

中航沈飞（600760）：坚定看好公司发展前景

2019年10月10日

强烈推荐/维持

中航沈飞 公司报告

报告摘要：

近期中航沈飞股价不断下跌，已经连续收出 15 根阴线。我们对此重新梳理了沈飞当前的状况和市场各方面声音后认为：沈飞的下跌的背后不存在基本面恶化，业绩不及预期等理由，甚至出现了股价不断下跌的同时，外资持股比例反而不断上升的情况。我们认为，股价不断下跌或许更多的是市场错误信息导致的“羊群效应”和部分炒作资金流出而产生的短期回调。我们再次坚定的推荐军工股白马中的白马，主流里的主流中航沈飞。

1、公司基本面向好，全年业绩无忧

从跟踪情况看，沈飞现在处于难得的历史景气周期，阅兵时有三型飞机精彩亮相，若干型号热火朝天生产，若干型号紧锣密鼓地研制，还有若干型号加班加点地改进。

公司今年上半年实现净利润 4.31 亿元，同比大增 331.68%，已经超过去年三季报的净利润 3.12 亿元。今年全年一致预期的净利润在 8.5-9 亿左右，在军工主机厂里业绩拔尖。

2、歼-16 放量 and 歼-31 立项

从量上看，公司未来装备增量看点在歼-16 和歼-31。从替换空间看，将来歼-16 主要用来替代苏-30、歼-11 和歼轰-7，替换空间为 300 多架。歼-31（鹞鹰）我们判断已获得正式立项，有了立项研制费用的支持，进度也有望加速突破。我们预测，如果歼-31 上舰，未来我国双航母战斗群可能需要 80-90 架歼-31，还不包括外贸出口订单。

歼-31 的定位与 F-35 定位相同，若 FC-31 的外贸和舰载之路顺畅，有望对标 F-35 成为我国最为重要中型战机及公司最大的利润来源。美国 F-35 战机订单总量已超过 3200 架，并有计划在亚太部署 200 架。严峻的形势令歼-31 的需求更加紧迫。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,459.2	20,150.8	23,959.3	29,589.8	34,087.4
增长率(%)	1585.60	3.55%	18.90%	23.50%	15.20%
净利润(百万元)	706.78	743.24	927.40	1,117.86	1,259.83
增长率(%)	3510.80	5.96%	24.70%	20.49%	12.67%
净资产收益率(%)	9.91%	9.45%	10.49%	11.26%	11.30%
每股收益(元)	0.51	0.53	0.66	0.80	0.90
PE	72.71	69.96	45.39	37.45	33.22
PB	7.26	6.60	5.88	5.23	4.66

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

2017 年公司经重大资产重组注入沈飞集团 100% 股权，主营业务由此变更为歼击机及防务装备的生产制造。沈飞集团的主要生产军机型号包括三代战机歼-11、三代半战机歼-16、四代机歼击机-31。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间(元)	30.14-36.08
总市值(亿元)	422.08
流通市值(亿元)	120.11
总股本/流通 A 股(万股)	140039/39852
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.13

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

分析师：王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

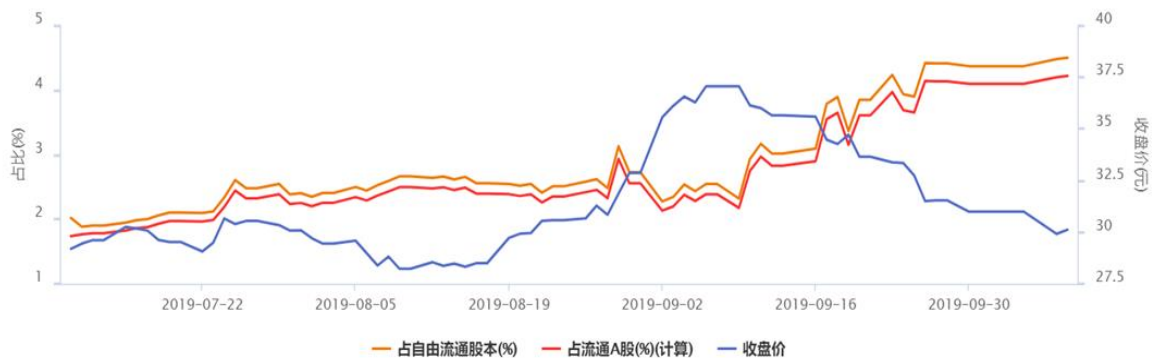
执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：朱雨时

图 1: 沈飞近期股价不断下跌


资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 2: 股价下跌的同时外资持股比例却不断上升


资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 1: 每周外资持股变化

日期	收盘价	外资持股数量 (万股)	增减持数量 (万股)	占自由流通股本 (%)	占流通 A 股 (%)
2019-08-01	29.71	878.1095		2.35	2.20
2019-08-09	28.23	996.3381	118.2286	2.67	2.50
2019-08-17	28.50	956.7702	-39.5679	2.56	2.40
2019-08-26	30.67	965.2904	8.5202	2.58	2.42
2019-09-03	36.13	877.1122	-88.1782	2.35	2.20
2019-09-11	36.02	1185.1106	307.9984	3.17	2.97
2019-09-20	33.66	1440.5471	255.4365	3.86	3.61
2019-09-28	31.55	1650.7257	210.1786	4.42	4.14
2019-10-09	30.12	1684.2905	33.5648	4.51	4.22

资料来源：wind、东兴证券研究所

3、航空主机厂补价值得期待

过于 5 年，由于新型号层出不穷，装备定价难以一一确认，所以军方都按“暂定价”支付。5 年过去了，型号经过批量生产基本成熟，“暂定价”将转为“最终定价”，由此带来的大规模补价收入将是军工央企收到的大礼包。后续的正常交付将保证军工央企合理的利润水平，市场一直质疑的“增收不增利”问题也将迎刃而解。

从公司最新主力机型的量产进度来看：舰载机歼 15 已正式定型列装，歼 16 则于 2016 年 11 月被报道正式批量部署在甘肃酒泉鼎新空军基地。我们判断，目前这两款机型均有可能在正式定型量产交付后逐步切换至正式审定价执行阶段，按照通常情况下审定价格高于暂定价，未来 2-3 年或有望进入这两款机型的价差补偿期，同时本身执行更高的审定价格也相当于产品提价，公司未来业绩有望加速释放。

4、中航沈飞业绩拐点已现

2015-2017 期间，沈飞的净利率水平分别为 3.17%、3.15%、3.62%。在军品定价机制改革推动下，改革后军工总装类产品将理顺价格形成机制和成本费用归集制度，促进企业加强成本管理，消除部分财务限制，释放利润空间。参考国外军工企业 5%-10%净利率水平，长期来看，公司的净利润水平亦有望在收入规模不变的情况下释放 1 倍的业绩弹性。

公司今年上半年实现净利润同比增长 331%，未来数年随着重点型号的列装业绩增长确定性很强。军品大批量补价预计明年到位，FC-31 进一步优化可堪大用，无人机产品也将有所突破。未来三年业绩 30% 以上的增速确定。市值空间预测：目前市值 422 亿元对应 2019 年收入 PS 估值 1.3 倍，考虑到公司目前防务平台的排他性地位，给予 2.5 倍 PS，目标市值为 650 亿元。

盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 9.27 亿元、11.18 亿元和 12.60 亿元，EPS 为 0.66 元/0.80 元/0.90 元，对应 PE 为 45X/37X/33X，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：产品交付确认不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	20158	21981	25010	29695	33041	营业收入	19459	20151	23959	29590	34087
货币资金	9247	9315	11076	13679	15758	营业成本	17608	18319	21767	26882	30883
应收账款	1756	2376	2825	3488	4019	营业税金及附加	49	34	40	49	57
其他应收款	14	12	14	17	20	营业费用	35	15	18	21	24
预付款项	1168	486	-325	-1327	-2478	管理费用	1018	758	901	1036	1193
存货	7920	9771	11610	14338	16472	财务费用	34	-88	-30	100	251
其他流动资产	49	10	-203	-518	-769	资产减值损失	14.02	68.16	68.16	68.16	68.16
非流动资产合计	6232	6458	5928	5403	4888	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	472	440	440	440	440	投资净收益	108.82	-32.72	-32.72	-32.72	-32.72
固定资产	2861.07	3367.96	4023.35	3591.16	3158.98	营业利润	788	865	1163	1401	1578
无形资产	1015	1022	921	829	746	营业外收入	26.02	0.52	0.52	0.52	0.52
其他非流动资产	61	112	112	112	112	营业外支出	5.12	1.25	1.25	1.25	1.25
资产总计	26389	28439	30938	35098	37928	利润总额	808	864	1162	1400	1578
流动负债合计	18000	19284	20141	23683	25286	所得税	105	119	232	280	316
短期借款	219	224	1854	5295	7676	净利润	704	746	930	1120	1262
应付账款	5604	8234	9650	11918	13692	少数股东损益	-3	2	2	2	2
预收款项	11069	9492	7616	5299	2630	归属母公司净利润	707	743	927	1118	1260
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	2285	2256	1667	2025	2345
非流动负债合计	1082	951	1617	1146	1146	EPS (元)	0.51	0.53	0.66	0.80	0.90
长期借款	450	450	450	450	450	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	19082	20236	21759	24830	26433	成长能力					
少数股东权益	174	341	343	345	348	营业收入增长	-31.96%	3.55%	18.90%	23.50%	15.20%
实收资本（或股本）	1397	1400	1400	1400	1400	营业利润增长	83.94%	9.84%	34.41%	20.47%	12.67%
资本公积	6069	6140	6140	6140	6140	归属于母公司净利	112.58%	5.16%	24.78%	20.54%	12.70%
未分配利润	-363	381	1265	2330	3531	获利能力					
归属母公司股东权益	7133	7863	8837	9924	11149	毛利率(%)	9.58%	9.11%	9.40%	9.30%	9.30%
负债和所有者权益	26389	28439	30938	35098	37928	净利率(%)	3.62%	3.70%	3.88%	3.79%	3.70%
现金流量表											
单位：百万元											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产净					
经营活动现金流	3266	235	-506	-135	85	ROE (%)	9.91%	9.45%	10.49%	11.26%	11.30%
净利润	704	746	930	1120	1262	偿债能力					
折旧摊销	1462.97	1479.07	0.00	432.19	432.19	资产负债率(%)	72%	71%	70%	71%	70%
财务费用	34	-88	-30	100	251	流动比率	1.12	1.14	1.24	1.25	1.31
应收账款减少	0	0	-449	-664	-530	速动比率	0.68	0.63	0.67	0.65	0.66
预收帐款增加	0	0	-1876	-2317	-2669	营运能力					
投资活动现金流	-331	-590	-105	-101	-101	总资产周转率	1.39	0.74	0.81	0.90	0.93
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	22	10	9	9	9
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.75	2.91	2.68	2.74	2.66
投资收益	109	-33	-33	-33	-33	每股指标(元)					
筹资活动现金流	1686	423	2372	2839	2095	每股收益(最新摊	0.51	0.53	0.66	0.80	0.90
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	3.31	0.05	1.26	1.86	1.48
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.11	5.61	6.31	7.09	7.96
普通股增加	1052	3	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	5492	71	0	0	0	P/E	68.41	69.96	45.39	37.45	33.22
现金净增加额	4621	68	1761	2603	2079	P/B	6.83	6.60	5.88	5.23	4.66
						EV/EBITDA	17.58	19.18	25.89	21.72	18.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	业绩小步快跑，产品升级放量	2019-04-16
公司	业绩实现较快增长，未来军品放量在即，民品开拓效果已现	2019-03-07
公司	看好中航沈飞的四大逻辑	2019-09-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。