

## 2020 年年报点评：归母净利润同比增长 68%，将持续受益于空军战略转型

2021 年 03 月 30 日

买入（维持）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 刘中玉

执业证号：S0600520120001

18801026093

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,316	33,421	41,148	50,678
同比（%）	15.0%	22.4%	23.1%	23.2%
归母净利润（百万元）	1,480	1,729	2,115	2,669
同比（%）	68.6%	16.8%	22.3%	26.2%
每股收益（元/股）	1.06	1.23	1.51	1.91
P/E（倍）	59.52	50.96	41.66	33.01

**事件：**公司发布 2020 年度报告，实现营业收入 273.16 亿元，同比+14.96%；归母净利润 14.8 亿元，同比+68.63%；扣非后归母净利润为 9.40 亿元，同比+11.34%。

### 投资要点

#### ■ 聚焦航空防务装备主业，经营效率和盈利能力有所提高

公司 2020 年度实现营业收入 273.16 亿元，同比+14.96%；归母净利润 14.8 亿元，同比+68.63%。公司航空制造业业务收入占比 98.82%，是公司主要收入和利润来源。1) 毛利率方面：公司销售毛利率为 9.23%，同比+0.33pcts，毛利率小幅提升。2) 费用端：销售费用率为 0.04%(-0.0018pcts)，管理费用率为 2.61%(-0.66pcts)，研发费用率为 1.05%(+0.13pcts)，财务费用率为-0.07%(+0.20pcts)，期间费用率较上年同期下降 0.33pcts 至 3.64%。此外，2020 年公司确认与收益相关的政府补助 4.21 亿元，转让沈飞民机获得投资收益 1.35 亿元，上述非经常性收益进一步增厚业绩。综合影响之下，本期净利率同比+1.72pcts 至 5.43%，我们预计受益于军品定价改革和运营管理能力提升，公司经营效率和盈利能力有望持续提高。

#### ■ 计划和运营管理能力有所提高，采购加速预示在手订单饱满

公司强化计划管理和运营管理，Q1-Q4 分别实现营业收入 57.00/58.86/73.24/84.05 亿元，各季度间生产交付趋于“2233”的均衡状态，缓解供应链系统压力的同时提高了经营效率。2020 年全年公司销售回款显著增加，货币资金同比增长 66.91%，经营活动产生的现金流量净额 63.20 亿元，比上年同期多流入 74.68 亿元。此外，2020 年全年公司采购有所增加，预付款项同比增长 17.69%至 6.80 亿元，应付票据同比大幅增加 284.36%至 43.05 亿元，采购活动的活跃表明公司在手订单饱满，正积极备货以组织生产。

#### ■ 战斗机领域唯一上市平台，有望直接受益于空军战略转型

公司是战斗机领域唯一上市平台，J-15、J-16 等主要产品是空军装备升级的主力机型，其中 J-15 是我国目前唯一舰载机，未来两到三年是装备高峰时段；J-16 是空军新一代主战机型，是我空军跨代发展、优化结构的主力机型，未来一段时间仍将是装备重点；此外在研的 FC-31 将使公司实现三代机向四代机的跨越。目前我国军机数量、质量与美国、俄罗斯等先进国家相比均处劣势，战斗机中 J-7、J-8 系列二代机数量占比超过 40%。目前我国空军正处于战略转型的关键阶段，我们预计十四五期间先进战机列装/换装有望加速，将带动公司业绩持续稳健增长。

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司将受益于空军战略转型带来先进战机列装的加速，在军品定价改革背景下公司盈利能力有望进一步提升，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.02/1.17 元上调至 1.23/1.51 元，预计 2023 年 EPS 为 1.91 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 51/42/33 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**订单不及预期；产品交付及确认收入进度不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	62.91
一年最低/最高价	27.47/100.15
市净率(倍)	8.68
流通 A 股市值(百万元)	87965.43

### 基础数据

每股净资产(元)	7.25
资产负债率(%)	67.02
总股本(百万股)	1400.39
流通 A 股(百万股)	1398.27

### 相关研究

1、《中航沈飞（600760）：2019 及 2020Q1 经营稳健，股权激励进入解锁期》2020-04-26

中航沈飞三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>26,513</b>	<b>30,273</b>	<b>39,619</b>	<b>44,959</b>	<b>营业收入</b>	<b>27,316</b>	<b>33,421</b>	<b>41,148</b>	<b>50,678</b>
现金	12,632	13,799	18,212	18,776	减:营业成本	24,794	30,263	37,243	45,823
应收账款	5,262	6,168	7,905	9,427	营业税金及附加	37	59	66	80
存货	7,778	9,271	12,319	15,202	营业费用	11	16	19	23
其他流动资产	840	1,035	1,183	1,553	管理费用	1,000	1,280	1,584	1,929
<b>非流动资产</b>	<b>6,340</b>	<b>7,174</b>	<b>8,104</b>	<b>9,027</b>	研发费用	288	337	421	516
长期股权投资	154	120	77	32	财务费用	-18	-55	-66	-83
固定资产	3,691	4,490	5,246	6,126	资产减值损失	-32	0	0	0
在建工程	965	973	1,073	1,186	加:投资净收益	61	26	5	15
无形资产	950	1,014	1,131	1,106	其他收益	423	125	154	186
其他非流动资产	580	577	577	577	资产处置收益	0	-9	-3	-4
<b>资产总计</b>	<b>32,853</b>	<b>37,447</b>	<b>47,723</b>	<b>53,986</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,742</b>	<b>2,000</b>	<b>2,459</b>	<b>3,103</b>
<b>流动负债</b>	<b>21,444</b>	<b>24,274</b>	<b>32,445</b>	<b>36,078</b>	加:营业外净收支	-3	4	-0	-0
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,738</b>	<b>2,004</b>	<b>2,459</b>	<b>3,103</b>
应付账款	13,521	14,630	18,771	20,902	减:所得税费用	254	273	339	428
其他流动负债	7,923	9,643	13,674	15,175	少数股东损益	3	2	5	6
<b>非流动负债</b>	<b>574</b>	<b>608</b>	<b>645</b>	<b>666</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,480</b>	<b>1,729</b>	<b>2,115</b>	<b>2,669</b>
长期借款	0	34	71	92	EBIT	1,359	1,608	1,981	2,551
其他非流动负债	574	574	574	574	EBITDA	2,039	2,219	2,777	3,556
<b>负债合计</b>	<b>22,018</b>	<b>24,881</b>	<b>33,090</b>	<b>36,744</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	687	689	694	700	每股收益(元)	1.06	1.23	1.51	1.91
归属母公司股东权益	10,148	11,877	13,939	16,542	每股净资产(元)	7.25	8.48	9.95	11.81
<b>负债和股东权益</b>	<b>32,853</b>	<b>37,447</b>	<b>47,723</b>	<b>53,986</b>	发行在外股份(百万股)	1400	1400	1400	1400
					ROIC(%)	-47.6%	-77.0%	-42.0%	-112.9%
					ROE(%)	13.7%	13.8%	14.5%	15.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	9.2%	9.5%	9.5%	9.6%
经营活动现金流	6,320	2,500	6,075	2,432	销售净利率(%)	5.4%	5.2%	5.1%	5.3%
投资活动现金流	-618	-1,429	-1,724	-1,917	资产负债率(%)	67.0%	66.4%	69.3%	68.1%
筹资活动现金流	-637	95	62	49	收入增长率(%)	15.0%	22.4%	23.1%	23.2%
现金净增加额	5,064	1,167	4,412	564	净利润增长率(%)	68.5%	16.6%	22.5%	26.2%
折旧和摊销	680	612	796	1,005	P/E	59.52	50.96	41.66	33.01
资本开支	742	868	973	968	P/B	8.68	7.42	6.32	5.33
营运资本变动	3,900	230	3,227	-1,153	EV/EBITDA	37.63	34.07	25.65	19.89

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>