

中航沈飞(600760)/国防军工

业绩同比增长 97.07%，主战装备有望加速列装

评级：买入(维持)

市场价格：58.60

分析师：李聪

执业证书编号：S0740520050002

电话：010-59013903

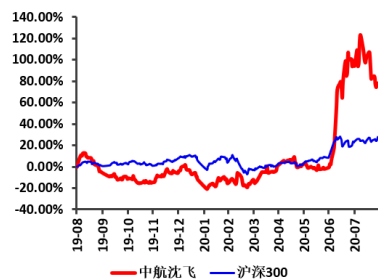
Email: licong@r.qlzq.com.cn

研究助理：范方舟

Email: fanfz@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1400.39
流通股本(百万股)	398.52
市价(元)	58.60
市值(百万元)	82062.81
流通市值(百万元)	23353.39

股价与行业-市场走势对比

相关报告

中航沈飞 2019 年报及 2020 一季报点评《全年业绩高速增长，一季报大超市场预期》
2020/4/24

中航沈飞深度报告《六十余载专铸空中之剑，厚积薄发翱翔九万长空》
2020/2/20

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,151	23,761	28,094	33,125	39,239
增长率 yoy%	8.82%	17.91%	18.24%	17.91%	18.46%
净利润	743	878	1,332	1,416	1,700
增长率 yoy%	25.58%	18.10%	51.76%	6.29%	20.04%
每股收益(元)	0.53	0.63	0.95	1.01	1.21
每股现金流量	0.17	-0.82	6.70	-1.88	6.97
净资产收益率	9.45%	10.10%	13.06%	12.19%	12.78%
P/E	110.41	93.49	61.60	57.96	48.28
PEG	4.61	3.79	2.58	2.42	1.96
P/B	10.44	9.45	8.05	7.06	6.17

备注：采用 2020/8/28 行情数据

投资要点

- **事件：**公司实现营业收入 115.87 亿元，同比增长 2.68%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.49 亿元，同比增长 97.07%。
- **归母净利润同比增长 97.07%，研发投入同比大幅提升。**报告期内，公司实现营业收入 115.87 亿元，同比增长 2.68%。毛利率 9.01%，同比增长 0.48 个百分点；期间费率 2.72%，同比下降 0.52 个百分点，管理、销售、财务费用分别同比下滑 14.03%、8.7%与 165.40%，而研发费用同比大幅增长 46.76%，或表明公司目前在研项目较多。此外，主要由于一级子公司沈飞集团获得的政府补助增加，2020 年上半年公司计入当期损益的政府补助 4.09 亿元，相比上年同期增加 3.78 亿元。因此公司实现归母净利润同比大幅增长 97.07%，扣非归母净利润同样实现 11.63% 的增长。
- **应收款项与预付账款大幅增长，合同资产与负债合计 27.24 亿元。**2020 年上半年公司应收款项余额 68.33 亿元，同比增长 133.39%，主要由于部分新增销售产品未到收款期；预付账款同比增长 297.15%，主要由于采购货款增加；存货同比减少 30.97% 主要由于执行新收入准则及在制品减少；此外，公司合同资产与合同负债余额 27.24 亿元。未来订单实现交付完成以及到达收款期，资产负债表项目有望逐步确认为收入。
- **公司为战斗机唯一上市平台，机型换代与航母筹建双轮驱动公司发展。**公司为目前 A 股战斗机唯一上市平台，歼击机机型覆盖二代机与三代机，包括歼-11、歼-15、歼-16 等型号。我国目前军机结构与美俄所形成的代际差距以及类型覆盖差距较大，二代机占比将近一半，而我国唯一的四代机歼-20 实现列装时间还较短，未来或仍以公司的三代机产品为未来主要的列装新机型。其中，歼-15 为我国唯一现役舰载战斗机，受益于航母的发展，海军对舰载机需求将扩大，公司歼击机系列产品未来有望交付加速。
- **无人机和国产飞机项目逐渐推进，未来有望成为公司新业绩增长点。**近些年，军用无人机市场保持较快速度增长，公司在研产品未来有望占据一定市场份额。民用航空方面，公司在十余年前便开始和空客与波音合作，积累了丰富的项目经验，并且为我国国产飞机 ARJ21 与 C919 项目参与者，有望受益国产大飞机项目的推进，报告期内，二级子公司民品公司实现收入 1.42 亿元，同比增长 16.38%；实现净利润 1450 万元，同比大幅增长 47.20%。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 280.94/ 331.25 / 392.39 亿元，同比增长 18.24%/ 17.91%/ 18.46%；实现归母净利润 13.32/ 14.16/ 17.00 亿元，同比增长 51.76%/ 6.29%/ 20.04%；对应 EPS 分别为 0.95/ 1.01/ 1.21 元；PE 分别为 62/ 58 /48 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**战斗机需求短期未充分显现，新机型列装不达预期；军品定价改革不达预期；无人机产品研发和市场开拓不及预期。

中航沈飞盈利预测
损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,151	23,761	28,094	33,125	39,239
增长率	8.8%	17.9%	18.2%	17.9%	18.5%
营业成本	-18,319	-21,647	-25,514	-30,043	-35,373
% 销售收入	90.9%	91.1%	90.8%	90.7%	90.1%
毛利	1,832	2,114	2,580	3,082	3,866
% 销售收入	9.1%	8.9%	9.2%	9.3%	9.9%
营业税金及附加	-34	-38	-46	-53	-64
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-15	-10	-14	-16	-19
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
管理费用	-758	-778	-1,371	-1,547	-1,942
% 销售收入	3.8%	3.3%	4.9%	4.7%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	1,025	1,288	1,149	1,466	1,841
% 销售收入	5.1%	5.4%	4.1%	4.4%	4.7%
财务费用	88	65	21	35	52
% 销售收入	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	68	-64	-21	-43	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-33	-34	-30	65	18
% 税前利润	—	—	—	4.2%	0.9%
营业利润	1,149	1,255	1,119	1,523	1,879
营业利润率	5.7%	5.3%	4.0%	4.6%	4.8%
营业外收支	-1	-1	378	24	20
税前利润	1,148	1,253	1,498	1,547	1,898
利润率	5.7%	5.3%	5.3%	4.7%	4.8%
所得税	-119	-133	-203	-212	-257
所得税率	10.4%	10.7%	13.6%	13.7%	13.5%
净利润	746	881	1,336	1,420	1,705
少数股东损益	2	3	4	4	5
归属于母公司的净利润	743	878	1,332	1,416	1,700
净利率	3.7%	3.7%	4.7%	4.3%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	746	881	1,336	1,420	1,705
加: 折旧和摊销	508	568	577	610	643
资产减值准备	68	64	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-3	11	-21	-35	-52
投资收益	33	34	30	-65	-18
少数股东损益	2	3	4	4	5
营运资金的变动	-1,192	-2,867	2,065	-555	2,411
经营活动现金净流	235	-1,148	3,987	1,375	4,690
固定资本投资	-200	-51	-330	-330	-320
投资活动现金净流	-590	-534	-451	-315	-339
股利分配	0	0	0	0	0
其他	423	-62	-283	35	39
筹资活动现金净流	423	-62	-283	35	39
现金净流量	68	-1,744	3,254	1,095	4,389

来源: 中泰证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,315	7,568	10,822	11,917	16,307
应收款项	2,399	4,089	3,582	5,463	5,252
存货	9,771	10,486	13,390	14,724	18,378
其他流动资产	496	612	710	835	972
流动资产	21,981	22,755	28,504	32,939	40,908
% 总资产	77.3%	77.9%	81.9%	84.4%	87.6%
长期投资	721	604	645	645	631
固定资产	3,368	3,663	3,449	3,204	2,929
% 总资产	11.8%	12.5%	9.9%	8.2%	6.3%
无形资产	1,022	988	976	961	943
非流动资产	6,458	6,469	6,310	6,078	5,791
% 总资产	22.7%	22.1%	18.1%	15.6%	12.4%
资产总计	28,439	29,224	34,814	39,016	46,699
短期借款	224	34	0	0	0
应付款项	18,463	18,307	22,865	25,647	31,637
其他流动负债	598	714	714	714	714
流动负债	19,284	19,055	23,579	26,361	32,352
长期贷款	450	450	0	0	0
其他长期负债	501	396	396	396	396
负债	20,236	19,901	23,975	26,757	32,748
普通股股东权益	7,863	8,688	10,200	11,616	13,302
少数股东权益	341	634	639	643	648
负债股东权益合计	28,439	29,224	34,814	39,016	46,699

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益(元)	0.53	0.63	0.95	1.01	1.21
每股净资产(元)	5.61	6.20	7.28	8.29	9.50
每股经营现金净流(元)	0.17	-0.82	2.85	0.98	3.35
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	9.45%	10.10%	13.06%	12.19%	12.78%
总资产收益率	2.62%	3.01%	3.84%	3.64%	3.65%
投入资本收益率	-38.08%	-84.29%	59.07%	-234.44%	-640.45%
增长率					
营业总收入增长率	8.82%	17.91%	18.24%	17.91%	18.46%
EBIT增长率	9.44%	42.61%	-13.53%	38.05%	20.10%
净利润增长率	5.16%	18.10%	51.76%	6.29%	20.04%
总资产增长率	7.77%	2.76%	19.13%	12.07%	19.69%
资产管理能力					
应收账款周转天数	37.1	47.9	47.9	47.9	47.9
存货周转天数	158.0	153.5	153.0	152.8	151.8
应付账款周转天数	136.0	149.7	134.0	134.0	134.0
固定资产周转天数	55.6	53.3	45.6	36.1	28.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-84.04%	-110.90%	-109.95%	-133.02%	-126.71%
EBIT利息保障倍数	-10.5	-20.4	-54.2	-45.2	-36.3
资产负债率	71.15%	68.10%	68.87%	68.58%	70.13%

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。