

中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2018 年 04 月 01 日

首份答卷振奋人心，毛利率与研发费用齐升预示未来

净利润增长 25%超 7 亿宣布航空高景气周期到来

2018 年 3 月 30 日晚发布年报，2017 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 7.07 亿元，同比增长 25.58%，收入增长 8.82%达到 194.6 亿元。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。

研发费用增长 25%，航空毛利率上升 1.08%或预示进入新品放量阶段

公司年报显示，2018 年研发费用为 1.62 亿元，同比 2017 年上升约 25%；公司航空主业毛利率 2018 年同比上升 1.08%。我们认为，研发费用的较大幅度上升标志着公司航空新品研发进度的加速；毛利率方面，我们发现同类已上市公司（中航飞机、中直股份）均于 2018 年出现了毛利率 1%左右的上升，我们认为中国航空产品新品的交付周期或已到来，由于新材料、新电子设备的应用，新式航空产品具备更高毛利率，我们认为公司毛利率将伴随我国航空装备换代及量产后成本控制水平的提高而持续上升，航空业务迎来持续上市轨道。

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增速。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：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，因此维持买入评级。年报公布后，我们将三项费率降低至 2017 年报水平，考虑到年报中 2018 年目标中收入目标较低，我们小幅下调公司收入增速从 20%增速下调至 15.1%，由于年报中三项费率较低，因此公司净利润维持原增速，我们预计公司 2018-2020 年，收入分别为 223.98、273.03、324.49 亿元，归母净利润分别为 8.23、9.94、11.94 亿元，对应 PE 为 58.51、48.49、40.34x。考虑到定价机制改革的加速推进，《成本加成法》下的 5%利润率有望成显性，公司目前为 3.5%净利润率，我们设定 5%净利润率下 46xPE 为目标市值（对标美航空龙头洛克希德马丁目前 PE-TTM 为 48.2x），目标价格对应 39 元。

风险提示：航空订单低于预期，分红情况低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,154.44	19,459.28	22,397.63	27,302.71	32,490.22
增长率(%)	(31.96)	1585.60	15.10	21.90	19.00
EBITDA(百万元)	37.28	1,345.45	1,086.80	1,307.02	1,554.91
净利润(百万元)	27.77	706.78	823.45	993.62	1,194.26
增长率(%)	(112.58)	2,445.55	16.51	20.67	20.19
EPS(元/股)	0.02	0.51	0.59	0.71	0.85
市盈率(P/E)	1,735.13	68.16	58.51	48.49	40.34
市净率(P/B)	109.69	6.75	6.12	5.43	4.78
市销率(P/S)	41.73	2.48	2.15	1.76	1.48
EV/EBITDA	188.78	29.62	43.47	34.71	27.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/地面兵装
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.48 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)	48,176.09
流通 A 股市值(百万元)	11,893.71
每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	72.31
一年内最高/最低(元)	41.34/22.51

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

- 1 《中航沈飞-公司研究简报：一致行动人增持，航空龙头坚定推荐》 2018-02-14
- 2 《中航沈飞-公司研究简报：利润同比增长 25%，“共和国长子”继续远航》 2018-01-27
- 3 《中航黑豹-公司研究简报：更名通过，传奇沈飞驾临》 2018-01-03



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	300.05	9,246.87	4,479.53	5,460.54	6,498.04
应收账款	124.94	1,770.27	469.49	572.31	681.05
预付账款	88.50	1,168.43	295.51	296.39	297.28
存货	237.10	7,919.60	3,341.43	3,348.11	3,354.81
其他	180.22	52.33	566.96	611.03	660.62
流动资产合计	930.81	20,157.51	9,152.91	10,288.38	11,491.80
长期股权投资	228.68	472.00	472.00	472.00	472.00
固定资产	345.10	2,861.07	3,348.72	3,587.38	3,722.77
在建工程	10.26	1,394.07	836.44	501.87	301.12
无形资产	137.94	1,015.17	922.22	829.28	736.33
其他	45.81	489.35	326.16	351.45	387.89
非流动资产合计	767.79	6,231.66	5,905.54	5,741.97	5,620.12
资产总计	1,698.60	26,389.17	15,058.45	16,030.35	17,111.92
短期借款	500.00	218.50	1,730.91	1,711.93	1,712.22
应付账款	250.34	5,803.99	1,290.46	1,676.96	1,886.33
其他	318.20	11,977.77	1,803.90	2,205.45	2,621.20
流动负债合计	1,068.53	18,000.26	4,825.27	5,594.33	6,219.75
长期借款	0.00	450.00	1,924.95	1,074.81	241.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.70	631.81	264.89	318.13	404.94
非流动负债合计	57.70	1,081.81	2,189.84	1,392.94	645.99
负债合计	1,126.23	19,082.07	7,015.11	6,987.27	6,865.74
少数股东权益	133.16	174.21	169.21	164.21	158.21
股本	344.94	1,397.22	1,397.22	1,397.22	1,397.22
资本公积	576.40	6,068.57	6,001.81	6,012.94	6,027.77
留存收益	94.28	5,720.22	6,476.91	7,481.66	8,690.75
其他	(576.40)	(6,053.10)	(6,001.81)	(6,012.94)	(6,027.77)
股东权益合计	572.37	7,307.11	8,043.34	9,043.08	10,246.18
负债和股东权益总	1,698.60	26,389.17	15,058.45	16,030.35	17,111.92

