

航空航天制造

真怡

0755-82026856
zhenyi@cjis.cn

6-12个月目标价：18.00元

当前股价：16.74元

评级变动：下调

基本资料

上证综指	1895.82
总股本(百万)	1126.19
流通股本(百万)	416.52
流通市值(亿)	69.72
EPS (TTM)	0.15
每股净资产(元)	7.69
资产负债率	41.69%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
股票价格	7.11	64.60	-4.89
上证综指	1.06	16.36	-28.20



相关报告

西飞国际—零部件到整机制造商的转变造就中航飞机的平台 2008/4/07
西飞国际-飞机制造业务链完整化带来利润增长 2008/4/25
西飞国际-大股东不减的信心 2008/6/30
西飞国际-收入利润双增无悬念，毛利率下降应受关注 2008/8/06
西飞国际-期权激励计划提出业绩增长要求 2008/09/09

西飞国际 600768

中性

A320 机翼总装框架协议又将是一个股价催化剂

公司公告：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，但未公告该框架协议所涉及的金额。该协议对业绩的影响将在2010年交付首架份总装机翼之后。这显示了公司将拥有大型飞机的大型关键部件制造水平，有利于提高转包业务份额，短期内对公司股价将有催化剂作用。

投资要点：

- 空客与公司在机翼项目上的合作早在1999年就已开始。机翼生产项目上的合作分为四个阶段。前三阶段公司相继为空客提供了A320系列飞机机翼前后缘四组件、机翼固定后缘和机翼翼盒。2007年7月公司向空客交付了空客A320系列飞机首架机翼翼盒。此次框架协议签署的为第四阶段机翼总装项目，即完成系统安装、活动翼面和其他结构件的安装，同时完成整个机翼的测试工作。
- 公司将在2010年1季度交付首架份，并于2010年年底开始每月生产2架份，2011年年底，每月生产4架份，这进一步显示了公司在大型飞机的关键部件制造上的能力。公司已启动天津滨海新区大型航空部件装配生产线项目建设，计划于2009年8月底竣工投产，在天津总装和经过测试的机翼将直接交付与之毗邻的空客天津总装厂，用于空客飞机总装。这对于空客公司来说，将充分利用中国的低成本优势，这也说明了在全球经济衰退的环境下，中国航空转包业务份额有进一步提升的可能性。
- 目前公司转包业务占总收入比重约为10%；军民用整机产品仍是收入的重要来源，约占收入比重的84%，整机产品中民机收入比重约为25%左右，军机的比重约为75%。我们在前期调低了09、10年转包业务的增速至15%，预计08-10年军机业务将处于平稳状态，民机在08年由于交付时点的原因增长较大，09、10年将趋于平稳。假设ARJ21于2010年实现量产，ARJ21零部件业务将在2010年以后出现高增长。
- 由于该协议尚为框架协议，且未披露协议金额，我们未考虑该协议对公司2010年后业绩的影响，预计公司08-10年EPS为0.32、0.36、0.49元，08-10年EPS复合增长率约25%，考虑到公司作为运输机业务的平台，未来6-12个月目标价为18.00元，目前PE已达45倍，下调评级至“中性”评级。

风险提示：

- 外贸业务增速有受到全球民用航空制造业订单下滑影响的风险；ARJ21后续定型量产是否能如期完成对公司2010年以后的盈利将有影响。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2169	8761	9605	11243
同比(%)	22%	304%	10%	17%
净利润	94	359	413	557
同比(%)	50%	283%	15%	35%
毛利率(%)	12.2%	10.0%	10.0%	10.9%
ROE(%)	4.2%	2.4%	2.7%	3.6%
每股收益(元)	0.15	0.32	0.36	0.49
P/E	200.94	52.75	45.87	33.96
P/B	8.35	1.25	1.23	1.21
EV/EBITDA	80	34	28	21

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

至 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1994	2352	16373	14944	16900
现金	208	421	4270	11446	2344
应收账款	242	239	1968	452	2380
其它应收款	17	13	119	45	129
预付账款	227	219	219	219	211
存货	1277	1314	9429	2347	11310
其他	22	146	369	435	525
非流动资产	1209	1236	2326	2761	3174
长期投资	166	138	153	152	148
固定资产	969	984	2094	2555	2973
无形资产	10	13	37	39	40
其他	63	101	43	15	12
资产总计	3203	3588	18700	17705	20073
流动负债	1075	1331	3665	2403	4438
短期借款	267	485	0	0	0
应付账款	271	446	2165	788	2651
其他	537	400	1500	1616	1787
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1075	1331	3665	2403	4438
少数股东权益	84	187	189	191	193
股本	626	626	1126	1126	1126
资本公积	1166	1166	13082	13082	13082
留存收益	251	278	638	903	1233
归属母公司股东权益合计	2043	2071	14846	15111	15442
负债和股东权益	3203	3588	18700	17705	20073

现金流量表

至 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	117	101	-6796	7944	-8210
净利润	63	94	359	413	557
折旧摊销	89	95	154	247	315
财务费用	21	37	-14	-43	-43
投资损失	-14	-5	-6	-8	-7
营运资金变动	-75	-112	-7441	7456	-9203
其它	34	-8	152	-120	170
投资活动现金流	117	101	-1299	-664	-708
资本支出	86	99	1221	678	726
长期投资	0	29	16	-1	-5
其他	204	228	-62	13	13
筹资活动现金流	44	179	11945	-104	-184
短期借款	55	218	-485	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	500	0	0
资本公积增加	0	0	11916	0	0
其他	-11	-39	14	-104	-184
现金净增加额	71	213	3849	7175	-9102

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

至 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1781	2169	8761	9605	11243
营业成本	1501	1904	7884	8648	10016
营业税金及附加	2	3	10	11	13
销售费用	62	58	234	256	300
管理费用	165	61	245	269	315
财务费用	21	37	-14	-43	-43
资产减值损失	0	5	2	2	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	14	5	6	8	7
营业利润	61	105	419	481	652
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	73	105	423	486	655
所得税	10	11	63	73	98
净利润	63	94	359	413	557
少数股东损益	-0	2	2	2	2
归属于母公司净	63	92	357	411	555
EBITDA	171	237	558	684	924
EPS (元)	0.10	0.15	0.32	0.36	0.49

主要财务比率

至 12 月 31 日	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	50.9%	21.8%	304.0%	9.6%	17.1%
营业利润	44.2%	72.4%	298.3%	14.7%	35.7%
净利润	79.3%	49.6%	283.2%	14.9%	34.9%
获利能力					
毛利率	15.7%	12.2%	10.0%	10.0%	10.9%
净利率	3.5%	4.3%	4.1%	4.3%	5.0%
ROE	2.9%	4.2%	2.4%	2.7%	3.6%
ROIC	4.2%	6.6%	3.8%	12.0%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	33.6%	37.1%	19.6%	13.6%	22.1%
净负债比率					
流动比率	1.85	1.77	4.47	6.22	3.81
速动比率	0.65	0.78	1.88	5.23	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.64	0.79	0.53	0.60
应收账款周转率	8	8	8	8	8
应付账款周转率	6.42	5.31	6.04	5.86	5.83
每股指标 (元)					
每股收益	0.06	0.08	0.32	0.36	0.49
每股经营现金流	0.10	0.09	-6.03	7.05	-7.29
每股净资产	1.89	2.00	13.35	13.59	13.88
估值比率					
P/E	300.58	200.94	52.75	45.87	33.96
P/B	8.86	8.35	1.25	1.23	1.21
EV/EBITDA	111	80	34	28	21

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

真怡，工学硕士，中投证券研究所军工行业研究员。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼
传真：(0755) 82026711
网站：<http://www.cjis.cn>

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
传真：(010) 66276939
网站：<http://www.cjis.cn>