

2019年12月18日

# 中航沈飞 (600760.SH)

## 动态分析

国防军工 | 其他军工 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2019-12-17) **32.25 元**

### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 45,162.55     |
| 流通市值(百万元) | 12,852.34     |
| 总股本(百万股)  | 1,400.39      |
| 流通股本(百万股) | 398.52        |
| 12个月价格区间  | 26.86/38.22 元 |

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 11.06 | -7.98 | -10.7 |
| 绝对收益 | 15.59 | -6.49 | 5.63  |

分析师

王轶铭

 SAC 执业证书编号: S0910519030001  
 wangyiming@huajinsec.cn

### 相关报告

 中航沈飞: 沈飞集团注入, 或重燃军工资产  
 证券化提速预期 2016-12-09

## 首艘国产航母服役, 舰载机成长空间大

### 投资要点

**事件描述:** 2019年12月17日下午, 我国第二艘航空母舰, 首艘国产航空母舰“山东舰”在海南三亚某军港交付海军, 舷号17。中国“双航母”时代的正式来临。

- ◆ **国产航母搭载战机更多、战力更强:** 山东舰是我国自行研制航母的首舰, 相比于利用重型载机巡洋舰改装而来的辽宁舰, 山东舰完全按照航空母舰的标准进行设计制造的。山东舰的结构更加适合舰载航空兵作战需求, 内部也拥有更大的空间来搭载舰载机。辽宁舰的主要作战力量为24架歼-15型舰载战斗机, 山东舰歼-15战斗机的数量为36架, 增幅达50%。
- ◆ **中航沈飞是我国主要战斗机和舰载战斗机总装单位:** 中航沈飞是中国重要的战斗机研制总装生产基地, 公司主要产品包括: 歼11系列战斗机、歼16多用途战斗机、歼15舰载战斗机和未来的四代隐身战斗机。公司生产的机型都是我军主战装备。
- ◆ **中航沈飞受益舰载战斗机需求上升:** 随着“山东舰”的正式入列, 中国正式进入“双航母”编队时代。除此之外, 中国还在建设003等型号航母。未来更多的航母将陆续进入中国海军作战序列。舰载战斗机是航空母舰的主要作战力量, 中国未来舰载战斗机的需求空间巨大。公司是中国舰载战斗机的总装单位, 直接受益于中国舰载战斗机需求上升。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司2019、2020、2021年EPS分别为0.69、0.92、1.13元。对应PE分别为47、35、28倍。公司是A股市场上的军工核心资产。在未来10年中, 新订单和新型号有切实保证, 发展前景广阔。我们维持公司“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示:** 新型号交付不及预期。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 19,459.3 | 20,150.9 | 23,522.9 | 27,707.4 | 32,379.5 |
| 同比增长(%)   | 1562.0%  | 3.6%     | 16.7%    | 17.8%    | 16.9%    |
| 营业利润(百万元) | 787.6    | 865.1    | 1,113.9  | 1,480.9  | 1,836.6  |
| 同比增长(%)   | -1923.9% | 9.8%     | 28.8%    | 33.0%    | 24.0%    |
| 净利润(百万元)  | 706.8    | 743.2    | 962.2    | 1,287.3  | 1,589.3  |
| 同比增长(%)   | 1857.1%  | 5.2%     | 29.5%    | 33.8%    | 23.5%    |
| 每股收益(元)   | 0.50     | 0.53     | 0.69     | 0.92     | 1.13     |
| PE        | 63.9     | 60.8     | 46.9     | 35.1     | 28.4     |
| PB        | 6.3      | 5.7      | 5.1      | 4.4      | 3.8      |

数据来源: 贝格数据、华金证券研究所

## 内容目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 一、国产航母入列，舰载机需求空间广阔.....        | 3 |
| 1、山东舰的舰载战斗机数量提升 50%.....       | 3 |
| 2、中航沈飞（600760）受益舰载战斗机需求上升..... | 3 |
| 二、投资建议.....                    | 4 |
| 1、收入预测及假设.....                 | 4 |
| 2、投资建议：买入-A.....               | 4 |
| 风险提示：.....                     | 4 |

## 图表目录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 图 1：山东舰与辽宁舰比较.....     | 3 |
| 图 2：歼-15 舰载战斗机.....    | 4 |
| 图 3：“鹞鹰”隐身战斗机.....     | 4 |
| 表 1：中航沈飞主营业务收入假设表..... | 4 |

