

中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2019年10月30日

归母净利润同比近翻倍，现金流实现大额改善

事件：公司三季报发布，营收同比+37.07%，归母净利润同比+98.37%

10月29日收盘后公司发布三季报，前三季度营收158.9亿元，同比+37.07%，主要是公司产品均衡交付和销量增加所致，研发费用1.47亿元，同比+88.77%，主要是研发投入增加所致，归母净利润6.2亿元，同比+98.37%，归母扣非净利润5.94亿元，同比+106.49%。

从资产负债表来看，应收账款33.49亿元，同比+40.98%，主要是销售产品增加所致，存货104.88亿元，同比+16.5%，整体实现较高的存货周转；从现金流量表来看，经营活动现金流0.56亿元，同比由负转正（净改善金额为12.13亿元），主要是本期收到货款增加所致。

持续构建现代化武器装备体系，公司作为“中国歼击机的摇篮”，将有望充分受益装备换代升级大机遇

2019年国防白皮书《新时代的中国国防》再次强调我国国防与军队建设的战略目标：到2020年基本实现机械化、信息化建设取得重大进展；力争到2035年基本实现国防和军队现代化。此外，《新时代的中国国防》同时指出，空军在国防和军事战略全局中具有举足轻重的地位和作用，**要构建现代化武器装备体系，加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系。**

公司是“中国歼击机的摇篮”，始终将航空防务装备的研发和制造业务作为核心业务。根据特定用户订单制定整体经营计划，基于国防战略需求确定的航空防务装备型号与采购计划组织研发、生产和销售，形成了较为全面的歼击机产品。航空工业是国家的战略性产业，是国家综合国力的重要组成部分，是维护国家安全的战略性产业。我们认为，我国国防战略目标的持续推进，将深度带动装备换装周期，装备升级市场空间广阔，公司将充分受益装备换装机遇，业务规模有望持续稳健增长。

盈利预测与评级：我国新时代国防武器装备发展大方向已定，航空装备换装有望加速，公司有望充分受益。预计新品交付的比例上升将会对营收与毛利率产生影响，将19-20年营收增速从25%/23%/24%下调至18%/20%/21%，将毛利率从9.15%/9.2%/9.35%调整至8.95%/8.97%和9%。

在此预测下，2019-2021年营收分别为237.78/285.34/345.26亿元，归母净利润分别为9.03/10.93/13.37亿元，EPS为0.65/0.78/0.95元，PE为45.18/37.34/30.53x，维持“买入”评级。

风险提示：我国国防武器装备换装放缓，公司产品交付节奏放缓，上市公司不分红风险。

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 19,459.28 | 20,150.86 | 23,778.02 | 28,533.62 | 34,525.69 |
| 增长率(%) | 1585.60 | 3.55 | 18.00 | 20.00 | 21.00 |
| EBITDA(百万元) | 1,507.79 | 1,431.50 | 1,436.81 | 1,674.50 | 1,955.07 |
| 净利润(百万元) | 706.78 | 743.24 | 903.49 | 1,093.28 | 1,337.21 |
| 增长率(%) | 2,445.55 | 5.16 | 21.56 | 21.01 | 22.31 |
| EPS(元/股) | 0.50 | 0.53 | 0.65 | 0.78 | 0.95 |
| 市盈率(P/E) | 57.76 | 54.92 | 45.18 | 37.34 | 30.53 |
| 市净率(P/B) | 5.72 | 5.19 | 4.62 | 4.11 | 3.62 |
| 市销率(P/S) | 2.10 | 2.03 | 1.72 | 1.43 | 1.18 |
| EV/EBITDA | 26.43 | 20.93 | 21.64 | 17.16 | 13.78 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 国防军工/航空装备 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 29.15元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 1,400.39 |
| 流通A股股本(百万股) | 398.52 |
| A股总市值(百万元) | 40,821.35 |
| 流通A股市值(百万元) | 11,616.92 |
| 每股净资产(元) | 6.08 |
| 资产负债率(%) | 70.25 |
| 一年内最高/最低(元) | 38.22/26.86 |

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中航沈飞-半年报点评:中报兑现增长，归母净利润同比+332%，验证军工高景气逻辑》2019-08-28
- 《中航沈飞-年报点评报告:采购\存货上升预示放量，受益科创战略资产估值上修及MSCI》2019-03-18
- 《中航沈飞-季报点评:归母净利润大幅翻红，高景气下毛利率与存货趋势延续!》2018-10-23

