

公司点评
中航西飞 (000768)
国防军工 | 航空装备
公司预计明年关联交易 183 亿元；股权激励或有进展

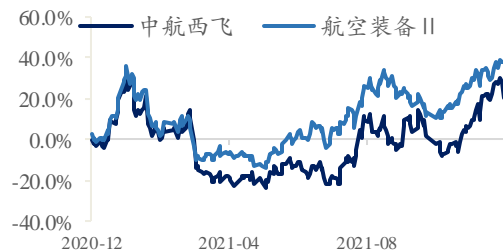
2021 年 12 月 07 日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 43.05-49.20 元
交易数据

当前价格 (元)	36.77
52 周价格区间 (元)	23.10-41.65
总市值 (百万)	101803.08
流通市值 (百万)	101802.90
总股本 (万股)	276864.51
流通股 (万股)	276863.87

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
中航西飞	14.05	24.56	18.63
航空装备	10.34	13.26	34.40

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@hncasing.com

分析师

0731-84779574

张看

 执业证书编号: S0530521090001
 zhangkan@hncasing.com

分析师

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	34298.25	33484.28	35158.50	40783.86	45677.92
净利润(百万元)	568.85	777.38	995.86	1130.17	1498.28
每股收益(元)	0.21	0.28	0.36	0.41	0.54
每股净资产(元)	5.98	5.53	5.72	5.94	6.23
P/E	178.96	130.96	102.23	90.08	67.95
P/B	6.15	6.65	6.43	6.19	5.90

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

➤ **事件:**1) 公司发布《2022 年度日常关联交易预计公告》，预计 2022 年关联交易总金额为 182.81 亿元，其中向关联人采购商品、接受服务预计金额共为 174.48 亿元；2) 公司修订《公司章程》，首次提到：“中长期激励，加大核心骨干激励力度”。

➤ **预计关联交易金额进一步提升，公司业绩有望持续增长。**公司预计 2022 年向关联人采购商品、接受服务预计金额共为 174.48 亿元，较 2021 年预计金额 151.44 亿元同比增长 15.21%，较截止至 12 月 6 日的实际发生金额 119.14 亿元同比增长 46.45%。航空工业是公司的控股股东和实际控制人，公司的关联交易对手大多数是航空工业集团的下属单位。公司与航空工业集团下属单位间的关联交易有利于各家发挥专业优势形成互补并整合资源。预计公司 2022 年生产经营相关的采购规模将持续扩大，营收规模或将继续稳健提升。

➤ **在《国企改革三年行动方案》实施背景下，公司股权激励计划或在明年拨云见日。**2022 年是《国企改革三年行动方案》实施的收官之年，“健全市场化经营机制、灵活开展多种方式的中长期激励”是改革的重要内容。同时航空工业集团是属于商业二类的军工集团唯一的试点单位，承载着建立军工特色国有资本授权经营体制的首发重任，是国企改革的先锋。公司本次修订版《公司章程》新增了董事会相关职权：“决定公司中长期激励计划”并新增第一百三十六条：“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”。在国企改革的背景下，公司股权激励计划有望加速落地，或在 2022 国企改革收官之年拨云见日。

➤ **盈利预测:** 预计 2021~2023 年公司实现归母净利润分别为 9.96 亿元、11.30 亿元、14.98 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.41 元和 0.54 元，对应当前股价的 PE 为 102 倍、90 倍和 68 倍。考虑到我国在战略空军的背景下，大型运输机等战略空军装备将加速列装，公司产品具备核心卡位优势，给予公司 2022 年 105~120 倍 PE 估值，对应价格区间 43.05~49.20 元，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 生产交付不及预期，下游需求不及预期，疫情反复。

