

中航西飞 (000768.SZ)

高质量完成均衡交付目标，股权激励保障公司长期发展

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,700	37,660	49,463	60,894	72,128
增长率 yoy (%)	-2.3	15.2	31.3	23.1	18.5
归母净利润(百万元)	653	523	798	1,061	1,319
增长率 yoy (%)	-16.0	-19.8	52.5	32.9	24.3
ROE (%)	4.1	3.2	8.3	10.2	8.2
EPS 最新摊薄(元)	0.23	0.19	0.29	0.38	0.47
P/E(倍)	108.8	135.8	89.0	67.0	53.9
P/B(倍)	4.5	4.4	4.3	4.1	3.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

事件: 2023 年 4 月, 中航西飞发布 2022 年度报告。2022 年公司实现营业收入 376.6 亿元, 同比增长 15.17%; 实现归母净利润 5.23 亿元, 同比减少 19.84%; 实现扣非后归母净利润 4.18 亿元, 同比减少 26.33%; 实现毛利率 7.7%, 较上年下降 0.51pcts。

装备放量, 国产大飞机批产, 军民品业务双轮驱动, 国际转包业务向好。中国商飞预计, 到 2041 年中国将成为全球最大单一航空市场。随着国产型号市占率的稳步提升, 预计未来 20 年国产客机交付数量约为 2488 架, 总价值超 2 万亿元, 行业复合增速约 15%。2022 年 12 月 20 日, 随着本年度最后一个试飞科目的完成, 中航西飞 2022 年批生产试飞任务全面完成, 实现了“2323”均衡生产目标和年度超产目标, 全年任务完美收官。在军品业务方面, “十四五”是我国装备放量期, 运-20 及其延伸机型将实现产能爬坡, 在研轰炸机的研发将带来持续发展动能, 公司作为国内军用运输机和轰炸机总装平台有望得到长期受益。

随着全球经济逐步复苏预期增强, 未来民用航空市场需求依然强劲, 民机零部件制造产业发展前景广阔。公司在机身、机翼等部件集成制造核心技术的优势将持续显现, 同时经营业绩将逐步受益于 ARJ21 飞机、C919 飞机等国产民用飞机的批量化交付而进一步提升。

国际转包生产方面, 公司保持与波音、空客等民用飞机制造企业的良好合作关系, 随着国际民用航空市场的逐渐恢复, 完整领先的生产制造体系竞争优势将进一步体现, 研发技术能力的不断提升也将为丰富双方合作层级及内涵提供坚实基础。2022 年 3 月 24 日, 首架在我国完成总装的空客 A321 飞机正式交付给航空公司, 该飞机机翼由中航西飞制造, 空客 A321 机翼项目研制于 2022 年 2 月在中航西飞正式启动。至今, 中航西飞已顺利交付 7 架 A321 机翼产品。空客 A321 机翼项目自投产以来, 以稳定、优质、准时的交付品质赢得了客户信任, 展现了中航西飞在国际合作中优秀的项目交付水平。

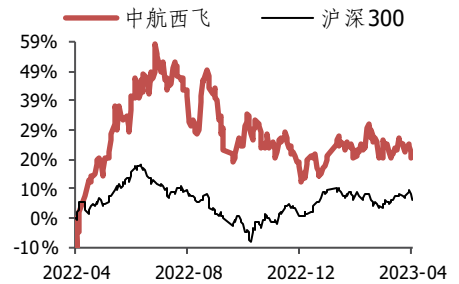
航空服务方面, 随着人民军队训练强度与实战能力的不断提升, 未来武器装备的维保需求潜力较大, 航空服务产业将迎来良好的发展机遇。公司将持续深入开展服务保障模式创新, 打造以整机维修、零部件维修、定检和服务保障等业务为支撑的航空服务产业发展平台, 全面构建基于全寿命周

增持 (维持评级)

股票信息

行业	国防军工
2023 年 4 月 21 日收盘价(元)	25.54
总市值(百万元)	71,045.64
流通市值(百万元)	70,711.07
总股本(百万股)	2,781.74
流通股本(百万股)	2,768.64
近 3 月日均成交额(百万元)	556.27

