

# 中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2019年03月18日

## 采购\存货上升预示放量, 受益科创战略资产估值上修及 MSCI

### 事件: 沈飞公司净利润 14.9%稳步增长, 航空主业持续聚焦

3月14日晚公司发布年度报告, 公司合并报表实现营业收入 2,015,086.46 万元, 同比增长 3.56%; 归属于母公司所有者的净利润 74,323.94 万元, 同比增长 5.16%。而上市公司全资子公司沈飞公司实现收入 2,015,086.46 万元, 同比增长 9.06%; 净利润 74,532.85 万元, 同比增长 14.90%; 归属于母公司所有者的净利润 74,306.31 万元, 同比增长 14.90%。沈飞公司增长高于上市公司母公司主要因聚焦主业减少了非主营业务, 公司航空主业稳步中速增长。

### 应付账款\存货大幅放量, 预示采购上升及待交付产品增长

年报显示公司存货为 97.7 亿元, 同比增长 23.37%, 存货中的在产品项, 期末相对期初增长了 37.3%, 主要因为下年生产交付产品储备的存货增加所致, 因此我们可以判断 2019 年存货转化为收入将出现业绩放量。此外年报显示公司应付账款 87.7 亿元, 同比增长 46.6%, 主要因为采购增加所致。我们有理由认为, 新品出现或将带动公司毛利率维持高水平。我军对新型战机需求望持续增长, 公司业绩望进入上升快车道。

### 航空制造龙头股权激励计划破局, 解锁比例与高管及公司整体业绩挂钩

沈飞是我国歼击机制造企业之一。作为军机总装企业, 结合我国空军向攻防兼备型转变、海军向远海护卫型转变的战略背景下, 沈飞业绩望保持高速增长。据其官网, 公司作为我国 C919 大飞机核心配套方参与机身部件制造, 军民融合深度发展符合国家的指导方向。

### 研发人员扩容 10%, 战略资产有望受益科创板推出及 MSCI 权重提升

2018 年报显示, 公司研发人员总数为 2275, 增加 258 人, 同比增长超过 10%, 公司对科研的投入加大, 公司持续为国家战略领域的科研生产领军企业。3月2日科创板规则发布, 我们认为科创板将带动一大机遇, 就是对符合国家战略、突破关键核心技术的科技创新企业将具备一次价值重估机遇。此外, MSCI 公布, 在对进一步增加 A 股在 MSCI 指数中权重进行咨询后, 决定将现有大盘 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5%提高至 20%, 纳入因子的大幅提升预计可令 A 股迎来逾 4400 亿元人民币的资金流入, 公司是 MSCI 的权重企业之一, 将受益北上资金流入。

**盈利预测与评级:** 基于公司采购量上升、存货上升, 我们维持前期买入评级。因 2018 年年报低于前期预期, 我们重新调节财务预测, 将 2019 年收入增速调节至接近存货增长, 毛利率因新品不断扩产, 预计回升至 2017 年水平, 因此预计 19-21 年公司净利润 8.96\10.62\12.98 亿元, 对应 PE49.86\42.07\34.42, PS1.82\1.52\1.26x 维持买入评级。

**风险提示:** 军工采购不及预期, 公司存在不能分红风险。

### 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	31.90 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)	44,672.42
流通 A 股市值(百万元)	12,712.85
每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	71.15
一年内最高/最低(元)	41.75/26.86

### 作者

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

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《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
- 《中航沈飞-半年报点评: 龙头持续兑现, 净利扭亏存货大幅增长预示高景气》2018-08-31
- 《中航沈飞-公司点评: 龙头启航, 股权激励与行业趋势双重保证上行轨道》2018-05-16

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	24,584.05	29,331.24	35,446.80
增长率(%)	1585.60	3.55	22.00	19.31	20.85
EBITDA(百万元)	1,345.45	1,431.50	1,312.16	1,521.91	1,806.55
净利润(百万元)	706.78	743.24	895.96	1,061.96	1,297.74
增长率(%)	2,445.55	5.16	20.55	18.53	22.20
EPS(元/股)	0.50	0.53	0.64	0.76	0.93
市盈率(P/E)	63.21	60.11	49.86	42.07	34.42
市净率(P/B)	6.26	5.68	5.07	4.52	3.99
市销率(P/S)	2.30	2.22	1.82	1.52	1.26
EV/EBITDA	29.62	20.93	28.16	22.17	16.78

资料来源: wind, 天风证券研究所



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,246.87	9,315.29	8,347.99	11,466.79	14,886.63	营业收入	19,459.28	20,150.86	24,584.05	29,331.24	35,446.80
应收账款	1,770.27	2,387.20	71.21	84.96	102.67	营业成本	17,607.86	18,319.02	22,248.57	26,471.44	31,902.12
预付账款	1,168.43	485.72	1,121.12	1,124.48	1,127.86	营业税金及附加	48.95	33.51	73.75	87.99	106.34
存货	7,919.60	9,770.73	2,589.59	2,594.77	2,599.96	营业费用	34.84	15.27	44.25	58.66	70.89
其他	52.33	21.91	603.17	650.75	704.33	管理费用	1,017.57	757.59	1,285.75	1,583.89	1,949.57
<b>流动资产合计</b>	<b>20,157.51</b>	<b>21,980.85</b>	<b>12,733.08</b>	<b>15,921.75</b>	<b>19,421.45</b>	财务费用	34.25	(87.84)	(2.50)	(2.70)	(2.40)
长期股权投资	472.00	439.77	439.77	439.77	439.77	资产减值损失	14.02	68.16	12.00	13.00	13.00
固定资产	2,861.07	3,367.96	3,547.48	3,532.75	3,447.60	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,394.07	1,087.58	652.55	391.53	234.92	投资净收益	108.82	(32.72)	87.00	80.00	60.00
无形资产	1,015.17	1,021.91	972.00	922.09	872.17	其他	(194.62)	212.74	(174.00)	(160.00)	(120.00)
其他	489.35	541.18	417.57	476.92	476.54	<b>营业利润</b>	<b>787.59</b>	<b>865.12</b>	<b>1,009.24</b>	<b>1,198.95</b>	<b>1,467.27</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,231.66</b>	<b>6,458.40</b>	<b>6,029.37</b>	<b>5,763.06</b>	<b>5,471.00</b>	营业外收入	26.02	0.52	13.00	13.00	13.00
<b>资产总计</b>	<b>26,389.17</b>	<b>28,439.25</b>	<b>18,762.45</b>	<b>21,684.81</b>	<b>24,892.45</b>	营业外支出	5.12	1.25	4.00	4.00	4.00
短期借款	218.50	223.50	220.00	220.00	220.00	<b>利润总额</b>	<b>808.49</b>	<b>864.39</b>	<b>1,018.24</b>	<b>1,207.95</b>	<b>1,476.27</b>
应付账款	5,803.99	8,435.67	3,877.65	4,695.76	5,606.63	所得税	104.93	118.89	127.28	150.99	184.53
其他	11,977.77	10,625.31	4,671.04	5,585.25	6,637.59	<b>净利润</b>	<b>703.55</b>	<b>745.50</b>	<b>890.96</b>	<b>1,056.96</b>	<b>1,291.74</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18,000.26</b>	<b>19,284.48</b>	<b>8,768.69</b>	<b>10,501.01</b>	<b>12,464.22</b>	少数股东损益	(3.22)	2.27	(5.00)	(5.00)	(6.00)
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	450.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>706.78</b>	<b>743.24</b>	<b>895.96</b>	<b>1,061.96</b>	<b>1,297.74</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.50	0.53	0.64	0.76	0.93
其他	631.81	501.07	396.86	509.91	469.28						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,081.81</b>	<b>951.07</b>	<b>846.86</b>	<b>959.91</b>	<b>919.28</b>						
<b>负债合计</b>	<b>19,082.07</b>	<b>20,235.54</b>	<b>9,615.55</b>	<b>11,460.92</b>	<b>13,383.50</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	174.21	340.87	335.87	330.87	324.87	<b>成长能力</b>					
股本	1,397.22	1,400.39	1,400.39	1,400.39	1,400.39	营业收入	1585.60%	3.55%	22.00%	19.31%	20.85%
资本公积	6,068.57	6,139.84	6,119.79	6,139.82	6,133.15	营业利润	-1422.52%	9.84%	16.66%	18.80%	22.38%
留存收益	5,720.22	6,534.73	7,410.64	8,492.63	9,783.69	归属于母公司净利润	2445.55%	5.16%	20.55%	18.53%	22.20%
其他	(6,053.10)	(6,212.12)	(6,119.79)	(6,139.82)	(6,133.15)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,307.11</b>	<b>8,203.71</b>	<b>9,146.90</b>	<b>10,223.89</b>	<b>11,508.95</b>	毛利率	9.51%	9.09%	9.50%	9.75%	10.00%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>26,389.17</b>	<b>28,439.25</b>	<b>18,762.45</b>	<b>21,684.81</b>	<b>24,892.45</b>	净利率	3.63%	3.69%	3.64%	3.62%	3.66%
						ROE	9.91%	9.45%	10.17%	10.73%	11.60%
						ROIC	86.54%	-38.08%	-89.95%	96.50%	-123.40%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	72.31%	71.15%	51.25%	52.85%	53.77%
						净负债率	3.10%	111.74%	112.02%	5.52%	-5.97%
						流动比率	1.12	1.14	1.45	1.52	1.56
						速动比率	0.68	0.63	1.16	1.27	1.35
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	20.54	9.69	20.00	375.65	377.85
						存货周转率	4.77	2.28	3.98	11.32	13.65
						总资产周转率	1.39	0.74	1.04	1.45	1.52
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.50	0.53	0.64	0.76	0.93
						每股经营现金流	2.33	0.17	-0.83	2.18	2.43
						每股净资产	5.09	5.61	6.29	7.06	7.99
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	63.21	60.11	49.86	42.07	34.42
						市净率	6.26	5.68	5.07	4.52	3.99
						EV/EBITDA	29.62	20.93	28.16	22.17	16.78
						EV/EBIT	47.17	32.41	36.70	28.21	20.70

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	703.55	745.50	895.96	1,061.96	1,297.74
折旧摊销	502.22	508.28	305.42	325.66	341.67
财务费用	68.03	(2.96)	(2.50)	(2.70)	(2.40)
投资损失	(108.82)	32.72	(87.00)	(80.00)	(60.00)
营运资金变动	3,119.15	(1,192.38)	(2,265.77)	1,758.39	1,832.73
其它	(1,017.80)	144.04	(5.00)	(5.00)	(6.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,266.35</b>	<b>235.20</b>	<b>(1,158.89)</b>	<b>3,058.31</b>	<b>3,403.74</b>
资本支出	4,946.81	812.56	104.21	(113.05)	90.63
长期投资	243.32	(32.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,521.55)	(1,370.79)	2.82	173.04	(73.96)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(331.41)</b>	<b>(590.46)</b>	<b>107.03</b>	<b>59.98</b>	<b>16.67</b>
债权融资	668.50	673.50	703.33	681.11	684.81
股权融资	6,525.66	74.54	54.74	22.73	(4.27)
其他	(5,508.07)	(324.76)	(673.50)	(703.33)	(681.11)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,686.09</b>	<b>423.28</b>	<b>84.57</b>	<b>0.51</b>	<b>(0.57)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4,621.03</b>	<b>68.02</b>	<b>(967.30)</b>	<b>3,118.80</b>	<b>3,419.84</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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