

中航沈飞（600760）

公司研究/点评报告

收到政府补助，看好全年业绩提升

—中航沈飞（600760）2019 年年报、2020 年一季报点评

点评报告/国防军工

2020 年 4 月 27 日

一、事件概述

4 月 24 日，公司发布 2019 年年报，实现营业收入 237.61 亿元，同比增加 17.91%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 18.10%。2020 年一季度，实现营业收入 57.00 亿元，同比增长 12.11%；实现归母净利润 5.98 亿元，同比增长 201.57%。

二、分析与判断

➤ 全年稳定增长，ROE 显著提升

2019 年全年，公司实现营业收入 237.61 亿元，同比增加 17.91%；实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 18.10%，公司业绩增速稳定提升。公司期间费用率为 3.96%，同比下降 0.29pct，其中研发投入为 2.18 亿元，同比增长 27.23%。利润方面，毛利率为 8.9%，较去年同期下降 0.19pct；ROE 为 10.58%，同比增加 0.69pct。

➤ 收到政府补助，一季度业绩大幅增长

2020 年一季度，公司实现营业收入 57.00 亿元，同比增长 12.11%；实现归母净利润 5.98 亿元，同比增长 201.57%；扣非后归母净利润为 2.65 亿元，同比增长 37.71%。其中，计入当期损益的政府补助达到 3.97 亿元，对于公司业绩贡献较大。补助的原因主要是对于前期产品暂定价的补价行为，由于产品定型后量产价格普遍高于暂定价，因此差额会分批拨付到企业。我们认为公司未来会陆续收到政府补助，对于公司业绩提升起到关键作用。

➤ 歼击机唯一上市平台，FC-31 上舰预期强烈

2018 年 1 月 12 日，公司正式更名为“中航沈飞”，标志着沈飞集团整体注入上市公司顺利完成，成为 A 股歼击机唯一上市平台。核心产品包括重型机歼-11、舰载机歼-15、重型歼击轰炸机歼-16 等三代半机型以及四代机 FC-31。根据巴黎航展中展出的 FC-31 模型，专家推测其已换装新型发动机，将有助于其作为舰载机的性能发挥。除上舰预期外，我们认为 FC-31 未来外贸潜力同样值得期待。届时，公司有望借助四代机列装大幅提升业绩水平。

➤ 新机型加速列装，定价机制改革提升利润率

《世界空军力量》显示：我国战斗机中三代机及四代机占比仅为 42%，远低于美军 78% 的占比。根据最新《新时代的中国国防》白皮书，我国装备费占国防军费的比重已提高至 41%，并且未来将加快老旧装备淘汰速度和新主战装备的列装进程。未来受益于三、四代机换装需求，公司业绩有望快速增长。另外，受制于成本加成体制，军品总装厂普遍利润率偏低。军品定价引入目标价格管理机制后，总装厂降本增效意愿将更为强烈。如果按照激励利润上限为 5% 的目标成本，总装单位利润率有望达到 10%。沈飞作为歼击机总装企业，未来利润率或将持续提高。

三、投资建议

公司是国内歼击机唯一上市平台，受益于未来军机的逐步列装，我们看好公司长期发展。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.95、1.08 和 1.25 元，对应 PE 为 33X、29X 和 25X，可比公司平均 PE 45X，给予“推荐”评级。

四、风险提示

军机列装速度低于预期；政府扶持力度低于预期

推荐

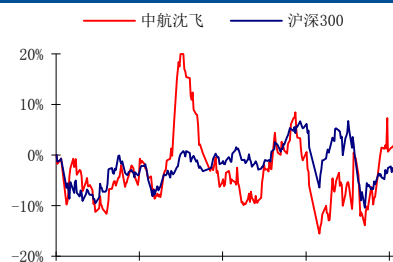
维持评级

当前价格： 31.31 元

交易数据 2020-4-24

近 12 个月最高/最低(元)	36.15/26.52
总股本(百万股)	1400.39
流通股本(百万股)	398.52
流通股比例(%)	28%
总市值(亿元)	438.46
流通市值(亿元)	124.78

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：王一川

执业证号： S0100518020001

电话： (010)85127513

邮箱： wangyichuan@mszq.com

相关研究

1. 中航沈飞（600760）简评报告：均衡交付持续推进，全年稳定增长可期 20191030
2. 中航沈飞（600760）简评报告：均衡交付效果显著，全年预计稳定增长 20190828
3. 中航沈飞（600760）简评报告：大力推进均衡生产，沈飞公司业绩稳定 20190315

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	23,761	28,199	33,804	41,203
增长率 (%)	17.9%	18.7%	19.9%	21.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	878	1,337	1,519	1,757
增长率 (%)	18.1%	52.3%	13.6%	15.6%
每股收益 (元)	0.63	0.95	1.08	1.25
PE (现价)	49.7	32.8	28.9	25.0
PB	5.0	4.4	3.8	3.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,761	28,199	33,804	41,203
营业成本	21,647	25,704	30,743	37,469
营业税金及附加	38	50	57	70
销售费用	10	14	16	20
管理费用	778	969	1,143	1,401
研发费用	218	253	306	371
EBIT	1,070	1,209	1,538	1,871
财务费用	(65)	(3)	(14)	(57)
资产减值损失	(64)	0	0	0
投资收益	(34)	(34)	(34)	(34)
营业利润	1,015	1,215	1,558	1,934
营业外收支	(1)	333	200	100
利润总额	1,014	1,548	1,758	2,034
所得税	133	207	234	271
净利润	881	1,341	1,524	1,763
归属于母公司净利润	878	1,337	1,519	1,757
EBITDA	1,638	1,946	2,331	2,761

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7568	10731	23082	14602
应收账款及票据	4080	3959	4975	6140
预付款项	578	855	921	1143
存货	10486	13824	6671	21794
其他流动资产	34	34	34	34
流动资产合计	22755	29444	35690	43765
长期股权投资	411	378	344	311
固定资产	3663	4399	4950	5520
无形资产	988	1058	1051	1053
非流动资产合计	6469	6622	6273	5883
资产合计	29224	36066	41963	49648
短期借款	34	34	34	34
应付账款及票据	10893	12025	14801	18005
其他流动负债	539	539	539	539
流动负债合计	19055	24505	28877	34799
长期借款	450	450	450	450
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	846	846	846	846
负债合计	19901	25351	29724	35646
股本	1400	1400	1400	1400
少数股东权益	634	639	645	651
股东权益合计	9323	10664	12188	13951
负债和股东权益合计	29224	36066	41963	49648

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	17.9%	18.7%	19.9%	21.9%
EBIT 增长率	25.3%	13.0%	27.3%	21.7%
净利润增长率	18.1%	52.3%	13.6%	15.6%
盈利能力				
毛利率	8.9%	8.8%	9.1%	9.1%
净利率	3.7%	4.7%	4.5%	4.3%
总资产收益率 ROA	3.0%	3.7%	3.6%	3.5%
净资产收益率 ROE	10.1%	13.3%	13.2%	13.2%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	1.0	0.6
现金比率	0.4	0.4	0.8	0.4
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	47.8	38.9	41.6	41.7
存货周转天数	168.4	170.2	120.0	136.7
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	1.0	1.1	1.3
每股净资产	6.2	7.2	8.2	9.5
每股经营现金流	(0.9)	2.7	9.0	(5.7)
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.7	32.8	28.9	25.0
PB	5.0	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	19.8	15.3	8.1	9.5
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	881	1,341	1,524	1,763
折旧和摊销	570	737	793	890
营运资金变动	(2,733)	1,924	10,477	(10,633)
经营活动现金流	(1,273)	3,727	12,651	(8,023)
资本开支	559	540	277	433
投资	24	0	0	0
投资活动现金流	(534)	(540)	(277)	(433)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(190)	0	0	0
筹资活动现金流	(62)	(24)	(24)	(24)
现金净流量	(1,869)	3,163	12,350	(8,479)

分析师简介

王一川，军工行业分析师，2018年“金牛奖”国防军工最佳金牛分析师，多年股权投资工作经验，美国福特汉姆大学金融学硕士，2015年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。