

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

2009年2月19日

西飞国际(000768.SZ)/19.23元

中航飞机公司成立打造更大舞台

工业·航天军工

目标估值: 27-28元

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2210
总股本(万股)	112619
已上市流通股(万股)	35388
总市值(亿元)	217
流通市值(亿元)	68
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	29	42	-45
相对表现	14	49	9



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)-雏凤初展翅, 希望在前》2008/12/1
- 4、《西飞国际(000768)-西飞与空客签署 A320 机翼项目点评》2008/2/3
- 5、《西飞国际(000768)- ARJ21 大额合同助推公司发展》2008/2/15

事件简述: 中航飞机有限责任公司 09 年 2 月 18 日在西安挂牌成立。新公司由中航第 1 飞机设计研究院、西安飞机工业集团公司、陕西飞机工业集团公司、西安航空制动科技有限公司、中航起落架有限公司等企事业单位组成, 总资产达 335 亿元人民币。

事件点评:

- **中航飞机将提供公司更广阔的舞台:** 由最初的运输机公司到现在的中航飞机公司, 这不仅仅是名称变化。除陕飞以外, 一飞院、航空制动和中航起落架放在中航飞机中, 体现了中航工业对中航飞机公司的重视。西飞国际将在大中型飞机以及起落架、刹车系统等关键零部件领域拥有更加广阔的发展空间。
- **资产注入步伐或将加快:** 中航飞机公司成立以后, 西飞国际是旗下唯一的上市公司。资产注入更加明确。公司挂牌后, 各部门人员职责明确, 运作步伐也将加快。陕飞是我国主要战术运输机和特种飞机的制造商, 以及航空制动在航空刹车系统, 中航起落架在起落架等细分领域具备垄断地位, 注入上市公司后将丰富公司的产品线, 完善产业链条, 增强核心竞争力。在中航飞机的称谓下, 不能排除未来还有其他超出大家预期的资产注入。
- **公司 09-10 基本面保持稳定增长:** 公司军品业务在 09-10 年可以保持稳定, 在十二五期间公司军品订单将会明显增加。民机方面, 08 年没有交付的飞机将会在 09 年交付, 我们认为 08 年是一个相对低谷。转包业务由于新品种订单量的增加, 预计在 09 年将会保持 20-25% 的增长速度。整体而言, 我们认为公司的基本面在未来 2 年将保持健康平稳增长, 受国际经济危机的影响相对较小。预计 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.44、0.61、0.78 元。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:** 我们在上一份报告中上调了公司投资评级。我们认为: 公司发展前景明确, 基本面稳定, 可注入资产超出原来预期, 作为中航工业的龙头企业, 应该享受更高溢价。公司 DCF 模型估值为 27.5 元, 未来 6 个月目标估值区间为 27-28 元。维持“强烈推荐-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	10063	11773
同比增长	64%	12%	300%	16%	17%
营业利润(百万元)	78	105	448	564	791
同比增长	82%	35%	326%	26%	40%
净利润(百万元)	70	92	390	491	689
同比增长	75%	31%	326%	26%	40%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.35	0.44	0.61
PE	172.1	131.4	55.5	44.1	31.5
PB	5.9	5.8	2.5	2.4	2.2

资料来源: 招商证券

中航飞机有限责任公司成立

2009 年 2 月 18 日，中航飞机有限责任公司（以下简称中航飞机）成立，公司注册地在西安高新区。中航飞机由中航第一飞机设计研究院、西安飞机工业集团公司、陕西飞机工业集团公司、西安航空制动科技有限公司、中航起落架有限公司等企事业单位组成，注册资本 120 亿元，总资产达 335 亿元人民币，员工 3.5 万人。

中航飞机公司为多元投资结构，中航工业为控股股东，若干战略合作伙伴为参股股东，其中陕西省政府通过其投资公司投入十亿元资金成为中航飞机公司股东之一。中航飞机公司成立初期为独资公司，股权多元化工作将在一年内完成。

表 1：中航飞机主要成员单位

	注册资本(亿元)	主营业务
西安飞机工业集团公司	20.2	大中型飞机、航空零部件生产等
陕西飞机工业集团公司	7.4	战术运输机、特种飞机等
西安航空制动科技有限公司	3.3	飞机制动系统等
中航起落架有限公司	7.4	飞机起落架系统
中航飞机有限责任公司	122	

资料来源：中航工业、招商证券研发中心

根据中航飞机主要成员单位，我们认为：公司将主要负责我国未来大中型飞机的预研、型号设计、生产、销售、服务等一系列的工作。此外，中航起落架公司是在起落架细分领域具备核心竞争力和垄断地位，航空制动生产的航空刹车系统为起落架提供配套零部件，作为产业的上游，具有很强的技术进入壁垒。下面我们将简要介绍一下中航飞机中除西飞集团以外的企业。

1、陕西飞机工业集团公司

陕西飞机工业（集团）有限公司（简称陕飞集团），位于陕西省汉中市，隶属于中国航空工业集团公司，是经中央批准设立于 1969 年的我国研制、生产大、中型军民运输机的大型国有军工企业，估计现有总资产 31 亿元，占地面积 300 万平方米，职工近万人。2001 年，陕飞完成了全面的公司化改造，成为业务涉及飞机制造、汽车制造、大型工艺装备制造、建筑安装、交通运输、商贸服务等多领域的大型集团公司。

图 1：运 8 平衡木预警机



资料来源：招商证券研发中心

图 2：运 9 新型战术运输机



资料来源：招商证券研发中心

陕飞集团的主导产品有运 8 系列飞机，目前正在研制运 9 新型战术运输机。运 8 战术运输机的原型是苏联安-12，安-12 总共生产约 850 架，其中民用型约 200 架。安-12 是与大名鼎鼎的美国 C-130 同一级别的战术运输机。截止 1993 年，美国空军共购买 C-130 系列 1050 架。出口的 C-130H/L-100-20/30 等型共计 514 架，并有非常多的衍生型号。

陕飞集团 2007 年实现营业收入 11.1 亿元。陕飞在 05 年以后发展非常迅速，主要原因是运 8 飞机作为载机平台，在其基础上改进了一系列的特种飞机，例如：预警机等。2005 年 1 月 陕飞集团某新机型的首飞，标志着运八 III 类平台的诞生，2005 年 12 月 某新型机获得立项，开辟了运八飞机又一新的使用领域，为今后改进改型各种专业机型和特殊用途的飞机开辟了更为广阔的前景。2006 年 1 月 陕飞集团承担研制的某机型荣获“国防科技工业武器装备型号研制金奖”。

我们认为陕飞注入西飞国际，未来大中型运输机，特种飞机的研制实力将会进一步增强，减少不必要的内部竞争，有助于公司在大中型飞机领域增强垄断地位。

2、中航起落架股份有限公司

中航飞机起落架有限责任公司坐落在风景秀丽的湘江之滨、雷锋故里-湖南长沙望城。公司是由中国航空工业第二集团公司所属陕西燎原航空机械制造有限公司（572 厂，继续保留原代号）与湖南湘陵机械厂（3028 厂，代号已撤销）进行专业化整合重组，联合华融资产、中南大学等股东而发起设立的。公司总部位于长沙，并分别在陕西、湖南等地设有生产基地。公司为国家重点保留军品科研生产能力单位，资产总额 10 亿元，占地面积 197 万平方米，职工近 3000 人。

公司 08 年营业收入超 5 亿元。经过不断的改革创新和结构调整，公司旗下拥有 1 个飞机起落架工程技术研究中心、2 家分公司、1 家子公司和 3 家控股子公司，形成了航空产业主体突出、民品和实业比翼齐飞的良好发展格局，企业实力不断壮大，2008 年销售收入超 5 亿元。

公司是中国航空工业唯一的飞机起落架专业化企业。公司长期致力于固定翼和旋翼航空器起落架的研制生产，是国内运输机、歼击机、直升机、特种机等多种机型起落架的定点生产厂家，承担着国家多个重点型号研制项目，主要为陕飞、沈飞、成飞、西飞、昌飞、哈飞、贵航等主机厂研制、生产、修理飞机起落架成件及航空液压附件。

转包业务方面，公司与世界一流的两家航空航天起落架供应商——梅西埃-道蒂和古德维奇合作，公司转包零部件产品全部用于波音和空客飞机的起落架。

新项目计划将带来 53 亿元新增产值。公司的“中航起落架长沙基地建设项目”被列入长沙市 2009 年度十大产业项目。目前一期工程厂房已初具雏形。到 09 年 11 月，项目将竣工投产。该基地项目计划 3 年内实现产值 53 亿元、利税 5 亿元，全部建成后将成为世界一流、国内惟一的集设计、制造、试验、服务于一体飞机起落架专业化产业基地。

3、西安航空制动有限责任公司

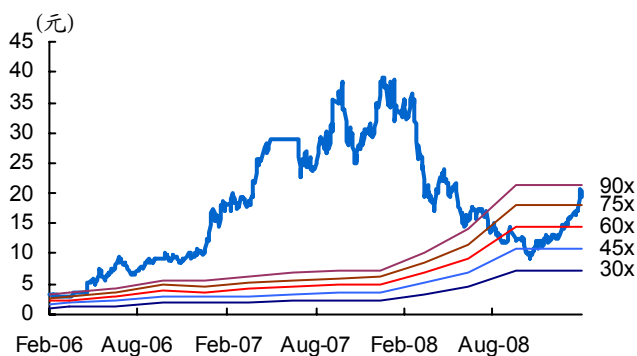
西安航空制动有限责任公司是国家“一五”期间建设的 156 项重点工程之一，属大型一级企业，是我国航空机轮及刹车系统和汽车制动系统的研制、发展基地和骨干生产企业，

是国家航空机轮、轮胎等产品进出口检测及试验中心，是中国汽车零部件工业联营公司企业集团成员，上海大众共同体常务理事理事会成员。

公司主要生产各种飞机机轮和刹车装置及液压、气压附件，电子、数字式防滑控制系统，大中型铝、镁合金铸件，轿车、微（轻）型车的车轮和制动系产品，喷水织布机等产品，其中 20 余种产品分别获国家、省部级优质产品称号。

