

*ST 黑豹 (600760)

绩优稳增长，技术领先，增长空间巨大

重组注入优质资产，飞机制造龙头企业整体上市

公司于 2016 年 11 月 28 日发布重大资产重组预案！拟以现金方式除上航特 66.61%股权外的全部资产及负债，其预估值为 5.4 亿元；拟向中航工业、华融公司发行股份购买沈飞集团全部的股权，发行价格为 8.04 元/股，其拟购买资产预估值为 73.1 亿元；拟向中航工业、机电公司和中航机电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，拟全部用于沈飞集团新机研制生产能力建设项目。公司资产重组后，剥离了盈利能力较弱的业务，主营业务转变为核心产品为航空防务装备、以歼击机为主导产品航空产品制造业务，我国飞机制造巨头——沈飞集团将进入 A 股市场。

天之骄子大国重器，生产设计技术领先

沈飞集团创建于 1951 年 6 月 29 日，被称为“中国歼击机的摇篮”，先后设计并生产了歼-5、歼-8、歼-11、歼-15、FC-31 等众多空军主力机型，是我国两个主要战斗机生产商之一，具备年产四十余架先进战斗机的能力。目前，其研制的歼 15 战斗机是我国服役的唯一的舰载战斗机；汉和防务周刊于 2016 年 11 月报道，沈飞研制的歼 16 战机已成功完成了试飞阶段，并且已小批量装备空军；此外，沈飞研制的歼 31 战机——我国最先进的第四代隐身战机，近期在珠海航展等多次航展中亮相，潜在的市场需求很大。

多年业绩稳定增长，改革深入混改推进公司受益匪浅

沈飞集团业绩连年稳定增长：2016 年，超额完成中国航空工业考核主要指标，营业收入突破 170 亿元，同比增长 22%；利润总额同比增长 22.3%；2015 年实现营业收入 138.50 亿元，实现净利润 4.41 亿元；2014 年实现营业收入 121.64 亿元，净利润 4.70 亿元。此外，随着军队改革的深入和公司混改的推进，军品采购定价机制有望被市场定价机制所取代，从而调动公司的生产积极性，大幅提高公司的盈利能力。沈飞集团代表着我国的飞机制造的最先进水平，随着我国军费的稳定增长、国防装备的升级换代，我们强烈看好发展前景。

盈利预测与评级：买入评级，6 个月目标价 37 元。我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 分别为 0.11、0.13、0.15，对应 PE 分别为 278.89、223.72、194.57。

风险提示：军工投入低于预期。

投资评级

行业	国防军工/地面兵装
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	29.32 元
目标价格	37 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	344.94
流通 A 股股本(百万股)	344.94
A 股总市值(百万元)	10,113.65
流通 A 股市值(百万元)	10,113.65
每股净资产(元)	1.09
资产负债率(%)	70.95
一年内最高/最低(元)	30.99/7.70

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,523.29	1,696.75	8,665.29	11,495.38	13,587.54
增长率(%)	(20.83)	(32.76)	410.70	32.66	18.20
EBITDA(百万元)	(31.49)	(205.25)	136.11	171.22	140.50
净利润(百万元)	(141.76)	(220.80)	36.26	45.21	51.98
增长率(%)	(901.78)	55.75	(116.42)	24.66	14.98
EPS(元/股)	(0.41)	(0.64)	0.11	0.13	0.15
市盈率(P/E)	(71.34)	(45.81)	278.89	223.72	194.57
市净率(P/B)	16.65	25.70	23.53	21.29	19.19
市销率(P/S)	4.01	5.96	1.17	0.88	0.74
EV/EBITDA	(145.72)	(29.68)	81.36	56.66	71.17

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	229.07	154.46	693.22	919.63	1,087.00
应收账款	430.52	228.48	2,773.53	878.12	3,438.13
预付账款	108.19	83.13	705.45	418.93	936.73
存货	516.43	376.74	3,143.66	1,932.36	3,699.46
其他	97.72	32.67	835.94	322.77	911.40
流动资产合计	1,381.93	875.48	8,151.80	4,471.81	10,072.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,114.62	1,185.47	1,199.50	1,212.36	1,211.50
在建工程	250.09	123.58	110.15	114.09	98.45
无形资产	309.27	324.40	313.88	303.36	292.85
其他	36.81	41.08	34.07	37.16	37.30
非流动资产合计	1,710.78	1,674.53	1,657.61	1,666.97	1,640.11
资产总计	3,092.71	2,550.00	9,809.41	6,138.78	11,712.83
短期借款	627.00	711.00	1,191.92	261.91	662.68
应付账款	875.55	911.91	5,354.39	3,996.04	7,637.47
其他	585.87	211.21	2,367.22	1,150.05	2,531.26
流动负债合计	2,088.42	1,834.11	8,913.52	5,408.00	10,831.41
长期借款	100.00	100.00	226.50	0.00	82.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	122.25	105.17	112.05	113.15	110.12
非流动负债合计	222.25	205.17	338.55	113.15	192.27
负债合计	2,310.67	2,039.28	9,252.07	5,521.15	11,023.67
少数股东权益	174.75	117.25	127.60	142.67	162.23
股本	344.94	344.94	344.94	344.94	344.94
资本公积	552.55	558.42	558.42	558.42	558.42
留存收益	262.35	48.54	84.80	130.01	181.99
其他	(552.55)	(558.42)	(558.42)	(558.42)	(558.42)
股东权益合计	782.05	510.73	557.34	617.62	689.16
负债和股东权益总	3,092.71	2,550.00	9,809.41	6,138.78	11,712.83

