

西飞国际(000768)

——民机决定今年成败，军机架起未来蓝天

首次评级

工业/宇航与国防

2009 年 7 月 16 日

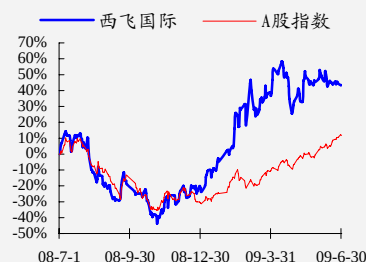
投资要点:

- 西飞国际是中航工业最大的上市公司，主营业务包括军品的“轰六”系列和“飞豹”系列军机，主要列装与我国空军和海军，部分机型实现出口；民品以新舟 60 系列和 ARJ 零部件生产为主；外包业务主要为空客和波音提供零部件；公司的子公司还涉及铝业等民品的领域。
- 军机中“轰六”等机型列装时间较长，公司每年销售数量较为稳定；“飞豹”按照原有“五年计划”数量有一定萎缩，但是不排除国家短期增加此项产品的订购。
- 民机的新舟 60 是目前公司的主打产品之一，同时，公司今年的业绩变化在一定程度上主要受到新舟 60 销售情况的影响，上半年仅交付 2 架，与全年目标存在一定差距，公司下半年将主要增大此项产品的销售力度。
- 公司承担 ARJ 共计 60% 的零部件生产份额，ARJ 目前还处于试飞阶段，公司预计近 3 年交付数量为 5 份、10 份和 15 份。
- 公司和成飞以及沈飞的民机公司已经实现收入，但是公司尚未非配利润，所以民机还存在一定隐形利润。如果民机利润今年能够分配，将能够降低公司今年业绩下滑的程度。
- 按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.135 元和 0.185 元（暂不考虑实际控制人的资产注入行为），对应 13.00 元的市盈率分别为 96 倍和 70 倍，但考虑到公司的成长性和未来的资产注入可能，给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2008	935,876	331.54	38,908	324.23	0.354		59.3
2009E	855,765	-8.56%	33,543	-13.79	0.135		79.0
2010E	987,382	15.38%	45,822	36.61	0.185		57.7
2011E							

走势图



市场数据

2009/7/15

收盘价:	13.51 元
52 周最高价:	13.80 元
52 周最低价:	4.18 元
平均持仓成本:	

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	247,762
流通 A 股 (万股):	247,762
每股收益 (元):	(0.01)
每股净资产 (元):	3.55
每股经营现金流 (元):	(0.63)
市净率:	3.01

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

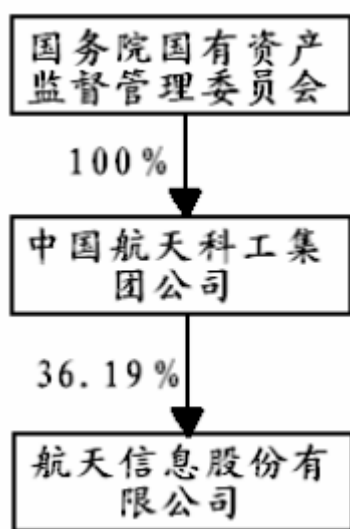
地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 公司基本情况

西飞国际是西飞集团，也是中航工业下属最大的上市公司，目前总市值约占中航工业上市公司总市值的 1/4。西飞国际的“飞豹”系列歼轰机、轰 6 等军用飞机已在我军批量列装；MA60 支线飞机已远销海外，同时，公司还承担了 ARJ-21 飞机大部分零部件的生产；公司仍继续承担空客等公司的飞机零部件的转包生产。目前，公司已经成为国内最大型的飞机和航空零部件生产商。此外，公司还在发展交通运输、煤气安装工程、铝型材及制品、房地产等项目，实现多元化经营，力图达到以航空产品为主业，民用产品为副的上市公司。

图表 1. 公司现有股权结构



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司目前除西飞国际本身外，参控股的子公司包括西飞天澳公司、上海天澳公司、西飞铝业公司、沈飞民机公司和成飞民机公司等企业。

西飞国际天澳航空建材有限公司主营金属幕墙设计和金属吊顶加工制作，系目前中国最大、最先进的金属板专业厂家之一，曾作为北京首都国际机场航站楼幕墙铝板及室内装饰材料供应商。上海天澳公司是公司建材产品在上海的分公司，主营业务略有不同，但同属建材系列。

西安飞机工业铝业股份有限公司是西飞集团民用产品支柱企业之一，主营“西飞牌”铝型材，产品分为普通门窗、节能门窗、幕墙和工业型材四大部分，共 30 多个系列。

沈飞民机公司和成飞民机公司是西飞和沈飞和成飞分别组建的用于民机生产的企业。沈飞民机公司是由中飞民机国际航空制造股份有限公司、沈阳飞机工业（集团）有限公司、中航投资有限公司共同出资组建，注册地在沈阳，3 家公司所

占有的股份分别为 45%、40%、15%，其注册资本为人民币 5 亿元，新公司的经营范围涵盖民用飞机及其零部件的设计、试验、生产、销售及相关业务和进出口贸易。沈飞民机公司将负责大飞机 COMAC919 飞机的发动机吊挂、后机身、垂直尾翼的研制、生产和售后服务等工作。成飞民用飞机有限责任公司注册资本为 5 亿元，其中西安飞机国际航空制造股份有限公司以货币形式出资 2.25 亿元，占 45% 的股权；成都飞机工业(集团)有限公司则以民用飞机业务相关资产及货币方式出资 2 亿元，占 40% 的股权；中航投资有限公司以货币出资 0.75 亿元，占 15% 的股权，注册地在成都。成飞民机公司的主营业务将主要从事国外转包生产、ARJ-21 支线飞机零部件和其他民用飞机生产，经营范围涵盖飞机、其他飞行器零部件的设计、试验、生产、销售及相关业务和进出口贸易。成飞民机公司将负责国产大型客机机头的生产制造。中航工业将逐步形成成飞生产民机的机头和前机身，西飞生产民机的机翼和机身中段，沈飞生产民机的后机身和尾段的专业化布局。在中航工业轰轰烈烈的大资产整合的背景下，不排除西飞、成飞、沈飞等飞机厂进行结构调整，将民机业务分拆出来，打包注入西飞国际，实现整体上市。

■ 西飞国际的“姊妹”公司

2009 年 2 月 18 日，中航飞机有限责任公司在西安成立，注册资金 120 亿元，总资产 335 亿元，包含中航第一飞机设计研究院、西飞国际大股东西安飞机工业集团公司、陕西飞机工业集团公司、西安航空制动科技有限公司、中航起落架有限公司等。在中航工业整体上市思路下，中航工业存在将陕飞、中航起落架等资产注入到上市公司的可能。

同属陕西地区的陕飞集团，位于陕西省汉中市，是我国唯一研制、生产大、中型军、民用运输机的大型国有军工企业，现有总资产 50 亿元，主要产品为运 8 和运 9 飞机。目前，陕飞集团按照“十一五”至 2020 年航空产品的发展规划，制定了 3 机定型、3 机首飞、6 机研制、9 机预研的新目标。为了配合国家“大飞机”项目，陕飞充分利用较先进的技术成果，研发的运 9 型军用运输机和运 8F600 型民用运输机已投入批量生产。在此基础上，陕飞积极完成 AS9100(国际航空、航天质量管理体系标准)质量体系认证，初步形成转包生产能力，逐渐打开转包市场；预计到“十一五”末期，将形成大型飞机零部件的转包生产能力。

中航飞机起落架有限公司位于长沙望城，是有原陕西燎原航空机械制造有限公司于湖南湘陵机械厂进行专业化整合，联合华融资产、中南大学等股东而发起成立的，总资产 10 亿元。作为中国航空工业唯一的飞机起落架专业化企业，公司长期致力于固定翼盒旋翼航空器起落架的研制，是国内运输机、歼击机、直升机、特种机等多种机型起落架的定点生产厂家，为要为陕飞、成飞、沈飞、西飞、昌飞、哈飞等主机厂研制、生产、修理飞机起落架成件和航空液压附件。在国际转包方面，公司长期与欧洲和美国最具实力的飞机起落架专业供应商梅西埃·道姆公司和古德里奇公司合作，公司转包零部件产品用于空客、波音飞机起落架，在国内属于独家供应

商，具有行业领先地位。

西安航空制动有限责任公司是由原国有独资公司--华兴航空机轮公司 2001 年 12 月经债转股后改制成由中国航空工业第一集团公司、中国华融资产管理公司共同出资组建的有限责任公司。公司是国家“一五”期间建设的 156 项重点工程之一，属大型一级企业，是我国航空机轮及刹车系统和汽车制动系统的研制、发展基地和骨干生产企业，是国家航空机轮、轮胎等产品进出口检测及试验中心。

■ 中航工业整合的影响

优质的军工资产的注入往往会使上市公司出现脱胎换骨的变化，所以市场对于军工企业的注入和重组也给予了巨大的关注和期待。中航工业的整合在整个央企整合的大潮中可谓独领风骚，涉及的企业和资产最多，涉及的上市公司也最多。西飞国际作为中航工业中最大的上市公司似乎得到的好处应该最大。但是，从发展的角度看，中航工作发展的板块化模式在一定程度上使得西飞国际的发展受到了一定的限制。相较而已，类似中航精机、中航光电等资产规模较小的上市公司，业务领域较小，对于集团和大股东的任何资产注入来看，企业的盈利能力都会进一步增强；但是西飞国际作为已有较大资产规模的上市公司，板块化使得企业在拓展自身的业务领域上受到板块的约束而无法实现，相应领域都已经被划分给对应的版块和公司。所以，在某种程度上，整合限制了西飞国际的业务领域的拓展。

2. 主营业务情况

2.1. 军机需求稳定，难于突破

公司的军用飞机主要包括“轰六”系列和“飞豹”战机，主要装备空军和海军，其中“轰六”和“飞豹”的部分机型已经外销。“轰六”虽然服役时间较早，但是在不断对其动力、航电及机载武器进行改进，仍是我军战略轰炸力量的核心，并且在其基础上发展了多种特种平台，轰-6 轰炸机改进型有轰 6 甲、轰 6 乙、轰 6 丁、轰 6K、油轰 6、电轰 6 等，预计将至少服役至 2020 年左右。根据有关媒体的报道分析，目前我军空军和海军列装至少 150 架“飞豹”，预计军方仍将继续为海军航空兵和空军采购一定数量的“飞豹”。

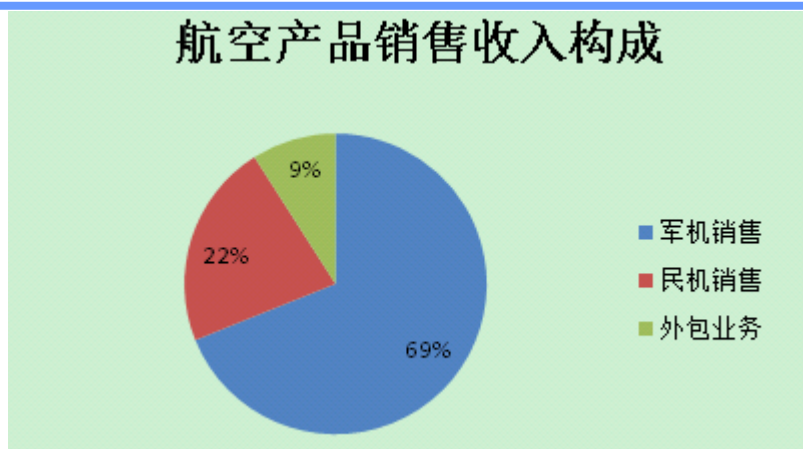
从军机的交付时间看，一般情况下，是集中在年底。军品采购按照我国的惯例，是在国家五年规划中做预算，同时，军工企业将在前三年完成主要订单的生产和交付工作，那么，在 2010 年前军机的交付数量总体上保持稳定，在无新增订单情况下，略有下降。预计 2009 年下降幅度在 10%~15%。军队在签订军机订单时，一般给公司 30%的预付款，这对降低公司财务费用、保证现金流量具有积极作用。2011 年开始制定“十二五”计划，公司将直接受益。

图表 2. 销售收入构成

业务类别	销售收入 (单位: 亿元)	占比
航空工业产品	88.25	95.38%
建材工业产品	2.73	2.95%
其他工业产品	1.39	1.50%
公路交通产品	0.15	0.16%

数据来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

图表 3. 预计航空产品销售收入构成



数据来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

2.2. 民机存在变数，决定收益

由于军机生产的稳定性，所以西飞国际的收益情况将受到民机交付数量的直接影响，所以民机的销售和交付情况也将成为公司股价的直接催化影响。

公司的民机生产主要包括新舟 60 (MA60) 系列和 ARJ21 系列两部分。其中，新舟 60 已经交付使用，ARJ 第二架 ARJ21-700 新支线飞机于今年 7 月 1 日成功完成首飞，预计 2010 年开始交付使用。

公司和成飞以及沈飞的民机公司已经实现收入，但是公司尚未分配利润，所以民机还存在一定隐形利润。如果民机利润今年能够分配，将能够降低公司今年业绩下滑的程度。

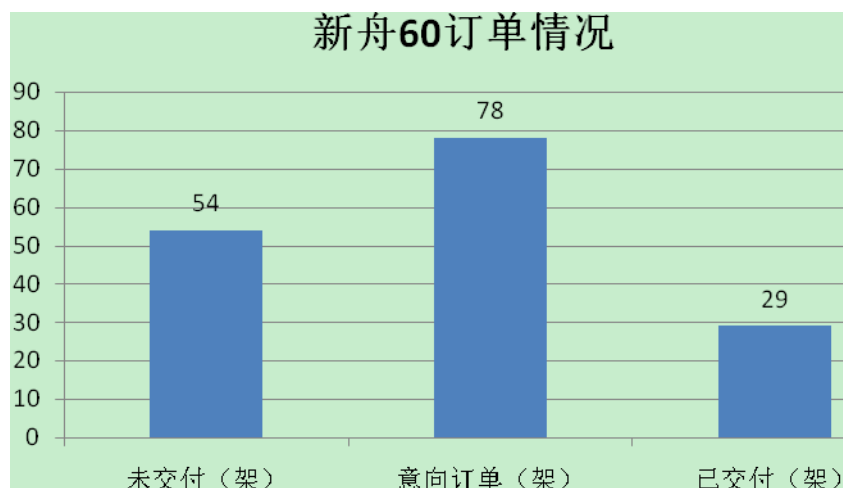
■ 新舟 60 (MA60)

新舟 60 飞机是在运-7 短/中程运输机的基础上研制、生产的五十至六十座级双涡轮螺旋桨发动机支线飞机。新舟 60 大量采用集成国外技术成熟的部件，使用普

拉特·惠特尼公司 PW-127J 型涡桨发动机。新舟 60 飞机是中国首次按照与国际标准接轨的中国民航适航条例 CCAR-25 进行设计、生产和试飞验证。新舟 60 飞机在安全性、舒适性、维护性等方面达到或接近世界同类飞机的水平。使用性能良好，油耗低、维修方便，简单实用。可承载 52-60 名旅客，航程 2450 公里。适宜支线航线的运营。新舟 60 飞机可在高温、高原状态下起飞，适应不同航路、跑道的特性。新舟 60 飞机可进行多用途改装：货物运输机、海洋监测机、航测、探测机等。新舟 60 飞机价格为国外同类飞机的 2/3，直接使用成本比国外同类飞机低 10%~20%。年生产能力为 15~20 架。新舟 60 的改进型新舟 600 于 2008 年首飞。新舟 600 飞机在机载设备、机舱内装饰等方面进行了全新改进。

6 月 21 日公司向幸福航空有限责任公司交付 2 架新舟 60 飞机，这也是西飞国际今年上半年交付的仅有的两家新舟 60，2008 年交付 10 架。新舟 60 飞机已经取得了 161 架的确认和意向订单，其中确认订单 83 架，意向订单 78 架，已交付国内外客户 29 架，还有 54 架尚未交付。

图表 4. 新舟 60 订单情况



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司与印尼在 2007 年签订 15 架的合同已交付 2 架，公司下半年将力主完成交付；同时，菲律宾的 3 架也是力争交付的订单。奥凯、银安等国内公司订购的数量短期内没有交付的可能。预计，公司全年交付的数量在 15 架次左右。

■ ARJ21

首架 ARJ21-700 新支线飞机在去年 11 月底成功首飞后，现已在沪完成 16 架次的试飞，即将初试长途“旅行”，从上海飞去西安继续完成适航取证试验。第三架 ARJ21-700 正在上飞厂总装、喷漆，不久将转入试飞站；第四架也已完成大部件生产，即将开始总装。

西飞国际从事 ARJ21 飞机机翼和中机身的制造，沈飞从事后机身和机尾零件的制造，成飞从事飞机机头和航空电子设备的制造，公司在进行增发后，沈飞、成飞涉及 ARJ21 零部件业务都已注入了西飞与其各自成立的合资民机公司，这样，西飞国际就揽下了 ARJ21 近 60%的工作量。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 目前交付计划为 09、10、11 年分别是 5、10、15 架，估计此项收入对公司 EPS 的贡献分别是 0.02、0.05、0.09 元。

但是，从长期看，系列化的新舟 60 和 ARJ 还是存在部分竞争关系，集团如何处置两种机型的销售情况仍值得继续关注。

2.3. 转包业务微降，影响不大

伴随波音公司取消波音 737-700 垂尾项目订单 60 架份，公司预计 2009 年转包收入将减少 1000 万美元。今年 2 月 2 日，西飞与空客签署了 A320 系列飞机机翼总装项目的合作框架协议，但该项合作在今年不会给西飞带来任何收益。

公司 2008 年转包销售收入为 8.81 亿元，预计同比下降幅度在 10%以内，所以，公司整体上的外包业务的波动对于业绩影响不大。

虽然波音、空客的订单收金融危机的影响几乎没有新增多少订单，但是两大航空巨头手持订单依然较多，我国航空转包业务在 2009 年至 2010 年间不会发生大幅下降的情况。然而，中航工业进一步扩大转包市场份额的想法受到一定的阻碍。

2.4. 民品业务走弱，铝业“已亡”

公司控股公司西安飞机工业铝业股份有限公司预付山西振兴集团有限公司铝锭采购款余额 12,600 万元协议到期后未按期收回，本着谨慎性原则，公司对其计提了 70%的坏帐准备，公司持有西飞铝业公司 63.57%股权，第一季度计提坏帐准备 5,607 万元。预计，公司在短期内会将其余 30%计提，净利润减少累计将达到 8000 万。

子公司西飞铝业公司 2008 年度实现盈利，但该公司以前年度连续亏损，累积亏损尚未得到全部弥补，且 2008 年度收益率水平较低，加之现已计提的较高减值准备，不排除公司将处置该项资产的可能。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%。

公司近期公布的中报 5400 万的亏损在一定程度上主要还是与铝业公司计提较大资产减值准备有关。

3. 市场孕育机会与风险

公司军机销售受军工行业的“5 年周期性”影响，略有下滑，收入下降 10%至 15%；新舟 60 的销售力度将会继续加大，同时 ARJ 零部件开始交付，航空民品整

体相对于去年还是存在极强的增长性；公司子公司的铝业产品陷入困境，同时，其预付账款的无法收回致使母公司计提大量资产减值准备，长期亏损和微利的局面不排除公司将此项资产进行处置的可能。从整体上看，公司 2009 年的业绩同比将出现一定的下滑，下滑幅度直接与民机的销售情况挂钩；2010 年，公司业绩将呈现一定增长，预计将超过 2008 年同期水平；2011 年，加之新的军机订单，公司业绩将会进一步提升。

1. 公司军机销售仍按照 5 年规划的指标进行生产，不排除军方突然增加订单的可能；
2. 虽然公司下半年民机的销售力度会进一步增加，但是新舟 60 能否如期交付不仅受到上游零部件公司的影响，同时下游是否会推延订单也存在不确定因素；
3. 公司存在处置铝业公司资产的可能；
4. 公司的大运等项目虽然已经部分开始研发，但是实际上国家和中航工业的资金并没有落实到位，同时，配套设备、机载设备都不完善，大运发展迟缓，公司研发进度将存在一定的滞后；
5. 中航工业存在将民机资产（沈飞、成飞民机资产）注入到西飞的可能，但是时间表尚难确认；
6. 转包业务虽然目前看比较稳定，但是不排除空客、波音因为手中订单而调整交付时间的可能。

按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.135 元和 0.185 元（暂不考虑实际控制人的资产注入行为），对应 13.00 元的市盈率分别为 96 倍和 70 倍，但考虑到公司的成长性和未来的资产注入可能，给予谨慎推荐评级。

财务和估值数据摘要			单位： 百万	
单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	9358.76	8557.65	9873.82	11742.94
增长率(%)	331.54%	-8.56%	15.38%	18.93%
归属母公司股东净利润	389.08	335.43	458.22	513.17
增长率(%)	324.23%	-13.79%	36.61%	11.99%
每股收益(EPS)	0.354	0.135	0.185	0.207
每股股利(DPS)	0.090	0.052	0.070	0.079
销售毛利率	9.28%	10.00%	10.00%	10.00%
销售净利率	4.29%	4.05%	4.79%	4.51%
净资产收益率(ROE)	4.42%	3.72%	4.93%	5.34%
投入资本回报率(ROIC)	17.30%	4.45%	10.79%	7.12%
市盈率(P/E)	82.78	96.02	70.29	62.76

报表预测

利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	9358.76	8557.65	9873.82	11742.94
减: 营业成本	8490.43	7701.89	8886.44	10568.64
营业税金及附加	7.40	6.77	7.81	9.29
营业费用	194.29	177.65	204.98	243.78
管理费用	278.25	254.43	293.56	349.14
财务费用	-6.46	-70.37	-65.34	-51.00
资产减值损失	-23.32	80.00	-10.00	0.00
加: 投资收益	15.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.30	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	435.31	407.28	556.37	623.10
加: 其他非经营损益	23.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	459.13	407.28	556.37	623.10
减: 所得税	57.57	61.09	83.46	93.46
净利润	401.55	346.19	472.91	529.63
减: 少数股东损益	12.48	10.76	14.69	16.46
归属母公司股东净利润	389.08	335.43	458.22	513.17
资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	4015.18	6266.31	3929.65	5823.13
应收和预付款项	2285.84	820.18	2763.54	1498.58
存货	5459.47	3139.26	6781.95	5017.35
其他流动资产	12.92	12.92	12.92	12.92
长期股权投资	143.35	143.35	143.35	143.35
投资性房地产	7.90	7.90	7.90	7.90
固定资产和在建工程	1593.87	1242.88	981.89	710.91
无形资产和开发支出	193.71	172.91	152.11	131.32
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	13712.22	11805.70	14773.32	13345.44
短期借款	94.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	3233.94	1203.55	3872.87	2110.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	932.80	932.80	932.80	932.80
负债合计	4261.24	2136.35	4805.67	3043.72
股本	1126.19	1126.19	1126.19	1126.19
资本公积	7128.26	7128.26	7128.26	7128.26
留存收益	554.49	762.10	1045.70	1363.32
归属母公司股东权益	8808.94	9016.55	9300.16	9617.77
少数股东权益	642.04	652.80	667.49	683.95
股东权益合计	9450.98	9669.35	9967.65	10301.72
负债和股东权益合计	13712.22	11805.70	14773.32	13345.44

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209