

中航沈飞（600760）：看好中航沈飞的四大逻辑

2019年09月08日

强烈推荐/维持

中航沈飞 公司报告

报告摘要：

1、中航沈飞一直是我们坚定推荐的军工主流品种。核心四大逻辑如下：1、战斗机订货大增；2、暂定价产品的后续价格补差；3、有人机/无人机等新型号立项研制；4、军品定价改革后新产品的提价效应。我们认为，未来5年沈飞业绩有望呈现加速增长态势。沈飞此前迅速推出较大规模股权激励方案，从某种程度上反映出公司对未来几年的经营形势较为乐观。

2、歼-11D批产和歼-16放量。歼-11D定位于国产三代半重型空优战斗机，主要替换苏-27、歼-11A和歼-11B，预测替换空间约为360架。歼-16可挂载我国现役各型导弹，可替代100架左右的苏-30和200多架歼轰-7，有望成为电子战飞机平台。

3、FC-31发动机换装及上舰较为确定。今年6月，沈飞的FC-31新模型亮相巴黎航展，新模型变化主要集中在尾部发动机舱更加突出，我们推断FC-31新中推的研制较为顺利，预示着FC31未来有望成为003型航母舰载战斗机。FC-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FC-31的需求更加紧迫。

4、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。

5、中航沈飞业绩拐点已现。公司半年报同比增长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，三个以上型号有望亮相阅兵，特别是无人机产品可能性很大。未来三年业绩30%以上的增速确定。市值空间预测：目前市值518亿元对应2019年收入PS估值1.6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，维持“强烈推荐”投资评级。

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	55.99	46.45	41.22
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

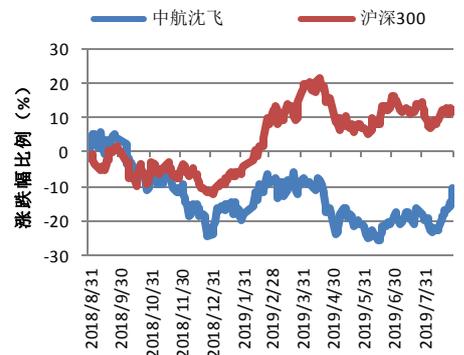
公司简介：

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。

交易数据

52周股价区间(元)	26.86-39.20
总市值(亿元)	460
流通市值(亿元)	131
总股本/流通A股(万股)	140038.93/140038.9
	3
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.16

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

Tel: 010-66554142

执业证书编号：S1480517080001

分析师：张卓琦

Tel: 010-66554018

执业证书编号：S1480519080003

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 56X/46X/41X，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：产品交付确认不及预期。

1. 军工行业未来高景气度确认，公司核心军品资产未来有望量价齐升

从量上看，公司未来装备增量看点在歼-16 和歼-31。歼-16 是我国为适应空军战略转型需要而自行研发的新型多用途双座双发重型战斗机，从替换空间看，将来歼-16 主要用来替代 100 架左右的苏-30 和 200 多架歼轰-7，替换空间为 300 多架。歼-31（鹞鹰）是沈飞研制的第五代单座双发中型隐身战斗机，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；

从价上看，我们认为 2018 年已正式进入军工体制市场化改革和军民融合深度发展的落地攻坚阶段，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。

2. 歼 15 和歼 16 的交付或已进入正式审定价执行阶段，通常情况下审定价格高于暂定价格，后续价差补偿有望加速业绩释放

军品生产不同于民品生产，通常在生产定型阶段前，公司先按暂定价格与客户签订供货合同计价结算，待产品完全定型、军方最终审定价格后，方按审定价格计价结算。因此，当暂定价格与审定价格不一致时，合同双方须按多退少补的原则补齐差价。通常情况下，审定价格高于暂定价格，公司一般在收到审定价协议或类似凭据当期确认价差收入。

从公司最新主力机型的量产进度来看：舰载机歼 15 首次于 2013 年 12 月被新华网等媒体评论认为已正式定型列装，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格，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。

3. 随着歼 31 立项工作的推进，研制进度有望加速突破

2018 年 5 月 13 日，央视网虎威堂发布的一段视频中提及“随着 FC-31（鹞鹰）战机立项工作的推进，中国航母舰载战斗机的战力将获得质的提升”。我们判断目前歼 31 已获得正式立项工作的推进，有了立项研制费用的支持，进度也有望加速突破。

4. 未来还将充分受益于军品定价机制改革，业绩弹性可期

公司的战机总装产品利润受限于 5% 成本加成定价机制，根据公司披露的信息，2015-2017 期间公司的净利率水平分别为 3.17%、3.15%、3.62%。我们认为，2018 年已正式进入军工体制市场化改革和军民融合深度发展的落地攻坚阶段，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。

5. 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 56X/46X/41X，维持公司“强烈推荐”评级。

6. 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					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	总资产净利润(%)					
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
应付账款的变化	0	0	-449	-664	-530	速动比率	0.68	0.63	0.67	0.65	0.66
预收账款的变化	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	55.99	46.45	41.22
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

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。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注军工领域。

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。