

中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2021年02月01日

全年归母净利润超预期，沈飞望迎跨越式高景气

2020 全年归母净利润 14.8 亿元超预期，为“十四五”发展奠定基础

1月28日晚公司公告，预计2020年归母净利润14.8亿元，同比+68.61%，相比去年同期增加6.02亿元，归母扣非净利润9.40亿元，同比+11.35%。面对艰巨繁重的改革发展任务，公司聚焦建设一流军队、打造一流企业的“双一流”目标，加大研发投入，完成了全年既定经营目标，为“十四五”发展奠定基础。公司现已完成沈飞民机32.01%股权转让，不再持有沈飞民机股权。18-19年沈飞民机净亏损分别为0.77/0.79亿元，20H1沈飞民机净亏损0.95亿元，对沈飞投资收益的影响分别为-0.25/-0.25/-0.30亿元，由于股权转让已完成，预计2021年公司将不再按持股比例承担亏损，利润表负担将显著减轻。

我国三代半歼击机龙头供应商，公司机型是现代战争中的空中重型武器库

中航沈飞是我国歼击机的摇篮，是歼击机整机龙头供应商，公司主营航空防务装备产品制造，现型号产品覆盖歼11/歼15(三代)、歼16(三代半)等多系列空军歼击机/舰载机。全球看，三代半战机是空中作战的高机动重型武器库，载弹量大幅高于四代机(四代机F35为2500kg，三代半SU-35为8000kg)，我们认为四代机不能完全替代三代半机作战功能，“十四五”期间三代机或存在大量需求。沈飞公司(全资子公司)创建于1951年，2017年集团将沈飞公司资产注入上市公司，实现核心军工资产整体上市，2019年沈飞公司(全资子公司)营收236.01亿元，占上市公司当年营收规模99.33%，净利润8.48亿元，占当年归母净利润规模96.58%。

先进战机“跨代式”转变望于十四五启动，沈飞望迎跨代武器装备大时代

“十四五”期间公司望加速产品升级换代、拓宽航空产品谱系。近年来，公司持续投入高额研发，2019年费用化研发支出(研发费用)、国防科研/技改项目垫付额(对应专项应付款每年减少额，后续由对应国家部门支付)高达9.31亿元，占当年净利润的106.10%，推进如四代机FC31鹞鹰飞机、新型舰载机等产品持续落地。我们预计，“十四五”期间跨代次型号定型、主力型号批产有望持续加速。我们认为，多指标或共同指向下游需求增长&新老机型交替：20Q1-Q3存货、存货收入比、“预收款+合同负债”三者一并下降，共同指向可能结果——下游客户对“十四五”新品需求或快速上涨、老产品需求或将在不久后下降、“十三五”老型号库存有望在2020年统一交付。预计公司有望在2020年底~2021年启动新一轮合同负债打款+新品库存备货，且该阶段投入或将主要由“十四五”主力机型+跨代机型双重需求推动。

盈利预测：维持前述营收判断，预计20-22年营收273.25/341.56/416.71亿元，公司转让沈飞民机的投资回报略超预期，且预计利好投资收益将20-21年归母净利润略调升(归母净利润由14.01/18.02亿元调整至14.80/18.33亿元)，22年归母净利润维持22.54亿判断，EPS为1.06/1.31/1.61元，PE为73.92/59.67/48.52x，维持“买入”评级。

风险提示：供应配套风险，客户订单风险，公司分红波动风险。注：业绩预告为初步测算结果，以年报数据为准。

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	27,324.99	34,156.24	41,670.61
增长率(%)	3.55	17.91	15.00	25.00	22.00
EBITDA(百万元)	1,431.50	1,884.85	1,874.10	2,489.59	3,024.47
净利润(百万元)	743.24	877.79	1,479.66	1,832.84	2,254.25
增长率(%)	5.16	18.10	68.57	23.87	22.99
EPS(元/股)	0.53	0.63	1.06	1.31	1.61
市盈率(P/E)	147.15	124.60	73.92	59.67	48.52
市净率(P/B)	13.91	12.59	10.99	9.66	8.40
市销率(P/S)	5.43	4.60	4.00	3.20	2.62
EV/EBITDA	20.93	19.76	51.21	38.32	30.36

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	78.1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)	1,398.27
A股总市值(百万元)	109,370.40
流通A股市值(百万元)	109,205.22
每股净资产(元)	7.04
资产负债率(%)	62.19
一年内最高/最低(元)	100.15/25.00

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-公司深度研究:歼击机摇篮望迎“十四五”跨代式进阶，聚焦高精尖航空装备》2020-12-29
- 《中航沈飞-季报点评:内生归母扣非净利润大增35.85%，机型内部迭代加速装备跨越式发展兑现》2020-10-30
- 《中航沈飞-半年报点评: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%》2020-08-31

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	14,041.42	14,584.53	18,165.15
应收票据及应收账款	2,387.27	4,079.82	4,269.48	5,597.88	6,208.79
预付账款	485.72	578.17	623.67	858.10	943.69
存货	9,770.73	10,485.83	11,617.05	16,123.13	17,608.07
其他	21.84	43.04	67.35	32.28	75.75
流动资产合计	21,980.85	22,755.17	30,618.96	37,195.92	43,001.45
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
非流动资产合计	6,458.40	6,468.69	6,172.73	5,968.52	5,688.60
资产总计	28,439.25	29,223.86	36,791.69	43,164.44	48,690.05
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	11,348.49	15,702.49	16,981.16
其他	10,290.41	8,129.06	13,872.62	14,551.94	17,112.10
流动负债合计	19,284.48	19,055.09	25,241.12	30,274.42	34,113.26
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
非流动负债合计	951.07	846.20	959.69	918.99	908.29
负债合计	20,235.54	19,901.29	26,200.81	31,193.41	35,021.55
少数股东权益	340.87	634.44	638.89	644.40	651.19
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	8,551.61	9,926.24	11,616.92
其他	(6,212.12)	(6,293.70)	(6,154.39)	(6,154.39)	(6,154.39)
股东权益合计	8,203.71	9,322.57	10,590.88	11,971.03	13,668.50
负债和股东权益总计	28,439.25	29,223.86	36,791.69	43,164.44	48,690.05

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	745.50	880.55	1,479.66	1,832.84	2,254.25
折旧摊销	508.28	568.27	644.47	731.88	812.59
财务费用	(2.96)	10.65	(108.33)	(150.35)	(171.95)
投资损失	32.72	33.98	(60.00)	(15.00)	30.00
营运资金变动	(1,192.82)	(2,866.82)	5,023.83	(1,068.92)	1,590.56
其它	144.47	225.48	4.45	5.52	6.78
经营活动现金流	235.20	(1,147.89)	6,984.09	1,335.97	4,522.23
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)	(726.51)	(1,025.71)	(1,080.69)
投资活动现金流	(590.46)	(534.36)	(390.00)	(485.00)	(550.00)
债权融资	673.50	483.50	470.00	470.00	470.00
股权融资	74.54	12.21	247.65	150.35	171.95
其他	(324.76)	(557.25)	(838.62)	(928.21)	(1,033.56)
筹资活动现金流	423.28	(61.54)	(120.97)	(307.86)	(391.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	68.02	(1,743.78)	6,473.12	543.11	3,580.62

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,150.86	23,760.86	27,324.99	34,156.24	41,670.61
营业成本	18,319.02	21,646.57	24,865.74	31,013.86	37,711.90
营业税金及附加	33.51	37.88	43.72	54.65	66.67
营业费用	15.27	10.40	16.39	17.08	16.67
管理费用	757.59	777.76	896.26	1,007.61	1,208.45
研发费用	171.62	218.35	273.25	290.33	375.04
财务费用	(87.84)	(64.70)	(108.33)	(150.35)	(171.95)
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)	60.00	15.00	(30.00)
其他	41.12	217.67	(120.00)	(30.00)	60.00
营业利润	865.12	1,015.24	1,337.96	1,908.06	2,383.83
营业外收入	0.52	0.85	374.66	220.00	220.05
营业外支出	1.25	2.05	2.81	15.00	5.00
利润总额	864.39	1,014.04	1,709.81	2,113.06	2,598.88
所得税	118.89	133.49	225.70	274.70	337.85
净利润	745.50	880.55	1,484.12	1,838.36	2,261.03
少数股东损益	2.27	2.76	4.45	5.52	6.78
归属于母公司净利润	743.24	877.79	1,479.66	1,832.84	2,254.25
每股收益(元)	0.53	0.63	1.06	1.31	1.61

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.55%	17.91%	15.00%	25.00%	22.00%
营业利润	9.84%	17.35%	31.79%	42.61%	24.94%
归属于母公司净利润	5.16%	18.10%	68.57%	23.87%	22.99%
获利能力					
毛利率	9.09%	8.90%	9.00%	9.20%	9.50%
净利率	3.69%	3.69%	5.42%	5.37%	5.41%
ROE	9.45%	10.10%	14.87%	16.18%	17.32%
ROIC	-38.08%	-84.29%	63.71%	-44.43%	-73.11%
偿债能力					
资产负债率	71.15%	68.10%	71.21%	72.27%	71.93%
净负债率	-105.34%	-76.00%	-128.14%	-117.91%	-129.46%
流动比率	1.14	1.19	1.21	1.23	1.26
速动比率	0.63	0.64	0.75	0.70	0.74
营运能力					
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	2.47
总资产周转率	0.74	0.82	0.83	0.85	0.91
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.63	1.06	1.31	1.61
每股经营现金流	0.17	-0.82	4.99	0.95	3.23
每股净资产	5.61	6.20	7.11	8.09	9.30
估值比率					
市盈率	147.15	124.60	73.92	59.67	48.52
市净率	13.91	12.59	10.99	9.66	8.40
EV/EBITDA	20.93	19.76	51.21	38.32	30.36
EV/EBIT	32.41	28.24	78.05	54.28	41.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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