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 9,246.87 | 9,315.29 | 10,365.25 | 12,665.57 | 14,467.92 |
| 应收票据及应收账款 | 1,759.40 | 2,387.27 | 2,236.24 | 2,994.93 | 3,238.88 |
| 预付账款 | 1,168.43 | 485.72 | 957.61 | 1,019.44 | 1,249.66 |
| 存货 | 7,919.60 | 9,770.73 | 9,473.62 | 11,450.01 | 11,590.13 |
| 其他 | 63.20 | 21.84 | 104.65 | 96.53 | 58.75 |
| 流动资产合计 | 20,157.51 | 21,980.85 | 23,137.36 | 28,226.48 | 30,605.34 |
| 长期股权投资 | 472.00 | 439.77 | 439.77 | 439.77 | 439.77 |
| 固定资产 | 2,861.07 | 3,367.96 | 3,339.65 | 3,114.61 | 2,756.59 |
| 在建工程 | 1,394.07 | 1,087.58 | 688.55 | 461.13 | 306.68 |
| 无形资产 | 1,015.17 | 1,021.91 | 972.00 | 922.09 | 872.17 |
| 其他 | 489.35 | 541.18 | 437.62 | 476.94 | 483.23 |
| 非流动资产合计 | 6,231.66 | 6,458.40 | 5,877.59 | 5,414.54 | 4,858.45 |
| 资产总计 | 26,389.17 | 28,439.25 | 29,014.96 | 33,641.02 | 35,463.79 |
| 短期借款 | 218.50 | 223.50 | 250.00 | 250.00 | 250.00 |
| 应付票据及应付账款 | 5,982.75 | 8,770.57 | 8,429.07 | 9,608.54 | 9,591.57 |
| 其他 | 11,799.01 | 10,290.41 | 10,305.02 | 12,539.77 | 13,076.22 |
| 流动负债合计 | 18,000.26 | 19,284.48 | 18,984.09 | 22,398.32 | 22,917.79 |
| 长期借款 | 450.00 | 450.00 | 450.00 | 450.00 | 450.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 631.81 | 501.07 | 396.86 | 509.91 | 469.28 |
| 非流动负债合计 | 1,081.81 | 951.07 | 846.86 | 959.91 | 919.28 |
| 负债合计 | 19,082.07 | 20,235.54 | 19,830.94 | 23,358.23 | 23,837.07 |
| 少数股东权益 | 174.21 | 340.87 | 345.41 | 350.91 | 357.62 |
| 股本 | 1,397.22 | 1,400.39 | 1,400.39 | 1,400.39 | 1,400.39 |
| 资本公积 | 6,068.57 | 6,139.84 | 6,139.84 | 6,139.84 | 6,139.84 |
| 留存收益 | 5,720.22 | 6,534.73 | 7,438.22 | 8,531.50 | 9,868.71 |
| 其他 | (6,053.10) | (6,212.12) | (6,139.84) | (6,139.84) | (6,139.84) |
| 股东权益合计 | 7,307.11 | 8,203.71 | 9,184.02 | 10,282.79 | 11,626.72 |
| 负债和股东权益总 | 26,389.17 | 28,439.25 | 29,014.96 | 33,641.02 | 35,463.79 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 703.55 | 745.50 | 903.49 | 1,093.28 | 1,337.21 |
| 折旧摊销 | 502.22 | 508.28 | 537.25 | 582.37 | 612.38 |
| 财务费用 | 68.03 | (2.96) | (115.03) | (135.20) | (159.98) |
| 投资损失 | (108.82) | 32.72 | (24.00) | (35.00) | (50.00) |
| 营运资金变动 | 3,119.15 | (1,192.82) | (467.42) | 721.38 | (107.66) |
| 其它 | (1,017.80) | 144.47 | 4.54 | 5.49 | 6.72 |
| 经营活动现金流 | 3,266.35 | 235.20 | 838.84 | 2,232.33 | 1,638.67 |
| 资本支出 | 4,946.81 | 812.56 | 164.21 | (33.05) | 90.63 |
| 长期投资 | 243.32 | (32.23) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (5,521.55) | (1,370.79) | (200.23) | (11.93) | (90.63) |
| 投资活动现金流 | (331.41) | (590.46) | (36.02) | (44.99) | (0.00) |
| 债权融资 | 668.50 | 673.50 | 733.33 | 711.11 | 714.81 |
| 股权融资 | 6,525.66 | 74.54 | 187.31 | 135.20 | 159.98 |
| 其他 | (5,508.07) | (324.76) | (673.50) | (733.33) | (711.11) |
