

2020年12月07日

中航沈飞 (600760.SH)

沈飞决战决胜 2020 攻坚正酣，期待十四五跨越式发展

■ 中航沈飞作为战斗机整机唯一标的，未来五年的需求涵盖空军、海军，是战略重点，其长期增长空间明朗，具备可观的增长预期。细分机型看，沈飞现役及在研机型是我国空军、海军航空装备的重要支柱，需求旺盛，有望进一步上量。歼-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展，优化结构的主力机型，需求空间打开，有望继续上量。歼-15 是我国目前唯一舰载机，满足弹射需求机型是重要增量。在研四代机“鹞鹰”FC-31 为沈飞积累卡位优势，实现四代的跨越。

1) 歼-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展，优化结构的主力机型，需求空间大，未来一段时间仍将是装备重点，有望继续上量。歼 16 最大特点是具备远距离超视距攻击能力和强大的对地、对海打击能力，装备自动电子扫描相控阵雷达 (AESA)，可同时攻击多个目标并识别目标的相关信息，是空军和海军未来的对地对海打击主力。根据新浪军事报道，自 2017 年东部战区空军某旅换装歼-16，成为第一支歼-16 航空旅以来，我国空军陆续装备歼-16 战机，歼-16 成建制装备，该机型仍是未来需求重点。

2) 歼-15 是我国目前唯一舰载机，弹射型舰载机开始迎来高光时刻。首艘国产航母已正式入列，能够搭载 36 架歼-15 战机，是“辽宁舰”的 1.5 倍。未来两到三年，考虑到首艘国产航母舰载机的新装需求，叠加现服两艘航母的训练更新，歼-15 及满足弹射需求的歼-15 的需求同比预计将有大幅提升。

3) 在研四代机“鹞鹰”FC-31 为沈飞积累卡位优势，实现四代的跨越。公司年报中指出，预研工作有序推进，新型号投入研制，为公司持续快速发展积淀能量。“鹞鹰”FC-31 是沈飞独立自主研制的新一代中型隐形战机，或可接替 J-15 成为下一代航母隐身舰载机。

■ 沈飞决战决胜 2020 攻坚正酣，确保全年任务优质完成，实现“十三五”圆满收官。2020 年是军工行业的大年，同时也是十四五的规划之年，按照今年沈飞的全年任务公司增长已在前三季度有所体现，公司前三季度实现利润同比增长 87.19%，扣非同比增长 27.57%，全年增长乐观。根据公司官网，沈飞各层面攻坚确认全年任务优质完成，例如：总装厂奋力攻坚，顺利完成了某型机换装新型部件的工作。试飞站针对科研型号多，接装任务重的实际生产情况，合理安排生产任务，确保技术室攻坚决战不掉队，年终决胜必打赢。

公司快报

证券研究报告

其他军工

投资评级 买入-A

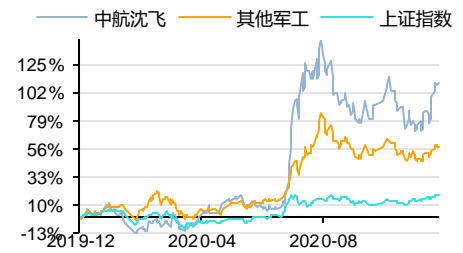
维持评级

6 个月目标价: 71 元  
股价 (2020-12-04) 62.70 元

交易数据

总市值 (百万元)	87,804.41
流通市值 (百万元)	25,053.54
总股本 (百万股)	1,400.39
流通股本 (百万股)	399.58
12 个月价格区间	26.10/73.40 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.79	6.84	97.07
绝对收益	11.78	9.5	115.36

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002  
fengfz@essence.com.cn

花超

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520090001  
huachao@essence.com.cn

王晗

报告联系人

wanghan1@essence.com.cn

相关报告

中航沈飞: 【安信军工】 中航沈飞: 三季报扣非净利润增长 28%, 期待十四五的快速发展/冯福章	2020-10-29
中航沈飞: 【安信军工】 中航沈飞: H1 扣非净利润增长 11.63%, 期待十四五的跨越式发展/冯福章	2020-08-30
中航沈飞: 【安信军工】 中航沈飞: 完成上半年均衡生产目标, 十四五有望实现跨越式发展/冯福章	2020-07-05

