

中航沈飞 (600760): ROE最高的主机厂, 全年高增长无忧

2019年10月30日

强烈推荐/维持

中航沈飞 | 公司报告

报告摘要:

事件: 公司10月29日发布三季报, 1-9月实现营收158.90亿元, 同比增长37.07%; 实现净利润6.20亿元, 同比增长98.37%; 实现扣非净利润5.94亿元, 同比增长106.49%。

点评:

我们预计全年总体产量增长30%左右。三季报显示, 沈飞存货增加15亿元, 预收账款恢复至70亿元, 应收账款同比增长59.88%, 这都表明公司正在积极备货且订单饱满, 也再次验证了当前处于航空装备建设周期。另外, 公司经营性现金流转正, ROE达7.59% (主机厂排名第一), 这在主机厂里殊为难得, 说明企业综合管理水平较高, 发展非常健康。虽然第三季度实现营收46.06亿元, 同比下降13.68%, 实现净利润1.90亿元, 同比下降10.99%, 但这主要受产品交付节奏和收入确认时间影响而出现的阶段性回落。结合中报和三季报, 我们判断沈飞今年均衡生产的总体产量比去年提升30%左右。而且公司的净利润增长水平始终大幅高于营收水平, 表明公司盈利能力大幅改善。

研发费用大幅提升, 大概率投向歼31研制。公司1-9月研发费用达1.47亿元, 同比大幅增长88.77%, 结合沈飞近年来新机型情况, 我们认为科研经费如此高的或许大部分都投入到了歼31的优化、定型和改造中。这也是三季度利润略微下滑的原因之一。

后续主要看点在于歼-16放量和歼-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和歼-11, 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 | 25,029.4 | 31,638.4 | 40,507.1 |
| 增长率 (%) | 1585.60 | 3.55% | 24.21% | 26.40% | 28.03% |
| 净利润 (百万元) | 706.78 | 743.24 | 924.50 | 1,176.62 | 1,523.08 |
| 增长率 (%) | 2445.55 | 5.16% | 24.39% | 27.27% | 29.45% |
| 净资产收益率 (%) | 9.91% | 9.45% | 10.70% | 12.33% | 14.20% |
| 每股收益 (元) | 0.51 | 0.53 | 0.66 | 0.84 | 1.09 |
| PE | 58.18 | 55.98 | 44.94 | 35.31 | 27.28 |
| PB | 5.81 | 5.28 | 4.81 | 4.35 | 3.87 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

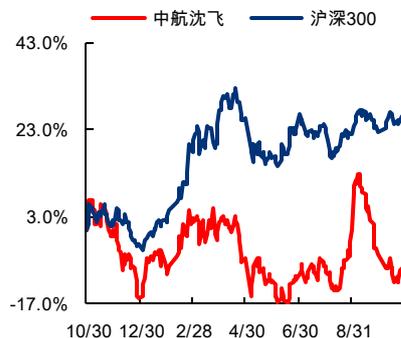
2017年公司经重大资产重组注入沈飞集团100%股权, 主营业务由此变更为歼击机及防务装备的生产制造。沈飞集团的主要生产军机型号包括三代战机歼-11、航母舰载机歼-15、三代半战机歼-16、四代机歼击机-31。

未来3-6个月重大事项提示:

交易数据

| | |
|---------------|--------------|
| 52周股价区间 (元) | 29.67-32.54 |
| 总市值 (亿元) | 415.5 |
| 流通市值 (亿元) | 118.24 |
| 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 | 2.17 |

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

首席分析师: 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

010-66555574

Zhuys@dxzq.net.cn

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。

盈利预测： 基于沈飞三季报良好表现，我们上调公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 9.24 亿元、11.76 亿元和 15.23 亿元，EPS 为 0.66 元/0.84 元/1.09 元，对应 PE 为 45X/35X/27X，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 | | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | | | | |
|-----------------|---------|---------|-------|--------|--------|----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产合计 | 20158 | 21981 | 28230 | 38211 | 51069 | 营业收入 | 19459 | 20151 | 25029 | 31638 | 40507 |
| 货币资金 | 9247 | 9315 | 13758 | 19783 | 27333 | 营业成本 | 17608 | 18319 | 22533 | 28470 | 36483 |
| 应收账款 | 1756 | 2376 | 2605 | 3292 | 4215 | 营业税金及附加 | 49 | 34 | 42 | 53 | 67 |
| 其他应收款 | 14 | 12 | 14 | 18 | 23 | 营业费用 | 35 | 15 | 18 | 23 | 29 |
| 预付款项 | 1168 | 486 | 757 | 1099 | 1538 | 管理费用 | 1018 | 758 | 881 | 1114 | 1426 |
| 存货 | 7920 | 9771 | 11077 | 13995 | 17934 | 财务费用 | 34 | -88 | -77 | -136 | -204 |
| 其他流动资产 | 49 | 10 | 10 | 10 | 10 | 研发费用 | 0 | 172 | 476 | 664 | 851 |
| 非流动资产合计 | 6232 | 6458 | 6108 | 5764 | 5427 | 资产减值损失 | 14.02 | 68.16 | 68.16 | 68.16 | 68.16 |
| 长期股权投资 | 472 | 440 | 440 | 440 | 440 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 2861 | 3368 | 3058 | 2751 | 2445 | 投资净收益 | 108.82 | -32.72 | -32.72 | -32.72 | -32.72 |
| 无形资产 | 1015 | 1022 | 961 | 903 | 849 | 加:其他收益 | 10.50 | 24.10 | 24.10 | 24.10 | 24.10 |
| 其他非流动资产 | 61 | 112 | 112 | 112 | 112 | 营业利润 | 788 | 865 | 1081 | 1375 | 1779 |
| 资产总计 | 26389 | 28439 | 34339 | 43975 | 56496 | 营业外收入 | 26.02 | 0.52 | 0.52 | 0.52 | 0.52 |
| 流动负债合计 | 18000 | 19284 | 24400 | 33126 | 44465 | 营业外支出 | 5.12 | 1.25 | 1.25 | 1.25 | 1.25 |
| 短期借款 | 219 | 224 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 808 | 864 | 1080 | 1374 | 1778 |
| 应付账款 | 5604 | 8234 | 8532 | 10780 | 13814 | 所得税 | 105 | 119 | 153 | 195 | 252 |
| 预收款项 | 11069 | 9492 | 14498 | 20825 | 28927 | 净利润 | 704 | 746 | 927 | 1179 | 1525 |
| 一年内到期的非流动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | -3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 非流动负债合计 | 1082 | 951 | 951 | 951 | 951 | 归属母公司净利润 | 707 | 743 | 925 | 1177 | 1523 |
| 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 | 25351 | 34077 | 45416 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 174 | 341 | 343 | 345 | 348 | 营业收入增长 | 1585.60% | 3.55% | 24.21% | 26.40% | 28.03% |
| 实收资本(或股本) | 1397 | 1400 | 1400 | 1400 | 1400 | 营业利润增长 | -1422.52% | 9.84% | 24.94% | 27.19% | 29.37% |
| 资本公积 | 6069 | 6140 | 6140 | 6140 | 6140 | 归属母公司净利润 | 24.39% | 27.27% | 24.39% | 27.27% | 29.45% |
| 未分配利润 | -363 | 381 | 1106 | 2028 | 3223 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 7133 | 7863 | 8637 | 9545 | 10724 | 毛利率(%) | 9.51% | 9.09% | 9.97% | 10.02% | 9.93% |
| 负债和所有者权益 | 26389 | 28439 | 34339 | 43975 | 56496 | 净利率(%) | 3.62% | 3.70% | 3.70% | 3.73% | 3.77% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 2.68% | 2.61% | 2.69% | 2.68% | 2.70% |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE(%) | 9.91% | 9.45% | 10.70% | 12.33% | 14.20% |
| 经营活动现金流 | 3266 | 235 | 4865 | 6296 | 7831 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 704 | 746 | 927 | 1179 | 1525 | 资产负债率(%) | 72% | 71% | 74% | 77% | 78% |
| 折旧摊销 | 1462.97 | 1479.07 | 0.00 | 321.62 | 323.14 | 流动比率 | 1.12 | 1.14 | 1.16 | 1.15 | 1.15 |
| 财务费用 | 34 | -88 | -77 | -136 | -204 | 速动比率 | 0.68 | 0.63 | 0.70 | 0.73 | 0.75 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -229 | -688 | -923 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款增加 | 0 | 0 | 5006 | 6328 | 8101 | 总资产周转率 | 1.39 | 0.74 | 0.80 | 0.81 | 0.81 |
| 投资活动现金流 | -331 | -590 | -147 | -152 | -157 | 应收账款周转率 | 22 | 10 | 10 | 11 | 11 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 6.75 | 2.91 | 2.99 | 3.28 | 3.29 |
| 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(最新摊薄) | 0.51 | 0.53 | 0.66 | 0.84 | 1.09 |
| 筹资活动现金流 | 1686 | 423 | -275 | -118 | -125 | 每股净现金流(最新) | 3.31 | 0.05 | 3.17 | 4.30 | 5.39 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 5.11 | 5.61 | 6.17 | 6.82 | 7.66 |
| 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 | 58.18 | 55.98 | 44.94 | 35.31 | 27.28 |
| 资本公积增加 | 5492 | 71 | 0 | 0 | 0 | P/B | 5.81 | 5.28 | 4.81 | 4.35 | 3.87 |
| 现金净增加额 | 4621 | 68 | 4443 | 6025 | 7549 | EV/EBITDA | 14.39 | 14.58 | 20.38 | 13.73 | 7.51 |

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 | 中航沈飞为什么跌跌不休 | 2019-10-10 |
| 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。

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。