

业绩保持快速增长，均衡生产效果明显

2018年10月23日

强烈推荐/维持

中航沈飞

财报点评

——中航沈飞（600760）年报点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号: S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号: S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号: S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件:

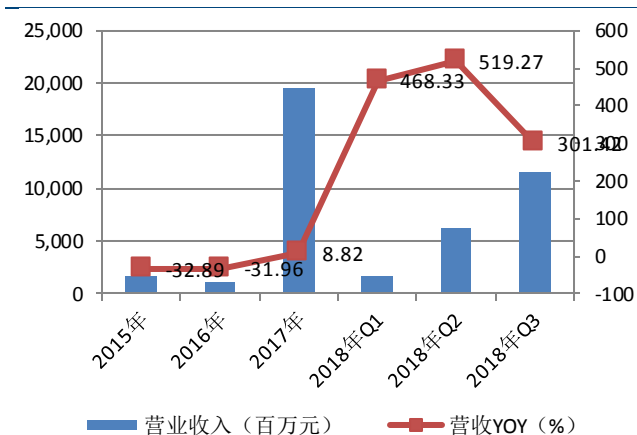
公司发布第三季度财务报告，前三季度公司实现营收 115.93 亿元，同比增长 301%，实现归母净利润 3.12 亿元，同比实现扭亏。

观点:

► 公司积极推进均衡生产，业绩同比大幅增长。

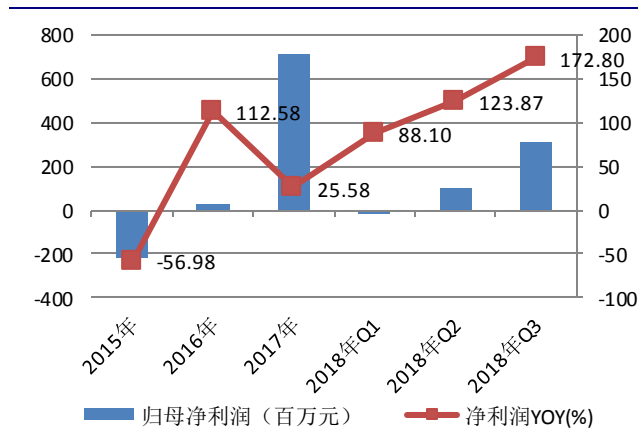
2017年11月20日完成重大资产重组交割，将沈飞公司纳入合并报表范围。公司前三季度营收同比增长 301%，三季度单月实现营收 53.36 亿元，同比增长了近 184%，公司均衡生产效果显著。虽然各季度产品交付节点同比前移，但军品收入仍然大部分在四季度确认，根据公司“1225”交付目标，前三季度估计完成全年任务的 50%，据此推测公司全年增速有望保持高速增长。

图 1:2015-2018Q3 营业收入及增速 (百万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2:2015-2018Q3 归母净利润及增速 (百万元)

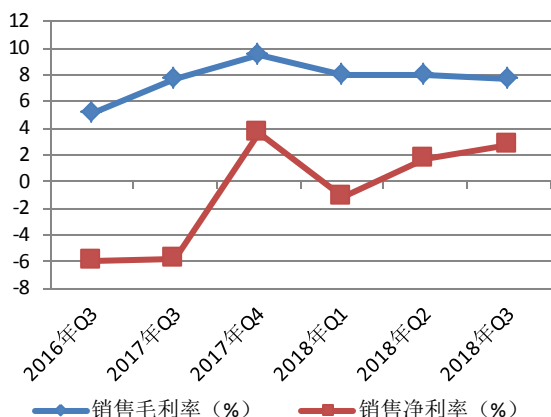


资料来源: wind, 东兴证券研究所

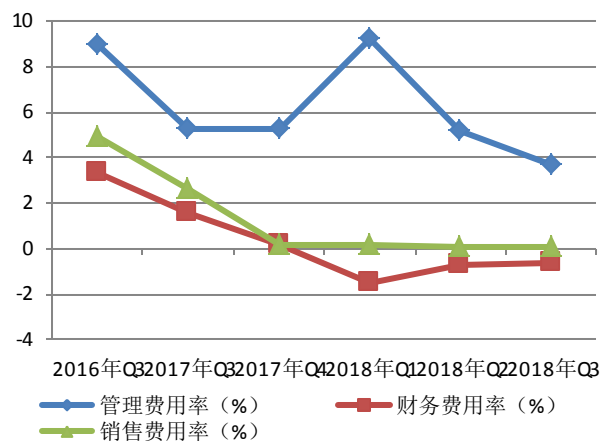
由于合并报表的范围变化，公司管理费用率、销售费用率同比有较大幅度下调，财务费用率也由于利息净收入同比增加导致由正转负。公司毛利率水平同比 2017 年同期增长 0.09pec。

图 3:2016-2018Q3 公司销售毛利率及净利率

图 4: 2016-2018Q3 公司三项费率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

➤ **股权激励最终修订稿出炉, 作为第一家总装类企业, 为行业树立了标杆。**

10月18日公司公布股权激励草案修订稿, 拟向激励对象授予317.1万股, 价格为每股22.53元, 前三期的解锁业绩条件为可解锁日前一会计年度净资产收益率分别不低于6.50%, 7.50%, 8.50%, EVA达标且 Δ EVA大于0。随着股权激励公告发布, 公司正式成为首家实施激励的核心军品总装企业, 在军工行业中的示范标杆作用明显, 同时也必将提升公司管理水平。

➤ **公司生产机型主要有歼16和歼11, 看好未来歼31研发。**

根据World Air Force 2016数据, 目前我国战斗机以歼7、歼8为代表的第二代战斗机存量占比仍达49%, 而美国空军二代机基本退役, F15、F16三代机共计1220架, F22、F35四代机共计223架, 分别占比84%和16%。沈飞集团的主要军机型号包括三代/三代半歼11系列和歼16、四代机歼31, 目前已经批量列装的三代半战机歼16性能较强, 是一种对地对海的高性能歼击轰炸机, 在我国可全面碾压三代机制空能力的四代机歼20已进入服役的时代, 歼16有望发挥差异化优势持续获得可观的需求订单。歼31则有望成为四代舰载机, 需求增长空间也值得期待。

结论:

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为216.5亿元/245.8亿元/282.3亿元, 归母净利润分别为8.2亿元/10.0亿元/12.2亿元; EPS分别为0.58元/0.72元/0.87元, 对应当前股价PE分别为60X/49X/40X, 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	34232	49960	68627	营业收入	1154	19459	21654	24580	28227
货币资金	300	9247	21048	33977	49287	营业成本	1089	17608	19579	22224	25522
应收账款	35	1756	1954	2218	2547	营业税金及附加	10	49	54	62	71
其他应收款	90	14	16	18	21	营业费用	49	35	108	123	141
预付款项	88	1168	2369	3732	5298	管理费用	93	1018	1148	1303	1496
存货	237	7920	8806	9996	11479	财务费用	34	34	-135	-266	-407
其他流动资产	171	49	34	15	-10	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	5692	5157	4631	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	108.82	108.82	108.82
固定资产	345.10	2861.07	3812.39	3369.64	2926.89	营业利润	-60	788	995	1229	1499
无形资产	138	1015	915	824	741	营业外收入	89.28	26.02	26.02	26.02	26.02
其他非流动资产	14	61	61	61	61	营业外支出	9.43	5.12	5.12	5.12	5.12
资产总计	1699	26389	39924	55117	73258	利润总额	20	808	1016	1250	1520
流动负债合计	1069	18000	30267	45062	62139	所得税	1	105	203	250	304
短期借款	500	219	0	0	0	净利润	19	704	813	1000	1216
应付账款	162	5604	6146	6977	8012	少数股东损益	-8	-3	-3	-3	-3
预收款项	59	11069	23322	37229	53201	归属母公司净利润	28	707	816	1003	1219
一年内到期的非	100	0	0	0	0	EBITDA	167	2285	1374	1467	1587
非流动负债合计	58	1082	1648	1177	1177	EPS (元)	0.08	0.51	0.58	0.72	0.87
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	31915	46239	63317	成长能力					
少数股东权益	133	174	171	168	165	营业收入增长	-31.96%	1585.60%	11.28%	13.51%	14.84%
实收资本(或股	345	1397	1397	1397	1397	营业利润增长	-83.94%	-1422.52%	26.37%	23.47%	21.98%
资本公积	576	6069	6069	6069	6069	归属于母公司净利润	-112.58%	2445.55%	15.48%	22.89%	21.54%
未分配利润	-496	-363	356	1238	2311	获利能力					
归属母公司股东	439	7133	7852	8755	9852	毛利率(%)	#DIV/0!	9.58%	9.58%	9.58%	9.58%
负债和所有者权	1699	26389	39954	55177	73348	净利率(%)	1.69%	3.62%	3.75%	4.07%	4.31%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.63%	2.68%	2.04%	1.82%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	6.32%	9.91%	10.39%	11.46%	12.37%
经营活动现金流	133	3266	11309	13139	14931	偿债能力					
净利润	19	704	813	1000	1216	资产负债率(%)	66%	72%	80%	84%	86%
折旧摊销	192.72	1462.97	0.00	412.75	412.75	流动比率	0.87	1.12	1.13	1.11	1.10
财务费用	34	34	-135	-266	-407	速动比率	0.65	0.68	0.84	0.89	0.92
应收账款减少	0	0	-198	-264	-329	营运能力					
预收账款增加	0	0	12252	13908	15972	总资产周转率	0.54	1.39	0.65	0.52	0.44
投资活动现金流	-112	-331	90	95	95	应收账款周转率	12	22	12	12	12
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.79	6.75	3.69	3.75	3.77
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	64	109	109	109	109	每股收益(最新摊薄)	0.08	0.51	0.58	0.72	0.87
筹资活动现金流	70	1686	402	-306	285	每股净现金流(最新	0.26	3.31	8.45	9.25	10.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.27	5.11	5.62	6.27	7.05
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	441.50	69.25	60.47	49.20	40.48
资本公积增加	18	5492	0	0	0	P/B	27.74	6.92	6.29	5.64	5.01
现金净增加额	90	4621	11802	12928	15310	EV/EBITDA	74.60	17.84	20.92	10.78	0.32

资料来源: 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

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

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法律责任。

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。