

中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2021 年 09 月 01 日

扣非归母净利润同比+93.06%，合同负债大增 697.93%迎跨越式高景气

● 业绩大幅提升超预期，二季度产品交付提速显著

公司发布 21H1 中报，期内公司实现营收 159.18 亿元，同比+37.38%；实现归母净利润 9.49 亿元，同比+11.87%；实现扣非归母净利润 8.85 亿元，同比+93.06%，收入利润均实现大幅增长。其中，二季度单季实现收入 101.28 亿元，同比+72.06%，环比+74.94%；实现扣非后归母净利润 5.96 亿元，同比+207.27%，环比+105.96%。

公司二季度产品交付呈显著提速态势，H2 排产交付数量有望持续提升。

● H1 扣非净利率 5.56%创历史新高，盈利能力显著提升

21H1 期内公司毛利率达到 9.81%，较上年同期+0.80pct，预计随着产品交付规模上升，规模效应将不断显现，公司毛利率有望在今后持续改善。在期间费用方面，期内公司发生销售费用（646.30 万元，+63.46%），主要是展览费增加所致；管理费用（2.72 亿元，+1.54%）；财务费用（-0.90 亿元，-33.44%），主要是利息收入增加所致；研发费用（2.61 亿元，+134.61%），主要是研发投入增加所致。公司在研发投入的翻倍增长的情况下，期间费用率微增 0.10pct。21H1 净利润率达到了 5.96%，扣非净利率达到了 5.56%，创历史新高，盈利能力实现显著提升。

● 合同负债大增 697.93%迎跨越式高景气，充裕现金流促进经营质量改善

21H1 期末公司合同负债达 377.37 亿元，较期初+697.93%，主要是收到客户预付款增加所致。受此影响，公司期末货币资金 408.52 亿元，较期初+223.39%，上半年经营性现金流达 288.95 亿元，实现大幅提升，充裕的现金流将全面提升公司的管理经营质量，保证扩产规划和新品研制顺利进行，公司新产品线有望得到加速，降低财务费用，提升盈利能力。同时，公司期末预付款项 96.77 亿元，较去年同期+1322.09%，主要是预付采购货款增加，表明公司正处于积极备产备货阶段，看好产品交付速度进一步提升。

● 我国三代半歼击机龙头供应商，批产型号战斗机需求提升推动公司业绩增长

中航沈飞作为我国歼击机龙头供应商，有望充分受益于现有批产型号上量需求。公司主营航空防务装备产品制造，现型号产品覆盖歼 11/歼 15（三代）、歼 16（三代半）等多系列空军歼击机/舰载机。全球看，三代半战机的空中作战的高机动重型武器库，载弹量大幅高于四代机（四代机 F35 为 2500kg，三代半 SU-35 为 8000kg），我们认为，四代机不能完全替代三代半机作战功能，“十四五”期间三代机或存在大量需求。

● 跨越式武器装备需求紧迫，FC-31 等跨越式武器装备有望中远期实现快速放量

我国军机在代际上与美国存在明显差异，根据 World Air Forces 2021 数据，我国战斗机中二代机占比 50%、三代机占比 39%，而美国战斗机中三代机占比达到 65%、四代机占比 14%。我们认为，我国目前战斗机从代际及数量两方面均与美国存在较大差距，以四代机为代表的新一代跨越式武器装备需求有望进一步提升。

据公司官网披露，公司新一代战鹰（FC-31）战机作为我国中型多用途第四代作战飞机，采用单座、双发、外倾双垂尾、全动平尾的正常式布局，配置内置武器舱，具有高生存力、多任务能力和高性价比等特点，综合作战效能优异。我们认为，“十四五”国防装备跨越式发展需求持续提升，公司战鹰（FC-31）战机等新一代产品符合我国武器装备发展需求，研制进度有望进一步加快，批产后预计公司业绩有望快速提升。

● 战斗机存量持续提升打开维修市场空间，公司利润或将进一步增厚

我们认为，受益于两大因素，航空产业链后端维修市场容量将会逐渐提升：（1）跨越式武器装备需求上升带来的存量飞机总量提升，对应后端维修市场容量提升；（2）实战训练体系进一步深化，飞行强度和动作难度加大导致维修时间缩短。

据公司官网披露，公司具备加装、飞机维修、备件维修、定检专检等技术支援和服务保障能力，此外依托公司内场资源可在外场开展紧急抢修、大型修复等工作，因此我们认为伴随后端维修市场逐渐起量，公司对应零部件替换、代工时等维修业务有望实现进一步放量。

