

# 中航沈飞 (600760)

证券研究报告  
2020年08月31日

归母净利润+97.1%符合预期，剔除新收入准则影响合同负债+预收款同比+37.7%

## ● 归母净利润同比+97.07%符合预期，产品盈利性实现提升

8月30日公司发布2020年半年报，报告期内公司实现营业收入115.87亿元，同比+2.68%；实现归母净利润8.49亿元，同比+97.07%；实现扣非归母净利润4.58亿元，同比+11.63%，实现在疫情影响下的稳健经营。

此外，公司上半年公司获得政府补助4.09亿元（计入非经常损益），期内公司毛利率达到9.01%，较上年同期增长0.47个百分点；期间费用率2.72%，较上年同期下降0.52个百分点。我们认为公司盈利能力的提升或与新军品定价机制、新机型进入成熟量产期有关，以第四代隐形战机——鹞鹰飞机（2019年社会责任报告中指出）为代表的沈飞新型号可期，未来公司盈利能力有望持续提升。

## ● 排除新收入准则影响假设下公司合同负债+预收款预估同比+37.3%，揭示2020H2持续处于高景气扩张期

资产负债端，报告期末公司应收账款达到66.84亿元（+128.75%），主要系部分新增销售产品未到收款期所致；此外，受新收入准则影响，公司预收款+合同负债于2020年1月1日减少23.06亿元，我们假设将此部分减于本报告期末进行加回，可粗算得出公司2020H1预收款+合同负债同比+37.71%（26.72亿元）。我们认为，随着疫情发展的缓解及军品交付周期的到来，公司利润有望持续兑现。

现金流量端，本期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金3.01亿元，同比+54.40%。我们认为，固定资产的大量投资，意味着公司持续处于扩张阶段，高景气成长轨道特性凸显。

## ● 国防军工行业景气度扩张期将为十年维度，军机需求或大幅提升

2019年军工板块经营性现金流净额出现了90%左右增长，为行业景气度进入扩张期的一个重要指标，且2020年一季度疫情之下依然维持了90%以上的增长。因军工相对稳定的付款规则，我们判断原因主要为回款与订单的明显改善与增加导致。综上可以认为军工的景气度拐点出现在2019年，2020年延续了景气度的扩张，是拐点后的第一年。

据World Air Forces 2020统计数据，美国现役各类军机数量为13,266架，在全球现役军机中占比为25%，我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。从政策层面看，主席在中共中央政治局第二十二次集体学习中指出，我国安全形势不确定性不稳定性增大，要增强使命感和紧迫感，努力实现我军现代化建设跨越式发展。综上所述，当前世界局势对国防提出了更加紧迫的要求，未来武器装备费用增长速度有望高于国防支出总体增速，以航空器为代表的军品有望实现加量布局，公司对应产品有望实现快速放量。

**盈利预测与评级：**综上所述，考虑到公司2019年研发费用+集团科研项目/国防性科研项目/国拨基建技改项目相关投入达到9亿元，我们预计新型号装备研制生产将持续加快，20年或开启进入景气扩张期；此外公司20H1获得政府补助4.1亿元（计入非经常性损益），预计2020单年净利润将有较高增长。因此，维持我们此前的盈利预测，预计2020-22年公司实现营业收入285.13/345.01/420.91亿元，对应归母净利润为13.97/16.87/20.47亿元，EPS为1.00/1.20/1.46元，PE为58.74/48.65/40.09x，维持“买入”评级。

**风险提示：**上半年军品交付放缓，新品定价进度慢，利润不分红风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,150.86	23,760.86	28,513.03	34,500.77	42,090.94
增长率(%)	3.55	17.91	20.00	21.00	22.00
EBITDA(百万元)	1,431.50	1,884.85	1,774.83	2,437.97	2,900.27
净利润(百万元)	743.24	877.79	1,396.95	1,686.97	2,047.22
增长率(%)	5.16	18.10	59.14	20.76	21.35
EPS(元/股)	0.53	0.63	1.00	1.20	1.46
市盈率(P/E)	110.41	93.49	58.74	48.65	40.09
市净率(P/B)	10.44	9.45	8.11	7.06	6.13
市销率(P/S)	4.07	3.45	2.88	2.38	1.95
EV/EBITDA	20.93	19.76	38.33	27.95	21.95

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	58.6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)	82,062.81
流通A股市值(百万元)	23,353.39
每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	61.45
一年内最高/最低(元)	78.70/25.00

## 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 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080006  
xulitian@tfzq.com

## 股价走势

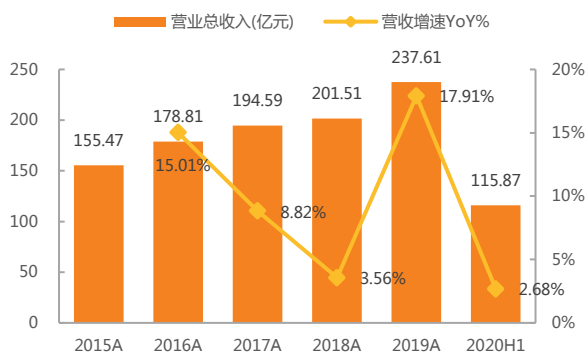


资料来源：贝格数据

## 相关报告

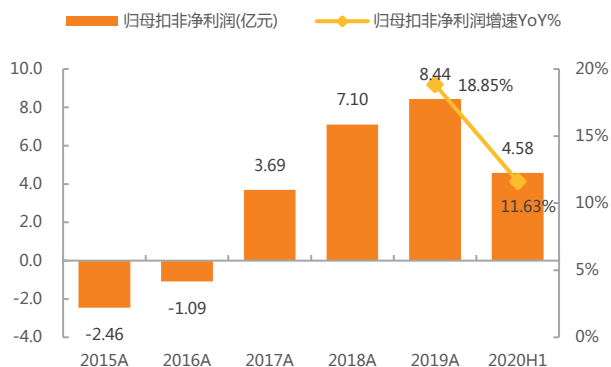
- 《中航沈飞-季报点评:Q1扣非38%高增长，19年研发专项投入超7亿，新品四代鹞鹰可期》2020-04-25
- 《中航沈飞-公司点评:2020年业绩显著增厚，补助3.85亿元与收益相关》2020-03-11
- 《中航沈飞-季报点评:归母净利润同比近翻倍，现金流实现大额改善》2019-10-30

图 1：2015-2020H1 营业总收入（亿元）及其增速



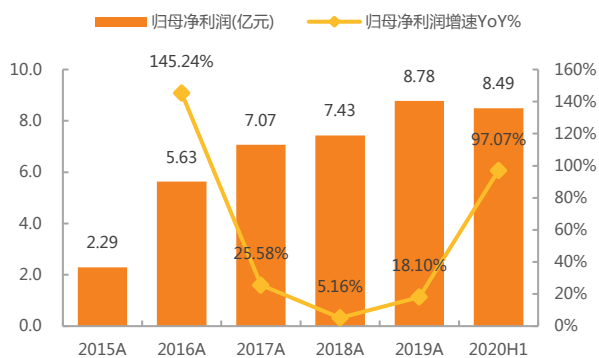
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：2015-2020H1 归母扣非净利润（亿元）及其增速



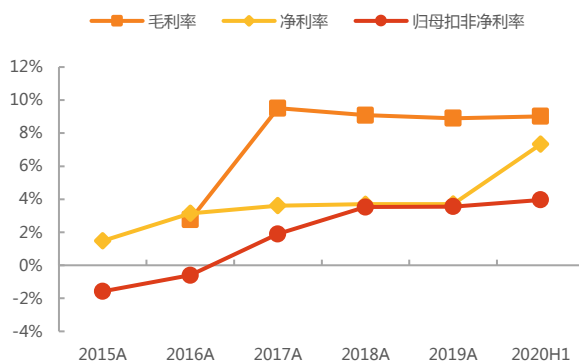
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 3：2015-2020H1 归母净利润（亿元）及其增速



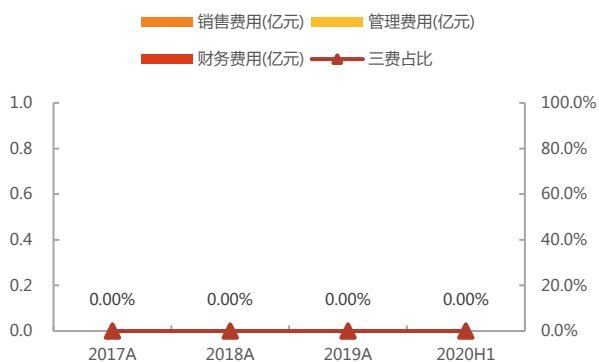
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 4：2015-2020H1 毛利率、净利率、归母扣非净利率变化



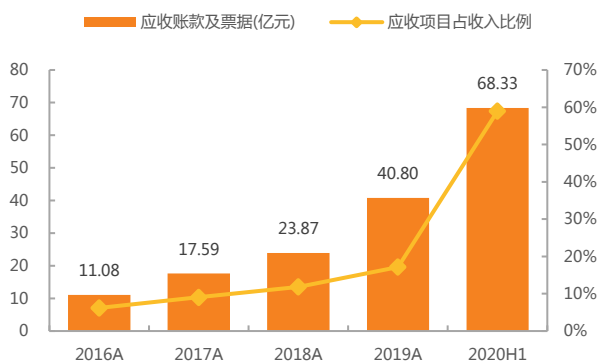
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 5：2017-2020H1 三费及其占比



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 6：2016-2020H1 应收账款及票据，以及其占收入的比例



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,315.29	7,568.30	14,689.76	14,540.55	19,011.95
应收票据及应收账款	2,387.27	4,079.82	4,632.49	5,334.40	6,591.37
预付账款	485.72	578.17	675.92	822.45	1,003.55
存货	9,770.73	10,485.83	12,578.04	15,472.81	18,711.58
其他	21.84	43.04	69.33	30.74	77.83
<b>流动资产合计</b>	<b>21,980.85</b>	<b>22,755.17</b>	<b>32,645.54</b>	<b>36,200.94</b>	<b>45,396.29</b>
长期股权投资	439.77	411.44	411.44	411.44	411.44
固定资产	3,367.96	3,663.34	3,758.40	3,678.09	3,473.51
在建工程	1,087.58	843.43	566.06	429.63	359.78
无形资产	1,021.91	988.05	975.89	960.73	942.58
其他	541.18	562.43	460.94	488.62	501.28
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,458.40</b>	<b>6,468.69</b>	<b>6,172.73</b>	<b>5,968.52</b>	<b>5,688.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,439.25</b>	<b>29,223.86</b>	<b>38,818.27</b>	<b>42,169.46</b>	<b>51,084.88</b>
短期借款	223.50	33.50	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	8,770.57	10,892.53	12,315.49	15,038.44	18,084.32
其他	10,290.41	8,129.06	14,771.48	13,927.81	18,044.98
<b>流动负债合计</b>	<b>19,284.48</b>	<b>19,055.09</b>	<b>27,106.97</b>	<b>28,986.25</b>	<b>36,149.30</b>
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	501.07	396.20	509.69	468.99	458.29
<b>非流动负债合计</b>	<b>951.07</b>	<b>846.20</b>	<b>959.69</b>	<b>918.99</b>	<b>908.29</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,235.54</b>	<b>19,901.29</b>	<b>28,066.66</b>	<b>29,905.23</b>	<b>37,057.59</b>
少数股东权益	340.87	634.44	638.64	643.71	649.87
股本	1,400.39	1,400.39	1,400.39	1,400.39	1,400.39
资本公积	6,139.84	6,154.39	6,154.39	6,154.39	6,154.39
留存收益	6,534.73	7,427.06	8,712.58	10,220.13	11,977.03
其他	(6,212.12)	(6,293.70)	(6,154.39)	(6,154.39)	(6,154.39)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,203.71</b>	<b>9,322.57</b>	<b>10,751.61</b>	<b>12,264.23</b>	<b>14,027.29</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28,439.25</b>	<b>29,223.86</b>	<b>38,818.27</b>	<b>42,169.46</b>	<b>51,084.88</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	745.50	880.55	1,396.95	1,686.97	2,047.22
折旧摊销	508.28	568.27	644.47	731.88	812.59
财务费用	(2.96)	10.65	(112.02)	(153.79)	(176.52)
投资损失	32.72	33.98	30.00	20.00	30.00
营运资金变动	(1,192.82)	(2,866.82)	5,511.44	(1,893.70)	2,415.76
其它	144.47	225.48	4.20	5.08	6.16
<b>经营活动现金流</b>	<b>235.20</b>	<b>(1,147.89)</b>	<b>7,475.05</b>	<b>396.43</b>	<b>5,135.20</b>
资本支出	812.56	660.15	336.51	540.71	530.69
长期投资	(32.23)	(28.33)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,370.79)	(1,166.18)	(816.51)	(1,060.71)	(1,080.69)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(590.46)</b>	<b>(534.36)</b>	<b>(480.00)</b>	<b>(520.00)</b>	<b>(550.00)</b>
债权融资	673.50	483.50	470.00	470.00	470.00
股权融资	74.54	12.21	251.34	153.79	176.52
其他	(324.76)	(557.25)	(594.93)	(649.42)	(760.32)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>423.28</b>	<b>(61.54)</b>	<b>126.41</b>	<b>(25.63)</b>	<b>(113.80)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>68.02</b>	<b>(1,743.78)</b>	<b>7,121.46</b>	<b>(149.20)</b>	<b>4,471.40</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>20,150.86</b>	<b>23,760.86</b>	<b>28,513.03</b>	<b>34,500.77</b>	<b>42,090.94</b>
营业成本	18,319.02	21,646.57	25,946.86	31,361.20	38,218.57
营业税金及附加	33.51	37.88	45.62	55.20	67.35
营业费用	15.27	10.40	17.11	17.25	16.84
管理费用	757.59	777.76	997.96	1,017.77	1,262.73
研发费用	171.62	218.35	285.13	293.26	357.77
财务费用	(87.84)	(64.70)	(112.02)	(153.79)	(176.52)
资产减值损失	68.16	(64.33)	60.00	30.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(32.72)	(33.98)	(30.00)	(20.00)	(30.00)
其他	41.12	217.67	60.00	40.00	60.00
<b>营业利润</b>	<b>865.12</b>	<b>1,015.24</b>	<b>1,242.38</b>	<b>1,859.88</b>	<b>2,264.20</b>
营业外收入	0.52	0.85	374.66	100.00	100.00
营业外支出	1.25	2.05	2.81	15.00	4.00
<b>利润总额</b>	<b>864.39</b>	<b>1,014.04</b>	<b>1,614.23</b>	<b>1,944.88</b>	<b>2,360.20</b>
所得税	118.89	133.49	213.08	252.83	306.83
<b>净利润</b>	<b>745.50</b>	<b>880.55</b>	<b>1,401.16</b>	<b>1,692.04</b>	<b>2,053.38</b>
少数股东损益	2.27	2.76	4.20	5.08	6.16
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>743.24</b>	<b>877.79</b>	<b>1,396.95</b>	<b>1,686.97</b>	<b>2,047.22</b>
每股收益(元)	0.53	0.63	1.00	1.20	1.46

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.55%	17.91%	20.00%	21.00%	22.00%
营业利润	9.84%	17.35%	22.37%	49.70%	21.74%
归属于母公司净利润	5.16%	18.10%	59.14%	20.76%	21.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.09%	8.90%	9.00%	9.10%	9.20%
净利率	3.69%	3.69%	4.90%	4.89%	4.86%
ROE	9.45%	10.10%	13.81%	14.52%	15.30%
ROIC	-38.08%	-84.29%	58.56%	-37.78%	-79.14%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.15%	68.10%	72.30%	70.92%	72.54%
净负债率	-105.34%	-76.00%	-132.26%	-114.73%	-132.18%
流动比率	1.14	1.19	1.20	1.25	1.26
速动比率	0.63	0.64	0.74	0.72	0.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.72	7.35	6.55	6.92	7.06
存货周转率	2.28	2.35	2.47	2.46	2.46
总资产周转率	0.74	0.82	0.84	0.85	0.90
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.53	0.63	1.00	1.20	1.46
每股经营现金流	0.17	-0.82	5.34	0.28	3.67
每股净资产	5.61	6.20	7.22	8.30	9.55
<b>估值比率</b>					
市盈率	110.41	93.49	58.74	48.65	40.09
市净率	10.44	9.45	8.11	7.06	6.13
EV/EBITDA	20.93	19.76	38.33	27.95	21.95
EV/EBIT	32.41	28.24	60.18	39.94	30.50

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com