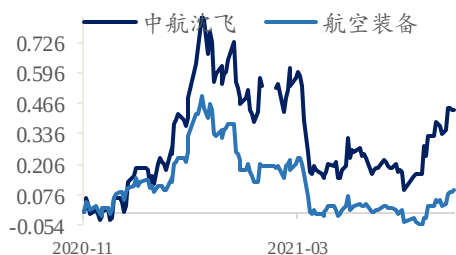


**公司点评**
**中航沈飞 (600760)**
**国防军工 | 航空装备**
**公司订单饱满，业绩未来可期**
**2021 年 11 月 01 日**
**评级 谨慎推荐**

评级变动 维持

**合理区间 72.5-85.00 元**
**交易数据**

|              |             |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (元)     | 75.50       |
| 52 周价格区间 (元) | 35.72-85.68 |
| 总市值 (百万)     | 148021.15   |
| 流通市值 (百万)    | 147797.59   |
| 总股本 (万股)     | 196054.50   |
| 流通股 (万股)     | 195758.39   |

**涨跌幅比较**


| %    | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 中航沈飞 | 10.58 | 11.41 | 104.71 |
| 航空装备 | 4.64  | 21.72 | 35.30  |

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
hechen@cfzq.com

**张看**

zhangkan@cfzq.com

**分析师**

0731-84779574

**研究助理**
**相关报告**

1 《中航沈飞：先进战机列装加速，十四五期间高度景气》 2021-06-10

| 预测指标      | 2019A    | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 23760.86 | 27315.91 | 34964.36 | 41957.23 | 49509.53 |
| 净利润(百万元)  | 877.79   | 1480.20  | 1839.90  | 2451.42  | 2849.24  |
| 每股收益 (元)  | 0.45     | 0.75     | 0.94     | 1.25     | 1.45     |
| 每股净资产 (元) | 4.43     | 5.18     | 5.97     | 7.02     | 8.25     |
| P/E       | 168.63   | 100.00   | 80.45    | 60.38    | 51.95    |
| P/B       | 17.04    | 14.59    | 12.65    | 10.75    | 9.15     |

资料来源: iFinD, 财信证券

**投资要点:**

- **事件:** 公司发布 2021 年三季报, 公司前三季度共实现营业收入 249.17 亿元, 同比增长 31.76%; 实现归母净利润 14.54 亿元, 同比增长 25.24%; 实现扣非归母净利润 13.77 亿元, 同比增长 81.78%。
- **单季度营收保持稳健增长, 毛利率逐渐提升。**分季度看, 公司 Q3 实现营业收入 89.99 亿元, 同比增长 22.88%; 实现归母净利润 5.05 亿元, 同比增长 61.53%。公司整体毛利率持续提升达到 9.82%, 随着公司歼击机产品不断放量, 公司规模效应或已开始体现。公司经营现金流入达 74.11 亿元, 主要原因为公司收到客户预付款增加。报告期内, 公司销售费用增长至 989.09 万元; 研发增长至 3.85 亿元; 管理费用 4.36 亿元, 较上年同期基本持平。我们判断研发费用的增长或与公司新型号研发有关。
- **预付款项与存货增长明显, 公司或在积极备产。**本报告期末, 公司预付款项 242.29 亿元, 较期初大幅增长 3463%, 较半年报增加约 145.52 亿元, 主要因为公司采购贷款增加; 公司存货为 65.68 亿元, 较半年报增加 13.41 亿元, 公司仍然在持续采购相关配套产品及原材料, 或在为年末生产冲刺做准备。公司合同负债 311.62 亿元, 较上年期末大幅增长 558.96%, 公司已与下游客户签订大额合同, 正在积极备货提升生产节奏。无论是我国周边安全局势还是军队现代化建设都对战机装备提出了更高要求, 预计我国军机未来将向质与量两个方向发展。公司作为战斗机整机制造 A 股唯一标的或将充分受益。预计公司全年业绩将稳定增长, 未来可期。
- **盈利预测:** 预计 2021~2023 年公司实现归母净利润分别为 18.40 亿元、24.51 亿元、28.49 亿元, EPS 分别为 0.94 元、1.25 元和 1.45 元, 对应当前股价 PE 倍数为 80、60 和 52 倍。考虑到十四五期间国防军队建设加速, 军工行业将迎来重大发展机遇, 同时公司作为战斗机整机的 A 股唯一标的有望充分受益, 给予公司 2022 年 58~68 倍 PE 估值, 对应价格区间 72.50~85.00 元, 维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 产能释放不及预期, 下游需求不及预期, 疫情反复。

## 财务预测摘要

| 资产负债表            | 2019A           | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           | 利润表           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 7568.30         | 12632.21        | 37252.43        | 35171.45        | 37946.50        | 营业收入          | 23760.86     | 27315.91     | 34964.36     | 41957.23     | 49509.53     |
| 应收票据及账款          | 4079.82         | 5271.24         | 5630.97         | 6757.16         | 7973.45         | 营业成本          | 21646.57     | 24793.58     | 31467.92     | 37551.72     | 44311.03     |
| 预付账款             | 578.17          | 680.47          | 854.86          | 1025.83         | 1210.48         | 营业税金及附加       | 37.88        | 36.66        | 53.60        | 64.32        | 75.90        |
| 其他应收款            | 9.16            | 128.37          | 66.01           | 79.21           | 93.46           | 销售费用          | 10.40        | 11.47        | 18.82        | 22.59        | 26.65        |
| 存货               | 10485.83        | 7778.50         | 13966.58        | 16666.78        | 19666.80        | 管理费用          | 777.76       | 712.61       | 839.14       | 1006.97      | 1188.23      |
| 其他流动资产           | 33.87           | 22.12           | 31.94           | 38.33           | 45.23           | 研发费用          | 218.35       | 287.62       | 489.50       | 503.49       | 594.11       |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>22755.17</b> | <b>26512.90</b> | <b>57802.78</b> | <b>59738.77</b> | <b>66935.93</b> | 财务费用          | -64.70       | -18.33       | -87.30       | -126.74      | -127.96      |
| 长期股权投资           | 411.44          | 153.62          | 153.62          | 153.62          | 153.62          | 资产减值损失        | -64.33       | -32.08       | -84.67       | -101.60      | -119.89      |
| 固定资产             | 3663.34         | 3691.46         | 3248.75         | 2780.85         | 2287.76         | 信用减值损失        | -62.76       | -202.37      | -117.13      | -140.55      | -165.85      |
| 在建工程             | 843.43          | 964.91          | 804.09          | 643.27          | 482.45          | 其他经营损益        | -0.00        | -0.00        | -0.00        | -0.00        | -0.00        |
| 无形资产             | 988.05          | 950.06          | 791.72          | 633.37          | 475.03          | 投资收益          | -33.98       | 61.45        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期待摊费用           | 5.06            | 6.15            | 3.07            | 0.00            | 0.00            | 公允价值变动损益      | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他非流动资产          | 557.37          | 573.99          | 549.99          | 525.99          | 501.99          | 资产处置收益        | -2.08        | -0.38        | -0.75        | -0.75        | -0.75        |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>6468.69</b>  | <b>6340.18</b>  | <b>5551.24</b>  | <b>4737.11</b>  | <b>3900.85</b>  | 其他收益          | 43.80        | 422.61       | 163.50       | 163.50       | 163.50       |
| <b>资产总计</b>      | <b>29223.86</b> | <b>32853.08</b> | <b>63354.02</b> | <b>64475.87</b> | <b>70836.78</b> | 营业利润          | 1015.24      | 1741.53      | 2143.62      | 2855.47      | 3318.57      |
| 短期借款             | 33.50           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业外收入         | 0.85         | 7.64         | 3.00         | 3.00         | 3.00         |
| 应付票据及账款          | 10892.53        | 13520.89        | 16020.38        | 19117.65        | 22558.83        | 营业外支出         | 2.05         | 11.14        | 4.81         | 4.81         | 4.81         |
| 其他流动负债           | 8129.06         | 7922.98         | 34365.31        | 30312.57        | 30817.88        | 其他非经营损益       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>19055.09</b> | <b>21443.87</b> | <b>50385.69</b> | <b>49430.22</b> | <b>53376.71</b> | 利润总额          | 1014.04      | 1738.03      | 2141.81      | 2853.67      | 3316.76      |
| 长期借款             | 450.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 所得税           | 133.49       | 254.36       | 296.67       | 395.27       | 459.41       |
| 其他非流动负债          | 396.20          | 573.85          | 573.85          | 573.85          | 573.85          | 净利润           | 880.55       | 1483.67      | 1845.14      | 2458.40      | 2857.35      |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>846.20</b>   | <b>573.85</b>   | <b>573.85</b>   | <b>573.85</b>   | <b>573.85</b>   | 少数股东损益        | 2.76         | 3.47         | 5.24         | 6.98         | 8.11         |
| <b>负债合计</b>      | <b>19901.29</b> | <b>22017.72</b> | <b>50959.54</b> | <b>50004.08</b> | <b>53950.56</b> | 归母净利润         | 877.79       | 1480.20      | 1839.90      | 2451.42      | 2849.24      |
| 股本               | 1400.39         | 1400.39         | 1400.39         | 1400.39         | 1400.39         | EBITDA        | 1517.61      | 2399.74      | 2843.45      | 3541.06      | 4025.06      |
| 资本公积             | 6154.39         | 6093.74         | 6093.74         | 6093.74         | 6093.74         | NOPLAT        | 827.65       | 1471.90      | 1772.50      | 2351.77      | 2749.68      |
| 留存收益             | 1133.36         | 2654.32         | 4208.20         | 6278.53         | 8684.84         | EPS(元)        | 0.45         | 0.75         | 0.94         | 1.25         | 1.45         |
| 归属母公司权益          | 8688.13         | 10148.45        | 11702.33        | 13772.67        | 16178.97        | <b>主要财务比率</b> | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 少数股东权益           | 634.44          | 686.91          | 692.15          | 699.13          | 707.24          | <b>成长能力</b>   |              |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>9322.57</b>  | <b>10835.36</b> | <b>12394.48</b> | <b>14471.79</b> | <b>16886.21</b> | 营收增长率         | 17.91%       | 14.96%       | 28.00%       | 20.00%       | 18.00%       |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>29223.86</b> | <b>32853.08</b> | <b>63354.02</b> | <b>64475.87</b> | <b>70836.78</b> | 营业利润增长率       |              |              | 23.09%       |              |              |
| <b>现金流量表</b>     | <b>2019A</b>    | <b>2020A</b>    | <b>2021E</b>    | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    | EBIT 增长率      | 22.25%       | 81.15%       | 19.47%       | 32.73%       | 16.94%       |
| 税后经营利润           | 880.55          | 1483.67         | 1706.49         | 2319.75         | 2718.70         | EBITDA 增长率    | 18.12%       | 58.13%       | 18.49%       | 24.53%       | 13.67%       |
| 折旧与摊销            | 568.27          | 680.03          | 788.94          | 814.13          | 836.26          | 归母净利润增长率      | 18.10%       | 68.63%       | 24.30%       | 33.24%       | 16.23%       |
| 财务费用             | -64.70          | -18.33          | -87.30          | -126.74         | -127.96         | 经营现金流增长率      | -119.43%     | 119.79%      | 75.21%       | -1355.81%    | 166.59%      |
| 投资损失             | -22.79          | -210.46         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>盈利能力</b>   |              |              |              |              |              |
| 营运资金变动           | -2747.14        | 3899.62         | 22272.15        | -4972.42        | -475.63         | 毛利率           | 8.90%        | 9.23%        | 10.00%       | 10.50%       | 10.50%       |
| 其他经营现金流          | 175.17          | 283.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 净利率           | 3.71%        | 5.43%        | 5.28%        | 5.86%        | 5.77%        |
| <b>经营性现金净流量</b>  | <b>-1210.65</b> | <b>6117.53</b>  | <b>24680.29</b> | <b>-1965.28</b> | <b>2951.37</b>  | 营业利润率         | 4.27%        | 6.38%        | 6.13%        | 6.81%        | 6.70%        |
| 资本支出             | 666.09          | 564.40          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROE           | 10.10%       | 14.59%       | 15.72%       | 17.80%       | 17.61%       |
| 长期投资             | 24.41           | 123.01          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA           | 3.00%        | 4.51%        | 2.90%        | 3.80%        | 4.02%        |
| 其他投资现金流          | -1224.86        | -1305.03        | 138.65          | 138.65          | 138.65          | ROIC          | 55.33%       | 32.26%       | 200.58%      | -10.98%      | -16.61%      |
| <b>投资性现金净流量</b>  | <b>-534.36</b>  | <b>-617.62</b>  | <b>138.65</b>   | <b>138.65</b>   | <b>138.65</b>   | <b>估值倍数</b>   |              |              |              |              |              |
| 短期借款             | -190.00         | -33.50          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/E           | 168.63       | 100.00       | 80.45        | 60.38        | 51.95        |
| 长期借款             | 0.00            | -450.00         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/S           | 6.23         | 5.42         | 4.23         | 3.53         | 2.99         |
| 普通股增加            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | P/B           | 17.04        | 14.59        | 12.65        | 10.75        | 9.15         |
| 资本公积增加           | 14.55           | -60.64          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 股息率           | 0.14%        | 0.23%        | 0.19%        | 0.26%        | 0.30%        |
| 其他筹资现金流          | 113.92          | -93.34          | -198.72         | -254.34         | -314.97         | EV/EBIT       | 107.03       | 56.09        | 35.34        | 27.65        | 23.01        |
| <b>筹资性现金净流量</b>  | <b>-61.54</b>   | <b>-637.48</b>  | <b>-198.72</b>  | <b>-254.34</b>  | <b>-314.97</b>  | EV/EBITDA     | 66.95        | 40.20        | 25.54        | 21.29        | 18.23        |
| <b>现金流量净额</b>    | <b>-1806.92</b> | <b>4861.40</b>  | <b>24620.21</b> | <b>-2080.98</b> | <b>2775.05</b>  | EV/NOPLAT     | 122.76       | 65.54        | 40.97        | 32.06        | 26.69        |

资料来源：iFinD，财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上        |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438