## 一、国产航母入列，舰载机需求空间广阔

### 事件描述：

2019年12月17日下午，我国第二艘航空母舰、首艘国产航空母舰在海南三亚某军港交付海军。首艘国产航空母舰命名为“山东舰”，舷号17。

### 1、山东舰的舰载战斗机数量提升 50%

“山东舰”是我国首艘自行研制的国产航母，相比于利用重型载机巡洋舰改装而来的辽宁舰，“山东舰”完全按照航空母舰的标准进行设计制造，其结构更加适合舰载航空兵作战需求，内部也拥有更大的空间。辽宁舰的舰载战斗机作战力量为24架歼-15战斗机，山东舰的舰载机战斗机数量为36架，增幅达50%。

图 1：山东舰与辽宁舰比较



资料来源：人民网、华金证券研究所

随着“山东舰”的正式入列，中国正式进入“双航母”编队时代。除此之外，中国还在建设003等型号的航母，未来更多的航母将陆续进入中国海军的作战序列。舰载战斗机是航空母舰的主要作战力量，中国未来舰载战斗机的需求空间巨大。

### 2、中航沈飞（600760）受益舰载战斗机需求上升

中航沈飞是我国主要战斗机和舰载战斗机总装企业，公司主要产品包括：歼-11系列战斗机、歼-16多用途战斗机、歼-15舰载战斗机、四代隐身战斗机等。公司产品层级丰富多样，新定单和新型号前景广阔。国产航母入列将加速中航沈飞的新型号和新订单的落地，公司直接受益。

图 2: 歼-15 舰载战斗机



资料来源: 兵器知识, 华金证券研究所

图 3: “鹞鹰” 隐身战斗机



资料来源: CNKI, 华金证券研究所

## 二、投资建议

### 1、收入预测及假设

我们根据以下假设和信息对公司 2019-2021 年的主营业务收入做出预测如下:

- 1、歼-15 舰载机交付顺利。
- 2、歼-16 多用途战斗机订单逐年增加。

表 1: 中航沈飞主营业务收入假设表

|      |        | 2017A  | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 航空产品 | 收入(百万) | 18,095 | 19,808 | 23,122 | 27,236 | 31,828 |
|      | YOY    |        | 9%     | 17%    | 18%    | 17%    |
|      | 毛利率    | 9.6%   | 9.1%   | 9.1%   | 9.3%   | 9.6%   |

资料来源: 公司公告、华金证券研究所

### 2、投资建议: 买入-A

我们预测公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.69、0.92 和 1.13 元。对应 PE 分别为 47、35、28 倍。中航沈飞是我国重要的战斗机研制总装生产基地, 公司主要产品歼-11 系列战斗机、歼-16 多用途战斗机、歼-15 舰载战斗机和未来的四代机都是我军主战装备。公司是 A 股市场上的军工核心资产。在未来 10 年中, 新订单和新型号有切实保证, 发展前景广阔。我们给予公司**买入-A**的投资评级

### 风险提示:

- 1、新型号交付不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |          |          |          |          |          | 财务指标           |         |         |        |        |        |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| (百万元)             | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    | (百万元)          | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| <b>营业收入</b>       | 19,459.3 | 20,150.9 | 23,522.9 | 27,707.4 | 32,379.5 | <b>年增长率</b>    |         |         |        |        |        |
| 减:营业成本            | 17,607.9 | 18,319.0 | 21,382.3 | 25,130.6 | 29,271.1 | 营业收入增长率        | 1562.0  | 3.6%    | 16.7%  | 17.8%  | 16.9%  |
| 营业税费              | 48.9     | 33.5     | 130.4    | 89.8     | 112.7    | 营业利润增长率        | -1923.9 | 9.8%    | 28.8%  | 33.0%  | 24.0%  |
| 销售费用              | 34.8     | 15.3     | 17.8     | 21.0     | 24.5     | 净利润增长率         | 1857.1  | 5.2%    | 29.5%  | 33.8%  | 23.5%  |
| 管理费用              | 1,017.6  | 757.6    | 893.9    | 1,052.9  | 1,230.4  | EBITDA 增长率     | 2407.8  | 6.4%    | 6.7%   | 21.4%  | 18.2%  |
| 财务费用              | 34.3     | -87.8    | -80.7    | -141.6   | -177.3   | EBIT 增长率       | -9465.2 | 9.4%    | 11.7%  | 29.6%  | 23.9%  |
| 资产减值损失            | 14.0     | 68.2     | 28.4     | 36.8     | 44.5     | NOPLAT 增长率     | -8206.7 | -6.3%   | 33.3%  | 29.6%  | 23.9%  |
| 加:公允价值变动收益        | -        | -        | -        | -        | -        | 投资资本增长率        | -308.9  | -44.4%  | -264.2 | -477.0 | -74.8% |
| 投资和汇兑收益           | 108.8    | -32.7    | -37.0    | -37.0    | -37.0    | 净资产增长率         | 1141.1  | 12.3%   | 12.3%  | 14.2%  | 15.0%  |
| <b>营业利润</b>       | 787.6    | 865.1    | 1,113.9  | 1,480.9  | 1,836.6  | <b>盈利能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 加:营业外净收支          | 20.9     | -0.7     | -4.7     | 5.1      | -0.1     | 毛利率            | 9.5%    | 9.1%    | 9.1%   | 9.3%   | 9.6%   |
| <b>利润总额</b>       | 808.5    | 864.4    | 1,109.1  | 1,486.1  | 1,836.5  | 营业利润率          | 4.0%    | 4.3%    | 4.7%   | 5.3%   | 5.7%   |
| 减:所得税             | 104.9    | 118.9    | 149.7    | 200.6    | 247.9    | 净利润率           | 3.6%    | 3.7%    | 4.1%   | 4.6%   | 4.9%   |
| <b>净利润</b>        | 706.8    | 743.2    | 962.2    | 1,287.3  | 1,589.3  | EBITDA/营业收入    | 6.9%    | 7.1%    | 6.5%   | 6.7%   | 6.8%   |
|                   |          |          |          |          |          | EBIT/营业收入      | 4.3%    | 4.6%    | 4.4%   | 4.8%   | 5.1%   |
| <b>资产负债表</b>      |          |          |          |          |          | <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |        |
|                   | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    | 资产负债率          | 72.3%   | 71.2%   | 58.1%  | 72.0%  | 64.6%  |
| 货币资金              | 9,246.9  | 9,315.3  | 7,296.3  | 16,143.4 | 13,204.1 | 负债权益比          | 261.1%  | 246.7%  | 138.9% | 256.9% | 182.6% |
| 交易性金融资产           | -        | -        | -        | -        | -        | 流动比率           | 1.12    | 1.14    | 1.30   | 1.21   | 1.35   |
| 应收帐款              | 1,770.3  | 2,375.5  | 2,381.7  | 2,286.7  | 3,935.2  | 速动比率           | 0.68    | 0.63    | 0.94   | 0.72   | 0.91   |
| 应收票据              | 3.5      | 11.7     | 229.2    | 53.8     | 106.8    | 利息保障倍数         | 24.66   | -10.53  | -12.80 | -9.46  | -9.36  |
| 预付帐款              | 1,168.4  | 485.7    | 1,789.9  | 456.0    | 2,335.4  | <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 存货                | 7,919.6  | 9,770.7  | 4,430.9  | 13,102.7 | 9,607.3  | 固定资产周转天数       | 30      | 56      | 50     | 39     | 31     |
| 其他流动资产            | 48.9     | 21.8     | 80.6     | 50.4     | 50.9     | 流动营业资本周转天数     | -62     | -119    | -76    | -92    | -90    |
| 可供出售金融资产          | 101.1    | 81.1     | 61.0     | 81.0     | 74.4     | 流动资产周转天数       | 195     | 376     | 292    | 314    | 341    |
| 持有至到期投资           | -        | -        | -        | -        | -        | 应收帐款周转天数       | 18      | 37      | 36     | 30     | 35     |
| 长期股权投资            | 472.0    | 439.8    | 439.8    | 439.8    | 439.8    | 存货周转天数         | 75      | 158     | 109    | 114    | 126    |
| 投资性房地产            | 210.3    | 200.0    | 200.0    | 200.0    | 200.0    | 总资产周转天数        | 260     | 490     | 386    | 387    | 399    |
| 固定资产              | 2,861.1  | 3,368.0  | 3,165.4  | 2,911.3  | 2,607.2  | 投资资本周转天数       | -8      | -24     | 5      | -29    | -42    |
