

中航沈飞 (600760)

陆海并进叠加改革增效, 歼击机龙头迎来二次放量拐点

买入 (维持)

2022年07月24日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	34,088	42,530	53,414	68,215
同比	25%	25%	26%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	1,696	2,318	3,127	4,094
同比	15%	37%	35%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.86	1.18	1.60	2.09
P/E (现价&最新股本摊薄)	66.38	48.56	35.99	27.49

投资要点

- 国内双发重型歼击机龙头。**中航沈飞是国内双发重型歼击机龙头企业, 深度受益于战略空军和远洋海军的建军方略; 双发重歼对地对海攻击力强, 担负着扩大毁伤效果的作用, 是国内军机方阵的主体组成部分, 公司当前处于 3.5 代飞机为量产主体, 4 代飞机放量在即的二次放量拐点期。在信息化作战条件下, 军机要提升复杂电磁环境下和反隐身高灵敏探测条件的生存力和攻击力, 公司以 J-16D 为代表的电子战机型和以 J-35 为代表的中型四代隐身机型, 有望为公司持续贡献成长性。
- 陆海并进, 下游需求广阔。**公司不仅为空军提供重型军机, 同时也是国内唯一舰载固定翼飞机制造平台, 除了 J-15/J-35 为代表的机型, 还将发展多型海上特种飞机。受益于海军航母建设规划, 随着 8 万吨福建号电磁弹射航母的下水, 下一步有望提升到 10 万吨级, 单艘航母舰载飞机数量有望达到 80 架, 我国漫长的海岸线以及越来越多的全球利益, 预测需要 6-8 个航母战斗群, 未来远洋海军建设将有效拉动公司的舰载飞机需求。
- 无人机业务成新业务增长点。**有人机和无人机协同是军机体系化作战的方向, 在未来军机作战想定中, 四代机作为指挥和信息中枢, 带领多架不同类型的僚机前出执行侦察和打击任务, 搭配无人机 AI 智能, 更充分的发挥集群优势。以国庆阅兵展示的 GJ11 为例, 未来将匹配四代隐身机进行列装, 需求数量非常可观, 中航沈飞同样作为舰载无人作战飞机制造平台, 在研发设计端与沈阳飞机设计研究所高度协同, 有望积极参与陆基无人作战飞机的研发与制造任务。
- 改革增效, 提升盈利能力。**公司前期实施股权激励取得明显效果, 净利润率得到显著提高, 在新的装备定价体制的牵引和持续的股权激励工具下, 公司将进一步提升盈利能力。随着军方对于各型号实施大单采购, 规模效应带来的成本下行, 有效对冲了不同批次定价的调整, 使得配套产业链也得到提质增效, 在后续批次需求和军贸增量需求中, 将具备更强的综合竞争力。
- 盈利预测与投资评级:** 基于考虑 J-35 和无人机等产品阶梯放量, 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 23.18/31.27/40.94 亿元的盈利预测; 对应 EPS 分别为 1.18/1.60/2.09 元; PE 分别为 49X、36X、27X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 市场波动风险、行业订单不及预期; 2) 产能扩张进度不及预期; 3) 国企改革进度低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.41
一年最低/最高价	43.52/82.05
市净率(倍)	9.43
流通 A 股市值(百万元)	112,469.76
总市值(百万元)	112,553.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.09
资产负债率(% ,LF)	78.45
总股本(百万股)	1,960.53
流通 A 股(百万股)	1,959.06

相关研究

《合同负债&预付款大幅增长, 业绩有望持续释放》

2022-04-12

内容目录

1. 国内双发重型歼击机龙头企业	4
1.1. 集科研、生产、试验、试飞为一体的大型现代化飞机制造企业	4
1.2. 业务齐全，生产机型军方需求全覆盖	4
1.3. 中航工业为控股股东	5
1.4. 公司营收和利润持续增长	5
2. 军工高景气带动下游旺盛需求	6
2.1. 我国军机数量和结构都和美国相差较大	6
2.2. 地缘政治形势严峻，亟需更多先进战机	7
2.3. 国防预算持续增长，装备采购比例提升	7
2.4. 外部需求旺盛：合同负债大幅增加	8
3. 充分受益于战略空军和远洋海军建设	9
3.1. 公司产品是战略空军机型的重要组成部分	9
3.2. J-16D 将成为电子战主力机型	10
3.3. 新款四代机海军空军均有需求	10
3.4. 海军建设带动舰载机需求	11
3.5. 无人作战是下一代战机发展方向	12
3.6. 我国忠诚僚机发展迅速	12
4. 提质增效改革效果明显	13
4.1. 股权激励大幅提升公司盈利能力	13
4.2. 净资产收益率高于同行业公司	13
4.3. 定价改革提升公司盈利能力	14
5. 盈利预测与投资评级	15
5.1. 核心假设	15
5.2. 盈利预测	16
5.3. 估值与评级	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1:	中航沈飞主要系列机型	4
图 2:	中航沈飞股权结构 (截至 2022.7.23)	5
图 3:	中航沈飞营业收入 (亿元)	6
图 4:	中航沈飞归母净利润总额 (亿元)	6
图 5:	各国固定翼军机数量 (截至 2021-12-31)	7
图 6:	中美俄各代战机结构 (截至 2021-12-31)	7
图 7:	亚太周边超音速隐身战机超过百架	7
图 8:	中央国防预算 (亿元)	8
图 9:	我国军费构成 (亿元)	8
图 10:	2017-2022Q1 期末存货账面价值 (亿元)	8
图 11:	2017-2022Q1 预收账款 (合同负债) (亿元)	8
图 12:	2018-2021 公司关联交易总额	9
图 13:	2018-2021E 公司在关联方财务公司存款	9
图 14:	2018-2021 公司向关联方采购情况	9
图 15:	2018-2021 公司向关联方销售情况	9
图 16:	舰载机主力机型 J-15	10
图 17:	解放军多用途战斗轰炸机—J-16	10
图 18:	珠海航展上新一代电子战机型: J-16D	10
图 19:	J-35 首飞成功	11
图 20:	福建号航母下水	11
图 21:	无侦 8 高空高速战略侦察机	12
图 22:	有人-无人智能协调作战样式示意图	12
图 23:	双座型 J-20	13
图 24:	攻击-11: 全球首款服役的飞翼隐身攻击无人机	13
图 25:	近五年毛利率变化情况: 2019-2021 上升明显	13
图 26:	2017-2022Q1 归母净利率提升明显	13
图 27:	2019-2021ROE 同行业对比情况 (%)	14
图 28:	2019-2021 权益乘数同行业对比情况	14
图 29:	审价改革释放提价空间	14
图 30:	从“0118”到“2323”均衡生产	14
图 31:	收购吉林航空维修公司 60% 股份, 进入维修市场	15
图 32:	吉林航空维修公司通过某飞机修理能力评估会	15
图 33:	公司业务拆分	16
图 34:	可比公司估值 (截至 2022/07/23)	16
表 1:	中航沈飞主力机型	4
表 2:	中美海军舰艇类型及数量 (截至 2021 年)	11