■ **从客户合同和结算方式看，公司作为航空主战装备重要主机厂显著受益。**十四五不仅仅是空军客户的需求，同样还有来自海军客户的可观增量，叠加公司是军工央企中首家实现股权激励的公司，近年资产质量和经营效率明显改善。展望十四五，沈飞加速产品升级换代，拓宽航空产品主，优化产业发展布局，跨越式发展可期。在公司型号方面，有望实现从三代向四代的跨越；从改革角度，航空工业构建小总部、大平台、新产业，公司作为飞机整机制造厂有望实现向产业集群的核心企业的跨越；从经营角度，公司整个经营管理的架构、经营理念、经营效益都有望呈现较大变化。

■ **投资建议：中航沈飞作为战斗机整机唯一标的，在空军装备跨代发展，优化结构需求十分迫切，周边四代机云集，力量平衡迫使我们加快升级换代的大背景下，远期空间已经出现较大变化，大大区别于以往空间有限的看法。**歼-16 是空军新一代主战机型，需求空间大，未来一段时间将是装备重点，有望继续上量；歼-15 及满足弹射需求的歼-15 的需求同比预计将有提升，将为沈飞贡献业绩增量。此外，从近期大家关注的客户合同需求和结算方式看，沈飞作为航空主战装备重要主机厂显著受益。展望十四五，沈飞加速产品升级换代，拓宽航空产品主，优化产业发展布局，跨越式发展可期。在公司型号方面，有望实现从三代向四代的跨越；从改革角度，航空工业构建小总部、大平台、新产业，公司作为飞机整机制造厂有望实现向产业集群的核心企业的跨越；从经营角度，公司整个经营管理的架构、经营理念、经营效益都有望呈现较大变化。预计公司 2020~2022 年净利润分别为 14.6、16.1、19.8 亿元，对应当前估值 60、55、44 倍，考虑到未来五年的增长空间，重点推荐，维持“买入-A”。

■ **风险因素：武器装备采购不及预期，新机型进展不及预期。**

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	20,150.9	23,760.9	27,016.1	31,933.0	38,064.2
净利润	743.2	877.8	1,455.1	1,608.6	1,979.0
每股收益(元)	0.53	0.63	1.04	1.15	1.41
每股净资产(元)	5.61	6.20	7.14	8.00	9.07

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	118.1	100.0	60.3	54.6	44.4
市净率(倍)	11.2	10.1	8.8	7.8	6.9
净利润率	3.7%	3.7%	5.4%	5.0%	5.2%
净资产收益率	9.5%	10.1%	14.6%	14.4%	15.6%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%
ROIC	-38.1%	-84.3%	82.6%	-135.6%	-304.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,150.9	23,760.9	27,016.1	31,933.0	38,064.2	成长性					
减:营业成本	18,319.0	21,646.6	24,576.5	28,963.3	34,516.6	营业收入增长率	3.6%	17.9%	13.7%	18.2%	19.2%
营业税费	33.5	37.9	52.0	55.2	60.9	营业利润增长率	9.8%	17.4%	65.8%	10.3%	23.0%
销售费用	15.3	10.4	12.2	12.8	13.3	净利润增长率	5.2%	18.1%	65.8%	10.5%	23.0%
管理费用	757.6	777.8	1,080.6	1,133.6	1,332.2	EBITDA 增长率	6.4%	31.7%	-4.5%	33.4%	17.4%
财务费用	-87.8	-64.7	-87.7	-80.0	-118.5	EBIT 增长率	9.4%	42.6%	-7.5%	45.7%	21.9%
资产减值损失	68.2	-64.3	60.0	21.3	5.6	NOPLAT 增长率	-6.3%	23.1%	67.6%	11.6%	21.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-44.4%	-271.1%	-168.0%	-45.7%	857.6%
投资和汇兑收益	-32.7	-34.0	-15.0	30.0	30.0	净资产增长率	12.3%	13.6%	14.1%	11.4%	12.7%
营业利润	865.1	1,015.2	1,683.5	1,856.9	2,283.9	利润率					
加:营业外净收支	-0.7	-1.2	-0.2	-0.3	-0.2	毛利率	9.1%	8.9%	9.0%	9.3%	9.3%
利润总额	864.4	1,014.0	1,683.4	1,856.6	2,283.7	营业利润率	4.3%	4.3%	6.2%	5.8%	6.0%
减:所得税	118.9	133.5	223.9	243.2	299.2	净利润率	3.7%	3.7%	5.4%	5.0%	5.2%
净利润	743.2	877.8	1,455.1	1,608.6	1,979.0	EBITDA/营业收入	7.1%	7.9%	6.7%	7.5%	7.4%
						EBIT/营业收入	4.6%	5.5%	4.5%	5.6%	5.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	56	53	47	37	28
						流动营业资本周转天数	-119	-77	-67	-66	-74
						流动资产周转天数	376	339	342	369	369
						应收帐款周转天数	37	48	54	53	52
						存货周转天数	158	153	152	154	145
						总资产周转天数	490	437	426	436	422
						投资资本周转天数	-24	5	4	-10	-31
						投资回报率					
						ROE	9.5%	10.1%	14.6%	14.4%	15.6%
						ROA	2.6%	3.0%	4.2%	3.8%	4.3%
						ROIC	-38.1%	-84.3%	82.6%	-135.6%	-304.6%
						费用率					
						销售费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	3.8%	3.3%	4.0%	3.6%	3.5%
						财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	3.4%	3.0%	3.7%	3.3%	3.2%
						偿债能力					
						资产负债率	71.2%	68.1%	69.3%	72.3%	71.3%
						负债权益比	246.7%	213.5%	225.9%	260.4%	248.2%
						流动比率	1.14	1.19	1.21	1.36	1.26
						速动比率	0.63	0.64	0.69	0.81	0.78
						利息保障倍数	-10.53	-20.38	-13.90	-22.22	-18.28
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.15	0.25	0.27	0.34
						分红比率	0.0%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
						股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	745.5	880.6	1,455.1	1,608.6	1,979.0	EPS(元)	0.53	0.63	1.04	1.15	1.41
加:折旧和摊销	508.3	568.3	580.6	624.5	654.2	BVPS(元)	5.61	6.20	7.14	8.00	9.07
资产减值准备	68.2	64.3	-	-	-	PE(X)	118.1	100.0	60.3	54.6	44.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	10.1	8.8	7.8	6.9
财务费用	-3.0	10.7	-87.7	-80.0	-118.5	P/FCF	-2,651.6	-44.6	22.6	18.6	24.7
投资损失	32.7	34.0	15.0	-30.0	-30.0	P/S	4.4	3.7	3.3	2.7	2.3
少数股东损益	2.3	2.8	4.4	4.8	5.6	EV/EBITDA	20.9	19.8	42.6	31.6	24.5
营运资金的变动	-1,192.4	-2,867.3	2,593.9	-860.2	4,847.0	CAGR(%)	29.3%	31.1%	27.5%	29.3%	31.1%
经营活动产生现金流量	235.2	-1,147.9	4,561.2	1,267.8	7,337.3	PEG	4.0	3.2	2.2	1.9	1.4
投资活动产生现金流量	-590.5	-534.4	-335.7	-269.5	-173.7	ROIC/WACC	-3.6	-8.0	7.9	-12.9	-29.0
融资活动产生现金流量	423.3	-61.5	-447.0	3,302.2	-4,083.9	REP	8.4	-2.8	-8.6	9.5	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

冯福章、花超声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
	北京联系人	温鹏	010-83321350
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
游倬源			youzy1@essence.com.cn
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
欧阳亚群			
刘晓萱		010-83321365	liuxx1@essence.com.cn
深圳联系人	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	侯宇彤	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	马田田	18318054097	matt@essence.com.cn
	张秀红		zhangxh1@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	喻聪	18503038620	yucong@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034