

中航沈飞 (600760.SH)

合同负债大增、扣非归母净利润突破 5%

核心观点:

- **事件:** 公司公布 2021 年半年报, 2021 年上半年实现营业收入 159.18 亿元, 同比增长 37.38%, 实现归母净利润 9.49 亿元, 同比增长 11.87%, 实现扣非归母净利润 8.85 亿元, 同比增长 93.06%。
- **点评:** 合同负债同比大增 10756.21% 达 377.37 亿元, 扣非归母净利润率创半年度披露以来新高并首次突破 5%。营收端, 公司上半年营收同比增长 37.38%, 主要系销售产品增加所致。利润端, 报告期毛利率为 9.81%, 较去年同期提升 0.80pct, 创有数据披露以来新高 (2018H1 以来)。但归母净利润同比增速为 11.87%, 慢于营收增长主要系期间费用率增加 (+0.10pct)、其他收益减少 3.36 亿元 (yoy-82.85%)。从盈利质量看, 公司扣非归母净利润同比增长 93.06%, 扣非归母净利率达 5.56%, 创 2018 年半年度以来新高, 过去三年均值 (2018~2020) 为 3.34%。**资产负债端,** 公司货币资金、合同负债报告期末分别为 408.52、377.37 亿元, 同比增长 942.94%、10756.21%, 主要系收到预收款增加所致。报告期末预付账款 96.77 亿元, 同比增长 1375.94%, 主要系预付采购货款增加所致, 或有望增加板块景气度提升预期。**现金流量表端,** 公司本期销售商品提供劳务收到现金为 500.87 亿元, 接近去年全年的一倍, 同比增长 2965.09%。经营活动现金流量净额为 288.95 亿元, 创三年新高, 同比增长 797.75%。
- **预计 21-23 年业绩分别为 1.03 元/股、1.33 元/股、1.69 元/股。** 结合公司当前行业地位及现有产品受益于装备现代化建设的较为广阔市场前景, 和大量预付款对板块估值潜在的提升作用, 以及受益政策改革及公司激励可能的盈利能力提升背景, 我们认为适合给予公司 22 年 65 倍的 PE 估值, 对应合理价值 86.48 元/股, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 疫情超预期; 装备生产及交付不及预期; 重大政策调整等

盈利预测:

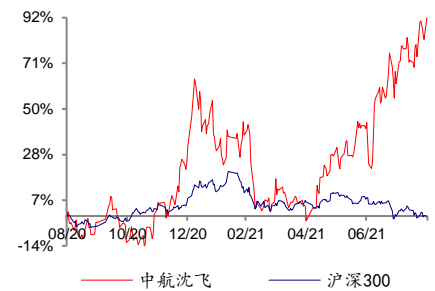
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,761	27,316	33,460	40,878	49,784
增长率 (%)	17.9	15.0	22.5	22.2	21.8
EBITDA (百万元)	1,638	2,154	2,915	3,600	4,427
归母净利润 (百万元)	878	1,480	2,025	2,609	3,305
增长率 (%)	18.1	68.6	36.8	28.8	26.7
EPS (元/股)	0.63	1.06	1.03	1.33	1.69
市盈率 (P/E)	50.41	73.96	78.09	60.62	47.85
ROE (%)	10.1	14.6	16.0	16.8	17.3
EV/EBITDA	22.69	44.96	48.65	38.17	29.79

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	80.66 元
合理价值	86.48 元
前次评级	增持
报告日期	2021-08-30

相对市场表现



分析师:

孟祥杰



SAC 执证号: S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

相关研究:

中航沈飞 (600760.SH): 营收微增, 看好防务整机龙头长期发展
2021-05-07

联系人:

吴坤其 020-59136728

wukunqi@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22,755	26,513	33,244	41,376	51,355
货币资金	7,568	12,632	16,312	20,745	26,287
应收及预付	4,658	5,943	7,274	8,882	10,813
存货	10,486	7,778	9,467	11,520	13,982
其他流动资产	43	160	191	228	273
非流动资产	6,469	6,340	6,606	6,838	7,047
长期股权投资	411	154	154	154	154
固定资产	3,663	3,691	3,849	3,960	4,055
在建工程	843	965	1,143	1,312	1,472
无形资产	988	950	914	877	841
其他长期资产	562	580	546	535	525
资产总计	29,224	32,853	39,850	48,214	58,401
流动负债	19,055	21,444	25,958	31,445	38,026
短期借款	34	0	0	0	0
应付及预收	18,048	13,521	16,456	20,025	24,304
其他流动负债	974	7,923	9,502	11,420	13,722
非流动负债	846	574	574	574	574
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	396	574	574	574	574
负债合计	19,901	22,018	26,532	32,019	38,599
股本	1,400	1,400	1,961	1,961	1,961
资本公积	6,154	6,094	6,094	6,094	6,094
留存收益	1,273	2,744	4,661	7,532	11,132
归属母公司股东权益	8,688	10,148	12,626	15,497	19,097
少数股东权益	634	687	692	698	706
负债和股东权益	29,224	32,853	39,850	48,214	58,401

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,761	27,316	33,460	40,878	49,784
营业成本	21,647	24,794	30,176	36,719	44,566
营业税金及附加	38	37	45	55	67
销售费用	10	11	14	17	21
管理费用	778	713	729	891	1,085
研发费用	218	288	304	356	433
财务费用	-65	-18	-27	-35	-45
资产减值损失	-64	-32	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-34	61	75	92	112
营业利润	1,015	1,742	2,360	3,040	3,852
营业外收支	-1	-3	0	0	0
利润总额	1,014	1,738	2,360	3,040	3,852
所得税	133	254	330	426	539
净利润	881	1,484	2,030	2,615	3,313
少数股东损益	3	3	5	6	8
归属母公司净利润	878	1,480	2,025	2,609	3,305
EBITDA	1,638	2,154	2,915	3,600	4,427
EPS (元)	0.63	1.06	1.03	1.33	1.69

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1,148	6,320	4,139	5,067	6,154
净利润	881	1,484	2,030	2,615	3,313
折旧摊销	568	680	725	760	814
营运资金变动	-2,733	3,913	1,463	1,788	2,143
其它	136	243	-79	-96	-115
投资活动现金流	-534	-618	-683	-634	-613
资本支出	-559	-741	-758	-726	-725
投资变动	24	123	0	0	0
其他	0	1	75	92	112
筹资活动现金流	-62	-637	224	0	0
银行借款	39	2,000	0	0	0
股权融资	0	0	560	0	0
其他	-100	-2,637	-336	0	0
现金净增加额	-1,744	5,064	3,680	4,433	5,541
期初现金余额	9,312	7,568	12,632	16,312	20,745
期末现金余额	7,568	12,632	16,312	20,745	26,287

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	17.9%	15.0%	22.5%	22.2%	21.8%
营业利润增长	17.4%	71.5%	35.5%	28.8%	26.7%
归母净利润增长	18.1%	68.6%	36.8%	28.8%	26.7%
获利能力					
毛利率	8.9%	9.2%	9.8%	10.2%	10.5%
净利率	3.7%	5.4%	6.1%	6.4%	6.7%
ROE	10.1%	14.6%	16.0%	16.8%	17.3%
ROIC	9.5%	11.6%	14.1%	15.1%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	68.1%	67.0%	66.6%	66.4%	66.1%
净负债比率	213.5%	203.2%	199.2%	197.7%	194.9%
流动比率	1.19	1.24	1.28	1.32	1.35
速动比率	0.61	0.84	0.88	0.92	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.83	0.84	0.85	0.85
应收账款周转率	6.04	5.59	5.59	5.59	5.59
存货周转率	2.27	3.51	3.53	3.55	3.56
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	1.06	1.03	1.33	1.69
每股经营现金流	-0.82	4.51	2.11	2.58	3.14
每股净资产	6.20	7.25	6.44	7.90	9.74
估值比率					
P/E	50.41	73.96	78.09	60.62	47.85
P/B	5.09	10.79	12.52	10.20	8.28
EV/EBITDA	22.69	44.96	48.65	38.17	29.79

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：研究助理，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。