

# \*ST 黑豹 (600760.SH)

## 公司快报

### 沈飞集团注入，或重燃军工资产证券化提速预期

#### 投资要点

- ◆ **出售上市公司资产和负债，沈飞集团整体注入：**公司拟以现金方式向金城集团出售截至2016年8月31日除上航特66.61%股权外的全部资产及负债，拟出售资产预估值为5.43亿元；公司拟将上航特66.61%股权出售至河北长征，上市公司控股子公司安徽开乐拟将北厂区土地使用权及地上建筑物出售至开乐股份。同时，公司拟向中航工业、华融公司发行股份购买其合计持有的沈飞集团100%股权，拟购买资产的预估值为73.1亿元；另公司拟非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过16.68亿元。
- ◆ **沈飞集团是国内两大战斗机研发生产企业之一：**沈飞集团主营业务为航空产品制造业务，核心产品为航空防务装备。航空防务装备以歼击机为主导产品，包括已量产的歼-8F、歼-11B、歼-15，在研四代机型歼-31。自建国以来沈飞集团始终承担着我国重点航空防务装备的研制任务，主要产品涵盖了研发、试验、试生产、试飞、批量生产、改型等全部工艺流程，形成了成熟、完善的业务体系。拟配套募集的资金将全部投入到新机研制生产能力建设项目。
- ◆ **新形势下军机更新换代需求迫切，列装或加速：**据《World Air Forces 2015》，目前我国国产战斗机以歼-10、歼-11三代机为列装主力，而美国以F-15、F-16、F-22四/五代战斗机为主力机型。中美空军战斗机列装在质量及数量上差距还非常大。早在2004年的国防白皮书中就强调，我国要加强海军、空军、二炮的建设；近几年我国国防支出预算每年增速均在7.5%以上，可以预见未来空军建设与战斗机列装将会得到资源上的倾斜。沈飞集团作为我国重要的战斗机研发和生产商，2015年收入为138.5亿元，净利润为3.8亿元。
- ◆ **军工资产证券化在“十三五”期间或加速：**目前我国十大军工集团的资产证券化率均不到50%。提升军工资产证券化率可有效借助上市公司资本运作功能，为军工建设任务提供资金保障，为军品制造研制后续技术改造拓宽融资渠道，不断提升军工产品制造水平。沈飞集团的借壳上市或将重燃资本市场对军工资产证券化提速预期。可关注中电科集团的优质资产注入上市公司预期，重点关注国睿科技(600562.SH)。
- ◆ **投资建议：**公告中沈飞集团2014年、2015年、2016年1-8月营收分别为121.6亿元、138.5亿元、5.2亿元；净利润分别为4.37亿元、3.8亿元、-3.88亿元，空军装备在质量上的更新换代及在数量上的提升将是未来很长一段时间国防建设的重点，假设沈飞集团注入及配套募集资金事项进展完成，我们预测沈飞集团2016年营收及净利润分别为142亿元、4.6亿元，则2016年备考EPS为0.316元，我们参考十大军工集团主要上市公司的估值情况，以65倍PE为合理水平，则对应股价为20.54元，给予“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**沈飞集团资产注入失败；新型战斗机研发进度不达预期等。

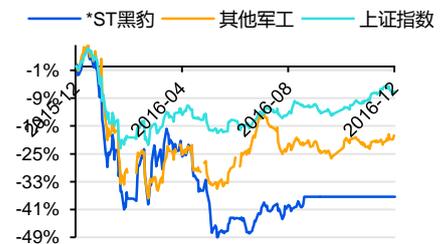
国防军工 | 其他军工 III

投资评级	买入-A(首次)
6个月目标价	20.54元
股价(2016-12-08)	9.74元

#### 交易数据

总市值(百万元)	3,359.72
流通市值(百万元)	3,359.72
总股本(百万股)	344.94
流通股本(百万股)	344.94
12个月价格区间	7.70/16.51元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.62	-3.99	-30.4
绝对收益	0.0	0.0	-39.5

#### 分析师

张仲杰  
 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20655610

#### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20655736

#### 相关报告

**财务数据与估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2,523.3	1,696.7	1,662.8	1,612.9	1,548.4
同比增长(%)	-20.8%	-32.8%	-2.0%	-3.0%	-4.0%
营业利润(百万元)	-172.7	-370.7	-69.0	-69.5	-62.9
同比增长(%)	10.2%	114.7%	-81.4%	0.6%	-9.4%
净利润(百万元)	-141.8	-220.8	-24.7	-18.8	-6.0
同比增长(%)	-901.8%	55.8%	-88.8%	-23.9%	-68.0%
每股收益(元)	-0.41	-0.64	-0.07	-0.05	-0.02
PE	-23.7	-15.2	-135.8	-178.5	-557.3
PB	5.5	8.5	9.1	9.6	9.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,523.3	1,696.7	1,662.8	1,612.9	1,548.4	年增长率					
减:营业成本	2,359.2	1,621.5	1,551.4	1,508.1	1,450.9	营业收入增长率	-20.8%	-32.8%	-2.0%	-3.0%	-4.0%
营业税费	4.7	5.9	3.3	3.2	3.1	营业利润增长率	10.2%	114.7%	-81.4%	0.6%	-9.4%
销售费用	119.3	98.5	58.2	53.2	48.0	净利润增长率	-901.8	55.8%	-88.8%	-23.9%	-68.0%
管理费用	154.6	155.7	78.2	77.4	75.9	EBITDA 增长率	289.6%	551.7%	-132.8	0.3%	0.9%
财务费用	56.5	72.6	45.8	46.4	40.5	EBIT 增长率	22.4%	156.7%	-92.2%	-1.0%	-2.7%
资产减值损失	1.6	118.9	1.0	0.5	-	NOPLAT 增长率	64.4%	152.8%	-92.0%	-2.0%	-2.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-10.9%	-22.8%	43.2%	-44.9%	57.5%
投资和汇兑收益	-	5.7	6.0	6.5	7.0	净资产增长率	-20.6%	-34.7%	-4.9%	-3.8%	-1.3%
营业利润	-172.7	-370.7	-69.0	-69.5	-62.9	盈利能力					
加:营业外净收支	4.1	34.6	45.0	51.0	57.0	毛利率	6.5%	4.4%	6.7%	6.5%	6.3%
利润总额	-168.6	-336.1	-24.0	-18.5	-5.9	营业利润率	-6.8%	-21.8%	-4.2%	-4.3%	-4.1%
减:所得税	4.2	3.1	0.7	0.4	0.1	净利润率	-5.6%	-13.0%	-1.5%	-1.2%	-0.4%
净利润	-141.8	-220.8	-24.7	-18.8	-6.0	EBITDA/营业收入	-1.2%	-12.1%	4.0%	4.2%	4.4%
						EBIT/营业收入	-4.6%	-17.6%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	74.7%	80.0%	83.5%	83.1%	82.7%
货币资金	229.1	154.5	498.8	483.9	464.5	负债权益比	295.5%	399.3%	507.3%	491.1%	479.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.66	0.48	0.96	0.62	0.85
应收帐款	430.5	228.5	347.6	254.4	317.5	速动比率	0.41	0.27	0.75	0.42	0.66
应收票据	97.7	25.1	136.4	22.2	116.0	利息保障倍数	-2.05	-4.10	-0.51	-0.50	-0.55
预付帐款	108.2	83.1	68.5	89.1	65.8	营运能力					
存货	516.4	376.7	300.3	411.1	294.4	固定资产周转天数	146	244	248	238	229
其他流动资产	-	7.5	19.4	9.0	12.0	流动营业资本周转天数	-5	-46	-17	-23	-29
可供出售金融资产	0.5	0.9	0.5	0.6	0.7	流动资产周转天数	222	239	243	295	295
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	69	70	62	67	66
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	72	95	73	79	82
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	473	599	595	637	631
固定资产	1,114.6	1,185.5	1,105.5	1,025.5	945.4	投资资本周转天数	226	281	304	286	272
在建工程	250.1	123.6	123.6	123.6	123.6	费用率					
无形资产	307.6	324.4	313.9	303.3	292.8	销售费用率	4.7%	5.8%	3.5%	3.3%	3.1%
其他非流动资产	38.0	40.1	34.1	37.1	37.0	管理费用率	6.1%	9.2%	4.7%	4.8%	4.9%
资产总额	3,092.7	2,550.0	2,948.5	2,759.8	2,669.7	财务费用率	2.2%	4.3%	2.8%	2.9%	2.6%
短期债务	627.0	711.0	633.0	678.0	760.7	三费/营业收入	13.1%	19.3%	11.0%	11.0%	10.6%
应付帐款	875.5	911.9	293.1	1,017.3	311.7	投资回报率					
应付票据	135.6	43.3	238.5	24.1	201.3	ROE	-23.3%	-56.1%	-6.7%	-5.4%	-1.8%
其他流动负债	450.2	167.9	262.3	314.1	214.9	ROA	-5.6%	-13.3%	-0.8%	-0.7%	-0.2%
长期借款	100.0	100.0	924.0	146.3	610.2	ROIC	-7.1%	-20.1%	-2.1%	-1.4%	-2.5%
其他非流动负债	122.2	105.2	112.0	113.2	110.1	分红指标					
负债总额	2,310.7	2,039.3	2,462.9	2,292.9	2,208.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	174.8	117.2	117.2	117.2	117.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	344.9	344.9	344.9	344.9	344.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	262.4	48.5	23.3	4.7	-1.3						
股东权益	782.0	510.7	485.5	466.9	460.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	-0.41	-0.64	-0.07	-0.05	-0.02
净利润	-172.8	-339.3	-24.7	-18.8	-6.0	BVPS(元)	1.76	1.14	1.07	1.01	1.00
加:折旧和摊销	84.9	93.0	90.6	90.6	90.6	PE(X)	-23.7	-15.2	-135.8	-178.5	-557.3
资产减值准备	1.6	118.9	-	-	-	PB(X)	5.5	8.5	9.1	9.6	9.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	980.7	-156.4	9.9	-281.4	-172.5
财务费用	60.6	73.4	45.8	46.4	40.5	P/S	1.3	2.0	2.0	2.1	2.2
投资损失	-	-5.7	-6.0	-6.5	-7.0	EV/EBITDA	-134.8	-20.1	69.0	58.1	65.3
少数股东损益	-31.0	-118.5	-	-	-	CAGR(%)	-52.2%	-73.9%	-183.9	-52.2%	-73.9%
营运资金的变动	124.8	122.1	-591.7	644.8	-608.2	PEG	0.5	0.2	0.7	3.4	7.5
经营活动产生现金流量	66.4	100.8	-486.1	756.5	-490.2	ROIC/WACC	-0.8	-2.4	-0.2	-0.2	-0.3
投资活动产生现金流量	76.0	63.9	6.5	6.3	7.0						
融资活动产生现金流量	-125.7	-205.1	824.0	-777.8	463.9						

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

张仲杰声明，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

华金证券有限责任公司（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有限责任公司（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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn