

刘 荣 86-755-82943203
 liur@cmschina.com.cn
 王轶铭 86-755-82960334
 wangym@cmschina.com.cn

2009年2月3日

西飞国际(000768.SZ)/16.74元

西飞与空客签署A320机翼项目点评

工业·航天军工

目标估值: 19-20元

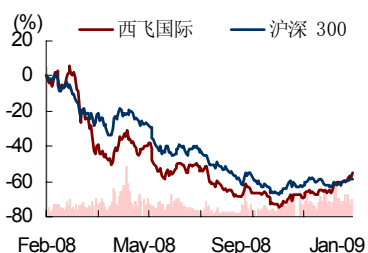
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2012
总股本(万股)	112619
已上市流通股(万股)	35388
总市值(亿元)	189
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	3.1
资产负债率	41.7%
主要股东	西安飞机工业(集团)
主要股东持股比例	57.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	34	-2	-54
相对表现	21	25	1



相关报告

- 1、《西飞国际(000768)-航空制造龙头企业,关注长期投资价值》2008/5/12
- 2、《西飞国际(000768)-外延增长提高中期业绩,涡桨客机研制能力提升》2008/7/23
- 3、《西飞国际(000768)-整机业务提升中期业绩,全年表现仍需观察》2008/8/7
- 4、《西飞国际(000768)-客观看待营业收入和净利润的增长》2008/10/22
- 5、《西飞国际(000768)-雏凤初展翅,希望在前方》2009/12/01

事件简述: 公司公告称: 公司于 2009 年 2 月 2 日在英国伦敦与空中客车公司签署 A320 系列飞机机翼总装项目合作框架协议。根据协议, 空客将与公司在空客 A320 系列飞机机翼总装方面进行合作, 在中国进行空客 A320 系列飞机机翼总装和测试工作。

事件点评:

- **西飞 A320 机翼项目为天津空客总装线配套:** 天津的空中客车公司与 2008 年 9 月已经开始总装 A320 飞机。目前进展顺利, 在 1 月 15 日, 四架空中客车 A320 系列飞机首次同时进行总装, 第五架飞机的部分大部件也已经抵达总装厂。天津空客计划在 2011 年年底实现月产 4 架份的目标。目前天津组装的空客飞机使用的是从英国布劳顿的工厂运来的机翼。
- **中国 A320 型飞机订单规模大:** A320 是目前最畅销的单通道飞机, 中国航空公司的确认订单累计为 719 架, 已交付 310 架, 还有 409 架订单没有交付。尽管受金融危机的影响, 我国航空公司大规模取消确认订单的可能性不大。天津 A320 总装线希望可以生产 50% 中国航空市场的 A320 飞机。
- **公司转包业务增长得到保证:** 公司已经将原计划投资与 A350 机身制造的资金转投 A320 机翼项目, 项目资金可以得到保证, 天津生产线将于 09 年 8 月竣工投产。第一架份总装的机翼将于 2010 年第一季度交付使用, 到 2010 年年底, 产量增加到每月 2 架份, 到 2011 年年底, 产量将增加到每月 4 架份。国际巨头估计 09 年依然可以保持生产稳定, 金融危机影响将在 2010 年真正体现出来, 该项目保证了公司未来的转包业务的增长。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级:** 我们认为, 该项目在 2010、2011 年对 EPS 贡献分别为 0.08、0.12 元, 估计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为: 0.44、0.55、0.68。考虑西飞作为中航飞机唯一的资本运作平台, 以及在大中型飞机制造领域的垄断地位, 给予更高的估值溢价, 按 10 年 35 倍 PE, 未来 6 个月目标估值区间为 19-20 元。维持“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1932	2169	8675	9542	11451
同比增长	64%	12%	300%	10%	20%
营业利润(百万元)	78	105	460	567	713
同比增长	82%	35%	338%	23%	26%
净利润(百万元)	70	92	399	491	618
同比增长	75%	31%	335%	23%	26%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.35	0.44	0.55
PE	149.8	114.4	47.3	38.4	30.5
PB	5.1	5.1	2.1	2.1	2.0

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1994	2352	11935	12237	13342
现金	208	421	4474	3188	3527
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	146	520	573	687
应收款项	242	239	822	905	1086
其它应收款	33	13	43	48	57
存货	1277	1314	5299	5826	5959
其他	227	219	776	1699	2027
非流动资产	1229	1236	1534	1970	2377
长期股权投资	165	138	138	138	138
固定资产	969	984	1364	1801	2209
无形资产	10	13	12	11	10
其他	84	101	21	21	21
资产总计	3223	3588	13469	14207	15719
流动负债	1091	1331	4365	4751	5821
短期借款	267	485	100	100	300
应付账款	271	446	1941	2123	2533
预收账款	231	78	1397	1529	1824
其他	322	322	926	999	1163
长期负债	0	0	100	100	100
长期借款	0	0	100	100	100
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1091	1331	4465	4851	5921
股本	626	626	1126	1126	1126
资本公积金	1166	1166	7128	7128	7128
留存收益	265	278	557	901	1334
少数股东权益	75	187	193	200	210
母公司所有者权益	2057	2071	8812	9156	9589
负债及权益合计	3223	3588	13469	14207	15719

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	86	95	(1604)	(600)	901
净利润			399	491	618
折旧摊销			98	131	165
财务费用			(9)	(23)	(3)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(2372)	(1206)	53
其它			280	7	69
投资活动现金流	(100)	(408)	(410)	(561)	(580)
资本支出			(410)	(561)	(580)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(27)	745	6066	(124)	18
借款变动			(285)	0	200
普通股增加			500	0	0
资本公积增加			5962	0	0
股利分配			(120)	(147)	(185)
其他			9	23	3
现金净增加额	(41)	433	4052	(1286)	339

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1932	2169	8675	9542	11451
营业成本	1622	1904	7764	8493	10134
营业税金及附加	2	3	9	10	11
营业费用	62	58	217	239	286
管理费用	133	61	234	258	309
财务费用	21	37	(9)	(23)	(3)
资产减值损失	29	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	13	5	0	0	0
营业利润	78	105	460	567	713
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	76	105	460	567	713
所得税	6	11	55	68	86
净利润	70	94	405	499	628
少数股东损益	(0)	2	6	7	9
母公司所有者净利润	70	92	399	491	618
EPS (元)	0.11	0.15	0.35	0.44	0.55

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	64%	12%	300%	10%	20%
营业利润	82%	35%	338%	23%	26%
净利润	75%	31%	335%	23%	26%
获利能力					
毛利率	16.1%	12.2%	10.5%	11.0%	11.5%
净利率	3.6%	4.2%	4.6%	5.1%	5.4%
ROE	3.4%	4.4%	4.5%	5.4%	6.4%
ROIC	3.8%	4.6%	4.3%	5.0%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	37.1%	33.1%	34.1%	37.7%
净负债比率	8.3%	13.5%	1.5%	1.4%	2.5%
流动比率	1.8	1.8	2.7	2.6	2.3
速动比率	0.7	0.8	1.5	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	1.4	1.5	2.3	1.5	1.7
应收帐款周转率	11.7	9.0	16.3	11.1	11.5
应付帐款周转率	6.9	5.3	6.5	4.2	4.4
每股资料(元)					
每股收益	0.11	0.15	0.35	0.44	0.55
每股经营现金	0.14	0.15	-1.42	-0.53	0.80
每股净资产	3.28	3.31	7.82	8.13	8.51
每股股利	0.13	0.10	0.11	0.13	0.16
估值比率					
PE	149.8	114.4	47.3	38.4	30.5
PB	5.1	5.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	39.9	28.1	10.0	8.2	6.3

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，证券从业七年，四年机械行业研究经验，曾获 2007 年新财富机械行业最佳分析师第二名。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，航天、军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。