

证券研究报告—动态报告/公司快评
国防军工
中航沈飞（600760）
买入
航空军工
重大事件快评

（维持评级）

2019年05月29日

日本增购 F-35 战斗机，我国中型隐身机需求迫切

证券分析师： 骆志伟

010-88005308

luozhiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517080004

事项：

美国总统特朗普 5 月 25 日抵达日本开始进行为期四天的国事访问。27 日，特朗普宣布称，日本有意购买 105 架美国制造的 F-35 隐形战机，这将使日本一跃成为美国所有盟友中采购 F-35 战机数量最大的国家。28 日上午，特朗普在日本首相安倍晋三的陪同下登上日本海上自卫队“出云”级直升机护卫舰“加贺”号进行参观。这是特朗普此次访日的最重要行程安排之一，也是他首次登上日本自卫队的舰船。

国信军工观点：日本增加采购 105 架 F-35 系列战斗机，算上之前订购的 42 架 F-35A，共 147 架，将会保有我国周边最大的第四代隐身战斗机机队，对于我国东海方向的安全环境造成了极大的威胁。F-35A 主要是用于替代陆基的 F-15J 型战斗机，而增购的 105 架中，包含了可以部署在日本的直升机航母上的 42 架 F-35B 型，因此我国需要加紧研制第四代舰载中型隐身战斗机来应对该安全威胁。中航沈飞的歼-31 隐身战斗机可以满足相关的上舰和作战需求，是国内公开型号中唯一有前景部署在航空母舰上的隐身战斗机。公司科研生产能力可以满足高科技技术装备研制需要、来自军方的订单及预收款项持续增长、现金流状况良好，**继续维持此前盈利预测，预计 19-21 年归母净利润 8.75/10.48/12.78 亿，对应 EPS 为 0.63/0.75/0.91 元，对应当前股价 PE 为 47.2/39.4/32.3x，维持“买入”评级。**

评论：

■ 特朗普访日时称日本将增购 105 架 F-35 战机，我国周边隐身战斗机威胁增大

日本加速采购 F-35 战斗机，直接威胁我国国家安全。近年来，日本海上自卫队不仅发展十分迅速，而且技术水平十分先进。虽然日本作为二战战败国其海上力量发展受到了一些限制，但是由于美军在全球范围内开始战略收缩，日本海上自卫队的装备已经突破了大部分限制，尤其是其“出云”、“日向”两级直升机航母已经开始服役，日本海上自卫队的“出云”级的两艘航母(出云号、加贺号)具备了起降及搭载 F-35B 型战斗机的能力，这无疑会危害我国的国家安全，加上驻日美军及关岛美军带来的直接军事威胁，我国需要足够数量的航空母舰和舰载战机才能有效保卫自身安全及周边利益。

表 1：日本海上自卫队兵力表

级	类别	满载排水量（万吨）	数量（艘）	号
出云	DDH 直升机驱逐舰	2.7	2	出云 加贺
日向	DDH 直升机驱逐舰	1.9	2	伊势 日向
大隅	LSD 坦克登陆舰	1.4	3	大隅 下北 国东

爱宕	DDG 宙斯盾防空驱逐舰	1	2	爱宕 足柄
金刚	DDG 宙斯盾防空驱逐舰	0.95	4	金刚 雾岛 妙高 鸟海
旗风	DDG 防空驱逐舰	0.59	2	旗风 岛风
朝日	DD 导弹驱逐舰	0.68	2	朝日 不知火
秋月	DD 多用途驱逐舰	0.68	4	秋月 照月 凉月 冬月
高波	DD 多用途驱逐舰	0.63	5	高波 大波 卷波 涟 凉波
村雨	DD 护卫舰	0.62	9	村雨 春雨 夕立 雾雨 电 五月雨 雷 曙 有明 朝雾 山雾 夕雾
朝雾	DD 多用途驱逐舰	0.52	8	朝雾 天雾 滨雾 濑户雾 泽雾 海雾
初雪	DD 驱逐舰	0.4	5	白雪 朝雪 濑户雪 松雪 山雪
阿武隈	DE 护航驱逐舰	0.255	6	阿武隈 神通 大淀 川内 筑摩 利根
苍龙	常规潜艇	0.33	10	云龙 白龙 剑龙 瑞龙 黑龙 仁龙 凰龙 赤龙 清龙 翔龙
亲潮	攻击潜艇	0.3	11	满潮 卷潮

				矶潮
				涡潮
				鸣潮
				黑潮
				高潮
				八重潮
				濑户潮
				持潮
				亲潮
				隼
				小鹰
				苍鹰
				雕
				海鹰
				白鹰
隼	导弹艇	0.025	6	
合计			81	
战机配备				
型号				数量(架)
US-2 水上飞机				7
奥古斯塔 MCH-101 直升机				12
UH/SH-60J/K 反潜/通用直升机				108
洛克希德 EP/OP/P-3C 巡逻/电子战机				72
川崎 P-1 反潜巡逻机				18
合计				217

资料来源：维基百科、国信证券经济研究所整理

■ 日本增购 F-35 战斗机使得歼-31 需求更为迫切

歼-31 中型隐身战斗机需求迫切。日本政府于 2011 年 12 月与美国签署合同，首次订购了 42 架 F-35A。近日，日本还将在其订单中增购 63 架 F-35A 和 42 架 F-35B 型号，合计 105 架 F-35 战机。等待这些飞机交付完毕，日本将成为中国周边最大的第四代隐身战斗机保有国，目前我国在役的歼-11B、歼-10 等第三代战斗机各项性能指标均比 F-35 落后一代。只有陆基的歼-20 和还在研制中的歼-31 战斗机与 F-35 属于同等技术水平的装备，歼-20 由于其自身的基础设计特点，不适合在空间狭小的航母上进行操作，歼-31 作为中型隐身平台舰上应用前景更为广阔，日本购买 F-35 也将刺激我国军方和相关企业加快研制进度。

■ 投资建议：

中航沈飞作为我国主要的战斗机研制单位，在第四代隐身战斗机研制方面有着自身的技术优势，对于航母舰载机的研制，沈飞通过歼-15 舰载战斗机积累了丰富的经验，更加适合研制第四代舰载隐身战斗机。第四代舰载隐身战斗机如果研制成功，将为公司提供较为长期的业绩持续增长，考虑到目前中国海空军全军处于第三代多用途战斗机和第四代隐身战斗机同时换装的时期，公司经营前景明朗。**继续维持此前盈利预测，预计 19-21 年归母净利润 8.75/10.48/12.78 亿，对应 EPS 为 0.63/0.75/0.91 元，对应当前股价 PE 为 47.2/39.4/32.3x，维持“买入”评级。**

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	9315	10350	13288	16273
应收款项	2399	2473	2919	3502
存货净额	9771	10064	11847	14238
其他流动资产	496	677	586	639
流动资产合计	21981	23564	28639	34652
固定资产	4456	4684	4913	5086
无形资产及其他	1022	981	940	899
投资性房地产	541	541	541	541
长期股权投资	440	440	440	440
资产总计	28439	30211	35473	41618
短期借款及交易性金融负债	224	347	263	278
应付款项	8771	7716	9872	11865
其他流动负债	10290	12183	14343	17236
流动负债合计	19284	20246	24478	29379
长期借款及应付债券	450	450	450	450
其他长期负债	501	451	451	451
长期负债合计	951	901	901	901
负债合计	20236	21147	25379	30280
少数股东权益	341	343	347	350
股东权益	7863	8721	9748	10988
负债和股东权益总计	28439	30211	35473	41618

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.53	0.63	0.75	0.91
每股红利	0.01	0.01	0.01	0.03
每股净资产	5.61	6.23	6.96	7.85
ROIC	12%	10%	16%	24%
ROE	9%	10%	11%	12%
毛利率	9%	8%	8%	8%
EBIT Margin	5%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	8%	5%	6%	5%
收入增长	4%	12%	18%	20%
净利润增长率	5%	18%	20%	22%
资产负债率	72%	71%	73%	74%
息率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
P/E	55.6	47.2	39.4	32.3
P/B	5.3	4.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	40.2	52.2	45.4	41.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20151	22569	26631	31958
营业成本	18319	20763	24448	29337
营业税金及附加	34	38	45	54
销售费用	15	18	21	26
管理费用	758	989	1159	1383
财务费用	(88)	(246)	(258)	(333)
投资收益	(33)	30	30	30
资产减值及公允价值变动	(68)	(28)	(37)	(44)
其他收入	(147)	0	0	0
营业利润	865	1008	1209	1477
营业外净收支	(1)	10	10	10
利润总额	864	1018	1219	1487
所得税费用	119	140	168	204
少数股东损益	2	3	3	4
归属于母公司净利润	743	875	1048	1278

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	743	875	1048	1278
资产减值准备	54	22	5	4
折旧摊销	507	435	511	561
公允价值变动损失	68	28	37	44
财务费用	(88)	(246)	(258)	(333)
营运资本变动	(604)	261	2184	1862
其它	(52)	(19)	(2)	0
经营活动现金流	716	1602	3784	3749
资本开支	(644)	(673)	(741)	(741)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(611)	(673)	(741)	(741)
权益性融资	71	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(21)	(18)	(21)	(38)
其它融资现金流	(67)	124	(84)	15
融资活动现金流	(37)	106	(105)	(23)
现金净变动	68	1035	2938	2985
货币资金的期初余额	9247	9315	10350	13288
货币资金的期末余额	9315	10350	13288	16273
企业自由现金流	144	678	2781	2680
权益自由现金流	77	1014	2919	2983

相关研究报告

《中航沈飞-600760-中国战斗机第一股，海空军航空兵建设骨干企业》 ——2019-05-14

《中航沈飞-600760-2017 年年度业绩预告点评：业绩持续增长，核心航空防务资产迎来快速发展期》 ——2018-01-29

《ST 黑豹-600760-财报点评：退市风险消除，共和国长子注入打造战机第一股》 ——2017-03-07

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032