



业绩兑现超预期，持续增长仍可期

——中航沈飞（600760）2017 年报点评

2018 年 04 月 02 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	分析师	执业证书编号: S1480518010001
	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	执业证书编号: S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件:

公司发布 2017 年度报告: 2017 年实现营业收入 194.59 亿元, 较 2016 年调整后同比增长 8.82%; 实现归母净利润 7.07 亿元, 较去年同期调整后增长 25.58%; 实现扣非后归母净利润 3.69 亿元, 较去年同期调整后大幅增加 4.78 亿元; 实现每股收益 0.51 元, 较去年同期调整后增长 27.50%。

观点:

- 完成重大资产重组, 华丽变身战机第一股, 首年业绩承诺超额完成。2017 年公司完成重大资产重组, 以现金方式出售截至 2016-08-31 除上海航空特种车辆有限责任公司 66.61% 股权外的全部资产及负债, 同时发行股份购买沈飞公司 100% 股权, 2017 年 11 月 20 日完成重大资产重组交割, 将沈飞公司纳入合并报表范围, 变身成为我国军用战斗机第一股。

根据资产重组时的业绩承诺: 沈飞母公司承诺 2017-2019 年实现扣非后净利润分别不低于 59,837.13 万元、64,028.51 万元、66,680.78 万元, 物装公司同期不低于 391.75 万元、382.41 万元、370.84 万元, 线束公司同期不低于 405.66 万元、418.14 万元、430.44 万元。

2017 年报披露信息显示: 2017 年沈飞公司实现净利润 64,870.02 万元, 超额 8.4% 完成业绩承诺; 物装公司实现净利润 487.83 万元, 超额 24.5% 完成业绩承诺; 线束公司实现净利润 424.70 万元, 超额 4.7% 完成业绩承诺。

- 非经常性损益高达 3.37 亿元, 系公司 11 月 20 日完成重大资产重组的交割, 沈飞集团 1-11 月的经营利润列为非经常性损益。公司于 2017 年 11 月 20 日完成重大资产重组交割, 正式将沈飞集团纳入合并报表范围, 此前的经营利润均计入非经常性损益科目。2017 年报信息显示, 同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益为 2.06 亿元, 即沈飞集团纳入合并报表范围之前的经营利润为 2.06 亿元。
- 沈飞业绩已连续两年维持 20% 以上高速增长, 已迎来型号交付高峰。2015-2017 年沈飞公司实现营业收入 138.5 亿元、167.3 亿元、184.8 亿元, 分别同比增长 13.9%、20.8%、10.5%, 同期实现净利润增速分别为 -6.1%、20.0%、22.6%, 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。

- **毛利率有所提升，或为交付型号结构有所变化。**2017年公司的航空产品收入为180.95亿元，占比约为93.0%，毛利率9.58%，较去年同期提升了1.08pct。我们认为，**或为批量交付的产品结构有所变化，向毛利率水平更高的改进型或新一代机型集中。**
- **公司未来看点在歼16和歼31。**根据World Air Force2016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，在我国可全面碾压三代机制空能力的四代机歼20已进入服役的时代，歼16有望发挥差异化优势持续获得可观的需求订单。歼31则有望成为四代舰载机，需求增长空间也值得期待。
- **增值税调降直接利好公司降低成本，同时未来将受益于军品定价规则的改革落地。**2018年3月28日，国务院常务会议决定，从2018年5月1日起，将制造业等行业增值税税率从17%降至16%。军工总装企业按规定在总装环节免征增值税，但其采购一般原材料的成本中含税（配套厂商产品定价中含17%增值税），过去总装企业无法进行进项税额抵扣，此次制造业等行业增值税率调低一个百分点，相当于总装企业降成本。

