

中航沈飞（600760）深度报告

主力战机列装带动业务快速发展

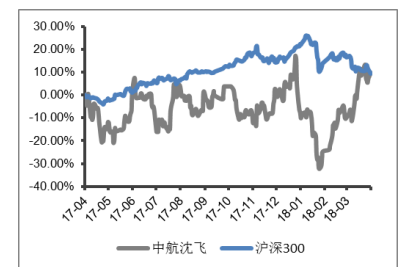
买入（维持）

2018年4月16日

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199793
chenxf@dwzq.com.cn
研究助理 周佳莹
zhoujiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,459	23,827	31,894	38,000
同比(+/-%)	1585.6%	22.4%	33.9%	19.1%
净利润(百万元)	707	813	1046	1222
同比(+/-%)	2445.6%	15.0%	28.7%	16.8%
每股收益(元)	0.51	0.58	0.75	0.87
毛利率(%)	9.3%	9.5%	9.6%	9.9%
净资产收益率(%)	9.9%	10.3%	11.9%	12.3%
市盈率(P/E)	73.11	63.57	49.39	42.30
EV/EBITDA	56.57	55.52	46.55	41.83
市净率(P/B)	7.24	6.57	5.87	5.22

股价走势



投资要点

■ 与市场差异观点：现金流反映盈利能力超过利润表，目前股价低估

对于中航沈飞，市场认为公司与其他军机主机厂上市公司并无差别且估值较高，而我们认为公司是军机主机厂中唯一实现总装资产完整上市的，资产质地最优且盈利能力更强，预计未来几年业绩增速快，同时现金流更能体现实际经营状况，由现金流所体现出的盈利水平大幅好于利润表，以现金流折现模型计算的合理市值来看，目前公司股价处于低估水平。

■ 公司产品为“主力战机”，处于快速列装期

公司2017年完成重大资产重组后主营业务为歼击机生产制造，是国内唯一歼击机总装上市公司，目前生产的型号主要是歼-11、歼-15、歼-16，同时第四代中型战斗机FC-31也在推进研发。

我们认为，歼-16和歼-15是近几年能够带动公司业绩快速增长的型号：

- 歼-16是3.5代重型多用途歼击机，未来将与歼-20等战机搭档使用，形成制空、制海、制地作战的强大功能组合，预计未来将大规模列装；
- 歼-15是重型舰载歼击机，目前我国第一艘航母“辽宁号”战斗机已经满编，第二艘航母001A“山东号”即将海试，随着我国继续建造航母，歼-15战斗机未来需求量仍很大。

■ 唯一完整上市军机主机厂，现金流远超利润且更能体现盈利水平

从公司的资产注入方案来看，军机主机厂上市公司中，中航沈飞是唯一真正实现核心军品资产整体上市的公司，因此中航沈飞的资产质地更优、盈利能力更强，同时下游的关联交易占比小，其报表能够反映完整的军机主机厂的经营状况。通过对中航沈飞2017年报的现金流以及应付、应收、关联交易等项目的分析，可以看出公司目前产品需求非常旺盛，业务快速发展。2017年公司预收款项110.69亿元，增速277%，但存货却同比下降，我们认为原因可能在于公司的产品已发出货款已收到但仍未满足确认收入的条件，2017年的实际交付和盈利情况应好于利润表上的水平。

同时我们认为，对于军工企业尤其是主机厂来说，现金流比收入利润更能反映公司的经营情况，中航沈飞2015-2017年的经营性净现金流波动较大，但平均处理后经营性净现金流依然远超过归母净利润（现金流平均值为16.64亿，归母净利润平均值为5亿），我们认为，以现金流折现法对公司进行估值更加合理。

■ 盈利预测、估值与投资建议

我们预测公司2018-2020年利润表上的归母净利润分别为8.13亿元、10.46亿元、12.22亿元，每股收益为0.58元、0.75元、0.87元。同时我们用自由现金流折现法计算出的公司合理市值为729亿元，对应股价为52.16元。我们认为公司作为国内唯一上市的歼击机总体制造商，能够受益于我国先进军用飞机的持续列装，业务具有高成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示

歼击机生产和交付进度不及预期；新型号研制进度不及预期；自由现金流折现模型本身具有局限性，估值结果仅作为参考。

市场数据

收盘价(元)	36.98
一年最低/最高价	22.51/39.88
市净率(倍)	7.24
流通A股市值(百万元)	12756.25

基础数据

每股净资产(元)	5.11
资产负债率(%)	72.31
总股本(百万股)	1397.22
流通A股(百万股)	344.95

相关研究

1. 中航沈飞2017年报点评：业绩稳步增长，预收大增体现产品需求旺盛

2018-3-31

目录

与市场差异观点：现金流反映盈利能力超过利润表，目前股价低估	4
1. 公司简介：歼击机龙头重组上市	4
2. 公司产品为主力战机，处于快速列装期.....	5
2.1 歼-16：对标 F-15E，预计将大规模列装.....	6
2.2 歼-15：航母的持续建造带动舰载机需求	9
3. 唯一完整上市军机主机厂，现金流远超利润更能体现盈利水平.....	10
4. 盈利预测、估值和投资建议.....	14
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1：公司股权结构	4
图表 2：2015-2017 上市公司收入利润持续增长（亿元）	5
图表 3：2017 年公司收入构成（亿元）	5
图表 4：公司产品主要为歼击机	5
图表 5：参加沙漠风暴行动的 F-15E	7
图表 6：美国出售给韩国空军的 F-15K 型战机正在进行空中加油	7
图表 7：2010 年 7 月 26 日，美国空军第 433 武器测试中队的 F-15C 与 F-22 升空，准备进行战术测试	8
图表 8：F-15 2040C 方案的武器外挂方案	8
图表 9：中国军网发布的歼-16 宣传片	9
图表 10：首架量产型歼-15——100 号机	10
图表 11：123 号歼-15 出现在央视纪录片中	10
图表 12：三家军机主机厂上市公司重组方案和关联交易对比	10
图表 13：应付增加导致经营性净现金流远超净利润（亿元）	11
图表 14：应付项目分拆——预收款大幅增长 81.33 亿是应付项目增长主因（亿元）	11
图表 15：2017 年报中公司预收款情况——1 年以内预收款大幅增长（亿元）	12
图表 16：公司存货同比下降且库存商品为 0（单位：亿元）	12
图表 17：2017 年应收和预付大幅增长（亿元）	13
图表 18：公司预计 2018 年向中航工业集团采购的关联交易金额大幅增长（亿元）	13
图表 19：公司 2015-2017 年归母净利润与经营性净现金流对比（亿元）	14
图表 20：公司各项业务的收入和毛利率预测假设（百万元）	14
图表 21：自由现金流折现模型假设（亿元）	15
图表 22：自由现金流折现模型敏感性分析	15

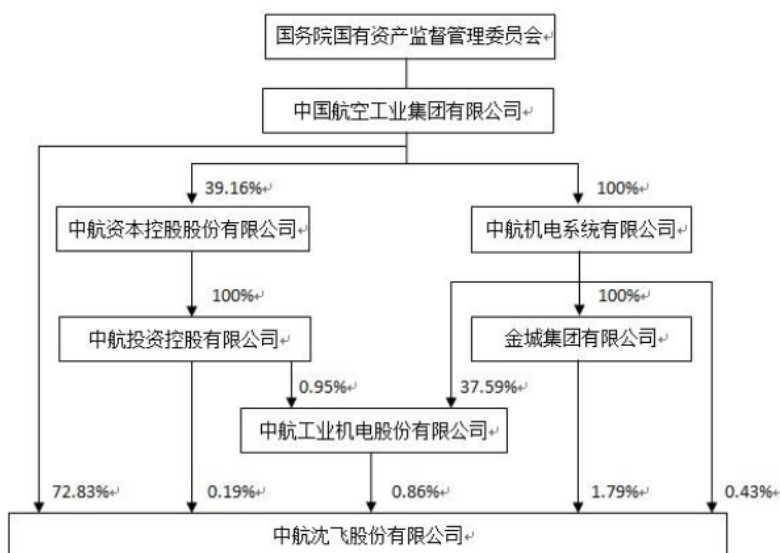
与市场差异观点：现金流反映盈利能力超过利润表，目前股价低估

我们认为中航沈飞目前市场预期差非常大，市场认为上市公司的资产质地和盈利能力与其他的军机主机厂类上市公司（中航飞机、中直股份）并无差别，并且公司目前估值较高（2017年归母净利润7.07亿元，截至4月16日收盘市值517亿，对应PE为73倍）。而我们认为，从公司的资产注入方案来看，军机主机厂中，中航沈飞是唯一真正实现核心军品资产整体上市的公司，因此中航沈飞的资产质地更优、盈利能力更强，预计未来几年的内生业绩增速快，同时下游的关联交易占比小，其报表能够反映完整的军机主机厂的经营状况。同时我们认为，受到军品定价机制等因素的影响，相比利润表，公司的现金流量表更能反映真实的经营情况，通过对公司2017年年报中利润、现金流等项目的分析，我们的结论是公司产品需求旺盛、业务快速发展，我们以自由现金流折现模型计算的公司合理市值为729亿元，对应股价为52.16元，认为目前公司股价低估。

1. 公司简介：歼击机龙头重组上市

中航沈飞全称中航沈飞股份有限公司（以下简称“公司”），原名为中航黑豹，1996年在上交所上市，截至2016年启动重组前，公司主营工程和物流运输类专用车，以及液压零部件业务，2016年8月，公司停牌启动重大资产重组，方案包括出售全部资产及负债、发行股份以79.80亿元对价收购沈阳飞机工业（集团）有限公司（以下简称“沈飞集团”）100%股权，同时向航空工业、机电公司、中航机电非公开发行股份募集配套资金不超过16.68亿元，2017年12月1日公司购买的沈飞集团100%股权完成过户，2018年1月12日上市公司改名为“中航沈飞”。沈飞集团是中国创建最早、规模最大的现代化歼击机设计、制造基地，重组完成后公司主营业务由专用车及零部件变为军用飞机制造，第一大股东和实际控制人仍为中航工业集团。

图表1：公司股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

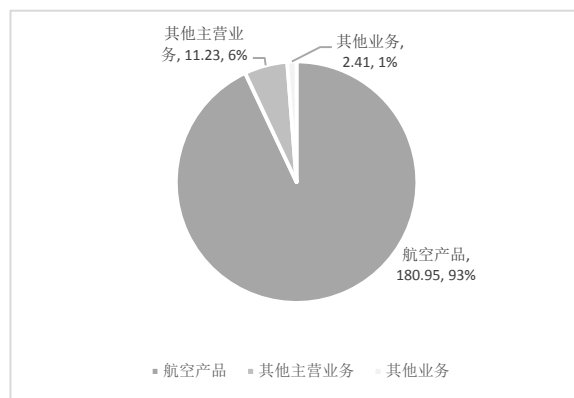
2017 年年报是公司重组完成后第一个年度报告，公司实现营业收入 194.59 亿元，同比增长 8.82%（调整后），归母净利润 7.07 亿元，同比增长 25.58%（调整后），公司的全资一级子公司沈飞集团实现收入 184.78 亿元，净利润 6.49 亿元，合并报表的扣非净利润为 6.04 亿元（承诺 5.98 亿元），上市公司利润超出沈飞集团的部分主要为实施重组出售资产所得的非经常性收益。

图表 2: 2015-2017 上市公司收入利润持续增长(亿元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3: 2017 年公司收入构成 (亿元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

整体上看，重组后的上市公司成为了国内唯一上市的歼击机总装制造商，2017 年经营状况良好，未来将继续受益于我国先进军用飞机的持续列装。

2. 公司产品为主力战机，处于快速列装期

沈飞集团前身是国营 112 厂（国营松陵机械公司），创建于 1951 年，1994 年沈阳飞机制造公司按照国有独资有限责任公司体制进行改建，改建后的公司名称变更为沈阳飞机工业（集团）有限公司。沈飞集团有着“中国重型歼击机的摇篮”之称，自 1951 年正式创建以来，先后生产了歼-5、歼-6、歼-7、歼-8、歼-11、歼-15、歼-16 和 FC-31 等机型几千架飞机，这些型号主要由中航工业沈阳飞机设计研究所（即中航工业 601 所）研制，601 所是新中国组建最早的飞机设计研究所，主要从事战斗机的总体设计与研究工作，是与沈飞集团一对一对应的设计单位。

目前沈飞集团主要生产的型号有歼-11、歼-15、歼-16，其中歼-11 歼击机是我国将进口的苏-27 国产化的型号，于 20 世纪 90 年代开始生产；歼-15 是 601 所参考苏-33 原型机并结合歼-11B 的工程经验研发，并由沈飞集团生产的双发重型舰载歼击机，2013 年开始列装交付；歼-16 是重型多用途歼击机，2017 年正式亮相建军 90 周年朱日和阅兵，未来将成为我国多功能的主力机型。而 FC-31 作为第四代中型战斗机也持续推进研发，改进版本于 2016 年 12 月 23 日成功首飞。

图表 4：公司主要产品为歼击机

型号	简介	图片
歼-11	歼-11是根据中俄两国1996年签署的协议，引进苏-27SK（苏-27的外销版）技术生产的双发重型第三代歼击机。首架由沈飞集团组装的歼-11于1998年12月首飞。2003年12月，改进型歼-11B首飞成功，2008年装备部队，装备海军航空兵的型号为歼-11B（H），升级国产数字式电传操纵系统的双座型为歼-11BS。	
歼-15	歼-15是601所参考苏-33，并结合歼-11B的工程经验研发，由沈飞集团生产的双发重型舰载歼击机。歼-15首架原型机于2009年首飞，2012年11月24日，552号歼-15原型机在“辽宁”舰上完成了首次拦阻着陆和滑跃起飞测试，可使用弹射器起飞的改进型歼-15原型机则在2016年7月首飞成功。	
歼-16	歼-16是601所结合引进的苏-30歼击轰炸机的结构设计经验和歼-11BS双座歼击机的数字式电传操纵系统，并应用新一代航空材料和机载设备打造的一款重型多用途歼击机。在2017年7月30日举行的建军90周年朱日和阅兵中，五架歼-16战机也首次正式亮相。	
FC-31	FC-31（代号“鹞鹰”）歼击机是第四代双发中型隐身歼击机验证机，由沈飞集团生产的首架原型机31001号于2012年首飞。改进版本于2016年12月23日成功首飞，该改进版本在机动性能、隐身性能及挂载能力方面都有所优化。	

