

## 中航沈飞 (600760.SH) 沈飞 2020Q1 业绩瞩目，激励解锁年有望迎高光时刻

2020年05月04日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

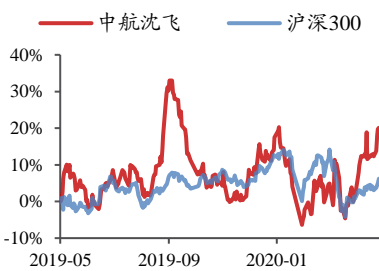
段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

日期	2020/4/30
当前股价(元)	33.49
一年最高最低(元)	38.22/25.00
总市值(亿元)	468.99
流通市值(亿元)	133.47
总股本(亿股)	14.00
流通股本(亿股)	3.99
近3个月换手率(%)	264.91

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-“3.8亿补助型号采购”驱动成长,沈飞极具估值吸引力》-2020.3.17

### ● 2019年和2020Q1业绩呈加速增长态势,维持“买入”评级

受下游需求拉动,公司2019年、2020Q1业绩加速增长,预期全年业绩较好。公司是战斗机制造龙头,中长期增长逻辑未变。仅考虑内生增长和疫情影响,我们预测2020/2021/2022年EPS为0.75(-0.08)/0.91(-0.12)/1.10元,对应PE为45/37/31倍;考虑到沈飞集团所获政府补助中约3.75亿元计入2020年度其他收益,对2020年EPS预测调整为1.00元,对应PE为34倍,维持“买入”评级。

### ● 2019年业绩较快增长,2020Q1扣非业绩快速增长,预期全年业绩较好

1. 2019年: 1)实现营收237.61亿元(YOY +17.91%),主要系机型订单充足,加速生产交付所致; 2)实现归母净利润8.78亿元(YOY +18.10%),增速高于营收增速的主要原因: a. 销售费用率为0.04%(YOY -0.04pct),主要系展览费同比减少所致; b. 管理费用率为4.19%(YOY -0.42pct),主要系公司强化成本管控,促进降本增效所致; 3)毛利率为8.9%(YOY -0.19pct),主要系产品结构变化所致; 4)研发费用率为0.92%(YOY +0.07pct),主要系研发投入增加所致; 5)财务费用为-0.65亿元,较2018年增加0.23亿元,主要系利息净收入减少所致。 2. 2020Q1公司实现营收57.01亿元(YOY +12.11%),归母净利润5.98亿元(YOY +201.57%),扣非归母净利润2.65亿元(YOY +37.71%),其中归母净利润大幅增长主要系确认大量政府补助所致,扣非归母净利润快速增长彰显下游需求旺盛,预期全年业绩较好。

### ● 公司在产、在研重点机型市场潜力较大,军品定价机制有望改善盈利能力

公司在产(歼-11/歼-16/歼-15)、在研(歼-31)重点机型市场潜力较大: 1)歼-11是空中优势战斗机主力机型; 2)歼-16是具备空中优势与对地轰击的多用途战斗机主力机型; 3)歼-15是现役唯一舰载机型; 4)歼-31有望成为新一代隐形航母舰载机,外贸订单也值得期待。受限于5%成本加成定价机制,公司整机产品利润率较低,军品定价改革逐步落地有望提升净利率至5%-8%。

