

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

2009年2月25日

西飞国际(000768.SZ)/21.53元

限售股解禁非洪水猛兽，投资机会或在其中

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	2201
总股本(万股)	112619
已上市流通股(万股)	35388
总市值(亿元)	242
流通市值(亿元)	77
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	41	54	-41
相对表现	22	54	8



相关报告

- 1、《非常时期，非常手段化解减持压力-2009年度大小非专题报告》2008/12/4
- 2、《西飞国际(000768)-航空制造龙头企业，关注长期投资价值》2008/5/12
- 3、《西飞国际(000768)-雏凤初展翅，希望在前方》2008/12/1
- 4、《西飞国际(000768)-西飞与空客签署 A320 机翼项目点评》2009/2/3
- 5、《西飞国际(000768)-ARJ21 大额合同助推公司发展》2009/2/15
- 6、《西飞国际(000768)- 中航飞机公司成立打造更大舞台》2009/2/19

事件描述：公司发布公告称：08年2月22日公司非公开发行股票中，9家机构用现金认购了129,500,000股股票，该批股票的限售期在09年2月25日结束，上市流通日为2009年2月26日。

事件点评

- **限售解禁股遭遇大量抛售的概率较小：**这批1.3亿的解禁股占公司流通股的26.8%，解禁股的成本在25元左右，目前股价为21.53元，依然低于成本。一般追求投资绝对收益的券商自营和其他机构持有这批解禁股的比例为65.86%。我们认为，目前大量抛售解禁股的概率较小。
- **限售解禁股相对于大盘有望获得超额收益：**根据招商证券景志钟等在策略报告《非常时期，非常手段化解减持压力-2009年度大小非专题报告》对06年6月至08年12月所有限售股解禁事件的实证分析结果，在解禁日前后60天的事件期内，限售解禁股的CAR（累计异常收益率）大于0，这意味着限售解禁股有望跑赢大盘。
- **西飞国际在下跌行情中或是较好的防御品种：**限售解禁日后，在下跌行情中，限售解禁股的CAR显著大于零且持续上升，说明限售解禁股的下跌幅度显著小于大盘。实证分析可以为我们判断未来提供一定程度上的参考，我们认为：如果未来市场向下调整，公司的防御性将会逐步显现。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级：**我们认为此次公司小非减持的意愿相对不强，限售解禁股在下跌行情中，或将跑赢大盘。在前面的系列报告中，我们分析了ARJ21项目和A320项目将促进公司未来快速发展。以及公司作为中航飞机整合平台的资产注入概念，公司后续仍然可能有新的资本运作。我们预测09、10、11年的EPS分别为0.44、0.61、0.78元。考虑资产整合和公司在大飞机制造的垄断地位，在估值上应该给予更高的溢价。公司的DCF估值为27.5元。未来6个月目标价区间为27-28元，维持“强烈推荐-A”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	192.7	147.1	62.2	49.4	35.2
PB	6.6	6.5	2.8	2.7	2.5

资料来源：招商证券

诱惑

一、限售股解禁未必就是洪水猛兽

公司约 1.3 亿股限售股解禁。西飞国际（000768）发布公告称：08 年 2 月 22 日公司非公开发行股票中，9 家机构用现金认购了 129,500,000 股股票，该批股票的限售期在 09 年 2 月 25 日结束，上市流通日为 2009 年 2 月 26 日。

表 1：本次解禁的限售股明细

序号	股东名称	持股数量 (万股)	解禁数量 (万股)	占无限售条件 股份比例 (%)	占总股本 比例 (%)
1	海富通基金管理有限公司	2,550	2,550	5.27	2.26
2	宏源证券股份有限公司	2,500	2,500	5.17	2.21
3	江西出版集团蓝海国际投资有限公司	1,500	1,500	3.10	1.33
4	上海民晟投资有限公司	1,200	1,200	2.48	1.07
5	深圳市华来利控股（集团）有限公司	1,200	1,200	2.48	1.07
6	上海大正投资有限公司	1,000	1,000	2.07	0.89
7	长盛基金管理有限公司	1,000	1,000	2.07	0.89
8	中邮创业基金管理有限公司	1,000	1,000	2.07	0.89
9	上海紫澜门投资有限公司	1,000	1,000	2.07	0.89
合计		12,950	12,950	26.8	11.5

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

公司后续的限售股解禁压力很小。本次限售股解禁后，公司无条件限售股占总股本的比例提高到 42.92%。而在限售股中，几乎全是国有法人股。由于公司曾经公告承诺，不减持国有法人股。我们认为公司今后面临的解禁压力很小。

表 2：公司股本结构的变化

股份类型	变动前		本次变动	变动后	
	数量 (万股)	持股比例	数量 (万股)	数量 (万股)	持股比例
一、有限售条件的股份	77,228	68.57	-12,950	64,277	57.08
1、国有法人持股	64,269	57.07	0	64,269	57.07
其中：西飞集团公司国有法人股	64,269	57.07	0	64,269	57.07
2、人民币普通股	12,950	11.50	-12,950	0	0.00
3、高管股	8	0.01	0	8	0.01
二、无限售条件的股份	35,391	31.43	12,950	48,341	42.92
人民币普通股	35,391	31.43	12,950	48,341	42.92
三、股份总数	112,619	100.00		112,619	100.00

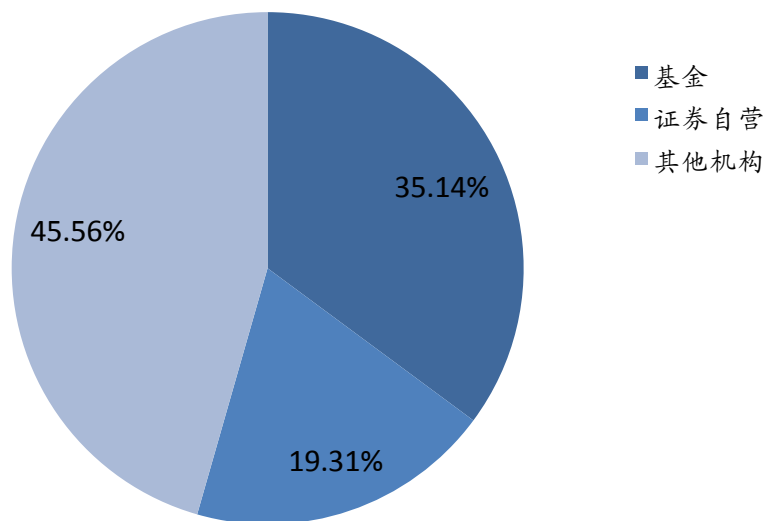
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

我们认为限售股解禁或许不会引发大量抛售。这批解禁的限售股是 08 年 2 月份，公司非公开增发产生的小非。公司通过非公开增发，装入了集团公司飞机整机制造资产。并且向 9 家机构投资者增发，募集了 32.60 亿元现金。这 9 家机构持有的这批解禁股票的成本为 25 元左右。

持有这批约 1.3 亿解禁限售股的机构可分为 3 类：基金、券商自营、其他机构。其中，基金持有比例为 35.14%，券商自营的占比为 19.31%，而其他机构的占比为 45.56%。券商自营加上其他机构的持股数量已经占到这批解禁股票的 65.86%。券商自营和其他机构均是以自有资金投资，如果我们假设，他们是以追求投资绝对正收益为目标，

不妨认为，在股价没有超过其成本价 25 元的情况下，这批限售股出现大量抛售的概率相对较小。

图 1：不同机构类型在本次解禁股中的占比



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

目前，西飞国际（000768）2 月 25 日收盘价为 21.53 元，依然低于这批解禁股的平均成本 25 元。我们还注意到，这次解禁的限售股占公司总股本的 11.5%，占目前可以流通的股票的比例高达 26.8%，持股比例相对比较集中。

综合而言，我们认为这批解禁的限售股未必就是洪水猛兽，或许不会对股价造成大的冲击。

二、限售股解禁或将有投资机会

投资者依然存在这样的疑问：目前市场面临向下的压力，未来 A 股市场是重新开始向上的行情，还是下跌，或是震荡，都充满了不确定性。在这样的环境下，西飞国际限售股解禁事件是否就会向我们希望的方向发展呢？

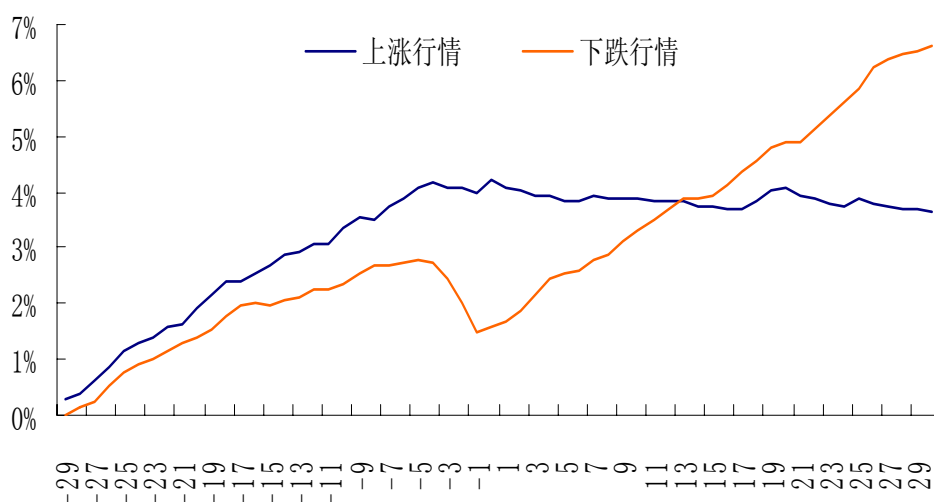
面对混沌的未来，我们既保持应有的敬畏之心，也期望通过分析历史，寻找一些规律，帮助我们在选择的时候，减少一些不确定性。非常幸运的是，招商证券数量分析团队早在 08 年 12 月就开始了限售股解禁前后股票价格反映的实证研究。

招商证券景志钟等在策略报告《非常时期，非常手段化解减持压力-2009 年度大小非专题报告》中采用事件分析的方法，对解禁前后的股票价格反应进行实证研究。为了确保能够观察到解禁日之前和之后股票价格的变化情况，事窗为 61 天，包括解禁日之前的 30 天（ $t=-30, -29, \dots, -1$ ）、解禁日（ $t=0$ ）和解禁日之后的 30 天（ $t=1, 2, \dots, 30$ ）。这里我只引用了报告的主要结论，感兴趣的投资者可以去阅读报告全文。

解禁并没有降低限售股的收益。实证研究发现，在下跌的行情中，解禁日前，上涨和下跌行情的 CAR（累计超额收益）都显著大于零，且持续上升；临近解禁日，CAR 都显著下跌，下跌行情中表现更为明显；解禁日后，上涨行情中，CAR 基本随大盘波动，说明限售解禁股没有产生异常收益，下跌行情中，CAR 显著大于零且持续上升，说明限售解禁股的下跌幅度显著小于大盘，相对于大盘有超额正收益。

在前面的分析中，上涨行情从 2006 年 6 月至 2007 年 10 月 16 日，下跌行情从 2007 年 10 月 16 日到 2008 年 12 月 28 日。样本量包含期间所有限售股解禁事件。

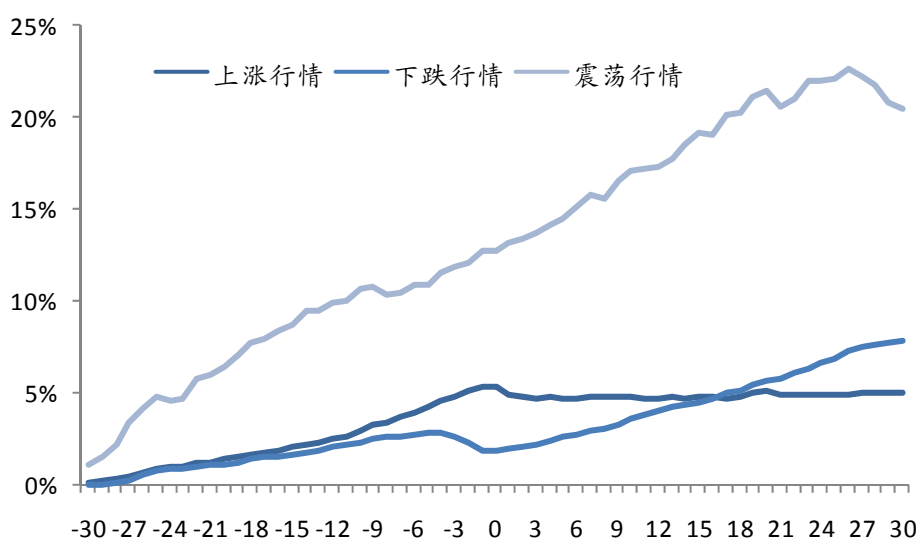
图 2：事件期内，下跌行情时的限售股 CAR 比上涨行情时高



资料来源：招商证券研发中心

震荡行情中限售解禁股可能获得更大累计超额收益。在补充了新的数据后，我们发现在震荡行情中（震荡行情的时间区间为 2008 年 12 月 28 日至今，样本量为 120 个），限售解禁股获得了更大的累计超额收益。

图3: 事件期内, 震荡行情的限售股CAR高于上涨和下跌行情



数据来源: 招商证券研发中心

我们关于解禁股可能跑赢大盘的判断, 在海通证券、太保、金风科技限售股解禁前后的股价走势上得到了验证。

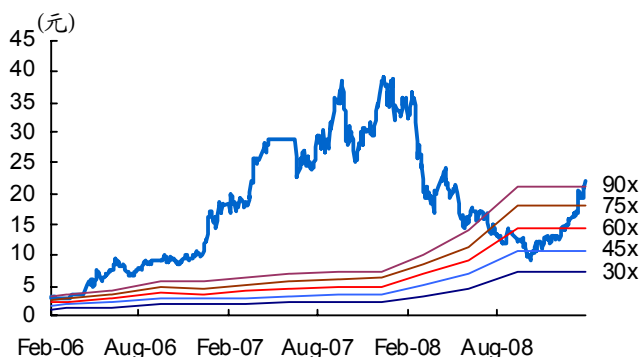
根据实证分析, 我们认为, 西飞国际限售股解禁后, 如果面临一个下跌的市场行情, 或将具备相对良好的防御性。

三、投资建议和风险提示

1、投资建议

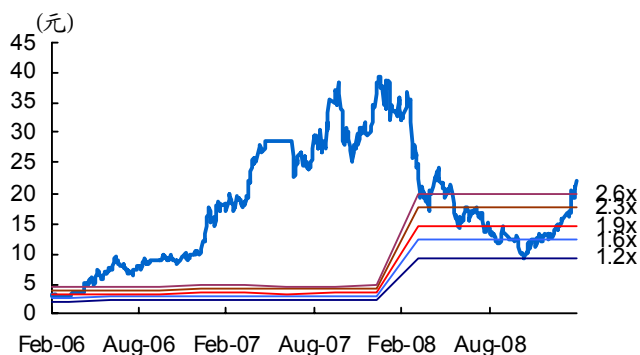
根据我们实证分析，公司此次限售股解禁在面临下跌市场环境时相对大盘或将有正收益。我们预测 08 年 EPS 为 0.35 元。09、10、11 年的 EPS 分别为 0.44、0.61、0.78 元。考虑公司是中航飞机的整合平台，陕西飞机制造厂注入后，公司在大中型飞机制造领域的垄断地位将加强，此外中航起落架公司、航空制动在细分市场上也有垄断性。在估值上应该给予更高的溢价。公司的 DCF 估值为 27.5 元。未来 6 个月目标价区间为 27-28 元，维持“强烈推荐-A”评级。

图 4：西飞国际历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 5：西飞国际历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

2、风险提示

A 股市场系统性风险。ARJ21 项目试飞和适航取证情况影响。全球经济持续低迷，或将影响公司转包业务。

参考报告:

- 1、《非常时期，非常手段化解减持压力-2009 年度大小非专题报告》2008/12/4
实证研究表明：限售股解禁在 61 天的事件期内，累计平均超额收益率显著大于 0。
- 2、《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
- 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》2009/2/3
点评 ARJ21 大额合同对公司影响，上调至“强烈推荐-A”投资评级。
- 5、《西飞国际(000768)-ARJ21 大额合同助推公司发展》2009/2/15
点评 ARJ21 大额合同对公司影响，上调至“强烈推荐-A”投资评级。
- 6、《西飞国际(000768)-中航飞机公司成立打造更大舞台》2009/2/19
点评中航飞机成立对公司资产注入影响。

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	192.7	147.1	62.2	49.4	35.2
PB	6.6	6.5	2.8	2.7	2.5
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。