

# 一季报高增长可期，进入“补价+产能扩张”周期

——中航沈飞（600760）事件点评

2019年04月08日

强烈推荐/维持

中航沈飞

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
王习	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

## 事件：

市场对公司业绩的重视再度强化，通过梳理预测军工主流公司一季报和未来两年业绩，我们认为中航沈飞的业绩增长确定性最高。

## 观点：

### 1、预计今年一季报大概率扭亏。

沈飞2018年一季度亏损2200万元，主要源自1.62亿元的高额管理费用。根据媒体报道，我们判断公司今年一季度交付飞机数量远超前期，一季度扭亏为盈是大概率事件，并且预收账款可能在去年107亿的基础上再创新高。

### 2、定价改革，补价先行。

中航沈飞有多款新机型采取目标定价，既前期交付的飞机都是按照暂定价格结算，批量生产几年后再重新定价，多退少补。由于技战术需求的不断调整，飞机功能不断提升，量产后的飞机价格往往高出原来暂定价格。沈飞制造的歼-15、歼-16等机型的暂定价格无法涵盖成本，需要补差，交付飞机的总差价将分批拨付到企业。截至目前沈飞已生产了上百架歼-16，如果今年下半年到明年空军对歼-16的差价补偿到位，沈飞将受益匪浅。虽然我们尚不清楚具体金额，但相信这将是一笔巨款。

### 3、歼-11D批产和歼-16放量。

歼-11D定位于国产三代半重型空优战斗机，主要替换苏-27、歼-11A和歼-11B。我国空军先后接受苏-27、歼-11A、歼-11B/BS（含歼-11BH/BSH）共计393架，除去退役及摔毁的部分，目前保有量在360架左右。因此，预测歼-11D的替换空间约为360架。歼-16的优势在于其外置挂架可以挂载我国现役的各型导弹，外号“炸弹卡车”。从替换空间看，歼-16将是三代机中需求量最大的，可替代100架左右的苏-30和200多架歼轰-7。未来需求潜力较大的电子战飞机预计也会选择以歼-16为平台。

### 4、歼-31上舰概率较大，沈飞研究所“南迁”含义深远。

今年4月，沈阳飞机设计研究所扬州创新研究院举行揭牌仪式。官方照片显示，研究院大楼前赫然矗立

着一架展翅欲飞的歼-31 战斗机模型。这显示了沈飞对歼-31 坚持到底的决心，也显示了对歼-31 寄予厚望。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。未来，沈阳所与扬州院将形成“北设计、南研究”的构架，分工定位更加清晰，协同创新意图明确。我们预计，扬州院主要做一些预研，承担一个先行的角色，型号设计还是沈阳所来做，类似航空发动机领域 624 所和 606 所的关系。另外，扬州院可能还会承担一些航空技术在民用领域的成果转化。总之，沈飞研究所“南迁”含义深远，这预示着航空研究院所体制机制改革拉开序幕。

### 5、产量翻番应不遥远。

当前，成飞、沈飞先进战机的合计年产量约在百架出头，大致能满足我国空军一年换装约 3 个战斗机旅。与美国相比，我国军工生产的战机在数量和性能指标上存在较大差距。2018 年仅洛马公司一家就交付了 91 架 F-35 各种型号战机，今年的生产计划高达 130 架。美国军工生产的新机无论数量还是代际，都超过了成飞、沈飞仍以三代半战机为主的现有生产水平。

从目前中国空军还有近千架二代战机等待退役，百多架三代机即将到寿的现状来看，预计沈飞、成飞还需保持数年的三代半战机现有产量。不过随着歼-20 换装国产发动机后的试飞工作进展顺利，以及歼-31 隐身验证机大概率会“参军”，预计到了明年两家战机制造商的四代隐身战机生产比例会有上升。我们认为，通过加快融资步伐，建设新型脉动生产线，“南北两飞”产能翻番应该为时不远。

6、我们预计中航沈飞 2019-2021 年营收分别为 245 亿元、310 亿元、357 亿元，归母净利润分别为 9.14 亿元、10.89 亿元、11.43 亿元；EPS 为 0.65/0.78/0.82 元，对应当前股价 PE 分别为 49X/41X/39X。