● 军品定价机制改革或持续落地，公司盈利能力有望进一步突破

定价改革前，我国军品市场是有限供给，单一采购的特殊市场，军品采购采用成本加成定价机制，产品价格=产品成本*（1+5%）。自总装备部颁发《关于加强竞争性装备采购工作的意见》以来，大量的配套类企业/民参军企业在市场化竞争中打破成本加成机制约束，获得了超出 5% 的净利率，同样不受成本加成机制约束的美国主战装备制造商也取得了较高的净利率。

我们认为，一方面考虑目前主机单位与民参军/配套类企业盈利能力出现明显差异；另一方面考虑“十四五”正处于跨越式武器装备放量期，规模效应带动盈利水平有望提升，预计以公司为代表的主机类企业有望在“十四五”周期突破原有定价机制中成本加成法限制，或将采用乙方软件成本单独定价、甲方采用利润按比例返还的均衡局面。在此条件下，能够同时实现：1. 乙方定价成本下降，2. 甲方采购单价下降，3. 乙方利润空间提升的双赢局面。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，公司作为我国歼击机龙头企业，综合考虑公司现有产品梯队放量、未来型号 pipeline、后端维修市场增量空间、军品定价机制改革推动业绩释放等多重因素，我们认为公司短中长期均具备良好发展趋势。考虑到今年军品定价机制改革或将落地，2021-23 年预测归母净利润由 19.53/24.42/30.52 上调至 19.53/25.52/33.17 亿元，对应 EPS 为 1.00/1.30/1.69 元，对应 P/E 为 82.35/63.02/48.49x，维持“买入”评级。

风险提示：供应配套风险，客户订单风险，公司分红波动风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,760.86	27,315.91	33,713.29	42,428.18	54,498.99
增长率(%)	17.91	14.96	23.42	25.85	28.45
EBITDA(百万元)	1,884.85	2,532.01	2,868.58	3,636.51	4,606.72
净利润(百万元)	877.79	1,480.20	1,953.49	2,552.46	3,317.24
增长率(%)	18.10	68.63	31.97	30.66	29.96
EPS(元/股)	0.45	0.75	1.00	1.30	1.69
市盈率(P/E)	183.26	108.68	82.35	63.02	48.49
市净率(P/B)	18.52	15.85	13.06	11.24	9.52
市销率(P/S)	6.77	5.89	4.77	3.79	2.95
EV/EBITDA	19.76	38.29	49.93	38.36	29.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	82.05 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,960.54
流通 A 股股本(百万股)	1,957.58
A 股总市值(百万元)	160,862.72
流通 A 股市值(百万元)	160,619.76
每股净资产(元)	5.50
资产负债率(%)	82.59
一年内最高/最低(元)	100.15/50.20

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
张明磊	联系人
zhangminglei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中航沈飞-公司点评:定价机制改革或落地歼击机龙头起航，Pipeline 提升业绩望进一步释放》 2021-07-25
- 《中航沈飞-年报点评报告:关联交易预计存款增加 356.62%，“十四五”大单采购或将至》 2021-03-30
- 《中航沈飞-公司点评:全年归母净利润超预期，沈飞望迎跨越式高景气》 2021-02-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,568.30	12,632.21	17,811.67	21,522.02	25,686.54
应收票据及应收账款	4,079.82	5,262.04	6,163.02	7,272.57	8,471.58
预付账款	578.17	680.47	884.97	1,047.66	1,365.09
存货	10,485.83	7,778.50	9,388.59	11,505.16	13,661.87
其他	43.04	159.68	70.94	201.14	133.33
流动资产合计	22,755.17	26,512.90	34,319.19	41,548.56	49,318.41
长期股权投资	411.44	153.62	107.37	75.21	47.85
固定资产	3,663.34	3,691.46	3,561.38	3,422.12	3,187.30
在建工程	843.43	964.91	998.92	1,019.63	1,033.09
无形资产	988.05	950.06	985.40	1,030.62	1,098.54
其他	562.43	580.13	567.77	624.46	652.05
非流动资产合计	6,468.69	6,340.18	6,220.84	6,172.04	6,018.83
资产总计	29,223.86	32,853.08	40,540.02	47,720.59	55,337.23
短期借款	33.50	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	10,892.53	13,520.89	15,374.21	17,885.24	20,959.52
其他	8,129.06	7,922.98	11,661.17	14,336.27	16,252.16
流动负债合计	19,055.09	21,443.87	27,035.38	32,221.50	37,211.69
长期借款	450.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	396.20	573.85	490.37	486.81	517.01
非流动负债合计	846.20	573.85	490.37	486.81	517.01
负债合计	19,901.29	22,017.72	27,525.76	32,708.31	37,728.70
少数股东权益	634.44	686.91	692.47	699.57	708.38
股本	1,400.39	1,400.39	1,960.54	1,960.54	1,960.54
资本公积	6,154.39	6,093.74	6,093.74	6,093.74	6,093.74
留存收益	7,427.06	8,837.53	10,361.25	12,352.16	14,939.61
其他	(6,293.70)	(6,183.21)	(6,093.74)	(6,093.74)	(6,093.74)
股东权益合计	9,322.57	10,835.36	13,014.27	15,012.28	17,608.54
负债和股东权益总计	29,223.86	32,853.08	40,540.02	47,720.59	55,337.23

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	880.55	1,483.67	1,953.49	2,552.46	3,317.24
折旧摊销	568.27	680.03	776.31	897.91	1,025.27
财务费用	10.65	76.80	(168.09)	(217.17)	(260.65)
投资损失	33.98	(61.45)	(78.68)	(81.25)	(79.54)
营运资金变动	(2,866.82)	8,854.20	2,941.02	1,638.81	1,414.55
其它	225.48	(4,713.35)	5.56	7.09	8.81
经营活动现金流	(1,147.89)	6,319.89	5,429.61	4,797.85	5,425.69
资本支出	660.15	353.02	799.06	828.14	841.63
长期投资	(28.33)	(257.83)	(46.25)	(32.15)	(27.36)
其他	(1,166.18)	(712.81)	(1,389.71)	(1,539.32)	(1,606.56)
投资活动现金流	(534.36)	(617.62)	(636.90)	(743.33)	(792.29)
债权融资	483.50	1.81	0.60	0.80	1.07
股权融资	12.21	7.53	817.71	217.17	260.65
其他	(557.25)	(646.82)	(431.57)	(562.14)	(730.59)
筹资活动现金流	(61.54)	(637.48)	386.74	(344.17)	(468.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,743.78)	5,064.79	5,179.45	3,710.35	4,164.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,760.86	27,315.91	33,713.29	42,428.18	54,498.99
营业成本	21,646.57	24,793.58	30,594.81	38,376.28	49,239.84
营业税金及附加	37.88	36.66	37.08	42.43	49.05
营业费用	10.40	11.47	13.49	16.97	21.80
管理费用	777.76	712.61	731.58	913.05	1,139.03
研发费用	218.35	287.62	353.99	449.74	577.69
财务费用	(64.70)	(18.33)	(168.09)	(217.17)	(260.65)
资产减值损失	(64.33)	(32.08)	(31.25)	(27.65)	(30.33)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(33.98)	61.45	78.68	81.25	79.54
其他	217.67	(278.60)	(157.36)	(162.50)	(159.08)
营业利润	1,015.24	1,741.53	2,260.36	2,955.77	3,842.10
营业外收入	0.85	7.64	9.25	9.25	10.36
营业外支出	2.05	11.14	4.81	6.00	7.32
利润总额	1,014.04	1,738.03	2,264.80	2,959.02	3,845.14
所得税	133.49	254.36	305.75	399.47	519.09
净利润	880.55	1,483.67	1,959.05	2,559.55	3,326.05
少数股东损益	2.76	3.47	5.56	7.09	8.81
归属于母公司净利润	877.79	1,480.20	1,953.49	2,552.46	3,317.24
每股收益（元）	0.45	0.75	1.00	1.30	1.69

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	17.91%	14.96%	23.42%	25.85%	28.45%
营业利润	17.35%	71.54%	29.79%	30.77%	29.99%
归属于母公司净利润	18.10%	68.63%	31.97%	30.66%	29.96%
获利能力					
毛利率	8.90%	9.23%	9.25%	9.55%	9.65%
净利率	3.69%	5.42%	5.79%	6.02%	6.09%
ROE	10.10%	14.59%	15.85%	17.83%	19.63%
ROIC	-84.29%	87.80%	-76.20%	-44.54%	-43.91%
偿债能力					
资产负债率	68.10%	67.02%	67.90%	68.54%	68.18%
净负债率	-76.00%	-116.57%	-136.86%	-143.36%	-145.87%
流动比率	1.19	1.24	1.27	1.29	1.33
速动比率	0.64	0.87	0.92	0.93	0.96
营运能力					
应收账款周转率	7.35	5.85	5.90	6.32	6.92
存货周转率	2.35	2.99	3.93	4.06	4.33
总资产周转率	0.82	0.88	0.92	0.96	1.06
每股指标（元）					
每股收益	0.45	0.75	1.00	1.30	1.69
每股经营现金流	-0.59	3.22	2.77	2.45	2.77
每股净资产	4.43	5.18	6.28	7.30	8.62
估值比率					
市盈率	183.26	108.68	82.35	63.02	48.49
市净率	18.52	15.85	13.06	11.24	9.52
EV/EBITDA	19.76	38.29	49.93	38.36	29.38
EV/EBIT	28.24	52.27	68.45	50.94	37.79

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com