| 筹资活动现金流 | 1,686.09 | 423.28 | 247.14 | 112.97 | 163.69 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 4,621.03 | 68.02 | 1,049.96 | 2,300.32 | 1,802.35 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 19,459.28 | 20,150.86 | 23,778.02 | 28,533.62 | 34,525.69 |
| 营业成本 | 17,607.86 | 18,319.02 | 21,649.89 | 25,974.16 | 31,418.37 |
| 营业税金及附加 | 48.95 | 33.51 | 42.80 | 51.36 | 58.69 |
| 营业费用 | 34.84 | 15.27 | 28.53 | 34.24 | 41.43 |
| 管理费用 | 855.23 | 757.59 | 927.34 | 1,112.81 | 1,336.14 |
| 研发费用 | 162.34 | 171.62 | 225.89 | 273.92 | 338.35 |
| 财务费用 | 34.25 | (87.84) | (115.03) | (135.20) | (159.98) |
| 资产减值损失 | 14.02 | 68.16 | 28.00 | 30.00 | 40.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 108.82 | (32.72) | 24.00 | 35.00 | 50.00 |
| 其他 | (194.62) | 41.12 | (48.00) | (70.00) | (100.00) |
| 营业利润 | 787.59 | 865.12 | 1,014.59 | 1,227.33 | 1,502.68 |
| 营业外收入 | 26.02 | 0.52 | 38.00 | 45.00 | 55.00 |
| 营业外支出 | 5.12 | 1.25 | 5.27 | 5.00 | 4.00 |
| 利润总额 | 808.49 | 864.39 | 1,047.33 | 1,267.33 | 1,553.68 |
| 所得税 | 104.93 | 118.89 | 139.29 | 168.55 | 209.75 |
| 净利润 | 703.55 | 745.50 | 908.03 | 1,098.77 | 1,343.93 |
| 少数股东损益 | (3.22) | 2.27 | 4.54 | 5.49 | 6.72 |
| 归属于母公司净利润 | 706.78 | 743.24 | 903.49 | 1,093.28 | 1,337.21 |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.53 | 0.65 | 0.78 | 0.95 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 1585.60% | 3.55% | 18.00% | 20.00% | 21.00% |
| 营业利润 | -1422.52% | 9.84% | 17.28% | 20.97% | 22.43% |
| 归属于母公司净利润 | 2445.55% | 5.16% | 21.56% | 21.01% | 22.31% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 9.51% | 9.09% | 8.95% | 8.97% | 9.00% |
| 净利率 | 3.63% | 3.69% | 3.80% | 3.83% | 3.87% |
| ROE | 9.91% | 9.45% | 10.22% | 11.01% | 11.87% |
| ROIC | 86.54% | -38.08% | -79.64% | -106.93% | -54.05% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 72.31% | 71.15% | 68.35% | 69.43% | 67.22% |
| 净负债率 | -117.40% | -105.34% | -104.88% | -116.26% | -118.29% |
| 流动比率 | 1.12 | 1.14 | 1.22 | 1.26 | 1.34 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.63 | 0.72 | 0.75 | 0.83 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 21.58 | 9.72 | 10.29 | 10.91 | 11.08 |
| 存货周转率 | 4.77 | 2.28 | 2.47 | 2.73 | 3.00 |
| 总资产周转率 | 1.39 | 0.74 | 0.83 | 0.91 | 1.00 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.50 | 0.53 | 0.65 | 0.78 | 0.95 |
| 每股经营现金流 | 2.33 | 0.17 | 0.60 | 1.59 | 1.17 |
| 每股净资产 | 5.09 | 5.61 | 6.31 | 7.09 | 8.05 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 57.76 | 54.92 | 45.18 | 37.34 | 30.53 |
| 市净率 | 5.72 | 5.19 | 4.62 | 4.11 | 3.62 |
| EV/EBITDA | 26.43 | 20.93 | 21.64 | 17.16 | 13.78 |
| EV/EBIT | 39.57 | 32.41 | 34.57 | 26.32 | 20.07 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |