

中航西飞(000768)

报告日期: 2023年08月29日

中报业绩符合预期, 军用运输机龙头步入稳健发展期

——中航西飞点评报告

投资要点

□ 事件: 公司发布 2023 年半年度报告

1) **2023H1 业绩:** 2023H1 实现营业收入 195.56 亿元, 同比增长 2.28%; 归母净利润 5.65 亿元, 同比增长 17.08%; 扣非归母净利润 5.41 亿元, 同比增长 20.90%。加权平均净资产收益率 3.47%, 同比增加 0.43pct。业绩符合市场预期。

2) **2023Q2 业绩:** 2023Q2 实现营业收入 116.13 亿元, 同比增长 0.02%, 环比增长 46.21%; 归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 0.46%, 环比增长 39.97%。

3) **子公司:** 2023H1 航空工业陕飞实现营收 42.21 亿元, 同比减少 36.04%; 净利润 1.81 亿元, 同比减少 33.93%。

□ 2023Q2 毛利率下滑, 财务费用减少带动期间费用率下降

1) **利润率方面:** 2023H1 毛利率为 6.52%, 同比减少 0.83pct; 净利率为 2.89%, 同比增加 0.36pct。2023Q2 毛利率为 5.84%, 同比减少 1.05pct, 环比减少 1.67pct; 净利率为 2.84%, 同比增加 0.01pct, 环比减少 0.13pct。

2) **期间费用方面:** 2023H1 期间费用率为 2.41%, 同比减少 1.74pct。其中销售费用率 0.83%, 同比增加 0.04pct; 管理费用率 2.30%, 同比增加 0.08pct; 研发费用率 0.33%, 同比减少 0.36pct; 财务费用率-1.05%, 同比减少 1.50pct。

□ 应收账款大幅增加系商品货款未收回, 叠加采购支出增加影响经营现金流

1) **资产负债端:** 2023H1 公司应收票据及应收账款为 242.3 亿元, 比 2022 年末增长 207%, 主要系销售的部分商品货款尚未收回; 公司合同负债为 190.0 亿元, 比 2022 年末减少 17%; 应缴税费 1.0 亿元, 同比减少 86%。

2) **现金流量端:** 2023H1 经营活动产生的现金流量净额为-170.3 亿, 同比减少 152%, 主要系销售商品收到的现金较上年同期减少, 采购商品支付的现金较上年同期增加。

□ 投资建议与盈利预测

公司作为军用运输机、轰炸机、特种飞机上市平台, 同时受益大飞机景气度提升及国际民航市场复苏。预计 2023-2025 公司归母净利润 8.8、11.1、15.0 亿, 同比增长 69%、25%、35%, PE 为 75、60、44 倍、PS 为 1.4、1.2、0.9 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 军品订单不及预期; 型号研制进度不及预期; 民航市场复苏不及预期

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37660	47150	57574	72057
(+/-)(%)	15%	25%	22%	25%
归母净利润	523	884	1108	1496
(+/-)(%)	-20%	69%	25%	35%
每股收益(元)	0.19	0.32	0.40	0.54
P/E	127	75	60	44
P/B	4.1	4.0	3.8	3.6
P/S	1.8	1.4	1.2	0.9
ROE	3.3%	5.4%	6.5%	8.4%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

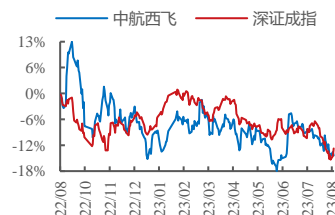
分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 陈晨
 chenchen05@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 23.96
总市值(百万元)	66,650.49
总股本(百万股)	2,781.74

股票走势图



相关报告

- 《一季度业绩增长 52%符合预期, 大飞机龙头业绩进入提速期》 2023.05.02
- 《一季报预增 41%-65%, 大飞机龙头将步入业绩提速期》 2023.04.19
- 《第一期股权激励首次授予, 提振军用运输机龙头长期发展信心》 2023.02.08

附录 1：公司主要财务数据

图1：2023H1 实现营业收入 195.56 亿元，同比增长 2.28%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图2：2023H1 实现归母净利润 5.65 亿元，同比增长 17.08%



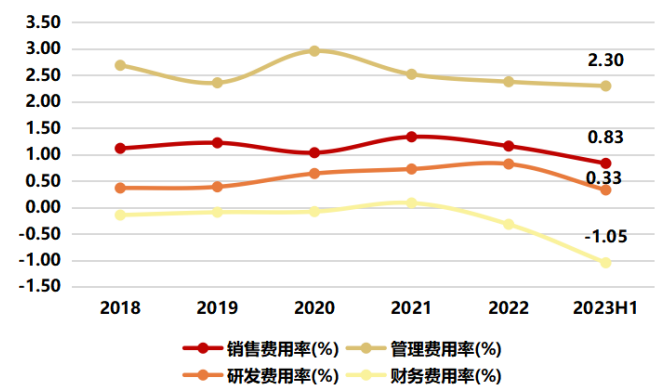
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图3：2023H1 毛利率为 6.52%，净利率为 2.89%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图4：2023H1 期间费用率为 2.41%，同比减少 1.74pct



资料来源：Wind、浙商证券研究所

附录 2：可比公司估值

表1：预计中航西飞 2023-2025 年 PE75、60、44 倍

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	TTM
600893.SH	航发动力	1034	15.6	19.6	24.9	66	53	42	2.7
600760.SH	中航沈飞	1212	29.6	37.2	47.3	41	33	26	2.8
600038.SH	中直股份	226	4.1	5.2	6.6	55	43	34	1.0
600316.SH	洪都航空	153	1.9	2.2	2.9	82	68	53	2.2
	平均值	656	12.8	16.1	20.4	61	49	39	2.2
000768.SZ	中航西飞	667	8.8	11.1	15.0	75	60	44	1.7

资料来源：Wind，盈利预测为浙商证券研究所预测值，市值统计截止至 8 月 29 日

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	67308	70299	82867	101646
现金	26352	15453	16139	19314
交易性金融资产	132	158	155	148
应收账款	7898	13901	17042	21216
其它应收款	4	4	5	7
预付账款	3703	4899	5812	7371
存货	26249	33159	40881	50769
其他	2970	2725	2834	2821
非流动资产	14866	15831	15477	15330
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1688	1776	1761	1742
固定资产	8292	9215	9088	8938
无形资产	1814	2187	2184	2236
在建工程	609	530	202	60
其他	2462	2123	2241	2355
资产总计	82174	86130	98344	116976
流动负债	64067	66254	78317	95959
短期借款	1849	6999	5044	7901
应付款项	34928	42231	54826	66538
预收账款	2	2	2	3
其他	27288	17022	18445	21517
非流动负债	1973	3245	2703	2640
长期借款	224	224	224	224
其他	1749	3021	2479	2416
负债合计	66039	69499	81020	98600
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	16134	16631	17323	18376
负债和股东权益	82174	86130	98344	116976

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	29287	(13745)	3525	1422
净利润	523	884	1108	1496
折旧摊销	1213	698	757	787
财务费用	(121)	(55)	88	76
投资损失	86	8	6	33
营运资金变动	28885	(8930)	9136	8766
其它	(1299)	(6351)	(7570)	(9736)
投资活动现金流	(823)	(2067)	(330)	(594)
资本支出	488	(1447)	(206)	(400)
长期投资	133	(87)	14	20
其他	(1444)	(532)	(138)	(214)
筹资活动现金流	(8705)	4913	(2509)	2348
短期借款	(8300)	5150	(1955)	2857
长期借款	(102)	0	0	0
其他	(303)	(237)	(554)	(510)
现金净增加额	19760	(10899)	686	3176

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	37660	47150	57574	72057
营业成本	35004	43773	53391	66772
营业税金及附加	487	377	403	504
营业费用	436	519	605	721
管理费用	895	1037	1209	1513
研发费用	309	343	436	554
财务费用	(121)	(55)	88	76
资产减值损失	35	155	188	179
公允价值变动损益	(42)	(42)	(42)	(42)
投资净收益	(86)	(8)	(6)	(33)
其他经营收益	95	96	95	95
营业利润	583	1046	1302	1758
营业外收支	25	9	11	13
利润总额	608	1055	1313	1771
所得税	85	171	205	275
净利润	523	884	1108	1496
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	523	884	1108	1496
EBITDA	1532	1685	2158	2639
EPS (最新摊薄)	0.19	0.32	0.40	0.54

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	15.17%	25.20%	22.11%	25.16%
营业利润	-27.06%	79.43%	24.46%	35.03%
归属母公司净利润	-19.84%	68.95%	25.30%	35.00%
获利能力				
毛利率	7.05%	7.16%	7.26%	7.33%
净利率	1.39%	1.88%	1.92%	2.08%
ROE	3.28%	5.40%	6.53%	8.38%
ROIC	1.41%	3.12%	4.79%	5.49%
偿债能力				
资产负债率	80.37%	80.69%	82.38%	84.29%
净负债比率	3.41%	10.79%	6.78%	8.48%
流动比率	1.05	1.06	1.06	1.06
速动比率	0.64	0.56	0.54	0.53
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.56	0.62	0.67
应收账款周转率	2.87	4.34	3.69	3.71
应付账款周转率	1.32	1.47	1.43	1.43
每股指标(元)				
每股收益	0.19	0.32	0.40	0.54
每股经营现金	10.58	(4.96)	1.27	0.51
每股净资产	5.83	6.01	6.26	6.64
估值比率				
P/E	126.75	75.02	59.87	44.35
P/B	4.11	3.99	3.83	3.61
EV/EBITDA	30.86	35.99	26.59	21.59

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>