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	19.48	703.55	823.45	993.62	1,194.26
折旧摊销	62.77	502.22	162.93	188.86	208.30
财务费用	35.07	68.03	(2.50)	(2.70)	(2.40)
投资损失	(63.89)	(108.82)	(87.00)	(80.00)	(60.00)
营运资金变动	(80.56)	3,119.15	(8,762.87)	667.51	541.93
其它	159.69	(1,017.80)	(5.00)	(5.00)	(6.00)
经营活动现金流	132.55	3,266.35	(7,870.99)	1,762.29	1,876.09
资本支出	(801.34)	4,946.81	366.92	(53.24)	(36.81)
长期投资	228.68	243.32	0.00	0.00	0.00
其他	460.86	(5,521.55)	(213.18)	122.11	31.99
投资活动现金流	(111.81)	(331.41)	153.74	68.87	(4.82)
债权融资	600.00	668.50	3,698.13	2,834.16	1,983.16
股权融资	(16.19)	6,525.66	(79.72)	13.83	17.23
其他	(514.08)	(5,508.07)	(668.50)	(3,698.13)	(2,834.16)
筹资活动现金流	69.73	1,686.09	2,949.91	(850.15)	(833.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	90.48	4,621.03	(4,767.35)	981.02	1,037.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,154.44	19,459.28	22,397.63	27,302.71	32,490.22
营业成本	1,089.11	17,607.86	20,269.85	24,640.70	29,241.20
营业税金及附加	10.03	48.95	67.19	81.91	97.47
营业费用	49.18	34.84	40.32	54.61	64.98
管理费用	92.50	1,017.57	1,171.40	1,474.35	1,786.96
财务费用	34.16	34.25	(2.50)	(2.70)	(2.40)
资产减值损失	2.89	14.02	12.00	13.00	13.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.89	108.82	87.00	80.00	60.00
其他	(127.78)	(194.62)	(174.00)	(160.00)	(120.00)
营业利润	(59.55)	787.59	926.37	1,120.85	1,349.01
营业外收入	89.28	26.02	13.00	13.00	13.00
营业外支出	9.43	5.12	4.00	4.00	4.00
利润总额	20.29	808.49	935.37	1,129.85	1,358.01
所得税	0.81	104.93	116.92	141.23	169.75
净利润	19.48	703.55	818.45	988.62	1,188.26
少数股东损益	(8.28)	(3.22)	(5.00)	(5.00)	(6.00)
归属于母公司净利润	27.77	706.78	823.45	993.62	1,194.26
每股收益（元）	0.02	0.51	0.59	0.71	0.85

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-31.96%	1585.60%	15.10%	21.90%	19.00%
营业利润	-83.94%	-1422.52%	17.62%	20.99%	20.36%
归属于母公司净利润	-112.58%	2445.55%	16.51%	20.67%	20.19%
获利能力					
毛利率	5.66%	9.51%	9.50%	9.75%	10.00%
净利率	2.41%	3.63%	3.68%	3.64%	3.68%
ROE	6.32%	9.91%	10.46%	11.19%	11.84%
ROIC	-2.11%	86.54%	-45.91%	14.11%	19.43%
偿债能力					
资产负债率	66.30%	72.31%	46.59%	43.59%	40.12%
净负债率	182.93%	3.10%	113.97%	-12.86%	-12.76%
流动比率	0.87	1.12	1.90	1.84	1.85
速动比率	0.65	0.68	1.20	1.24	1.31
营运能力					
应收账款周转率	6.53	20.54	20.00	52.41	51.85
存货周转率	3.76	4.77	3.98	8.16	9.69
总资产周转率	0.54	1.39	1.08	1.76	1.96
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.51	0.59	0.71	0.85
每股经营现金流	0.09	2.34	-5.63	1.26	1.34
每股净资产	0.31	5.11	5.64	6.35	7.22
估值比率					
市盈率	1,735.13	68.16	58.51	48.49	40.34
市净率	109.69	6.75	6.12	5.43	4.78
EV/EBITDA	188.78	29.62	43.47	34.71	27.93
EV/EBIT	-277.16	47.17	51.13	40.57	32.25

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com