

上市公司简评报告

飞机制造业

上半年飞机交付锐减

事件

公司公布 09 年半年报

2009 年上半年公司实现营业收入 20.80 亿元，同比下降 51.01%；实现净利润-5332.52 万元，同比下降 138.65%；每股收益-0.02 元。

简评

业绩锐减主因是飞机交付量的下滑

上半年公司亏损的主要原因是飞机交付量同比下降较大，其中军机由于外部配套的影响未能按照计划交付，军机交付低于预期；民机由于国外客户受到金融危机的影响推迟接机，上半年没有交付。综合来看，飞机交付量的下滑是公司上半年亏损的主要原因。

此外，坏账准备引起的资产减值损失也对当期利润造成了较大的影响，公司控股子公司西飞铝业公司预付山西振兴集团公司铝锭采购款余额 1.26 亿元协议到期后未按期收回，公司对其按 70% 计提坏账准备 8820 万元，致使当期归属于母公司的净利润减少 5607 万元。

军机：下半年交付将好于上半年

军机产品主要是轰六和飞豹战机。上半年军机的销售虽然没有详细的数据，但公司和集团的关联交易额基本上反映了军机的销售，09 年上半年该交易额为 15.40 亿元，相比上年同期的 34.59 亿元下滑了 55.48%。

由于军机收入比重较大，军机销售的稳定是公司业绩稳定的前提和基础。我们认为国防军备现代化对高性能武器装备的需要并没有出现减少的趋势，所以未来军机的稳定交付可期。公司曾预计 09 年关联交易额为 56.32 亿元。虽然上半年交付下滑比例较大，但军机交付集中在年底，所以军机业务完成全年预计的可能性较大。军机业务未来重点在于做好军用飞机改进、改型，并开展大型飞机研制工作。

民机整机：上半年零交付，预计全年可交付 15 架

新舟 60 上半年零交付。新舟 60 主要面向国外用户，由于受到金融危机的影响较深，国外客户资金短缺继而纷纷推迟接机，上半年新舟系列飞机零交付。我们在此前报告中曾提到受金融危机和航空运输业的影响，新舟系列飞机的交付存在很大的不确定性，现在仍维持公司难以完成全年计划的判断。我们预计今年新舟仅可交付 15 架。

西飞国际（000768）

维持

增持

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn
010-85,130,969

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn
010-85,130,639

分析日期：2009 年 07 月 27 日

当前股价：13.11 元

目标价格 6 个月：15.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
21.4/6.1	-41.2/-78.9	-29.0/-46.7
12 月最高/最低价 (元)		26.65/9.20
总股本 (万股)		247,762
流通 A 股 (万股)		152,517
总市值 (亿元)		325
流通市值 (亿元)		200
近 3 月日均成交量 (万)		3,878
主要股东		
西安飞机工业(集团)公司		57.07%

股价表现



相关研究报告

08.08.08	西飞国际调研深度报告：整机增长稳定，转包量大利薄
08.11.10	西飞国际调研动态报告：民机交付低于预期 军机需求基本稳定
09.03.04	西飞国际年报点评：军机交付稳定，业绩符合预期

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

此外, ARJ21 今年将开始交付。公司在 ARJ21 的生产量中占据 85% 以上的份额, 公司与上海飞机制造厂签订了 100 架份的 ARJ21-700 飞机批生产合同, 其中 15 架份为确认订单, ARJ21-700 飞机是公司未来的支柱产品之一, 我们预计 09 年将交付 ARJ21-700 飞机零部件 4 架份。

转包: 上半年呈现正增长

今年公司与空客签订了 A320 系列飞机机翼总装项目合作协议, 空客 A320 系列飞机机翼总装和测试工作, 将由公司在国内完成。机翼总装生产线将于 2009 年 8 月底竣工, 2010 年 1 季度实现首架交付, 2011 年年底达到月产 4 架份。表明了公司有能力承担大型飞机的大型关键部件制造的能力。

从转包业务的数据来看, 上半年公司共交付转包生产任务 18 个品种 761 架份, 实现收入 4.22 亿元, 同比增长 2.5%, 略高于我们预期。我们认为 09 年转包可能受到波音、空客订单减少和飞机交付减少的影响, 但由于波音空客均拥有超过 3700 架的储备订单, 近几年交付量仍有保证。相应地, 公司的转包量也会有保证。公司累计签订转包合同总额近 20 亿美元, 大部分处于待交付状态, 也为转包业务的增长提供了保证。我们预计全年转包收入增长 5%。

可能是中航飞机公司的未来整合平台

中航工业集团成立后, 明确提出了子公司三年内实现上市, 而运输机资产相对比较集中, 有望实现率先上市, 我们预计其整合平台为西飞国际, 主要包括运输机、支线飞机、国内大型客机零部件制造以及民机转包业务四大业务。目前支线飞机和民机转包资产已集中在西飞国际, 尚有陕飞的运输机资产、成飞和沈飞的部分民机零部件资产、西航制动和中航起落架等资产等待注入。对于运输机资产来说, 陕飞和西飞同在西安, 陕飞的运输机业务最有可能注入到西飞国际中。对于民机资产来说, 虽然大飞机项目公司已经成立, 但民用大飞机的零部件制造还需要现有的制造企业参与, 当前民用飞机主要资产向西飞国际集中, 整合方向是形成大飞机制造能力和支线飞机的市场化。

值得关注的是中航飞机公司的资产规模虽然很大 (335 亿元), 是西飞国际的 2.3 倍, 但是部分资产的盈利能力一般, 如陕飞集团等, 而且中航飞机公司的员工人数较多, 总共约 3.5 万人, 约为西飞国际的 3 倍。

盈利预测与评级

预计公司 2009、2010 年分别实现收入 81.74 和 104.69 亿元; 分别实现净利润 2.99 和 5.18 亿元, 实现每股收益 0.12 和 0.21 元。虽然当前公司估值较高, 但公司具有国庆阅兵、军费增长和资产注入等多种题材, 考虑到这些因素, 我们维持对公司的增持评级, 目标价 15 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入 (百万)	9359.00	8174.00	10469.35	13550.75
主营收入增长率	332.00%	-12.66%	28.08%	29.43%
净利润 (百万)	389.00	298.53	518.37	688.93
净利润增长率	324.00%	-23.26%	73.64%	32.90%
EPS (元)	0.35	0.12	0.21	0.28
P/E	37.46	109.25	62.66	47.15

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春、冯福章，机械行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010