1. 国内双发重型歼击机龙头企业

1.1. 集科研、生产、试验、试飞为一体的大型现代化飞机制造企业

公司是我国航空防务装备的主要研制基地，主营业务为飞机制造，目前公司在战斗机领域主要研制生产歼-11、歼-15、歼-16 和歼-35 等系列机型。

公司前身为山东黑豹股份有限公司，2017 年通过重大资产重组,黑豹股份置出原有资产和负债，并置入沈飞集团 100% 股权，中航沈飞成功借壳上市。

图1: 中航沈飞主要系列机型



数据来源：公司官网，公司公告，百度百科，东吴证券研究所

1.2. 业务齐全，生产机型军方需求全覆盖

中航沈飞与六〇一所合作，共同从事多型号歼击机、无人机的设计研发和航空前沿技术预研，先后试制成功了歼 5、歼 6、歼 7、歼 8 等一二代歼击机，目前公司在战斗机领域主要研制生产歼-11、歼-15、歼-16 和歼-35 等。

表1: 中航沈飞主力机型

战机型号	代次	型号特征	对标机型
歼-11A		苏-27SK 国产化产物、单座双发、光纤陀螺、360 度视野	
歼-11B		重型超音速全天候歼击机、2 台涡扇-10 发动机、四余度数字式电传操纵系统、有源电子扫描阵雷达	
歼-11 系列	三代	歼-11B 双座版、三轴四余度电传操纵系统、2 台涡扇-10 发动机	美 F-15；俄 Su-27
歼-11BS		歼-11BS 海军航空兵版本、2 台涡扇-10A 改进型发动机	
歼-11BH		歼-11B 改进版本、增设空中加油管、新型有源相控阵雷达	
歼-11D		歼-11B 改进版本、增设空中加油管、新型有源相控阵雷达	

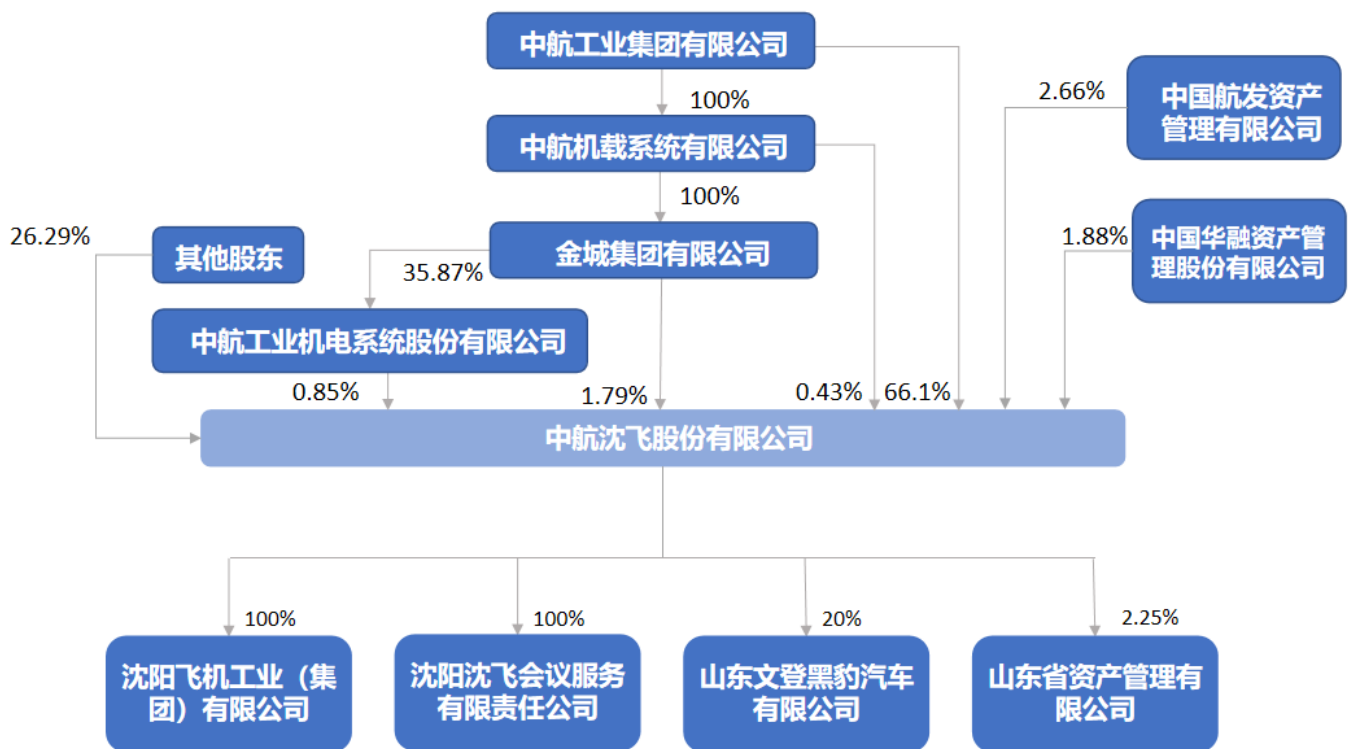
	歼-15		单座双发舰载歼击机、鸭翼折叠式机翼、着舰尾钩、2台涡扇-10H发动机	美 F-15E; 俄 Su-35
歼-15 系列	歼-15S	三代	歼-15 双座机、串列双座、3个电子战吊舱、2枚反辐射导弹	美 EA-18G
	歼-15D		歼-15 双座电子战型、机鼻加长、翼尖双电子战吊舱、有源电子扫描相控阵雷达、俄 AL-31 涡扇发动机	美 EA-18G
歼-16 系列	歼-16	三代半	仿制 Su-30MKK、双座双发多用途歼击机、主动电子扫描相控阵雷达、装备电光瞄准系统、2台涡扇-10A 发动机	美 F-15EX; 俄 Su-35
	歼-16D		歼-16 电子战型号、共形阵列天线、翼尖新型电子战吊舱	美 EA-18G
歼-35	歼-35	四代	安装“龙勃透镜”，增强隐身战斗机对雷达波反射的强	美 F22/35

数据来源：贾玉红《航空航天概论》，杨飞《六十年来我国三代主战机型研发历程揭秘》，维基百科，百度百科，东吴证券研究所

1.3. 中航工业为控股股东

公司控股股东为中航工业集团，中航工业集团直接持有公司 66.10%的股权，通过中航机载系统公司间接持有公司 2.53%的股权。

图2：中航沈飞股权结构（截至 2022.7.23）



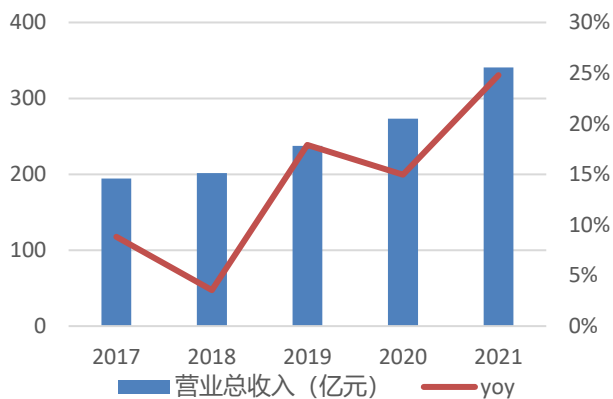
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 公司营收和利润持续增长

中航沈飞近五年来主营业务收入及归母净利润呈稳定增长态势，主要是得益于资产重组之后，公司业务高度集中，公司内部产业链升级及军机放量的大环境，业务规模大幅度提高；2018 年受置出业务影响，营收和归母净利润增速有所下滑；2021 年主营业务收入 340.88 亿元，同比增长 24.79%；实现归母净利润 16.96 亿元，同比增长 14.56%，经营状况良好。

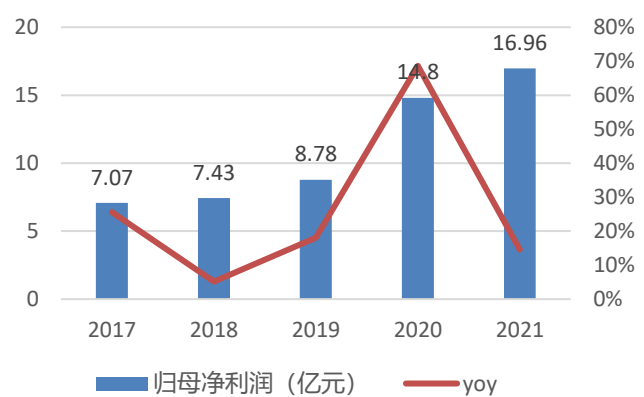
从产品结构来看，航空制造业 2021 年实现营收 336.85 亿元，占总营收的 98.8%，公司业务高度集中，受益于十四五及十五五计划，加之我国军及设备陈旧急需更新换代，公司新型号加速列装，预期未来营收状况仍然呈现稳定增长的趋势。

图3: 中航沈飞营业收入(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 中航沈飞归母净利润总额(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

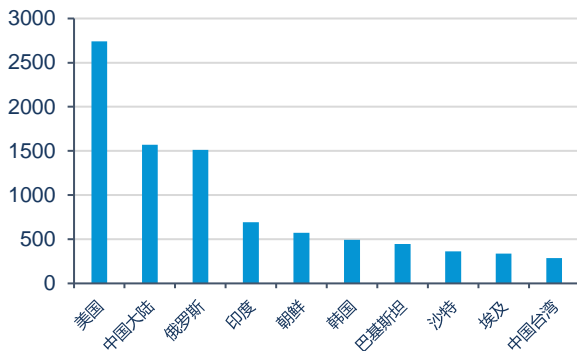
2. 军工高景气带动下游旺盛需求

2.1. 我国军机数量和结构都和美国相差较大

根据《World Air Force 2022》统计，截至 2021 年，美军共有 13246 架飞机，俄罗斯共有 4173 架飞机，解放军共有 3285 架飞机，军机数量位列世界第三。具体而言，在固定翼战机方面，美军共有 2740 架，而解放军有 1571 架，数量位列世界第二；美军全球化战略下，各型军机需求量远多于其他国家。

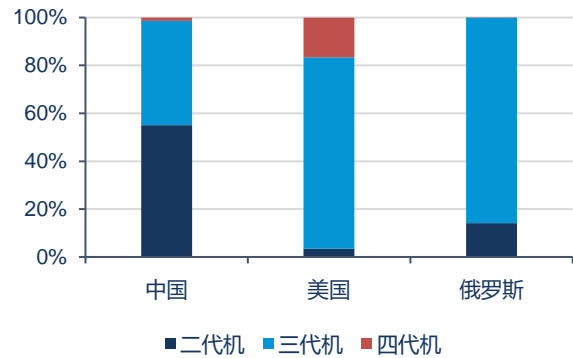
截至 2021 年底，我军仍大量装备性能较为落后的二代机，二代机占比超过 50%，美军和俄军二代机占比均低于 15%，解放军装备更新换代需求旺盛。

图5: 各国固定翼军机数量 (截至 2021-12-31)



数据来源: 《World Air Force 2022》, 东吴证券研究所

图6: 中美俄各代战机结构 (截至 2021-12-31)



数据来源: 《World Air Force 2022》, 东吴证券研究所

2.2. 地缘政治形势严峻, 亟需更多先进战机

当前国际形势复杂, 我国与周边国家在南海以及西南边境均存在领土争端, 拜登政府任期内已三度对台军售。

截止 2021 年下半年, 美国及其盟友目前部署在亚太周边的 F-22 和 F-35 系列战斗机, 总数已经超过 100 架, 只有四代机才能对抗四代机 (美军分类标准为五代机), 目前我国 J-20 数量与美军存在数量级上的差距, 外部形式严峻亟需扩大国内四代机数量。

图7: 亚太周边超音速隐身战机超过百架

美英上百架五代机齐聚亚太周边 能吓得了中国吗?

2021年08月08日 19:24 观察者网

△ | A | A* | ☆

[文/观察者网专栏作者 王世纯]

本周最重要的军事新闻, 无疑是东北亚地区“群英荟萃五代机开会”。在“卡尔·文森”号航母从圣迭戈出发前往印太地区, “伊丽莎白女王”战斗群抵达横须贺以后, 中国周边国家部署的五代机数量将首次突破100架, 达到了五代机部署的新高峰。



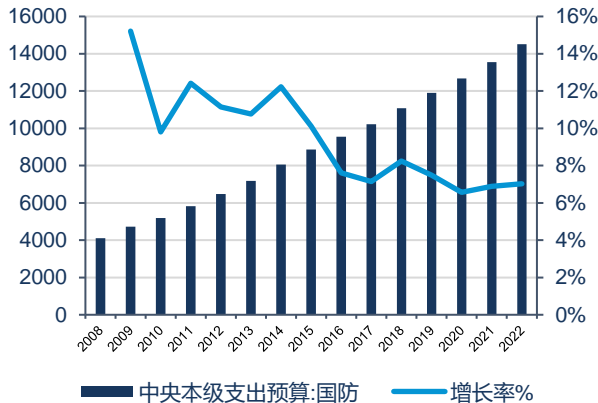
数据来源: 观察者网, 东吴证券研究所

2.3. 国防预算持续增长, 装备采购比例提升

我国国防预算逐年增长，位居世界第二，以 2020 年不变价美元汇率计算，2021 年我国军费已超过俄、法、英三国之和，逆势同比增长 7.1%，但与美国相比仍有很大差距，而且人均国防预算在世界主要大国中排在后位。

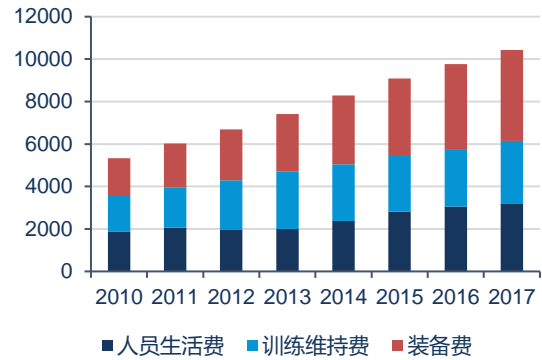
在军费构成中，装备采购费用比例不断提升，已达到 40% 以上。

图8：中央国防预算（亿元）



数据来源：Wind, SIPRI, 东吴证券研究所

图9：我国军费构成（亿元）



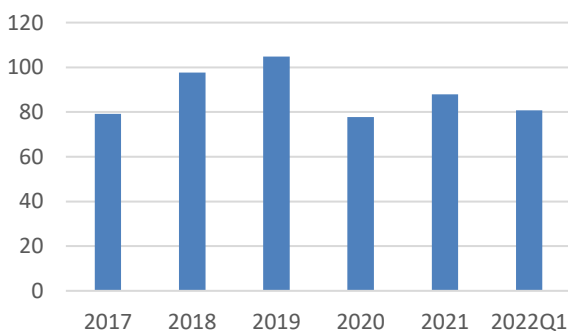
数据来源：Wind, SIPRI, 东吴证券研究所

2.4. 外部需求旺盛：合同负债大幅增加

受益于十四五军备扩张以及军机更新换代，公司生产规模不断扩大，存货数量处于高位状态。

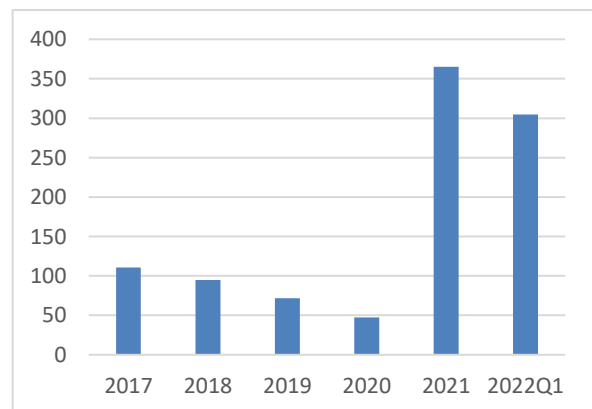
公司近年来订单量保持稳定且呈增长趋势，2019 及 2020 年受疫情影响订单量略有下滑，2021 年实现合同负债 365.35 亿元，同比增长 672.50%；2022 年 Q1 实现合同负债 304.52 亿元，同比增长 800.48%，订单数量大幅增长，未来业绩有望保持高速增长状态。

图10：2017-2022Q1 期末存货账面价值（亿元）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图11：2017-2022Q1 预收账款（合同负债）（亿元）

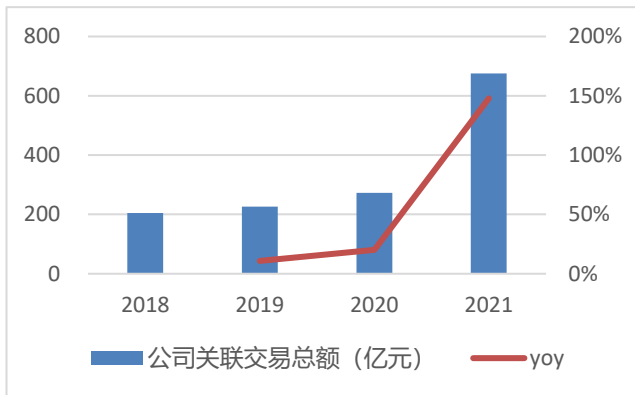


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2018-2021 年公司关联交易相关数据大幅度增长：1) 2021 年实现关联交易总额 675.92 亿元，同比增长 147.84%；2) 关联方财务公司存款 458.09 亿元，同比增长 318.18%；

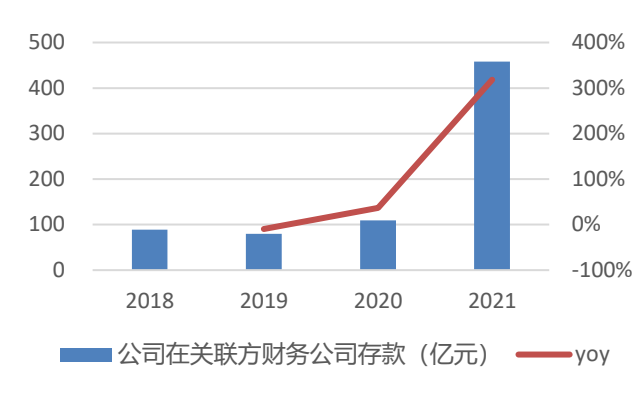
3) 关联方采购原材料等 172.66 亿元, 同比增长 38.37%; 4) 向关联方销售 32.14 亿元, 同比增长 17.13%, 有力验证了十四五期间军工行业高景气。