| 在建工程              | 1,394.1  | 1,087.6  | 886.1    | 724.9    | 595.9    | <b>费用率</b>     |         |         |        |        |        |
| 无形资产              | 1,015.2  | 1,021.9  | 972.0    | 922.1    | 872.2    | 销售费用率          | 0.2%    | 0.1%    | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 其他非流动资产           | 178.0    | 260.1    | 83.0     | 171.4    | 169.5    | 管理费用率          | 5.2%    | 3.8%    | 3.8%   | 3.8%   | 3.8%   |
| <b>资产总额</b>       | 26,389.2 | 28,439.3 | 22,015.8 | 37,543.5 | 34,198.6 | 财务费用率          | 0.2%    | -0.4%   | -0.3%  | -0.5%  | -0.5%  |
| 短期债务              | 218.5    | 223.5    | -        | -        | -        | 三费/营业收入        | 5.6%    | 3.4%    | 3.5%   | 3.4%   | 3.3%   |
| 应付帐款              | 5,804.0  | 8,234.4  | 7,176.9  | 9,881.5  | 10,579.9 | <b>投资回报率</b>   |         |         |        |        |        |
| 应付票据              | 378.3    | 536.2    | 1,077.1  | 209.3    | 1,513.4  | ROE            | 9.9%    | 9.5%    | 10.8%  | 12.6%  | 13.5%  |
| 其他流动负债            | 11,599.4 | 10,290.4 | 4,216.4  | 16,444.3 | 9,563.0  | ROA            | 2.7%    | 2.6%    | 4.4%   | 3.4%   | 4.6%   |
| 长期借款              | 450.0    | 450.0    | -        | -        | -        | ROIC           | 84.9%   | -38.1%  | -91.3% | 72.0%  | -23.7% |
| 其他非流动负债           | 631.8    | 501.1    | 330.0    | 487.6    | 439.6    | <b>分红指标</b>    |         |         |        |        |        |
| <b>负债总额</b>       | 19,082.1 | 20,235.5 | 12,800.4 | 27,022.7 | 22,095.9 | DPS(元)         | -       | -       | -      | -      | -      |
| 少数股东权益            | 174.2    | 340.9    | 338.1    | 336.2    | 335.4    | 分红比率           | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 股本                | 1,397.2  | 1,400.4  | 1,400.4  | 1,400.4  | 1,400.4  | 股息收益率          | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 留存收益              | 5,720.2  | 6,534.7  | 7,476.9  | 8,784.3  | 10,366.9 |                |         |         |        |        |        |
| <b>股东权益</b>       | 7,307.1  | 8,203.7  | 9,215.3  | 10,520.8 | 12,102.7 |                |         |         |        |        |        |
|                   |          |          |          |          |          | <b>业绩和估值指标</b> |         |         |        |        |        |
| <b>现金流量表</b>      |          |          |          |          |          | EPS(元)         | 0.50    | 0.53    | 0.69   | 0.92   | 1.13   |
|                   | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    | BVPS(元)        | 5.09    | 5.61    | 6.34   | 7.27   | 8.40   |
| 净利润               | 703.6    | 745.5    | 962.2    | 1,287.3  | 1,589.3  | PE(X)          | 63.9    | 60.8    | 46.9   | 35.1   | 28.4   |
| 加:折旧和摊销           | 502.2    | 508.3    | 494.0    | 515.1    | 533.0    | PB(X)          | 6.3     | 5.7     | 5.1    | 4.4    | 3.8    |
| 资产减值准备            | 14.0     | 68.2     | -        | -        | -        | P/FCF          | 13.4    | -1,363. | -19.9  | 5.1    | -15.4  |
| 公允价值变动损失          | -        | -        | -        | -        | -        | P/S            | 2.3     | 2.2     | 1.9    | 1.6    | 1.4    |
| 财务费用              | 68.0     | -3.0     | -80.7    | -141.6   | -177.3   | EV/EBITDA      | 26.9    | 25.4    | 24.8   | 15.6   | 14.5   |
| 投资损失              | -108.8   | 32.7     | 37.0     | 37.0     | 37.0     | CAGR(%)        | 22.3%   | 28.7%   | 199.1% | 22.3%  | 28.7%  |
| 少数股东损益            | -3.2     | 2.3      | -2.8     | -1.9     | -0.7     | PEG            |         |         |        |        |        |
| 营运资金的变动           | 3,118.2  | -1,002.8 | -2,864.5 | 7,118.7  | -5,014.5 | ROIC/WACC      | 2.9     | 2.1     | 0.2    | 1.6    | 1.0    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 4,294.0  | 351.2    | -1,454.8 | 8,814.6  | -3,033.3 |                |         |         |        |        |        |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | 3,266.3  | 235.2    | -1,454.8 | 8,814.6  | -3,033.3 |                |         |         |        |        |        |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -331.4   | -590.5   | -57.0    | -107.0   | -80.3    |                |         |         |        |        |        |

资料来源: 贝格数据、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王轶铭声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)