

中航沈飞（600760）：中报高增长可期，FC-31有望对标F-35

2019年06月26日

强烈推荐/维持

中航沈飞 公司报告

事件：

6月17日第五十三届巴黎航展在巴黎布尔歇机场举行。此次亮相的FC-31新模型较原版本有较大调整，换装新型中推以及舰载机型较为确定；公司一季报各项数据亮眼，均衡生产和军品定价改革成效已初步展现。

主要观点：

1、FC-31新模型亮相巴黎航展，发动机换装及上舰较为确定

此次巴黎航展中航工业带来的多种外贸机型中，沈飞所研制的五代机FC-31亮相无疑成为大家关注的焦点，本次展出的FC-31模型与之前有较大变化。FC-31新模型的变化从技术层面对外传达出了多种信号：

（1）此次航展FC-31与我国和巴基斯坦共同研制的JF-17“枭龙”战机并排亮相，这次为FC-31做了一次积极的宣传和有力的广告，再次验证了FC-31的外贸机定位，也强调了FC-31在外贸机系列中的重要地位。

（2）FC-31新模型的变化主要集中在尾部发动机舱更加突出，以及座舱高度有所升高这两个地方。此前制约FC-31和歼-20发展的主要因素之一便是我国缺乏一种合适的发动机来满足两款五代机的需求。此次航展上，FC-31新模型的发动机尾喷口结构和外形与原本使用RD-93发动机的老款FC-31完全不同，结合此前关于FC-31的新中推的种种消息，可以判断出FC-31新中推的研制较为顺利，具备了在近期进行试验并在不久的将来装机试飞的可能性。而新中推的问世，除了能够大大提升FC-31的综合性能，拔高其外贸竞争力，也能大大增加与F-35争夺世界中型五代机市场的底气和筹码。

而座舱高度的升高意味着前向下视视野更好，这无疑是海军固定翼航母舰载战斗机的技术要求。航母舰载机着舰进近由于进近起始点高度较高，下滑率大，飞行员要同航空母舰保持视距接触的前提就是必须有良好的前向下视。此次新模型的调整也预示着FC-31已经瞄准五代舰载机积极主动地做出改变，未来有望成为003型航母配套舰载战斗机。FC-31的定位与美军F-35定位相同，都走的是外贸+舰载的技术路线，并且前者与歼-20形成高低搭

财务指标预测

指标	17A	18A	19E	20E	21E
营业收入（百万）	19,459.2	20,150.8	24,795.6	30,758.9	35,434.3
增长率（%）	1585.60	3.55%	23.05%	24.05%	15.20%
净利润（百万元）	706.78	743.24	951.41	1,142.94	1,287.67
增长率（%）	3510.80	5.96%	27.92%	20.08%	12.64%
净资产收益率（%）	9.91%	9.45%	10.74%	11.46%	11.47%
每股收益（元）	0.51	0.53	0.68	0.82	0.92
PE	57.04	54.89	42.82	35.64	31.64
PB	5.70	5.18	4.60	4.09	3.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

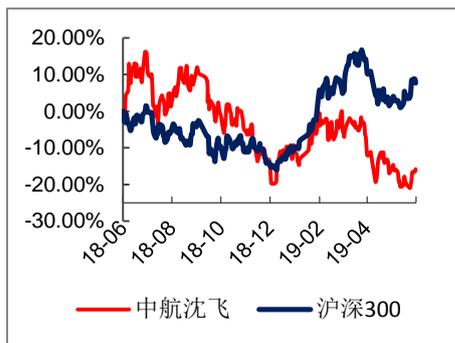
公司简介：

公司是国内战斗机龙头企业，2017年通过重大资产重组，公司置出原有资产和负债，并置入沈飞集团100%股权。沈飞集团主要从事航空产品制造业务，重组完成后上市公司主要从事航空产品制造业务，核心产品为航空防务装备。

