



军工核心资产，未来有望量价齐升

——中航沈飞（600760）事件点评

2018年05月21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：

公司近期观点更新。

观点：

- 对于沈飞未来的业绩支撑重点，我们已多次强调，主要增量看点在歼16和歼31。军工行业未来高景气度确认，航空装备是未来发展重点，公司核心军品资产未来有望量价齐升。

歼-16是我国为适应空军战略转型需要而自行研发的新型多用途双座双发重型战斗机，它可以在同一平台上通过携带不同的机载武器执行高强度对空、对地、对海作战任务，具有较强的超视距空战能力和对海对地打击能力，是夺取制空权和协同作战的重要力量。与以往偏重防守的战斗机不同，歼-16是中国空军未来“攻”出去的核心力量，采用两台国产WS-10B发动机（单台推力高达14吨），使得其作战半径长达1500公里，还可以进行空中加油，这些都足以支撑这款大航程战斗机进行中远程打击、远海攻击等作战任务，是中国空军从“国土防空”向“攻防兼备”进行战略转型的重要载体。

关于未来歼-16的规模预测：根据新闻报道，当前东部战区和西部战区各有一个航空兵旅共4个飞行大队装备了歼-16，推测目前已有48架歼-16列装部队。从替换空间来看，苏-30MKK入列已有18年，其雷达、航电等已不能适应当前乃至今后的作战需求，歼轰-7也暴露出机型老化、航程不足等问题。将来歼-16或将主要用于替代这100架左右的苏-30和200多架歼轰-7，替换空间为300多架。

歼-31（鹞鹰）是沈飞研制的第五代单座双发中型隐身战斗机，我们预测，如果歼-31上舰，未来我国双航母战斗群可能需要80-90架歼-31，还不包括外贸出口订单。

- 公司最新主力机型歼15和歼16的交付或已进入正式审定价执行阶段，通常情况下审定价格高于暂定价格，后续价差补偿有望加速业绩释放。

军品生产不同于民品生产，通常在生产定型阶段前，公司先按暂定价格与客户签订供货合同计价结算，待产品完全定型、军方最终审定价格后，方按审定价格计价结算。因此，当暂定价格与审定价格不一致时，合同双方须按多退少补的原则补齐差价。通常情况下，审定价格高于暂定价格，公司一般在收到审定价协议或类似凭据当期确认价差收入。

从公司最新主力机型的量产进度来看：舰载机歼15首次于2013年12月被新华网等媒体评论认为已正式定型列装，歼16则于2016年11月被报道正式批量部署在甘肃酒泉鼎新空军基地。我们判断，目前这两款机型均有可能在正式定型量产交付后逐步切换至正式审定价执行阶段，按照通常情况下审定价格高于暂定价格，未来2-3年或有望进入这两款机型的价差补偿期，同时本身执行更高的审定价格也相当于产品提价，公司未来业绩有望加速释放。

- 随着歼31立项工作的推进，研制进度有望加速突破。2018年5月13日，央视网虎威堂发布的一段视频中提及“随着FC-31（鹞鹰）战机立项工作的推进，中国航母舰载战斗机的战力将获得质的提升”，我们判断目前歼31已获得正式立项工作的推进，有了立项研制费用的支持，进度也有望加速突破。
- 未来还将充分受益于军品定价机制改革，业绩弹性可期。公司的战机总装产品利润受限于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3.17%、3.15%、3.62%。2018年3月中央军民融合委第三次全体会议再次强调“实现关键性改革突破，加快国防科技工业体制、装备采购制度、军品价格和税收等关键性改革”。我们认为，2018年已正式进入军工体制市场化改革和军民融合深度发展的落地攻坚阶段，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。
- 股权激励计划推出，中长期发展信心足。公司5月16日发布了拟推出第一期股权激励计划和10年期长期股权激励计划的公告，第一期对业绩成长性的主要解锁条件为分3期每一期解锁日的前一会计年度需满足扣非后净利润复合增长率分别不低于10.0%、10.5%、11.0%；禁售期为2年，禁售期满次日起的3年为解锁期。我们认为，这一业绩解锁条件预示未来5年公司的经营业绩将呈现加速增长态势，且以对标企业前25%作为约束条件也充分显示了管理层对自身经营发展的坚定信心。

结论：

我们预计公司2018-2020年营收分别为241.9、301.5、371.5亿元，归母净利润分别为8.9、11.4、14.4亿元；EPS为0.64/0.81/1.03元，对应当前股价PE分别为60X/47X/37X。目前市值对应PS估值2.2倍，考虑到公司目前防务平台的排他性地位，给予2.5倍PS，目标市值为605亿元，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	34435	54236	78550	营业收入	1154	19459	24188	30152	37150
货币资金	300	9247	16089	30366	48108	营业成本	1089	17608	21954	27342	33650
应收账款	35	1756	2982	3717	4580	营业税金及附加	10	49	73	106	149
其他应收款	90	14	18	22	27	营业费用	49	35	60	90	130
预付款项	88	1168	2515	4192	6256	管理费用	93	1018	1294	1628	2025
存货	237	7920	10826	13484	16594	财务费用	34	34	-111	-223	-383
其他流动资产	171	49	17	-22	-69	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	1004	1295	1666
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	8.00
资产总计	1699	26389	40222	59717	83700	利润总额	20	808	1033	1321	1688
流动负债合计	1069	18000	30932	49396	72060	所得税	1	105	137	177	225
短期借款	500	219	0	0	0	净利润	19	704	896	1144	1463
应付账款	162	5604	3007	3745	4610	少数股东损益	-8	-3	6	7	20
预收款项	59	11069	24755	41815	62836	归属母公司净利润	28	707	890	1137	1443
一年内到期的非	100	0	0	0	0	EBITDA	167	2285	1396	1582	1794
非流动负债合计	58	1082	1177	1177	1177	EPS (元)	0.08	0.51	0.64	0.81	1.03
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	32108	50573	73237	成长能力					
少数股东权益	133	174	180	188	208	营业收入增长	-31.96%	1585.60%	24.30%	24.66%	23.21%
实收资本(或股	345	1397	1397	1397	1397	营业利润增长	-83.94%	#####	27.45%	28.97%	28.70%
资本公积	576	6069	6069	6069	6069	归属于母公司净利润	25.86%	27.81%	25.86%	27.81%	26.92%
未分配利润	-496	-363	420	1421	2690	获利能力					
归属母公司股东	439	7133	7918	8941	10240	毛利率(%)	5.66%	9.51%	9.24%	9.32%	9.42%
负债和所有者权	1699	26389	40222	59717	83700	净利率(%)	1.69%	3.62%	3.70%	3.80%	3.94%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
						3.82%					
						1.63%					
						2.68%					
						2.21%					
						1.90%					
						6.32%					
						9.91%					
						11.23%					
						12.72%					
						14.09%					
经营活动现金流	133	3266	6915	14287	17598	偿债能力					
净利润	19	704	896	1144	1463	资产负债率(%)	66%	72%	80%	85%	87%
折旧摊销	192.72	1462.97	0.00	417.16	423.91	流动比率	0.87	1.12	1.11	1.10	1.09
财务费用	34	34	-111	-223	-383	速动比率	0.65	0.68	0.76	0.83	0.86
应收账款减少	0	0	-1226	-735	-863	营运能力					
预收帐款增加	0	0	13686	17060	21020	总资产周转率	0.54	1.39	0.73	0.60	0.52
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	5.62	8.93	8.89
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	0.64	0.81	1.03
筹资活动现金流	70	1686	-101	109	239	每股净现金流(最新	0.26	3.31	4.90	10.22	12.70
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.27	5.11	5.67	6.40	7.33

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	478.38	75.04	60.11	47.03	37.06
资本公积增加	18	5492	0	0	0	P/B	30.06	7.50	6.75	5.98	5.22
现金净增加额	90	4621	6842	14277	17742	EV/EBITDA	80.69	19.65	27.11	14.89	3.24

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。