

推进均衡生产，业绩同比大幅提升

买入（维持）

2018年08月31日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 周佳莹

021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	19,459	23,827	31,894	38,000
同比（%）	1562.0%	22.4%	33.9%	19.1%
归母净利润（百万元）	707	858	1,107	1,294
同比（%）	1857.1%	21.4%	29.1%	16.9%
每股收益（元/股）	0.51	0.61	0.79	0.93
P/E（倍）	72.79	59.97	46.47	39.76

投资要点

■ 推进均衡生产，业绩同比大幅提升

上半年公司实现营业收入62.57亿元，增速519.27%，归母净利润9975万元，同比扭亏为盈。

收入大幅增长主要原因是公司推进均衡生产，2018年各产品交付节点与上年同期相比前移，根据“1225”交付目标，公司上半年要交付全年产品的三成，根据此前中国航空报报道，沈飞已按计划完成上半年任务。

利润方面，我们认为公司实施均衡生产后，各项成本费用率与上年同期可比性很低，应与2017年全年作对比。上半年公司整体销售净利率为1.63%，比2017全年的3.62%下降1.99个百分点，从利润表上看，主要原因在于：1、2018H1营业成本占销售比例为91.96%，较2017全年水平+1.47pct；2、上半年确认资产减值损失5629万元（全部为坏账损失），2017全年仅为1402万元；3、上半年投资净收益为-2616万元，2017年为1.09亿元。

同时，由于持续推进均衡生产，公司预计三季度主要产品交付与上年同期相比预计将大幅改善，三季度累计净利润与上年同期相比将扭亏为盈。

■ 上半年现金流低于净利润，预计全年将与利润匹配

上半年经营性净现金流-25.21亿元，与上年同期-33.2亿元相比显著好转，但大幅低于当期净利润。从报表上看，上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金为16.12亿元，小于营业收入62.57亿元，同时，与2017期末相比，2018H1末存货增加13.07亿元，以及经营性应付项目减少21.1亿元，是导致经营性净现金流小于净利润的主要原因，这里的经营性应付项目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，其中预收款项2018H1末为67.62亿元，比2017期末110.69亿元显著下降。整体上看，上半年客户支付的现金较少以及存货增加，是经营性净现金流小于利润的主要原因。

■ 盈利预测和投资建议

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，并且实施股权激励后，将逐渐进入业绩释放和兑现期，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，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)	36.82
一年最低/最高价	22.51/41.75
市净率(倍)	7.13
流通A股市值(百万元)	12700.88

基础数据

每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	69.74
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 发布股权激励计划，进入业绩释放和兑现期 2018-5-15》 2018-05-16

1. 推进均衡生产，业绩同比大幅提升

上半年公司实现营业收入 62.57 亿元，增速 519.27%，归母净利润 9975 万元，同比扭亏为盈。

收入大幅增长主要原因是公司推进均衡生产，2018 年各产品交付节点与上年同期相比前移，根据“1225”交付目标，公司上半年要交付全年产品的三成，根据此前中国航空报报道，沈飞已按计划完成上半年任务。

利润方面，我们认为公司实施均衡生产后，各项成本费用率与上年同期可比性很低，应与 2017 全年作对比。上半年公司整体销售净利率为 1.63%，比 2017 全年的 3.62% 下降 1.99 个百分点，从利润表上看，主要原因在于：1、2018H1 营业成本占销售比例为 91.96%，较 2017 全年水平+1.47pct；2、上半年确认资产减值损失 5629 万元（全部为坏账损失），2017 全年仅为 1402 万元；3、上半年投资净收益为-2616 万元，2017 年为 1.09 亿元。

同时，由于持续推进均衡生产，公司预计三季度主要产品交付与上年同期相比预计将大幅改善，三季度累计净利润与上年同期相比将扭亏为盈。

2. 上半年现金流低于净利润，预计全年将与利润匹配

上半年经营性净现金流-25.21 亿元，与上年同期-33.2 亿元相比显著好转，但大幅低于当期净利润。从报表上看，上半年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 16.12 亿元，小于营业收入 62.57 亿元，同时，与 2017 期末相比，2018H1 末存货增加 13.07 亿元，以及经营性应付项目减少 21.1 亿元，是导致经营性净现金流小于净利润的主要原因，这里的经营性应付项目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，其中预收款项 2018H1 末为 67.62 亿元，比 2017 期末 110.69 亿元显著下降。整体上看，上半年客户支付的现金较少以及存货增加，是经营性净现金流小于利润的主要原因。

表 1：2018H1 从净利润向经营性净现金流推导（亿元）

净利润	1.02
加：资产减值准备	0.56
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1.94
无形资产摊销	0.24
长期待摊费用摊销	0.01
财务费用	0.08
投资损失	0.26

递延所得税资产减少	-0.16
存货的减少	-13.07
经营性应收项目的减少	5.01
经营性应付项目的增加	-21.10
经营活动产生的现金流量净额	-25.21

数据来源：公司中报

我们认为，第一，预收款项的减少和存货的增加，说明公司正积极推进产品的生产和交付；第二，上半年军队客户打款少是正常现象，公司推进均衡生产是将产品交付节点同比前移，而客户打款依然会集中于下半年，自 2017 年底以来军队客户订单下达和打款加速的大趋势没有改变，我们预计公司全年现金流能够与当期利润形成匹配。

3. 盈利预测和投资建议

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，并且实施股权激励后，将逐渐进入业绩释放和兑现期，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，维持“买入”评级。

4. 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。

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	20,158	13,545	28,166	23,443	营业收入	19,459	23,827	31,894	38,000
现金	9,247	10,429	13,308	16,227	减:营业成本	17,608	21,473	28,733	34,196
应收账款	1,756	1,222	1,140	1,675	营业税金及附加	49	60	105	125
存货	7,920	1,356	11,916	4,564	营业费用	35	48	102	190
其他流动资产	1,235	537	1,803	976	管理费用	1,018	1,191	1,595	1,896
非流动资产	6,232	8,027	9,472	10,485	财务费用	34	61	85	117
长期股权投资	472	722	972	1,222	资产减值损失	14	0	0	0
固定资产	2,861	3,650	4,814	5,509	加:投资净收益	109	0	0	0
在建工程	1,394	2,395	2,515	2,671	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,015	981	894	806	营业利润	788	994	1,274	1,475
其他非流动资产	489	278	277	277	加:营业外净收支	21	0	0	0
资产总计	26,389	21,572	37,639	33,927	利润总额	808	994	1,274	1,475
流动负债	18,000	12,246	27,164	22,156	减:所得税费用	105	127	154	168
短期借款	219	800	1,600	2,500	少数股东损益	-3	9	12	13
应付账款	5,604	1,428	7,982	3,217	归属母公司净利润	707	858	1,107	1,294
其他流动负债	12,177	10,018	17,582	16,439	EBIT	574	745	1,008	1,174
非流动负债	1,082	1,152	1,182	1,172	EBITDA	1,076	1,255	1,716	2,102
长期借款	450	520	550	540					
其他非流动负债	632	632	632	632	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	19,082	13,398	28,346	23,327	每股收益(元)	0.51	0.61	0.79	0.93
少数股东权益	174	183	195	208	每股净资产(元)	5.11	5.72	6.51	7.44
归属母公司股东权益	7,133	7,991	9,098	10,392	发行在外股份(百万股)	1397	1397	1397	1397
负债和股东权益	26,389	21,572	37,639	33,927	ROIC(%)	5.9%	6.4%	7.3%	7.2%
					ROE(%)	9.6%	10.6%	12.0%	12.3%
					毛利率(%)	9.5%	9.9%	9.9%	10.0%
					销售净利率(%)	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%
					资产负债率(%)	72.3%	62.1%	75.3%	68.8%
					收入增长率(%)	1562.0%	22.4%	33.9%	19.1%
					净利润增长率(%)	1857.1%	21.4%	29.1%	16.9%
					P/E	72.79	59.97	46.47	39.76
					P/B	7.21	6.44	5.65	4.95
					EV/EBITDA	40.67	34.57	24.12	18.75

数据来源: 贝格数据, 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>

