

证券研究报告—动态报告

国防军工

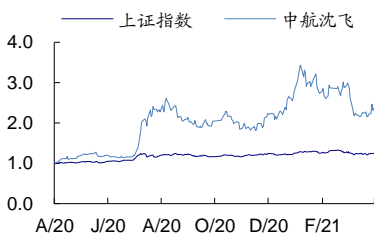
中航沈飞(600760)
买入

航空军工

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,400/1,398
总市值/流通(百万元)	93,098/92,957
上证综指/深圳成指	3,466/13,980
12个月最高/最低(元)	100.15/27.71

相关研究报告:

《中航沈飞-600760-2020 年中报点评: 上半年业绩符合预期, 政府补贴影响较大》——2020-09-10

《中航沈飞-600760-重大事件快评: 公司获得政府补助, 价改落地利好总装企业》——2020-03-20

《中航沈飞-600760-重大事件快评: 日本增购 F-35 战斗机, 我国中型隐身机需求迫切》——2019-05-29

《中航沈飞-600760-中国战斗机第一股, 海空军航空兵建设骨干企业》——2019-05-14

《中航沈飞-600760-2017 年年度业绩预告点评: 业绩持续增长, 核心航空防务资产迎来快速发展期》——2018-01-29

证券分析师: 花超

电话:
E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

十三五圆满收官, 关联存款大幅提高

● 业绩符合预期, 扣非后增速稳健

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%)。其中四季度单季营收 84.05 亿元 (+6.80%), 归母净利润 3.19 亿元 (+23.92%), 扣非归母净利润 1.82 亿元 (-27.15%)。单季度看, 四个季度营收占比大致为 2: 2: 3: 3, 在 Q1 疫情影响下, 仍实现了较好均衡生产效果。Q4 业绩有所下降, 认为系公司自年初开始执行新收入准则, 对某一时段内履行履约义务的, 按照履约进度确认收入, 使得收入确认速度加快, 而非以往主要集中在四季度确认。

● 毛利率略有提升, 净利率因大额补贴首次突破 5%

整体毛利率 9.23%, 较去年提升 0.33 个百分点, 规模效应有体现。公司期间费用中占比较大的管理费用同比减少 8.38%, 管理费用率改善 0.66 个百分点, 主要系本年因疫情影响相关费用减少所致。研发费用投入同比提高 31.72%, 预示研一代的持续进展。净利率 5.43%, 首次突破 5%, 主要是非经常损益 5.4 亿元所致。其中, 全资子公司沈阳飞机工业确认与收益相关的政府补助约 4.2 亿元, 协议转让其所持有的沈飞民机公司 32.01% 股权确认投资收益约 1.35 亿元, 对公司全年利润影响较大。

● 关联存款大幅提高, 预示大合同落地在即

2021 年日常关联交易预计金额中在关联方中航财务存款预计额 500 亿, 同比提高 356%, 判断跟之前预期的大额合同有关联。

● 风险提示: 武器装备采购不达预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

空军装备跨代发展, 优化结构需求十分迫切, 周边四代机云集, 力量平衡迫使我们加快装备升级换代。歼-16 需求空间大, 继续上量; 歼-15 及歼-15 弹的需求预计将有提升。大合同需求和结算方式看, 沈飞作为主机厂显著受益。展望十四五, 沈飞作为战斗机整机唯一标的, 十四五跨越式发展可期。预计 2021-2023 年归母净利润 17.6 / 22.0 / 26.8 亿元, 同比增速 19/25/22%; 摊薄 EPS=1.25/1.57/1.91 元, 当前股价对应 PE=53/39/34x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

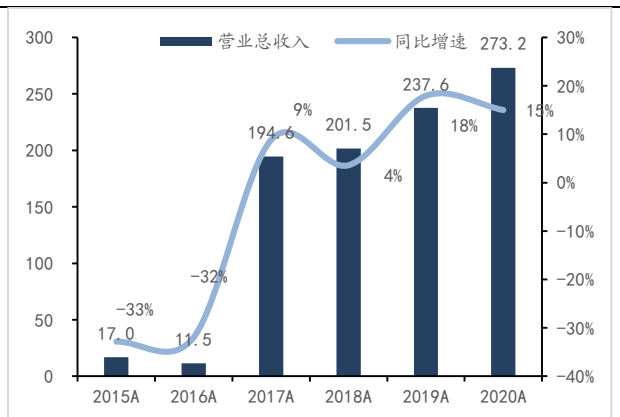
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,761	27,316	33,058	40,648	48,794
(+/-%)	17.9%	15.0%	21.0%	23.0%	20.0%
净利润(百万元)	878	1480	1755.68	2199.39	2677.44
(+/-%)	18.1%	68.6%	18.6%	25.3%	21.7%
摊薄每股收益(元)	0.63	1.06	1.25	1.57	1.91
EBIT Margin	5.4%	6.4%	5.8%	6.0%	6.1%
净资产收益率(ROE)	10.1%	14.6%	15.1%	16.3%	17.0%
市盈率(PE)	105.2	62.4	52.6	42.0	34.5
EV/EBITDA	60.5	46.9	47.3	39.2	34.0
市净率(PB)	10.62	9.09	7.94	6.85	5.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

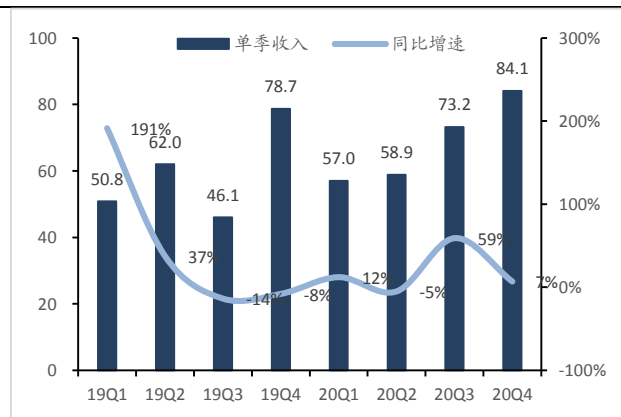
业绩符合预期，扣非后增速稳健。实现营收 273.16 亿元 (+14.96%)，归母净利润 14.80 亿元 (+68.63%)，扣非归母净利润 9.40 亿元 (+11.34%)。其中四季度单季营收 84.05 亿元 (+6.80%)，归母净利润 3.19 亿元 (+23.92%)，扣非归母净利润 1.82 亿元 (-27.15%)。单季度看，四个季度营收占比大致为 2: 2: 3: 3，在 Q1 疫情影响下，仍实现了较好均衡生产效果。Q4 业绩有所下降，认为系公司自年初开始执行新收入准则，对某一时段内履行履约义务的，按照履约进度确认收入，使得收入确认速度加快，而非以往主要集中在四季度确认。

图 1: 中航沈飞收入及增速 (单位: 亿元、%)



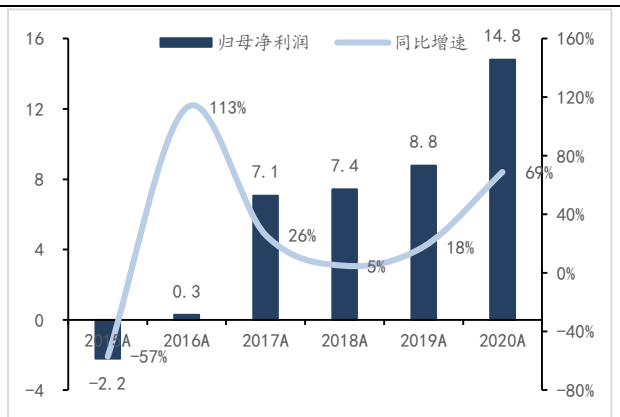
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

图 2: 中航沈飞单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



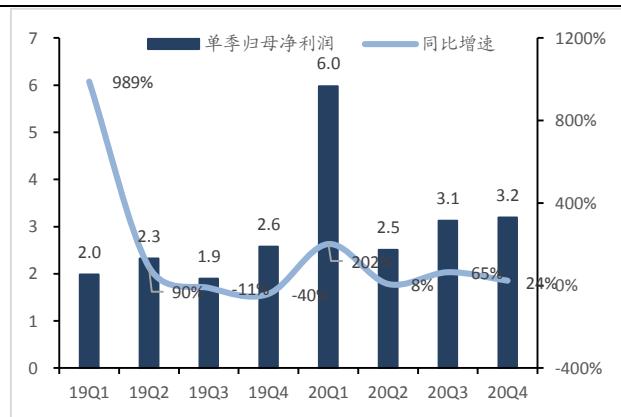
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

