

中航沈飞 (600760)

证券研究报告
2022年04月02日

2022Q1 扣非归母净利润同比+58.67%，实现超预期开门红

● 2022年Q1 营收+29.00%，扣非归母净利润预计+58.67%，实现超预期“开门红”
公司发布 2021 年年报与 2022 年 Q1 业绩预增公告：

2022 年 Q1 营收预计同比+29.00%，归母净利润约 5.09 亿元，同比+47.5%；实现扣非归母净利润 4.59 亿元，同比+58.67%，实现超预期增长。进入“十四五”第二年，公司研制生产任务与日俱增，一季度产品交付呈现显著提速态势。我们认为，公司 2022 年处于产能持续释放阶段，批产产品生产需求旺盛，研发型号任务饱满，中长期高景气将持续强化，全年或实现业绩超预期增长。

2021 年公司全年实现营业收入 340.88 亿元，同比+24.79%，营业收入实现持续稳定增长，主要原因为公司销售产品增加。实现归母净利润为 16.96 亿元，同比增长 14.56%；实现扣非归母净利润为 15.97 亿元，同比增长 69.93%。销售毛利率 9.76%，同比+0.53pct，创历史新高，增长趋势稳定。费用端：销售费用 0.21 亿元，同比+83.81%，主要系展览费用增加；管理费用 8.09 亿元，同比+13.57%，主要系员工薪酬增加；财务费用-2.50 亿元，利息收入明显增加。公司加大研发投入，全年研发费用达 6.63 亿元，同比+130.34%，受此影响公司 2021 年销售净利率为 4.98% (-0.45pct)，略有下滑。

● 合同负债+672.5%，预付款同比+3085.45%，充裕现金流促进经营质量改善
期末公司合同负债达 365.34 亿元，较三季度末增长 17.24%，较上年同期增长 672.50%，主要系收到下游客户预付款所致，我们认为下游大额预付款将保证公司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 216.76 亿元，较上年同期增长 3085.45%，主要系预付采购货款增加，表明公司正处于积极备产备货阶段，公司产品交付或将得到持续加速，同时甲方大额预付款或已开始向下游传导，行业整体或将依托充裕的现金流进一步提升管理水平，改善经营质量。

● 歼击机整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长期实现快速放量
我国军机在代际上与美国存在明显差异，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。公司新一代鹞鹰 (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、全动平尾的常规气动布局，配置内埋武器舱，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，公司鹞鹰 (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。

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

盈利预测与评级：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。由于公司加大研发投入，我们将公司在 2022-23 年的归母净利润由 25.52/33.17 亿元调整为 22.04/29.71 亿元，2024 年的归母净利润为 38.64 亿元，对应 PE 为 50.24/37.27/28.66x，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，一季度业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司正式披露的一季报为准。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,315.91	34,088.36	42,610.45	52,836.96	64,725.27
增长率(%)	14.96	24.79	25.00	24.00	22.50
EBITDA(百万元)	2,532.01	3,215.37	2,973.94	3,614.92	4,409.96
净利润(百万元)	1,480.20	1,695.72	2,204.32	2,971.41	3,863.84
增长率(%)	68.63	14.56	29.99	34.80	30.03
EPS(元/股)	0.75	0.86	1.12	1.52	1.97
市盈率(P/E)	74.82	65.31	50.24	37.27	28.66
市净率(P/B)	10.91	9.70	8.35	7.01	5.77
市销率(P/S)	4.05	3.25	2.60	2.10	1.71
EV/EBITDA	38.29	34.78	25.76	19.62	14.04

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 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	56.49 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)	1,959.06
A 股总市值(百万元)	110,751.19
流通 A 股市值(百万元)	110,667.43
每股净资产(元)	5.82
资产负债率(%)	80.41
一年内最高/最低(元)	85.76/47.45

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中航沈飞-公司点评: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》 2021-09-01
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,632.21	21,621.07	34,378.00	40,011.18	48,988.51
应收票据及应收账款	5,262.04	3,621.51	7,031.10	6,178.14	10,003.18
预付账款	680.47	21,676.01	1,067.63	1,577.15	1,659.11
存货	7,778.50	8,789.73	11,495.21	10,985.45	14,904.66
其他	150.48	164.11	242.50	414.34	385.44
流动资产合计	26,503.70	55,872.43	54,214.44	59,166.26	75,940.89
长期股权投资	153.62	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,691.46	3,785.48	3,096.39	2,407.31	1,718.23
在建工程	964.91	932.85	932.85	932.85	932.85
无形资产	950.06	930.38	863.67	796.95	730.24
其他	580.13	845.83	658.46	692.30	730.17
非流动资产合计	6,340.18	6,494.53	5,551.37	4,829.42	4,111.49
资产总计	32,853.08	62,780.48	59,765.81	63,995.68	80,052.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	13,520.89	11,815.60	18,077.99	16,304.19	22,530.97
其他	3,193.55	1,000.70	26,837.21	30,193.57	36,551.65
流动负债合计	16,714.44	12,816.30	44,915.20	46,497.76	59,082.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	573.85	1,129.11	699.72	800.89	876.57
非流动负债合计	573.85	1,129.11	699.72	800.89	876.57
负债合计	22,017.72	50,480.33	45,614.92	47,298.65	59,959.19
少数股东权益	686.91	887.63	889.51	892.04	895.44
股本	1,400.39	1,960.54	1,960.54	1,960.54	1,960.54
资本公积	6,093.74	5,538.66	5,538.66	5,538.66	5,538.66
留存收益	2,743.79	3,985.77	5,862.58	8,393.23	11,785.31
其他	(89.47)	(72.46)	(100.42)	(87.45)	(86.78)
股东权益合计	10,835.36	12,300.15	14,150.88	16,697.03	20,093.18
负债和股东权益总计	32,853.08	62,780.48	59,765.81	63,995.68	80,052.38

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,483.67	1,696.47	2,204.32	2,971.41	3,863.84
折旧摊销	680.03	751.13	755.80	755.80	755.80
财务费用	76.80	13.99	(455.93)	(605.66)	(724.62)
投资损失	(61.45)	(11.31)	(12.93)	(28.56)	(17.60)
营运资金变动	4,133.97	7,696.78	10,151.42	2,330.76	4,825.35
其它	6.87	(52.17)	2.21	2.97	3.87
经营活动现金流	6,319.89	10,094.89	12,644.89	5,426.72	8,706.64
资本支出	353.02	81.36	429.39	(101.17)	(75.68)
长期投资	(257.83)	(153.62)	0.00	0.00	0.00
其他	(712.81)	(661.20)	(416.46)	129.74	93.28
投资活动现金流	(617.62)	(733.46)	12.93	28.56	17.60
债权融资	(463.37)	250.89	454.92	606.13	724.64
股权融资	(346.89)	(95.55)	(355.80)	(428.24)	(471.55)
其他	172.78	(529.85)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(637.48)	(374.50)	99.12	177.89	253.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,064.79	8,986.93	12,756.93	5,633.17	8,977.33

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,315.91	34,088.36	42,610.45	52,836.96	64,725.27
营业成本	24,793.58	30,760.67	38,434.62	47,606.10	58,252.74
营业税金及附加	36.66	39.07	46.87	58.12	71.20
销售费用	11.47	21.08	25.57	26.42	25.89
管理费用	712.61	809.33	1,001.35	1,231.10	1,475.74
研发费用	287.62	662.50	894.82	1,083.16	1,262.14
财务费用	(18.33)	(250.27)	(455.93)	(605.66)	(724.62)
资产/信用减值损失	(234.45)	(287.35)	(233.00)	(173.50)	(99.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	61.45	11.31	12.93	28.56	17.60
其他	(76.23)	447.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,741.53	1,874.25	2,443.08	3,292.79	4,280.78
营业外收入	7.64	1.73	3.41	4.26	3.13
营业外支出	11.14	11.82	8.34	10.43	10.20
利润总额	1,738.03	1,864.16	2,438.15	3,286.61	4,273.71
所得税	254.36	167.68	231.62	312.23	406.00
净利润	1,483.67	1,696.47	2,206.53	2,974.39	3,867.71
少数股东损益	3.47	0.75	2.21	2.97	3.87
归属于母公司净利润	1,480.20	1,695.72	2,204.32	2,971.41	3,863.84
每股收益(元)	0.75	0.86	1.12	1.52	1.97

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	14.96%	24.79%	25.00%	24.00%	22.50%
营业利润	71.54%	7.62%	30.35%	34.78%	30.00%
归属于母公司净利润	68.63%	14.56%	29.99%	34.80%	30.03%
获利能力					
毛利率	9.23%	9.76%	9.80%	9.90%	10.00%
净利率	5.42%	4.97%	5.17%	5.62%	5.97%
ROE	14.59%	14.86%	16.62%	18.80%	20.13%
ROIC	87.80%	-62.22%	-17.69%	-11.64%	-13.41%
偿债能力					
资产负债率	67.02%	80.41%	76.32%	73.91%	74.90%
净负债率	-116.57%	-175.76%	-242.93%	-239.62%	-243.80%
流动比率	1.24	1.14	1.21	1.27	1.29
速动比率	0.87	0.96	0.95	1.04	1.03
营运能力					
应收账款周转率	5.85	7.67	8.00	8.00	8.00
存货周转率	2.99	4.11	4.20	4.70	5.00
总资产周转率	0.88	0.71	0.70	0.85	0.90
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.86	1.12	1.52	1.97
每股经营现金流	3.22	5.15	6.45	2.77	4.44
每股净资产	5.18	5.82	6.76	8.06	9.79
估值比率					
市盈率	74.82	65.31	50.24	37.27	28.66
市净率	10.91	9.70	8.35	7.01	5.77
EV/EBITDA	38.29	34.78	25.76	19.62	14.04
EV/EBIT	52.27	45.32	34.54	24.81	16.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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