

中航沈飞（600760）

24年关联交易金额持续增长，歼击机龙头未来可期

事件：2024年2月6日，公司发布《关于2023年度日常关联交易执行情况及2024年度日常关联交易预计情况的公告》1) 公司2023年实际发生的日常关联交易额554.85亿元，较2022年实际发生额增长15.84%。2) 预计2024年关联交易总金额为610.63亿元，基本与上年预计金额604.94亿元持平，同比增加0.94%。其中向关联方购买原材料、燃料、动力等预计金额共246.23亿元，较2023年实际发生金额219.27亿元增长12.30%，主要系采购量增加。**我们认为：公司作为主机厂下游面对终端客户，因此2024年预计关联交易金额中的关联采购金额对未来经营具有一定预示性。公司2024年预计关联采购金额持续增长，公司“十四五”期间已连续三年（20-23年）实现关联采购金额同比增长，公司防务产品需求旺盛仍然处于高景气阶段，目前公司已实施二期股权激励且持续推进低成本可持续发展，歼击机龙头未来可期。**

● 打造“研、造、修”一体化平台

2022年公司收购吉航公司股权并增资，其以航空防务装备维修为主业，具备歼某型飞机修理能力，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与航空装备维修能力（2022年吉航公司净利率达4.4%，同比+1.97pcts）。2023年1月公司公告拟增资入股沈阳飞机设计研究所扬州协同创新研究院，推动实现设计研发、生产制造、维修服务资源的系统整合。2023年12月，公司定增募资（计划不超过42亿元）进一步提升公司航空维修服务保障能力筑牢基础；同时完成公司局部搬迁建设，复材与钛材产线能力建设。**我们认为：公司通过收购吉航、入股研究院与定增募资建设项目，有利于提升批量修理能力与科研生产任务保障能力。公司有望构建航空装备全寿命周期维修体系，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“研、造、修”一体化平台，进一步加强产业龙头位置。**

● 歼击机整机龙头供应商有望充分受益于批产/研型号上量需求

公司主营航空防务装备产品制造，现型号产品覆盖三代、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，公司主要航空防务装备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。**

盈利预测与评级：公司作为我国歼击机龙头企业，我们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以及军品定价机制改革推动业绩释放等多重因素，认为公司短中长期发展趋势向好。公司已于2022年11月28日实施第二期股权激励计划，业绩释放稳定性可期。我们预计公司2023-2025年的预测归母净利润为30.08/38.50/50.50亿元，对应PE为33.23/25.96/19.79x，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动的风险；新型号装备研制不达预期的风险；产品价格的风险；企业经营状况及盈利能力不达预期的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,088.36	41,597.74	46,248.37	58,689.18	70,427.02
增长率(%)	24.79	22.03	11.18	26.90	20.00
EBITDA(百万元)	3,215.37	4,045.82	4,255.35	5,066.84	6,227.65
归属母公司净利润(百万元)	1,695.72	2,304.91	3,008.23	3,850.26	5,050.26
增长率(%)	14.56	35.93	30.51	27.99	31.17
EPS(元/股)	0.62	0.84	1.09	1.40	1.83
市盈率(P/E)	58.94	43.36	33.23	25.96	19.79
市净率(P/B)	8.76	7.79	6.56	5.57	4.66
市销率(P/S)	2.93	2.40	2.16	1.70	1.42
EV/EBITDA	34.78	22.90	20.07	10.21	11.07

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	36.27元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,755.70
流通A股股本(百万股)	2,744.74
A股总市值(百万元)	99,949.22
流通A股市值(百万元)	99,551.60
每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	66.40
一年内最高/最低(元)	61.65/33.39

作者

王泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

杨英杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001
yangyingjie@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:23年营收与利润双增，打造“研造修”一体化平台》2024-01-19
- 《中航沈飞-季报点评:前三季度业绩持续提升，利润率创新高》2023-10-28
- 《中航沈飞-季报点评:一季度业绩稳步提升，盈利能力持续改善，目标价格定价模式下利润率持续增长可期》2023-04-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	21,621.07	22,498.15	14,916.22	48,527.60	31,328.07
应收票据及应收账款	3,621.51	3,487.91	3,706.28	4,771.05	4,619.22
预付账款	21,676.01	13,241.91	18,647.92	20,373.05	24,590.69
存货	8,789.73	12,172.48	8,328.12	16,240.64	11,429.36
其他	164.11	51.96	402.03	179.55	500.12
流动资产合计	55,872.43	51,452.42	46,000.57	90,091.88	72,467.46
长期股权投资	0.00	76.31	76.31	76.31	76.31
固定资产	3,785.48	4,084.39	3,392.98	2,746.57	2,095.16
在建工程	932.85	1,267.71	1,317.71	1,417.71	1,517.71
无形资产	930.38	1,030.70	949.23	867.26	785.28
其他	845.83	869.83	768.07	827.65	820.79
非流动资产合计	6,494.53	7,328.93	6,504.30	5,935.49	5,295.25
资产总计	62,780.48	58,792.30	52,504.87	96,027.37	77,762.71
短期借款	0.00	10.00	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	11,815.60	19,227.28	10,384.71	25,745.82	15,759.17
其他	1,000.70	2,604.03	24,884.20	50,245.16	38,482.44
流动负债合计	12,816.30	21,841.31	35,318.91	76,040.98	54,291.61
长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,129.11	928.59	877.18	978.29	928.02
非流动负债合计	1,129.11	1,028.59	977.18	1,078.29	1,028.02
负债合计	50,480.33	44,978.94	36,296.09	77,119.28	55,319.64
少数股东权益	887.63	976.02	976.23	978.93	982.46
股本	1,960.54	1,960.53	2,755.70	2,755.70	2,755.70
资本公积	5,538.66	5,548.58	5,034.49	5,034.49	5,034.49
留存收益	3,985.77	5,421.74	7,527.50	10,222.68	13,757.86
其他	(72.46)	(93.50)	(85.14)	(83.70)	(87.45)
股东权益合计	12,300.15	13,813.37	16,208.78	18,908.10	22,443.07
负债和股东权益总计	62,780.48	58,792.30	52,504.87	96,027.37	77,762.71

