

2021年09月01日

合同负债印证高景气，战斗机龙头打开成长空间

中航沈飞(600760)

评级:	买入	股票代码:	600760
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	100.15/50.2
目标价格:		总市值(亿)	1,564.51
最新收盘价:	79.8	自由流通市值(亿)	1,562.15
		自由流通股数(百万)	1,957.58

事件概述:

公司发布 2021 年半年度报告，实现营业收入 159.18 亿元，同比增长 37.38%；归母净利润 9.49 亿元，同比增长 11.87%；扣非归母净利润 8.85 亿元，同比增长 93.06%。

分析判断:

2021 年上半年实现营业收入 159.18 亿元，同比增长 37.38%；归母净利润 9.49 亿元，同比增长 11.87%；扣非归母净利润 8.85 亿元，同比增长 93.06%。去年同期非经常性损益主要是公司收到政府补助 4.09 亿元所致。单季度来看，2021 年第二季度实现营业收入 101.28 亿元，同比增长 72.06%，环比增长 74.94%；归母净利润 6.04 亿元，同比增长 141.09%，环比增长 75.10%；扣非归母净利润 5.96 亿元，同比增长 207.27%，环比增长 105.96%。

毛利率水平提升，费用管控良好，扣非净利率明显改善。2021 年上半年毛利率 9.81%，同比上升 0.80pct，未来随着战斗机需求放量，固定成本摊薄，规模效应显现，毛利率有望继续提升。2021 年上半年期间费用率 2.82%，同比上升 0.10pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别 0.04%/1.71%/1.64%/-0.56%，同比分别+0.01/-0.60/+0.68/+0.02pct，管理费用下降，研发力度加大。2021 年上半年扣非净利率 5.56%，同比提升 1.60pct，首次突破 5%，降本增效成果显著。公司近年全面实施集约化经营、精准化管理的发展路径，股权激励机制不断改善，管理效能不断提升，盈利能力仍有提升空间。

合同负债大幅增长，大额预付款到位，公司迎来三重利好。2021 年上半年合同负债 377.37 亿元，较去年期末增长 697.93%，主要是收到客户支付的大额预付款所致；预付款项 96.77 亿元，较去年期末增长 1322.09%，主要是预付采购货款增加、积极备产备货所致；经营现金流 288.95 亿元，较去年期末增长 357.20%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长所致。客户大额预付款的支付到位为公司带来三重利好：1) 大额预付款将显著改善公司现金流，大幅缩减财务费用支出，降低期间费用率，提升盈利能力；2) 大额预付款将有助于公司做好供应链管理，优化上游供应商付款节奏，盘活整条产业链，助力公司缓解产能瓶颈，保障公司整机产品按时足量交付；3) 大额预付款对应中长期订单，公司中长期业绩得到确定性支撑，公司所处行业的高景气度得到验证，并将在后续业绩端陆续兑现。

军用飞机加速列装、换装，公司受益行业高景气。一方面，我国军用飞机保有量与美国存在较大差距，“十四五”期间将进入补偿式加速列装的上行通道；另一方面，我国军用飞机老旧型号占比相对较大，存在结构性升级换装的强烈需求。加速列装补齐保有量短板、加速升级换装提升先进战机占比，都将会为军用航空装备带来巨大的增量空间。公司作为我国重要的战斗机整机集成商之一，将显著受益行业高景气需求，由过去的稳健增长变为高速增长。

国内军工主机证券化典范，战斗机龙头地位稳固。公司是 A 股战斗机整机唯一稀缺性标的，也是我国重要的战斗机研制生产基地，拥有打造优质航空防务装备的丰富经验和综合实力，先后研制生产了从一代机到五代机的全谱系战斗机，为我国航空武器装备的发展做出了重大贡献。核心产品歼-16 是我国空军从“国土防空”向“攻防兼备”进行战略转型的重要载体，歼-15 是我国现役唯一一款舰载战斗机，歼-31 是下一代隐身舰载战斗机的理想备选机型。

投资建议:

公司是国内战斗机整机领域唯一上市公司,受益于军用航空装备高景气周期来临,未来营收增长动力充沛。考虑到公司已收到客户支付的大额预付款,管理管控良好,盈利能力改善,将 2021-2023 年营业收入由 325.29/406.48/528.19 亿元调整为 320.71/422.71/528.99 亿元,归母净利润由 18.10/22.55/27.92 亿元调整为 20.70/27.34/33.91 亿元, EPS 为 1.06/1.39/1.73 元,对应 PE 为 76/57/46 倍。维持买入评级。

风险提示:

飞机交付进度不及预期,下一代机型批产进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,761	27,316	32,071	42,271	52,899
YoY (%)	17.9%	15.0%	17.4%	31.8%	25.1%
归母净利润(百万元)	878	1,480	2,070	2,734	3,391
YoY (%)	18.1%	68.6%	39.8%	32.1%	24.0%
毛利率 (%)	8.9%	9.2%	9.3%	9.5%	9.7%
每股收益 (元)	0.45	0.75	1.06	1.39	1.73
ROE	10.1%	14.6%	16.9%	18.3%	18.5%
市盈率	178.23	105.70	75.58	57.22	46.13

资料来源:wind, 华西证券研究所

分析师:陆洲

邮箱:luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话:010-59775364

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,316	32,071	42,271	52,899	净利润	1,484	2,074	2,740	3,398
YoY(%)	15.0%	17.4%	31.8%	25.1%	折旧和摊销	680	465	465	465
营业成本	24,794	29,085	38,252	47,764	营运资金变动	3,913	21,319	-20,291	5,212
营业税金及附加	37	48	63	53	经营活动现金流	6,320	23,885	-17,050	9,112
销售费用	11	16	21	26	资本开支	-741	-366	-356	-346
管理费用	713	738	930	1,058	投资	123	-15	-15	-15
财务费用	-18	-609	-685	-576	投资活动现金流	-618	-399	-394	-389
资产减值损失	-32	-30	-45	-50	股权募资	0	0	0	0
投资收益	61	-16	-21	-26	债务募资	2,000	0	0	0
营业利润	1,742	2,405	3,172	3,932	筹资活动现金流	-637	0	0	0
营业外收支	-3	-7	-5	-3	现金净流量	5,064	23,486	-17,444	8,723
利润总额	1,738	2,398	3,167	3,929	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	254	324	428	530	成长能力				
净利润	1,484	2,074	2,740	3,398	营业收入增长率	15.0%	17.4%	31.8%	25.1%
归属于母公司净利润	1,480	2,070	2,734	3,391	净利润增长率	68.6%	39.8%	32.1%	24.0%
YoY(%)	68.6%	39.8%	32.1%	24.0%	盈利能力				
每股收益	0.75	1.06	1.39	1.73	毛利率	9.2%	9.3%	9.5%	9.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	5.4%	6.5%	6.5%	6.4%
货币资金	12,632	36,118	18,674	27,397	总资产收益率 ROA	4.5%	3.2%	6.7%	6.9%
预付款项	680	10,180	1,913	1,433	净资产收益率 ROE	14.6%	16.9%	18.3%	18.5%
存货	7,778	7,968	9,432	9,814	偿债能力				
其他流动资产	5,422	3,696	4,292	4,646	流动比率	1.24	1.14	1.41	1.45
流动资产合计	26,513	57,962	34,311	43,291	速动比率	0.84	0.78	0.95	1.07
长期股权投资	154	144	134	124	现金比率	0.59	0.71	0.77	0.92
固定资产	3,691	3,591	3,491	3,391	资产负债率	67.0%	79.9%	61.4%	61.5%
无形资产	950	935	920	905	经营效率				
非流动资产合计	6,340	6,277	6,214	6,151	总资产周转率	0.83	0.50	1.04	1.07
资产合计	32,853	64,239	40,525	49,442	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.75	1.06	1.39	1.73
应付账款及票据	13,521	11,554	14,986	18,320	每股净资产	5.18	6.23	7.63	9.36
其他流动负债	7,923	39,202	9,316	11,501	每股经营现金流	3.22	12.18	-8.70	4.65
流动负债合计	21,444	50,756	24,302	29,821	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	574	574	574	574	PE	105.70	75.58	57.22	46.13
非流动负债合计	574	574	574	574	PB	15.10	12.80	10.46	8.53
负债合计	22,018	51,330	24,876	30,395					
股本	1,400	1,400	1,400	1,400					
少数股东权益	687	691	697	703					
股东权益合计	10,835	12,909	15,649	19,047					
负债和股东权益合计	32,853	64,239	40,525	49,442					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。