交易数据

52周股价区间（元）	27.30-40.15
总市值（亿元）	407.73
流通市值（亿元）	116
总股本/流通A股（万股）	140038/39852
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.03

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 张卓琦

010-66554018

zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480117080010

配，后者与 F-22 形成高低搭配，形成国家最重要的制空力量。截止到 2018 年年底 F-35 全球订单总数量已超 3200 架，是洛马公司最为重要的“印钞机”，若 FC-31 的外贸和舰载之路顺畅，有望对标 F-35 成为我国最为重要的中型战机以及公司最大利润来源。

2、一季报业绩超预期，全年高增长可期

中航沈飞在此前披露的一季报业绩十分亮眼，实现营收 50.85 亿元，同比增长 191.27%，实现归母净利润 1.98 亿元，较去年同期扭亏为盈。去年中报实现 1 亿利润，今年仅一季报利润就已接近 2 亿，同时毛利率、净利率均有所提高，充分说明公司的盈利能力发生了显著改善，这主要是公司均衡生产落实良好，以及销量同比大幅增加所致。军工企业的业绩释放主要集中于下半年，考察公司的预付账款环比增加 25.31%，并结合年报中存货账面价值、原材料账面价值等能够对公司产品生产交付情况进行预判的先行指标也都有不同程度的提升，已经能够充分反映出公司的订单、生产、交付状况处于一个良好的上升通道，预计中报利润增长超过 200%，全年业绩也有望迎来较大增长。

3、军品定价机制改革即将落地，公司盈利能力或将迎来根本提升

受到军品定价机制以及其他因素的影响，我国军工主机厂毛利率始终大大低于国际上同等地位的军工企业。2019 年 3 月 21 日中航工业就已率先开展了 2019 年装备价格业务培训工作。随着军品定价机制改革，打破 5% 利润上限的限制，军工企业特别是主机厂能够从根本上提升自身的盈利能力。

4、盈利预测

我们预计公司 2019 年-2021 年营业收入为 247.95 亿元、307.59 亿元、354.34 亿元，同比增长 23.05%、24.05%、15.20%，EPS 为 0.68 元、0.82 元、0.92 元，对应 PE 为 42X/35X/31X，给与公司“强烈推荐”评级。

