

中航西飞(000768)

报告日期: 2022年08月30日

中报扣非业绩大增 60%超预期, 大额款项彰显需求高景气

——中航西飞公司点评报告

投资要点

- 公司发布 2022 年半年报, 营收同比增长 27%, 归母净利润同比增长 44%**
业绩增长超预期: 公司发布 2022 年半年报, 实现营业收入 191 亿元, 同比增长 27%; 实现归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 44%; 实现扣非归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 60%。其中子公司航空工业陕飞实现营业收入 66 亿元, 实现净利润 2.7 亿元, 同比增加 500%。
单季度创新高: 分季度看, 公司 2022Q2 实现单季实现营业收入 116 亿, 同比增长 39%; 单季实现归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 64%。公司 2022Q2 营收、归母净利润均创新高, 表明公司随主力型号逐渐放量, 盈利能力不断增强, 后期业绩释放有望加速。
 2022 年 H1 公司毛利率 7.4%, 同比提升 0.9pct, 主要系产品成熟度略有提升; 公司净利率为 2.5%, 同比提升 0.3pct, 较毛利率提升幅度缩窄是由于 1、财务费用增加 1.34 亿元, 因流动资金借款增加导致利息支出增加; 2、研发费用增加 0.8 亿元, 因公司自筹资金在研型号较多。
大额款项下达有力保障长期业绩: 报告期内, 航空工业财务合计存入 438 亿元, 对比 2021H1 发生额-80 亿元有显著增长; 公司期末合同负债为 264 亿, 较期初增加 199 亿元, 证明公司主力型号运输机大额合同已签署、大额预付款已到账, 公司现金流状况大幅改善。我们认为大额款项的下达有力保障公司长期业绩发展, 公司业务有望维持高景气态势不改。
 公司业绩超预期增长, 大额款项彰显长期发展高景气, 后期随产能释放+规模经济效益业绩增长有望加速; 同时 2022 年迎国企改革三年行动收官之年, 预计军工国企“股权激励”等相关改革举措将加速推进, 公司有望持续受益。
- 公司重要产品放量在即, 2022 年有望迎来业绩拐点**
公司 2022 年有望迎来业绩拐点: (1) 大订单或涉及产品价格调整, 公司毛利率将提升; (2) 费用将显著减少: 公司 2021 年利息费用 1.5 亿、应收账款信用减值 1.6 亿, 分别较 2020 年增加 0.8 亿、0.9 亿, 大额预付款到位后预计均将减少; (3) 利息收入将增加: 参考中航沈飞、航发动力, 2021 全年预付款到位后利息收入分别为 2.8 亿、1.2 亿, 分别较 2020 增加 1.7 亿、0.9 亿。
- 中航西飞: 预计未来 3 年业绩复合增速超 40%**
 预计 2022-2024 年公司归母净利润 10.1/14.9/19.4 亿, 同比增长 54%/ 48% / 31%, PE 为 78/53/40 倍, PS 为 1.9/1.5/1.3 倍。**公司 PS 估值在整机厂中偏低, 2022 年预计将迎业绩拐点, 实现盈利、估值双重提升, 持续推荐, 维持“买入”评级。**
- 风险提示:** 公司产品交付进度不及预期; 相关改革举措推进不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	32700	40268	50948	61276
(+/-) (%)	-2.34%	23.14%	26.52%	20.27%
归母净利润	653	1006	1487	1943
(+/-) (%)	-16.01%	54.14%	47.80%	30.65%
每股收益(元)	0.24	0.36	0.54	0.70
P/E	120	78	53	40

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

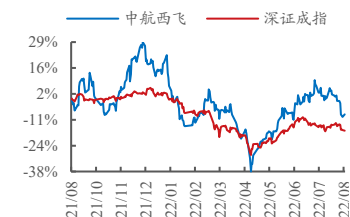
分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghua jun@stocke.com.cn

联系人: 王浩若
 wangjieruo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥28.21
总市值(百万元)	78,103.48
总股本(百万股)	2,768.65

股票走势图



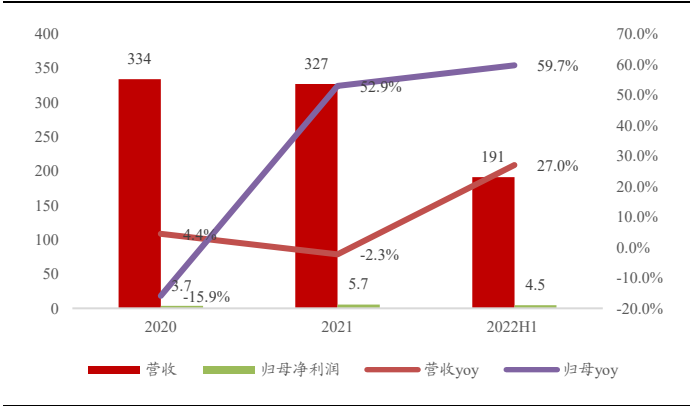
相关报告

- 1 《【浙商国防】中航西飞: 新一代“运油-20”投入练兵备战, 稀缺性战略地位不断凸显》2022.08.01
- 2 《【浙商国防】中航西飞总结“国企改革三年行动”成果, 后续有望持续受益-20220628》2022.06.28
- 3 《【浙商国防】中航西飞: 控股股东一致行动人增持彰显信心; 大飞机龙头迎业绩拐点-20220609》2022.06.10

公司发布 2022 年半年报, 实现营业收入 191 亿元, 同比增长 27%; 实现归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 44%; 实现扣非归母净利润 4.8 亿元, 同比增长 60%。其中子公司航空工业陕飞实现营业收入 66 亿元, 实现净利润 2.7 亿元, 同比增加 500%。

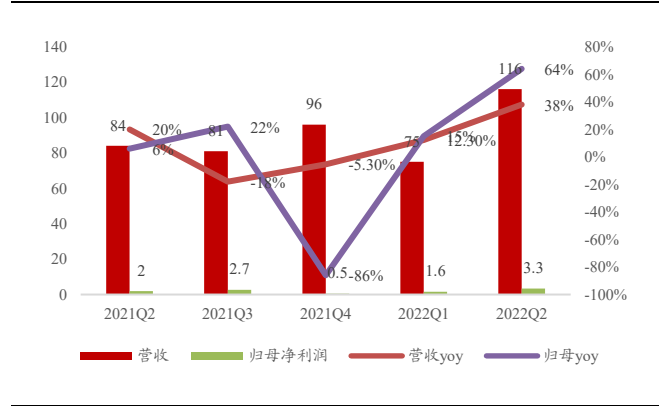
分季度看, 公司 2022Q2 实现单季实现营业收入 116 亿, 同比增长 39%; 单季实现归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 64%。公司 2022Q2 营收、归母净利润均创新高, 表明公司随主战型号逐渐放量, 盈利能力不断增强, 后期业绩释放有望加速。

图1: 公司 2022H1 营收/归母净利润同比增加 27%, 44%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 公司 2022Q2 营收、归母净利润均创历史新高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2022 年 H1 公司毛利率 7.4%，同比提升 0.9pct，主要系产品成熟度略有提升；公司净利率为 2.53%，同比提升 0.3pct，较毛利率提升幅度缩窄是由于 1、财务费用增加 1.34 亿元，因流动资金借款增加导致利息支出增加；2、研发费用增加 0.8 亿元，因公司自筹资金在研型号较多。

大额款项下达有力保障长期业绩：报告期内，航空工业财务合计存入 438 亿元，对比 2021H1 发生额-80 亿元有显著增长；公司期末合同负债为 264.43 亿，较期初增加 198.57 亿元，证明公司主力型号运输机大额合同已签署、大额预付款已到账，公司现金流状况大幅改善。我们认为大额款项的下达有力保障公司长期业绩发展，公司业务有望维持高景气态势不改。

表1: 可比公司估值及盈利预测

代码	证券简称	总市值	归母净利润 (亿)			PE			PB
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	MRQ
600038	中直股份	259	12.42	15.68	-	21	17	-	2.7
000768	中航西飞	781	10.06	14.87	19.43	78	53	40	4.9
600893	航发动力	1330	14.83	19.47	26.41	90	68	50	3.5
600316	洪都航空	182	2.29	3.56	5.22	79	51	35	3.5
600760	中航沈飞	1208	22.11	28.90	38.37	55	42	31	10.1
	平均值	752	12.34	16.50	22.36	64	46	39	4.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

风险提示: 公司产品交付进度不及预期; 相关改革举措推进不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	56946	55822	67210	77400
现金	6611	8915	9640	8389
交易性金融资产	173	174	173	173
应收账款	18842	14453	15580	18541
其它应收款	7	9	11	14
预付账款	3571	4363	5489	6635
存货	24858	25883	34063	41364
其他	2883	2024	2255	2284
非流动资产	15043	16009	18034	18524
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1820	2055	1898	1924
固定资产	8633	9460	10813	11268
无形资产	1890	2279	2853	3119
在建工程	766	654	622	349
其他	1935	1560	1848	1863
资产总计	71989	71831	85244	95924
流动负债	53254	52540	64179	73805
短期借款	10149	10926	10004	8400
应付款项	33820	32779	43095	54841
预收账款	1	688	436	612
其他	9283	8147	10643	9953
非流动负债	2993	2931	3633	3186
长期借款	326	326	326	326
其他	2667	2605	3307	2860
负债合计	56247	55471	67811	76991
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	15742	16360	17433	18933
负债和股东权益	71989	71831	85244	95924

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(14955)	4209	5085	2627
净利润	653	1006	1487	1943
折旧摊销	1206	682	807	900
财务费用	27	457	443	376
投资损失	(77)	(18)	(6)	3
营运资金变动	(11655)	2579	10549	6419
其它	(5109)	(498)	(8195)	(7014)
投资活动现金流	(376)	(2016)	(2594)	(1419)
资本支出	431	(1341)	(2051)	(1005)
长期投资	(3)	(217)	146	(25)
其他	(803)	(458)	(688)	(389)
筹资活动现金流	8549	111	(1766)	(2459)
短期借款	9503	777	(921)	(1604)
长期借款	(53)	0	0	0
其他	(901)	(665)	(845)	(855)
现金净增加额	(6782)	2304	725	(1252)

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	32700	40268	50948	61276
营业成本	30250	36766	46371	55981
营业税金及附加	88	108	136	164
营业费用	436	493	637	613
管理费用	824	926	1070	1164
研发费用	237	235	331	400
财务费用	27	457	443	376
资产减值损失	182	142	212	271
公允价值变动损益	3	3	3	3
投资净收益	77	18	6	(3)
其他经营收益	63	70	67	67
营业利润	799	1232	1824	2375
营业外收支	(9)	(5)	(6)	(6)
利润总额	790	1226	1818	2369
所得税	137	220	331	426
净利润	653	1006	1487	1943
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	653	1006	1487	1943
EBITDA	2424	2348	3039	3623
EPS (最新摊薄)	0.24	0.36	0.54	0.70

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-2.34%	23.14%	26.52%	20.27%
营业利润	-18.62%	54.10%	48.14%	30.20%
归属母公司净利润	-16.01%	54.14%	47.80%	30.65%
获利能力				
毛利率	7.49%	8.69%	8.98%	8.64%
净利率	2.00%	2.50%	2.92%	3.17%
ROE	4.21%	6.27%	8.80%	10.69%
ROIC	3.54%	4.56%	5.91%	7.38%
偿债能力				
资产负债率	78.13%	77.22%	79.55%	80.26%
净负债比率	18.91%	20.90%	15.76%	11.75%
流动比率	1.07	1.06	1.05	1.05
速动比率	0.60	0.57	0.52	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.56	0.65	0.68
应收账款周转率	2.93	2.48	3.47	3.64
应付账款周转率	1.38	1.46	1.63	1.51
每股指标(元)				
每股收益	0.24	0.36	0.54	0.70
每股经营现金	(5.40)	1.52	1.84	0.95
每股净资产	5.69	5.91	6.30	6.84
估值比率				
P/E	119.62	77.61	52.51	40.19
P/B	4.96	4.77	4.48	4.13
EV/EBITDA	44.14	35.20	26.89	22.32

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“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>