

# 中航沈飞：战斗机整机龙头直接受益军品采购模式优化

## 中航沈飞(600760)

|        |      |             |              |
|--------|------|-------------|--------------|
| 评级:    | 买入   | 股票代码:       | 600760       |
| 上次评级:  | 买入   | 52周最高价/最低价: | 100.15/27.71 |
| 目标价格:  |      | 总市值(亿)      | 969.07       |
| 最新收盘价: | 69.2 | 自由流通市值(亿)   | 967.61       |
|        |      | 自由流通股数(百万)  | 1,398.27     |

### 事件概述

公司发布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%)，扣非净利润(9.40亿元，+11.34%)。

### 分析判断：

▶ 2020年，公司实现营收273.16亿元，同比增长14.96%；归母净利润14.80亿元，同比增长68.63%；扣非净利润9.40亿元，同比增长11.34%。非经常性损益主要系收到政府补助和转让沈飞民机，2020年全资子公司沈飞公司确认与收益相关的政府补助约4.21亿元，转让沈飞民机32.01%股权确认投资收益约1.35亿元。剥离沈飞民机有利于公司聚焦军用飞机主业，集中优势资源保障军用航空装备供应，航空主业实现营收269.93亿元，营收占比98.82%。

**毛利率方面**，公司航空主业产品的毛利率提升0.34pct至9.28%，未来随着战斗机需求放量，规模效应显现，毛利率有望继续改善。

**期间费用方面**，2020年，公司期间费用率下降0.33pct至3.64%，其中，管理费用-8.38%，主要是本年因疫情影响相关费用减少所致；研发费用+31.72%，主要是研发投入增加所致；财务费用+4637万元，主要是利息费用增加所致；销售费用+10.31%，主要是销售人员薪酬增加所致。公司近年全面实施集约化经营、精准化管理的发展路径，股权激励机制不断改善，管理效能不断提升，期间费用仍有改善空间。

**关联交易方面**，公司预计2021年向关联方采购原材料、燃料、动力等发生关联交易金额191.63亿元，较2020年实际执行金额增长53.57%，或表明公司正在积极进行备产备货，行业高景气得到印证。此外，公司在关联方中航工业财务公司的存款额度由109亿元提升至500亿元，或表明下游客户对采购模式和付款方式进行了优化，公司现金流和经营情况有望显著改善。

▶ **军用飞机加速列装、换装，公司受益行业高景气**。我国军用飞机保有量与美国存在较大差距，“十四五”期间将进入加速列装的上行通道；且老旧型号占比较大，存在结构性升级换装的需求强烈。加速列装补齐保有量短板、加速升级换装提升先进战机占比，都将会为军用航空装备带来巨大的增量空间。公司作为战斗机整机集成商，将显著受益行业高景气需求，由过去的稳健增长变为高速增长。

▶ **国内军工主机证券化典范，战斗机龙头地位稳固**。公司是我国重要的战斗机研制生产基地，拥有打造优质航空防务装备的丰富经验和综合实力，先后研制生产了从一代机到五代机的全谱系战斗机，为我国航空武器装备的发展做出了重大贡献。歼-16是我国空军从“国土防空”向“攻防兼备”进行战略转型的重要载体，歼-15是我国现役唯一一款舰载战斗机，歼-31是下一代隐身舰载战斗机的理想改进平台。

### 投资建议

公司是国内战斗机整机领域唯一上市公司，受益于军用航空装备高景气周期来临，未来营收增长动力充

沛。考虑到公司 2020 年业务规模的稳健增长态势，以及综合毛利率的改善提升，将 2021-2022 年营收由 355.69/461.59 亿元调整为 325.29/406.48 亿元，归母净利润由 16.71/21.43 亿元调整为 18.10/22.55 亿元，预计公司 2021-2023 年实现营收 325.29/406.48/528.19 亿元，归母净利润 18.10/22.55/27.92 亿元，EPS 为 1.29/1.61/1.99 元，对应 PE 为 54/43/35 倍。维持买入评级。

### 风险提示

下游采购进度不及预期，扩产进度不及预期。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 23,761 | 27,316 | 32,529 | 40,648 | 52,819 |
| YoY (%)    | 17.9%  | 15.0%  | 19.1%  | 25.0%  | 29.9%  |
| 归母净利润(百万元) | 878    | 1,480  | 1,810  | 2,255  | 2,792  |
| YoY (%)    | 18.1%  | 68.6%  | 22.3%  | 24.6%  | 23.8%  |
| 毛利率 (%)    | 8.9%   | 9.2%   | 9.3%   | 9.5%   | 9.7%   |
| 每股收益 (元)   | 0.63   | 1.06   | 1.29   | 1.61   | 1.99   |
| ROE        | 10.1%  | 14.6%  | 15.1%  | 15.9%  | 16.4%  |
| 市盈率        | 110.40 | 65.47  | 53.53  | 42.97  | 34.71  |

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：010-59775364

研究助理：张力涛

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          |        |        |        |        | 现金流量表 (百万元)     |              |              |              |       |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------|
|                    | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |                 | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E |
| 营业总收入              | 27,316 | 32,529 | 40,648 | 52,819 | 净利润             | 1,484        | 1,814        | 2,260        | 2,798 |
| YoY (%)            | 15.0%  | 19.1%  | 25.0%  | 29.9%  | 折旧和摊销           | 680          | 457          | 457          | 457   |
| 营业成本               | 24,794 | 29,501 | 36,782 | 47,691 | 营运资金变动          | 3,913        | -28          | 1,786        | 2,626 |
| 营业税金及附加            | 37     | 49     | 61     | 79     | 经营活动现金流         | 6,320        | 2,323        | 4,599        | 6,003 |
| 销售费用               | 11     | 16     | 20     | 26     | 资本开支            | -741         | -594         | -596         | -598  |
| 管理费用               | 713    | 911    | 1,219  | 1,690  | 投资              | 123          | 25           | 25           | 25    |
| 财务费用               | -18    | -270   | -327   | -421   | 投资活动现金流         | -618         | -603         | -612         | -627  |
| 资产减值损失             | -32    | -38    | -45    | -56    | 股权募资            | 0            | 0            | 0            | 0     |
| 投资收益               | 61     | -33    | -41    | -53    | 债务募资            | 2,000        | 0            | 0            | 0     |
| 营业利润               | 1,742  | 2,106  | 2,623  | 3,247  | 筹资活动现金流         | -637         | 0            | 0            | 0     |
| 营业外收支              | -3     | -9     | -11    | -13    | 现金净流量           | 5,064        | 1,720        | 3,986        | 5,376 |
| 利润总额               | 1,738  | 2,097  | 2,613  | 3,234  | <b>主要财务指标</b>   |              |              |              |       |
| 所得税                | 254    | 283    | 353    | 437    | <b>2020A</b>    | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |       |
| 净利润                | 1,484  | 1,814  | 2,260  | 2,798  | <b>成长能力</b>     |              |              |              |       |
| 归属于母公司净利润          | 1,480  | 1,810  | 2,255  | 2,792  | 营业收入增长率         | 15.0%        | 19.1%        | 25.0%        | 29.9% |
| YoY (%)            | 68.6%  | 22.3%  | 24.6%  | 23.8%  | 净利润增长率          | 68.6%        | 22.3%        | 24.6%        | 23.8% |
| 每股收益               | 1.06   | 1.29   | 1.61   | 1.99   | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |        |        |        |        | 毛利率             | 9.2%         | 9.3%         | 9.5%         | 9.7%  |
| 货币资金               | 12,632 | 14,352 | 18,339 | 23,715 | 净利率             | 5.4%         | 5.6%         | 5.6%         | 5.3%  |
| 预付款项               | 680    | 1,180  | 1,471  | 1,908  | 总资产收益率 ROA      | 4.5%         | 4.4%         | 4.5%         | 4.4%  |
| 存货                 | 7,778  | 14,144 | 17,635 | 22,866 | 净资产收益率 ROE      | 14.6%        | 15.1%        | 15.9%        | 16.4% |
| 其他流动资产             | 5,422  | 4,684  | 5,855  | 7,606  | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |       |
| 流动资产合计             | 26,513 | 34,361 | 43,301 | 56,094 | 流动比率            | 1.24         | 1.25         | 1.26         | 1.26  |
| 长期股权投资             | 154    | 124    | 94     | 64     | 速动比率            | 0.84         | 0.69         | 0.70         | 0.70  |
| 固定资产               | 3,691  | 4,096  | 4,501  | 4,906  | 现金比率            | 0.59         | 0.52         | 0.53         | 0.53  |
| 无形资产               | 950    | 935    | 920    | 905    | 资产负债率           | 67.0%        | 69.0%        | 70.1%        | 71.8% |
| 非流动资产合计            | 6,340  | 6,444  | 6,549  | 6,653  | <b>经营效率</b>     |              |              |              |       |
| 资产合计               | 32,853 | 40,805 | 49,849 | 62,747 | 总资产周转率          | 0.83         | 0.80         | 0.82         | 0.84  |
| 短期借款               | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |       |
| 应付账款及票据            | 13,521 | 13,093 | 16,325 | 21,167 | 每股收益            | 1.06         | 1.29         | 1.61         | 1.99  |
| 其他流动负债             | 7,923  | 14,488 | 18,041 | 23,299 | 每股净资产           | 7.25         | 8.54         | 10.15        | 12.14 |
| 流动负债合计             | 21,444 | 27,582 | 34,366 | 44,466 | 每股经营现金流         | 4.51         | 1.66         | 3.28         | 4.29  |
| 长期借款               | 0      | 0      | 0      | 0      | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00  |
| 其他长期负债             | 574    | 574    | 574    | 574    | <b>估值分析</b>     |              |              |              |       |
| 非流动负债合计            | 574    | 574    | 574    | 574    | PE              | 65.47        | 53.53        | 42.97        | 34.71 |
| 负债合计               | 22,018 | 28,156 | 34,940 | 45,040 | PB              | 10.79        | 8.10         | 6.82         | 5.70  |
| 股本                 | 1,400  | 1,400  | 1,400  | 1,400  |                 |              |              |              |       |
| 少数股东权益             | 687    | 691    | 695    | 701    |                 |              |              |              |       |
| 股东权益合计             | 10,835 | 12,649 | 14,909 | 17,707 |                 |              |              |              |       |
| 负债和股东权益合计          | 32,853 | 40,805 | 49,849 | 62,747 |                 |              |              |              |       |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。