

### 方正证券研究所证券研究报告

中航沈飞(600760)

公司研究

国防军工行业

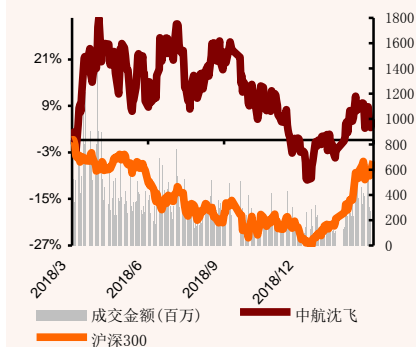
公司财报点评

2019.03.15/推荐(维持)

首席分析师 段小虎  
 执业证书编号: S1220517110008  
 TEL:  
 E-mail duanxiaohu@foundersc.c

联系人: 王宝权  
 TEL: 0755-36876473  
 E-mail: wangbaoquan@foundersc.c

#### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

#### 相关研究

- 《三季报业绩高速增长，看好战机总装业务持续向好发展》2018.10.22
- 《中报营收大幅提升，持续受益新型战机量产》2018.08.30
- 《总装企业股权激励破局，持续看好公司受益战机高景气度》2018.05.16

请务必阅读最后特别声明与免责条款

※事件: 公司发布 2018 年年度报告。2018 年, 公司实现营收 201.51 亿元, 同比增长 3.56%, 实现归母净利润 7.43 亿元, 同比增长 5.16%, 对应每股收益 0.53 元/股。

#### ※点评:

1) 报告期内公司实现营收 201.51 亿元, 同比增长 3.56%, 归母净利润 7.43 亿元, 同比增长 5.16%。其中公司主业航空制造业实现营业收入 198.08 亿元, 同比增长 9.47%。其他业务营收 1.44 亿元, 同比减少 87.18%。2018 年公司经营计划顺利完成, 得益于均衡生产策略, 通过精细计划制定、加强器材采购、零部件配套管控等举措, 保障了年度经营计划的顺利完成。

2) 公司全部业务由子公司沈飞公司开展, 报告期内沈飞公司实现营收 201.51 亿元, 同比增长 9.06%, 实现净利润 7.45 亿元, 同比增长 14.90%。上市公司营业收入及利润增长率低于全资子公司沈飞公司增长率, 是由于 2017 年公司实施重大资产重组, 置出业务影响所致。

3) 报告期内公司归母净利润增速略高于营业收入增速, 主要由于销售费用较上年同期减少了 56.18%, 管理费用较上年同期减少了 11.42%, 财务费用较上年同期减少了 356.45%所致。其中销售费用和管理费用降低主要是上年置出业务所致, 财务费用大幅降低是由于利息净收入同比增加。

4) 报告期期末存货账面价值 97.70 亿元, 上期期末增长了 23.37%。其中在产品账面价值为 77.70 亿元, 较年初增长 37.69%; 原材料账面价值 19.96 亿元, 较期初增长了 11.07%, 主要是为下年生产交付产品储备的存货增加所致, 体现了公司上年航空产品生产情况良好, 部分产品已形成产值但暂未交付。随着航空产品在 2019 年交付, 未来公司航空装备业绩有望稳步提升。

※公司是军用歼击机的重要研发生产基地, 将持续受益于军机列装高峰。沈飞集团被誉为“中国歼击机的摇篮”, 从建国以来始终承担着我国重点航空防务装备的研制任务, 是歼-15、歼-16 和歼-31 等著名机型的总装厂。当前, 受日益严峻的国防安全和地缘政治局势影响和建设符合国家战略要求的强大军队要求的驱动, 我国军费有望呈现加速增长态势。2018 年我国国防预算已超过 1.1 万亿元人民币, 同比增速回升至 8.1%。未来一段时间内, 我国军费开支有望持续以较高增速稳定增长, 支撑作为国家重点支持的武器装备的航空军机装备继续加速列装。对标美国战斗机代际组成结构, 考虑国内对三、四代机的换代和列装需求, 未来 10-15 年我国军队对包括沈飞及成飞研发生

产的各型歼击机的需求有望超过 1000 架。我们认为，巨大的客观需求有望促使公司现有机型持续量产和新型号战机迎来定型、放量，推动公司收入持续较快增长。

**※军工企业改制浪潮，股权激励注入全新活力。**2018 年 5 月 15 日，公司发布限制性股票长期激励计划，10 月 18 日，激励计划获国资委批复同意。依修订后实施办法，公司本次向公司高管、董事和技术骨干等共 80 名对象以 22.53 元/股的价格授予共 317.1 万股限制性股票。此次推出的股权激励计划将进一步完善公司法人治理结构，促进公司建立、健全激励与约束相结合的分配机制，充分调动公司董事、高级管理人员与骨干员工的工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，将有助于提高公司的经营管理水平，促进公司经营业绩平稳快速提升，确保公司长期发展目标顺利实现。

