

中航西飞(000768.SZ)

扣非归母净利润增长 29%，军用大飞机龙头稳健增长

——中航西飞 2021H1 中报点评

投资要点

□ 2021H1 营收同比增长 15%，扣非归母净利润同比增长 29%

1) 2021H1 实现营收 151 亿元，同比增长 15%，归母净利润 3.36 亿元，同比下降 4.9%，下降原因主要为置入的航空工业西飞上年同期发生股票处置产生非经常性收益 4016 万元，扣非后的归母净利润为 2.8 亿元，同比增长 28.9%，基本符合预期。

□ 经营性现金流净额减少 60%，为规模扩张过程中的阶段性状态

1) 本期经营活动现金流同比减少 51 亿 (-59.7%)，主要原因为购买商品、接受劳务支出的现金增加。同时存货环比增长 17%，短期借款环比增长 11 倍达到 73.7 亿，预示后续产销规模扩张。公司当前现金流状况不佳应为规模扩张过程中的阶段性状态。

□ 公司为军用大中型飞机唯一平台，未来产销规模高增长确定性强

- 1) 运输机：运 20 放量尚处开始阶段，可改型生产系列化特种飞机。对标美国运输机谱系，我国尚缺 400 吨级重型运输机，中长期发展空间广阔；
- 2) 轰炸机：轰 6 系列为当前唯一轰炸机，下一代战轰是构成“三位一体核力量”重要组成部分，预计量价齐高；
- 3) 特种飞机：信息化战争/体系化作战趋势下特种飞机需求旺盛，军用大中型飞机是特种飞机核心平台；
- 4) 民机：中国商飞预测未来 20 年民机整机市场规模 8 万亿，对应机体零部件约 2.4 万亿，年均 1200 亿，复合增速 7%。公司在 ARJ21/C919 两款主力机型中制造量占比在 50%以上。

□ 公司当前净利润率约 2%，多重因素作用下未来有较大向上空间

1) 新型号放量规模效应/定价机制改革/大额预付款/国资委鼓励股权激励/产业链成熟过程中配套成本下降，多因素作用下公司当前 2%净利润率有较大向上空间。

□ 中航西飞：预计未来 3 年业绩复合增速超 24%

预计 2021-2023 公司归母净利润 9.7/12.0/15.0 亿元，同比增长 25%/23%/25%，EPS 为 0.35/0.43/0.54 元，PE 为 97/79/63 倍，PS 为 2.7/2.2/1.8 倍。考虑公司高度的战略稀缺性/成长的确定性，参考其他航空主机估值平均水平，持续推荐。

□ 风险提示：公司产品交付进度不及预期；关键型号研制进展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	33484	35228	43107	51600
(+/-)	-2%	5%	22%	20%
净利润	777	971	1196	1495
(+/-)	37%	25%	23%	25%
每股收益(元)	0.28	0.35	0.43	0.54
P/E	121	97	79	63
ROE	4.9%	6.2%	7.3%	8.7%
PS	2.8	2.7	2.2	1.8

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 34.03

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

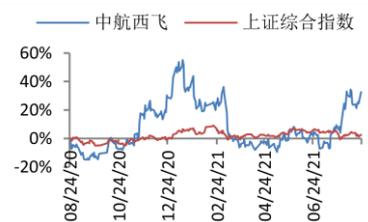
电话：18610723118

邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

联系人：吴帆

电话：15618114575

邮箱：wufan@stocke.com.cn



相关报告

- 1、【中航西飞】深度：高稀缺性军民用小飞机龙头，广阔市场可期-20210726
- 2、【中航西飞】新舟 700 涡浆飞机研制稳步推进；持续推荐军民用小飞机龙头-20210808

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	43050	54463	50783	49915	营业收入	33484	35228	43107	51600
现金	13395	9787	9914	10973	营业成本	30865	32614	39870	47608
交易性金融资产	170	116	155	147	营业税金及附加	95	100	123	147
应收账款	3960	2798	2485	1853	营业费用	346	364	446	534
其它应收款	27	29	35	42	管理费用	991	881	970	1032
预付账款	3682	19568	11164	4761	研发费用	214	247	345	464
存货	20122	21262	25993	31037	财务费用	(27)	(74)	(18)	62
其他	1694	903	1037	1102	资产减值损失	114	84	111	137
非流动资产	15410	15781	18209	21106	公允价值变动损益	12	14	19	15
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(16)	100	120	130
长期投资	1819	1639	1995	1818	其他经营收益	100	65	69	80
固定资产	8314	9283	10511	12379	营业利润	982	1192	1467	1841
无形资产	1925	2371	2964	3810	营业外收支	(2)	(7)	(4)	(5)
在建工程	1495	1431	1459	1629	利润总额	980	1185	1463	1837
其他	1857	1057	1279	1471	所得税	203	214	268	342
资产总计	58460	70244	68992	71021	净利润	777	971	1196	1495
流动负债	38127	52089	49599	49961	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	646	0	1557	3443	归属母公司净利润	777	971	1196	1495
应付款项	24028	13045	8771	6665	EBITDA	2046	1730	2170	2772
预收账款	0	33467	32330	30960	EPS (最新摊薄)	0.28	0.35	0.43	0.54
其他	13453	5577	6941	8893	主要财务比率				
非流动负债	5027	2265	2723	3338		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	379	379	379	379	成长能力				
其他	4648	1886	2344	2959	营业收入	-2%	5%	22%	20%
负债合计	43154	54354	52322	53300	营业利润	48%	21%	23%	25%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	37%	25%	23%	25%
归属母公司股东权	15306	15889	16670	17721	获利能力				
负债和股东权益	58460	70244	68992	71021	毛利率	7.8%	7.4%	7.5%	7.7%
					净利率	2.3%	2.8%	2.8%	2.9%
					ROE	5%	6%	7%	9%
					ROIC	3%	5%	6%	6%
					偿债能力				
					资产负债率	74%	77%	76%	75%
					净负债比率	4%	1%	5%	8%
					流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0
					速动比率	0.6	0.6	0.5	0.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
					应收帐款周转率	4.0	10.5	16.0	22.2
					应付帐款周转率	1.7	2.4	4.9	8.5
					每股指标(元)				
					每股收益	0.28	0.35	0.43	0.54
					每股经营现金	1.0	(0.2)	0.7	1.1
					每股净资产	5.5	5.7	6.0	6.4
					估值比率				
					P/E	121	97	79	63
					P/B	6.2	5.9	5.7	5.3
					EV/EBITDA	46	50	41	32

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>