

中航沈飞(600760)

航母入列拉动舰载机需求, 公司发展进入快车道

——中航沈飞跟踪点评报告

✍️ : 杨晨 执业证书编号: S1230518120001
☎️ : 021-80105932
✉️ : yangchen2@stocke.com.cn

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 31.05

单季度业绩

元/股

3Q/2019

0.14

2Q/2019

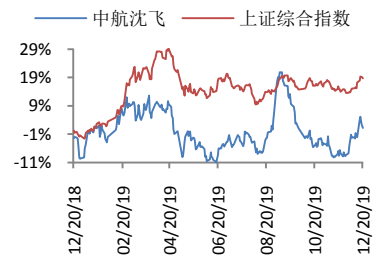
0.17

1Q/2019

0.14

4Q/2018

0.31



报告导读

12月17日,我国首艘国产航母“山东舰”交付海军,舰载机建设将迎来高峰期。沈飞是我国唯一的舰载战斗机生产基地,发展进入快车道。

投资要点

□ 首艘国产航母入列,舰载机建设迎来高峰期

“山东舰”作为首艘国产航母,在“辽宁舰”的基础上进行了多项优化,性能将有全面提升。其中,歼-15舰载机搭载36架,相比“辽宁舰”24架增加50%。根据舰载机使用备份1:1的规律,“山东舰”入列拉动歼-15舰载机的需求达70架以上。考虑到未来我国打造更多航母群,舰载机建设将迎来高峰期。

□ 我国唯一舰载战斗机生产基地,沈飞发展进入快车道

公司是我国唯一的舰载战斗机生产基地,直接受益于新航母入列。除歼-15舰载机以外,公司主要产品还包括歼-16、歼-11改等多款三代半重型远程战斗机,都是我国打造“远洋海军、战略空军”的利器。公司新机型FC-31对标美国F-35,将成为未来业绩的新增长点。

十九大报告提出“强军三步走”计划,2020年基本实现机械化,2035年基本实现国防和军队现代化,2050年建成世界一流军队。战斗机作为争夺制空权的主战装备,在军队装备中占据重要地位。随着海空军加速建设,战斗机需求将大幅提升。我们预计未来战斗机空间将近6000亿元,沈飞发展进入快车道。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司2019-2021年营业收入为230.1/272.9/325.3亿元,增速为14.2%/18.6%/19.2%;归母净利润为8.3/9.9/12.2亿元,增速为12.1%/19.2%/23.1%;对应EPS为0.59/0.71/0.87元,目前股价对应2019-2021年PE分别为49.89/41.84/34.00倍,给予“增持”评级。

□ 风险提示

航空产品交付节奏慢于预期;军品定价机制改革低于预期。

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	20151	23013	27293	32533
(+/-)	3.55%	14.20%	18.60%	19.20%
净利润	743	833	993	1222
(+/-)	5.16%	12.06%	19.23%	23.09%
每股收益(元)	0.53	0.59	0.71	0.87
P/E	55.90	49.89	41.84	34.00

公司简介

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将主要从事航空产品制造业务,核心产品为航空防务装备。

相关报告

报告撰写人: 杨晨

数据支持人: 杨晨

1. 首艘国产航母入列，舰载机建设迎来高峰期

“山东舰”作为首艘国产航母，在“辽宁舰”的基础上进行了多项优化，性能将有全面提升。其中，歼-15 舰载机搭载 36 架，相比“辽宁舰” 24 架增加 50%。根据舰载机使用备份 1:1 的规律，“山东舰”入列拉动歼-15 舰载机的需求达 70 架以上。考虑到未来我国打造更多航母群，舰载机建设将迎来高峰期。

图 1：国产航母交接入列仪式



资料来源：澎湃新闻，浙商证券研究所

图 2：“山东舰”航母及舰载机



资料来源：澎湃新闻，浙商证券研究所

2. 我国唯一舰载战斗机生产基地，沈飞发展进入快车道

公司是我国唯一的舰载战斗机生产基地，直接受益于新航母入列。除歼-15 舰载机以外，公司主要产品还包括歼-16、歼-11 改等多款三代半重型远程战斗机，都是我国打造“远洋海军、战略空军”的利器。公司新机型 FC-31 对标美国 F-35，将成为未来业绩的新增长点。

表 1：沈飞集团的主要机型

航空产品	简介	机型	特点	图片
歼-11 系列	中国空军一型单(双)座双发多功能重型喷气式战斗机，是中国购买的苏联/俄罗斯专利及授权的苏-27SK 战斗机的国产组装飞机，是中国第三代战斗机之一。	歼-11A	歼-11 系列的原型机，苏-27SK 国产化的产物	
		歼-11B	换装了国产综合火控系统、全玻璃化座舱、四余度数字式电传操纵系统、涡扇 10“太行”涡轮风扇发动机等核心部件。	
		歼-11BS	动力系统采用涡扇-10 发动机，操纵系统采用三轴四余度电传操纵系统，具备较好的飞行性能和机动性能。	
		歼-11D	换装新型有源相控阵雷达等电子系统，机体经过优化，空中作战能力大幅提升。	

歼-15 系列	中国参考从乌克兰获得苏-33 战斗机原型机 T-10K-3, 以国产歼-11 战斗机为基础进而研制和发展的单座双发舰载战斗机。歼-15 在世代上属于第四代半战斗机。	歼-15	在歼-11 的基础上新增鸭翼、配装 2 台大推力发动机, 实现了机翼折叠, 全新设计了增升装置、起落装置和拦阻钩等系统, 使得飞机在保持优良的作战使用性能条件下, 实现了着舰要求的飞行特性。
		歼-15S 双座教练机	在歼-15 的基础上发展的双座机, 用于歼-15 飞行员的教练飞行
		歼-15D	歼-15 双座电子战型, 机鼻加长、垂尾外形更改以加装新型电子设备, 移除红外线探测与追踪装路, 并配备电子战吊舱, 换装有源电子扫描相控阵雷达(AESA), 配装俄 AL-31 涡扇发动机。



歼-16 系列	在歼-11 战斗机基础上发展研制的新型第四代双座双发多用途战斗机。	歼-16 原型机	该机外形参考俄式苏-30MKK 歼击轰炸机。歼-16 具备远距离超视距攻击能力和强大的对地、对海打击能力。该机装备中国产的“太行”涡扇-10 发动机, 其性能与美国 F-15E 战斗轰炸机相当。
		歼-16D	歼-16 的电子战型号, 取消 30 毫米机炮和红外传感器, 使得机身可以容纳更多电子设备。加装新天线和用于电子战的共形阵列天线。改变了整流罩的形状, 可能安装一种更先进的有源电子扫描阵列雷达。在机翼翼尖安装了新型电子战吊舱, 可干扰/摧毁雷达



资料来源: 维基百科, 浙商证券研究所

海空军加速建设, 战斗机发展空间巨大, 公司长期受益。十九大报告提出“强军三步走”计划, 2020年基本实现机械化, 2035年基本实现国防和军队现代化, 2050年建成世界一流军队。战斗机作为空中作战的主要机种, 在军队装备中占据重要地位。随着海空军加速建设, 战斗机需求将大幅提升。我们预计未来战斗机空间将近6000亿元。

3. 盈利预测及估值

我们预计公司2019-2021年营业收入为230.1/272.9/325.3亿元, 增速为14.2%、18.6%、19.2%; 归母净利润为8.3/9.9/12.2亿元, 增速为12.1%、19.2%、23.1%; 对应EPS为0.59/0.71/0.87元, 目前股价对应2019-2021年PE分别为49.89/41.84/34.00倍, 给予“增持”评级。

4. 风险提示

航空产品交付节奏慢于预期; 军品定价机制改革低于预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	21981	23505	25826	30585	营业收入	20151	23013	27293	32533
现金	9315	9281	9281	10990	营业成本	18319	20911	24787	29534
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	34	38	44	53
应收账款	2387	2334	2705	3313	营业费用	15	17	19	23
其它应收款	12	15	18	21	管理费用	758	863	1023	1220
预付账款	486	971	1151	1175	研发费用	172	196	232	277
存货	9771	10874	12642	15062	财务费用	(88)	(56)	(50)	(92)
其他	10	30	30	23	资产减值损失	68	69	76	91
非流动资产	6458	8426	10423	11540	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	81	91	91	88	投资净收益	(33)	(33)	(33)	(33)
长期投资	440	456	456	451	其他经营收益	24	24	24	24
固定资产	3368	4937	6438	7481	营业利润	865	965	1152	1418
无形资产	1022	1218	1543	1703	营业外收支	(1)	(1)	(2)	(1)
在建工程	1088	1301	1472	1383	利润总额	864	964	1150	1417
其他	460	424	423	435	所得税	119	129	154	191
资产总计	28439	31932	36249	42125	净利润	746	835	996	1226
流动负债	19284	21805	25126	29797	少数股东损益	2	3	3	4
短期借款	224	1382	258	222	归属母公司净利润	743	833	993	1222
应付款项	8771	8559	10145	12771	EBITDA	1271	1198	1505	1828
预收账款	9492	11046	13827	15807	EPS (最新摊薄)	0.53	0.59	0.71	0.87
其他	799	818	896	997	主要财务比率				
非流动负债	951	1016	1016	995		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	450	450	450	450	成长能力				
其他	501	566	566	545	营业收入增长率	3.55%	14.20%	18.60%	19.20%
负债合计	20236	22821	26143	30792	营业利润增长率	9.84%	11.55%	19.35%	23.15%
少数股东权益	341	343	346	350	归属于母公司净利润	5.16%	12.06%	19.23%	23.09%
归属母公司股东权益	7863	8767	9760	10982	获利能力				
负债和股东权益	28439	31932	36249	42125	毛利率	9.09%	9.13%	9.18%	9.22%
现金流量表					净利率	3.70%	3.63%	3.65%	3.77%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	9.58%	9.62%	10.33%	11.40%
经营活动现金流	235	1027	3530	3315	ROIC	7.30%	6.93%	8.48%	9.27%
净利润	746	835	996	1226	偿债能力				
折旧摊销	508	306	426	524	资产负债率	71.15%	71.47%	72.12%	73.10%
财务费用	(88)	(56)	(50)	(92)	净负债比率	3.33%	8.03%	2.71%	2.18%
投资损失	33	33	33	33	流动比率	1.14	1.08	1.03	1.03
营运资金变动	1244	903	3816	3966	速动比率	0.63	0.58	0.52	0.52
其它	(2208)	(993)	(1690)	(2342)	营运能力				
投资活动现金流	(590)	(2348)	(2456)	(1661)	总资产周转率	0.74	0.76	0.80	0.83
资本支出	(200)	(2050)	(2050)	(1434)	应收账款周转率	9.75	9.65	10.43	10.21
长期投资	63	(31)	0	10	应付账款周转率	2.65	2.57	2.83	2.75
其他	(453)	(266)	(406)	(238)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	423	1286	(1074)	55	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.59	0.71	0.87
短期借款	5	1159	(1124)	(37)	每股经营现金流(最	0.17	0.73	2.52	2.37
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.61	6.26	6.97	7.84
其他	418	127	50	92	估值比率				
现金净增加额	68	(34)	0	1709	P/E	55.90	49.89	41.84	34.00
					P/B	5.28	4.74	4.26	3.78
					EV/EBITDA	24.37	29.21	22.51	17.56

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>