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	(172.80)	(339.26)	36.26	45.21	51.98
折旧摊销	84.86	93.04	69.92	73.72	77.01
财务费用	60.63	73.44	98.61	65.31	29.51
投资损失	0.00	(5.70)	(6.20)	(4.20)	(5.10)
营运资金变动	125.43	120.37	(249.44)	1,327.69	(371.85)
其它	(31.74)	158.89	10.89	15.33	20.00
经营活动现金流	66.38	100.77	(39.95)	1,523.07	(198.46)
资本支出	(48.94)	69.35	53.12	78.89	53.03
长期投资	(0.50)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	125.45	(5.43)	(106.92)	(154.69)	(97.93)
投资活动现金流	76.02	63.91	(53.80)	(75.80)	(44.90)
债权融资	979.00	837.80	1,560.49	402.20	847.88
股权融资	(29.61)	(66.76)	(89.63)	(53.33)	(22.52)
其他	(1,075.08)	(976.17)	(838.34)	(1,569.73)	(414.62)
筹资活动现金流	(125.70)	(205.13)	632.52	(1,220.86)	410.74
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16.70	(40.44)	538.76	226.41	167.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,523.29	1,696.75	8,665.29	11,495.38	13,587.54
营业成本	2,359.21	1,621.51	8,067.39	10,760.82	12,700.27
营业税金及附加	4.70	5.90	15.60	27.35	34.67
营业费用	119.35	98.51	262.56	346.01	403.55
管理费用	154.61	155.70	239.16	264.39	380.45
财务费用	56.55	72.64	98.61	65.31	29.51
资产减值损失	1.56	118.91	20.60	3.50	10.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.70	6.20	4.20	5.10
其他	0.00	(11.40)	(12.40)	(8.40)	(10.20)
营业利润	(172.69)	(370.71)	(32.42)	32.18	33.99
营业外收入	17.27	36.34	86.23	46.61	56.39
营业外支出	13.19	1.74	7.79	7.57	5.70
利润总额	(168.60)	(336.12)	46.01	71.22	84.68
所得税	4.20	3.14	(1.15)	10.68	12.70
净利润	(172.80)	(339.26)	47.16	60.54	71.98
少数股东损益	(31.04)	(118.46)	10.89	15.33	20.00
归属于母公司净利润	(141.76)	(220.80)	36.26	45.21	51.98
每股收益（元）	(0.41)	(0.64)	0.11	0.13	0.15

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-20.83%	-32.76%	410.70%	32.66%	18.20%
营业利润	10.21%	114.67%	-91.25%	-199.27%	5.60%
归属于母公司净利润	-901.78%	55.75%	-116.42%	24.66%	14.98%
获利能力					
毛利率	6.50%	4.43%	6.90%	6.39%	6.53%
净利率	-5.62%	-13.01%	0.42%	0.39%	0.38%
ROE	-23.34%	-56.11%	8.44%	9.52%	9.86%
ROIC	-7.10%	-20.12%	5.88%	5.96%	85.62%
偿债能力					
资产负债率	74.71%	79.97%	94.32%	89.94%	94.12%
净负债率	158.84%	215.89%	187.86%	1133.11%	609.34%
流动比率	0.66	0.48	0.91	0.83	0.93
速动比率	0.41	0.27	0.56	0.47	0.59
营运能力					
应收账款周转率	5.20	5.15	5.77	6.30	6.30
存货周转率	5.00	3.80	4.92	4.53	4.83
总资产周转率	0.76	0.60	1.40	1.44	1.52
每股指标（元）					
每股收益	-0.41	-0.64	0.11	0.13	0.15
每股经营现金流	0.19	0.29	-0.12	4.42	-0.58
每股净资产	1.76	1.14	1.25	1.38	1.53
估值比率					
市盈率	-71.34	-45.81	278.89	223.72	194.57
市净率	16.65	25.70	23.53	21.29	19.19
EV/EBITDA	-145.72	-29.68	81.36	56.66	71.17
EV/EBIT	-39.51	-20.44	167.32	99.51	157.48

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com