

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

2009年7月2日

西飞国际(000768.SZ)/10.67元

02架ARJ21首飞成功点评

工业·航天军工

目标估值: 13.5元

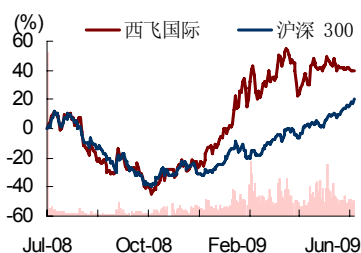
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3008
总股本(万股)	247762
已上市流通股(万股)	152498
总市值(亿元)	264
流通市值(亿元)	163
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	3.6
资产负债率	33.5%
主要股东	西安飞机工业(集团)
主要股东持股比例	25.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	82	38
相对表现	-15	4	18



相关报告

- 1、《航天军工行业 2009 年中期投资策略-行业发展良好,估值压力待缓解》2009/6/15
- 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)-ARJ21 大额合同助推公司发展》2009/2/15
- 5、《西飞国际(000768)-中航飞机公司成立打造更大舞台》2009/2/19
- 6、《西飞国际(000768)-西飞与菲律宾签署 6 架新舟 60 合同点评》2009/6/2

事件简述: 02 架 ARJ21 新型涡扇支线客机于 09 年 7 月 1 日在上海试飞成功。飞行时间 62 分钟,实施了动力装置、结构载荷、气动特性等项目的试验任务。

事件点评:

- **ARJ21 项目试飞任务进展顺利:** ARJ21-700 飞机共安排 4 架飞机执行试飞任务,08 年 11 月 28 日实现首飞的第一架 ARJ21-700 飞机目前已在上海地区完成了 16 架次的科研试飞,即将于近日转场西安进行第二阶段试飞。03 架 ARJ21 正在进行试飞前的准备工作,04 架飞机即将总装下线。02 架首飞成功表明试飞计划进展顺利,增强了我们对 ARJ21 按计划投入商业飞行的信心;
- **ARJ21 项目的工程熟练度不断提高:** 第 1 架 ARJ21 飞机从总装下线到首飞经过了一年的时间,而 02 架 ARJ21 飞机从总装下线到首飞仅用了了一个多月的时间。总装下线到首飞之间时间的缩短表明 ARJ 项目的工程熟练度不断提高,各分系统供应商和总装厂之间的协调、合作能力有了显著进步;
- **订单没有受经济危机影响:** 08 年开始的金融危机影响了世界大多数航空及制造业的订单,但是各航空公司客户依然对 ARJ21 项目和中国航空运输市场的长期发展充满信心,无论国内还是国外客户均没有出现退订的情况。目前 ARJ21 飞机在手订单为 208 架;
- **西飞国际是目前最受益的公司。** 西飞国际已经签订价值 32 亿元的 ARJ21 机体结构件的大额供应合同,ARJ21 将是公司新的发展引擎。ARJ21 目前交付计划为 09、10、11 年分别是 5、10、15 架,估计对公司 EPS 的增厚分别是 0.02、0.05、0.09 元。结合国家推进大飞机项目的决心,我们认为公司在未来两年内将在大型飞机制造领域进入新的广阔空间;
- **维持“审慎推荐-A”投资评级:** 4 万亿带来的新订单保证公司 09、10 年业绩的平稳增长,11 年 ARJ21、大型运输机和大型客机将显著提升公司业绩。预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.19、0.24、0.38 元,按 11 年 35 倍 PE 估算,目标价为 13.5 元,维持“审慎推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2169	9359	10107	11421	14277
同比增长	12%	332%	8%	13%	25%
营业利润(百万元)	105	435	539	682	1097
同比增长	35%	314%	24%	27%	61%
净利润(百万元)	92	389	462	585	941
同比增长	31%	324%	19%	27%	61%
每股收益(元)	0.15	0.35	0.19	0.24	0.38
PE	72.9	30.9	57.2	45.2	28.1
PB	3.2	1.4	2.5	2.4	2.3

资料来源:招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2352	11976	11710	12274	13775
现金	421	4217	3896	3466	2941
交易性投资	0	10	0	0	0
应收票据	146	258	606	685	857
应收款项	239	1547	958	1083	1353
其它应收款	13	36	51	57	71
存货	1314	5459	5746	6475	7930
其他	219	447	453	508	622
非流动资产	1236	1967	2568	2800	2753
长期股权投资	138	143	140	140	140
固定资产	984	1367	2233	2483	2452
无形资产	13	194	174	157	141
其他	101	263	21	21	21
资产总计	3588	13943	14278	15074	16528
流动负债	1331	4492	3137	3505	4271
短期借款	485	95	100	100	100
应付账款	446	1798	1904	2135	2614
预收账款	78	192	227	254	311
其他	322	2408	907	1017	1245
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	1331	4492	3137	3505	4271
股本	626	1126	2478	2478	2478
资本公积金	1166	7128	7128	7128	7128
留存收益	278	554	878	1288	1946
少数股东权益	187	642	657	676	706
母公司所有者权益	2071	8809	10484	10893	11552
负债及权益合计	3588	13943	14278	15074	16528

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	101	679	(695)	114	(169)
净利润			462	585	941
折旧摊销			115	146	150
财务费用			(34)	(31)	(27)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(1734)	(644)	(1362)
其它			496	58	129
投资活动现金流	(67)	(321)	(878)	(400)	(100)
资本支出			(900)	(400)	(100)
其他投资			22	0	0
筹资活动现金流	179	3438	1252	(144)	(256)
借款变动			6	0	0
普通股增加			1351	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(139)	(176)	(282)
其他			34	31	27
现金净增加额	213	3796	(321)	(431)	(525)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2169	9359	10107	11421	14277
营业成本	1904	8490	9066	10165	12449
营业税金及附加	3	7	10	11	14
营业费用	58	194	253	286	357
管理费用	61	278	273	308	385
财务费用	37	(6)	(34)	(31)	(27)
资产减值损失	5	(23)	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	5	16	0	0	0
营业利润	105	435	539	682	1097
营业外收入	0	24	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	105	459	539	682	1097
所得税	11	58	62	78	126
净利润	94	402	477	604	971
少数股东损益	2	12	15	19	30
母公司所有者净利润	92	389	462	585	941
EPS (元)	0.15	0.35	0.19	0.24	0.38

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	12%	332%	8%	13%	25%
营业利润	35%	314%	24%	27%	61%
净利润	31%	324%	19%	27%	61%
获利能力					
毛利率	12.2%	9.3%	10.3%	11.0%	12.8%
净利率	4.2%	4.2%	4.6%	5.1%	6.6%
ROE	4.4%	4.4%	4.4%	5.4%	8.1%
ROIC	4.6%	3.9%	4.0%	4.9%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	32.2%	22.0%	23.3%	25.8%
净负债比率	13.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
流动比率	1.8	2.7	3.7	3.5	3.2
速动比率	0.8	1.5	1.9	1.7	1.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
存货周转率	1.5	2.5	1.6	1.7	1.7
应收帐款周转率	9.0	10.5	8.1	11.2	11.7
应付帐款周转率	5.3	7.6	4.9	5.0	5.2
每股资料(元)					
每股收益	0.15	0.35	0.19	0.24	0.38
每股经营现金	0.16	0.60	-0.28	0.05	-0.07
每股净资产	3.31	7.82	4.23	4.40	4.66
每股股利	0.13	0.10	0.06	0.07	0.11
估值比率					
PE	72.9	30.9	57.2	45.2	28.1
PB	3.2	1.4	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	117.4	46.6	44.6	34.8	22.7

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

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。