

中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2018年01月27日

利润同比增长 25%，“共和国长子”继续远航

净利润增长 25%超 7 亿宣布航空高景气周期到来

2018年1月27日，公司公告，预计2017年度实现归属于上市公司股东的净利润为70,600万元左右，对比重述后的2016年业绩，同比增长25%左右。2016年沈飞集团公布其利润增长幅度达22.3%，本次预告显示，公司实现连续两年度净利润20%以上增长，航空高景气周期逻辑得到印证。我们看好后续随着我国军民航空需求的不断扩大、生产能力的不断提升保障公司业绩处于持续上升通道。

配套资金募集与更名双双完成，重组及相关事项已全部结束

公司12月14日公告，上市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166,800.00万元，公司实控人中航工业集团认购11.67亿元，其余为中航机电及机电系统公司认购，价格为27.91，锁定36个月，参与方全部为中航工业集团及其控股单位，彰显实控人对公司未来的信心。1月12日，公司正式更名中航沈飞，至此全部重组事项告一段落。

航空制造龙头资产，A股唯一歼击机标的处于行业快速上升通道

沈飞集团是我国航空工业“长子”、是全国仅有的两家歼击机制造企业之一。作为军机总装企业，沈飞集团的核心产品正进入批量列装的高景气通道，其J11等型号是我国空军主要力量。结合我国空军由国土防空向攻防兼备型转变、海军由近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变的战略背景下，沈飞业绩有望保持高速增长。据商飞显示，公司也是我国首款大飞机C919的核心配套方，参与机身部件的制造，公司军民双业深度发展符合国家指导方向。

盈利预测与评级：公司2016、2017连续两年净利润增速超过20%，考虑到“十九大”纲要中提到的，2020年实现全军机械化目标，我们认为公司作为中国歼击机的核心生产企业，将随着全军建设目标的不断推进，持续处于高景气状态，结合公司2017业绩预告情况，我们预计2017-2019年，收入分别为196.25、231.58、277.90亿元，归母净利润分别为7.06、8.10、9.90亿元，对应备考eps为0.51\0.58\0.71元，对应PE为61.61、53.69、43.94x，考虑公司的稀缺性，我们给予增持评级。

风险提示：军品订单低于预期，分红情况低于预期

投资评级

行业	国防军工/地面兵装
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	31.13元
目标价格	39元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,397.22
流通A股股本(百万股)	344.95
A股总市值(百万元)	43,495.41
流通A股市值(百万元)	10,738.14
每股净资产(元)	1.16
资产负债率(%)	64.74
一年内最高/最低(元)	42.60/24.38

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

- 《中航黑豹-公司研究简报:更名通过，传奇沈飞驾临》 2018-01-03
- 《中航黑豹-公司研究简报:标的沈飞业绩承诺保障稳定增长，重组稳步进行》 2017-09-27
- 《中航黑豹-公司研究简报:国资委批复与第二次股东会通过，重组进入最后阶段》 2017-08-01

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,696.75	1,154.44	19,625.47	23,158.05	27,789.66
增长率(%)	(32.76)	(31.96)	1600.00	18.00	20.00
EBITDA(百万元)	(205.25)	37.28	915.02	1,038.18	1,254.17
净利润(百万元)	(220.80)	27.77	706.01	810.08	989.97
增长率(%)	55.75	(112.58)	2,442.78	14.74	22.21
EPS(元/股)	(0.16)	0.02	0.51	0.58	0.71
市盈率(P/E)	(196.99)	1,566.55	61.61	53.69	43.94
市净率(P/B)	110.54	99.03	21.91	17.05	13.41
市销率(P/S)	25.63	37.68	2.22	1.88	1.57
EV/EBITDA	(29.68)	188.78	38.90	33.17	21.82

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	154.46	300.05	8,106.37	9,216.72	16,295.57
应收账款	228.48	124.94	6,416.88	7,571.92	9,086.30
预付账款	83.13	88.50	2,291.23	2,298.10	2,305.00
存货	376.74	237.10	9,168.95	9,265.22	9,362.51
其他	32.67	180.22	504.88	559.08	621.26
流动资产合计	875.48	930.81	26,488.31	28,911.05	37,670.63
长期股权投资	0.00	228.68	228.68	228.68	228.68
固定资产	1,185.47	345.10	256.99	167.04	122.13
在建工程	123.58	10.26	6.16	3.69	2.22
无形资产	324.40	137.94	133.23	128.52	123.81
其他	41.08	45.81	49.77	49.86	48.48
非流动资产合计	1,674.53	767.79	674.82	577.80	525.31
资产总计	2,550.00	1,698.60	27,163.13	29,488.84	38,195.94
短期借款	711.00	500.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	911.91	250.34	11,977.53	11,497.21	16,482.97
其他	211.21	318.20	12,977.56	15,231.31	18,273.08
流动负债合计	1,834.11	1,068.53	24,955.09	26,728.53	34,756.05
长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	105.17	57.70	95.04	85.97	79.57
非流动负债合计	205.17	57.70	95.04	85.97	79.57
负债合计	2,039.28	1,126.23	25,050.13	26,814.49	34,835.62
少数股东权益	117.25	133.16	128.16	123.16	117.16
股本	344.94	344.94	1,397.22	1,397.22	1,397.22
资本公积	558.42	576.40	576.25	576.35	576.33
留存收益	48.54	94.28	587.63	1,153.97	1,845.95
其他	(558.42)	(576.40)	(576.25)	(576.35)	(576.33)
股东权益合计	510.73	572.37	2,113.01	2,674.35	3,360.32
负债和股东权益总	2,550.00	1,698.60	27,163.13	29,488.84	38,195.94

