

# 中航沈飞 (600760)

## 归母净利润大幅翻红，高景气下毛利率与存货趋势延续！

### 事件：前三季度归母净利润同比大幅翻红，经营性现金流改善显著

10月22日晚公司发布三季报，1-9月营业收入115.93亿元，同比+301.42%，主要是公司推进均衡生产、本期销售同比增加所致；归母净利润3.13亿元（去年同期-4.30亿元），同比实现大幅翻红，主要是由于公司销售与管理费用下降、利息净收入同比增加所致；经营性现金流量净额-11.57亿元（去年同期-32.02亿元），同比显著改善，主要是本期支付的货款同比减少所致。

### 高景气周期下毛利率改善趋势延续，存货保持高位预示交付高峰临近

从经营业绩看，前三季度毛利率7.76%，维持上半年8.04%的改善趋势（17H1仅5.49%）；加权平均ROE 4.29%，同比增13.91个百分点。我们认为，公司毛利率与ROE的改善可能是由于军方对沈飞新品需求的上升：央视2018年3月1日发布空军宣传片称，J16和J20等新型战机将推进中国空军战略转型实现新跨越。我们有理由认为，新品出现或将带动公司毛利率维持高水平。我军对新型战机需求望持续增长，公司业绩望进入上升快车道。

从资产负债表看，存货89.99亿元，比年初+13.62%；应收票据/账款共21.57亿元，比年初+22.6%，主要是销售产品增加所致；预收款项68.47亿元，比年初-38.15%，主要是前期预收账款随产品交付在当期确认收入所致。应付票据/账款共94.84亿元，比年初+58.52%，主要是采购增长所致；预付账款6.17亿元，比年初-47.17%，主要是前期预付供应商的货款报账所致。我们认为，公司现已进入均衡生产持续推进的时期，在该阶段内，公司订单稳健增长、采购持续增加、产品交付推动收入不断确认；预计在军工高景气周期下，公司的生产经营节奏有望保持全年。

### 航空制造龙头股权激励计划破局，解锁比例与高管及公司整体业绩挂钩

沈飞是我国歼击机制造企业之一，据中华网消息，公司为我国J16、J11等重点机型设计制造企业。作为军机总装企业，结合我国空军向攻防兼备型转变、海军向远海护卫型转变的战略背景下，沈飞业绩望保持高增速。据其官网，公司作为我国C919大飞机核心配套方参与机身部件制造，军民融合深度发展符合国家的指导方向。

5月15日公司长期股权激励计划（草案）发布，10月17日公司收到集团转发的国资委批复，同时发布了股权激励计划草案修订稿，相关议案已由公司董事会、监事会通过。本次计划拟向公司董事、高管及骨干员工定向发行，时长5年，前2年禁售，后3年每年解锁1次，每次解锁1/3，每期的授予对象和价格由董事会决定，不低于公平市场价的50%。解锁基本条件与扣非加权平均ROE、归母扣非净利润增长率、经济增加值三个指标挂钩，具体由董事会制定并报国资委审核。

**盈利预测与评级：**维持前期判断，预计18-20年公司净利润8.23/9.94/11.94亿元，EPS 0.59/0.71/0.85元，PE 59.93/49.67/41.32x，维持买入评级。

**风险提示：**订单采购确认不及预期，存在分红、股权激励计划实施风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,154.44	19,459.28	22,397.63	27,302.71	32,490.22
增长率(%)	(31.96)	1585.60	15.10	21.90	19.00
EBITDA(百万元)	37.28	1,345.45	1,086.80	1,307.02	1,554.91
净利润(百万元)	27.77	706.78	823.45	993.62	1,194.26
增长率(%)	(112.58)	2,445.55	16.51	20.67	20.19
EPS(元/股)	0.02	0.51	0.59	0.71	0.85
市盈率(P/E)	1,777.40	69.82	59.93	49.67	41.32
市净率(P/B)	112.36	6.92	6.27	5.56	4.89
市销率(P/S)	42.75	2.54	2.20	1.81	1.52
EV/EBITDA	188.78	29.62	44.55	35.60	28.69

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	国防军工/航空装备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	35.32元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,397.22
流通A股股本(百万股)	344.95
A股总市值(百万元)	49,349.75
流通A股市值(百万元)	12,183.46
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	70.51
一年内最高/最低(元)	41.75/22.51

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中航沈飞-半年报点评:龙头持续兑现,净利扭亏存货大幅增长预示高景气》 2018-08-31
- 《中航沈飞-公司点评:龙头启航,股权激励与行业趋势双重保证上行轨道》 2018-05-16
- 《中航沈飞-年报点评报告:一季度收入468%增长,引领航空高景气周期趋势》 2018-04-29



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	300.05	9,246.87	4,479.53	5,460.54	6,498.04
应收账款	124.94	1,770.27	469.49	572.31	681.05
预付账款	88.50	1,168.43	295.51	296.39	297.28
存货	237.10	7,919.60	3,341.43	3,348.11	3,354.81
其他	180.22	52.33	566.96	611.03	660.62
<b>流动资产合计</b>	<b>930.81</b>	<b>20,157.51</b>	<b>9,152.91</b>	<b>10,288.38</b>	<b>11,491.80</b>
长期股权投资	228.68	472.00	472.00	472.00	472.00
固定资产	345.10	2,861.07	3,348.72	3,587.38	3,722.77
在建工程	10.26	1,394.07	836.44	501.87	301.12
无形资产	137.94	1,015.17	922.22	829.28	736.33
其他	45.81	489.35	326.16	351.45	387.89
<b>非流动资产合计</b>	<b>767.79</b>	<b>6,231.66</b>	<b>5,905.54</b>	<b>5,741.97</b>	<b>5,620.12</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,698.60</b>	<b>26,389.17</b>	<b>15,058.45</b>	<b>16,030.35</b>	<b>17,111.92</b>
短期借款	500.00	218.50	1,730.91	1,711.93	1,712.22
应付账款	250.34	5,803.99	1,290.46	1,676.96	1,886.33
其他	318.20	11,977.77	1,803.90	2,205.45	2,621.20
<b>流动负债合计</b>	<b>1,068.53</b>	<b>18,000.26</b>	<b>4,825.27</b>	<b>5,594.33</b>	<b>6,219.75</b>
长期借款	0.00	450.00	1,924.95	1,074.81	241.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.70	631.81	264.89	318.13	404.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>57.70</b>	<b>1,081.81</b>	<b>2,189.84</b>	<b>1,392.94</b>	<b>645.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,126.23</b>	<b>19,082.07</b>	<b>7,015.11</b>	<b>6,987.27</b>	<b>6,865.74</b>
少数股东权益	133.16	174.21	169.21	164.21	158.21
股本	344.94	1,397.22	1,397.22	1,397.22	1,397.22
资本公积	576.40	6,068.57	6,001.81	6,012.94	6,027.77
留存收益	94.28	5,720.22	6,476.91	7,481.66	8,690.75
其他	(576.40)	(6,053.10)	(6,001.81)	(6,012.94)	(6,027.77)
<b>股东权益合计</b>	<b>572.37</b>	<b>7,307.11</b>	<b>8,043.34</b>	<b>9,043.08</b>	<b>10,246.18</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,698.60</b>	<b>26,389.17</b>	<b>15,058.45</b>	<b>16,030.35</b>	<b>17,111.92</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	19.48	703.55	823.45	993.62	1,194.26
折旧摊销	62.77	502.22	162.93	188.86	208.30
财务费用	35.07	68.03	(2.50)	(2.70)	(2.40)
投资损失	(63.89)	(108.82)	(87.00)	(80.00)	(60.00)
营运资金变动	(80.56)	3,119.15	(8,762.87)	667.51	541.93
其它	159.69	(1,017.80)	(5.00)	(5.00)	(6.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>132.55</b>	<b>3,266.35</b>	<b>(7,870.99)</b>	<b>1,762.29</b>	<b>1,876.09</b>
资本支出	(801.34)	4,946.81	366.92	(53.24)	(36.81)
长期投资	228.68	243.32	0.00	0.00	0.00
其他	460.86	(5,521.55)	(213.18)	122.11	31.99
<b>投资活动现金流</b>	<b>(111.81)</b>	<b>(331.41)</b>	<b>153.74</b>	<b>68.87</b>	<b>(4.82)</b>
债权融资	600.00	668.50	3,698.13	2,834.16	1,983.16
股权融资	(16.19)	6,525.66	(79.72)	13.83	17.23
其他	(514.08)	(5,508.07)	(668.50)	(3,698.13)	(2,834.16)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>69.73</b>	<b>1,686.09</b>	<b>2,949.91</b>	<b>(850.15)</b>	<b>(833.76)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>90.48</b>	<b>4,621.03</b>	<b>(4,767.35)</b>	<b>981.02</b>	<b>1,037.50</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,154.44</b>	<b>19,459.28</b>	<b>22,397.63</b>	<b>27,302.71</b>	<b>32,490.22</b>
营业成本	1,089.11	17,607.86	20,269.85	24,640.70	29,241.20
营业税金及附加	10.03	48.95	67.19	81.91	97.47
营业费用	49.18	34.84	40.32	54.61	64.98
管理费用	92.50	1,017.57	1,171.40	1,474.35	1,786.96
财务费用	34.16	34.25	(2.50)	(2.70)	(2.40)
资产减值损失	2.89	14.02	12.00	13.00	13.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.89	108.82	87.00	80.00	60.00
其他	(127.78)	(194.62)	(174.00)	(160.00)	(120.00)
<b>营业利润</b>	<b>(59.55)</b>	<b>787.59</b>	<b>926.37</b>	<b>1,120.85</b>	<b>1,349.01</b>
营业外收入	89.28	26.02	13.00	13.00	13.00
营业外支出	9.43	5.12	4.00	4.00	4.00
<b>利润总额</b>	<b>20.29</b>	<b>808.49</b>	<b>935.37</b>	<b>1,129.85</b>	<b>1,358.01</b>
所得税	0.81	104.93	116.92	141.23	169.75
<b>净利润</b>	<b>19.48</b>	<b>703.55</b>	<b>818.45</b>	<b>988.62</b>	<b>1,188.26</b>
少数股东损益	(8.28)	(3.22)	(5.00)	(5.00)	(6.00)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27.77</b>	<b>706.78</b>	<b>823.45</b>	<b>993.62</b>	<b>1,194.26</b>
每股收益(元)	0.02	0.51	0.59	0.71	0.85

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-31.96%	1585.60%	15.10%	21.90%	19.00%
营业利润	-83.94%	-1422.52%	17.62%	20.99%	20.36%
归属于母公司净利润	-112.58%	2445.55%	16.51%	20.67%	20.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.66%	9.51%	9.50%	9.75%	10.00%
净利率	2.41%	3.63%	3.68%	3.64%	3.68%
ROE	6.32%	9.91%	10.46%	11.19%	11.84%
ROIC	-2.11%	86.54%	-45.91%	14.11%	19.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.30%	72.31%	46.59%	43.59%	40.12%
净负债率	182.93%	3.10%	113.97%	-12.86%	-12.76%
流动比率	0.87	1.12	1.90	1.84	1.85
速动比率	0.65	0.68	1.20	1.24	1.31
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.53	20.54	20.00	52.41	51.85
存货周转率	3.76	4.77	3.98	8.16	9.69
总资产周转率	0.54	1.39	1.08	1.76	1.96
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.02	0.51	0.59	0.71	0.85
每股经营现金流	0.09	2.34	-5.63	1.26	1.34
每股净资产	0.31	5.11	5.64	6.35	7.22
<b>估值比率</b>					
市盈率	1,777.40	69.82	59.93	49.67	41.32
市净率	112.36	6.92	6.27	5.56	4.89
EV/EBITDA	188.78	29.62	44.55	35.60	28.69
EV/EBIT	-277.16	47.17	52.40	41.62	33.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com