

公司点评

中航沈飞 (600760)

国防军工 | 航空装备

先进战机列装加速，十四五期间高度景气

2021年06月10日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 84-87.6元

交易数据

当前价格(元)	79.61
52周价格区间(元)	31.86-100.15
总市值(百万)	106093.49
流通市值(百万)	105933.26
总股本(万股)	140038.93
流通股(万股)	139827.42

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
中航沈飞	22.02	-6.58	130.37
航空装备	16.36	10.75	53.22

何晨

执业证书编号: S0530513080001

hechen@cfzq.com

杨英杰

yangyj2@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	23760.86	27315.91	32658.90	38210.91	44706.76
净利润(百万元)	877.79	1480.20	1677.46	1857.55	2224.86
每股收益(元)	0.63	1.06	1.20	1.33	1.59
每股净资产(元)	6.20	7.25	8.34	9.38	10.66
P/E	126.37	75.10	66.34	59.86	50.07
P/B	12.84	10.98	9.55	8.49	7.47

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- ▶ **战斗机整机唯一标的，先进战机换装需求巨大：**公司是我国战斗机的主要研制生产基地，主要机型有歼11、歼15、歼16、歼31等。公司在航空防务装备领域具有较强的核心竞争力和领先地位，是A股唯一的战斗机整机标的。全球大国空军一般以三、四代机为主力，二代机已淘汰。我国空军目前仍装备大量老旧的二代机型，三、四代机数量不足。我国空军实力与战略要求和大国地位还有较大差距，“十四五规划”的出台明确指出“2027年实现建军百年奋斗目标，加快国防和军队现代化”，我国空军建设的步伐明显加快，先进战机换装需求加大，公司有望直接受益。
- ▶ **公司营收稳定增长，“研一代”正稳步推进：**公司2020年营业总收入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%。报告期非经常损益5.4亿元，其中政府补助约4.26亿元（2019年仅为0.48亿元），导致归母净利润同比增长较大。公司整体毛利率9.23%，同比增加0.33pct；净利率5.43%，同比增加1.72pct；2020年公司期间费用率为3.64%，同比小幅下降0.32pct，但公司持续加大研发投入，研发投入金额为2.88亿元，同比增长31.72%，占营业收入的1.05%。公司建立了“用一代、研一代、储一代”技术体系，公司近年来不断加大研发费用的投入，为“研一代”提供了有力的保障。
- ▶ **2021年预算持续增长，关联交易金额预计大幅提升，行业持续景气：**公司预计2021年实现营业总收入321.14亿元，同比增长17.56%；预计实现净利润16.39亿元，同比增长10.45%；预计营业总成本为301.27亿元，同比增长16.66%；预计毛利率为9.66%，同比增加0.43pct。公司预计2021年与关联方产生交易金额757.43亿元，同比2020年实际发生金额272.73亿元大幅增长177.72%。公司关联交易金额预计大幅提升可能表明公司订单情况较好，下游需求较为旺盛。
- ▶ **盈利预测：**预计2021-2023年公司归母净利润分别为16.78亿元、18.58亿元、22.25亿元，EPS分别为1.20元、1.33元和1.59元，对应当前股价PE倍数为66、60和50倍。考虑到十四五期间国防军队建设加速，军工行业将迎来重大发展机遇，同时公司作为战斗机整机的A股唯一标的有望充分受益，给予公司2021年70-73倍PE估值，对应价格区间84-87.6元，给予“谨慎推荐”评级。
- ▶ **风险提示：**军品研发生产不及预期，价格不及预期，军队需求变化。

## 1 战斗机整机唯一标的，先进战机换装需求巨大

公司的主要产品为航空防务装备和少量民用航空产品，是我国战斗机的主要研制基地，公司是集科研、生产、试验、试飞为一体的大型现代化飞机制造企业，在航空防务装备领域具有较强的核心竞争力和领先的行业地位。公司主要机型有歼 11、歼 15、歼 16、歼 31 等，公司于 2017 年进行资产重组，置出原有资产和负债，置入沈飞集团 100% 股权，成为 A 股唯一的战斗机整机标的。

图 1：中航沈飞主要产品：歼 15



资料来源：中航沈飞官网，财信证券

图 2：中航沈飞主要产品：歼 31



资料来源：中航沈飞官网，财信证券

图 3：中航沈飞主要产品：歼 11



资料来源：中航沈飞官网，财信证券

图 4：中航沈飞主要产品：歼 16



资料来源：中航沈飞官网，财信证券

战斗机主要用于在空中消灭敌机夺取制空权，其中多用途战斗机亦可以对地对海攻击，具有火力强、速度快、机动性好等特点，是空军实力的重要体现。战斗机按照发展水平可以划分为四代，全球大国空军一般用四代机担任突袭先锋，仍以三代机为主力，二代机已淘汰。而我国空军目前仍装备大量老旧的二代机型，三代机数量不足，四代机数量稀少。

我国空军按照空天一体、攻防兼备的战略要求，实现国土防空型向攻防兼备型转变。这对空军装备提出了极高的要求，我国空军目前实力与我国的战略要求与大国地位还有较大差距。“十四五规划”的出台明确指出“2027 年实现建军百年奋斗目标，加快国防和军队现代化”，我国空军建设的步伐明显加快，老旧机型逐渐淘汰，先进战机加速列装。

公司作为我国先进战斗机的主要生产基地，将直接受益。

先进战机加速列装，从公司的主要机型来看：

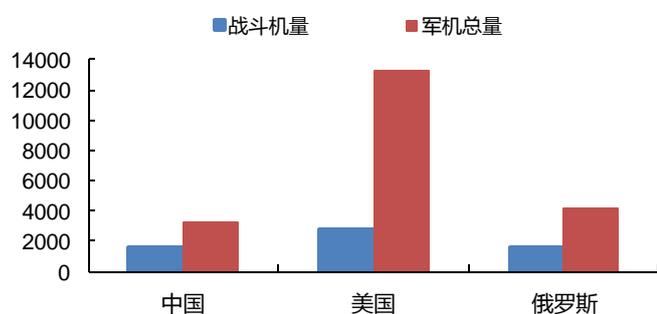
①歼 11 是空军现役三代战机中的主力机型，有望进一步替换存量二代老旧机型。

②歼 15 是我国目前唯一的舰载战斗机，目前我国已经进入“双航母”时代，随着后续 003 型航母的持续进展，未来歼 15 的需求将持续增大。

③歼 16 是我国新一代主力机型，其用途广泛，适用性强，需求量大，将是未来装备的重点，有望持续上量。

④歼 31 是我国第四代中型隐身战机，未来有可能接替歼 15 实现上舰首飞。

图 5：世界大国军机及战斗机数量对比



资料来源：《World Air Forces 2021》，财信证券

图 6：中国战斗机组成结构



资料来源：《World Air Forces 2021》，财信证券

## 2 公司营收稳定增长，“研一代”正稳步推进

公司 2020 年营业总收入 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%。报告期非经常损益 5.4 亿元，其中政府补助约 4.26 亿元（2019 年仅为 0.48 亿元），导致归母净利润同比增长较大。公司整体毛利率 9.23%，同比增加 0.33pct；净利率 5.43%，同比增加 1.72pct；公司 ROE 为 15.38%，同比增加 4.80 个百分点。2020 年公司航空产品业务实现营收 269.93 亿元，同比增长 15.58%，占公司营业收入的 98.82%，同比增加 0.53pct，毛利率 8.94%，同比增加 0.34pct。2020 年公司期间费用率为 3.64%，同比小幅下降 0.32pct，但公司持续加大研发投入，研发投入金额为 2.88 亿元，同比增长 31.72%，占营业收入的 1.05%。公司建立了“用一代、研一代、储一代”技术体系，公司近年来不断加大研发费用的投入，为“研一代”提供了有力的保障。

其中分季度看，四个季度营收占比大致为 2:2:3:3，第四季度业绩占比持续下降至 30.8%，主要由于公司开始执行新的收入准则，可按产品生产进度确认收入，使得收入确认时间提前，速度加快，不再集中在第四季度确认收入。