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(339.26)	19.48	706.01	810.08	989.97
折旧摊销	93.04	62.77	96.93	97.12	101.11
财务费用	73.44	35.07	(2.50)	(2.70)	(2.40)
投资损失	(5.70)	(63.89)	(87.00)	(10.00)	(2.00)
营运资金变动	120.37	(80.56)	6,633.33	499.89	6,321.58
其它	158.89	159.69	(5.00)	(5.00)	(6.00)
经营活动现金流	100.77	132.55	7,341.76	1,389.39	7,402.25
资本支出	69.35	(801.34)	(37.34)	9.07	56.40
长期投资	0.00	228.68	0.00	0.00	0.00
其他	(5.43)	460.86	124.52	0.83	(104.39)
投资活动现金流	63.91	(111.81)	87.18	9.90	(47.99)
债权融资	837.80	600.00	126.27	84.36	103.54
股权融资	(66.76)	(16.19)	1,063.62	5.79	6.38
其他	(976.17)	(514.08)	(812.51)	(379.08)	(385.33)
筹资活动现金流	(205.13)	69.73	377.38	(288.94)	(275.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(40.44)	90.48	7,806.32	1,110.35	7,078.85

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,696.75	1,154.44	19,625.47	23,158.05	27,789.66
营业成本	1,621.51	1,089.11	16,930.89	19,939.08	23,899.11
营业税金及附加	5.90	10.03	58.88	69.47	83.37
营业费用	98.51	49.18	206.07	243.16	291.79
管理费用	155.70	92.50	1,648.54	1,945.28	2,334.33
财务费用	72.64	34.16	(2.50)	(2.70)	(2.40)
资产减值损失	118.91	2.89	50.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.70	63.89	87.00	10.00	2.00
其他	(11.40)	(127.78)	(174.00)	(20.00)	(4.00)
营业利润	(370.71)	(59.55)	820.59	943.76	1,155.46
营业外收入	36.34	89.28	13.00	13.00	13.00
营业外支出	1.74	9.43	4.00	4.00	4.00
利润总额	(336.12)	20.29	829.59	952.76	1,164.46
所得税	3.14	0.81	128.59	147.68	180.49
净利润	(339.26)	19.48	701.01	805.08	983.97
少数股东损益	(118.46)	(8.28)	(5.00)	(5.00)	(6.00)
归属于母公司净利润	(220.80)	27.77	706.01	810.08	989.97
每股收益(元)	(0.16)	0.02	0.51	0.58	0.71

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-32.76%	-31.96%	1600.00%	18.00%	20.00%
营业利润	114.67%	-83.94%	-1477.95%	15.01%	22.43%
归属于母公司净利润	55.75%	-112.58%	2442.78%	14.74%	22.21%
获利能力					
毛利率	4.43%	5.66%	13.73%	13.90%	14.00%
净利率	-13.01%	2.41%	3.60%	3.50%	3.56%
ROE	-56.11%	6.32%	35.57%	31.75%	30.52%
ROIC	-20.12%	-2.11%	83.65%	-13.44%	-14.97%
偿债能力					
资产负债率	79.97%	66.30%	92.22%	90.93%	91.20%
净负债率	215.89%	182.93%	10.70%	628.84%	521.18%
流动比率	0.48	0.87	1.06	1.08	1.08
速动比率	0.27	0.65	0.69	0.74	0.81
营运能力					
应收账款周转率	5.15	6.53	6.00	3.31	3.34
存货周转率	3.80	3.76	4.17	2.51	2.98
总资产周转率	0.60	0.54	1.36	0.82	0.82
每股指标(元)					
每股收益	-0.16	0.02	0.51	0.58	0.71
每股经营现金流	0.07	0.09	5.25	0.99	5.30
每股净资产	0.28	0.31	1.42	1.83	2.32
估值比率					
市盈率	-196.99	1,566.55	61.61	53.69	43.94
市净率	110.54	99.03	21.91	17.05	13.41
EV/EBITDA	-29.68	188.78	38.90	33.17	21.82
EV/EBIT	-20.44	-277.16	43.51	36.59	23.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	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