



军品核心资产，畅享景气周期

——中航沈飞（600760）事件点评

2018年03月06日

强烈推荐/维持

中航沈飞

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn	010-66554142
王习	研究助理	
	Wangxi@dxzq.net.cn	010-66554034
张高艳	研究助理	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn	021-25102859
张卓琦	研究助理	
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	010-66554018

事件：

公司近期观点更新。

观点：

- ▶ **2018国防预算费用增速8.1%超预期，未来三年装备采购有望提速换挡。**据新华社3月5日报道，财政部在《关于2017年中央和地方预算执行情况与2018年中央和地方预算草案的报告》中指出，2018年中国国防支出将增长8.1%达到11069.51亿元，超出市场预期。2015-2017年国防预算增幅分别为10.1%、7.6%、7.0%，这次触底反弹反映了行业拐点的到来，2018年作为军改收尾年和“十三五”的后半段起承之年，武器装备采购增速有望逐步恢复。我们判断，在“十三五”期间受军改影响部分采购计划和经费预算未能在前两年如期完成，预计完成度在70%-80%，未来三年将呈现订单补偿性恢复和国防预算触底反弹后增速提升带来的叠加效应，整体装备采购年复合增速有望提速换挡至20%以上。
- ▶ **公司业绩已连续两年维持20%以上高速增长，仍将畅享型号交付的景气红利。**2014-2016年公司实现营业收入121.6亿元、138.5亿元、167.3亿元，分别同比增长13.9%、20.8%，同期实现归母净利增速分别为-6.4%、20.1%，预计2017年收入增速在30%左右，归母净利增速则高达33.8%，说明公司的主力型号歼11系列、歼15和歼16已迎来型号交付高峰。根据World Air Force 2016数据，目前我国战斗机以歼7、歼8为代表的第二代战斗机存量占比仍达49%，而美国空军二代机基本退役，F15、F16三代机共计1220架，F22、F35四代机共计223架，分别占比84%和16%。沈飞作为我国战斗机的核心供应商之一，在我国航空主战装备保有量仍存在显著补短板列装需求的情况下，未来仍将畅享型号交付的景气红利。
- ▶ **公司未来看点在歼16和歼31。**沈飞集团的主要军机型号包括三代/三代半歼11系列和歼16、四代机歼31，目前已经批量列装的三代半战机歼16性能较强，是一种对地对海的高性能歼击轰炸机，我们认为歼16将是三代机中需求量最大的，要逐步全面替换二代半的歼轰7，而未来需求潜力较大的电子战飞机预计也会选择以歼16为平台，我们认为歼16有望发挥差异化优势持续获得可观的需求订单。

近期航空工业官媒《中国航空报》刊发了沈阳飞机设计研究所科研人员撰写的《舰载战斗机现状与发展趋势》，指出“中型多功能舰载战斗机是舰载战斗机的主流及趋势”，若歼31成为四代舰载机，未来的需

求增长空间非常值得期待。

- **控股股东认购70%份额新机研制建设项目的配套融资，一致行动人中航科工增持，信心彰显。**沈飞集团资产重组的同时，募集配套资金投建新机研制生产能力建设项目（新机零件制造、装配、检测试验、调试、试飞等能力建设），经备案的总投资额为23.95亿元，其中16.68亿元通过募集配套资金方式解决，公司控股股东航空工业认购70.0%的份额，约11.68亿元。近期市场调整时公司发布公告，控股股东的一致行动人中航科工拟自2018年2月13日起6个月内以自有资金增持公司股份不低于1亿元、累计增持比例不超过2%。我们认为，公司控股股东及其一致行动人的举措均充分彰显了对公司作为核心军品投资价值价值的认可及对未来持续稳定发展的信心。
- **未来将充分受益于军品定价机制改革，业绩弹性可期。**公司的产品以总装战机为主，产品利润受限于5%成本加成定价机制，根据公司披露的信息，2014-2016期间公司的净利率水平分别为3.86%、3.17%、3.15%，处于较低水平。2018年3月2日，中央军民融合委第三次全体会议再次强调“**实现关键性改革突破，加快国防科技工业体制、装备采购制度、军品价格和税收等关键性改革**”。我们认为，**2018年已正式进入军工体制市场化改革和军民融合深度发展的落地攻坚阶段，改革后军工总装类产品将理顺价格形成机制和成本费用归集制度**，促进企业加强成本管理，消除部分财务限制，释放利润空间。参考国外军工企业5%-10%净利率水平，长期来看，公司的净利润水平亦有望在收入规模不变的情况下释放1倍的业绩弹性。

结论：

我们预计公司2017-2019年营业收入分别为222.0亿元/255.4亿元/289.1亿元，归母净利润分别为7.06亿元/8.26亿元/9.34亿元；EPS分别为0.51元/0.59元/0.67元，对应当前股价PE分别为62X/53X/47X，目前市值对应PS估值1.98倍，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：

国防经费投入减少；型号订单不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	875	931	9197	10580	11983	营业收入	1697	1154	22200	25545	28909
货币资金	154	300	5550	6386	7227	营业成本	1622	1089	20272	23264	26258
应收账款	152	35	2737	3149	3564	营业税金及附加	6	10	2	3	3
其他应收款	76	90	1736	1998	2261	营业费用	99	49	4	5	6
预付款项	83	88	188	303	432	管理费用	156	93	1087	1162	1286
存货	377	237	3332	3824	4316	财务费用	73	34	105	241	359
其他流动资产	8	171	-6172	-7180	-8194	资产减值损失	118.91	2.89	2.89	2.89	2.89
非流动资产合计	1675	768	909	1033	1125	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	229	229	229	229	投资净收益	5.70	63.89	63.89	63.89	63.89
固定资产	1185.47	345.10	505.38	619.20	696.26	营业利润	-371	-60	791	932	1057
无形资产	324	138	144	155	169	营业外收入	36.34	89.28	34.00	32.00	30.00
其他非流动资产	21	14	0	0	0	营业外支出	1.74	9.43	9.43	9.43	9.43
资产总计	2550	1699	10105	11613	13108	利润总额	-336	20	815	954	1078
流动负债合计	1834	1069	8701	10534	12395	所得税	3	1	108	128	144
短期借款	711	500	3987	6020	8210	净利润	-339	19	707	826	934
应付账款	664	162	2777	3187	3597	少数股东损益	-118	-8	6	7	8
预收款项	103	59	-793	-1773	-2882	归属母公司净利润	-221	28	701	819	926
一年内到期的非	27	100	100	100	100	EBITDA	109	167	960	1253	1505
非流动负债合计	205	58	58	58	58	EPS (元)	-0.64	0.08	0.50	0.59	0.66
长期借款	100	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	2039	1126	8759	10591	12453	成长能力					
少数股东权益	117	133	139	146	154	营业收入增长	-32.76%	-31.96%	1823.01%	15.07%	13.17%
实收资本(或股	345	345	1397	1397	1397	营业利润增长	114.67%	-83.94%	#####	17.84%	13.49%
资本公积	558	576	576	576	576	归属于母公司净利润	2424.64%	16.91%	2424.64%	16.91%	13.04%
未分配利润	-524	-496	-1138	-1887	-2735	获利能力					
归属母公司股东	393	439	1208	876	501	毛利率(%)	4.43%	5.66%	8.69%	8.93%	9.17%
负债和所有者权	2550	1699	10105	11613	13108	净利率(%)	-19.99%	1.69%	3.18%	3.24%	3.23%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	-8.66%	1.63%	6.94%	7.06%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	-56.11%	6.32%	58.04%	93.56%	184.93%
经营活动现金流	101	133	1944	339	430	偿债能力					
净利润	-339	19	707	826	934	资产负债率(%)	80%	66%	87%	91%	95%
折旧摊销	406.95	192.72	0.00	66.18	72.93	流动比率	0.87	1.06	1.00	0.97	
财务费用	73	34	105	241	359	速动比率	0.65	0.67	0.64	0.62	
应收账款减少	0	0	-2702	-412	-415	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-852	-980	-1109	总资产周转率	0.60	0.54	3.76	2.35	2.34
投资活动现金流	64	-112	-144	-144	-119	应收账款周转率	8	12	16	9	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.60	2.79	15.11	8.57	8.52
长期股权投资减	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	6	64	64	64	64	每股收益(最新摊薄)	-0.64	0.08	0.50	0.59	0.66
筹资活动现金流	-205	70	3449	641	530	每股净现金流(最新	-0.12	0.26	3.76	0.60	0.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.14	1.27	0.86	0.63	0.36

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	1052	0	0	P/E	-49.20	393.63	62.77	53.69	47.50
资本公积增加	6	18	0	0	0	P/B	27.61	24.73	36.43	50.23	87.84
现金净增加额	-40	90	5250	836	841	EV/EBITDA	106.04	66.71	44.32	34.91	29.96

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。