图12: 2018-2021 公司关联交易总额



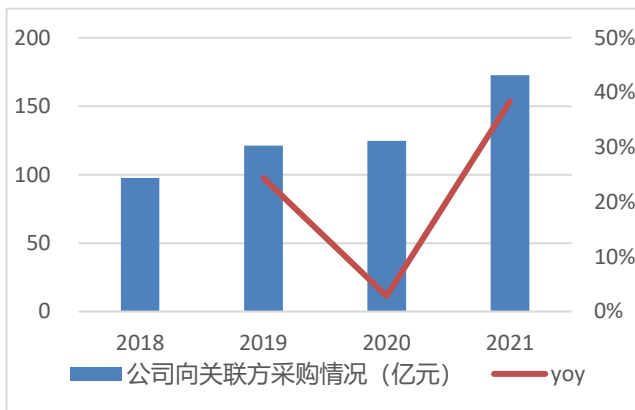
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2018-2021E 公司在关联方财务公司存款



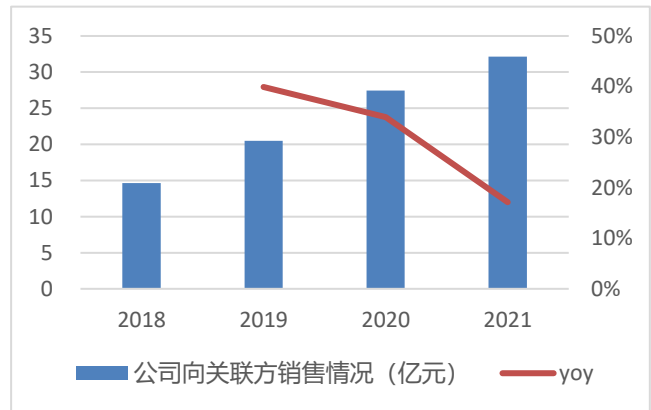
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2018-2021 公司向关联方采购情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2018-2021 公司向关联方销售情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 充分受益于战略空军和远洋海军建设

3.1. 公司产品是战略空军机型的重要组成部分

公司产品是未来战略空军机型的重要组成部分, 我国按照构建战略空军的设想, 打造以 J-10/15/16 三代或者三代半为主体、J-20/35 四代为主干的装备体系, 军机增量市场空间大, 战斗机、战斗轰炸机批产列装将加速, 沈飞生产机型在未来空军机型组成中占据主要地位。新一代战机性能大幅提升: 例如上一代战斗轰炸机 JH-7 载弹量约为 6.5 吨, 而新一代歼-16 战机最大载弹量达到 12 吨, 后续将逐渐取代 JH-7。公司当前正处于 3.5 代飞机为量产主体, 4 代飞机放量在即的二次放量拐点期。

图16: 舰载机主力机型 J-15



数据来源: 腾讯, 东吴证券研究所

图17: 解放军多用途战斗轰炸机—J-16



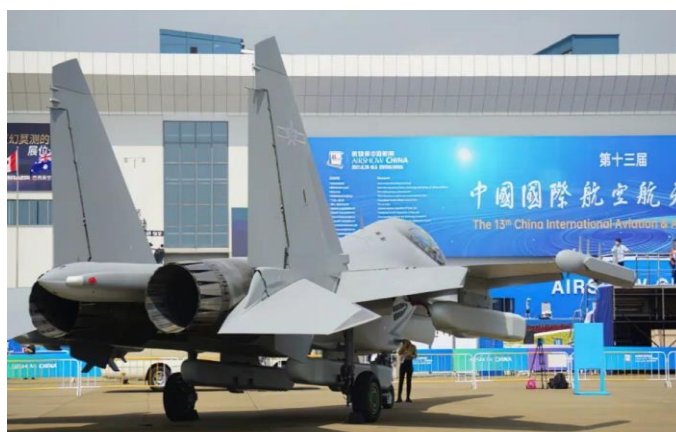
数据来源: 腾讯, 东吴证券研究所

3.2. J-16D 将成为电子战主力机型

我国空军一直没有专属的电子战机和大规模量产的电子战机编队, 之前一直是采用歼轰-7 战斗轰炸机作为临时改装的电子战机, 随着我国 J-20 的逐渐列装, 歼轰-7 飞行机动能力、续航能力、电子干扰和信号追踪能力等方面已明显跟不上实战标准, J-16D 的诞生, 将我国空军的电子对抗能力推到全球顶级水平, 后续需求旺盛。

同时, 随着航母上弹射发射装置的研发成功, 相对应的 J-15 需要进行改型升级, 进一步提升飞机的技术含量和价值量。

图18: 珠海航展上新一代电子战机型: J-16D



数据来源: 腾讯, 东吴证券研究所

3.3. 新款四代机海军空军均有需求

2021 年底 J-35 四代机首飞成功, 具备超音速隐身超视距作战能力, 对标美国 F-35 战机, 将作为未来我国海军隐身舰载机。

2022 年福建号航母下水, 表明飞机弹射装置等关键技术已经攻克, 这些技术将成为后续航母的标配, 可大幅提升飞机的起飞重量和航程, 充分释放战机的作战效能, 后续

将迎来高速量产期，并带动 J-15/35 数量增长；

后发研制优势，有望列装空军：J-35 首飞时间 J-20 要晚 10 年，作为一款中型四代隐身战机，具备后发研制优势，有望与 J-20 一起共同在空军列装。

图19: J-35 首飞成功



数据来源：网易，东吴证券研究所

图20: 福建号航母下水



数据来源：腾讯，东吴证券研究所

3.4. 海军建设带动舰载机需求

我国海军与美军仍有较大差距，补量空间大：截至 2021 年，美国海军有 298 艘战舰，人民海军共有约 360 艘战舰，我国海军舰艇在数量上已超过美军，但从吨位上对比，美国海军舰艇总吨位为 460 万吨，而我国海军约为 200 万吨，主要因我国海军小吨位舰艇数量较多，无论是从火力还是续航能力上来说都落后于美军。

实战部署的航母数量：考虑到辽宁舰和山东舰的甲板设计，对于飞机航程和起飞重量有比较大的限制，实战中会有比较大的劣势。假设我国需求 8 艘**直通甲板航母**，舰载机 80 架/艘，未来舰载机需求量 **640 架左右**，再考虑备份需求和训练需求，舰载机数量需求更多。

表2: 中美海军舰艇类型及数量（截至 2021 年）

军舰类型	中国（艘）	美国（艘）
航母	2	11
导弹巡洋舰	2（055）	22
驱逐舰	34	68
护卫舰	118	22
弹道导弹核潜艇	6	14
攻击核潜艇	9	50
巡航导弹核潜艇	0	4
常规动力潜艇	56	0
两栖攻击舰	1	9
登陆舰	8	22

数据来源：naval news，东吴证券研究所

3.5. 无人作战是下一代战机发展方向

察打协同：公司在常规的攻击性固定翼飞机之外，也发展了高空高速的战略侦察机型，航空装备体系更加立体化。

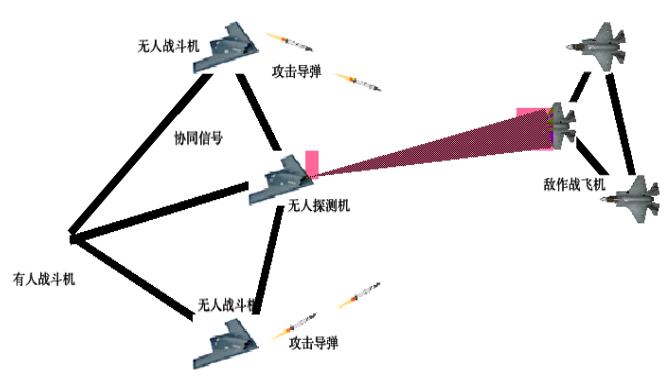
有人机和无人机协同是军机体系化作战的方向，在未来军机作战想定中，四代机作为指挥和信息中枢，带领多架不同类型的僚机前出执行侦察和打击任务，搭配无人机AI智能，更充分的发挥集群优势。

图21：无侦8高空高速战略侦察机



数据来源：腾讯，东吴证券研究所

图22：有人-无人智能协调作战样式示意图



数据来源：腾讯，东吴证券研究所

3.6. 我国忠诚僚机发展迅速

攻击11已开始服役：攻击11是超音速隐身攻击无人机，未来可与双座四代机搭配作战，目前已经开始服役，是全球首款投入使用的飞翼隐身攻击无人机。可用作三个方面：

- 1) 配合其他战斗机，对敌军战斗机群进行干扰和压制，对敌军战斗机群进行打击；
- 2) 同时还可以单独使用，在敌军的危险地带执行侦查和打击任务；

3) 同时该机型还可以上舰，配合航母战斗集群进行作战，能进一步增强我军海域空中作战的能力，从而推进我国蓝海海军的建设。

中航沈飞作为舰载无人作战飞机制造企业，另外在研发设计端与沈阳飞机设计研究所高度协同，有望积极参与陆基无人作战飞机的研发与制造任务。

图23: 双座型 J-20



数据来源: 网易, 东吴证券研究所

图24: 攻击-11: 全球首款服役的飞翼隐身攻击无人机



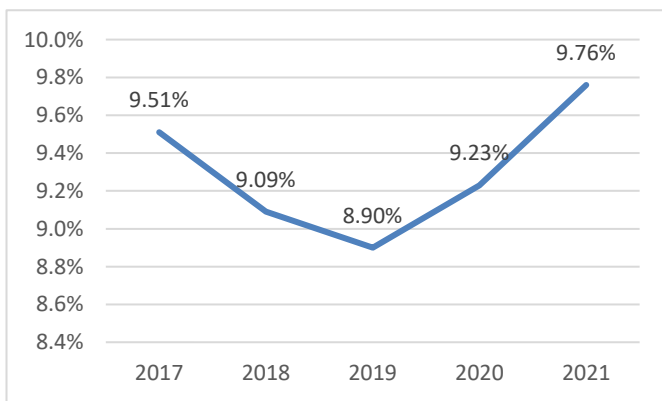
数据来源: 网易, 东吴证券研究所

4. 提质增效改革效果明显

4.1. 股权激励大幅提升公司盈利能力

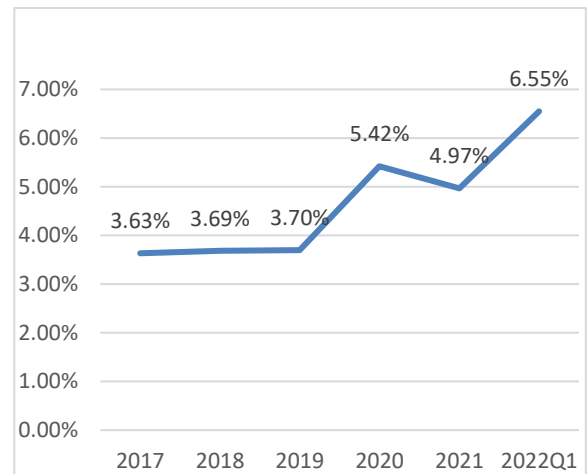
股权激励效果明显: 中航沈飞 2018 年开始实施股权激励, 也是 A 股主机厂里首个实施股权激励的单位, 激励效果明显, 公司毛利率和归母净利率大幅提升, 为后续实施第二轮激励提供坚实基础。

图25: 近五年毛利率变化情况: 2019-2021 上升明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 2017-2022Q1 归母净利率提升明显

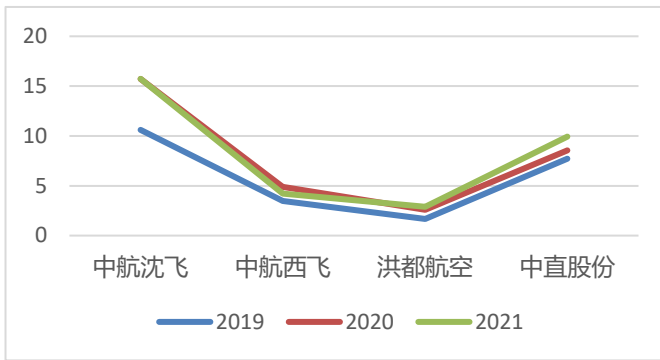


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 净资产收益率高于同行业公司

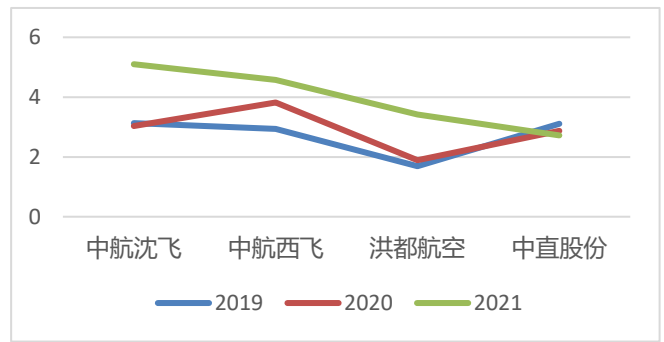
公司提质增效的内部改革效果明显, 2019-2021 年, 公司 ROE 远高于其他同行业公司, 主要原因是权益乘数高于行业内平均值。

