

国防军工

2018年10月23日

中航沈飞 (600760)

——三季度均衡交付按期完成，全年业绩高增长确定

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2018年10月22日
收盘价（元）	35.32
一年内最高/最低（元）	41.75/22.51
市净率	6.6
息率（分红/股价）	-
流通A股市值（百万元）	12183
上证指数/深证成指	2654.88/7748.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2018年09月30日
每股净资产（元）	5.32
资产负债率%	70.51
总股本/流通A股（百万）	1397/345
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com

研究支持

王贺嘉 A0230518030002
wanghj@swsresearch.com
王加猷 A0230518070002
wangjw@swsresearch.com
李蕾 A0230117080001
lilei@swsresearch.com

联系人

李蕾
(8621)23297818×7508
lilei@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

事件：公司公布 2018 年前三季度报告。2018 年 Q1-Q3 实现营收 115.93 亿元，实现归母净利润 3.13 亿元，其中三季度公司实现营业收入 53.36 亿元，实现归母净利润 2.13 亿元。由于重组后合并报表范围变化，公司三季报数据同比不适用。经过回溯可对比口径分析发现，公司业绩表现超预期。

点评：

- **公司重组后合并报表范围变化，三季度财务数据同比不适用，我们剔除原中航黑豹业绩作为对比口径更具实际意义。**由于 2017 年末公司重组完成后沈飞集团纳入合并报表，所以公司 2018Q3 报告中对 17 年同期数据进行了追溯调整，因此，我们将 2018Q3 公布的上年同期调整后的数据中剔除 2017 年原中航黑豹的财务数据进行比较。
- **公司 2018 年 Q1-Q3 实现营收 115.93 亿元，使用可比口径同比增长 456.48%，其中 Q3 单季实现营收 53.36 亿元，同比增加 229.28%，且 2018Q3 较 2018H1 毛利率略微下降。**1) 公司 2018Q1-Q3 营收同比大幅增长且 Q3 单季度营收较 Q2 环比增加 18.26%。主要原因为：公司主力机型订单和生产持续增加，且实现均衡交付所致；同时，公司单季营收 Q1: Q2: Q3 为 1: 2.58: 3.06，单季度超出均衡生产计划预期。2) 公司 2018Q3 毛利率为 7.42%，相比二季度 8.04% 有所下降，主要是公司三季度主力产品与上半年不同所致，我们认为随着主力产品逐渐定型，公司毛利率或将进一步提升。
- **公司 2018Q1-Q3 实现归母净利润 3.13 亿元，其中 2018Q3 实现归母净利 2.13 亿元，且归母净利润率 3.99%，较二季度上升 126 个 BP。**1) 公司 2018Q3 管理费用 1.52 亿元，根据历史规律公司管理费用为季度均摊，使用可比口径 Q3 管理费用同比下降 15.40%，我们认为管理费用降低体现了公司经营能力和情况的改善，公司未来业绩增长或将进一步确定。2) 公司 Q1-Q3 计提资产减值损失 0.6 亿元，与中报相比无新增大额资产减值损失，因此净利率回归至计提前正常水平，坚定看好公司全年业绩增长。
- **公司 2018Q1-Q3 预收账款 68.47 亿元，与 2017 年年报相比下降 38.15%，但同时销售商品收到现金流环比大幅增长 1321.71%，应收票据及应收账款增加 22.60%。**1) 公司 2018Q1-Q3 预收账款较 2017 年年报大幅下降，销售商品收到现金流 52.03 亿，环比大幅增长，且应收票据及应收账款增加的主要原因是公司订单增加且加快交付，其中部分收到现金部分转化为应收，因此导致应收账款对应增加；2) 同时公司 2018Q3 预收账款较中报相比增加 0.85 亿元，我们认为，公司三季度预收小幅增长，同时现金流大幅改善，凸显公司主力产品回款能力较强，长期稳健增长有所保障。
- **维持盈利预测及买入评级。**我们分析预测，公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.65、0.86、1.13 元/股，公司当前股价（2018/10/22 股价为 35.32 元）对应 PE 分别为 54、41、31 倍，考虑到公司作为国内歼击机制造行业的唯一总装标的。因此，维持买入评级。
- **风险提示：**军费支出未达预期；军机采购进程不及预期；定价机制改革落地不达预期。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	19,459	11,593	24,410	31,156	39,008
同比增长率（%）	1585.60	1340.58	25.40	27.60	25.20
净利润（百万元）	707	313	912	1,200	1,585
同比增长率（%）	2445.12	-	29.00	31.60	32.20
每股收益（元/股）	0.51	0.22	0.65	0.86	1.13
毛利率（%）	9.5	7.8	9.6	9.7	9.8
ROE（%）	9.9	4.2	11.4	13.0	14.7
市盈率	70		54	41	31

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,697	1,154	19,459	24,410	31,156	39,008
营业收入同比增长率 (yoy)	-32.76%	-31.96%	1585.60%	25.40%	27.60%	25.20%
减: 营业成本	1,622	1,089	17,608	22,067	28,134	35,185
毛利率 (%)	4.43%	5.66%	9.51%	9.60%	9.70%	9.80%
减: 营业税金及附加	6	10	49	61	78	98
主营业务利润	69	55	1,802	2,282	2,944	3,725
主营业务利润率 (%)	4.09%	4.79%	9.26%	9.35%	9.45%	9.55%
减: 销售费用	99	49	35	37	44	51
减: 管理费用	156	93	1,018	1,221	1,527	1,872
减: 财务费用	73	34	34	33	29	34
经营性利润	-258	-121	716	991	1,344	1,768
经营性利润同比增长率 (yoy)	50.48%	-53.19%	-693.80%	38.44%	35.62%	31.55%
经营性利润率 (%)	-15.18%	-10.44%	3.68%	4.06%	4.31%	4.53%
减: 资产减值损失	119	3	14	49	62	78
加: 投资收益及其他	6	64	109	50	54	48
营业利润	-371	-60	788	993	1,336	1,738
加: 营业外净收入	35	80	21	60	52	100
利润总额	-336	20	808	1,053	1,388	1,838
减: 所得税	3	1	105	146	194	260
净利润	-339	19	704	907	1,194	1,578
少数股东损益	-118	-8	-3	-4	-5	-7
归属于母公司所有者的净利润	-221	28	707	912	1,200	1,585
净利润同比增长率 (yoy)	55.75%	-112.58%	2445.55%	29.00%	31.60%	32.20%
全面摊薄总股本	345	345	1,397	1,397	1,397	1,397
每股收益 (元)	-0.64	0.08	0.51	0.65	0.86	1.13
归属母公司所有者净利润率 (%)	-13.01%	2.41%	3.63%	3.73	3.85	4.06
ROE	-56.11%	6.32%	9.91%	11.40%	13.00%	14.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao1@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan4@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang2@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。