

中航西飞 (000768)

2021 年年报点评: 大幅调整关联交易存款限额, 或将收获大额订单

买入 (首次)

2022 年 04 月 06 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 32,700 | 41,193 | 52,711 | 67,981 |
| 同比 | -2% | 26% | 28% | 29% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 653 | 1,160 | 1,471 | 1,730 |
| 同比 | -16% | 78% | 27% | 18% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.24 | 0.42 | 0.53 | 0.62 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 114.58 | 64.50 | 50.84 | 43.25 |

事件: 公司发布 2021 年报: 2021 年实现营业收入 327 亿元, 同增-2.34%; 归母净利润 6.53 亿元, 同增-16.01%; 扣非归母净利润 5.68 亿元, 同增+52.94%, 低于市场预期。

投资要点

- **2020 年发生资产重组, 经营业绩有所波动。** 公司因 2020 年实施资产重组, 置出了贵州新安公司、西飞铝业公司, 因此 2021 年营收下降; 2021 年部分应收款项未收回, 计提信用减值损失 1.59 亿元, 较上年同期增加 0.86 亿元; 部分应收款项未收回导致短期借款增加, 发生利息费用 1.51 亿元, 较上年同期增加 0.77 亿元, 导致归母净利润下降。公司 2021 年毛利率为 7.5%, 归母净利率为 2.0%, 同比均下降 0.3 个百分点。
- **军民用大中型飞机龙头, 持续聚焦航空主业。** 公司是我国大中型军民飞机研制生产基地, 主营整机业务机型包括大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品, 飞机零部件产品研制已涵盖所有国产民用大中型飞机主力型号, 承担了新舟系列飞机、C919 大型客机、ARJ21 支线飞机、AG600 飞机的机身、机翼等关键核心部件研制工作, 同时积极参与国际合作与转包生产, 承担了波音 737 系列飞机垂尾、波音 747 飞机组合件, 空客公司 A319/A320 系列飞机机翼、机身等产品的制造工作。在 2020 年实施完成重大资产重组后, 聚焦航空主业, 形成军用航空、民用航空和航空服务三大产业为核心的全新发展格局。
- **大幅调整关联交易存款限额, 预计收获大额订单:** 公司将 2022 年度关联交易存款限额由 140 亿元调整至 750 亿元, 将原定可提供贷款额度由 80 亿元调整至 150 亿元, 不超过 100 亿元综合授信额度调整为 170 亿元。对比 2021 年中航沈飞、中航机电、航发动力等主机厂在获得大额订单前都有过上调过关联交易存款限额的操作, 预计公司后续或将收获大额订单, 迎来业务快速增长期。
- **盈利预测与投资评级:** 基于十四五期间军工行业高景气状态, 并考虑到公司在军机和民机领域的龙头地位, 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 11.60/14.71/17.30 亿元, 对应 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元及 0.62 元, 对应 PE 分别为 65/51/43 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 27.02 |
| 一年最低/最高价 | 23.32/39.83 |
| 市净率(倍) | 4.75 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 74,808.66 |
| 总市值(百万元) | 74,808.79 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.69 |
| 资产负债率(% ,LF) | 78.13 |
| 总股本(百万股) | 2,768.65 |
| 流通 A 股(百万股) | 2,768.64 |

相关研究

中航西飞三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 56,946 | 82,110 | 125,035 | 182,738 | 营业总收入 | 32,700 | 41,193 | 52,711 | 67,981 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 6,784 | 28,011 | 57,743 | 93,738 | 营业成本(含金融类) | 30,250 | 38,315 | 48,954 | 63,114 |
| 经营性应收款项 | 22,413 | 23,769 | 28,984 | 39,559 | 税金及附加 | 88 | 136 | 179 | 238 |
| 存货 | 24,858 | 26,787 | 33,548 | 42,377 | 销售费 | 436 | 618 | 791 | 1,020 |
| 合同资产 | 2,745 | 3,295 | 4,480 | 6,798 | 管理费用 | 824 | 1,318 | 1,581 | 2,039 |
| 其他流动资产 | 145 | 248 | 280 | 266 | 研发费用 | 237 | 247 | 316 | 408 |
| 非流动资产 | 15,043 | 15,143 | 15,092 | 14,886 | 财务费用 | 27 | 207 | 207 | 207 |
| 长期股权投资 | 1,820 | 1,808 | 1,697 | 1,385 | 加:其他收益 | 62 | 62 | 79 | 102 |
| 固定资产及使用权资产 | 8,689 | 8,727 | 8,733 | 8,790 | 投资净收益 | 77 | 62 | 105 | 136 |
| 在建工程 | 800 | 805 | 818 | 835 | 公允价值变动 | 3 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 无形资产 | 1,890 | 1,970 | 2,040 | 2,100 | 减值损失 | -182 | -23 | -28 | -43 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期待摊费用 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业利润 | 799 | 1,453 | 1,841 | 2,151 |
| 其他非流动资产 | 1,844 | 1,833 | 1,804 | 1,775 | 营业外净收支 | -9 | -14 | -15 | -18 |
| 资产总计 | 71,989 | 97,254 | 140,128 | 197,624 | 利润总额 | 790 | 1,439 | 1,826 | 2,133 |
| 流动负债 | 53,254 | 77,353 | 118,748 | 174,506 | 减:所得税 | 137 | 273 | 347 | 395 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 10,311 | 10,311 | 10,311 | 10,311 | 净利润 | 653 | 1,166 | 1,479 | 1,738 |
| 经营性应付款项 | 33,821 | 44,089 | 71,754 | 103,749 | 减:少数股东损益 | 0 | 6 | 7 | 9 |
| 合同负债 | 6,586 | 6,130 | 9,791 | 22,090 | 归属母公司净利润 | 653 | 1,160 | 1,471 | 1,730 |
| 其他流动负债 | 2,535 | 16,823 | 26,892 | 38,356 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.24 | 0.42 | 0.53 | 0.62 |
| 非流动负债 | 2,993 | 2,993 | 2,993 | 2,993 | EBIT | 753 | 558 | 890 | 1,162 |
| 长期借款 | 326 | 326 | 326 | 326 | EBITDA | 1,973 | 1,948 | 2,538 | 3,161 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 7.49 | 6.99 | 7.13 | 7.16 |
| 租赁负债 | 45 | 45 | 45 | 45 | 归母净利率(%) | 2.00 | 2.82 | 2.79 | 2.54 |
| 其他非流动负债 | 2,622 | 2,622 | 2,622 | 2,622 | 收入增长率(%) | -2.34 | 25.97 | 27.96 | 28.97 |
| 负债合计 | 56,247 | 80,346 | 121,742 | 177,499 | 归母净利润增长率(%) | -16.01 | 77.64 | 26.86 | 17.55 |
| 归属母公司股东权益 | 15,742 | 16,902 | 18,373 | 20,102 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 6 | 13 | 22 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 15,742 | 16,907 | 18,386 | 20,124 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 71,989 | 97,254 | 140,128 | 197,624 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|---------|--------|--------|--------|----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | -14,955 | 12,923 | 20,798 | 25,942 | 每股净资产(元) | 5.69 | 6.10 | 6.64 | 7.26 |
| 投资活动现金流 | -376 | -489 | -560 | -740 | 最新发行在外股份(百万股) | 2,769 | 2,769 | 2,769 | 2,769 |
| 筹资活动现金流 | 8,549 | 8,793 | 9,493 | 10,793 | ROIC(%) | 2.86 | 1.67 | 2.55 | 3.16 |
| 现金净增加额 | -6,780 | 21,227 | 29,732 | 35,995 | ROE-摊薄(%) | 4.15 | 6.86 | 8.01 | 8.60 |
| 折旧和摊销 | 1,220 | 1,390 | 1,647 | 2,000 | 资产负债率(%) | 78.13 | 82.62 | 86.88 | 89.82 |
| 资本开支 | -644 | -1,533 | -1,759 | -2,167 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 114.58 | 64.50 | 50.84 | 43.25 |
| 营运资本变动 | -17,072 | 6,002 | 18,190 | 22,595 | P/B(现价) | 4.75 | 4.43 | 4.07 | 3.72 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

