

中航沈飞(600760)

报告日期: 2021 年 8 月 31 日

合同负债大幅增长 102 倍; 歼击机龙头扣非净利润率创历史新高 ——中航沈飞中报点评

投资要点

□ 上半年营收同比增长 37%，扣非归母净利润同比增长 93%

1) 21H1 公司实现营收 159 亿 (+37.4%)，归母净利润 9.49 亿 (+11.87%)，因去年同期有大额政府补贴，因而扣非后归母净利润 8.85 亿元，大增 93.06%。
2) 单二季度：公司实现营收 101 亿 (+72%)，归母净利润 6.04 亿 (+141%)，扣非归母净利润 5.96 亿 (+207%)，单季度扣非净利达到历史最高水平。

□ 经营性现金流净额大幅转正达到 289 亿，资产负债端显示公司订单饱满

1) 本期公司经营性现金流净额大幅改善，由去年同期的-41.4 亿大幅转正至 289 亿：其中销售商品/提供劳务收到的现金为 500 亿 (+2965%)，推测为收到客户预付款；购买商品/接受劳务支付的现金为 179 亿 (+281%)。
2) 资产负债端显示公司订单饱满：本期末合同负债 377 亿，同比增长 102 倍，较 21Q1 期末增长 8 倍；预付账款 96.8 亿，同比增长 13.8 倍，较 21Q1 期末增长 18.6 倍。显示公司后续订单饱满，产销规模将持续维持快速提升趋势。

□ 扣非后归母净利润率达到 5.88%，创历史新高

1) 21H1 公司毛利率为 9.81%，同比增长 0.8 个百分点；净利率为 5.96%，同比下降 1.37 个百分点。销售费用 0.06 亿 (+63%)；管理费用 2.72 亿 (+1.54%)，财务费用-0.9 亿，较去年同期的-0.67 亿财务收益进一步增加，三费费用率合计 1.2%，同比下降 0.58 个百分点。研发投入增加。
2) 21Q2 单季度扣非归母净利润率为 5.88%、创历史新高，年初以来两个季度连续快速增长，公司为最早实行股权激励航空主机，后需继续叠加产品放量规模效应，盈利能力将持续向上。

□ 航空主机厂，业绩释放节奏领先，关注后续型号高成长

1) 产品放量/股权激励/大额预付/定价改革，多因素作用下公司将成为最早放业绩航空主机。盈利能力稳健向上。
2) 公司四代鹞鹰战机研制已久，后续有望正式列装，关注后续型号高成长。

□ 盈利预测及估值：预计未来 3 年业绩复合增速超过 23%

1) 预计 2021-2023 年公司归母净利润 17.4/21.9/27.5 亿元，同比增长 17%/26%/26%，EPS 为 0.89/1.12/1.40 元，PE 为 91/72/57 倍，PS 为 4.8/3.9/3.2 倍。考虑公司作为 A 股战斗机整机制造唯一上市公司的战略价值和稀缺性，以及后续型号的高成长，给予持续推荐。

□ **风险提示：**1) 军品订单需求不及预期；2) 关键型号研制进展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	27316	32984	40497	50138
(+/-)	15%	21%	23%	24%
净利润	1480	1739	2189	2754
(+/-)	69%	17%	26%	26%
每股收益 (元)	0.75	0.89	1.12	1.40
P/E	107	91	72	57
ROE	14.7%	15.1%	16.9%	18.6%
PS	5.8	4.8	3.9	3.2

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

¥ 80.66

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

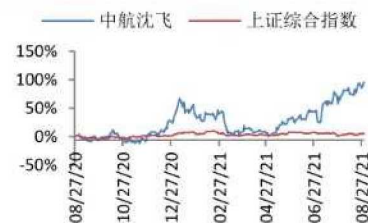
电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

联系人：吴帆

电话：15618114575

邮箱：wufan@stocke.com.cn



相关报告

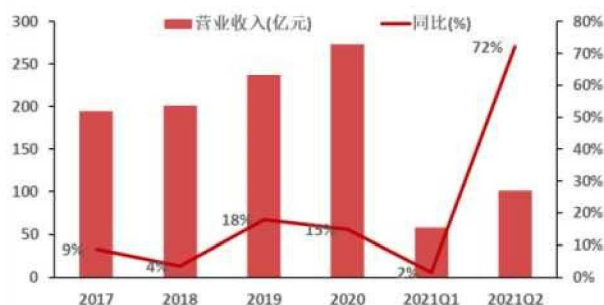
1【中航沈飞】深度：战斗机龙头，业绩高增长可期-20210625

1. 上半年营收同比增长 37%，扣非净利同比增长 93%

中报业绩：21H1 公司实现营收 159 亿（+37.4%），归母净利润 9.49 亿（+11.87%），因去年同期有较大数额政府补贴，因而扣非后归母净利润 8.85 亿元，大增 93.06%。