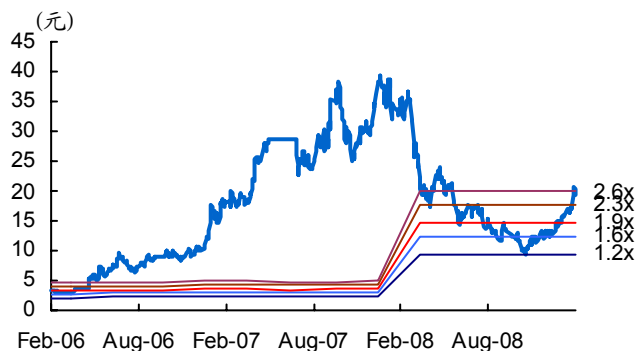
附录：西飞国际 PE、PB

图 3：西飞国际历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4：西飞国际历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 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
分析大中型飞机的市场前景和西飞国际的核心竞争力
- 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
把握西飞国际研制涡桨支线客机的历史脉络，理解公司战略定位的渊源
- 3、《西飞国际(000768)-雏凤初展翅,希望在前方》2008/12/1
详细介绍了为什么 ARJ21 飞机适合中国市场，上调投资评级。
- 4、《西飞国际(000768)-西飞与空客签署 A320 机翼项目点评》2008/2/3
点评 A320 机翼项目对公司影响，上调公司目标价位。
- 5、《西飞国际(000768)-ARJ21 大额合同助推公司发展》2008/2/15
点评 ARJ21 大额合同对公司影响，上调至“强烈推荐-A”投资评级。

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	11439	12166	13410
现金	208	421	3886	3307	2951
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7	146	520	604	706
应收款项	242	239	822	954	1116
其它应收款	33	13	43	50	59
存货	1277	1314	5311	6171	7123
其他	227	219	856	1080	1454
非流动资产	1229	1236	1936	2208	2197
长期股权投资	165	138	138	138	138
固定资产	969	984	1766	2039	2029
无形资产	10	13	12	11	10
其他	84	101	21	21	21
资产总计	3223	3588	13375	14374	15607
流动负债	1091	1331	4374	5018	5754
短期借款	267	485	100	100	100
应付账款	271	446	1945	2249	2596
预收账款	231	78	1401	1619	1869
其他	322	322	928	1050	1188
长期负债	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	1091	1331	4374	5018	5754
股本	626	626	1126	1126	1126
资本公积金	1166	1166	7128	7128	7128
留存收益	265	278	551	895	1377
少数股东权益	75	187	195	206	222
母公司所有者权益	2057	2071	8806	9149	9631
负债及权益合计	3223	3588	13375	14374	15607

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	86	95	(1610)	(62)	(75)
净利润			390	491	689
折旧摊销			75	105	112
财务费用			(15)	(30)	(26)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(2455)	(687)	(927)
其它			394	60	77
投资活动现金流	(100)	(408)	(900)	(400)	(100)
资本支出			(900)	(400)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(27)	745	5974	(117)	(181)
借款变动			(385)	0	0
普通股增加			500	0	0
资本公积增加			5962	0	0
股利分配			(117)	(147)	(207)
其他			15	30	26
现金净增加额	(41)	433	3465	(579)	(356)

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	10063	11773
营业成本	1622	1904	7781	8996	10384
营业税金及附加	2	3	9	10	12
营业费用	62	58	217	252	294
管理费用	133	61	234	272	318
财务费用	21	37	(15)	(30)	(26)
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	448	564	791
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	448	564	791
所得税	6	11	49	62	87
净利润	70	94	399	502	704
少数股东损益	(0)	2	9	11	15
母公司所有者净利润	70	92	390	491	689
EPS (元)	0.11	0.15	0.35	0.44	0.61

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	64%	12%	300%	16%	17%
营业利润	82%	35%	326%	26%	40%
净利润	75%	31%	326%	26%	40%
获利能力					
毛利率	16.1%	12.2%	10.3%	10.6%	11.8%
净利率	3.6%	4.2%	4.5%	4.9%	5.8%
ROE	3.4%	4.4%	4.4%	5.4%	7.1%
ROIC	3.8%	4.6%	4.2%	5.0%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	37.1%	32.7%	34.9%	36.9%
净负债比率	8.3%	13.5%	0.7%	0.7%	0.6%
流动比率	1.8	1.8	2.6	2.4	2.3
速动比率	0.7	0.8	1.4	1.2	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
存货周转率	1.4	1.5	2.3	1.6	1.6
应收帐款周转率	11.7	9.0	16.3	11.3	11.4
应付帐款周转率	6.9	5.3	6.5	4.3	4.3
每股资料(元)					
每股收益	0.11	0.15	0.35	0.44	0.61
每股经营现金	0.14	0.15	-1.43	-0.06	-0.07
每股净资产	3.28	3.31	7.82	8.12	8.55
每股股利	0.13	0.10	0.10	0.13	0.18
估值比率					
PE	172.1	131.4	55.5	44.1	31.5
PB	5.9	5.8	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	226.9	160.0	61.6	49.1	35.7

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

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。