24、36 架，003 型航母需要 FC-31 舰载版 72 架。

关键假设三：我国各型战斗机单价参考美国同类型战斗机单价估计。

根据上述假设计算，预计到 2027 年我国战斗机增量市场为 7153.4 亿元，年均 1192.2 亿元。

表 4：2022-2027 年中国战斗机市场空间测算（亿元）

代际	美方型号	保有与订单量	美方单价	我方型号	保有量	补充增量	预估单价	增量市场	合计市场
三代轻型	F-16	789	2.5	歼-10	260	529	2.5	1322.5	7153.4
三代重型	F-15	573	5.5	歼-11/J16 等	315	258	5.5	1419	
电子战	EA18G	153	6.5	歼-16D	/	约 140	6.5	910	
四代	F-22/F-35A	178/196	9.7/6.5	歼-20	19	355	8.1	2875.5	
四代舰载	F-35C	/	6.5	FC-31（舰）	0	72	6.5	468	
三代舰载	F/A-18	/	4.4	歼-15	24	36	4.4	158.4	

资料来源：《World Air Forces 2021》、财信证券（未计算攻击机与战斗轰炸机，美国正在考虑退役 A-10 攻击机，我国强-5、歼轰-7 也将被多用途的歼-16 替代）

2.3.2 公司歼-16、FC-31 等产品赛道卡位优势十分明显

我国基本建成以三代为主体、四代为骨干的装备体系，三代机作为装备体系主体需求旺盛可观。虽然我国已经拥有四代战机，但对三代战机的需求量依旧可观，四代战机并不能完全替代三代战机。四代机目前主要用于在高强度战争下制空权的夺取，利用其隐身等多方面的技术特点形成空中优势，但却牺牲了部分对地对海攻击能力与外挂能力，因此四代机通常在多用途性能方面与载弹量方面无法取代歼-16 这样的多用途三代（半）战机。同时较高的单价与昂贵的后期维护保养费用也注定四代机无法全面替代高性价比的三代机，在面对低强度战争时，利用经济实用的三代机更显划算。

公司歼-16、FC-31 等产品在多用途、电子战、舰载机领域卡位优势十分明显。我国战斗机通常是四代机与三代机，重型与轻中型的高低搭配，且我国的战斗机主要由沈飞、成飞两家公司生产，两家公司在型号上各有优势，并不存在重叠。公司的产品有歼-11、歼-15、歼-16、歼-16D、FC-31，公司产品不仅在型号数量上占据我国战斗机大半壁江山，同时公司产品充分卡位住多用途重型战机、四代舰载机与电子战机等多个领域，优势十分明显。

表 5：沈飞、成飞主力产品对比

产品	代际类型	简介
沈飞	FC-31 四代中型（舰载）	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，具有高生存力、多任务能力和高性价比等特点，其综合作战效能优异可对标美国 F-35 战机
	歼-16 三代（半）重型多用途	歼-16 战机是沈飞在歼-11BS 基础上自主研发的一款双座、重型多用途战斗机，其载弹量大，既可制空作战，也能对地、对海打击，是中国空军攻防兼备转型重要装备之一

歼-16D	三代（半）重型电子战机	歼-16D 是攻防兼备的作战多面手，与中国空军装备的其他战机相比，在火控系统、雷达、操作系统方面都有了很大的飞跃新型电子战飞机，它可以与其他战机无缝伴随作战，形成一个比较完整的航空电子战体系，提高人民空军信息化条件下履行使命任务的能力
歼-15	三代（半）重型舰载	我国第一代舰载机，苏-33 战斗机原型机 T-10K-3 以国产歼-11 战斗机为基础进而研制和发展的单座双发舰载战斗机，具有较强的制空与对海攻击能力
歼-20	四代重型空优	中国第一款双发重型隐形战斗机，具备高隐身性、高态势感知、高机动性等能力，主要承担中国空军未来的制空任务，同时其也具备一定对地攻击能力
成飞 歼-10	三代轻型多用途	中国自主研发的轻型、多功能、超音速、全天候、采用鸭式布局的第三代战斗机，其改型歼-10C 换装国产发动机并升级了航电系统，具备三代（半）战机的战斗力
枭龙	三代轻型（出口）	中国和巴基斯坦联合研发的单发、单座、全天候多用途战斗机，其具有突出的中低空和高亚音速机动作战能力，较好的截击和对地攻击能力

资料来源：公司官网、财信证券

歼-16 作为多用途重型战机，适用面广上下兼容未来需求旺盛。歼-16 具有对空对地攻击能力。装备自动电子扫描相控阵雷达(AESA)，可同时攻击多个目标并识别目标的相关信息。歼-16 最大特点是具备远距离超视距攻击能力和强大的对地、对海打击能力。与歼轰-7 比较，歼-16 的机更大，最大载弹量为 12 吨，可以发射鹰击-62 和鹰击-83 空对舰导弹。其优秀的综合作战性能使其向上能与四代隐身战机歼-20 搭配，组成联合攻击编队；亦可向下与歼-10 等中轻型战机搭配，作为长机引领进攻。未来有望替代我军老旧的强-5、歼轰-7 等专职对地攻击，需求量十分可观。

歼-16D 作为我国最新型电子战飞机在信息化的现代战场中将发挥重要作用。与原型机歼-16 相比，歼-16D 移除了红外搜索跟踪感应器和 30 毫米加农炮，以使机身容纳更多的电子装置。其可用于压制敌方防空系统或干扰敌方战机雷达武器系统。歼-16D 装备有反辐射导弹（通过电子发射锁定和攻击雷达）和电子情报与电子战干扰器，可用于压制敌方战机为我方赢得空战信息优势；亦可用于吸引和压制防空系统，从而为常规空袭铺平道路。

歼-15 和 FC-31 舰载版将随我国航母服役接力放量。歼-15 是我国自主研发的首型固定翼舰载多用途战斗机，作为我国 001、002 型航母的标配战斗机，是目前我国航母编队的核心作战打击力量。但歼-15 作为一款三代（半）型战机在单独面对 F-35C 等四代战机时会处于下风。沈飞自主研发的四代战机 FC-31 有望改型上舰，成为我国 003 型航母的标配舰载机，沈飞有望打造三代、四代航母舰载机接力放量的良好局面。FC-31 具有高生存力、多任务能力、高性价比以及综合性能优异等特点，除舰载版之外，其在外贸出口方面亦有一定空间。

表 6：军机按军事用途分类

军机分类	歼击机	截击机	攻击机	轰炸机	战斗轰炸机	电子战机	舰载机	侦察机
用途	与敌方歼击机进行空战，夺取空中优势	专门用于在空中高速截击入侵的敌机	对地攻击，直接支援地面部队	航空兵实施空中突击的主要飞机	对地、对海攻击；具备一定空战自卫能力	电子压制敌方战机或地面防空系统	在航空母舰上起降的飞机	专门用于从空中进行侦察、获取情报
国外型号	F-22	MIG-25	A-10	B-52	SU-24	EA-18G	F-18	U-2
国内型号	歼-20	歼-8	强-5	轰-6	歼轰-7	歼-16D	歼-15	运-9JB
军机分类	反潜机	预警机	运输机	加油机	教练机	无人机	靶机	
用途	是用于海上巡逻和反潜作战的飞机	搜索、监视空中目标，指挥引导己方飞机	空运兵员、武器装备和其他军用物资	给正在飞行中的飞机补加燃料	训练飞行员、完成一定作战任务	无线电遥控或自控的无人驾驶飞机	作为射击训练目标的飞行器	
国外型号	P-8	E-3	伊尔-76	KC-10A	T-X	全球鹰	拉-17	
国内型号	空潜 200	空警-500	运-20	轰油-6	L-15	翼龙系列	CK-1	

资料来源：《航空发动机飞机的心脏》、科普中国、财信证券

3 变革下的沈飞已打开长期成长空间

3.1 完善绩效考核体系激发公司内在动力

公司价值创造能力与流程效率有望提升。沈飞为适应“十四五”期间内外部形势任务新的变化和“三四五”目标的实现，基于提高流程效率和价值创造能力，全面梳理绩效管理的指导思想、设计原则、考核导向和总体思路，从考核框架、考核指标、考核方式和晋级规则 4 个角度，对绩效考核内容进行全面调整和完善。公司主要通过指标体系简化、量化考核与价值贡献差异化衡量来重点提升价值创造能力与流程效率，最终实现各阶段任务目标。

图 23：沈飞绩效考核体系



资料来源：沈飞融媒、财信证券

3.2 定价机制改革打开利润释放空间

公司新型号新定价有望打开未来利润空间。我国总装类军工企业产品定价长期受限于“成本加成”，企业利润仅为成本的 5%。2013 年颁布的《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》提出了“定价成本+5%目标成本+激励（约束）利润”的定价机制。2019 年颁布的《军品定价议价规则(试行)》又对军品定价议价进行了规范，航空工业同年开展了装备价格业务工作培训，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。航空工业旗下近百家单位共 400 余人参加培训，新定价机制开始步入正轨。

表 7：军品定价机制以 2013 年为重要分水岭

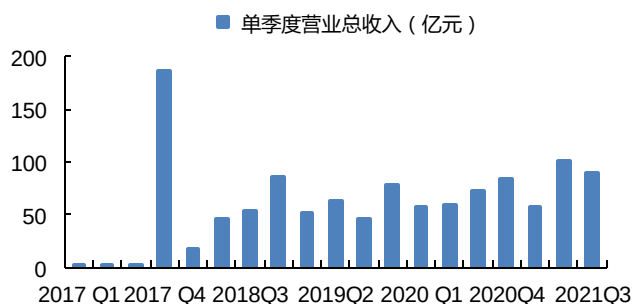
阶段	时间	政策文件	内容简介
2013 年以前	1996	《军品价格管理办法》	利润=实际成本×（1+5%）
	2002	《中国人民解放军装备采购条例》	新增公开招标、邀请招标、竞争性谈判、询价采购等，但成本加成仍为主导
2013 年至今	2013	《装备购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价工作指南》	“定价成本+5%目标成本+激励（约束）利润”
	2019	《军品定价议价规则(试行)》	由“单一定价方法”向“多种议价方式”，“事后定价”向“全程管控”，“个别成本计价”向“社会平均成本计价”，“传统经验型”向“智能精准型”的转变

资料来源：全军装备采购信息网、财信证券

3.3 均衡生产有利于公司降本增效

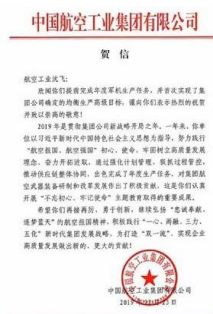
据航空工业消息，沈飞今年上半年实现“时间过半、任务过半”的均衡生产目标，12 月 15 日，沈飞融媒发布消息称沈飞提前 16 天完成全年生产目。均衡生产已成为目前主旋律之一，均衡生产能有效避免任务轻松时的生产力浪费与任务紧张时的生产突击，有利于挖掘产能潜力提高公司产能利用率，形成规模效应并降低成本。有利于挖掘产能潜力提高公司产能利用率，形成规模效应并降低成本。