**※军品定价机制改革驱动公司向好发展，盈利能力有望继续改善。**随着军品定价机制改革的推进，放开 5% 利润上限束缚，利好当下净利润率较低的整机厂商。结合国际经验，整机公司的净利润率有望从当前的 2-4% 提升至 5%-8%，盈利能力潜在提升空间较大，公司作为总装型企业将受益于军品定价机制改革。

**※盈利预测与评级：**我们对公司 2019/20/21 年 EPS 的预测分别为 0.60/0.74/0.85 元，对应 2019/20/21 年 PE 为 55/44/38X，给予公司“推荐”评级。

**※ 风险提示：**军机列装不及预期，军费的结构调整。

#### 盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	20,150.8	22,841.0	28,044.19	32,012.44
(+/-) (%)	3.6%	13.4%	22.8%	14.2%
净利润	743.24	834.88	1,034.20	1,195.04
(+/-) (%)	5.2%	12.3%	23.9%	15.6%
EPS(元)	0.53	0.60	0.74	0.85
P/E	52.21	54.63	44.10	38.17

数据来源：wind 方正证券研究所

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	21,980.85	25,139.57	30,578.34	35,706.26	<b>营业总收入</b>	20,150.86	22,841.01	28,044.19	32,012.44
现金	9,315.29	12,638.92	15,118.97	18,021.12	营业成本	18,319.02	20,584.31	25,276.22	28,849.61
应收账款	2,387.27	1,853.85	2,444.24	2,810.09	营业税金及附加	33.51	45.23	55.07	61.44
其它应收款	11.65	33.58	33.52	41.19	营业费用	15.27	35.16	37.04	41.61
预付账款	485.72	819.17	893.99	1,062.95	管理费用	757.59	947.21	1,138.37	1,292.83
存货	9,770.73	9,783.87	12,077.44	13,760.72	财务费用	-87.84	-61.68	-94.92	-119.72
其他	10.19	10.19	10.19	10.19	资产减值损失	68.16	166.33	220.15	260.28
<b>非流动资产</b>	6,458.40	6,309.39	6,107.88	5,923.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	439.77	439.77	439.77	439.77	投资净收益	-32.72	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,367.96	3,367.96	3,367.96	3,367.96	<b>营业利润</b>	865.12	963.66	1,194.93	1,381.81
无形资产	1,021.91	1,021.91	1,021.91	1,021.91	营业外收入	0.52	0.00	0.00	0.00
其他	1,628.76	1,479.75	1,278.24	1,094.23	营业外支出	1.25	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	28,439.25	31,448.96	36,686.22	41,630.13	<b>利润总额</b>	864.39	963.66	1,194.93	1,381.81
<b>流动负债</b>	19,284.48	21,451.97	25,655.80	29,405.29	所得税	118.89	130.43	161.50	187.39
短期借款	223.50	223.50	223.50	223.50	<b>净利润</b>	745.50	833.23	1,033.44	1,194.42
应付账款	8,770.57	8,848.66	10,636.45	12,227.34	少数股东损益	2.27	-1.65	-0.77	-0.63
其他	10,290.41	12,379.81	14,795.85	16,954.45	<b>归属母公司净利润</b>	743.24	834.88	1,034.20	1,195.04
<b>非流动负债</b>	951.07	951.07	951.07	951.07	EBITDA	1,362.13	1,068.31	1,320.17	1,522.37
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	EPS (元)	0.53	0.60	0.74	0.85
其他	501.07	501.07	501.07	501.07					
<b>负债合计</b>	20,235.54	22,403.04	26,606.86	30,356.35	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	340.87	339.22	338.45	337.83	<b>成长能力</b>				
股本	1,400.39	1,400.39	1,400.39	1,400.39	营业收入	3.6%	13.4%	22.8%	14.2%
资本公积	6,139.84	6,139.84	6,139.84	6,139.84	营业利润	9.8%	11.4%	24.0%	15.6%
留存收益	322.61	1,166.47	2,200.68	3,395.72	归属母公司净利润	5.2%	12.3%	23.9%	15.6%
归属母公司股东权益	7,862.84	8,706.70	9,740.91	10,935.95	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	28,439.25	31,448.96	36,686.22	41,630.13	毛利率	9.1%	9.9%	9.9%	9.9%
					净利率	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
					ROE	9.5%	9.6%	10.6%	10.9%
					ROIC	-141.9%	-30.8%	-25.7%	-21.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	71.2%	71.2%	72.5%	72.9%
					净负债比率	40.5%	40.4%	37.9%	37.1%
					流动比率	1.14	1.17	1.19	1.21
					速动比率	0.61	0.68	0.69	0.71
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.74	0.76	0.82	0.82
					应收账款周转率	9.72	12.32	11.47	11.39
					应付账款周转率	2.48	2.33	2.38	11.39
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.53	0.60	0.74	0.85
					每股经营现金	0.17	2.28	1.65	1.96
					每股净资产	5.61	6.22	6.96	7.81
					<b>估值比率</b>				
					P/E	52.21	54.63	44.10	38.17
					P/B	4.94	5.24	4.68	4.17
					EV/EBITDA	22.14	31.49	23.61	18.57

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com