

公司研究

强军装备担当，改革主机牵头

——中航沈飞（600760.SH）2020 年度报告点评

增持（维持）

当前价：62.91 元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

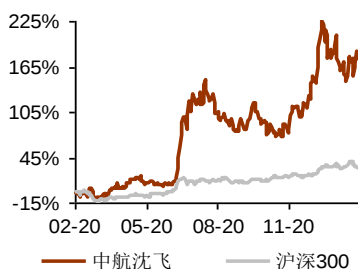
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.00
总市值(亿元):	880.99
一年最低/最高(元):	27.58/100.15
近3月换手率:	89.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.47	-21.40	97.03
绝对	-21.31	-24.52	133.99

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2020 年度报告，全年实现营业收入 273.16 亿元，同比增长 14.96%；实现归母净利润 14.80 亿元，同比增长 68.63%；实现归母扣非净利润 9.40 亿元，同比增长 11.34%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.4 元（含税），每 10 股以资本公积金转增 4 股。

点评：

国防建设对于先进战机的需求使公司收入、业绩保持较好的增长趋势。老旧战机的更新换代以及新型战机的研发推进使公司未来发展可以长期看好。

“十三五”圆满收官，“十四五”聚力推进：2020 年公司全力打赢科研生产经营与疫情防控“双线”战役，圆满完成了各项计划任务，实现“十三五”圆满收官。科研能力取得实质进展，预研工作有序推进，建立了“用一代、研一代、储一代”技术体系。供应链管理持续增强，年度关键原材料及时配套率进一步提升，一般能力社会化配套率实现 70% 目标；条件建设工作有序实施，按计划推进型号研制保障和生产能力建设。这些积累，有望帮助公司更为顺利的推进“十四五”阶段的科研生产工作。

提升管理，重视研发：各项费用中，管理费用因疫情影响同比减少 8.38%；销售费用因销售人员薪酬增加同比增长 10.31%；研发费用由于加大研发投入，同比增长 31.72%。费用率角度来看，研发费用率呈提升趋势，而整体费用率保持下降，体现了公司提升管理的效果。

政府补助+转让民机资产提升净利润增幅：公司归母净利润实现 68.63% 较大同比增长的主要原因为 2020 年全资子公司沈飞公司确认政府补助 4.21 亿元，以及协议转让沈飞公司所持有的中航沈飞民用飞机有限责任公司 32.01% 股权，确认投资收益 1.35 亿元。

积极备货，现金流转正：由于销售产品增加，应收票据、应收账款较期初增长 153.93% 和 24.24%；预付采购货款增加使预付款项较期初增长 17.69%；存货中原材料由期初的 23.66 亿元增长至期末的 25.84 亿元。以上科目的变化反映公司正在积极备货，为后续的生产做准备。经营活动产生的现金流量净额 63.20 亿元，比上年同期增加 74.68 亿元，由负转正，主要是收到客户货款增加所致。

盈利预测、估值与评级：在国内战斗机更新换代、发展航空母舰等需求的牵引下，以及内部管理持续提升的促进下，公司盈利能力有望持续提升。我们维持对公司 2021、2022 年的盈利预测，并预测 2023 年净利润为 23.66 亿元。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.15、1.42、1.69 元，当前股价对应 PE 分别为 55X、44X、37X。维持公司“增持”评级。

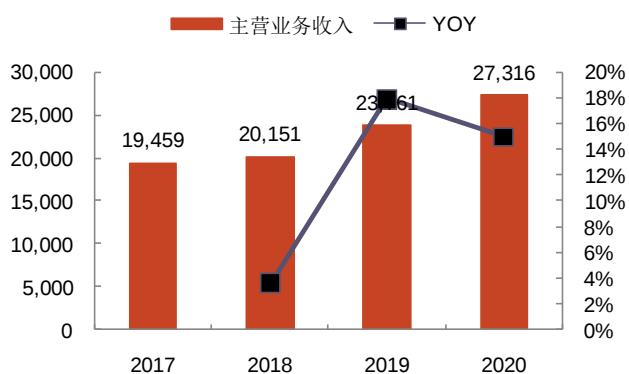
风险提示：国防事业及民用航空市场需求受国家政策及宏观经济波动影响的风险；技术创新速度不及预期的风险；供应链部分环节产能不足影响整机制造进度的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23,761	27,316	32,207	39,244	47,049
营业收入增长率	17.91%	14.96%	17.91%	21.85%	19.89%
净利润（百万元）	878	1,480	1,613	1,989	2,366
净利润增长率	18.10%	68.63%	8.98%	23.30%	18.98%
EPS（元）	0.63	1.06	1.15	1.42	1.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.10%	14.59%	14.12%	15.24%	15.81%
P/E	100	60	55	44	37
P/B	10.1	8.7	7.7	6.8	5.9

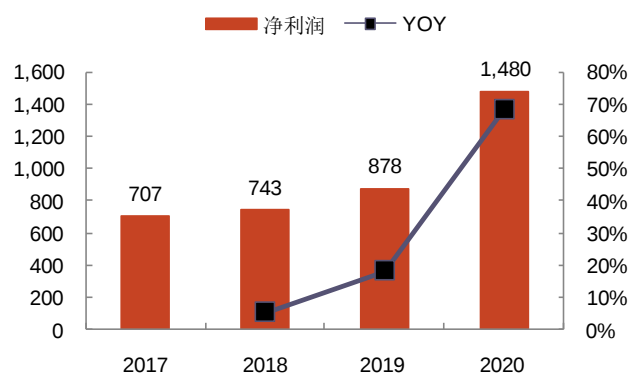
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-29

图 1：主营业务收入稳定上涨（单位：百万元）



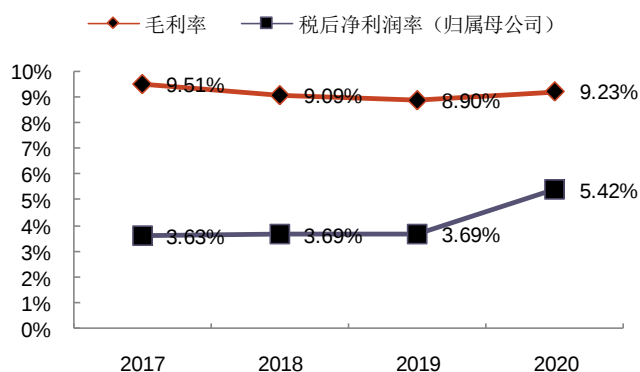
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：政府补助+转让民机资产提升 20 年净利润增幅



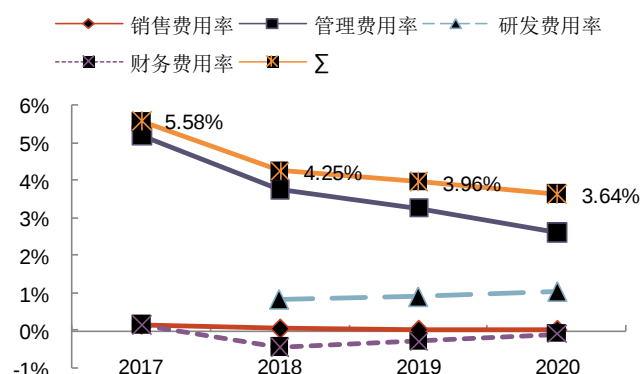
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：综合毛利率保持稳定



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：研发费用率提升，综合费用率降低



资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,761	27,316	32,207	39,244	47,049
营业成本	21,647	24,794	29,259	35,651	42,739
折旧和摊销	566	677	797	839	885
税金及附加	38	37	43	53	63
销售费用	10	11	14	16	20
管理费用	778	713	840	1,024	1,227
研发费用	218	288	339	413	495
财务费用	-65	-18	-25	-5	-16
投资收益	-34	61	10	15	15
营业利润	1,015	1,742	1,897	2,337	2,780
利润总额	1,014	1,738	1,894	2,334	2,776
所得税	133	254	277	342	406
净利润	881	1,484	1,617	1,992	2,370
少数股东损益	3	3	3	3	3
归属母公司净利润	878	1,480	1,613	1,989	2,366
EPS(按最新股本计)	0.63	1.06	1.15	1.42	1.69

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1,148	6,320	1,888	4,399	4,455
净利润	878	1,480	1,613	1,989	2,366
折旧摊销	566	677	797	839	885
净营运资金增加	4,187	-2,134	2,693	1,110	1,624
其他	-6,779	6,297	-3,215	462	-419
投资活动产生现金流	-534	-618	-615	-680	-783
净资本支出	-559	-741	-605	-695	-799
长期投资变化	411	154	0	0	0
其他资产变化	-387	-30	-10	15	15
融资活动现金流	-62	-637	602	-1,021	-815
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-190	-482	1,020	-505	-209
无息负债变化	-144	2,598	1,059	3,841	4,297
净现金流	-1,744	5,064	1,875	2,699	2,857

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	8.9%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
EBITDA 率	7.3%	9.6%	8.4%	8.3%	7.9%
EBIT 率	5.0%	7.1%	6.0%	6.1%	6.0%
税前净利润率	4.3%	6.4%	5.9%	5.9%	5.9%
归母净利润率	3.7%	5.4%	5.0%	5.1%	5.0%
ROA	3.0%	4.5%	4.5%	4.8%	5.0%
ROE (摊薄)	10.1%	14.6%	14.1%	15.2%	15.8%
经营性 ROIC	8.3%	16.3%	12.9%	14.8%	15.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	68%	67%	67%	67%	67%
流动比率	1.19	1.24	1.27	1.30	1.31
速动比率	0.64	0.87	0.91	0.93	0.94
归母权益/有息债务	17.97	5620.66	11.18	25.22	48.47
有形资产/有息债务	58.01	17555.70	34.39	77.71	149.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	29,224	32,853	36,213	41,176	47,183
货币资金	7,568	12,632	14,508	17,207	20,064
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,931	4,884	5,522	6,441	7,377
应收票据	149	378	446	543	651
其他应收款 (合计)	9	128	151	184	221
存货	10,486	7,778	8,600	9,804	11,789
其他流动资产	34	22	6	-17	-43
流动资产合计	22,755	26,513	30,045	35,150	41,242
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	411	154	154	154	154
固定资产	3,663	3,691	3,721	3,733	3,746
在建工程	843	965	814	714	654
无形资产	988	950	849	760	680
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	129	143	162	162	162
非流动资产合计	6,469	6,340	6,168	6,026	5,941
总负债	19,901	22,018	24,098	27,434	31,522
短期借款	34	0	1,020	516	307
应付账款	9,772	9,216	10,875	13,251	15,886
应付票据	1,120	4,305	5,081	6,191	7,421
预收账款	7,155	0	0	0	0
其他流动负债	539	652	808	1,032	1,280
流动负债合计	19,055	21,444	23,631	27,122	31,381
长期借款	450	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	705	627	520	366	194
非流动负债合计	846	574	467	312	141
股东权益	9,323	10,835	12,116	13,742	15,660
股本	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
公积金	6,193	6,169	6,331	6,530	6,766
未分配利润	1,234	2,668	3,784	5,208	6,886
归属母公司权益	8,688	10,148	11,425	13,048	14,963
少数股东权益	634	687	690	694	697

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
管理费用率	3.27%	2.61%	2.61%	2.61%	2.61%
财务费用率	-0.27%	-0.07%	-0.08%	-0.01%	-0.03%
研发费用率	0.92%	1.05%	1.05%	1.05%	1.05%
所得税率	13%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.24	0.26	0.32	0.38
每股经营现金流	-0.82	4.51	1.35	3.14	3.18
每股净资产	6.20	7.25	8.16	9.32	10.68
每股销售收入	16.97	19.51	23.00	28.02	33.60

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	100	60	55	44	37
PB	10.1	8.7	7.7	6.8	5.9
EV/EBITDA	53.0	34.1	33.2	27.7	24.1
股息率	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

万得资讯