

中航沈飞 (600760)

收入利润大幅提升，成本费用率趋稳 买入 (维持)

2018年5月1日

事件：公司发布2018年一季报，2018Q1公司实现营业收入17.46亿元，同比增长468.33%，归母净利润-2229万元，同比亏损大幅收窄（2017Q1亏损1.87亿元）。

投资要点

■ 推进均衡生产，Q1收入利润同比大幅提升，成本费用率趋稳

2018Q1公司实现营业收入17.46亿元，同比增长468.33%，归母净利润-2229万元，同比亏损大幅收窄（2017Q1亏损1.87亿元）。公司收入利润的大幅提升，主要原因是公司推进均衡生产，2018年各季度产品交付计划节点与上年同期相比前移，同时公司预计上半年主要产品交付与上年同期相比将大幅改善，上半年累计净利润与上年同期相比将实现扭亏为盈。

毛利率方面，2018Q1公司销售毛利率为8.07%，2017Q1和2017全年分别为14.1%和9.51%；**费用率方面**，2018Q1公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.13%、9.26%、-1.54%，2017Q1为2.77%、66.31%、-3.09%，2017全年为0.18%、5.23%、0.18%。可以看出，公司2018Q1毛利率和费用率与2017Q1相比波动很大，与2017全年相对较为接近，我们认为这是由于一般情况下军品结算多集中在下半年或四季度，军工企业一季度收入占比小，利润率和费用率波动大，由于公司2018年推进均衡生产，因此2018Q1的成本费用率与2017全年相比波动相对较小。

■ 仍有大量在手预收，存货小幅增长

我们在年报点评中重点关注了公司的预收和存货数据，认为预收大幅增长体现出公司产品需求旺盛，未来收入增长潜力大，2018Q1公司预收款项为107.77亿元，相比2017年末小幅下降2.64%，存货为82.77亿元，相比2017年末增长4.51%。整体上看截至2018Q1公司账上仍有大量预收货款，同时存货有所增长，我们认为随着公司生产和交付的推进，预计2018全年能够实现快速增长。

■ 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。

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

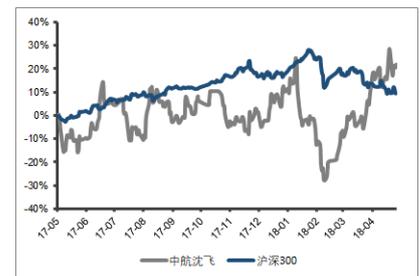
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 周佳莹

zhoujy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.60
一年最低/最高价	22.51/41.75
市净率(倍)	7.58
流通A股市值(百万元)	13315.07

基础数据

每股净资产(元)	5.10
资产负债率(%)	72.60
总股本(百万股)	1397.22
流通A股(百万股)	344.95

相关研究

1. 中航沈飞深度报告：主力战机列装带动业务高速发展，现金流模型重估公司价值

2018-4-16

2. 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

附录

图表 1：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 $8.35\% - 3.17\% = 5.18\%$ ；贝塔值取公司股份自 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 2：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

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>

