



# 上市公司季报点评

机械—军工

中性 首次

西飞国际 (000768)

2009 年 4 月 24 日

## 减值准备大幅侵蚀利润，民品业务受金融危机影响

机械及公用事业行业核心分析师：龙华

longh@htsec.com

021-23219411

机械行业助理分析师：舒灏

shuh@htsec.com

021-23219171

西飞国际今日公告 2009 年一季报，公司营业收入 12.5 亿元，同比下降 5.3%，归属于母公司净利润-1363 万，同比下降 122.44%，每股收益-0.012 元。

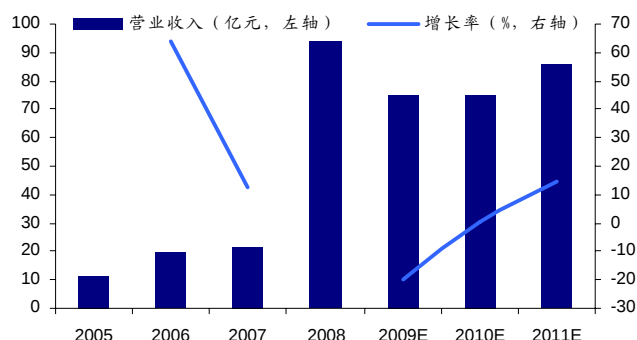
### 点评：

**公司主要生产航空产品：**公司产品主要是航空产品，包括整机和零部件生产，其中军用飞机又占大部分，公司对军机产品的情况披露不多，我们可以从公司与西飞集团的关联交易来大致估计军品销售规模，以此推测 2008 年军机业务约占全部营业收入的 75%左右。民用飞机包括新舟 60 的生产，ARJ21 主要零件的制造，及为波音、空客等提供的转包生产业务。

**民品业务受经济环境影响：**公司收入同比下降 5.3%，我们估计这主要受民品业务的下滑的影响。军机销售受经济波动较小，公司销售的两种军机，轰六和飞豹，都是比较成熟的飞机，预计销售将保持稳定。根据 2008 年报等资料披露，新舟 60 累计已取得 156 架订单，累计交付 36 架。受国内外经济形势影响，2008 年新舟 60 仅交付 10 架，离年初 22 架的计划相差较多，2009 年公司计划交付新舟 60 飞机 20 架，目前经济环境和航空业仍不景气，该机型主要用于出口，公司很有可能被要求延期交货，2009 年公司能否完成计划存在不确定性。

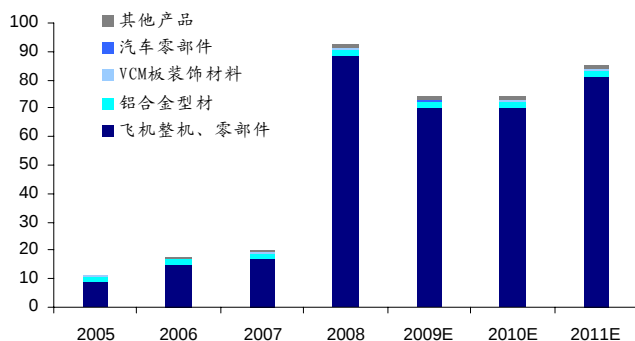
公司的转包业务主要来自空客和波音，受经济危机影响，预计这两家国外公司的飞机销量也将下滑，公司转包业务虽然订单充足，但可能被要求延期交货，截止 2008 年，公司的转包项目合同金额累计 18.05 亿美元，累计交付 5.19 亿美元，还有 12.86 亿美元待交付。

图 1 公司营业收入情况 (08 年收入因资产注入而大幅增长)



资料来源：公司资料、海通证券研究所

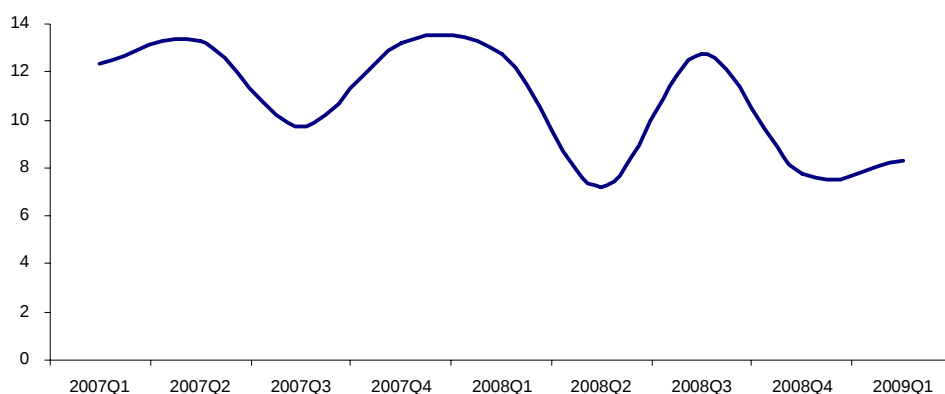
图 2 公司营业收入构成情况 (亿元)



