

西飞国际 000768.SZ



西飞国际：远期无虞，近期有忧

——2009 年中报点评

投资要点：

1. 公司中报业绩大幅下滑

西飞国际公布 2009 年中报，报告显示，公司实现营业收入 20.80 亿元，同比下降 51.01%；营业利润-7,505.32 万元，同比下降 145.45%；实现归属于母公司的净利润-5,332.52 万元，同比下降 138.65%；上半年每股收益-0.0215 元。公司业绩同比大幅下降的原因如下：

受金融危机的影响，公司新舟60飞机因国外用户推迟接机，致使该产品上半年未交付，营业收入和利润大幅减少；

子公司西飞铝业预付山西振兴集团的铝锭采购款余额1.26 亿元未按期收回，对其按70%计提坏账准备8,820万元，公司持有其63.57%股权，致使当期归属于母公司的净利润减少5,607 万元；

受外部配套影响，飞机未能按计划交付，交付较去年同期减少。

航天军工

评级：中性

目标价格：¥16.00

当前价格：¥13.98

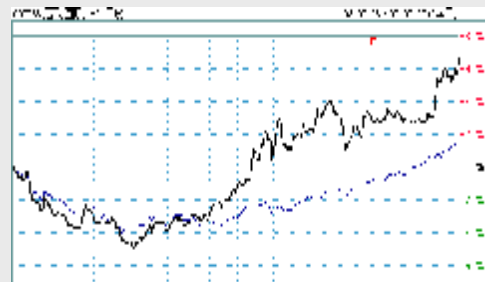
2009.07.27

总市值（百万元）	34636.8
总股本/流通 A 股（百万股）	2477.6/1525.0
流通市值（百万元）	21319.5
每股净资产（元）	3.53
净资产收益率（%）	1.61

交易数据

52 周内股价区间（元）	9.20-26.65
静态市盈率（倍）	85.5
动态市盈率（倍）	128.2
市净率（倍）	3.96

52 周内股价走势图



黄庆扬

行业研究员

电话

021-32229888*3508

邮箱

huangqingyang@ajzq.com

相关报告

《高送转，显雄心》	2009.03.03
《西飞国际：利润大幅增长，增发效应凸显》	2008.10.23
《西飞国际：收入大幅增长，利润有待提高》	2008.07.28

财务摘要	2006A	2007A	2008	2009E
主营收入(百万元)	1932.31	2168.67	9359	7500
同比增长率(%)	16.4	12.2	331.6	(19.7)
净利润(百万元)	70.01	91.71	402	272.5
净利同比(%)	75.18	31.00	328	(32.2)
EPS(元)	0.112	0.146	0.36	0.11
PE(倍)	198.2	152.1	61.7	128.2

请务必阅读正文之后的重要声明

2. 上半年产品交付进度明显落后

在 08 年年报里，公司计划 09 年完成营业收入 80.2 亿元，但上半年只完成年度计划的 25.94%，进度明显落后：民机方面，年计划交付新舟 60 飞机 20 架，交付 ARJ21-700 飞机零部件 5 架份，报告期末交付；转包方面，年计划交付 21 个品种 1,464 架份，报告期实际交付 18 个品种 761 架份，为年计划的 51.98%；非航产品方面：年计划销售铝型材产品 13,000 吨，报告期实际销售 5,389 吨，为年计划的 41.45%。

虽然航空业的特点决定整机产品交付在年底，下半年收入和利润的环比会有所提高，但我们认为，由于 09 年计划交付的 20 架新舟 60 中，有 15 架销往印尼的飞机遭遇印尼方面延期交付或锁定汇率交付的要求，预计这将对公司今年的业绩产生严重影响；另外目前处于“十一五”的后两年，军机的订货量一般也进入相对低谷期，因此我们对公司 09 年能否完成年度计划持谨慎态度。

3. 定向增发导致公司财务费用为负

2009 年上半年，公司发生销售费用 5,393.90 万元，较去年同期下降 44.52%；发生管理费用 1.22 亿元，同比增加 9.49%；发生财务费用 -1,330.81 万元，同比下降 171.29%。

报告期间，公司实现营收同比下降 51.01%，销售费用也同比下降 44.52%，基本正常；管理费用较上年同期略有增长，预计在新机型 MA600 等的研制及空客 A320 总装生产线的建设过程中，未来几年该项费用还会继续高增长；公司在去年通过定向增发募集资金 34 亿元后，现金流十分充裕，银行存款较多，导致报告期间财务费用为负，但随着公司资本性支出的增多，财务费用对公司利润的贡献将收窄。

4. 对公司的长远发展仍看高一线

虽然短期成长压力较大，但我们仍对公司的长远发展看高一线：

公司是支线飞机 ARJ21 的一级承制商，公司及其控股的成飞和沈飞民机共同承担了 ARJ21 约 85% 的部件工作量，占 ARJ21 总价值的 40%；公司于 2009 年 2 月 13 日与上海飞机制造厂签订了 ARJ21 飞机批生产合同，合同框架数量为 100 架份，其中 15 架份为确认订单，85 架份为意向订单，合同总价款 32.60 亿元；

今年 2 月，公司与空客签署了 A320 系列飞机机翼总装项目的合作框架协议，总装的第一架份机翼将于 2010 年第 1 季度交付使用；该项合作表明了中国航空工业有能力承担大型飞机的大型关键部件制造，同时也是航空工业融入世界航空产业链的重要标志；

今年上半年，公司完成了新舟 600 的适航取证验证试飞准备工作和疲劳试验机试验前准备，预计在 2010 年批量交付，预计未来 10 年新舟 600 在全球市场需求量将超过 300 架，国内超过 120-150 架，代表着西飞的未来；

今年5月，公司与中国商飞上海飞机制造厂签署了大型客机机体6个工作包的备忘录，取得了中机身、外翼翼盒等6个工作包的供应商资格，使公司成为我国大型客机项目的首批国内供应商之一。

5. 民机制造资源的注入只是时间问题

自新中航成立伊始，集团就确定对旗下上市公司按照“成立专业化公司、突出主业竞争力”的原则进行整合，目前，集团控股的上市公司之一洪都航空正在停牌中，预计很快就将得到控股公司洪都集团的资产注入。

今年2月，作为新中航的运输机业务主体单位——中航飞机有限公司挂牌成立，旗下包括中航第一飞机设计研究院、西飞集团、西安航空制动科技公司、中航起落架公司、陕西飞机工业集团。西飞国际作为中航飞机旗下唯一的上市公司，其民机整合平台的地位进一步得到了确认，预计中航飞机旗下的民机制造资源迟早会注入到西飞国际。

6. 公司评级及盈利预测

虽然公司的长期发展无虞，但近期有忧。由于民机被外商要求延期交付，军机进入相对低谷，转包业务也受到订单下降的影响，09年能否完成年度计划尚存在较大的不确定性，公司目前处于最困难的时候。

预计公司在3季度能够成功扭亏，09年每股收益0.11元，对应动态市盈率128倍，估值明显偏高，暂时下调公司评级至“中性”。但我们仍旧看好公司的长期发展前景，认为公司仍是新中航乃至整个军工板块的领军企业。

风险提示:

全球金融危机从虚拟经济向实体经济蔓延,公司的国际合作项目、民机出口、飞机原材料及成品供应等业务将受到一定程度影响;

国际合作项目以美元计价,外汇汇率变动对国际合作项目收入及利润产生影响。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。