图27: 2019-2021ROE 同行业对比情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 2019-2021 权益乘数同行业对比情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3. 定价改革提升公司盈利能力

2013年颁布《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“**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, 公司在2019年归母净利率达到5.42%, **首次突破了5%利润界限**。在新的装备定价体制的牵引和持续的股权激励工具下, 公司将进一步提升盈利能力。

随着军方对于各型号实施大单采购, 规模效应带来的成本下行, 有效对冲了不同批次定价的调整, 使得配套产业链也得到提质增效, 在后续批次需求和军贸增量需求中, 将具备更强的综合竞争力。

从“0118”到“2323”均衡生产: 2017年航空工业军品工作会上首次倡导推进“均衡生产”, 从之前的从“0118”向“2323”进行转变, 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, 有利于提高产能利用率, 形成规模效应并降低成本。

图29: 审价改革释放提价空间

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)
颁布单位: 总装综合计划部 颁布时间: 20130913

深化推进装备价格工作改革, 规范和细化购置目标价格论证、过程成本监控和激励约束定价等三个方面的工作内容、工作程序和基本方法, 在前期试点基础上, 拟制定本指南。

一、购置目标价格论证

购置目标价格论证是武器装备立项综合论证的内容之一, 是指在立项综合论证阶段, 论证、审批装备研制限价设计指标的过程。主要包括购置目标价格方案论证、方案评审与报批等工作。

(一) 军兵种装备部和总部分管有关装备的部门(以下简称“各单位”)在组织开展装备立项综合论证时, 组织装备论证机构同步开展购置目标价格论证工作。

(二) 装备论证机构根据装备建设规划计划安排, 统筹考虑装备战技指标、初步总体技术方案、经费可承受性等因素, 综合采用参数法(主要采用PRICE成本估算软件)、类比法、工程法论证提出购置目标价格方案, 形成《购置目标价格论证报告》。

(三) 各单位的价格主管部门组织《购置目标价格论证报告》评审, 论证报告随立项综合论证报告一并报批。

二、过程成本监控

过程成本监控是指为实现购置目标价格指标, 在装备研制过程中开展的合同约定和成本监督、评估、控制等活动。主要包括购置目标价格合同约定、指标分解、研制过程成本监督、节点考核评估、超标处理及购置目标价格指标调整等工作。

数据来源: 总装综合计划部, 东吴证券研究所

图30: 从“0118”到“2323”均衡生产

从“0118”到“2323”航空工业以生产均衡促高质量发展
航空工业 2022-01-06 20:07

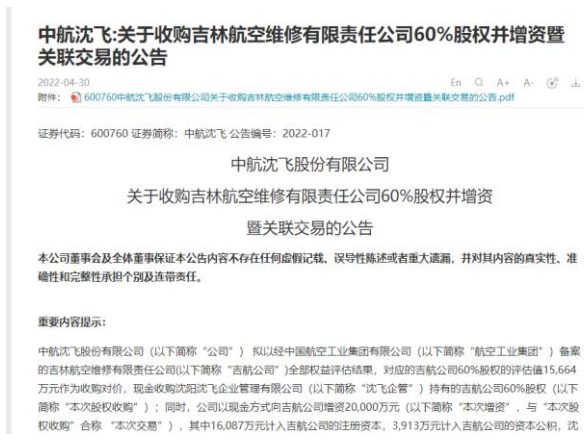
2021年, 航空工业“2323”均衡生产高级目标提前实现。从2016年的“0118”提升至如今的“2323”, 圆满实现了集团公司党组制定的战略目标, 带动航空工业经济运行稳中有进、稳中向好、快中提质, 质量效益明显改善, 发展韧劲持续显现。

数据来源: 中国航空新闻网, 东吴证券研究所

中航沈飞业务拓展有两个方向, 分别是向上(研发设计)和向下(维修): 1) 向上: 公

司与 601 所做研发能力协同，延伸设计能力，可以降低成本，提升盈利能力；2) 向下：收购吉林航空维修公司 60% 股权。布局飞机后端市场，拓展服务保障，同时也是现有资源的整合。维修价值量占整个飞机生命周期价值量的接近一半。吉航公司于 2022 年 1 月 14 日通过了海军装备部航空装备局召开的歼某型飞机修理能力评估会，后续主要专注大修和专项维修，有望给公司带来新的业绩增量。

图31: 收购吉林航空维修公司 60% 股份, 进入维修市场



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 吉林航空维修公司通过某飞机修理能力评估会

航空工业吉航顺利通过歼某型飞机修理能力评估

航空工业吉航 2022-01-15 13:46

点击上方蓝色加关注 一起加入吉航大家庭

2022年1月14日,海军装备部航空装备局在公司组织召开歼某型飞机修理能力评估会。北部战区海军保障部、海军航空大学相关机构、装备使用单位、军事代表室、航空工业项目管理中心、主辅机厂所等22个单位参

数据来源: 航空工业吉航, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 核心假设

中航沈飞是国内双发重型歼击机龙头企业,深度受益于战略空军和远洋海军的建军方略;双发重歼对地对海攻击力强,担负着扩大毁伤效果的作用,是国内军机方阵的主体组成部分,公司当前处于 3.5 代飞机为量产主体,4 代飞机放量在即的二次放量拐点期。在信息化作战条件下,军机要提升复杂电磁环境下和反隐身灵敏探测条件的生存力和攻击力,公司以 J-16D 为代表的电子战机型和以 J-35 为代表的中型四代隐身机型,有望为公司持续贡献成长性。

公司不仅为空军提供重型军机,同时也是国内唯一舰载固定翼飞机制造平台,除了 J-15/J-35 为代表的机型,还将发展多型海上特种飞机。受益于海军航母建设规划,随着 8 万吨福建号电磁弹射航母的下水,下一步有望提升到 10 万吨级,单艘航母舰载飞机数量有望达到 80 架,我国漫长的海岸线以及越来越多的全球利益,预测需要 6-8 个航母战斗群,未来远洋海军建设将有效拉动公司的舰载飞机需求。