5、风险提示

军机改型列装不及预期，军品定价改革落实不及预期。

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	25826	30807	34286	营业收入	19459	20151	24796	30759	35434
货币资金	9247	9315	11462	14219	16381	营业成本	17608	18319	22527	27945	32104
应收账款	1756	2376	2923	3626	4177	营业税金及附加	49	34	41	51	59
其他应收款	14	12	14	18	20	营业费用	35	15	19	22	25
预付款项	1168	486	-354	-1395	-2592	管理费用	1018	758	932	1077	1240
存货	7920	9771	12015	14905	17123	财务费用	34	-88	-17	132	293
其他流动资产	49	10	-250	-583	-844	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	1193	1432	1613
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	31754	36211	39173	利润总额	808	864	1192	1432	1612
流动负债合计	18000	19284	20934	24748	26457	所得税	105	119	238	286	322
短期借款	219	224	2353	6015	8532	净利润	704	746	954	1145	1290
应付账款	5604	8234	9987	12389	14233	少数股东损益	-3	2	2	2	2
预收款项	11069	9492	7550	5142	2368	归属母公司净利润	707	743	951	1143	1288
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	2285	2256	1710	2089	2421
非流动负债合计	1082	951	1617	1146	1146	EPS (元)	0.51	0.53	0.68	0.82	0.92
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	22552	25895	27603	成长能力					
少数股东权益	174	341	343	345	348	营业收入增长	8.82%	3.55%	23.05%	24.05%	15.20%
实收资本(或股本)	1397	1400	1400	1400	1400	营业利润增长	34.98%	9.84%	37.88%	20.07%	12.63%
资本公积	6069	6140	6140	6140	6140	归属于母公司净利	25.58%	5.16%	28.01%	20.13%	12.66%
未分配利润	-363	381	1288	2377	3605	获利能力					
归母公司股东权益	7133	7863	8860	9971	11223	毛利率(%)	9.58%	9.11%	9.40%	9.30%	9.30%
负债和所有者权益	26389	28439	31754	36211	39173	净利率(%)	3.62%	3.70%	3.85%	3.72%	3.64%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	0.10%	2.68%	2.61%	3.00%	3.16%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.91%	9.45%	10.74%	11.46%	11.47%
经营活动现金流	3266	235	-605	-169	74	偿债能力					
净利润	704	746	954	1145	1290	资产负债率(%)	72%	71%	71%	72%	70%
折旧摊销	1462.97	1479.07	0.00	432.19	432.19	流动比率	1.12	1.14	1.23	1.24	1.30
财务费用	34	-88	-17	132	293	速动比率	0.68	0.63	0.66	0.64	0.65
应付帐款的变化	0	0	-548	-703	-551	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	-1941	-2408	-2774	总资产周转率	1.39	0.74	0.82	0.91	0.94
投资活动现金流	-331	-590	-105	-101	-101	应收账款周转率	22	10	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.75	2.91	2.72	2.75	2.66
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	109	-33	-33	-33	-33	每股收益(最新摊	0.51	0.53	0.68	0.82	0.92
筹资活动现金流	1686	423	2858	3027	2189	每股净现金流(最	3.31	0.05	1.53	1.97	1.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	5.11	5.61	6.33	7.12	8.01
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1052	3	0	0	0	P/E	63.06	54.89	42.82	35.64	31.64
资本公积增加	5492	71	0	0	0	P/B	6.30	5.18	4.60	4.09	3.63
现金净增加额	4621	68	2147	2757	2161	EV/EBITDA	15.91	14.22	18.76	15.79	13.77

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	中航沈飞（600760.SH）：涡扇-19 完成验证，助力歼-31 上舰	2019-04-22
公司	中航沈飞（600760.SH）：海军节阅兵盛典在即，舰载战斗机成关注热点	2019-04-15
公司	中航沈飞（600760.SH）：事件点评，一季报高增长可期，进入“补价+产能扩张”周期	2019-04-09
公司	中航沈飞（600760.SH）：洛马的今天，沈飞的明天	2019-02-28
行业	东兴证券国防军工行业 2019 年年度投资策略报告：业绩政策脱虚入实，“白马”为盾，“重组+民参军”为矛	2018-12-21
公司	中航沈飞（600760.SH）：歼-11D 再试飞，守得云开见月明	2018-11-29
公司	中航沈飞（600760.SH）：业绩保持快速增长，均衡生产效果明显	2018-10-23
公司	中航沈飞（600760.SH）：从民机转包生产看沈飞	2018-07-31
公司	中航沈飞（600760.SH）：中航沈飞系列报告之九，军机增长迎高峰，民机成长入“风口”	2018-07-30
公司	中航沈飞（600760.SH）：中航沈飞系列报告之八，从民机转包生产看沈飞	2018-07-30
公司	中航沈飞（600760.SH）：中航沈飞系列报告之七，从脉动装配线看沈飞	2018-07-23
公司	中航沈飞（600760.SH）：系列报告之六，从无人机发展看沈飞	2018-07-04
公司	中航沈飞（600760.SH）：中航沈飞系列报告之五，从歼-31 看沈飞	2018-07-03
公司	中航沈飞（600760.SH）：中航沈飞系列报告之四，从 F-35 的产量与定价看沈飞	2018-06-15
公司	中航沈飞（600760.SH）：从洛克希德·马丁的发展看沈飞	2018-06-14
公司	中航沈飞（600760.SH）：中航沈飞系列报告之二，从成飞发展看沈飞	2018-06-11
公司	中航沈飞（600760.SH）：中航沈飞曾经的两次业绩高峰	2018-06-11

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, 四年证券从业经验, 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

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, 主要研究军工领域。

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。