

2019 及 2020Q1 经营稳健，股权激励进入解锁期

买入（维持）

2020 年 04 月 26 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周佳莹

执业证号：S0600518090001

021-60199793

zhoujy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,761	27,163	30,907	35,305
同比（%）	17.9%	14.3%	13.8%	14.2%
归母净利润（百万元）	878	1,248	1,423	1,637
同比（%）	18.1%	42.2%	14.0%	15.0%
每股收益（元/股）	0.63	0.89	1.02	1.17
P/E（倍）	49.95	35.13	30.81	26.79

2019 及 2020Q1 经营稳健，业绩快速增长

2019 年公司实现营业收入 237.61 亿元，同比增长 17.91%，实现归母净利润 8.78 亿元，同比增长 18.1%，扣非归母净利润 8.44 亿元，同比增长 18.85%。2019 年公司销售毛利率为 8.9%，同比-0.19pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.04%、2.25%、0.64%、-0.16%，其中管理费用率下降较多，同比下降 1.02pct，其他费用率变动较小。整体上看，公司 2019 年经营稳健，业绩持续增长。

2020Q1 公司实现营业收入 57 亿元，同比增长 12.11%，归母净利润 5.98 亿元，同比增长 202%，扣非归母 2.65 亿元，同比增长 37.71%，2020Q1 业绩大幅增长，一方面是订单和产品交付增长，另一方面公司确认了大笔政府补助。

股权激励进入解锁期，业绩有望快速释放

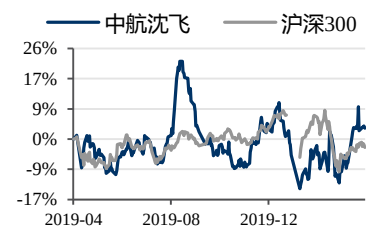
公司 2018 年 11 月实施了股权激励，向 80 名激励对象授予限制性股票共计 317.1 万股，锁定期 24 个月，将于 2020 年 11 月首次解锁，未来三年解锁期的解锁条件包括：可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 6.50%/7.50%/8.5%，且不低于对标企业 75 分位水平，可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 10.00%/10.50%/11.00%，且不低于对标企业 75 分位水平。公司 2019 年业绩已符合解锁条件，2020-2021 年将继续受到业绩目标考核。我们认为，以公司当前经营状况，扣非归母净利润能够达成增长 10.5%/11%的业绩目标，同时不低于对标企业 75 分位水平的是对公司业绩的更高要求。基于公司下游需求增长、当前经营状况以及股权激励的目标，我们认为未来 2 年公司有望进入业绩快速释放期。

盈利预测与投资建议

预测公司 2020-2022 年收入为 272 亿元、309 亿元、353 亿元，归母净利润为 12.48 亿元、14.23 亿元、16.37 亿元，对应 PE 为 35 倍、31 倍、27 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：军用飞机研发进度不及预期；军工主机厂现金流波动较大。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.31
一年最低/最高价	25.00/38.22
市净率(倍)	4.62
流通 A 股市值(百万元)	12477.73

基础数据

每股净资产(元)	6.78
资产负债率(%)	61.15
总股本(百万股)	1400.39
流通 A 股(百万股)	398.52

相关研究

- 1、《中航沈飞（600760）：均衡生产效果显著，预收款项大幅增长》2019-10-30
- 2、《中航沈飞（600760）：均衡生产效果显著，下半年业绩有望环比持续增长》2019-08-28
- 3、《中航沈飞（600760）：业绩稳定增长，储备存货导致现金流下滑》2019-03-17

中航沈飞三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	22,755	29,392	31,236	39,534	营业收入	23,761	27,163	30,907	35,305
现金	7,568	12,727	11,672	17,725	减:营业成本	21,647	24,746	28,156	32,163
应收账款	3,931	3,279	4,924	4,446	营业税金及附加	38	52	59	63
存货	10,486	12,671	13,677	16,421	营业费用	10	81	46	50
其他流动资产	770	716	963	942	管理费用	778	1,103	1,197	1,366
非流动资产	6,469	6,269	5,994	5,560	财务费用	-65	-29	-100	-119
长期股权投资	411	366	316	287	资产减值损失	-64	88	0	0
固定资产	3,663	3,601	3,411	3,154	加:投资净收益	-34	-17	6	6
在建工程	843	675	540	432	其他收益	0	0	0	0
无形资产	988	1,067	1,167	1,127	营业利润	1,015	1,105	1,554	1,787
其他非流动资产	562	560	560	560	加:营业外净收支	-1	334	88	105
资产总计	29,224	35,661	37,230	45,094	利润总额	1,014	1,439	1,642	1,892
流动负债	19,055	24,559	24,865	31,280	减:所得税费用	133	194	219	254
短期借款	34	34	34	34	少数股东损益	3	-3	-0	1
应付账款	9,772	10,813	12,609	14,146	归属母公司净利润	878	1,248	1,423	1,637
其他流动负债	9,249	13,713	12,223	17,100	EBIT	819	1,150	1,288	1,459
非流动负债	846	744	637	514	EBITDA	1,387	1,589	1,760	1,952
长期借款	450	348	240	118					
其他非流动负债	396	396	396	396	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	19,901	25,303	25,502	31,794	每股收益(元)	0.63	0.89	1.02	1.17
少数股东权益	634	631	631	632	每股净资产(元)	6.20	6.95	7.92	9.05
					发行在外股份(百万股)	1400	1400	1400	1400
归属母公司股东权益	8,688	9,726	11,097	12,668	ROIC(%)	7.4%	9.4%	9.4%	9.5%
负债和股东权益	29,224	35,661	37,230	45,094	ROE(%)	9.4%	12.0%	12.1%	12.3%
					毛利率(%)	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	3.7%	4.6%	4.6%	4.6%
经营活动现金流	-1,148	5,607	-804	6,176	资产负债率(%)	68.1%	71.0%	68.5%	70.5%
投资活动现金流	-534	-257	-191	-53	收入增长率(%)	17.9%	14.3%	13.8%	14.2%
筹资活动现金流	-62	-193	-61	-69	净利润增长率(%)	18.1%	42.2%	14.0%	15.0%
现金净增加额	-1,744	5,158	-1,055	6,053	P/E	49.95	35.13	30.81	26.79
折旧和摊销	568	439	472	493	P/B	5.05	4.51	3.95	3.46
资本开支	561	-154	-225	-405	EV/EBITDA	27.25	20.53	19.08	14.03
营运资本变动	-2,747	3,935	-2,592	4,170					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>