图 24：公司营业收入季度波动逐渐下降



资料来源：iFinD、财信证券

图 25：航空工业集团祝贺沈飞均衡生产高级目标达成



资料来源：公司官网、财信证券

沈飞公司多措并举，完善计划体系建设，围绕科研生产任务主线，依托资源计划管理系统，组织构建实施“7+3”生产计划模型，推动各计划环节实现有效衔接，促进均衡生产逐步改善。公司狠抓源头管控、过程监控和资源配套，供应链管理持续优化创新转型实现过程均衡。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，加大的技改投入，逐步扩大产能产量，充分释放和提高现有生产力，切实有效提升企业的核心竞争力，确保完成各项科研生产任务。

3.4 股权激励助推公司长远发展

公司实施十年期股权激励与管理层和核心员工深度绑定，奠定公司中长期稳定发展基础。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和管理和技术骨干等。

公司第二个解锁期超额达成解锁条件，收益指标远超同行。公司2020年加权扣非净资产收益率9.76%，比目标值7.50%超出2.26pct，对标企业75分水平5.42%超出4.34pct；公司2020年扣非净利润复合增长率19.34%，比目标值10.50%超出8.84pct，对标企业75分水平8.52%超出10.82pct；公司2020年EVA为12.34亿元，比集团考核目标9.18亿元超出34.42%，且 $\Delta EVA=5.9>0$ 。公司2018~2020年归母净利润均超过5.00亿元的目标值，扣非归母净利润均超过3.68亿元的目标值。总体来看公司超额达成股权激励目标，公司在实施股权激励计划以来公司业绩提升迅速，较同行对标企业提质增效明显。

表 8：公司股权激励计划

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
一期	$\geq 6.5\%$ 且不低于对标企业 75 分位水平	$\geq 10\%$ 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 $\Delta EVA > 0$
二期	$\geq 7.5\%$ 且不低于对标企业 75 分位水平	$\geq 10.5\%$ 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 $\Delta EVA > 0$
三期	$\geq 8.5\%$ 且不低于对标企业 75 分位水平	$\geq 11\%$ 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 $\Delta EVA > 0$

资料来源：iFinD、财信证券

4 盈利预测与投资建议

4.1 2021~2023 年公司盈利预测

分产品看，公司的主营业务分为航空产品与其他共两大业务板块。2020 年度，航空产品对公司的总体营收与利润贡献达到 99%，在公司聚焦航空主业的背景下其他产品营

收逐渐下降。对公司两大业务板块基于如下假设进行盈利预测。

航空产品：歼-16 在我国三代装备为主体的背景下将持续放量，其作为沈飞的主力产品将成为沈飞业绩增长的稳定器；歼-16D 作为电子战飞机在战略空军中需求同样迫切，且歼-16D 作为新机型采用新定价方式，是沈飞毛利率增长与净利率突破 5% 的重要保障；歼-11 或有后续改型，小批量订单贡献一定增长；歼-15 随后续 003 航母下水将有一定订单量，但长远看或将被 FC-31 舰载型逐渐替代，且 FC-31 也会采用新定价方式。预测航空产品业务板块 2021~2023 年的营收分别为 348.5 亿元、429.1 亿元、515.2 亿元；同比增速为 29%、23%、20%；毛利率为 10.5%、11.0%、11.5%

其他产品：在公司聚焦航空主业的背景下，预计该业务板块营收或将小幅下降，预计其他产品在 2021~2023 年的营收分别为 1.1 亿元、1.0 亿元、0.9 亿元；同比增速为 -8%、-9%、-10%；其毛利率在 11.0% 左右。

预计公司在 2021~2023 年的整体营收分别为 349.6 亿元、430.1 亿元、516.1 亿元；增速为 28%、23%、20%；毛利率为 10.5%、11.0%、11.5%；净利率为 5.9%、6.3%、6.6%；归母净利润为 20.5 亿元、26.9 亿元、34.1 亿元；EPS 为 1.05 元、1.37 元、1.74 元。

表 9：2021~2023 年收入规模预测（单位：亿元）

主 业 务	指 标	2020A	2021E	2022E	2023E
航空产品	营收	269.9	348.5	429.1	515.2
	同比增速	/	29.1%	23.1%	20.1%
	毛利率	9.3%	10.5%	11.0%	11.5%
其他产品	营收	1.2	1.1	1.0	0.9
	同比增速	/	-8.3%	-9.1%	-10.0%
	毛利率	11.9%	11.0%	11.0%	11.0%
总体营收	营收	273.2	349.6	430.1	516.1
	同比增速	/	28.0%	23.0%	20.0%
	净利润	14.8	20.6	27.0	34.2
	同比增速	/	38.6%	31.4%	26.5%
	毛利率	9.2%	10.5%	11.0%	11.5%
	净利率	5.4%	5.9%	6.3%	6.6%

资料来源：iFinD、财信证券

4.2 投资建议

预计 2021~2023 年公司实现归母净利润分别为 20.5 亿元、26.9 亿元、34.1 亿元；EPS 为 1.05 元、1.37 元、1.74 元，对应当前股价 PE 倍数为 65、49 和 39 倍。考虑到十四五期间国防军队建设加速，战斗机作为双方博弈的一线重点装备将是我国国防建设的重点方向，在强需求的引领下将高速发展，同时公司作为战斗机整机在 A 股上市的唯一标的

有望充分享受行业发展红利。参考航空装备板块主机厂洪都航空、中航西飞、中直股份、航发动力 2022 年平均 PE 估值为 66，给予公司 2022 年 58~68 倍 PE 估值，对应价格区间 79.46~93.16 元，调高公司评级，给予公司“推荐”评级。

5 风险提示

产品研发交付不及预期；下游需求不及预期；疫情反复。

财务预测摘要

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7568.30	12632.21	37405.28	36146.66	39764.98	营业收入	23760.86	27315.91	34964.36	43006.16	51607.39
应收票据及账款	4079.82	5271.24	5630.97	6926.09	8311.31	营业成本	21646.57	24793.58	31293.10	38275.48	45672.54
预付账款	578.17	680.47	854.86	1051.48	1261.77	营业税金及附加	37.88	36.66	53.60	65.93	79.12
其他应收款	9.16	128.37	66.01	81.19	97.42	销售费用	10.40	11.47	18.82	23.15	27.78
存货	10485.83	7778.50	13888.99	16988.01	20271.09	管理费用	777.76	712.61	839.14	1032.15	1238.58
其他流动资产	33.87	22.12	31.94	39.29	47.15	研发费用	218.35	287.62	419.57	516.07	619.29
流动资产总计	22755.17	26512.90	57878.04	61232.72	69753.72	财务费用	-64.70	-18.33	-87.57	-128.72	-132.85
长期股权投资	411.44	153.62	153.62	153.62	153.62	资产减值损失	-64.33	-32.08	-84.67	-104.14	-124.97
固定资产	3663.34	3691.46	3248.75	2780.85	2287.76	信用减值损失	-62.76	-202.37	-117.13	-144.07	-172.88
在建工程	843.43	964.91	804.09	643.27	482.45	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	988.05	950.06	791.72	633.37	475.03	投资收益	-33.98	61.45	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	5.06	6.15	3.07	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	557.37	573.99	549.99	525.99	501.99	资产处置收益	-2.08	-0.38	-0.75	-0.75	-0.75
非流动资产合计	6468.69	6340.18	5551.24	4737.11	3900.85	其他收益	43.80	422.61	163.50	163.50	163.50
资产总计	29223.86	32853.08	63429.28	65969.83	73654.57	营业利润	1015.24	1741.53	2388.63	3136.63	3967.83
短期借款	33.50	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.85	7.64	3.00	3.00	3.00
应付票据及账款	10892.53	13520.89	15931.37	19486.12	23251.97	营业外支出	2.05	11.14	4.81	4.81	4.81
其他流动负债	8129.06	7922.98	34351.21	31055.03	32086.88	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	19055.09	21443.87	50282.58	50541.15	55338.85	利润总额	1014.04	1738.03	2386.83	3134.82	3966.02
长期借款	450.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	133.49	254.36	330.60	434.21	549.34
其他非流动负债	396.20	573.85	573.85	573.85	573.85	净利润	880.55	1483.67	2056.22	2700.61	3416.68
非流动负债合计	846.20	573.85	573.85	573.85	573.85	少数股东损益	2.76	3.47	5.84	7.67	9.70
负债合计	19901.29	22017.72	50856.44	51115.01	55912.70	归母净利润	877.79	1480.20	2050.39	2692.94	3406.98
股本	1400.39	1400.39	1400.39	1400.39	1400.39	EBITDA	1517.61	2399.74	3088.20	3820.24	4669.43
资本公积	6154.39	6093.74	6093.74	6093.74	6093.74	NOPLAT	827.65	1471.90	1983.35	2592.28	3304.79
留存收益	1133.36	2654.32	4385.96	6660.27	9537.62	EPS(元)	0.45	0.75	1.05	1.37	1.74
归属母公司权益	8688.13	10148.45	11880.09	14154.40	17031.75	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	634.44	686.91	692.75	700.42	710.11	成长能力					
股东权益合计	9322.57	10835.36	12572.84	14854.82	17741.87	营收增长率	17.91%	14.96%	28.00%	23.00%	20.00%
负债和股东权益合计	29223.86	32853.08	63429.28	65969.83	73654.57	EBIT 增长率	22.25%	81.15%	33.70%	30.74%	27.51%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBITDA 增长率	18.12%	58.13%	28.69%	23.70%	22.23%
税后经营利润	880.55	1483.67	1917.57	2561.96	3278.03	归母净利润增长率	18.10%	68.63%	38.52%	31.34%	26.52%
折旧与摊销	568.27	680.03	788.94	814.13	836.26	盈利能力					
财务费用	-64.70	-18.33	-87.57	-128.72	-132.85	毛利率	8.90%	9.23%	10.50%	11.00%	11.50%
投资损失	-22.79	-210.46	0.00	0.00	0.00	净利率	3.71%	5.43%	5.88%	6.28%	6.62%
营运资金变动	-2747.14	3899.62	22246.65	-4354.73	-104.99	营业利润率	4.27%	6.38%	6.83%	7.29%	7.69%
其他经营现金流	175.17	283.00	0.00	0.00	0.00	ROE	10.10%	14.59%	17.26%	19.03%	20.00%
经营性现金净流量	-1210.65	6117.53	24865.59	-1107.35	3876.45	ROA	3.00%	4.51%	3.23%	4.08%	4.63%
资本支出	666.09	564.40	0.00	0.00	0.00	ROIC	55.33%	32.26%	224.44%	-12.12%	-19.39%
长期投资	24.41	123.01	0.00	0.00	0.00	估值倍数					
其他投资现金流	-1224.86	-1305.03	138.65	138.65	138.65	P/E	151.14	89.63	64.70	49.27	38.94
投资性现金净流量	-534.36	-617.62	138.65	138.65	138.65	P/S	5.58	4.86	3.79	3.08	2.57
短期借款	-190.00	-33.50	0.00	0.00	0.00	P/B	15.27	13.07	11.17	9.37	7.79
长期借款	0.00	-450.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.16%	0.25%	0.24%	0.32%	0.40%
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	95.48	49.72	26.75	21.15	15.87
资本公积增加	14.55	-60.64	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	59.72	35.63	19.91	16.64	13.02
其他筹资现金流	113.92	-93.34	-231.18	-289.92	-396.79	EV/NOPLAT	109.51	58.09	31.01	24.52	18.40
筹资性现金净流量	-61.54	-637.48	-231.18	-289.92	-396.79						
现金流量净额	-1806.92	4861.40	24773.06	-1258.62	3618.32						

资料来源：iFinD，财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438