● 风险提示: 战斗机订单获取速度不及预期,新机型项目研发进展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,151	23,761	27,921	33,207	38,958
YOY(%)	3.6	17.9	17.5	18.9	17.3
归母净利润(百万元)	743	878	1,395	1,270	1,534
YOY(%)	5.2	18.1	58.9	20.4	20.8
毛利率(%)	9.1	8.9	9.2	9.5	9.9
净利率(%)	3.7	3.7	5.0	3.8	3.9
ROE(%)	9.1	9.4	13.3	11.2	11.9
EPS(摊薄/元)	0.53	0.63	1.00	0.91	1.10
P/E(倍)	63.1	53.4	33.6	36.9	30.6
P/B(倍)	6.0	5.4	4.8	4.4	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	21981	22755	29465	30982	38636
现金	9315	7568	11972	9718	14613
应收票据及应收账款	2387	4080	3520	5518	5085
其他应收款	12	9	15	14	20
预付账款	486	578	672	815	930
存货	9771	10486	13252	14883	17953
其他流动资产	10	34	34	34	34
<b>非流动资产</b>	6458	6469	7482	8299	9092
长期投资	440	411	363	315	261
固定资产	3368	3663	4641	5383	6005
无形资产	1022	988	1070	1169	1327
其他非流动资产	1629	1406	1407	1432	1499
<b>资产总计</b>	28439	29224	36947	39281	47727
<b>流动负债</b>	19284	19055	25634	27151	34191
短期借款	224	34	34	34	34
应付票据及应付账款	8771	10893	12150	15161	16714
其他流动负债	10290	8129	13451	11956	17444
<b>非流动负债</b>	951	846	808	747	683
长期借款	450	450	412	351	287
其他非流动负债	501	396	396	396	396
<b>负债合计</b>	20236	19901	26442	27898	34875
少数股东权益	341	634	632	633	635
股本	1400	1400	1400	1400	1400
资本公积	6140	6154	6154	6154	6154
留存收益	395	1273	2582	3437	4829
<b>归属母公司股东权益</b>	7863	8688	9873	10750	12218
负债和股东权益	28439	29224	36947	39281	47727

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	235	-1148	6068	-341	6630
净利润	746	881	1393	1270	1535
折旧摊销	508	568	508	655	804
财务费用	-88	-65	24	16	15
投资损失	33	34	-27	-17	6
营运资金变动	-1087	-2747	4170	-2265	4270
其他经营现金流	123	181	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-590	-534	-1495	-1454	-1602
资本支出	612	561	1062	865	846
长期投资	19	24	48	52	54
其他投资现金流	41	51	-385	-537	-703
<b>筹资活动现金流</b>	423	-62	-170	-119	-132
短期借款	5	-190	0	0	0
长期借款	0	0	-38	-61	-64
普通股增加	3	0	0	0	0
资本公积增加	71	15	0	0	0
其他筹资现金流	344	114	-131	-58	-68
<b>现金净增加额</b>	66	-1744	4404	-1915	4896

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	20151	23761	27921	33207	38958
营业成本	18319	21647	25367	30066	35090
营业税金及附加	34	38	100	78	89
营业费用	15	10	22	30	39
管理费用	758	778	998	1261	1505
研发费用	172	218	279	332	468
财务费用	-88	-65	24	16	15
资产减值损失	68	-64	0	0	0
其他收益	24	44	375	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-33	-34	27	17	-6
资产处置收益	0	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	865	1015	1153	1442	1747
营业外收入	1	1	29	14	11
营业外支出	1	2	4	3	3
<b>利润总额</b>	864	1014	1557	1453	1755
所得税	119	133	164	183	220
<b>净利润</b>	746	881	1393	1270	1535
少数股东损益	2	3	-2	0	2
<b>归母净利润</b>	743	878	1395	1270	1534
EBITDA	1136	1387	1787	1802	2207
EPS(元)	0.53	0.63	1.0	0.91	1.10

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.6	17.9	17.5	18.9	17.3
营业利润(%)	9.8	17.4	50.9	25.2	21.1
归属于母公司净利润(%)	5.2	18.1	58.9	20.4	20.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.1	8.9	9.2	9.5	9.9
净利率(%)	3.7	3.7	5.0	3.8	3.9
ROE(%)	9.1	9.4	13.3	11.2	11.9
ROIC(%)	6.0	7.4	10.6	8.6	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	71.2	68.1	71.6	71.0	73.1
净负债比率(%)	-99.2	-71.8	-105.0	-77.5	-107.2
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	9.7	7.3	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.63	1.00	0.91	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	-0.82	4.33	-0.24	4.73
每股净资产(最新摊薄)	5.61	6.20	7.05	7.68	8.72
<b>估值比率</b>					
P/E	63.1	53.4	33.6	36.9	30.6
P/B	6.0	5.4	4.8	4.4	3.8
EV/EBITDA	34.4	29.4	20.4	21.5	15.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835