资料来源：公司资料、海通证券研究所

**毛利率下降：**公司 2008 年毛利率为 9.28%，2009 年一季度为 8.34%，我们估计经济环境恶化导致公司民品毛利率下降，从而使综合毛利率下降。

图 3 公司单季度毛利率变化情况（%）



资料来源：公司资料、海通证券研究所

**大额计提减值准备侵蚀公司利润：**公司的子公司西飞铝业存在 12600 万元的预付款未收回，且收回存在重大不确定性，公司按 70%计提了减值准备，公司持有西飞铝业 63.57%的股份，从而导致归属于母公司的利润减少了 5607 万元。如果剔除该减值准备带来的影响，公司一季度利润为 4244 万元，同比下降 30%。

**ARJ21 今年开始交货，是未来公司的利润增长点：**ARJ21 是我国首架拥有自主知识产权的，以我国西部高原机场起降和复杂航路作为营运条件设计的涡扇支线飞机，公司承担了 ARJ21 飞机 90%的机体结构件生产，2009 年将实现首架交付，ARJ21 的大规模生产和交付将出现在 2010 年以后，届时将成为公司重要的利润来源。

**公司存在进一步重组的可能。**2009 年 2 月，中航飞机有限责任公司挂牌成立，该公司的主要成员单位有中航第一飞机设计研究院、西飞集团、陕西飞机工业（集团）有限公司、西安航空制动科技有限公司、中航起落架有限责任公司。其主要任务可能是负责大型飞机的零部件研究和生产。西飞国际是中航飞机旗下唯一的上市公司，中航飞机存在将其他公司的运输机资产注入到上市公司的可能。

**业绩预测与评级：**公司在季报中预测上半年净利润仅为 1110 万元，每股收益 0.0045 元，同比大幅下降 90%以上，金融危机对公司业绩的影响较大。我们预测公司 2009 年到 2011 年的业绩分别为 0.05 元、0.16 元、0.22 元，公司 4 月 23 日收盘价为 23.38 元，对应 2009 年到 2011 年的市盈率为 467 倍、146 倍、106 倍，考虑到公司的重组预期及未来在大飞机项目中的长期发展空间，给予公司“中性”评级。

表 1 公司利润表预测

|               | 2005      | 2006      | 2007      | 2008      | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（万元）      | 118034.35 | 193231.05 | 216866.99 | 935876.43 | 750107.52 | 751086.72 | 858982.04 |
| 营业收入增长率(%)    |           | 63.71     | 12.23     | 331.54    | -19.85    | 0.13      | 14.37     |
| 毛利率（%）        | 15.13     | 16.08     | 12.18     | 9.28      | 8.89      | 8.98      | 9.49      |
| 营业税金及附加（万元）   | 134.28    | 155.39    | 290.58    | 740.04    | 600.09    | 600.87    | 687.19    |
| 销售费用（万元）      | 2773.86   | 6205.24   | 5780.57   | 19428.50  | 15602.24  | 15622.60  | 17866.83  |
| 管理费用（万元）      | 11252.44  | 13291.80  | 6076.46   | 27825.11  | 30004.30  | 30043.47  | 34359.29  |
| 财务费用（万元）      | 1284.73   | 2093.60   | 3700.06   | -645.78   | 0         | 0         | 0         |
| 资产减值损失（万元）    | 0.00      | 2859.19   | 533.04    | -2332.22  | 10000     | 0         | 0         |
| 公允价值变动净收益（万元） | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 130.40    | 0         | 0         | 0         |
| 投资净收益（万元）     | 44.35     | 1311.50   | 477.76    | 1582.04   | 600       | 600       | 600       |
| 营业外收入（万元）     | 34.53     | 5.28      | 19.00     | 2447.96   | 0         | 0         | 0         |
| 营业外支出（万元）     | 50.95     | 187.70    | 13.67     | 65.88     | 0         | 0         | 0         |
| 利润总额（万元）      | 4256.48   | 7596.39   | 10520.84  | 45912.62  | 11096.31  | 21781.42  | 29172.67  |
| 所得税（万元）       | 758.29    | 629.50    | 1138.94   | 5757.36   | 1664.45   | 2722.68   | 3646.58   |
| 净利润（万元）       | 3996.42   | 7001.21   | 9171.23   | 38907.53  | 5187.53   | 18486.98  | 24760.30  |
| 摊薄每股收益（元）     | 0.04      | 0.06      | 0.08      | 0.35      | 0.05      | 0.16      | 0.22      |

资料来源：公司资料、海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

龙 华：机械及公用事业行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、中铁二局、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业。

舒 灏：机械行业助理分析师

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。