图 7：中航沈飞营收及增速



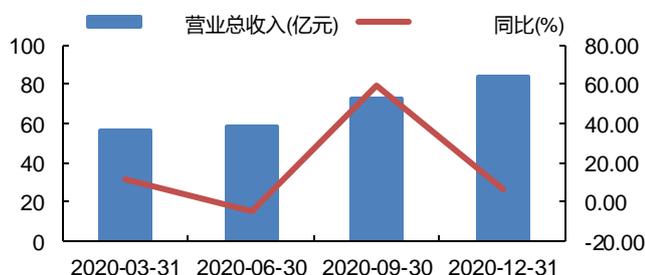
资料来源：Wind，财信证券

图 8：中航沈飞归母净利润及增速



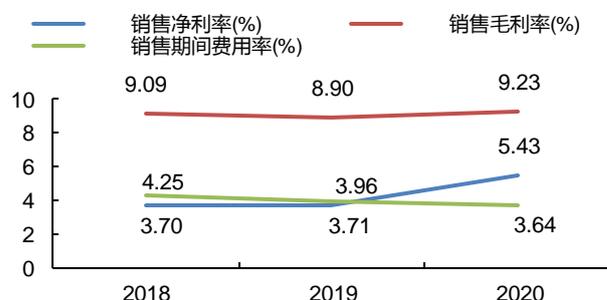
资料来源：Wind，财信证券

图 9：中航沈飞分季度营业收入



资料来源：Wind，财信证券

图 10：中航沈飞毛利率、净利率、期间费用率情况



资料来源：Wind，财信证券

### 3 2021 年预算持续增长，关联交易额预计大幅提升，行业持续景气

股东大会审议通过 2021 年度财务预算报告，公司预计 2021 年实现营业总收入 321.14 亿元，同比增长 17.56%；预计实现净利润 16.39 亿元，同比增长 10.45%；预计营业总成本为 301.27 亿元，同比增长 16.66%；预计毛利率为 9.66%，同比增加 0.43pct。公司预计 2021 年经营活动产生的现金流入 626.20 亿元，同比 2020 年的 291.45 亿元大幅增长 114.9%；预计经营活动现金流出 599.16 亿元，同比 2020 年的 228.25 亿元大幅增长 162.5%。公司经营情况整体向好，管理层对 2021 年业绩增长较为乐观。

股东大会审议通过《关于中航沈飞 2020 年度日常关联交易执行情况及 2021 年度日常关联交易预计情况的议案》，预计 2021 年与关联方产生交易金额 757.43 亿元，同比 2020 年实际发生金额 272.73 亿元大幅增长 177.72%。其中公司向中航工业集团财务公司存款 500 亿元，同比 2020 年实际发生金额 109.5 亿元大幅增长 356.6%。公司关联交易金额预计大幅提升可能表明公司订单情况较好，下游需求较为旺盛。

## 4 盈利预测

预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 16.78 亿元、18.58 亿元、22.25 亿元，EPS 分别为 1.20 元、1.33 元和 1.59 元，对应当前股价 PE 倍数为 66、60 和 50 倍。考虑到十四五期间国防军队建设加速，军工行业将迎来重大发展机遇，同时公司作为战斗机整机的 A 股唯一标的有望充分受益，给予公司 2021 年 70-73 倍 PE 估值，对应价格区间 84-87.6 元，给予“谨慎推荐”评级。

## 5 风险提示

军品研发生产不及预期，价格不及预期，军队需求变化。

**财务预测摘要**

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>23760.86</b>	<b>27315.91</b>	<b>32658.90</b>	<b>38210.91</b>	<b>44706.76</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	21,646.57	24,793.58	29,556.30	34,771.93	40,683.15	营业收入增长率	17.9%	15.0%	19.6%	17.0%	17.0%
营业税费	37.88	36.66	48.99	56.50	64.39	营业利润增长率	17.4%	71.5%	9.9%	10.7%	19.8%
销售费用	10.40	11.47	17.58	17.78	21.21	净利润增长率	18.1%	68.6%	13.3%	10.7%	19.8%
管理费用	701.10	1,078.00	1,227.97	1,406.16	1,631.80	EBITDA 增长率	37.0%	10.5%	28.6%	12.3%	12.0%
财务费用	-64.70	-18.33	-97.72	-116.50	-182.89	EBIT 增长率	50.9%	6.8%	21.9%	10.3%	17.6%
资产减值损失	-64.33	-32.08	-9.42	-35.28	-25.59	NOPLAT 增长率	23.1%	78.2%	8.6%	10.3%	17.6%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-271.1%	-241.8%	-6.8%	428.9%	-159.2%
投资和汇兑收益	-33.98	61.45	-1.75	8.57	22.76	净资产增长率	13.6%	16.2%	14.2%	11.8%	13.0%
<b>营业利润</b>	<b>1,015.24</b>	<b>1,741.53</b>	<b>1,913.44</b>	<b>2,118.89</b>	<b>2,537.45</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-1.20	-3.50	-1.81	-2.17	-2.49	毛利率	8.9%	9.2%	9.5%	9.0%	9.0%
<b>利润总额</b>	<b>1,014.04</b>	<b>1,738.03</b>	<b>1,911.63</b>	<b>2,116.72</b>	<b>2,534.96</b>	营业利润率	4.3%	6.4%	5.9%	5.5%	5.7%
减:所得税	133.49	254.36	229.40	254.01	304.20	净利润率	3.7%	5.4%	5.1%	4.9%	5.0%
<b>净利润</b>	<b>877.79</b>	<b>1480.20</b>	<b>1677.46</b>	<b>1857.55</b>	<b>2224.86</b>	EBITDA/营业收入	8.3%	7.9%	8.5%	8.2%	7.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	5.9%	5.5%	5.6%	5.2%	5.3%
货币资金	7,568.30	12,632.21	14,039.78	24,990.96	8,133.90	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	53	48	46	42	32
应收帐款	3,940.04	5,012.18	4,059.74	7,038.04	6,313.51	<b>流动营业资本周转天数</b>	-77	-75	-85	-117	-57
应收票据	148.95	378.23	145.96	299.83	294.84	流动资产周转天数	339	325	355	387	334
预付帐款	578.17	680.47	1,193.50	699.45	1,587.04	应收帐款周转天数	48	59	50	52	54
存货	10,485.83	7,778.50	18,493.77	11,193.69	22,428.51	存货周转天数	153	120	145	140	135
其他流动资产	33.87	31.32	29.01	31.40	30.57	总资产周转天数	437	409	427	449	381
可供出售金融资产	-	-	27.02	9.01	12.01	投资资本周转天数	5	-5	-25	-66	-19
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	411.44	153.62	153.62	153.62	153.62	ROE	10.1%	14.6%	14.4%	14.1%	14.9%
投资性房地产	192.65	180.64	180.64	180.64	180.64	ROA	3.0%	4.5%	3.8%	3.7%	5.1%
固定资产	3,663.34	3,691.46	4,569.19	4,437.28	3,489.57	ROIC	-84.3%	87.8%	-67.3%	-79.6%	-17.7%
在建工程	843.43	964.91	578.94	347.37	208.42	<b>费用率</b>					
无形资产	988.05	950.06	887.33	824.60	761.88	销售费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	369.78	399.49	340.88	365.42	365.65	管理费用率	3.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%
<b>资产总额</b>	<b>29,223.86</b>	<b>32,853.08</b>	<b>44,699.40</b>	<b>50,571.31</b>	<b>43,960.16</b>	财务费用率	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
短期债务	33.50	-	-	-	-	三费/营业收入	2.7%	3.9%	3.5%	3.4%	3.3%
应付帐款	10,031.97	11,618.59	6,204.33	19,996.38	9,433.28	<b>偿债能力</b>					
应付票据	1,120.14	4,305.32	1,700.77	3,056.34	3,327.12	资产负债率	68.1%	67.0%	72.3%	72.6%	64.4%
其他流动负债	7,869.48	5,519.95	23,930.61	13,198.78	15,053.38	负债权益比	213.5%	203.2%	261.3%	265.6%	181.3%
长期借款	450.00	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.24	1.19	1.22	1.39
其他非流动负债	396.20	573.85	490.37	486.81	517.01	速动比率	0.64	0.87	0.61	0.91	0.59
<b>负债总额</b>	<b>19,901.29</b>	<b>22,017.72</b>	<b>32,326.08</b>	<b>36,738.31</b>	<b>28,330.80</b>	利息保障倍数	-21.57	-81.29	-18.58	-17.19	-12.87
<b>少数股东权益</b>	<b>634.44</b>	<b>686.91</b>	<b>691.69</b>	<b>696.85</b>	<b>702.76</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,400.39	1,400.39	1,400.39	1,400.39	1,400.39	DPS(元)	0.15	0.24	0.19	0.27	0.31
留存收益	7,427.06	8,837.53	10,281.24	11,735.76	13,526.22	分红比率	23.9%	22.7%	15.5%	20.7%	19.7%
<b>股东权益</b>	<b>9,322.57</b>	<b>10,835.36</b>	<b>12,373.32</b>	<b>13,833.00</b>	<b>15,629.37</b>	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	880.55	1,483.67	1,677.46	1,857.55	2,224.86	EPS(元)	0.63	1.06	1.20	1.33	1.59
加:折旧和摊销	568.27	680.03	970.96	1,126.22	1,149.38	BVPS(元)	6.20	7.25	8.34	9.38	10.66
资产减值准备	64.33	32.08	-	-	-	PE(X)	127.01	75.32	66.46	60.02	50.11
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.83	10.99	9.54	8.49	7.47
财务费用	10.65	76.80	-97.72	-116.50	-182.89	P/FCF	-56.68	22.08	73.56	9.82	-6.79
投资收益	33.98	-61.45	1.75	-8.57	-22.76	P/S	4.69	4.08	3.41	2.92	2.49
少数股东损益	2.76	3.47	4.78	5.16	5.91	EV/EBITDA	46.24	39.32	35.02	27.69	29.54
营运资金的变动	-3,056.85	8,854.72	327.09	9,047.03	-19,800.13	CAGR(%)	28.4%	14.6%	31.2%	28.4%	14.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,147.89</b>	<b>6,319.89</b>	<b>2,884.30</b>	<b>11,910.90</b>	<b>-16,625.63</b>	PEG	4.48	5.17	2.13	2.12	3.44
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-534.36</b>	<b>-617.62</b>	<b>-1,428.77</b>	<b>-673.41</b>	<b>19.76</b>	ROIC/WACC	-8.03	8.36	-6.41	-7.58	-1.68
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-61.54</b>	<b>-637.48</b>	<b>-47.97</b>	<b>-286.30</b>	<b>-251.19</b>	REP	-6.74	-4.29	6.88	0.98	-8.85

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438