

中航西飞 (000768)

 证券研究报告
 2023年04月20日

增值税改革致22年业绩承压, 23Q1归母净利润预增41~65%, 盈利能力拐点可期

事件: 4月17日, 公司发布2022年年度报告

- 增值税改革致22年业绩承压, 23Q1归母净利润+41~65%, 盈利能力拐点可期

2023年Q1公司预计实现归母净利润2.18~2.55亿元, 同比+41~65%, 预计实现扣非归母净利润2.01~2.38亿元, 同比+33~57%, 主要原因为航空产品产量增加, 营收拐点显著体现。

2022年公司实现营业收入376.6亿元, 同比+15.17%, 实现归母净利润5.23亿元, 同比-19.84%, 实现扣非归母净利润4.18亿元, 同比-26.33%, 主要原因为本期缴纳增值税增加, 导致税金及附加较上年同期增加4亿元。

2022年公司实现销售毛利率7.05%, 同比-0.44pcts, 实现销售净利率1.39%, 同比-0.61pcts, 主要为缴纳增值税增加导致。期间费用端, 公司期内发生销售费用4.36亿元(+0.08%), 管理费用8.95亿元(+8.67%), 财务费用-1.21亿元(主要原因为利息收入和汇兑收益增加), 研发投入3.09亿元(+30.31%, 主要原因为公司自筹项目研发投入增加), 整体实现销售期间费用率4.03%, 同比-0.63pcts, 提质增效工作成果显著。我们认为, 当前公司处于产品结构调整阶段, 随着新型号产品订单持续落地, 产量逐步提升, 规模效应将逐步体现, 同时叠加公司首次股权激励落地, 管理层积极性或将得到充分调动, 提质增效与成本管控工作有望进一步推进, 公司盈利能力有望进入持续上升轨道。

- 合同负债+247.11%, “十四五”大单采购落地, 产品交付有望持续加速

22年末公司合同负债达228.62亿元, 较期初+247.11%, 主要原因为期内预收产品货款增加。我们认为, 大额合同负债出现代表“十四五”大额采购落地, 下游大额预付款或将保证公司拓展规划与新品研制顺利进行, 公司有望依托充裕的现金流进一步提质增效, 增强盈利能力, 同时, 公司产品交付速度有望持续加速, 公司业绩或将步入快速成长轨道。

- 首次股权激励计划出炉, 经营业绩有望迈入长期改善轨道段

2022年11月公司首次股权激励落地, 标志着公司10年期长期激励计划正式启动。我们认为, 当前军品定价机制或将迎来改革, 公司降本增效空间较大, 叠加股权激励充分调动管理层积极性, 公司经营业绩有望迈入长期改善轨道, 预期产品成熟期公司净利率水平有望提升至5%-8%。

- 军民用大中型飞机研发制造龙头平台, 有望充分受益于市场高景气阶段

我国战略空军对远程高机动运输和打击要求高, 对应大型飞机平台中/远程战略轰炸机及新一代多谱系运输机平台亟待发展型号品种, 公司军品业务有望受益于我军航空装备升级换代, 未来3-5年有望出现多型号全谱系拓展, 带动业绩持续快速增长; 同时随着我国大飞机项目的逐步落地, 公司相关民用产品有望进一步放量, 同时公司经营能力持续改善, 看好公司未来长期发展。

盈利预测与评级: 公司军品业务将受益于我军航空装备升级换代, 未来3-5年有望持续快速增长; 同时随着我国大飞机项目的逐步落地, 公司相关民用产品有望进一步放量, 同时公司经营能力持续改善, 看好公司未来长期发展。由于军品增值税改革, 我们将公司在2023-2024年的预测归母净利润由13.14/16.18亿元调整为10.64/16.03亿元, 2025年预测归母净利润为22.00亿元, 对应P/E为66.66/44.22/32.23X, 维持“买入”评级。