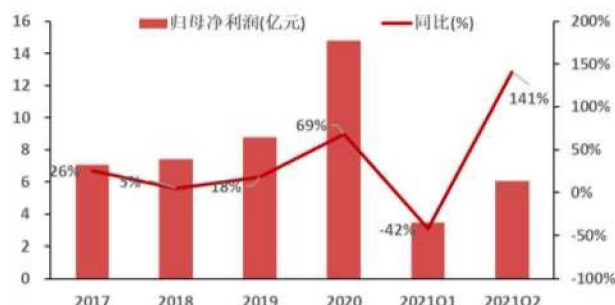
单二季度，公司实现营收 101 亿（+72%），归母净利润 6.04 亿（+141%），扣非归母净利润 5.96 亿（+207%），单季度扣非净利达到历史最高水平。

图 1：21 Q2 公司营收 101 亿元，同比+72.06%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：21 Q2 公司归母净利润 6.04 亿元，同比+141.09%

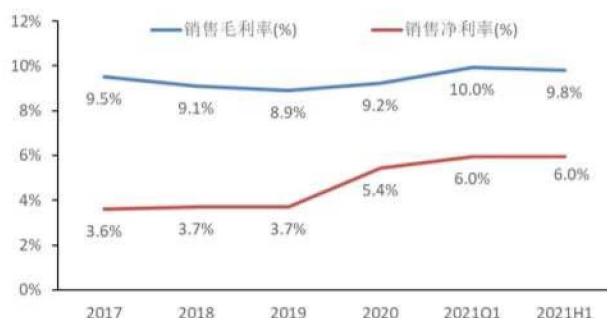


资料来源：Wind，浙商证券研究所

盈利能力：21H1 公司毛利率为 9.81%，同比增长 0.8 个百分点；净利率为 5.96%，同比下降 1.37 个百分点。单二季度，公司销售毛利率 9.73%，同比增长 1.25 个百分点，环比略降 0.22 个百分点；二季度净利率 5.96%，同比增长 1.7 个百分点，环比持平。扣非后的归母净利润率 5.88% 创历史新高，公司盈利能力趋势向上。

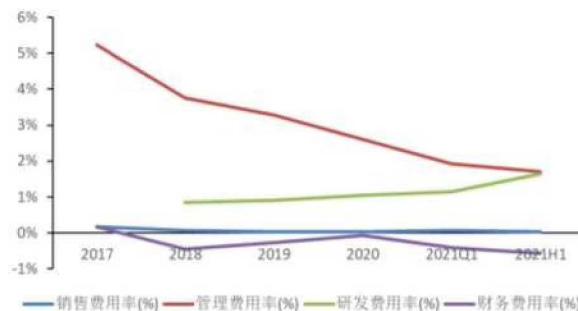
21H1 销售费用 0.06 亿（+63%），主要是展览费增加，管理费用 2.72 亿（+1.54%），财务费用-0.9 亿，较之去年同期的-0.67 亿财务收益进一步增加，三费费用率合计 1.2%，同比下降 0.58 个百分点。研发费用 2.61 亿（+135%），研发投入显著增加。

图 3：21 H1 公司净利率为 6.0%，同比下降 1.37 个百分点



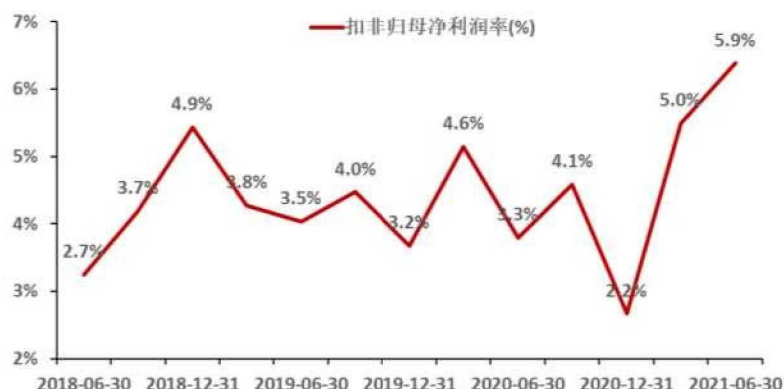
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：21 H1 三费费用率合计 1.2% 呈持续下降趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：21Q2 公司扣非归母净利润率 5.9%创历史新高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.经营性现金流大幅增加，资产负债端显示公司订单饱满

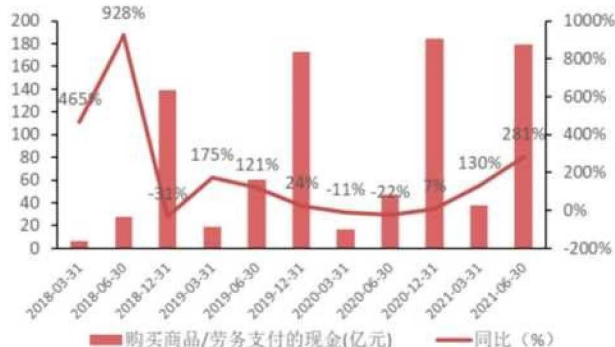
经营性现金流入大幅增加：本期公司销售商品/提供劳务收到的现金为 500 亿 (+2965%)，主要是收到客户货款增加，对比营业收入数额推测为订单大额预付款，公司下游客户付款情况大幅优化；购买商品/接受劳务支付的现金为 179 亿 (+281%)。经营性现金流净额大幅改善，由去年同期的-41.4 亿大幅转正至 289 亿。

图 6：21H1 销售商品/劳务收到的现金同比增加 2965%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：21H1 购买商品/劳务支付的现金同比增加 281%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资产负债端显示公司订单饱满：本期末公司合同负债 377 亿，同比增长 102 倍，较 21Q1 期末增长 8 倍；预付账款 96.8 亿，同比增长 13.8 倍，较 21Q1 期末增长 18.6 倍。显示公司后续订单饱满，产销规模将持续维持快速提升趋势。

图 8：21H1 合同负债同比增加 10183%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：21H1 预付账款同比增加 1375%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.重点推荐公司盈利预测及估值

表 1：重点推荐公司盈利预测及估值

简称	总市值 (亿元)	EPS			PE			PS	PB	ROE (摊薄)
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	MRQ	
中航西飞	854	0.36	0.46	0.56	85	68	56	2.2	5.2	5.1%
航发动力	1825	0.58	0.73	0.88	119	94	78	5.2	4.0	3.2%
洪都航空	333	0.32	0.54	0.88	145	86	53	3.8	5.7	2.6%
平均值	1004				116	83	62	3.7	5.0	3.6%
中航沈飞	1581	0.89	1.12	1.40	91	72	57	4.8	12.7	14.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	26513	55305	56439	58240
现金	12632	15254	18728	23186
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5262	5527	6055	6756
其它应收款	128	115	117	130
预付账款	680	25031	20064	13985
存货	7778	9349	11445	14153
其他	31	29	30	30
非流动资产	6340	6764	6685	6845
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	154	169	186	204
固定资产	3691	3799	3878	4061
无形资产	950	870	778	687
在建工程	965	1356	1246	1278
其他	580	570	596	614
资产总计	32853	62069	63124	65086
流动负债	21444	49423	48865	48750
短期借款	0	816	1505	4191
应付款项	13521	12814	14227	16692
预收账款	0	31335	28348	23064
其他	7923	4458	4785	4805
非流动负债	574	490	487	517
长期借款	0	0	0	0
其他	574	490	487	517
负债合计	22018	49913	49351	49267
少数股东权益	687	692	698	705
归属母公司股东权	10148	11464	13075	15114
负债和股东权益	32853	62069	63124	65086

现金流量表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6320	2798	3404	2824
净利润	1484	1744	2195	2761
折旧摊销	680	302	325	350
财务费用	(18)	(148)	(152)	(125)
投资损失	(61)	(14)	(22)	(26)
营运资金变动	1195	2262	2898	2236
其它	3041	(1348)	(1840)	(2372)
投资活动现金流	(618)	(716)	(193)	(461)
资本支出	(150)	(740)	(232)	(501)
长期投资	270	(10)	(12)	(14)
其他	(738)	33	51	53
筹资活动现金流	(637)	539	263	2095
短期借款	(34)	816	689	2686
长期借款	(450)	0	0	0
其他	(154)	(277)	(425)	(590)
现金净增加额	5065	2621	3474	4459

利润表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	27316	32984	40497	50138
营业成本	24794	29799	36480	45112
营业税金及附加	37	44	54	67
营业费用	11	14	17	21
管理费用	713	808	911	1078
研发费用	288	396	506	632
财务费用	(18)	(148)	(152)	(125)
资产减值损失	234	219	286	360
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	61	14	22	26
其他经营收益	422	164	141	200
营业利润	1742	2030	2556	3218
营业外收支	(3)	(2)	(3)	(3)
利润总额	1738	2028	2554	3216
所得税	254	284	359	455
净利润	1484	1744	2195	2761
少数股东损益	3	5	6	7
归属母公司净利润	1480	1739	2189	2754
EBITDA	2229	2141	2683	3394
EPS (最新摊薄)	0.75	0.89	1.12	1.40

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	15%	21%	23%	24%
营业利润	72%	17%	26%	26%
归属母公司净利润	69%	17%	26%	26%
获利能力				
毛利率	9.2%	9.7%	9.9%	10.0%
净利率	5.4%	5.3%	5.4%	5.5%
ROE	14.7%	15.1%	16.9%	18.6%
ROIC	12.3%	12.4%	13.5%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	67%	80%	78%	76%
净负债比率	0%	2%	3%	9%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.8
应收账款周转率	6.2	6.4	7.0	7.4
应付账款周转率	2.6	3.1	3.5	3.6
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.89	1.12	1.40
每股经营现金	3.2	1.4	1.7	1.4
每股净资产	7.2	5.8	6.7	7.7
估值比率				
P/E	107	91	72	57
P/B	11.1	13.8	12.1	10.5
EV/EBITDA	44	68	53	41

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn