

2022年关联采购预计持续增长；章程首提“加大核心骨干激励”——中航西飞点评报告

投资要点

2022年向航空工业关联采购预增15%；今年目前实际发生同比增长41%

1. 公司发布《2022年度日常关联交易预计公告》：2022年向关联人采购商品、服务预计额为174亿，相较于2021年预计额同比增长15%；
2. 公司配套商中有较多航空工业集团下属单位，公司向其采购商品、服务的金额较大，2022年预估额为174亿，相较于2021年预估额的151亿同比增长15%，预示公司后续采购规模扩大、业务规模稳健提升；
3. 2021年截至12月6日公司关联采购商品、服务的实际发生额为119亿，相较于2020年截至12月1日关联采购商品、服务的实际发生额85亿增长41%。

公司修订《公司章程》，首提“加大核心骨干激励力度”

1. 公司发布《关于修订〈公司章程〉的公告》：新增第一百三十六条：“公司建立和实施以劳动合同管理为关键、以岗位管理为基础的市场化用工制度，实行员工公开招聘、管理人员竞争上岗、末等调整和不胜任退出；公司建立和实施具有市场竞争优势的关键核心人才薪酬分配制度，灵活开展多种方式的中长期激励，加大核心骨干激励力度”；
2. 航空工业是唯一入选国有资本投资、运营公司试点的商业二类企业，是军工央企改革先锋，“健全市场化经营机制、灵活开展多种方式的中长期激励”是航空工业改革的重要内容，结合《公司章程》相关描述，公司股权激励或有望加速；
3. “国企改革三年行动方案”明年将迎收官之年，预计“对标世界一流管理提升行动”等改革举措亦有望加速。

公司为军用大中型飞机唯一平台，预计未来3年业绩复合增速超26%

1. 公司是我国军用大中型飞机唯一制造商，空军“20”时代多款主力型号公司有望独占两款。将充分享受运输机/轰炸机/特种飞机三大分支机型的广阔市场，同时深度参与C919/ARJ21民机配套。长周期成长确定性高；
2. 预计2021-2023公司归母净利润9.9/12.7/15.9亿元，同比增长27%/28%/25%，EPS为0.36/0.46/0.57元，PE为110/86/68倍，PS为3.2/2.5/2.1倍。PS角度距对标公司中航沈飞依然有30%以上空间。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	33895	42838	51467
(+/-)	-2%	1%	26%	20%
净利润	777	989	1265	1587
(+/-)	37%	27%	28%	25%
每股收益(元)	0.28	0.36	0.46	0.57
P/E	140	110	86	68
ROE	4.9%	6.3%	7.7%	9.2%
PS	3.2	3.2	2.5	2.1

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

¥39.25

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

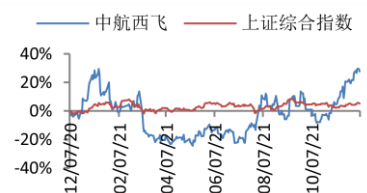
电话：18610723118

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：高稀缺性军民用大飞机龙头，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；持续推荐军民用大飞机龙头-20210808
3. 【中航西飞】中报点评：扣非归母净利润增长29%，军用大飞机龙头稳健增长-20210823
4. 【中航西飞】前三季度扣非净利润增长28%；军民用大飞机龙头净利率逐步提升-20211028

附录：2022 年向航空工业关联采购预增 15%；今年目前实际发生同比增长 41%

关联交易类别	2021 年 预计额 (亿)	2020 年截 至 12 月 1 日发生额 (亿)	2022 年 预计额 (亿)	2021 年截 至 12 月 6 日发生额 (亿)	2022 年预 计额相较 2021 年预 计额同比	2021 年截 至 12 月 6 日发生额 相较 2020 年截至 12 月 1 日发 生额同比
关联销售产品、服务合计	12.9	2.2	8.0	2.8	-38%	28%
其中：关联销售产品	11.4	1.5	6.7	2.5	-41%	74%
关联提供服务	1.5	0.7	1.3	0.2	-12%	-68%
关联采购产品、服务合计	151	85	174	119	15%	41%
其中：关联采购产品	144	80	162	112	12%	40%
接受关联服务	7.4	4.6	12.9	7.4	75%	60%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

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	52672	50455	49740	营业收入	33484	33895	42838	51467
现金	13395	9721	9914	10973	营业成本	30865	31321	39532	47377
交易性金融资产	170	116	155	147	营业税金及附加	95	97	122	147
应收账款	3960	2693	2472	1851	营业费用	346	351	443	532
其它应收款	27	28	35	42	管理费用	991	847	964	1029
预付账款	3682	18793	11069	4738	研发费用	214	237	343	463
存货	20122	20419	25772	30887	财务费用	(27)	(74)	(21)	53
其他	1694	903	1037	1102	资产减值损失	114	80	111	136
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	1215	1552	1954
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	1208	1548	1950
其他	1857	1056	1279	1471	所得税	203	218	283	363
资产总计	58460	68453	68664	70846	净利润	777	989	1265	1587
流动负债	38127	50280	49184	49607	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	646	0	1424	3205	归属母公司净利润	777	989	1265	1587
应付款项	24028	12528	8697	6633	EBITDA	2046	1753	2252	2875
预收账款	0	32200	32128	30880	EPS (最新摊薄)	0.28	0.36	0.46	0.57
其他	13453	5552	6934	8889	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%	1%	26%	20%
负债合计	43154	52545	51907	52946	营业利润	48%	24%	28%	26%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	37%	27%	28%	25%
归属母公司股东权	15306	15908	16757	17900	获利能力				
负债和股东权益	58460	68453	68664	70846	毛利率	7.8%	7.6%	7.7%	7.9%
					净利率	2.3%	2.9%	3.0%	3.1%
					ROE	4.9%	6.3%	7.7%	9.2%
					ROIC	3.1%	5.1%	5.9%	6.6%
					偿债能力				
					资产负债率	74%	77%	76%	75%
					净负债比率	4%	1%	4%	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	10.2	16.2	22.2
					应付帐款周转率	1.7	2.3	5.0	8.6
					每股指标(元)				
					每股收益	0.28	0.36	0.46	0.57
					每股经营现金	1.0	(0.2)	0.7	1.2
					每股净资产	5.5	5.7	6.1	6.5
					估值比率				
					P/E	140	110	86	68
					P/B	7.1	6.8	6.5	6.1
					EV/EBITDA	46	58	46	36

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区太平金融中心 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>