目前市值 467 亿元对应 2019 年收入 PS 估值 1.9 倍，考虑到公司目前防务平台的排他性地位，给予 2.5 倍 PS，目标市值为 615 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

**风险提示：**型号订单不及预期，军品交付不及预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	20158	21981	25598	31087	34640	<b>营业收入</b>	19459	20151	24544	30999	35711
货币资金	9247	9315	11346	14330	16508	<b>营业成本</b>	17608	18319	22335	28240	32532
应收账款	1756	2376	2893	3654	4210	营业税金及附加	49	34	41	52	59
其他应收款	14	12	14	18	21	营业费用	35	15	19	22	25
预付款项	1168	486	-347	-1399	-2611	管理费用	1018	758	923	1085	1250
存货	7920	9771	11913	15062	17352	财务费用	34	-88	-20	135	311
其他流动资产	49	10	-235	-596	-860	资产减值损失	14.02	68.16	68.16	68.16	68.16
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	788	865	1146	1364	1433
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
<b>资产总计</b>	26389	28439	31527	36490	39527	<b>利润总额</b>	808	864	1145	1364	1432
<b>流动负债合计</b>	18000	19284	20743	25117	27040	所得税	105	119	229	273	286
短期借款	219	224	2233	6243	8934	<b>净利润</b>	704	746	916	1091	1145
应付账款	5604	8234	9902	12520	14423	少数股东损益	-3	2	2	2	2
预收款项	11069	9492	7570	5143	2347	归属母公司净利润	707	743	914	1089	1143
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2285	2256	1660	2024	2258
<b>非流动负债合计</b>	1082	951	1617	1146	1146	<b>EPS (元)</b>	0.51	0.53	0.65	0.78	0.82
长期借款	450	450	450	450	450	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	19082	20236	22361	26263	28187	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	174	341	343	345	348	营业收入增长	8.82%	3.55%	21.80%	26.30%	15.20%
实收资本(或股	1397	1400	1400	1400	1400	营业利润增长	34.98%	9.84%	32.47%	19.06%	4.99%
资本公积	6069	6140	6140	6140	6140	归属于母公司净利润	25.58%	5.16%	22.98%	19.11%	5.00%
未分配利润	-363	381	1252	2290	3380	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	7133	7863	8824	9882	10994	毛利率(%)	9.58%	9.11%	8.90%	8.90%	8.90%
<b>负债和所有者权</b>	26389	28439	31527	36490	39527	净利率(%)	3.62%	3.70%	3.73%	3.52%	3.21%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.68%	2.68%	2.68%	2.90%	2.98%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.91%	9.45%	10.36%	11.02%	10.40%
<b>经营活动现金流</b>	3266	235	-605	-289	-69	<b>偿债能力</b>					
净利润	704	746	916	1091	1145	资产负债率(%)	72%	71%	71%	72%	71%
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	1.28
财务费用	34	-88	-20	135	311	速动比率	0.68	0.63	0.66	0.64	0.64
应收账款减少	0	0	-518	-761	-555	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	-1922	-2427	-2796	总资产周转率	1.39	0.74	0.82	0.91	0.94
<b>投资活动现金流</b>	-331	-590	-105	-101	-101	应收账款周转率	22	10	9	9	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.75	2.91	2.71	2.77	2.65
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	109	-33	-33	-33	-33	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.53	0.65	0.78	0.82
<b>筹资活动现金流</b>	1686	423	2742	3374	2348	每股净现金流(最新	3.31	0.05	1.45	2.13	1.56
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.11	5.61	6.30	7.06	7.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	1052	3	0	0	0	P/E	63.06	60.68	49.27	41.37	39.40
资本公积增加	5492	71	0	0	0	P/B	6.30	5.73	5.10	4.56	4.10
<b>现金净增加额</b>	4621	68	2031	2984	2178	EV/EBITDA	15.91	16.13	21.91	18.48	16.79

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

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 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，关注新三板、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法律责任。

## 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。