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,696.47	2,312.89	3,008.23	3,850.26	5,050.26
折旧摊销	751.13	782.20	812.88	818.38	823.38
财务费用	13.99	(49.77)	(206.16)	(355.25)	(450.51)
投资损失	(11.31)	1.10	(10.00)	(5.00)	(5.90)
营运资金变动	7,696.78	980.15	(10,738.07)	30,283.22	(21,368.29)
其它	(52.17)	(1,348.91)	0.30	3.85	5.06
经营活动现金流	10,094.89	2,677.65	(7,132.82)	34,595.47	(15,946.00)
资本支出	81.36	1,791.25	141.41	88.89	240.27
长期投资	(153.62)	76.31	0.00	0.00	0.00
其他	(661.20)	(3,156.16)	(221.41)	(273.89)	(424.37)
投资活动现金流	(733.46)	(1,288.60)	(80.00)	(185.00)	(184.10)
债权融资	250.89	401.81	244.02	355.71	450.91
股权融资	(781.74)	(798.48)	(613.12)	(1,154.79)	(1,520.34)
其他	156.34	(316.76)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(374.50)	(713.43)	(369.11)	(799.08)	(1,069.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8,986.93	675.62	(7,581.93)	33,611.38	(17,199.53)

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,088.36	41,597.74	46,248.37	58,689.18	70,427.02
营业成本	30,760.67	37,459.71	41,001.22	52,027.96	62,257.49
营业税金及附加	39.07	205.57	231.24	293.45	352.14
销售费用	21.08	17.61	18.50	23.48	28.17
管理费用	809.33	894.13	924.97	1,173.78	1,218.39
研发费用	662.50	739.97	739.97	1,027.06	1,232.47
财务费用	(250.27)	(288.91)	(206.16)	(355.25)	(450.51)
资产/信用减值损失	(287.35)	(86.47)	(150.00)	(150.00)	(90.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.31	(1.10)	10.00	5.00	5.90
其他	447.77	58.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,874.25	2,598.78	3,398.64	4,353.70	5,704.77
营业外收入	1.73	15.21	8.00	8.31	9.00
营业外支出	11.82	3.42	11.00	12.00	8.00
利润总额	1,864.16	2,610.56	3,395.64	4,350.02	5,705.77
所得税	167.68	297.67	387.10	495.90	650.46
净利润	1,696.47	2,312.89	3,008.53	3,854.12	5,055.32
少数股东损益	0.75	7.97	0.30	3.85	5.06
归属于母公司净利润	1,695.72	2,304.91	3,008.23	3,850.26	5,050.26
每股收益(元)	0.62	0.84	1.09	1.40	1.83

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	24.79%	22.03%	11.18%	26.90%	20.00%
营业利润	7.62%	38.66%	30.78%	28.10%	31.03%
归属于母公司净利润	14.56%	35.93%	30.51%	27.99%	31.17%
获利能力					
毛利率	9.76%	9.95%	11.35%	11.35%	11.60%
净利率	4.97%	5.54%	6.50%	6.56%	7.17%
ROE	14.86%	17.95%	19.75%	21.47%	23.53%
ROIC	-62.22%	-20.13%	-29.97%	522.77%	-15.37%
偿债能力					
资产负债率	80.41%	76.50%	69.13%	80.31%	71.14%
净负债率	-175.76%	-162.04%	-91.08%	-255.84%	-138.90%
流动比率	1.14	1.17	1.30	1.18	1.33
速动比率	0.96	0.89	1.07	0.97	1.12
营运能力					
应收账款周转率	7.67	11.70	12.86	13.85	15.00
存货周转率	4.11	3.97	4.51	4.78	5.09
总资产周转率	0.71	0.68	0.83	0.79	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.62	0.84	1.09	1.40	1.83
每股经营现金流	3.66	0.97	-2.59	12.55	-5.79
每股净资产	4.14	4.66	5.53	6.51	7.79
估值比率					
市盈率	58.94	43.36	33.23	25.96	19.79
市净率	8.76	7.79	6.56	5.57	4.66
EV/EBITDA	34.78	22.90	20.07	10.21	11.07
EV/EBIT	45.32	28.38	24.81	12.18	12.76

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com