

中航沈飞 (600760.SH)

2020年归母净利润同比增68.63%，2021年关联交易额验证军工高景气

2020年3月29日，中航沈飞发布2020年年报：实现营收（273.16亿元，+14.96%），归母净利润（14.80亿元，+68.63%），扣非归母净利润（9.40亿元，+11.34%）。2021年关联交易预计额，体现十四五军工高景气度的开始。

1) 营收层面：航空制造业务稳健增长，实现“十三五”圆满收官，子公司沈飞净利率水平达到5.3%。2020年航空制造业实现营收（269.93亿元，+15.58%），其中主营业务为歼击机的唯一子公司沈飞公司实现营收（272.28亿元，+15.27%），净利润（14.31亿元，+68.75%），净利率为5.25%。

2021年关联交易额超预期，预示着十四五高景气开始。一方面，2021年公司预计购买原材料等关联交易额（191.63亿元，相对2020年实际额同比增加53.57%），而航发动力公告的2021年向航空工业集团系统内销售商品预计金额为（142.03亿元，相对2020年实际额同比增加42.56%），两者增速趋势一致。另一方面，在关联方的财务公司的存款额度，由2020年的109亿元提升至500亿元，远超历史数据表明了我们此前判断的采购模式的变化，即大单采购模式下提高预付款比例，表明航空装备产业能够锁定更长周期的景气度，军工产业链现金流也有望大幅改善。

公司公告“十四五”期间将加速产品升级拓宽产品谱系，力争2025年成为国内领军航空装备企业。据公司公告，“十四五”期间公司将加速产品升级换代拓宽航空产品谱系，加速优化产业发展布局，加速产业融合提升价值创造能力，力争到2025年建设成为国内领军航空装备企业。我们预计“十四五”期间公司的各类装备有望迎来加速列装：其中歼-11是我国三代战机中唯一的重型歼击机；沈飞歼-15/16是我国现役三代半战斗机，其中歼-15是现役唯一一款航母舰载机，歼-16是我国空军实现“攻防兼备”战略转型的核心武器。在研四代机“鹞鹰”FC-31及无人机业务是拓宽产品谱系的重要支撑点，或将在“十四五”阶段为公司提供业绩弹性。

2) 毛利率、净利率双双提升，期间费用率持续改善。公司航空产品2020年营收（269.93亿元，+15.58%），毛利率为9.28%同比增加0.34个百分点，子公司沈飞公司净利率为5.25%，同比增加1.66个百分点，期间费用率整体下降0.33个百分点，连续几年下降表明公司管理效率积极改善。展望“十四五”，航空装备产品放量增长，主机厂规模效应或更为显著，毛利率有望继续提升；随着股权激励的机制改善，未来期间费用率仍然存在进一步下降的可能。

3) 现金流量表大为改善。2020年公司经营活动现金流量净额63.20亿元，同比去年增加74.68亿元，主要是收到客户货款增加所致，这也表明了在全局加强练兵备战的背景下，装备任务核心是装备的研制交付，客户付款条件在明显改善，都是为了促进产业链的交付。其他方面如，2020年应收票据及账款（52.62亿元，+28.98%），源于销售商品增加；应付票据及账款（135.21亿元，+24.13%），源于采购增加。多方面数据预示着未来军工行业高景气度，公司订单饱满，同时在积极采购备货。

投资建议：我们认为中航沈飞作为A股唯一的战斗机整机标的，是稀缺性显著的军工核心资产。作为整体上市的代表，沈飞对2021年关联交易预计额不仅验证了公司、行业的高景气度，也直接验证采购模式的变化。展望未来，不仅有主力机型持续的列装，更是在公告中明确指出拓宽产品谱系带来的业绩增长点。我们预计能够形成稳中有增的产出，而市场化的治理机制也有望推动公司业绩增长，基于此我们上调公司业绩，预计公司2021-2023年归母净利润分别为19.54、24.87、30.70亿元，EPS分别为1.40、1.78、2.19元，对应PE为45X/35X/29X，维持“买入”评级。

风险提示：公司军品订单不及市场预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,761	27,316	33,287	40,732	49,847
增长率 yoy (%)	17.9	15.0	21.9	22.4	22.4
归母净利润(百万元)	878	1,480	1,954	2,487	3,070
增长率 yoy (%)	18.1	68.6	32.0	27.3	23.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.63	1.06	1.40	1.78	2.19
净资产收益率 (%)	9.4	13.7	15.3	16.4	16.9
P/E (倍)	100.4	59.5	45.1	35.4	28.7
P/B (倍)	10.1	8.7	7.3	6.1	5.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	航空装备
前次评级	买入
最新收盘价	62.91
总市值(百万元)	88,098.49
总股本(百万股)	1,400.39
其中自由流通股(%)	99.85
30日日均成交量(百万股)	10.40

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

相关研究

- 《中航沈飞（600760.SH）：2020年归母净利润同比+68.63%，“十四五”有望加速成长》2021-03-08
- 《中航沈飞（600760.SH）：2020年归母净利润同比+68.61%，“十四五”或实现跨越发展》2021-01-28
- 《中航沈飞（600760.SH）：战斗机唯一上市平台，稀缺性显著的军工核心资产》2020-07-06

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22755	26513	27375	26004	25488
现金	7568	12632	12876	8320	6534
应收票据及应收账款	4080	5262	6122	7808	9239
其他应收款	9	128	150	55	196
预付账款	578	680	853	1024	1273
存货	10486	7778	7342	8765	8214
其他流动资产	34	31	31	31	31
非流动资产	6469	6340	7119	8023	8930
长期投资	411	154	93	76	85
固定资产	3663	3691	4466	5181	6002
无形资产	988	950	1014	1131	1106
其他非流动资产	1406	1545	1546	1636	1737
资产总计	29224	32853	34494	34027	34418
流动负债	19055	21444	24013	26730	24369
短期借款	34	0	0	0	0
应付票据及应付账款	10893	13521	9023	10457	11984
其他流动负债	8129	7923	14990	16273	12385
非流动负债	846	574	607	642	661
长期借款	450	0	33	68	87
其他非流动负债	396	574	574	574	574
负债合计	19901	22018	24620	27372	25030
少数股东权益	634	687	689	695	702
股本	1400	1400	1400	1400	1400
资本公积	6154	6094	6094	6094	6094
留存收益	1273	2744	4583	6890	9679
归属母公司股东权益	8688	10148	9186	5961	8686
负债和股东权益	29224	32853	34494	34027	34418

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1148	6320	6048	7128	7506
净利润	881	1484	1956	2493	3077
折旧摊销	568	680	610	790	992
财务费用	-65	-18	-142	-23	129
投资损失	34	-61	-19	13	-37
营运资金变动	-2747	3900	3643	3854	3346
其他经营现金流	181	336	0	0	0
投资活动现金流	-534	-618	127	-264	-292
资本支出	561	742	840	921	898
长期投资	24	123	103	284	113
其他投资现金流	51	247	1070	941	719
筹资活动现金流	-62	-637	202	48	-109
短期借款	-190	-34	0	0	0
长期借款	0	-450	53	67	76
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	15	-61	0	0	0
其他筹资现金流	114	-93	149	-19	-185
现金净增加额	-1744	5064	6377	6913	7105

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23761	27316	33287	40732	49847
营业成本	21647	24794	29969	36469	44382
营业税金及附加	38	37	33	41	50
营业费用	10	11	13	16	20
管理费用	778	713	865	1059	1296
研发费用	218	288	300	367	449
财务费用	-65	-18	-142	-23	129
资产减值损失	-64	-32	33	61	50
其他收益	44	423	40	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-34	61	19	-13	37
资产处置收益	-2	-0	0	0	0
营业利润	1015	1742	2274	2749	3530
营业外收入	1	8	1	1	1
营业外支出	2	11	10	10	10
利润总额	1014	1738	2265	2740	3521
所得税	133	254	309	247	444
净利润	881	1484	1956	2493	3077
少数股东损益	3	3	2	6	7
归属母公司净利润	878	1480	1954	2487	3070
EBITDA	1387	2039	2493	3214	4292
EPS (元)	0.63	1.06	1.40	1.78	2.19

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	17.9	15.0	21.9	22.4	22.4
营业利润(%)	17.4	71.5	30.6	20.9	28.4
归属于母公司净利润(%)	18.1	68.6	32.0	27.3	23.4
获利能力					
毛利率(%)	8.9	9.2	10.0	10.5	11.0
净利率(%)	3.7	5.4	5.9	6.1	6.2
ROE(%)	9.4	13.7	15.3	16.4	16.9
ROIC(%)	7.4	10.8	12.8	14.5	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	68.1	67.0	71.4	80.4	72.7
净负债比率(%)	-71.8	-111.3	-95.9	-50.3	-32.0
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.2	1.5
应收账款周转率	7.3	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.06	1.40	1.78	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.82	4.51	4.32	5.09	5.36
每股净资产(最新摊薄)	6.20	7.25	8.64	10.38	12.53
估值比率					
P/E	100.4	59.5	45.1	35.4	28.7
P/B	10.1	8.7	7.3	6.1	5.0
EV/EBITDA	59.2	37.6	30.7	25.2	19.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com