

## 暂时处于低谷，业绩恢复可期

西飞国际（000768）

评级：中性（首次）

股价：10.76 元

调研简报

2009 年 6 月 29 日 星期一

### 军工小组

李军政

010-66216231-808

ljz@longone.com.cn

军工行业

### 牛纪刚

021-50586660-8636

niujg@longone.com.cn

机械行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

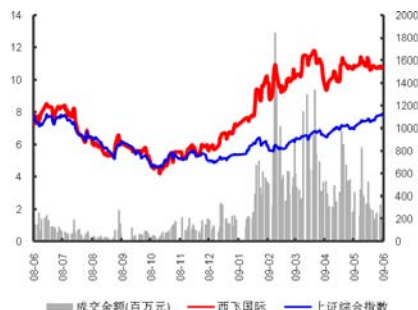
### 重要数据

|          |        |
|----------|--------|
| 总股本(亿股)  | 24.78  |
| 流通股本(亿股) | 15.25  |
| 总市值(亿元)  | 266.59 |
| 流通市值(亿元) | 164.03 |

### 市场表现

|      | 绝对涨幅(%) | 相对涨幅(%) |
|------|---------|---------|
| 1 个月 | -1.28   | -14.46  |
| 3 个月 | 5.18    | -18.84  |
| 6 个月 | 94.93   | 40.03   |

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《业绩大幅增长 史上最高转增》 20090303

### 投资要点

- **军机交付略有下降，未来军方可能批量采购。**今年是军机 5 年计划交付期的第 4 年，按照惯例后两年军品交付会略有下降。从关联交易预告情况看，今年军机收入可能比 08 年下降 10-20%。另据巴基斯坦媒体转引来自欧洲的消息称，中国海航部队将额外采购 50-70 架歼轰-7A，另外或许还有 100 架落户到空军部队。如果此项采购计划属实，我们猜测军方可能会在下一个 5 年计划订购，按照我们估计的 1.6-2 亿元单价计算，这会在 4-6 年内为公司带来 240-340 亿收入，年均 60 亿元左右。近期曝光的飞豹电子战型是利用早期装备部队的歼轰-7 进行改装而成，对公司业绩基本没有影响，除非未来军方要求开发新改型，这在短期内也不可能产生收入。
- **MA60 交付情况是影响公司业绩的主要因素，尚存不确定性。**公司 2008 年报告 MA60 确认和意向订单共 156 架，今年 5 月 30 日与菲律宾飞龙航空公司签订的 6 架中包括原意向订单 5 架，新增 1 架，此外今年上半年还新增订单 4 架，因此目前确认和意向订单共 161 架，其中确认订单 83 架。目前已累计交付 29 架，其中国外 20 架，国内 9 架，包括本月 21 号交付幸福航空的 2 架，这也是今年上半年唯一一次交付。今年下半年奥凯航空和英安航空的 20 架以及幸福航空、深圳金融租赁公司等方面订购的 15 架交付可能不大，可能交付的订单包括飞龙航空 6 架中的 3 架，印尼 15 架中尚未交付的 13 架，但销往印尼的飞机被要求延期交付或锁定汇率交付，今年交付数量存在不确定性。如果未来交付顺利，我们估计 MA60 现有订单在未来 2 年内每年会产生销售收入 20 亿元左右。
- **转包业务比去年略降。**金融危机背景下，今年公司转包业务可能的下滑主要是波音 737-700 垂尾项目产品交付减少 60 架份，公司收入将减少约 1000 万美元。天津 A320 机翼总装生产线将于今年 8 月竣工，明年实现首架交付，2011 年年底达到月产 4 架份，这一项目年内不太可能为公司贡献利润。

今年转包业务公司计划交付 21 个品种 1464 架份,而 08 年计划 1409 架份,实际交付 1370 架份,由于减产的垂尾项目单价较高,整体而言转包业务与去年相比可能下降 10%左右。

- **铝锭预付款减值准备严重拖累公司利润。**公司一季报公告控股的铝业公司预付山西振兴集团铝锭采购款余额 1.26 亿元到期后未按期收回,已计提 5607 万元减值准备。从目前振兴集团状况来看,这些预付款年内收回可能很小,公司可能继续计提减值损失,将严重拖累公司今年的利润。
- **中航飞机公司整合对公司影响不定。**与中航工业其他板块上市公司不同,从资产规模上看,目前西飞国际总资产占中航飞机公司总资产的 42%左右,未来资产扩充空间有限;从资产质量上看,西飞国际已经拥有中航飞机公司大部分优质资产,未来可能注入的陕飞、制动、起落架资产对公司盈利能力提升有限,反而可能拖累公司业绩。因此我们认为中航飞机公司整合对西飞国际影响难以确定,况且这一整合尚无时间表,目前市场影响不大。
- **公司目前暂处低谷,建议关注国庆阅兵前后的交易性机会。**虽然金融危机影响有限,但公司目前确实处于生产交付低谷时期,计提巨额减值损失又严重影响公司利润,我们预计公司 09、10 年每股收益 0.09、0.16 元,每股净资产 3.65、3.81 元,目前股价市盈率偏高,但市净率处于军工行业平均水平,对应 3 倍市净率的股价为 10.95 元。从目前股价来看我们给予公司“中性”评级,但对市场来说一个不可忽视的因素是今年的国庆 60 周年阅兵。轰 6 系列和歼轰-7A 参加今年的国庆阅兵几无悬念,市场可能存在对未来军队采购这些机型的预期,因此今年国庆阅兵前后可能存在交易性机会。

| 主要财务指标       |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  |
| 营业收入(百万元)    | 1932   | 2169   | 9359   | 8020   | 9623   |
| 营业收入增长率(%)   | 63.71  | 12.23  | 331.54 | -14.31 | 20.00  |
| 营业利润(百万元)    | 77.79  | 105.16 | 435.31 | 272.59 | 478.62 |
| 营业利润增长率(%)   | 82.05  | 35.18  | 313.96 | -37.38 | 39.71  |
| 净利润(百万元)     | 70.01  | 91.71  | 389.08 | 229.74 | 403.43 |
| 净利润增长率(%)    | 75.19  | 30.99  | 324.23 | -41.0  | 75.6   |
| 营业利润率(%)     | 4.03   | 4.85   | 4.65   | 4.27   | 4.97   |
| 每股收益(元)      | 0.11   | 0.15   | 0.35   | 0.09   | 0.16   |
| 每股净资产(元)     | 3.28   | 3.31   | 7.82   | 3.65   | 3.81   |
| PE(X)        | 104.68 | 249.98 | 36.15  | 115.71 | 65.90  |
| PB(X)        | 3.56   | 11.07  | 1.60   | 2.94   | 2.82   |
| EV/EBITDA(X) | 33.0   | 97.1   | 27.4   | 38.5   | 25.2   |

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 军工行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 一年证券从业经验。

重点跟踪公司: 西飞国际、航空动力、力源液压、中国卫星等。

牛纪刚, 机械行业分析师, 清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士, 2 年从业经验, 2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

**一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122