

中航沈飞 (600760)

证券研究报告

2022年09月02日

经营业绩稳步增长，制造维修一体化平台搭建初见成效

事件：8月29日，公司发布2022年半年度报告。

● 营业收入+23.39%，归母净利润同比+20.74%，经营业绩稳步提升

2022年H1公司实现营收198.12亿元，同比+23.39%，实现归母净利润11.19亿元，同比+20.74%，实现扣非归母净利润10.97亿元，同比+22.97%，经营业绩实现稳健增长。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。

2022年H1公司实现销售毛利率9.73%，同比-0.08pcts，在费用端，期内公司销售费用436.87万元，同比-47.69%，主要原因为展览费用减少；管理费用3.24亿元，同比+9.84%；研发费用4.07亿元，同比+53.28%；财务费用-2.12亿元，较上年同期减少1.27亿元，主要原因为利息收入增加。整体实现销售期间费用率2.64%，同比-0.18pcts；实现销售净利率5.65%，同比-0.31pcts。

● 完成收购吉航公司，制造-维修全寿命周期保障体系平台搭建初见成效

4月29日，公司发布公告，拟以现金收购吉林航空维修有限责任公司（以下简称“吉航公司”）60%股权，同时以现金向吉航公司增资2亿元。收购完成后，目前公司持有吉航公司77.35%股权，将其纳入公司并表范围。吉航公司以航空防务装备维修为主业，并于2022年1月14日通过了海军装备部航空装备局召开的歼某型飞机修理能力评估会，后续将开展相关试修准备工作。同时，吉航公司或将通过对中航沈飞整机制造能力与经验的吸收，快速提升生产经营水平，2022H1吉航公司实现营收0.82亿元，净利润721.68万元，实现净利率8.80%，较2021年净利率2.44%提升6.36pcts。我们认为，公司有望通过吉航公司加快推进航空维修保障能力建设项目，提升批量修理能力，构建航空装备全寿命周期维修体系，公司有望完成产业链纵向延伸，打开广阔后端维修市场空间，带来新的估值增量，成为集生产、维修于一体的上市主机平台，产业龙头地位进一步加强。

● 歼击机整机龙头供应商有望充分受益于批产/在研型号上量需求

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）、鹞鹰FC-31（四代）等多系列空军歼击机/舰载机。我们认为，“十四五”国防装备跨越式发展需求持续提升，公司歼16、鹞鹰FC-31等产品符合我国“战略空军”的构建需求，其批产需求/研制进度有望进一步提升/加快，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。

公司具备加改装、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。综上所述，我们预计公司在2022-24年的归母净利润为22.04/29.71/38.64亿元，对应PE为52.11/38.65/29.72x，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动的风险，供应配套的风险，客户订单的风险，公司分红波动的风险，在研转批产进度不及预期的风险等。

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
归属母公司净利润(百万元)	1,480.20	1,695.72	2,203.94	2,971.22	3,863.74
增长率(%)	68.63	14.56	29.97	34.81	30.04
EPS(元/股)	0.76	0.86	1.12	1.52	1.97
市盈率(P/E)	77.59	67.73	52.11	38.65	29.72
市净率(P/B)	11.32	10.06	8.86	7.67	6.59
市销率(P/S)	4.20	3.37	2.70	2.17	1.77
EV/EBITDA	38.29	34.78	27.24	20.99	15.37

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	58.58元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,960.53
流通A股股本(百万股)	1,959.06
A股总市值(百万元)	114,847.63
流通A股市值(百万元)	114,761.87
每股净资产(元)	5.96
资产负债率(%)	75.64
一年内最高/最低(元)	81.11/42.66

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-季报点评:拟收购吉航公司，完成制造-维修一体化平台搭建》 2022-04-30
- 《中航沈飞-年报点评报告:2022Q1扣非归母净利润同比+58.67%，实现超预期开门红》 2022-04-02
- 《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

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	34,080.08	39,178.18	47,227.97
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	53,916.51	58,333.27	74,180.35
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	59,467.88	63,162.69	78,291.84
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	889.21	891.21	893.68
股本	1,400.39	1,960.54	1,960.53	1,960.53	1,960.53
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	5,564.97	7,561.08	10,026.56
其他	(89.47)	(72.46)	(100.42)	(87.45)	(86.78)
股东权益合计	10,835.36	12,300.15	13,852.96	15,864.03	18,332.65
负债和股东权益总计	32,853.08	62,780.48	59,467.88	63,162.69	78,291.84

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,483.67	1,696.47	2,203.94	2,971.22	3,863.74
折旧摊销	680.03	751.13	755.80	755.80	755.80
财务费用	76.80	13.99	(453.51)	(596.46)	(703.50)
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	12,646.93	5,435.74	8,727.65
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	452.49	596.93	703.53
股权融资	(346.89)	(781.74)	(653.34)	(963.12)	(1,398.99)
其他	172.78	156.34	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(637.48)	(374.50)	(200.85)	(366.19)	(695.46)
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	12,459.01	5,098.11	8,049.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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)	(453.51)	(596.46)	(703.50)
资产/信用减值损失	(234.45)	(287.35)	(231.00)	(164.50)	(78.00)
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	2,442.66	3,292.58	4,280.66
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	2,437.73	3,286.41	4,273.60
所得税	254.36	167.68	231.58	312.21	405.99
净利润	1,483.67	1,696.47	2,206.14	2,974.20	3,867.61
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	2,203.94	2,971.22	3,863.74
每股收益(元)	0.76	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%	30.33%	34.79%	30.01%
归属于母公司净利润	68.63%	14.56%	29.97%	34.81%	30.04%
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%	17.00%	19.84%	22.16%
ROIC	87.80%	-62.22%	-17.71%	-11.68%	-13.49%
偿债能力					
资产负债率	67.02%	80.41%	76.71%	74.88%	76.58%
净负债率	-116.57%	-175.76%	-246.00%	-246.95%	-257.61%
流动比率	1.24	1.14	1.20	1.25	1.26
速动比率	0.87	0.96	0.94	1.02	1.00
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	0.86	0.92
每股指标(元)					
每股收益	0.76	0.86	1.12	1.52	1.97
每股经营现金流	3.22	5.15	6.45	2.77	4.45
每股净资产	5.18	5.82	6.61	7.64	8.90
估值比率					
市盈率	77.59	67.73	52.11	38.65	29.72
市净率	11.32	10.06	8.86	7.67	6.59
EV/EBITDA	38.29	34.78	27.24	20.99	15.37
EV/EBIT	52.27	45.32	36.52	26.54	18.55

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