

中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2020年03月11日

2020年业绩望显著增厚，补助3.85亿元与收益相关

共3.85亿政府补贴与主营收益挂钩，或为受益军品定价新规

3月11日公告，全资子公司沈飞集团自2019年10月至今累计获得各类政府补助合计38464.96万元，均为与收益相关的政府补助。其中：(1)781.96万元计入2019年度其他收益，30万元计入2019年度递延收益，直接增厚公司2019年业绩。(2)37,466万元计入2020年度其他收益，187万元冲减2020年度财务费用，增厚2020年业绩。根据《企业会计准则第16号—政府补助的相关规定》，上述与收益相关的政府补助在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”，在该项目中反映。由于该类政府补助与收益相关，因此我们认为，随着公司产品持续生产销售，未来公司将有望常态化受益该类政府补助。

2019前三季度业绩表现强劲，处于高景气周期，预计2020年将继续延续

19Q1-Q3业绩回顾：前三季度公司营收158.9亿元，同比+37.07%，主要是公司产品均衡交付和销量增加所致，研发费用1.47亿元，同比+88.77%，主要是研发投入增加所致，归母净利润6.2亿元，同比+98.37%，归母扣非净利润5.94亿元，同比+106.49%，我们预计，前三季度需求高景气有望带来2019全年及2020年业绩的持续增长。

持续构建现代化武器装备体系，公司作为“中国歼击机的摇篮”有望充分受益装备换代升级大机遇，绝对估值体系下公司价值或被低估

公司是“中国歼击机的摇篮”，始终将航空防务装备的研发和制造业务作为核心业务。根据特定用户订单制定整体经营计划，基于国防战略需求确定的航空防务装备型号与采购计划组织研发、生产和销售，形成了较为全面的歼击机产品。航空工业是国家的战略性产业，是国家综合国力的重要组成部分，航空武器装备是现代战争的首战装备、决胜装备。我们认为，我国国防战略目标的持续推进，将深度带动装备换装周期，装备升级市场空间广阔，公司将充分受益装备换装机遇，业务规模有望持续稳健增长。

绝对估值框架作为参考分析来看，目前公司或存在低估：全球航空武器装备技术有望持续迭代、各国装备需求具备中长期刚性，公司业绩可持续型较强。通过设置一定的业绩增速与目标资本回报率，可计算得出一个供参考的企业绝对价值，在此假设下公司市值望达644.7亿元，目前仅395亿元。从绝对估值的角度来看，当前军工股存在价值被低估的可能性。

盈利预测与评级：航空装备换装与自主化有望加速，公司有望充分受益。预计2019-2021年营收分别为237.78/285.34/345.26亿元，由于近3.8亿元可持续性政府补贴款有望在19-20年报确认，且该类型政府补助均与收益相关，故公司归母净利润望在近年增厚，从9.03/10.93/13.37亿元上调至9.18/13.51/16.02亿元，EPS从0.65/0.78/0.95上调至0.66/0.96/1.14元，PE为43.05/29.26/24.68x，维持“买入”评级。

风险提示：我国装备换装放缓，政府补贴波动性，上市公司不分红风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,459.28	20,150.86	23,778.02	28,533.62	34,525.69
增长率(%)	1585.60	3.55	18.00	20.00	21.00
EBITDA(百万元)	1,507.79	1,431.50	1,472.48	1,645.38	2,196.40
净利润(百万元)	706.78	743.24	918.21	1,351.05	1,601.80
增长率(%)	2,445.55	5.16	23.54	47.14	18.56
EPS(元/股)	0.50	0.53	0.66	0.96	1.14
市盈率(P/E)	55.93	53.19	43.05	29.26	24.68
市净率(P/B)	5.54	5.03	4.47	3.87	3.35
市销率(P/S)	2.03	1.96	1.66	1.39	1.15
EV/EBITDA	26.43	20.93	20.23	16.52	11.43

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	28.23元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,400.39
流通A股股本(百万股)	398.52
A股总市值(百万元)	39,532.99
流通A股市值(百万元)	11,250.28
每股净资产(元)	6.08
资产负债率(%)	70.25
一年内最高/最低(元)	38.22/25.00

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

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

许利天 联系人
xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中航沈飞-季报点评:归母净利润同比近翻倍，现金流实现大额改善》2019-10-30
- 《中航沈飞-半年报点评:中报兑现增长，归母净利润同比+332%，验证军工高景气逻辑》2019-08-28
- 《中航沈飞-年报点评报告:采购\存货上升预示放量，受益科创战略资产估值上修及MSCI》2019-03-18



表 1：2019 年 10 月 1 日至今公司累计获得各类政府补助合计 3.85 亿元，具体情况如下

序号	发放主体	补助依据	补助原因/项目	补助金额 (万元)	收款时间
1	沈阳市市场监督管理局	沈知发[2018]2 号	专利择优支持费	8.88	2019.10.11
2	教育部	教基厅函 (2018) 84 号	中央彩票公益金 校外教育项目	30.00	2019.11.27
3	沈阳市失业保险基金	辽政发 (2015) 17 号	稳岗补贴	773.08	2019.12.06
4	其他			37,653.00	涉及国家秘密， 豁免披露
合计				38,464.96	

资料来源：3 月 11 日《关于全资子公司获得政府补助的公告》，天风证券研究所

图 1：中航沈飞：以绝对估值作为一种参考

600760.SH	中航沈飞归母净利润(分红前)	分红比例	归母净利润-当年分红	贴现值		
2000/12/31	0.26	53.2%				2022-2028年净利润增速假设 15.0%
2001/12/31	-0.52	0.0%				2028年以后永续增速假设 18.0%
2002/12/31	-0.73	0.0%				年资本报酬率k 20.0%
2003/12/31	0.05	0.0%				2019-2028年净利润贴现值 228.18
2004/12/31	-0.51	0.0%				2028年以后净利润贴现值 334.44
2005/12/31	0.01	0.0%				新增所有者权益总额 562.63
2006/12/31	-0.62	0.0%				2018年底权益总额(亿元) 82.04
2007/12/31	0.22	0.0%				权益价值预测 644.7
2008/12/31	-0.17	0.0%	-0.17			当前总股本(亿元) 14.00
2009/12/31	0.40	0.0%	0.40			目标股价(元) 46.03
2010/12/31	0.38	0.0%	0.38			资料来源：历史业绩来自wind
2011/12/31	-1.97	0.0%	-1.97			
2012/12/31	-0.36	0.0%	-0.36			
2013/12/31	0.18	0.0%	0.18			
2014/12/31	-1.42	0.0%	-1.42			
2015/12/31	-2.21	0.0%	-2.21			
2016/12/31	0.28	0.0%	0.28			
2017/12/31	7.07	0.0%	7.07			
2018/12/31	7.43	0.0%	7.43			
1 2019/12/31	9.18	0.0%	9.18	9.18		
2 2020/12/31	13.07	0.0%	13.07	10.89		
3 2021/12/31	15.71	0.0%	15.71	14.34		
4 2022/12/31	18.06	0.0%	18.06	17.00		
5 2023/12/31	20.77	0.0%	20.77	19.85		
6 2024/12/31	23.89	0.0%	23.89	23.03		
7 2025/12/31	27.47	0.0%	27.47	26.65		
8 2026/12/31	31.59	0.0%	31.59	30.78		
9 2027/12/31	36.33	0.0%	36.33	35.51		
10 2028/12/31	41.78	0.0%	41.78	40.95		
11		30%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,246.87	9,315.29	10,377.27	12,934.01	15,000.61
应收票据及应收账款	1,759.40	2,387.27	2,236.24	2,994.93	3,238.88
预付账款	1,168.43	485.72	957.61	1,018.79	1,247.82
存货	7,919.60	9,770.73	9,473.62	11,443.12	11,571.71
其他	63.20	21.84	104.65	96.53	58.75
流动资产合计	20,157.51	21,980.85	23,149.37	28,487.37	31,117.76
长期股权投资	472.00	439.77	439.77	439.77	439.77
固定资产	2,861.07	3,367.96	3,339.65	3,114.61	2,756.59
在建工程	1,394.07	1,087.58	688.55	461.13	306.68
无形资产	1,015.17	1,021.91	972.00	922.09	872.17
其他	489.35	541.18	437.62	476.94	483.23
非流动资产合计	6,231.66	6,458.40	5,877.59	5,414.54	4,858.45
资产总计	26,389.17	28,439.25	29,026.98	33,901.91	35,976.22
短期借款	218.50	223.50	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	5,982.75	8,770.57	8,429.07	9,602.60	9,576.42
其他	11,799.01	10,290.41	10,305.02	12,539.61	13,075.71
流动负债合计	18,000.26	19,284.48	18,984.09	22,392.21	22,902.13
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	450.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	631.81	501.07	396.86	509.91	469.28
非流动负债合计	1,081.81	951.07	846.86	959.91	919.28
负债合计	19,082.07	20,235.54	19,830.94	23,352.12	23,821.41
少数股东权益	174.21	340.87	342.71	345.42	348.63
股本	1,397.22	1,400.39	1,400.39	1,400.39	1,400.39
资本公积	6,068.57	6,139.84	6,139.84	6,139.84	6,139.84
留存收益	5,720.22	6,534.73	7,452.94	8,803.99	10,405.79
其他	(6,053.10)	(6,212.12)	(6,139.84)	(6,139.84)	(6,139.84)
股东权益合计	7,307.11	8,203.71	9,196.04	10,549.80	12,154.81
负债和股东权益总	26,389.17	28,439.25	29,026.98	33,901.91	35,976.22

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	703.55	745.50	918.21	1,351.05	1,601.80
折旧摊销	502.22	508.28	537.25	582.37	612.38
财务费用	68.03	(2.96)	(115.10)	(138.76)	(164.83)
投资损失	(108.82)	32.72	(24.00)	(28.00)	(50.00)
营运资金变动	3,119.15	(1,192.82)	(467.42)	722.82	(104.49)
其它	(1,017.80)	144.47	1.84	2.71	3.21
经营活动现金流	3,266.35	235.20	850.78	2,492.19	1,898.08
资本支出	4,946.81	812.56	164.21	(33.05)	90.63
长期投资	243.32	(32.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,521.55)	(1,370.79)	(200.23)	(18.93)	(90.63)
投资活动现金流	(331.41)	(590.46)	(36.02)	(51.99)	(0.00)
债权融资	668.50	673.50	733.33	711.11	714.81
股权融资	6,525.66	74.54	187.38	138.76	164.83
其他	(5,508.07)	(324.76)	(673.50)	(733.33)	(711.11)
筹资活动现金流	1,686.09	423.28	247.21	116.54	168.53
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,621.03	68.02	1,061.98	2,556.75	2,066.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,459.28	20,150.86	23,778.02	28,533.62	34,525.69
营业成本	17,607.86	18,319.02	21,649.89	25,965.60	31,383.85
营业税金及附加	48.95	33.51	42.80	51.36	58.69
营业费用	34.84	15.27	28.53	34.24	41.43
管理费用	855.23	757.59	891.68	1,055.74	1,139.35
研发费用	162.34	171.62	225.89	356.67	338.35
财务费用	34.25	(87.84)	(115.10)	(138.76)	(164.83)
资产减值损失	14.02	68.16	28.00	35.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	108.82	(32.72)	24.00	28.00	50.00
其他	(194.62)	41.12	(48.00)	(56.00)	(100.00)
营业利润	787.59	865.12	1,050.33	1,201.77	1,748.84
营业外收入	26.02	0.52	16.12	374.66	100.00
营业外支出	5.12	1.25	5.27	15.00	4.00
利润总额	808.49	864.39	1,061.19	1,561.43	1,844.84
所得税	104.93	118.89	141.14	207.67	239.83
净利润	703.55	745.50	920.05	1,353.76	1,605.01
少数股东损益	(3.22)	2.27	1.84	2.71	3.21
归属于母公司净利润	706.78	743.24	918.21	1,351.05	1,601.80
每股收益(元)	0.50	0.53	0.66	0.96	1.14

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1585.60%	3.55%	18.00%	20.00%	21.00%
营业利润	-1422.52%	9.84%	21.41%	14.42%	45.52%
归属于母公司净利润	2445.55%	5.16%	23.54%	47.14%	18.56%
获利能力					
毛利率	9.51%	9.09%	8.95%	9.00%	9.10%
净利率	3.63%	3.69%	3.86%	4.73%	4.64%
ROE	9.91%	9.45%	10.37%	13.24%	13.57%
ROIC	86.54%	-38.08%	-82.80%	-104.08%	-64.10%
偿债能力					
资产负债率	72.31%	71.15%	68.32%	68.88%	66.21%
净负债率	-117.40%	-105.34%	-104.87%	-115.86%	-117.53%
流动比率	1.12	1.14	1.22	1.27	1.36
速动比率	0.68	0.63	0.72	0.76	0.85
营运能力					
应收账款周转率	21.58	9.72	10.29	10.91	11.08
存货周转率	4.77	2.28	2.47	2.73	3.00
总资产周转率	1.39	0.74	0.83	0.91	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.53	0.66	0.96	1.14
每股经营现金流	2.33	0.17	0.61	1.78	1.36
每股净资产	5.09	5.61	6.32	7.29	8.43
估值比率					
市盈率	55.93	53.19	43.05	29.26	24.68
市净率	5.54	5.03	4.47	3.87	3.35
EV/EBITDA	26.43	20.93	20.23	16.52	11.43
EV/EBIT	39.57	32.41	31.86	25.57	15.85

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