资料来源：环球网，东吴证券研究所

我们认为，公司目前生产的机型中，重型多用途歼击机歼-16和重型舰载歼击机歼-15是近几年能够带动公司业绩快速增长的型号。

2.1 歼-16：对标 F-15E，预计将大规模列装

歼-16的定位是重型多用途歼击机，之所以被冠以“重型”和“多用途”的前缀，就是因为它载弹能力强，能够使用几乎所有国产对地、对海精确打击武器，肩负起远程对地、对海攻击的任务，同时又拥有优秀的空战能力。

美国的战斗机型号中，与歼-16定位相似的是 F-15E，F-15E“打击鹰”是美国麦克唐纳-道格拉斯公司在 F-15“鹰”的基础上改型设计的以对地攻击为主要任务的双座超音速战斗轰炸机，兼具对地攻击和空中优势能力，称为双重任务战斗机，1986年12月首飞，1988年4月服役。该机在外形上与 F-15D 基本相同，重新设计了发动机舱以及部分结构，使航程增加了33%，主要武器是1门20毫米6管航炮、还有11个武器外挂点，可挂载4枚“麻雀”导弹和4枚“响尾蛇”导弹，或8枚AIM-120中程空对空导弹，以及空对地导弹、集束炸弹、

核弹和各种制导炸弹，最大载弹量 11 吨。

F-15E 在服役不久就经受了实战考验，在沙漠风暴行动（1991 年海湾战争中美国及其盟友进攻作战行动的代号）中起到了举足轻重的作用，它们完成了 2400 个起落架次，共计 7700 个战斗飞行小时，还执行过近距离空中支援任务，在打击伊拉克装甲、火炮部队和地面上的飞机时也收获丰硕；2011 年利比亚内战期间，美军 F-15E 参与了攻击卡扎菲政权武装的任务。

图表 5：参加沙漠风暴行动的 F-15E



资料来源：凤凰网，东吴证券研究所

21 世纪以来，F-15E 发展出了两款衍生型号，一款是 2002 年签订合同为韩国研发的 F-15K，另一款是 2006 年波音公司（1997 年波音并购了 F-15E 的生产商麦克唐纳-道格拉斯公司）公开的 F-15E+，相比 F-15E，F-15K 和 F-15E+ 的挂载能力显著提升，外挂点总数达到了 17 个（翼下 15 个、机身下 2 个），同时 F-15E+ 的航电系统有质的提高，达到了四代战机的水平，但由于不具备隐身性能和超机动能力，整体还达不到四代机的标准，称为三代半战机。

图表 6：美国出售给韩国空军的 F-15K 型战机正在进行空中加油



资料来源：新浪军事，东吴证券研究所

2006 年距离 F-15E 的首次服役已有 18 年，美国的四代战斗机 F-22 和 F-35 已经成熟，但 F-15E 非但没有被替代，还在不断升级，主要原因在于：第一，F-15E 的功能和定位无法被四代战机取代，F-22 和 F-35 可在开战初期用于突破敌方防空系统，即所谓“踢开对方大门”，如拦截对方的战斗机、打击对方的雷达和导弹系统等，一旦突破防空系统，后续的对地打击任务则需由载弹能力强的 F-15E 执行；第二，F-15E 比四代战机要便宜的多，一架 F-22 的平均耗资高达 2.5 亿美元，低档的 F-35 也要 6000 万美元左右。据波音公司内部专门负责空军装备业务的主管理查德班霍尔泽对外宣称，F-15E+基本型的单价将不会超过 F-35，维持在 6000 万美元之内。

除了升级版的 F-15E 外，2015 年，波音又首次公开展示了“F-15 2040C”升级方案，该方案是在三代空优战机 F-15C 的基础上，借鉴 F-15E 的设计，打造出作战半径更大、载弹能力更强的空优战机。F-15C 作为第三代空优战机，原本应被第四代的 F-22 替代，但是昂贵的采购成本让时任国防部长罗伯特·盖茨在 2009 年痛下决心，结束了 F-22 的生产，最终仅仅装备了 187 架，远远少于美国空军期望的 350 架，而装备升级版的 F-15C 与 F-22 搭配使用成为了性价比更高的选择。

图表 7：2010 年 7 月 26 日，美国空军第 433 武器测试中队的 F-15C 与 F-22 升空，准备进行战术测试



图表 8：F-15 2040C 方案的武器外挂方案



资料来源：《兵器知识》杂志，东吴证券研究所

资料来源：《兵器知识》杂志，东吴证券研究所

通过上述分析可以看出，即使在四代战机成熟的时代，作战半径大、载弹能力强的三代/三代半战机依然无可取代，并且由于三代/三代半战机的价格相对便宜，其列装数量远超四代战机，根据《world air forces 2017》，美国空军装备的 F-15C/E 为 431 架，F-22 仅为 178 架。

2018 年 2 月，中国空军发布题为《歼-16 飞来了，歼-20 的好搭档！》宣传片，并且给出了官方解读：歼-16 作为国产新型战斗机，与歼-20 等战机搭档使用，形成制空、制海、制地作战的强大功能组合，将进一步增强空军的空中进攻和防空作战能力，推进中国空军战略转型实现新跨越。

图表 9：中国军网发布的歼-16 宣传片



资料来源：中国军网，东吴证券研究所

可以看出歼-16 的功能和定位与 F-15E 以及升级版的 F-15C 相似，我们认为，歼-16 作为兼具空战和对地对海攻击功能的重型多用途歼击机，是中国空军向攻防兼备发展转型的重要倚仗，预计未来也将大规模列装并且不断升级，从而带动公司业绩的持续增长。

2.2 歼-15：航母的持续建造带动舰载机需求

歼-15 作为航母的舰载机，其需求量与我国航空母舰的建造规划和进程紧密相关。2013 年，搭载我国第一艘航母“辽宁号”的首架量产型歼-15——100 号机在《新闻联播》中出现，2017 年 10 月，央视纪录片《强军》播出了 123 号歼-15 舰载机画面，根据编号可以看出歼-15 的产量达到 24 架，辽宁舰舰载战斗机正式满编。

图表 10：首架量产型歼-15——100 号机



资料来源：环球网，东吴证券研究所

图表 11：123 号歼-15 出现在央视纪录片中



资料来源：新浪军事，东吴证券研究所

我国的第二艘航母（即第一艘国产航母）001A “山东号”于 2017 年 4 月正式下水，目前正在舾装，预计舾装完成后将进行海试。中国国防部曾就 001A 型航母表示，仍采用歼-15 作为舰载战斗机，由于 001A 的满载排水量为 6.7 万吨与“辽宁号”相当，预计所需的舰载战斗机数量也与“辽宁号”相当。美国拥有的航母数量超过 10 艘，目前我国已知的航母为 2 艘。我们认为，未来我国将继续建造航空母舰，从而带动舰载机歼-15 的需求。

3. 唯一完整上市军机主机厂，现金流远超利润更能体现盈利水平

从公司的资产注入方案来看，军机主机厂上市公司中，中航沈飞是唯一真正实现核心军品资产整体上市的公司，因此中航沈飞的资产质地更优、盈利能力更强，同时下游的关联交易占比小，其报表能够反映完整的军机主机厂的经营状况。

图表 12：三家军机主机厂上市公司重组方案和关联交易对比

上市公司	重组时间	重组方案简介	2017 年向关联方销售产品的金额（亿元）	关联交易占同类交易比例
中航沈飞	2016-2017 年	出售上市公司所有资产及负债并购买沈飞集团 100% 股权。	15.97	8.31%
中直股份	2013 年	收购集团直升机相关资产，包括昌河航空、昌飞零部件、惠阳螺旋桨、天津公司以及哈飞集团拥有的与直升机零部件生产相关的资产。	108.19	未披露占比数据，2017 年中直股份总收入 120.48 亿元

中航飞机	2009-2012 年	向陕飞集团公司、中航起、中航制动、西飞集团公司发行股份购买其持有的航空业务相关资产，包括上述公司母公司的非股权类资产以及陕飞集团公司全资子公司锐方航空 100%的股权、中航制动全资子公司贵州新安 100%股权、中航制动控股子公司西安天元 45%的股权。	269.61	86.75%
------	-------------	--	--------	--------

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据 2017 年报，公司实现营业收入 194.59 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金为 263.55 亿元，净利润 7.04 亿元，经营性净现金流 32.68 亿元，从净利润推导出经营性净现金流的表格可以看出，二者的差距主要来源于本期应付增加 30.45 亿元。

图表 13：应付增加导致经营性净现金流远超净利润（亿元）

	净利润	7.04
加回 项	资产减值	0.14
	固定资产折旧	4.48
	无形资产摊销	0.53
	长期待摊费用摊销	0.02
	处置资产损失	0.34
	固定资产报废损失	-0.17
	财务费用	0.68
	投资损失	-1.09
	递延所得税资产减少	-0.07
	存货减少	1.75
	应收减少	-11.42
	应付增加	30.45
	经营性净现金流	32.68

资料来源：wind，东吴证券研究所

此处的应付项目是指 2017 年与公司经营活动相关的应付，包括与经营活动相关的应付账款、应付票据、其他应付款以及预收账款等。我们提取了公司资产负债表上的应付及预收项目，可以看出应付项目中占比较大的应付票据和应付账款在 2017 年都有所下降，尤其是应付票据大幅下降，但应付与预收项目合计同比增长约 30 亿元，主要来自于预收款项，2017 年公司预收款项 110.69 亿元，2016 年仅为 29.36 亿元，同比增长 81.33 亿元，增速 277%。从财务报表附注的预收款项列示也可看出，2017 年一年期以内的预收款大幅增长。预收的大幅增长导致了公司货币资金大幅增长，2017 年末公司货币资金为 92.47 亿元，占总资产比例为 35.04%。

图表 14：应付项目分拆——预收款大幅增长 81.33 亿是应付项目增长主因（亿元）

	2017	2016
应付票据	3.78	47.72
应付账款	56.04	62.99
应付职工薪酬	1.47	1.08
应交税费	1.15	1.32
其他应付款	2	3.45
预收款项	110.69	29.36
合计	175.13	145.92

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 15：2017 年报中公司预收款情况——1 年以内预收款大幅增长（亿元）

项目	期末余额	期初余额
1 年以内	99.67	18.59
1-2 年	10.18	9.87
2-3 年	0.00	0.02
3 年以上	0.84	0.88
合计	110.69	29.36

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

预收账款是指企业向购货单位或接受劳务单位预收的款项，这些预收款项需要企业在一定时间内以交付货物或提供劳务来偿付，在企业按照合同如期交货或提供劳务以后，预收账款才转为收入，债务才得以解除。一般来说，预收款项增长的同时，公司存货也会增长以应对未来的产品交付。存货方面，截至 2017 年底公司存货为 81.62 亿元，占总资产比例为 30.92%。同比下降 8.07%。存货中库存商品为 0，原材料、在产品、周转材料、发出商品分别为 24.51 亿元、57.05 亿元、0.04 亿元、0.0086 亿元。

图表 16：公司存货同比下降且库存商品为 0（单位：亿元）

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	24.51	1.8	22.72	25.65	2.06	23.6
在产品	57.05	0.62	56.43	59.43	0.63	58.8
库存商品				0.45	0.037	0.42
周转材料	0.04		0.04	0.0656		0.066
发出商品	0.0086		0.0086			
合计	81.62	2.42	79.2	85.61	2.73	82.88

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2017年，公司预收款大幅增长，存货却下降，并且库存商品为0，我们认为原因可能在于公司的产品已发出货款已收到但仍未满足确认收入的条件，根据年报，公司航空产品收入确认时点为根据相应的合同约定，取得验收单或者完成工作确认证明及开具具有收款权利的票据时确认收入。整体上我们认为，预收款项带动经营性现金流大幅增长体现出公司2017年经营情况良好，业务快速发展。

此外，公司应收、预付和关联交易的数据也进一步印证了业务正处于高速发展期。从应收和预付方面看，2017年公司的应收账款和预付账款都大幅增长，增速分别为61.84%和105.63%，主要是由于销售产品增加和预付采购贷款增加。

图表 17：2017 年应收和预付大幅增长（亿元）

	期末余额	期初余额	同比增长	情况说明
应收账款	17.56	10.85	61.84%	销售产品增加
预付账款	11.68	5.68	105.63%	预付采购贷款增加

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从关联交易方面看，根据公司发布的关于公司2017年度日常关联交易执行情况及2018年度日常关联交易预计情况的公告，2018年预计向中航工业集团购买商品的关联交易金额为109.08亿元，同比增长57.84%。

图表 18：公司预计 2018 年向中航工业集团采购的关联交易金额大幅增长（亿元）

关联交易类别	关联方	2018 年预计金额	2017 年实际发生金额	2018 年预计增速
向关联人购买原材料、燃料、动力等	中国航空工业集团有限公司及其下属公司	109.08	69.11	57.84%
接受关联人提供的劳务	中国航空工业集团有限公司及其下属公司	4.58	3.86	18.75%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为，公司的应收、预付、预收以及预计向上游购买商品的关联交易金额同时大幅增长，可以看出目前公司业务景气度高，处于快速发展阶段，因此我们认为公司业绩也将实现快速增长。

同时我们认为，对于军工企业尤其是主机厂来说，现金流比收入利润更能反映公司的经营情况，原因在于在现行的军品定价规则下（成本加成5%），军工企业没有降低成本提高利润水平的意识，即使在盈利情况较好的时候，也没有提升利润表中利润率的动力，因此相比利润表，企业经营活动所收入和支出的现金流更能反映企业的经营情况。中航沈飞2015-2017年的经营性净现金流波动较大，但平均处理后现金流依然远超过归母净利润，我们认为，以现金流折现法对公司进行估值更加合理。

图表 19：公司 2015-2017 年归母净利润与经营性净现金流对比（亿元）

	2015	2016	2017	3 年平均
经营性净现金流	37.36	-20.11	32.66	16.64
归母净利润	2.29	5.63	7.07	5.00

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测、估值和投资建议

我们对于公司各项业务的收入和毛利率预测假设如下：

航空产品方面，我们认为目前公司产品需求旺盛，随着我国歼击机的持续列装，公司航空业务将保持快速增长，预计 2018-2020 年收入为 225 亿元、305 亿元、366 亿元，增速为 24.14%、35.91%、20%；毛利率方面，我们认为随着歼击机产品升级，毛利率也将逐渐提升，假设 2018-2020 年毛利率为 9.80%、10.00%、10.25%；

其他业务方面，假设业务收入和毛利率都保持稳定。

图表 20：公司各项业务的收入和毛利率预测假设（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
航空产品	16252.01	18095.01	22462.50	30529.41	36635.29
YoY		11.34%	24.14%	35.91%	20.00%
毛利率	8.50%	9.58%	9.80%	10.00%	10.25%
其他产品	1334.05	1123.40	1123.40	1123.40	1123.40
YoY		-15.79%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	7.42%	8.29%	8.29%	8.29%	8.29%
其他业务	295.44	240.87	240.87	240.87	240.87
YoY		-18.47%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.08%	9.96%	9.96%	9.96%	9.96%
收入合计	17881.50	19459.28	23826.77	31893.68	37999.56
YoY		8.82%	22.44%	33.86%	19.14%
毛利润合计	1504.28	1850.62	2318.45	3170.06	3872.24
综合毛利率	8.41%	9.51%	9.73%	9.94%	10.19%

资料来源：wind，东吴证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 8.13 亿元、10.46 亿元、12.22 亿元，每股收益为 0.58 元、0.75 元、0.87 元，对应 PE 为 64 倍、49 倍、42 倍。

同时我们认为，企业自由现金流（FCF，是指扣除税收、必要的资本性支出和营运资本增加后，能够支付债权人和股东的现金流量）更能够反映公司的经营情况，FCF 大致等于经营性净现金流减去资本开支的支出，2017 年公司经营性净现金流为 32.68 亿元，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 6.81 亿元，因此 FCF 约为 25.87 亿元。我们用企业自由现金流折现的方法对公司进行估值，关键假设如下：

收入和现金流增长方面，2018-2020 年收入增速与上文相同，2021-2024 年增速为 15%、13%、12%、11%，2025-2027 年增速为 10%；2028 年及以后的自由现金流永续增长率为 4%；

所得税税率保持稳定在 13%；

折现率方面，假设无风险利率等于一年期国债到期收益率 3.17%，股票收益率取上证综指近 20 年的月度收益率年化值，为 8.35%，则股票收益率风险溢价为 $8.35\% - 3.17\% = 5.18\%$ ；贝塔值取公司股价自 2017 年初至今相对上证综指的贝塔，为 1.37，则股权回报率为 $3.17\% + 1.37 * 5.18\% = 10.27\%$ ，同时假设债权回报率为 6.5%，则根据公司股权市值和 2018 年预期债务总额比例计算出的 WACC 为 10.14%。

在以上假设下，我们用自由现金流折现法计算出的公司合理市值为 729 亿元，对应股价为 52.16 元。

图表 21：自由现金流折现模型假设（亿元）

		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT		9.7	13.0	15.7	18.5	20.9	23.5	26.0	28.6	31.5	34.6	
所得税税率		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
EBIT*(1-所得税税率)		8.4	11.3	13.7	16.1	18.2	20.4	22.6	24.9	27.4	30.1	
折旧与摊销		3.9	5.0	6.0	6.9	7.9	8.9	10.1	11.3	12.5	13.9	
营运资金的净变动		18.7	34.2	26.8	43.3	43.3	41.2	44.3	20.9	35.3	38.3	
资本性投资		-8.2	-9.5	-10.6	-11.5	-12.4	-13.2	-14.2	-15.1	-16.1	-17.2	
FCFF		22.7	41.0	35.8	54.8	57.1	57.3	62.8	41.9	59.1	65.1	1102.9
PV(FCFF)		20.7	33.8	26.8	37.3	35.2	32.1	31.9	19.4	24.8	24.8	419.8
核心企业价值	707											
减：净债务	-22											
股票价值	729											
每股价值（元）	52.16											

资料来源：wind，东吴证券研究所

由于现金流折现模型对折现率和永续增长率非常敏感，因此我们对这两个变量做敏感性分析，将 WACC 上浮 0.5 个百分点、永续增长率下浮 0.5 个百分点作为悲观情形，将 WACC 下浮 0.5 个百分点、永续增长率上浮 0.5 个百分点作为乐观情形，在乐观情形下的合理市值为 843 亿元，对应股价 60.37 元，悲观情形下合理市值为 646 亿元，对应股价为 46.20 元。

图表 22：自由现金流折现模型敏感性分析

	WACC	永续增长率	合理市值（亿元）	合理股价（元）
乐观	9.64%	4.50%	843	60.37
中性	10.14%	4.00%	729	52.16
悲观	10.64%	3.50%	646	46.20

资料来源：wind，东吴证券研究所

我们认为由于现金流更能体现公司真实经营情况，因此用自由现金流折现模型对公司的估值更具参考意义。我们认为公司作为国内唯一上市的歼击机总体制造商，能够受益于我国先进军用飞机的持续列装，业务具有高成长性，维持“买入”评级。

5. 风险提示

歼击机生产和交付进度不及预期，由于公司产品的生产过程复杂，上游零部件、发动机等产品的生产进度都会对公司产品生产造成影响，因此未来产品的生产交付存在一定不确定性；

新型号研制进度不及预期，公司主要产品歼击机的研制周期长，且主要的研制工作由科研院所承担，公司主要负责生产，无法把控产品研制的进度，若产品研制进度不及预期，将会对公司业绩造成影响。

自由现金流折现模型本身具有局限性，估值结果仅作为参考。自由现金流模型的结果对折现率假设非常敏感，同时折现率相关假设主观性较强，因此估值结果仅作为参考。

中航沈飞三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	20157.5	24667.9	33528.6	40898.8	营业收入	19459.3	23826.8	31893.7	37999.6
现金	9246.9	11950.4	16621.1	20794.9	营业成本	17607.9	21508.3	28723.6	34127.3
应收款项	1773.8	2154.2	2796.2	3331.5	营业税金及附加	48.9	59.9	105.2	125.4
存货	7919.6	9133.7	12197.7	14492.4	营业费用	34.8	47.7	102.1	190.0
其他	1217.3	1429.6	1913.6	2280.0	管理费用	1070.4	1277.6	1698.7	2017.4
非流动资产	6231.7	6932.3	7634.1	8350.9	财务费用	34.3	23.4	83.4	155.0
长期股权投资	472.0	722.0	972.0	1222.0	投资净收益	108.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	4255.1	4739.6	5225.2	5725.9	其他	15.7	33.8	33.8	33.8
无形资产	1015.2	981.3	947.5	913.7	营业利润	787.6	943.7	1214.5	1418.3
其他	489.4	489.4	489.4	489.4	营业外净收支	20.9	0.0	0.0	0.0
资产总计	26389.2	31600.2	41162.6	49249.7	利润总额	808.5	943.7	1214.5	1418.3
流动负债	18000.3	21698.2	29535.6	35738.0	所得税费用	104.9	122.7	157.9	184.4
短期借款	218.5	800.0	1600.0	2500.0	少数股东损益	-3.2	8.2	10.6	12.3
应付账款	5982.7	6482.0	8656.4	10284.9	归属母公司净利润	706.8	812.8	1046.0	1221.6
其他	11799.0	14416.3	19279.2	22953.1	EBIT	750.1	967.1	1297.9	1573.3
非流动负债	1081.8	1855.9	2630.0	3404.1	EBITDA	1250.7	1355.0	1800.8	2170.8
长期借款	450.0	650.0	850.0	1050.0					
其他	631.8	1205.9	1780.0	2354.1	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	19082.1	23554.1	32165.6	39142.1	每股收益(元)	0.51	0.58	0.75	0.87
少数股东权益	174.2	181.6	191.1	202.2	每股净资产(元)	5.11	5.63	6.30	7.09
归属母公司股东权益	7132.9	7864.5	8805.9	9905.3	发行在外股份(百万股)	1397.2	1397.2	1397.2	1397.2
负债和股东权益总计	26389.2	31600.2	41162.6	49249.7	ROIC(%)	15.5%	12.6%	24.6%	60.9%
					ROE(%)	9.9%	10.3%	11.9%	12.3%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	9.3%	9.5%	9.6%	9.9%
经营活动现金流	3266.3	3077.8	4980.0	4510.4	EBIT Margin(%)	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%
投资活动现金流	-331.4	-1074.5	-1204.7	-1314.4	销售净利率(%)	3.6%	3.4%	3.3%	3.2%
筹资活动现金流	1686.1	700.2	895.4	977.8	资产负债率(%)	72.3%	74.5%	78.1%	79.5%
现金净增加额	4619.0	2703.5	4670.7	4173.8	收入增长率(%)	1585.6%	22.4%	33.9%	19.1%
折旧和摊销	500.6	387.9	502.9	597.6	净利润增长率(%)	2445.6%	15.0%	28.7%	16.8%
资本开支	-4344.7	-824.5	-954.7	-1064.4	P/E	73.11	63.57	49.39	42.30
营运资本变动	7175.0	1869.7	3421.5	2680.1	P/B	7.24	6.57	5.87	5.22
企业自由现金流	4079.1	2274.5	4098.9	3582.0	EV/EBITDA	56.57	55.52	46.55	41.83

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 2017 年业绩增长率为未调整数据

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