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 付浩

执业证书编号: S1070523030001

邮箱: fuhao@cgws.com

联系人 孙培德

执业证书编号: S1070121050045

邮箱: sunpeide@cgws.com

相关研究

- 1、《首期股权激励落地 绑定核心人才利好长期发展—中航西飞(000768)公司动态点评》2022-12-01
- 2、《营收同比上升 22.66%, 公司业绩持续增长—中航西飞(000768)公司动态点评》2022-11-01
- 3、《业绩高速增长, 大额款项在手—中航西飞(000768)公司动态点评》2022-09-02

期、全要素能力、全区域布局的航空维修服务保障体系，以优质服务促进市场开拓。

提升单位精益运营能力，高质量完成均衡交付目标。报告期内，公司实现营业收入 376.6 亿元，完成年计划的 103.18%。全员劳动生产率 60.51 万元/人，完成年计划的 182.86%。在军机产品方面，按期完成了各型军机的生产交付任务，确保国家防务的需要。在民机产品方面，按计划节点完成了新舟系列飞机、AG600、C919、ARJ21 等民机型号的大部件及零件交付任务。在国际合作项目上，A321 机翼项目如期开工并完成首架产品交付，巩固了公司作为空客公司亚洲地区一级供应商的核心地位，对公司国际转包业务的长远发展具有重要战略意义。公司围绕“高质量、高效率、低成本、准时化”的高级均衡交付目标，深入推进 AOS 管理体系 3.0 阶段建设，全面建立“流程所有者分级授权机制”；构建精益工厂建设 2.0 评价标准，推动精益工厂建设迈向持续改善阶段，并试点开展模拟经营业绩管理工作，进一步提升内部单位精益运营能力，高质量完成 2022 年均衡交付目标任务。

股权激励激发员工积极性，有利于公司长期发展。中航西飞发布 10 年期股权激励计划，并将 2023 年 2 月 7 日作为第一个限制性股票首次授予日，公司 2023 年第一次临时股东大会审议通过股权激励计划相关议案，并已经完成第一期限限制性股票激励计划的首次授予登记工作，合计向公司高管等 261 人授予为 1309.5 万股限制性股票，授予价格为每股 13.45 元/股，占当前总股本比例 0.4730%。激励计划首次及预留授予的限制性股票授予时的业绩条件如下：①2021 年度公司净资产现金回报率（EOE）不低于 11%，且不低于对标企业 50 分位值；②2021 年度公司归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 12%，且不低于对标企业 50 分位值；③2021 年度公司经济增加值改善值 ΔEVA 大于 0。限制性股票解除限售时的业绩条件为：①2023/2024/2025 年净资产现金回报率不低于 11.5%/12%/12.5%，且不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；②以 2021 年度为基数，2021-2023/2021-2024/2021-2025 年净利润复合增长率分别不低于 15%/15%/15%；③2023/2024/2025 年 ΔEVA 大于 0。本次限制性股票激励计划有助于充分调动董事、高级管理人员与骨干员工的工作积极性，并将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，促进经营业绩平稳快速提升，有利于公司长期发展。

投资建议：中航西飞是我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是我国最大的运输机研制生产基地，是新舟系列飞机、C919 大型客机、ARJ21 支线飞机、AG600 飞机以及国外民用飞机的重要零部件供应商。十四五期间，航空装备需求放量，军机产品有望充分获益。另外，随着国产大飞机后续批量生产，民机业务有望实现快速增长。根据模型测算，公司的业绩预计将，预计 2023 年至 2025 年归母净利润分别为 7.98/10.61/13.19 亿元，EPS 分别为 0.29/0.38/0.47，对应 P/E 分别为 89.0/67.0/53.9 倍。给予“增持”评级。

风险提示：研发不及预期风险；订单不及预期风险；原材料价格及供应风险、政府补助不及预期；产品研发进度不及预期

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	56946	67308	125627	112917	175225
现金	6611	26352	34610	42609	50470
应收票据及应收账款	18842	7898	42247	19487	57433
其他应收款	9	9	47	12	48
预付账款	3571	3703	5851	5911	8021
存货	24858	26249	37664	40308	52577
其他流动资产	3054	3096	5208	4590	6676
非流动资产	15043	14866	16831	18514	19771
长期投资	1820	1688	1504	1309	1109
固定资产	8633	8302	10279	12092	13459
无形资产	1890	1814	1820	1740	1741
其他非流动资产	2700	3061	3228	3374	3462
资产总计	71989	82174	142458	131431	194996
流动负债	53254	64067	123160	110448	172355
短期借款	10149	1849	65924	38698	91504
应付票据及应付账款	33820	34928	39923	54070	62184
其他流动负债	9285	27290	17313	17680	18667
非流动负债	2993	1973	2005	2016	1974
长期借款	326	224	257	268	225
其他非流动负债	2667	1749	1749	1749	1749
负债合计	56247	66039	125165	112464	174328
少数股东权益	0	0	637	1520	1902
股本	2769	2769	2769	2769	2769
资本公积	8331	8332	8332	8332	8332
留存收益	4047	4335	5232	6414	7410
归属母公司股东权益	15742	16134	16656	17447	18766
负债和股东权益	71989	82174	142458	131431	194996

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	86	46	823	795	-480
净利润	137	308	756	1051	852
折旧摊销	98	117	53	70	93
财务费用	3	6	25	18	35
投资损失	-1	-13	4	1	-3
营运资金变动	-231	-467	36	-255	-1339
其他经营现金流	79	95	-50	-90	-119
投资活动现金流	-144	-182	-122	-169	-220
资本支出	113	146	125	173	225
长期投资	-30	-38	7	6	3
其他投资现金流	-1	2	-4	-1	3
筹资活动现金流	101	-37	-27	-27	-39
短期借款	50	15	0	0	0
长期借款	0	30	-3	-4	-4
普通股增加	3	0	0	0	0
资本公积增加	48	20	0	0	0
其他筹资现金流	-0	-102	-24	-23	-35
现金净增加额	43	-173	675	600	-738

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32700	37660	49463	60894	72128
营业成本	30250	35004	43774	53404	63617
营业税金及附加	88	487	260	201	436
销售费用	436	436	435	317	375
管理费用	824	895	1177	1449	1717
研发费用	237	309	391	481	570
财务费用	27	-121	2011	3028	3707
资产和信用减值损失	-24	-1	0	0	0
其他收益	62	94	77	82	79
公允价值变动收益	3	-42	25	-0	-3
投资净收益	77	-86	20	4	-1
资产处置收益	1	1	28	8	10
营业利润	799	583	1661	2250	1967
营业外收入	6	29	16	15	17
营业外支出	15	4	11	11	10
利润总额	790	608	1666	2255	1973
所得税	137	85	230	311	272
净利润	653	523	1436	1943	1701
少数股东损益	0	0	637	882	382
归属母公司净利润	653	523	798	1061	1319
EBITDA	2434	1157	4105	5886	6467
EPS (元/股)	0.23	0.19	0.29	0.38	0.47

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	37.5	49.0	51.0	49.2	45.1
营业利润 (%)	52.0	118.5	136.2	39.1	-19.1
归属母公司净利润 (%)	87.9	98.1	40.1	36.5	17.9
获利能力					
毛利率 (%)	56.6	55.4	71.8	67.7	51.1
净利率 (%)	17.3	26.1	42.4	39.5	22.0
ROE (%)	9.8	18.0	30.6	29.9	19.5
ROIC (%)	8.9	17.3	33.5	36.6	23.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.7	34.3	27.4	40.7	41.3
净负债比率 (%)	-3.4	5.6	-23.5	-33.7	-10.3
流动比率	2.4	2.4	3.1	2.2	2.2
速动比率	1.5	1.7	2.5	1.6	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1.7	1.8	2.0	2.0	1.9
应付账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.53	0.75	1.02	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.15	0.08	1.46	1.41	-0.85
每股净资产 (最新摊薄)	2.17	2.71	3.45	4.46	5.66
估值比率					
P/E	86.7	43.8	31.2	22.9	19.4
P/B	10.7	8.6	6.7	5.2	4.1
EV/EBITDA	50.8	28.0	15.0	10.9	13.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686