财务预测摘要

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6739.28	13395.06	11190.06	41517.70	43279.75	营业收入	34298.25	33484.28	35158.50	40783.86	45677.92
应收票据及账款	12879.32	5521.17	10776.23	12500.43	14000.48	营业成本	32293.25	30864.84	32345.82	37521.15	41795.30
预付账款	5863.43	3682.12	4734.59	5492.12	6151.18	营业税金及附加	43.61	95.37	78.40	90.95	101.86
其他应收款	49.94	27.25	46.35	53.77	60.22	销售费用	418.86	346.31	395.10	458.32	513.31
存货	14685.74	20121.98	15065.18	17475.60	19466.30	管理费用	808.28	990.52	937.91	1087.97	1218.53
其他流动资产	255.74	302.68	270.38	286.45	300.43	研发费用	132.98	214.36	232.05	350.74	388.26
流动资产总计	40473.46	43050.25	42082.78	77326.07	83258.36	财务费用	-31.79	-27.15	-17.61	-80.87	-137.02
长期股权投资	2527.67	1819.09	1819.09	1819.09	1819.09	资产减值损失	-7.48	-41.30	-26.55	-30.80	-34.49
固定资产	4225.46	8313.89	7313.51	6172.67	4991.37	信用减值损失	-48.11	-72.24	-41.72	-48.39	-54.20
在建工程	486.52	1549.54	1291.28	1033.03	774.77	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	297.83	1924.88	1604.06	1283.25	962.44	投资收益	0.94	-16.31	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	3.18	1.15	0.58	0.00	0.00	公允价值变动损益	30.73	11.88	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	748.56	1801.53	1791.12	1780.71	1770.30	资产处置收益	39.38	3.57	16.01	16.01	16.01
非流动资产合计	8289.22	15410.07	13819.64	12088.74	10317.96	其他收益	13.66	96.44	48.93	48.93	48.93
资产总计	48762.67	58460.33	55902.42	89414.81	93576.32	营业利润	662.20	982.09	1183.50	1341.34	1773.92
短期借款	778.00	645.76	0.00	0.00	0.00	营业外收入	9.79	10.26	7.90	7.90	7.90
应付票据及账款	25127.91	24028.19	24844.58	28819.71	32102.65	营业外支出	8.61	12.42	21.11	21.11	21.11
其他流动负债	4556.35	13453.39	10219.74	39183.77	39302.41	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	30462.26	38127.33	35064.32	68003.48	71405.06	利润总额	663.38	979.93	1170.29	1328.13	1760.71
长期借款	1200.00	379.10	379.10	379.10	379.10	所得税	94.34	202.76	206.13	233.93	310.12
其他非流动负债	498.15	4648.04	4648.04	4648.04	4648.04	净利润	569.04	777.18	964.16	1094.21	1450.60
非流动负债合计	1698.15	5027.15	5027.15	5027.15	5027.15	少数股东损益	0.19	-0.20	-31.69	-35.97	-47.68
负债合计	32160.41	43154.48	40091.46	73030.63	76432.21	归母净利润	568.85	777.38	995.86	1130.17	1498.28
股本	2768.65	2768.65	2768.65	2768.65	2768.65	EBITDA	1088.79	2165.22	2843.12	2978.16	3394.47
资本公积	10142.84	8330.27	8330.27	8330.27	8330.27	NOPLAT	480.61	745.09	947.35	1025.27	1335.40
留存收益	3637.56	4206.93	4743.73	5352.92	6160.54	EPS(元)	0.21	0.28	0.36	0.41	0.54
归属母公司权益	16549.04	15305.85	15842.65	16451.84	17259.46	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	53.22	0.00	-31.69	-67.66	-115.34	成长能力					
股东权益合计	16602.26	15305.85	15810.95	16384.18	17144.11	营收增长率	2.48%	-2.37%	5.00%	16.00%	12.00%
负债和股东权益合计	48762.67	58460.33	55902.42	89414.81	93576.32	EBIT 增长率	10.87%	50.85%	20.98%	8.21%	30.18%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBITDA 增长率	1.47%	98.86%	31.31%	4.75%	13.98%
税后经营利润	569.04	777.18	921.55	1051.59	1407.98	归母净利润增长率	1.94%	36.66%	28.10%	13.49%	32.57%
折旧与摊销	457.20	1212.44	1690.43	1730.89	1770.78	盈利能力					
财务费用	-31.79	-27.15	-17.61	-80.87	-137.02	毛利率	5.85%	7.82%	8.00%	8.00%	8.50%
投资损失	-95.19	-160.77	0.00	0.00	0.00	净利率	1.66%	2.32%	2.74%	2.68%	3.18%
营运资金变动	-516.65	542.72	-3654.78	28023.52	-768.66	营业利润率	1.93%	2.93%	3.37%	3.29%	3.88%
其他经营现金流	122.75	388.41	0.00	0.00	-0.00	ROE	3.44%	5.08%	6.29%	6.87%	8.68%
经营性现金净流量	505.36	2732.82	-1060.41	30725.14	2273.08	ROA	1.17%	1.33%	1.78%	1.26%	1.60%
资本支出	736.39	-3078.54	100.00	0.00	0.00	ROIC	2.53%	4.13%	11.41%	9.58%	-7.45%
长期投资	-84.02	235.54	0.00	0.00	0.00	估值倍数					
其他投资现金流	-3753.66	2086.48	-157.38	42.62	42.62	P/E	178.96	130.96	102.23	90.08	67.95
投资性现金净流量	-3101.30	-756.52	-57.38	42.62	42.62	P/S	2.97	3.04	2.90	2.50	2.23
短期借款	-1054.44	-132.24	-645.76	0.00	0.00	P/B	6.15	6.65	6.43	6.19	5.90
长期借款	1052.50	-820.90	0.00	0.00	0.00	股息率	0.33%	0.23%	0.45%	0.51%	0.68%
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	163.52	99.50	83.86	54.06	41.01
资本公积增加	0.62	-1812.57	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	94.86	43.78	34.00	22.64	19.62
其他筹资现金流	582.94	1300.43	-441.46	-440.11	-553.64	EV/NOPLAT	214.89	127.23	102.03	65.76	49.87
筹资性现金净流量	581.62	-1465.27	-1087.21	-440.11	-553.64						
现金流量净额	-2013.11	502.75	-2205.00	30327.64	1762.05						

资料来源: iFinD, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438