

中航沈飞

600760

审慎增持 (维持)

毛利率提升期间费率下降 Q1 政府补助大幅增厚业绩

2020年08月31日

市场数据

市场数据日期	2020-08-28
收盘价(元)	58.60
总股本(百万股)	1,400.39
流通股本(百万股)	398.52
总市值(百万元)	82,062.81
流通市值(百万元)	23,353.39
净资产(百万元)	9,539.68
总资产(百万元)	26,394.96
每股净资产	6.81

相关报告

《兴证军工观察: 战略关注中航沈飞, 军工相对收益显著》
2020-04-26

《中航沈飞 2019 年年报及 2020 年一季报点评: 2019 营收业绩加速增长, 2020 政府补助大幅增厚业绩》
2020-04-26

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23761	27710	36000	45000
同比增长(%)	17.9%	16.6%	29.9%	25.0%
净利润(百万元)	878	1410	1949	2536
同比增长(%)	18.1%	60.6%	38.2%	30.2%
毛利率(%)	8.9%	8.9%	9.2%	9.5%
净利润率(%)	3.7%	5.1%	5.4%	5.6%
净资产收益率(%)	10.10%	14.15%	16.68%	18.30%
每股收益(元)	0.63	1.01	1.39	1.81
每股经营现金流(元)	-0.82	2.68	2.79	3.05

投资要点

- 公司发布 2020 年半年报: 实现营业收入 115.87 亿元, 同比增长 2.68%; 实现归母净利润 8.49 亿元, 同比增长 97.07%; 扣非后归母净利润 4.58 亿元, 同比增长 11.63%
- 分季度看, 2020Q1 公司实现营业收入 57.01 亿元, 同比增长 12.11%, 实现归母净利润 5.98 亿元, 同比增长 201.57%; 2020Q2 公司实现营业收入 58.86 亿元, 同比减少 5.06%, 环比增长 3.26%; 实现归母净利润 2.51 亿元, 同比增长 7.89%, 环比减少 58.09%。
- 2020H1, 公司整体毛利率为 9.01%, 同比增加 0.48pct; 2020Q2 毛利率为 8.48%, 同比增加 0.26pct; 2020H1 净利率为 7.33%, 同比增加 3.49pct; 2020Q2 净利率为 4.26%, 同比增加 0.47pct。报告期内, 公司期间费用 3.15 亿元, 同比减少 13.82%, 期间费用占营收比重 2.72%, 同比减少 0.52pct。
- 报告期内, 应收账款 66.84 亿元, 同比增长 128.75%, 主要系部分新增销售产品未到收款期所致, 应收账款周转率 2.18, 去年同期为 4.26。存货 61.25 亿元, 同比减少 30.97%, 存货同转率为 1.27, 去年同期为 1.11。
- 报告期内, 公司向关联人航空工业系统内单位购买原材料、燃料、动力等实际发生额 35.11 亿元, 占该类别全年预计金额 25.96% (-7.10pct); 向关联人销售商品实际发生额 10.62 亿元, 占该类别全年预计金额 34.21% (+5.07pct)。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2020-2022 年归母净利润 14.10/19.49/25.36 亿元, 对应 8 月 28 日收盘价 PE 为 58/42/32 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 军品交付进度不及预期; 产品价格不及预期。

事件

- 公司发布 2020 年半年报: 实现营业收入 115.87 亿元, 同比增长 2.68%; 实现归母净利润 8.49 亿元, 同比增长 97.07%; 扣非后归母净利润 4.58 亿元, 同比增长 11.63%; 基本每股收益 0.61 元/股, 同比增长 96.77%; 加权平均净资产收益率 9.11%, 同比增加 3.78 个百分点。

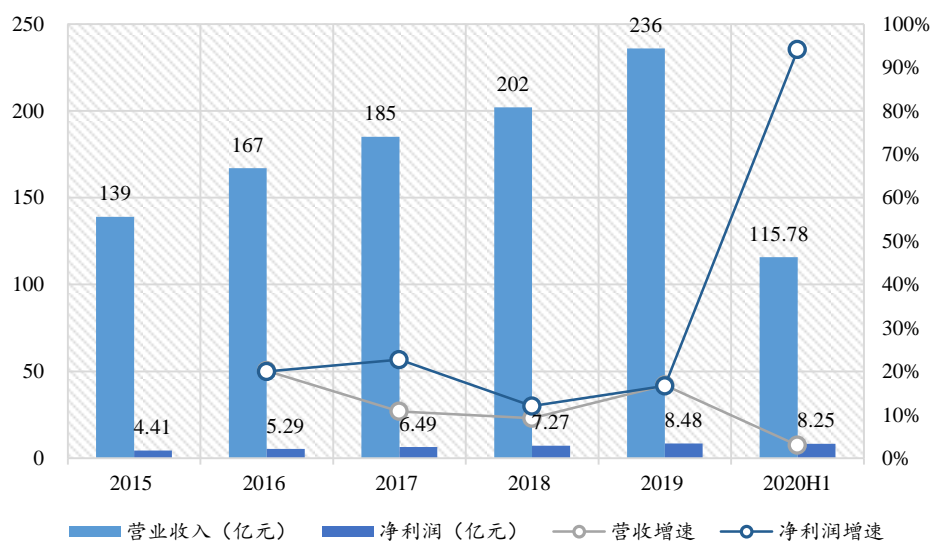
点评

● Q1 政府补助致归母净利润大幅增长

2020 年上半年, 公司深入贯彻航空工业集团战略和两会精神, 牢牢抓住“又好又快产品实现”主线, 持续强化经营管理、技术管理、质量管理、生产管理、供应链管理五种能力, 统筹推进疫情防控和科研生产工作, 确保符合客户合同履行要求、上市公司发展要求和集团公司考核要求, 推动公司实现高质量发展。2020H1, 公司实现营业收入 115.87 亿元, 同比增长 2.68%; 实现归母净利润 8.49 亿元, 同比增长 97.07%, 主要系计入当期损益的政府补助较上年同期增加 3.78 亿元所致 (剔除 3.78 亿元影响后, 公司归母净利润同比增长 9.36%); 扣非后归母净利润 4.58 亿元, 同比增长 11.63%。

沈飞公司是中航沈飞下属唯一一级全资子公司, 负责中航沈飞全部经营性业务的运营, 2020H1 沈飞公司实现营收 115.78 亿元, 同比增长 2.96%, 占上市公司总营收的 99.92%, 实现净利润 8.25 亿元, 同比增长 94.09%, 占上市公司净利润的 97.25%。公司 2020 年 3 月 11 日发布公告, 全资子公司沈飞公司收到各类政府补助 3.85 亿元, 其中 3.75 亿元计入 2020 年度其他收益, 有关项目涉及国家秘密。

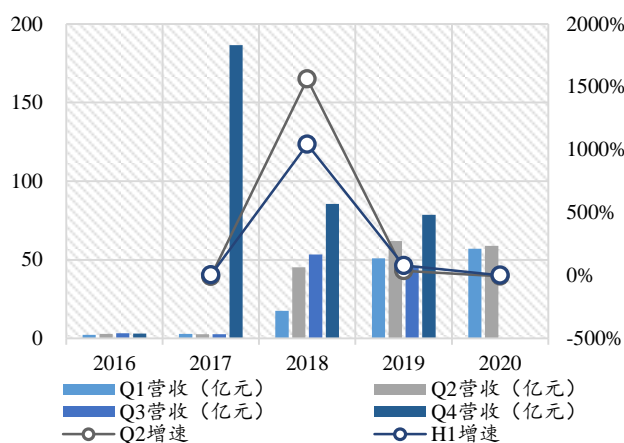
图1、2015-2020H1 全资子公司沈飞公司营收、净利润及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

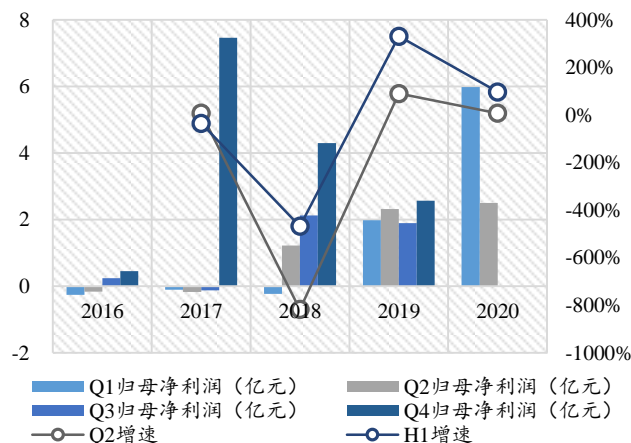
分季度看, 2020Q1 公司实现营业收入 57.01 亿元, 同比增长 12.11%, 实现归母净利润 5.98 亿元, 同比增长 201.57%; 2020Q2 公司实现营业收入 58.86 亿元, 同比减少 5.06%, 环比增长 3.26%; 实现归母净利润 2.51 亿元, 同比增长 7.89%, 环比减少 58.09%。

图2、2016-2020H1 公司营收及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2016-2020H1 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表1、 近年分季度营收和净利润情况

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度营收占比 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度归母净利润占比 (%)
2018	Q1	8.07	17.46	8.66	-0.22	-3.00
	Q2	8.03	45.12	22.39	1.22	16.42
	Q3	7.42	53.36	26.48	2.13	28.65
	Q4	10.90	85.58	42.47	4.31	57.93
2019	Q1	8.92	50.85	21.40	1.98	22.59
	Q2	8.22	62.00	26.09	2.32	26.47
	Q3	9.48	46.06	19.38	1.90	21.61
	Q4	9.08	78.71	33.12	2.57	29.33
2020	Q1	9.57	57.01	-	5.98	-
	Q2	8.48	58.86	-	2.51	-

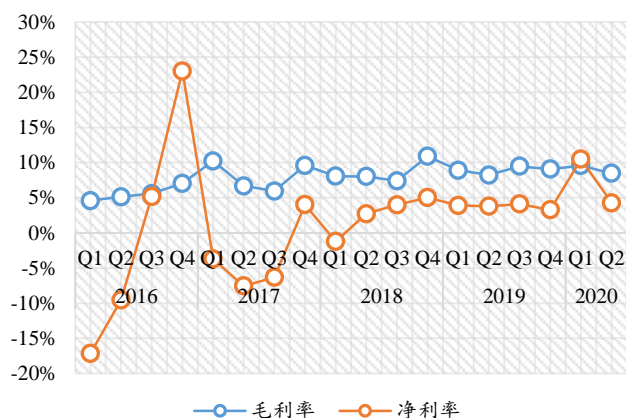
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率上升、期间费率下降

2020H1, 公司整体毛利率为 9.01%, 同比增加 0.48pct; 2020Q2 毛利率为 8.48%, 同比增加 0.26pct; 2020H1 净利率为 7.33%, 同比增加 3.49pct; 2020Q2 净利率为 4.26%, 同比增加 0.47pct。

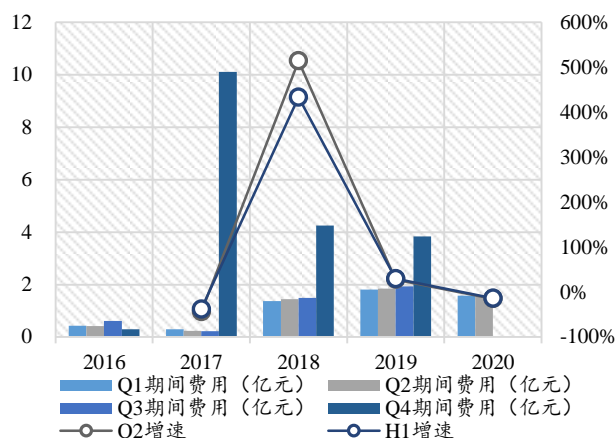
2020H1, 公司期间费用 3.15 亿元, 同比减少 13.82%, 期间费用占营收比重 2.72%, 同比减少 0.52pct; 其中, 销售费用 395 万元, 同比减少 8.70%; 管理费用 2.67 亿元, 同比减少 14.03%; 财务费用-6732 万元, 去年同期-2534 万元, 主要系利息净收入增加所致; 研发费用 1.11 亿元, 同比增加 46.76%, 主要系研发投入增加所致。

图4、2016-2020H1 分季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2016-2020H1 期间费用及占营收比重



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● **筹资活动现金流大增**

2020H1，公司经营活动产生的现金流净额-41.41 亿元，去年同期为-44.48 亿元，主要系支付的采购贷款减少所致；投资活动现金流量净额-3.01 亿元，去年同期为-1.69 亿元，主要系构建固定资产增加所致；筹资活动现金流量净额 7.89 亿元，去年同期 6423 万元，主要系取得的借款增加所致。

● **应付账款同比大增、存货同比减少**

2020H1，公司应收票据及应收账款 68.33 亿元，同比增长 133.39%。其中，应收票据 1.48 亿元，同比增长 2555.07%，主要系收到的商业承兑汇票增加所致；应收账款 66.84 亿元，同比增长 128.75%，主要系部分新增销售产品未到收款期所致，应收账款周转率 2.18，去年同期为 4.26。

2020H1，应付账款及应付票据 129.00 亿元，同比增长 24.89%，其中，应付票据 16.44 亿元，同比增长 1258.60%，主要系应付商业承兑汇票增加所致；应付账款 112.55 亿元，同比增长 10.26%，主要系部分采购商品未到付款期所致。

2020H1，预收款项为 1891 万元，同比减少 99.03%，主要系本期执行新收入准则及前期预收账款随产品销售在当期确认收入所致；存货 61.25 亿元，同比减少 30.97%，主要系执行新收入准则及在制品减少所致，存货周转率为 1.27，去年同期为 1.11。

● **向关联人销售商品金额占全年预计金额比重同比提升**

报告期内，公司向关联人航空工业系统内单位购买原材料、燃料、动力等实际发生额 35.11 亿元，占该类别全年预计金额 25.96% (-7.10pct)；向关联人销售产品、商品实际发生额 10.62 亿元，占该类别全年预计金额 34.21% (+5.07pct)；向关联人提供劳务实际发生额 0.09 亿元，占该类别全年预计金额 27.93% (-7.58pct)；接受关联人提供的劳务实际发生额 3.36 亿元，占该类别全年预计金额 29.31% (+20.21pct)；在关联方的财务公司存款实际发生额 54.17 亿元，占该类别全年预

计金额 49.24% (-22.55pct)。

表2、 2019H1-2020H1 公司关联交易情况 (亿元)

关联交易类别	2019 年 预计金 额	2019H1 实际发 生金额	2019H1 实 际发生金 额占预计 金额比重	2019 年实际 发生金额	2019 年 完成率	2020 年预 计金额	2020H1 实际发 生金额	2020H1 实 际发生金额 占预计金额 比重	2020H1 实际发 生金额占预计金 额比重相对 2019H1 增幅
向关联人购买 原材料、燃料、 动力等	122.68	40.55	33.05%	121.33	98.90%	135.28	35.11	25.96%	-7.10%
向关联人销售 产品、商品	21.84	6.36	29.14%	20.48	93.79%	31.04	10.62	34.21%	5.07%
向关联人提供 劳务	0.19	0.07	35.51%	0.14	77.70%	0.31	0.09	27.93%	-7.58%
接受关联人提 供的劳务	6.54	0.60	9.10%	4.76	72.86%	11.46	3.36	29.31%	20.21%
在关联方的财 务公司存款	110.00	78.97	71.79%	80.00	72.73%	110.00	54.17	49.24%	-22.55%
在关联方的财 务公司贷款	0.09	0.09	100.00%	0.09	100.00%	0.09	0.09	100.00%	0.00%
合计	261.33	126.63	48.45%	226.80	86.79%	288.18	103.43	35.89%	-12.56%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润 14.10/19.49/25.36 亿元，对应 8 月 28 日收盘价 PE 为 58/42/32 倍，维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

风险提示：军品交付进度不及预期；产品价格不及预期。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	22755	28678	37923	47687
货币资金	7568	11384	15290	19516
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3931	3799	5157	6520
其他应收款	9	14	17	21
存货	10486	12493	16272	20143
非流动资产	6469	5930	5351	4751
可供出售金融资产	0	44	35	32
长期股权投资	411	431	426	425
投资性房地产	193	198	197	196
固定资产	3663	3632	3353	2950
在建工程	843	422	211	105
油气资产	0	0	0	0
无形资产	988	890	803	711
资产总计	29224	34608	43274	52438
流动负债	19055	23835	30318	37375
短期借款	34	128	112	104
应付票据	1120	863	1255	1687
应付账款	9772	10820	14373	17836
其他	8129	12025	14578	17748
非流动负债	846	179	633	561
长期借款	450	450	450	450
其他	396	-271	183	111
负债合计	19901	24014	30951	37937
股本	1400	1400	1400	1400
资本公积	6154	6154	6154	6154
未分配利润	1234	2346	4039	6169
少数股东权益	634	635	640	645
股东权益合计	9323	10594	12322	14501
负债及权益合计	29224	34608	43274	52438

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	878	1410	1949	2536
折旧和摊销	568	510	548	567
资产减值准备	64	66	173	176
无形资产摊销	62	57	58	58
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	11	-148	-223	-305
投资损失	34	10	22	20
少数股东损益	3	1	4	5
营运资金的变动	-2747	2551	975	1356
经营活动产生现金流量	-1148	3749	3901	4274
投资活动产生现金流量	-534	-38	23	18
融资活动产生现金流量	-62	104	-18	-66
现金净变动	-1744	3815	3906	4226
现金的期初余额	9312	7568	11384	15290
现金的期末余额	7568	11384	15290	19516

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23761	27710	36000	45000
营业成本	21647	25244	32688	40725
营业税金及附加	38	49	61	77
销售费用	10	21	24	30
管理费用	778	984	1274	1620
财务费用	-65	-148	-223	-305
资产减值损失	-64	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-34	-10	-22	-20
营业利润	1015	1250	1856	2534
营业外收入	1	380	400	400
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	1014	1627	2254	2932
所得税	133	217	301	390
净利润	881	1410	1953	2541
少数股东损益	3	1	4	5
归属母公司净利润	878	1410	1949	2536
EPS(元)	0.63	1.01	1.39	1.81

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.9%	16.6%	29.9%	25.0%
营业利润增长率	17.4%	23.1%	48.5%	36.5%
净利润增长率	18.1%	60.6%	38.2%	30.2%
盈利能力(%)				
毛利率	8.9%	8.9%	9.2%	9.5%
净利率	3.7%	5.1%	5.4%	5.6%
ROE	10.1%	14.2%	16.7%	18.3%

资产负债率	68.1%	69.4%	71.5%	72.3%
流动比率	1.19	1.20	1.25	1.28
速动比率	0.63	0.67	0.70	0.73
营运能力(次)				
资产周转率	82.4%	86.8%	92.4%	94.0%
应收帐款周转率	703.5%	672.6%	752.6%	721.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	1.01	1.39	1.81
每股经营现金	-0.82	2.68	2.79	3.05
每股净资产	6.20	7.11	8.34	9.89
估值比率(倍)				
PE	93.5	58.2	42.1	32.4
PB	9.4	8.2	7.0	5.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn