

经营杠杆展现业绩弹性， 预付款到账大幅提升收入增长确定性

核心观点：

- **事件：**公司发布半年度报告，2021H1 实现营收 159.2 亿元，同比增长 37.4%；归母净利润 9.49 亿元，同比增长 11.9%，扣非归母净利 8.85 亿元，同比增长 93.06%。
- **经营杠杆开始展现业绩弹性，未来业绩快速增长可期。**公司 2021H1 营收 159.2 亿元 (YoY +37.4%)，Q2 单季 101.3 亿 (YOY+72.1%)。公司在 Q1 生产交付大幅不及预期的情况下，Q2 交付大幅提升，基本实现上半年均衡生产目标。2021H1 归母净利 9.49 亿元 (YoY +11.9%)，由于当期政府补贴大幅减少，扣非净利增速达 93.1%，好于预期。Q2 单季实现归母净利 6.04 亿 (YOY+141.1%)，公司从 Q1 业绩负增长 (YOY-42.3%)，到 Q2 业绩实现快速正增长，表明公司正进入提速换挡的拐点。公司较好的经营表现主要得益于两方面原因，首先，练军备战背景下，下游客户需求大幅增长，带动公司收入实现两位数较快增长；其次，公司盈利能力明显提升，当期毛利率 9.81%，同比提升 0.8pct，期间费用率 1.19%，同比下降 0.57pct，生产的规模效应逐步显现。值得一提的是，因自筹项目研制任务增加，公司 21H1 研发费用同比增长 134.6%，达 2.61 亿，一定程度减缓了当期业绩增速。我们发现，公司的期间费用绝对额同比变化不大，因为收入规模扩大增加的毛利大部分均可以转化成营业利润，而最大的不确定性来自于研发费用和减值损失的变化。我们认为公司经营杠杆开始展现出业绩弹性，未来收入的边际增长有望更多地转化为利润，业绩快速增长可期。
- **大额预付款落地，收入持续增长的确定性大幅增强。**公司当期合同负债 377.4 亿，较期初增长 679.9%，一方面说明公司订单充裕，收入持续增长可期；另一方面说明公司已收到客户 300 亿左右的大额预付款，财务费用或表现为大幅利润正贡献。我们认为以大额预付款为主要特征的长协合同是军工新时代的产物，凸显下游需求的紧迫性，公司收入持续增长的确定性大大增强。
- **我国空军装备发展任重道远。**根据 Global Fire Power 数据，美国作为目前世界上空军力量储备最大的国家，其军用机总数 13398 架，占全球总量的 25%，而中国拥有 3187 架，仅占 6%。从保有量来看，我国的空军力量仅为美国的四分之一，而我国人口总数为美国的四倍。面对“百年未有之大变局”，我国空军的未来发展之路依然任重道远。
- **投资建议：**预计公司 2021 年至 2023 年归母净利分别为 20.27 亿元、28.09 亿元和 39.29 亿元，EPS 分别为 1.03 元、1.43 元和 2.00 元，当前股价对应 PE 为 78X、56X 和 40X。参照可比公司估值，公司估值具备优势，且作为中国唯一的歼击机上市平台之一，辨识度高，具有稀缺性，将长期受益于中国航空产业大发展，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**公司产能扩张不及预期的风险；公司订单交付验收不及预期的风险。

中航沈飞 (600760.SH)

推荐 维持评级

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

市场数据

2021/8/30

A 股收盘价(元)	80.66
A 股一年内最高价(元)	83.68
A 股一年内最低价(元)	35.75
上证指数	3528.15
市盈率(2021)	77.99
总股本(万股)	196054.50
实际流通 A 股(万股)	195758.39
限售的流通 A 股(万股)	296.11
流通 A 股市值(亿元)	1578.99

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

表 1 主要财务指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(单位:百万元)	27,315.91	34,622.91	43,325.84	53,615.72
同比(%)	14.96%	26.75%	25.14%	23.75%
净利润(单位:百万元)	1,480.20	2,027.58	2,809.61	3,928.96
同比(%)	68.63%	36.98%	38.57%	39.84%
EPS(单位:元)	0.75	1.03	1.43	2.00
P/E	106.84	77.99	56.28	40.25

资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000768.SZ	中航西飞	30.85	0.28	0.36	0.46	0.56	109.86	84.78	67.64	55.53
600038.SH	中直股份	63.06	1.29	1.62	2.07	2.61	49.06	39.04	30.45	24.15
600316.SH	洪都航空	46.38	0.18	0.33	0.54	0.84	250.84	142.44	85.12	55.02
600760.SH	中航沈飞	80.66	0.75	1.03	1.43	2.00	106.84	77.99	56.28	40.25
平均值(剔除公司)							136.59	88.75	61.07	44.90

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 制造组组长&军工行业首席分析师

证券从业 8 年。清华大学 MBA，2015 年加入银河证券。曾获 2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn