

公司简评 西飞国际 (000768.SZ)

► 2009 年 3 月 3 日

民机将成为增长主力

谨慎推荐 维持评级

分析师: 鞠厚林 邮箱: juhoulin@chinastock.com.cn 电话: 010-66568946

1. 事件

2008 年公司实现营业收入 935,876 万元; 同比增长 332%。实现净利润 40,155 万元, 同比增长 328%, 归属于母公司股东净利润 38,907 万元, 同比增长 324%。2008 年公司每股收益 0.358 元, 同比增长 145%。每 10 股转增 12 股。

2. 我们的分析与判断

1) 军机产品: 2008 年公司的军机产品较好的完成了年度计划, 2009 年公司将做好军用飞机改进、改型的科研试飞保障和研制工作。公司军机产品主要是轰六系列和飞豹战机, 业务收入占总收入 50%左右。我们认为, 公司的军机未来两年将保持稳定 10%左右的增长, 毛利率水平可能会略有提升。

2) 民机方面, 2008 年公司新舟 600 飞机成功首飞, 由此正式转入适航验证试飞阶段。2008 年交付新舟 60 飞机 10 架份, 完成年计划 22 架份的 45.45%; 2008 年公司新签订新舟 60 飞机销售合同 12 架、意向合同 17 架; 截止目前, 新舟系列飞机已取得 156 架的确认和意向订单, 已累计交付国内外用户 36 架。

2008 年公司启动了大型飞机研制工作。与上海飞机制造厂签订了 100 架份的 ARJ21-700 飞机零部件批生产合同。公司及控股的沈飞民机公司、成飞民机公司将取得 ARJ21 飞机 85%左右的整机工作量。

我们认为, 公司的民机业务将是未来 2-5 年内的重要增长点。2009 年公司将交付新舟 60 飞机 20 架; 交付 ARJ21-700 飞机零部件 5 架份。民机对公司业绩的拉动将加速。不过民机客户的购买行为可能会受金融危机的影响, 会影响新舟系列飞机交付时间。

3) 国际转包方面, 2008 年公司交付 1370 架份, 完成年计划 1409 架份的 97.23%。近期公司与空客签订了 A320 系列飞机机翼总装项目合作协议, 机翼总装生产线将于 2009 年底投产, 2010 年第一季度实现首架交付, 2011 年年底达到月产 4 架份。此项目标志公司进入大型飞机的大型关键部件制造领域。

目前公司已累计签订国际合作项目合同总额约 18.05 亿美元, 累计交付 5.19 亿元, 尚余 12.86 亿美元待交付。

我们认为, 未来两年公司的国际业务仍将保持较快的增长, 但金融危机对此业务的影响已经显现, 受波音公司飞机销售订单减少的影响, 公司承担的波音 737-700 垂尾项目 2009 年产品交付减少 60 架份, 公司收入将减少约 1000 万美元。根据公司规划, 2009 年公司将交付 21 个品种 1,464 架份, 在 2008 年的基础上继续增长。

3. 投资建议

我们预计 2009 年和 2010 年公司每股收益分别为 0.45 元和 0.57 元。动态市盈率分别为 49 倍 和 38 倍，处于偏高水平，不过考虑到公司在集团及资本市场的行业地位和未能整合集团资产的能力，维持“谨慎推荐”评级。

西飞国际 (000768.SZ) 关键指标预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	1932	2168	9358	10856	12740
销售收入增长率(%)	63.50%	12.22%	331.64%	16.01%	17.35%
净利润(百万元)	70	91	389.46	506.7	641.82
净利润增长率(%)	79.00%	30.00%	327.98%	30.10%	26.67%
摊薄 EPS(元)	0.1	0.14	0.358	0.45	0.57
PE(X)	222.0	158.6	62.0	49.3	38.9
PB(X)	6.8	6.7	2.8	2.7	2.5
PS(X)	12.9	11.5	2.7	2.3	2.0
ROE(%)	3.1%	4.2%	4.6%	5.5%	6.5%

注：净利润为归属母公司的净利润

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.5
优势	公司是中航集团的重点企业之一，在国内民机制造、出口转包等领域占据重要地位，也是中航集团重要的资本整合平台之一。	4.6
劣势	公司飞机制造技术方面还有较大的提升空间。市场营销能力需要加强。	4.4
机会	我国飞机制造工业在未来 5-10 年将面临突破性发展时期，公司在业务规模和技术水平方面将有很大提升。公司有整合集团资产的可能	4.7
威胁	金融危机对公司的民机和出口业务带来风险。	4.3

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.6
供应商力量	供应商主要为系统内企业和有相应资质的企业，合作关系较为紧密。	4.4
新进入壁垒	技术壁垒和资质壁垒高，新进入难度很大。	4.7
客户力量	军品客户主要为特种用户，谈判力量较强，但对价格敏感性不高，因此公司的谈判能力较强。公司民品的谈判能力一般	4.5
替代产品	没有明显的替代产品。民品有替代产品	4.9
竞争对手	公司的军品业务基本处于垄断地位。民品竞争对手不多，属于有限竞争。	4.3

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、航天通信（600677.SH）、中航光电（002179.SZ）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908