

# 中航沈飞 (600760)

## 发布股权激励计划，进入业绩释放和兑现期买入（维持）

2018年5月16日

**事件：**公司于5月16日公布A股限制性股票激励计划（第一期），拟向董事、高管、管理和技术骨干共92人授予407.27万股限制性股票，授予价格为22.53元/股，占总股本比例为0.2915%，禁售期2年，解锁期3年，每年解锁比例为1/3。

同时公司发布A股限制性股票长期激励计划（草案），拟在10年有效期内，以限制性股票的方式，分期实施股权激励计划，累计用于激励的股票总量不超过公司总股本的10%。

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

### 投资要点

#### ■ 实施股权激励，进入业绩释放和兑现期

我们在公司深度报告中提出，相比利润表，公司的现金流更能体现实际经营状况，并且由现金流所体现出的盈利水平大幅好于利润表。我们认为，一直以来包括中航沈飞在内的多数军工国企上市公司缺少业绩释放的诉求，而此次公司激励计划提出了明确的业绩目标——3年解锁期每期的解锁条件为可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于10%、10.5%、11%，同时我们认为，实施激励后，利润表将逐渐向现金流量表靠拢，进入业绩释放和兑现期。

公司此次授予的限制性股票占总股本比例为0.2915%，同时公司发布为期10年的长期股权激励计划中，用于激励的股票总量上限为总股本的10%，未来继续实施激励的空间还很大。我们认为持续的激励措施是公司业绩长期保持高增速的保障，看好公司长期发展前景。

#### ■ 军工龙头公司，未来有望走出独立行情

一直以来，制约军工国企上市公司实施股权激励的因素较多，比如国家政策和集团层面是否支持、研发单位在体外等，因此军工国企筹划和实施激励面临较多困难。中航沈飞是军工总装上市公司中第一家发布股权激励计划的公司，我们认为具有标杆性意义，无论从上市资产完整性、军工产业链地位还是员工激励方面来看，中航沈飞都是军工行业的标杆和龙头公司，未来有望走出独立行情。

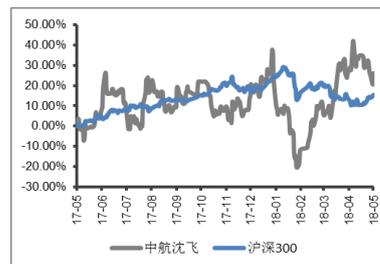
#### ■ 盈利预测、估值与投资建议

我们认为此次激励计划实施后，公司利润表将逐渐向现金流量表靠拢，因此上调盈利预测，我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为8.58亿元、11.07亿元、12.94亿元，每股收益为0.61元、0.79元、0.93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743亿元，对应股价为53.21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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	36.17
一年最低/最高价	22.51/41.75
市净率（倍）	7.10
流通A股市值（百万元）	12476.84

### 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2018一季报点评 收入利润大幅提升，成本费用率趋稳 2018-5-1
2. 航沈飞深度报告：主力战机列装带动业务高速发展 2018-4-16
3. 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：公司限制性股票激励计划（第一期）解锁条件

第一期解锁	1、可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 <b>6.50%</b> ，且不低于对标企业75分位水平； 2、可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 <b>10.00%</b> ，且不低于对标企业75分位水平； 3、可解锁日前一个会计年度EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA大于0。
第二期解锁	1、可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 <b>7.50%</b> ，且不低于对标企业75分位水平； 2、可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 <b>10.50%</b> ，且不低于对标企业75分位水平； 3、可解锁日前一个会计年度EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA大于0。
第三期解锁	1、可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 <b>8.50%</b> ，且不低于对标企业75分位水平； 2、可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 <b>11.00%</b> ，且不低于对标企业75分位水平； 3、可解锁日前一个会计年度EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA大于0。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：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 743 亿元，对应股价为 53.21 元。

图表 3：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		10.2	13.7	16.6	19.5	22.0	24.7	27.4	30.1	33.1	36.4	
所得税税率		13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
EBIT*(1-所得税税率)		8.9	11.9	14.4	17.0	19.2	21.5	23.8	26.2	28.8	31.7	
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		18.4	34.1	26.7	43.2	43.3	41.1	44.2	20.8	35.2	38.2	
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		22.9	41.5	36.5	55.6	58.0	58.3	63.9	43.2	60.4	66.6	1128.1
PV(FCFF)		20.8	34.2	27.3	37.8	35.8	32.7	32.5	19.9	25.3	25.3	429.5
核心企业价值	721											
减：净债务	-22											
股票价值	743											
每股价值（元）	53.21											

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>