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，2015-2017期间公司的净利率水平分别为3.18%、3.16%、3.51%，处于较低水平。2017年9月22日，中央军民融合发展委员会第二次全体会议明确的重点工作包括“军品定价议价规则、装备采购制度”等改革方案，未来将逐步进入实质性落地阶段。我们认为，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2018-2020年营业收入分别为216.5亿元/245.8亿元/282.3亿元，归母净利润分别为8.1亿元/9.5亿元/11.3亿元；EPS分别为0.58元/0.68元/0.81元，对应当前股价PE分别为60X/51X/43X，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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	931	20158	32331	48095	66283	营业收入	1154	19459	21654	24579	28227
货币资金	300	9247	15760	28265	42521	营业成本	1089	17608	19663	22314	25624
应收账款	35	1756	2670	3030	3480	营业税金及附加	10	49	65	86	113
其他应收款	90	14	16	18	21	营业费用	49	35	54	74	99
预付款项	88	1168	2374	3743	5315	管理费用	93	1018	1159	1327	1538
存货	237	7920	9697	11004	12636	财务费用	34	34	-109	-211	-344
其他流动资产	171	49	34	15	-10	资产减值损失	2.89	14.02	14.02	14.02	14.02
非流动资产合计	768	6232	5787	5481	5150	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	229	472	472	472	472	投资净收益	63.89	108.82	100.00	100.00	100.00
固定资产	345.10	2861.07	4054.18	3817.01	3543.10	营业利润	-60	788	908	1075	1284
无形资产	138	1015	934	865	809	营业外收入	89.28	26.02	34.00	32.00	30.00
其他非流动资产	14	61	0	0	0	营业外支出	9.43	5.12	5.12	5.12	5.12
资产总计	1699	26389	38118	53576	71433	利润总额	20	808	937	1102	1309
流动负债合计	1069	18000	28902	43501	60335	所得税	1	105	124	148	175
短期借款	500	219	0	0	0	净利润	19	704	813	954	1135
应付账款	162	5604	2694	3057	3510	少数股东损益	-8	-3	6	7	8
预收款项	59	11069	23322	37229	53201	归属母公司净利润	28	707	807	948	1127
一年内到期的非	100	0	0	0	0	EBITDA	167	2285	1302	1375	1450
非流动负债合计	58	1082	1177	1177	1177	EPS (元)	0.08	0.51	0.58	0.68	0.81
长期借款	0	450	450	450	450	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1126	19082	30079	44677	61512	成长能力					
少数股东权益	133	174	180	187	195	营业收入增长	-31.96%	1585.60%	11.28%	13.51%	14.84%
实收资本(或股	345	1397	1397	1397	1397	营业利润增长	-83.94%	-1422.52%	15.34%	18.36%	19.45%
资本公积	576	6069	6069	6069	6069	归属于母公司净利润	14.16%	17.45%	14.16%	17.45%	18.91%
未分配利润	-496	-363	347	1181	2173	获利能力					
归属母公司股东	439	7133	7844	8696	9710	毛利率(%)	5.66%	9.51%	9.19%	9.22%	9.22%
负债和所有者权	1699	26389	38118	53576	71433	净利率(%)	1.69%	3.62%	3.75%	3.88%	4.02%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	1.63%	2.68%	2.12%	1.77%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	6.32%	9.91%	10.29%	10.90%	11.60%
经营活动现金流	133	3266	6580	12508	14118	偿债能力					
净利润	19	704	813	954	1135	资产负债率(%)	66%	72%	79%	83%	86%
折旧摊销	192.72	1462.97	0.00	417.16	423.91	流动比率	0.87	1.12	1.12	1.11	1.10
财务费用	34	34	-109	-211	-344	速动比率	0.65	0.68	0.78	0.85	0.89
应收账款减少	0	0	-914	-361	-450	营运能力					
预收帐款增加	0	0	12252	13907	15972	总资产周转率	0.54	1.39	0.67	0.54	0.45
投资活动现金流	-112	-331	28	-119	-94	应收账款周转率	12	22	10	9	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.79	6.75	5.22	8.55	8.60
长期股权投资减	0	0	101	0	0	每股指标(元)					
投资收益	64	109	100	100	100	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.51	0.58	0.68	0.81
筹资活动现金流	70	1686	-95	116	232	每股净现金流(最新	0.26	3.31	4.66	8.95	10.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.27	5.11	5.61	6.22	6.95

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	1052	0	0	0	P/E	431.00	67.61	59.71	50.84	42.76
资本公积增加	18	5492	0	0	0	P/B	27.08	6.75	6.14	5.54	4.96
现金净增加额	90	4621	6513	12505	14255	EV/EBITDA	72.87	17.33	25.25	14.81	4.21

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。

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。

研究助理简介

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。