有人机和无人机协同是军机体系化作战的方向,在未来军机作战想定中,四代机作为指挥和信息中枢,带领多架不同类型的僚机前出执行侦察和打击任务,搭配无人机 AI 智能,更充分的发挥集群优势。以国庆阅兵展示的 GJ11 为例,未来将匹配四代隐身机进行列装,需求数量非常可观,中航沈飞同样作为舰载无人作战飞机制造平台,在研发设计端与沈阳飞机设计研究所高度协同,有望积极参与陆基无人作战飞机的研发与制造任务。

公司前期实施股权激励取得明显效果，净利润率得到显著提高，在新的装备定价体制的牵引和持续的股权激励工具下，公司将进一步提升盈利能力。随着军方对于各型号实施大单采购，规模效应带来的成本下行，有效对冲了不同批次定价的调整，使得配套产业链也得到提质增效，在后续批次需求和军贸增量需求中，将具备更强的综合竞争力。

5.2. 盈利预测

图33: 公司业务拆分

公司业务增长预测					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
航空产品					
营收 (百万元)	26993	33685	42107	52970	67749
YOY	16%	25%	25%	26%	28%
毛利率	9.28%	9.85%	9.00%	9.00%	9.00%
其他主营业务					
营收 (百万元)	120	110	116	122	128
YOY	-31%	-8%	5%	5%	5%
毛利率	11.90%	10.29%	11.00%	11.00%	11.00%
其他业务					
营收 (百万元)	203	293	307	323	339
YOY	-13%	44%	5%	5%	5%
毛利率	1.77%	-0.44%	1.00%	1.00%	1.00%
合计					
营收 (百万元)	27316	34088	42530	53414	68215
YOY	15%	25%	25%	26%	28%
毛利率	9.24%	9.76%	8.95%	8.96%	8.96%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.3. 估值与评级

中航西飞、中直股份和洪都航空业务类似，均是我国航空装备整机产品主要供应商，可将它们选作可比公司进行相对估值法测算。

图34: 可比公司估值 (截至 2022/07/23)

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000768.SZ	中航西飞	906	6.53	11.6	14.71	17.30	139	78	62	52
600316.SH	洪都航空	204	1.51	2.9	4.61	7.21	135	70	44	28
600038.SH	中直股份	257	9.13	11.2	13.79	16.36	28	23	19	16
PE平均值							137	74	53	40
600893.SH	中航沈飞	1126	16.96	23.18	31.27	40.94	66	49	36	27

数据来源: 中航西飞、洪都航空、中直股份以及中航沈飞均为东吴证券研究所测算

综合上述，基于考虑 J-35 和无人机等产品阶梯放量，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 23.18/31.27/40.94 亿元的盈利预测；对应 EPS 分别为 1.18/1.60/2.09 元；PE 分别为 49X、36X、27X，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) **市场波动风险、行业订单不及预期风险：** 奥米克戎的高传染性会对产业链造成不可控影响，叠加宏观经济下行可能使得订单不及预期；
- 2) **产能扩张进度不及预期风险：** 下公司产能扩张速度可能不及预期；
- 3) **国企改革进度低于预期风险：** 国企改革进度不可控，存在不及预期的风险。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	56,286	60,659	65,695	75,362	营业总收入	34,088	42,530	53,414	68,215
货币资金及交易性金融资产	21,621	26,808	32,629	39,092	营业成本(含金融类)	30,761	38,724	48,631	62,101
经营性应收款项	25,298	24,256	22,435	24,536	税金及附加	39	43	53	68
存货	8,790	9,018	9,993	11,059	销售费用	21	21	27	34
合同资产	414	425	481	512	管理费用	809	851	908	955
其他流动资产	164	151	157	163	研发费用	663	568	618	869
非流动资产	6,495	6,237	5,935	5,607	财务费用	-250	-108	-134	-163
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	94	128	134	150
固定资产及使用权资产	3,796	3,953	3,986	3,922	投资净收益	11	17	21	27
在建工程	933	669	491	374	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	930	894	849	816	减值损失	-287	-38	-39	-38
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	10	0	0	0
长期待摊费用	4	7	9	11	营业利润	1,874	2,538	3,427	4,491
其他非流动资产	831	714	599	484	营业外净收支	-10	10	10	9
资产总计	62,780	66,896	71,630	80,969	利润总额	1,864	2,548	3,437	4,500
流动负债	49,351	51,772	54,076	60,089	减:所得税	168	229	309	405
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	1,696	2,319	3,128	4,095
经营性应付款项	11,816	12,731	13,990	15,312	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	36,535	37,950	38,904	43,470	归属母公司净利润	1,696	2,318	3,127	4,094
其他流动负债	998	1,088	1,180	1,304	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.86	1.18	1.60	2.09
非流动负债	1,129	1,129	1,129	1,129	EBIT	1,603	2,323	3,177	4,188
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,357	3,110	4,010	5,073
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.76	8.95	8.96	8.96
租赁负债	6	6	6	6	归母净利率(%)	4.97	5.45	5.85	6.00
其他非流动负债	1,123	1,123	1,123	1,123	收入增长率(%)	24.79	24.76	25.59	27.71
负债合计	50,480	52,901	55,205	61,218	归母净利润增长率(%)	14.56	36.69	34.91	30.91
归属母公司股东权益	11,413	13,106	15,535	18,861					
少数股东权益	888	888	889	890					
所有者权益合计	12,300	13,995	16,424	19,751					
负债和股东权益	62,780	66,896	71,630	80,969					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10,095	6,352	7,056	7,790	每股净资产(元)	5.82	6.69	7.92	9.62
投资活动现金流	-733	-542	-539	-560	最新发行在外股份(百万股)	1,961	1,961	1,961	1,961
筹资活动现金流	-375	-624	-698	-768	ROIC(%)	12.60	16.07	19.00	21.06
现金净增加额	8,985	5,186	5,819	6,462	ROE-摊薄(%)	14.86	17.69	20.13	21.70
折旧和摊销	754	787	832	885	资产负债率(%)	80.41	79.08	77.07	75.61
资本开支	-936	-560	-560	-586	P/E (现价&最新股本摊薄)	66.38	48.56	35.99	27.49
营运资本变动	7,400	3,132	3,004	2,691	P/B (现价)	9.86	8.59	7.25	5.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