图 3: 中航沈飞归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

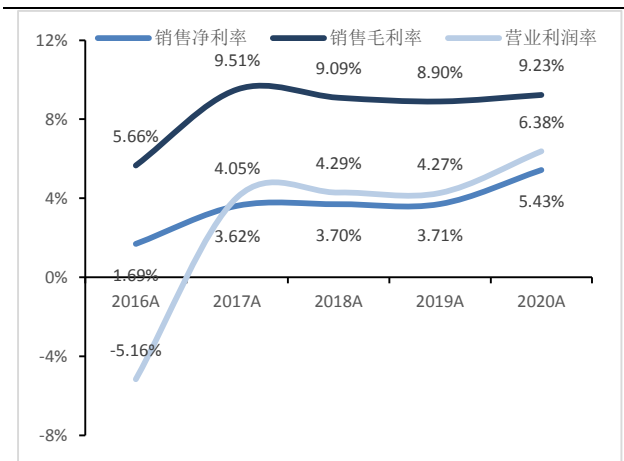
图 4: 中航沈飞单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

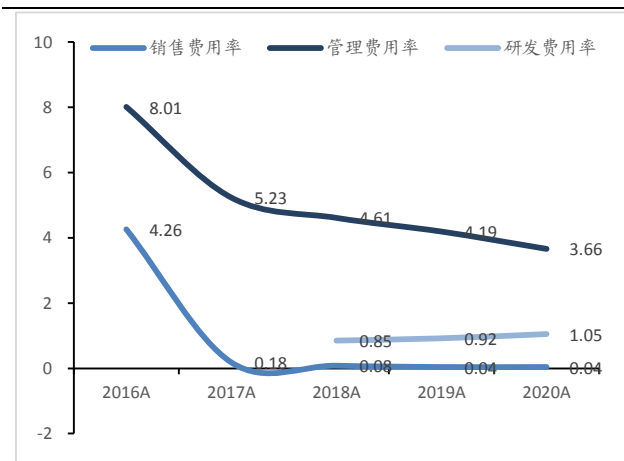
毛利率略有提升，净利率因大额补贴首次突破 5%。整体毛利率 9.23%，较去年提升 0.33 个百分点，规模效应有体现。公司期间费用中占比较大的管理费用同比减少 8.38%，管理费用率改善 0.66 个百分点，主要系本年因疫情影响相关费用减少所致。研发费用投入同比提高 31.72%，预示研一代的持续进展。净利率 5.43%，首次突破 5%，主要是非经常损益 5.4 亿元所致。其中，全资子公司沈阳飞机工业确认与收益相关的政府补助约 4.2 亿元，协议转让其所持有的沈飞民机公司 32.01% 股权确认投资收益约 1.35 亿元，对公司全年利润影响较大。

图 5：中航沈飞毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

图 6：中航沈飞三项费用率变化情况（单位：%）

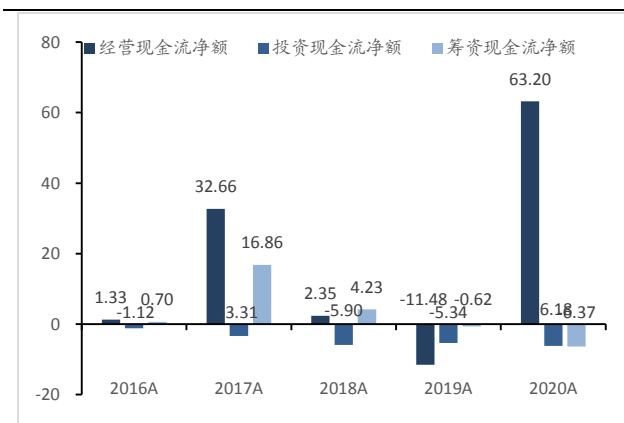


资料来源：公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

经营性现金流大幅改善，客户付款改善，产业链效率提升效果凸显。2020 年公司经营活动产生的现金流量净额 631,989.44 万元，比上年同期多流入 746,778.20 万元，表观是收到客户货款增加所致，我们认为跟下游客户付款改善也有关。投资活动产生的现金流量净额-61,762.33 万元，比上年同期少流入 8,326.26 万元，主要是购建固定资产支出增加所致。) 筹资活动产生的现金流量净额-63,748.22 万元，比上年同期少流入 57,594.65 万元，主要是偿还长期借款所致。

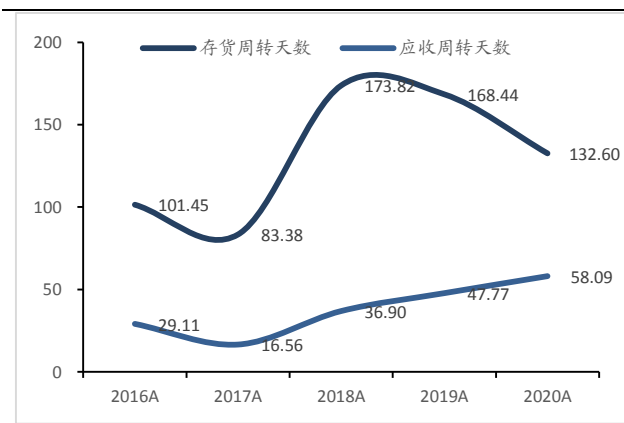
另外，公司每股分配比例、转增比例 A 股每股派发现金红利 0.24 元（含税），每股以资本公积金转赠 0.4 股。

图 7：中航沈飞现金流情况（单位：亿）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

图 8：中航沈飞主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券军工研究所整理

沈飞十四五的需求空间大，长期增长空间较为明朗。细分机型看：

- 1) 歼-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，需求空间大，未来仍将是装备重点，有望继续上量。
- 2) 歼-15 是我国目前唯一舰载机，弹射型是重要增量。首艘国产航母能够搭载 36 架歼-15 战斗机，是“辽宁舰”的 1.5 倍。伴随未来国产航母舰载机不断需求，歼-15 弹射的需求同比预计将较好提升。
- 3) 在研隐身四代机“鹞鹰”FC-31 为沈飞积累卡位优势，实现四代的跨越。“鹞鹰”FC-31 是沈飞独立自主研制的新一代中型隐形战机，或可接替 J-15 成为下

一代航母隐身舰载机。

投资建议：空军装备跨代发展，优化结构需求十分迫切，周边四代机云集，力量平衡迫使我们加快装备升级换代。歼-16需求空间大，继续上量；歼-15及歼-15弹的需求预计将有提升。大合同需求和结算方式看，沈飞作为主机厂显著受益。展望十四五，沈飞作为战斗机整机唯一标的，十四五跨越式发展可期。预计2021-2023年归母净利润17.6/22.0/26.8亿元，同比增速19/25/22%；摊薄EPS=1.25/1.57/1.91元，当前股价对应PE=53/39/34x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	12632	16040	18749	24933	营业收入	27316	33058	40648	48794
应收款项	5390	6340	7573	8689	营业成本	24794	30000	36868	44231
存货净额	7778	9136	10928	11686	营业税金及附加	37	43	53	63
其他流动资产	712	860	1057	1269	销售费用	11	13	16	20
流动资产合计	26513	32375	38307	46577	管理费用	713	1072	1287	1511
固定资产	4656	4932	5132	5216	财务费用	(18)	(70)	(84)	(107)
无形资产及其他	950	903	855	808	投资收益	61	30	30	30
投资性房地产	580	580	580	580	资产减值及公允价值变动	32	35	44	37
长期股权投资	154	(46)	(275)	(504)	其他收入	(132)	0	0	0
资产总计	32853	38743	44599	52677	营业利润	1742	2064	2582	3142
短期借款及交易性金融负债	2	86	41	43	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	13521	16169	17882	21226	利润总额	1738	2061	2578	3139
其他流动负债	7921	9470	11630	13952	所得税费用	254	301	374	455
流动负债合计	21444	25725	29553	35221	少数股东损益	3	4	5	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1480	1756	2199	2677
其他长期负债	574	704	880	1036					
长期负债合计	574	704	880	1036	现金流量表 (百万元)				
负债合计	22018	26429	30433	36257	净利润	1480	1756	2199	2677
少数股东权益	687	690	695	700	资产减值准备	(32)	5	3	1
股东权益	10148	11623	13471	15720	折旧摊销	677	581	706	818
负债和股东权益总计	32853	38743	44599	52677	公允价值变动损失	(32)	(35)	(44)	(37)
					财务费用	(18)	(70)	(84)	(107)
					营运资本变动	3854	1878	830	3736
					其它	35	(2)	2	4
					经营活动现金流	5982	4183	3696	7200
					资本开支	(762)	(779)	(818)	(818)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(505)	(579)	(589)	(589)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(450)	0	0	0
					支付股利、利息	(242)	(281)	(352)	(428)
					其它融资现金流	970	84	(46)	2
					融资活动现金流	(414)	(196)	(398)	(426)
					现金净变动	5064	3407	2709	6184
					货币资金的期初余额	7568	12632	16040	18749
					货币资金的期末余额	12632	16040	18749	24933
					企业自由现金流	5273	3327	2790	6273
					权益自由现金流	5792	3471	2817	6368

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032