风险提示: 军品业务波动的风险, 新型号装备研制不达预期的风险, 企业经营状况及盈利能力不达预期的风险等, 业绩预告是初步测算结果, 具体财务数据以公司披露的一季报为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,699.77	37,660.03	43,083.07	49,674.78	57,722.09
增长率(%)	(2.34)	15.17	14.40	15.30	16.20
EBITDA(百万元)	2,412.06	1,923.36	2,297.05	2,938.30	3,534.91
归属母公司净利润(百万元)	652.91	523.35	1,063.70	1,603.34	2,200.32
增长率(%)	(16.01)	(19.84)	103.25	50.73	37.23
EPS(元/股)	0.23	0.19	0.38	0.58	0.79
市盈率(P/E)	108.60	135.49	66.66	44.22	32.23
市净率(P/B)	4.50	4.39	4.14	3.78	3.38
市销率(P/S)	2.17	1.88	1.65	1.43	1.23
EV/EBITDA	42.70	22.77	28.66	15.93	16.32

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.49元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,781.74
流通A股股本(百万股)	2,768.64
A股总市值(百万元)	70,906.55
流通A股市值(百万元)	70,572.64
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	80.37
一年内最高/最低(元)	33.76/18.50

作者

李鲁靖 分析师
 SAC执业证书编号: S1110519050003
 lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
 SAC执业证书编号: S1110521080001
 liumingyang@tfzq.com

张明磊 分析师
 SAC执业证书编号: S1110523020002
 zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《中航西飞-半年报点评:归母净利润+43.79%, 合同负债+301.47%, “十四五”大单采购落地, 军民大飞机平台现业绩拐点》2022-09-01
- 2 《中航西飞-年报点评报告:日最高存款限额调增435.7%, “十四五”大单采购或将至》2022-04-02
- 3 《中航西飞-首次覆盖报告:军民双轨驱动, 中大型飞机龙头平台进入高景气阶段》2021-11-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,611.06	26,351.81	8,616.61	22,530.31	11,664.38
应收票据及应收账款	18,841.62	7,898.09	20,823.95	12,292.57	26,188.83
预付账款	3,571.21	3,703.10	6,285.79	4,275.06	7,818.92
存货	24,858.35	26,249.21	27,528.31	37,435.78	36,750.47
其他	318.01	928.99	2,808.00	4,355.88	3,759.08
流动资产合计	54,200.25	65,131.20	66,062.66	80,889.59	86,181.68
长期股权投资	1,819.65	1,688.17	1,688.17	1,688.17	1,688.17
固定资产	8,632.88	8,297.13	7,243.74	6,190.34	5,136.95
在建工程	799.55	646.93	646.93	646.93	646.93
无形资产	1,890.49	1,814.11	1,678.79	1,543.46	1,408.14
其他	1,900.77	2,419.43	2,041.24	2,119.68	2,192.56
非流动资产合计	15,043.35	14,865.77	13,298.87	12,188.58	11,072.75
资产总计	71,989.05	82,173.55	79,361.53	93,078.18	97,254.43
短期借款	10,148.93	1,849.32	4,416.84	20.00	20.00
应付票据及应付账款	33,820.23	34,927.85	37,250.34	48,749.91	50,437.24
其他	2,698.34	4,427.03	16,589.10	22,621.64	22,905.20
流动负债合计	46,667.49	41,204.20	58,256.28	71,391.55	73,362.44
长期借款	326.10	224.06	946.74	450.00	500.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,667.39	1,748.59	3,021.34	2,479.11	2,416.34
非流动负债合计	2,993.49	1,972.64	3,968.08	2,929.11	2,917.25
负债合计	56,247.38	66,039.34	62,224.37	74,320.66	76,279.69
少数股东权益	0.00	0.00	1.06	2.67	4.87
股本	2,768.65	2,768.65	2,781.74	2,781.74	2,781.74
资本公积	8,331.30	8,332.26	8,332.26	8,332.26	8,332.26
留存收益	4,047.18	4,335.20	5,398.90	7,002.24	9,202.56
其他	594.54	698.10	623.20	638.62	653.31
股东权益合计	15,741.67	16,134.21	17,137.16	18,757.52	20,974.73
负债和股东权益总计	71,989.05	82,173.55	79,361.53	93,078.18	97,254.43

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	652.91	523.35	1,063.70	1,603.34	2,200.32
折旧摊销	1,206.07	1,213.20	1,188.72	1,188.72	1,188.72
财务费用	160.57	156.41	(188.77)	(180.64)	(283.88)
投资损失	(76.99)	85.88	20.00	19.63	51.84
营运资金变动	(19,749.17)	27,074.91	(23,403.23)	16,129.97	(14,354.07)
其它	2,851.54	233.47	27.69	(2.25)	(4.10)
经营活动现金流	(14,955.06)	29,287.21	(21,291.89)	18,758.78	(11,201.18)
资本支出	2,721.57	1,435.45	(1,272.75)	542.23	62.76
长期投资	0.56	(131.48)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,097.97)	(2,126.92)	1,216.02	(554.15)	(101.99)
投资活动现金流	(375.83)	(822.95)	(56.73)	(11.92)	(39.23)
债权融资	8,805.81	(8,266.17)	3,675.24	(4,848.58)	359.79
股权融资	(216.72)	104.52	(61.81)	15.41	14.69
其他	(39.92)	(542.96)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	8,549.17	(8,704.61)	3,613.43	(4,833.16)	374.48
汇率变动影响	0.00	0.00	(60.00)	(70.00)	(40.00)
现金净增加额	(6,781.72)	19,759.66	(17,795.20)	13,843.69	(10,905.93)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	32,699.77	37,660.03	43,083.07	49,674.78	57,722.09
营业成本	30,250.39	35,003.75	39,593.34	45,268.63	52,325.08
营业税金及附加	87.54	487.28	560.08	645.77	750.39
销售费用	436.12	436.47	452.37	471.91	548.36
管理费用	823.63	895.04	947.83	993.50	1,096.72
研发费用	237.01	308.86	387.75	471.91	577.22
财务费用	26.79	(121.10)	(188.77)	(180.64)	(283.88)
资产/信用减值损失	(182.27)	(34.53)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
公允价值变动收益	3.49	(41.68)	26.63	(3.86)	(6.30)
投资净收益	76.99	(85.88)	(80.00)	(89.63)	(91.84)
其他	140.90	228.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	799.17	582.92	1,217.10	1,850.21	2,550.07
营业外收入	5.60	29.35	25.00	20.00	15.00
营业外支出	14.76	4.35	4.00	4.00	4.00
利润总额	790.01	607.92	1,238.10	1,866.21	2,561.07
所得税	137.10	84.57	173.33	261.27	358.55
净利润	652.91	523.35	1,064.76	1,604.94	2,202.52
少数股东损益	0.00	0.00	1.06	1.60	2.20
归属于母公司净利润	652.91	523.35	1,063.70	1,603.34	2,200.32
每股收益(元)	0.23	0.19	0.38	0.58	0.79

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-2.34%	15.17%	14.40%	15.30%	16.20%
营业利润	-18.62%	-27.06%	108.79%	52.02%	37.83%
归属于母公司净利润	-16.01%	-19.84%	103.25%	50.73%	37.23%
获利能力					
毛利率	7.49%	7.05%	8.10%	8.87%	9.35%
净利率	2.00%	1.39%	2.47%	3.23%	3.81%
ROE	4.15%	3.24%	6.21%	8.55%	10.49%
ROIC	39.17%	2.25%	-8.39%	11.91%	-36.50%
偿债能力					
资产负债率	78.13%	80.37%	78.41%	79.85%	78.43%
净负债率	25.58%	-149.38%	-16.81%	-116.34%	-51.88%
流动比率	1.07	1.05	1.13	1.13	1.17
速动比率	0.60	0.64	0.66	0.61	0.67
营运能力					
应收账款周转率	2.87	2.82	3.00	3.00	3.00
存货周转率	1.45	1.47	1.60	1.53	1.56
总资产周转率	0.50	0.49	0.53	0.58	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.23	0.19	0.38	0.58	0.79
每股经营现金流	-5.38	10.53	-7.65	6.74	-4.03
每股净资产	5.66	5.80	6.16	6.74	7.54
估值比率					
市盈率	108.60	135.49	66.66	44.22	32.23
市净率	4.50	4.39	4.14	3.78	3.38
EV/EBITDA	42.70	22.77	28.66	15.93	16.32
EV/EBIT	85.38	61.64	59.39	26.76	24.59

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com