

证券研究报告—动态报告

国防军工

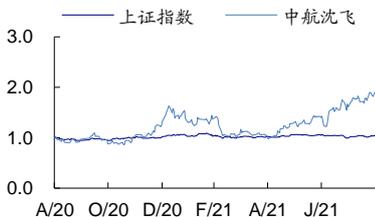
航空军工

中航沈飞 (600760)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 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)	1,961/1,958
总市值/流通(百万元)	158,138/157,899
上证综指/深圳成指	3,528/14,423
12 个月最高/最低(元)	100.15/50.20

相关研究报告:

《中航沈飞-600760-2021 年一季报点评: 扣非净利润增长 9.34%, 按计划完成一季度均衡生产目标》——2021-04-30

《中航沈飞-600760-2020 年年报点评: 十三五圆满收官, 关联存款大幅提高》——2021-04-02

《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

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
21H1 扣非净利增长 93%, 大额预付到账, 十四五跨越式启航
● 扣非净利润增长 93%, 经营管控方面提升持续盈利能力

21H1 公司实现营收 159.18 亿元(+37.38%), 归母净利润 9.49 亿元(+11.87%), 扣非归母净利润 8.85 亿元(+93.06%)。收入增速可观, 主要受益于上半年均衡交付高效开展。扣非归母净利润大幅增长, 展现出了强劲的发展势头, 产品结构及规模效应带动盈利能力逐步提升。沈飞目前从“传统工厂管理”向“集团管控模式”转变, 在董事会及沈飞层面达成共识, 强化成本压降, 在经营管控方面取得较大改进和突破, 提升持续盈利能力。21Q1 整体毛利率为 9.8%, 同比提升 0.8pct。净利率 5.96%, 扣非净利率 5.56%, 小幅提升。期间费用方面, 21H1 管理费用略增长了 1.54%, 管理费用率 1.71%, 持续优化; 财务收益继续增多, 展望下半年账上现金充沛, 利息收入继续增加。研发费用 2.61 亿元, 同比增长 134.61%, 或与新机型持续投入加大有关。

● 合同负债 377 亿, 锁定未来几年高增长

21H1 公司合同负债 377.37 亿元, 大幅增加了 697.93%, 主要是收到下游客户重要型号的大额预收款, 也带动货币资金 408.5 亿元, 同比增长 223.39%。公司预付款项 96.76 亿元, 同比增加 1322.09%, 主要是为后续大额合同的顺利执行交付向上游供应商进行了相应的预付。

● 投资建议:

沈飞主力机型歼-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, 未来 FC-31 为沈飞积累卡位优势, 实现四代的跨越。大额合同落地锁定沈飞未来几年高增长。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。上调盈利预测, 预计 21-23 年归母净利润 19.1 / 25.5 / 33.2 亿元(原 17 / 22 / 27 亿元), 同比增速 29 / 33 / 30%, 对应 PE=69/54/43x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 武器装备采购不达预期、产能提升低于预期
盈利预测和财务指标

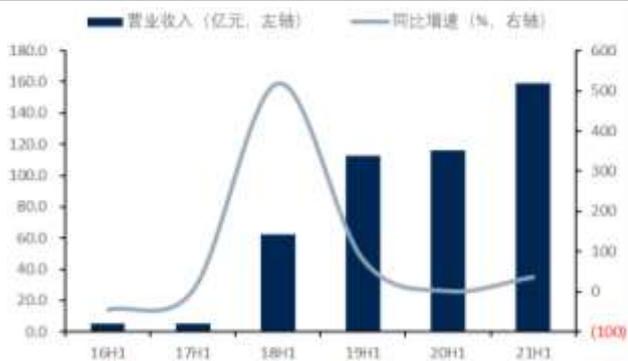
	2016	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,761	27,316	34,691	43,295	52,404
(+/-%)	17.9%	15.0%	27.0%	24.8%	21.0%
净利润(百万元)	878	1480	1913.51	2548.93	3317.93
(+/-%)	18.1%	68.6%	29.3%	33.2%	30.2%
每股收益(元)	0.63	0.75	0.98	1.30	1.69
EBIT Margin	5.4%	6.4%	6.1%	6.5%	7.1%
净资产收益率(ROE)	10.1%	14.6%	16.3%	18.3%	19.9%
市盈率(PE)	128.7	106.8	82.6	62.0	47.7
EV/EBITDA	71.6	73.9	68.9	53.8	43.4
市净率(PB)	13.00	15.58	13.45	11.38	9.48

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

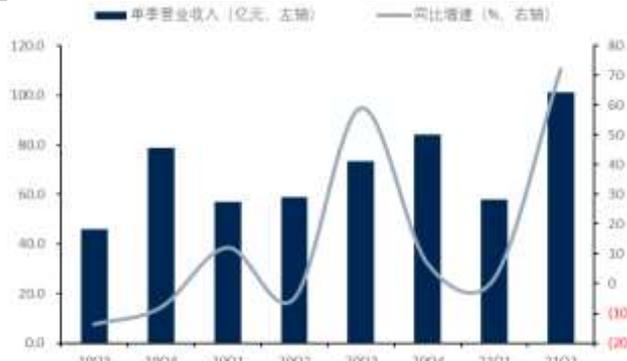
21H1 公司实现营收 159.18 亿元(+37.38%)，归母净利润 9.49 亿元(+11.87%)，扣非归母净利润 8.85 亿元(+93.06%)；单季度看，21Q2 实现营收 101.28 亿元(+72.1%)，归母净利润 6.04 亿元(+141.1%)。我们认为，公司收入增速可观，主要受益于上半年均衡交付高效开展，助推公司上半年科研生产任务顺利完成、实现高质量发展。同时去年同期也有疫情影响了部分交付节奏。扣非归母净利润大幅增长，展现出了强劲的发展势头，产品结构及规模效应带动盈利能力逐步提升。沈飞目前从“传统工厂管理”向“集团管控模式”转变，在董事会及沈飞层面达成共识；要遵循市场规律，强化成本压降，在经营管控方面取得较大改进和突破，提升持续盈利能力。

图 1：中航沈飞中报营业收入及增速



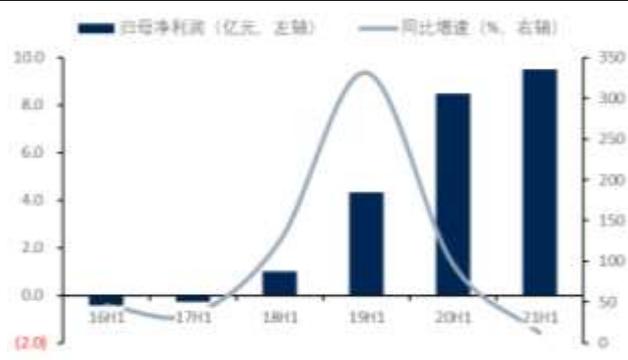
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：中航沈飞单季营业收入及增速



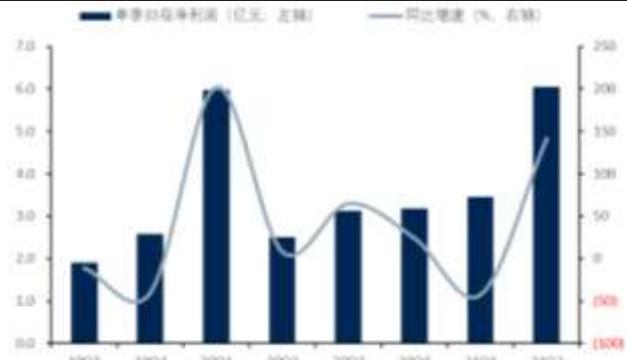
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：中航沈飞中报归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

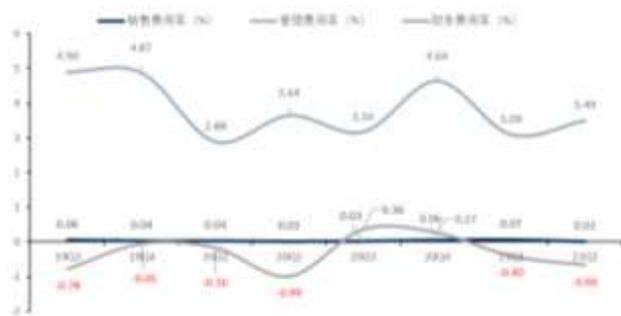
图 4：中航沈飞单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

21Q1 整体毛利率为 9.8%，同比提升 0.8pct。净利率 5.96%，扣非净利率 5.56%，小幅提升。期间费用方面，21H1 管理费用略增长了 1.54%，管理费用率 1.71%，持续优化；财务收益继续增多，展望下半年账上现金充沛，利息收入继续增加。研发费用 2.61 亿元，同比增长 134.61%，或与新机型持续投入加大有关。

图 5：中航沈飞三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

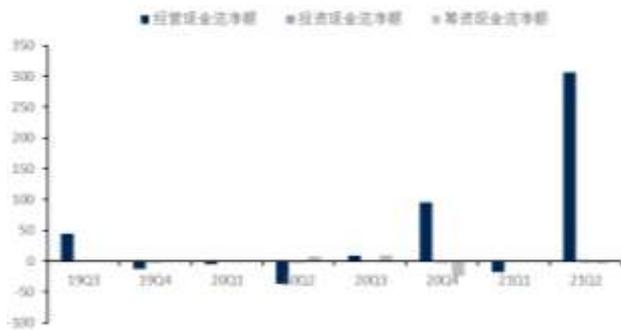
图 6：中航沈飞毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

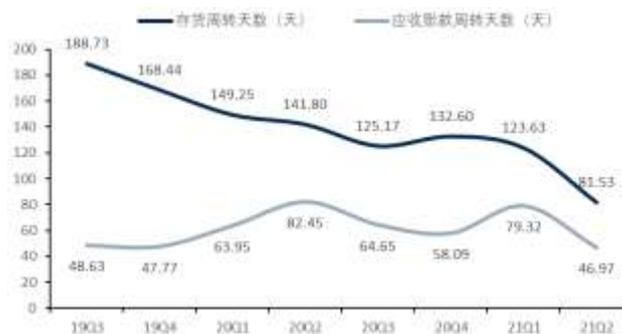
21H1 公司合同负债 377.37 亿元，大幅增加了 697.93%，主要是收到下游客户重要型号的大额预收款，也带动货币资金 408.5 亿元，同比增长 223.39%。公司预付账款 96.76 亿元，同比增加 1322.09%，主要是为后续大额合同的顺利执行交付向上游供应商进行了相应的预付。公司存货 52.27 亿，同比减少 32.80 亿元，主要是在制品减少所致。21Q1 年公司经营活动产生的现金流量净额 288.95 亿元，转正，主要系主要是收到客户货款增加所致。投资活动产生的现金流量净额-3.39 亿元，主要系主要是购建固定资产支出增加所致。筹资活动产生的现金流量净额-3.35 亿元 (-142.38%)，主要系取得借款减少所致。

图 7：中航沈飞单季度经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：中航沈飞单季度主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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:

沈飞主力机型歼-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，未来 FC-31 为沈飞积累卡位优势，实现四代的跨越。大额合同落地锁定沈飞未来几年高增长。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。上调盈利预测，预计 21-23 年归母净利润 19.1 / 25.5 / 33.2 亿元（原 17 / 22 / 27 亿元），同比增速 29 / 33 / 30%，对应 PE=69/54/43x，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	16374	19240	25928	营业收入	27316	34691	43295	52404
应收款项	5390	6653	8066	9332	营业成本	24794	31396	39052	47190
存货净额	7778	9568	11587	12482	营业税金及附加	37	45	56	68
其他流动资产	712	902	1126	1362	销售费用	11	14	17	21
流动资产合计	26513	33498	40019	49104	管理费用	713	1123	1338	1410
固定资产	4656	4932	5132	5216	财务费用	(18)	(71)	(86)	(111)
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	179	213	268	其他收入	(132)	0	0	0
资产总计	32853	40091	46799	55976	营业利润	1742	2249	2992	3893
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	16935	18961	22671	利润总额	1738	2246	2988	3890
其他流动负债	7921	9919	12325	14840	所得税费用	254	328	433	564
流动负债合计	21444	26940	31326	37554	少数股东损益	3	4	6	8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1480	1914	2549	3318
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	27644	32206	38589	净利润	1480	1914	2549	3318
少数股东权益	687	691	696	702	资产减值准备	(32)	5	3	1
股东权益	10148	11756	13897	16684	折旧摊销	677	581	706	818
负债和股东权益总计	32853	40091	46799	55976	公允价值变动损失	(32)	(35)	(44)	(37)
					财务费用	(18)	(71)	(86)	(111)
关键财务与估值指标					营运资本变动	3854	2304	955	3985
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	35	(1)	2	5
每股收益	0.75	0.98	1.30	1.69	经营活动现金流	5982	4768	4171	8090
每股红利	0.12	0.16	0.21	0.27	资本开支	(762)	(779)	(818)	(818)
每股净资产	5.18	6.00	7.09	8.51	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	16%	55%	-56%	-47%	投资活动现金流	(505)	(804)	(852)	(873)
ROE	15%	16%	18%	20%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	9%	10%	10%	10%	负债净变化	(450)	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%	支付股利、利息	(242)	(306)	(408)	(531)
EBITDA Margin	9%	8%	8%	9%	其它融资现金流	970	84	(46)	2
收入增长	15%	27%	25%	21%	融资活动现金流	(414)	(222)	(454)	(529)
净利润增长率	69%	29%	33%	30%	现金净变动	5064	3742	2866	6688
资产负债率	69%	71%	70%	70%	货币资金的期初余额	7568	12632	16374	19240
息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	货币资金的期末余额	12632	16374	19240	25928
P/E	106.8	82.6	62.0	47.7	企业自由现金流	5273	3912	3264	7161
P/B	15.6	13.5	11.4	9.5	权益自由现金流	5792	4056	3292	7258
EV/EBITDA	73.9	68.9	53.8	43.4					

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。

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