

西飞国际

000768

中性/ 维持评级

股 价	2009/12/01
RMB13.08	

基础数据

总股本（百万股）	2478
流通 A 股（百万股）	1525
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	19949

财务数据

市净率 (X)	3.67
TRACING P/E (X)*	203.87
EPS (元)	0.01
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

《西飞国际：扭亏为盈，继续向好》

(091024)

《西飞国际：支线航空提升盈利空间》

(090921)

分 析 师
 吴凯
 +755-82080067
 wukaiys@lhqz.com

完善产业链，提升竞争力

——公司定向增发点评

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	9358.8	4077.5	7592.3	9069.1	10880.1
(+/-%)	331.5	-33.3	-18.9	19.5	20.0
归属母公司净利润(百万元)	389.1	15.8	236.5	401.7	553.9
(+/-%)	324.2	-93.6	-39.2	69.8	37.9
EPS(元)	0.16	0.01	0.10	0.16	0.22
P/E(倍)	83.3	2047.7	159.3	93.8	68.0

■ 公司拟向陕飞集团、中航起落架、中航制动和西飞集团等四家公司定向发行股份，购买其航空业务相关资产。目前预估所购买资产价值为 26.85 亿元，按照 13.18 元/股发行价计算，预计本次发行股份数量为 2.04 亿股。

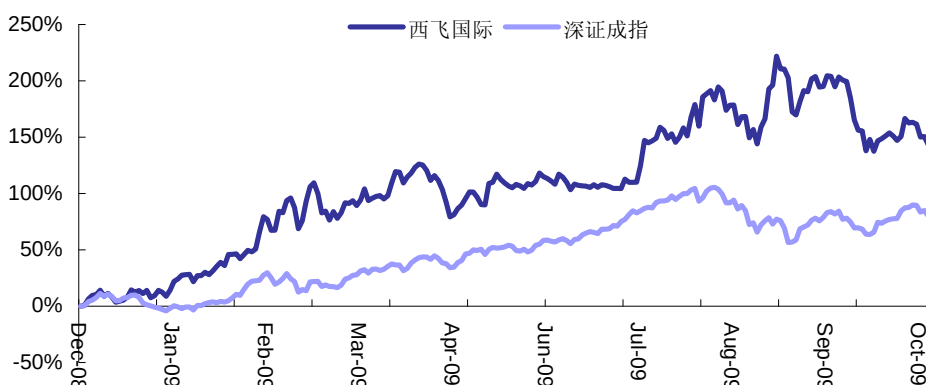
■ 本次发行前公司控股东西飞集团持股 57.07%，中航工业集团为公司实际控制人。发行后西飞集团持有公司股份比例为 54.91%，中航工业集团通过西飞集团公司、陕飞集团公司、中航起、中航制动合计控制本公司 60.33% 的股份，仍为本公司实际控制人。

■ 本次发行后，公司将新增运八系列飞机、飞机起落架、飞机机轮刹车等零部件的生产能力，同时还将提高公司飞机零部件国际转包生产能力，这将进一步完善公司航空制造产业链、丰富公司产品结构。研发是飞机制造业务的核心环节，西飞集团和陕飞集团的研发资产进入公司后，将有助于提升公司核心竞争力。

■ 从拟购买公司资产的历史财务数据分析，我们认为中航制动、西飞集团具有较强的盈利能力。2009 年 1~8 月陕飞集团和西飞集团拟购买资产营业收入较低，归属母公司净利润为负可能是由军品集中在年底结算所导致。

■ 如果按照四家公司 08 年归属母公司净利润计算，西飞国际将增加净利润 1.57 亿元，按照增加 2.04 亿股后 26.82 亿股的总股本计算，公司每股收益将会增厚 0.059 元。公司增厚后 EPS 对应目前股价的 PE 为 81.8 倍，从估值角度看仍偏高，但考虑到公司未来的成长性，我们维持“中性”评级。

最近 52 周股价表现

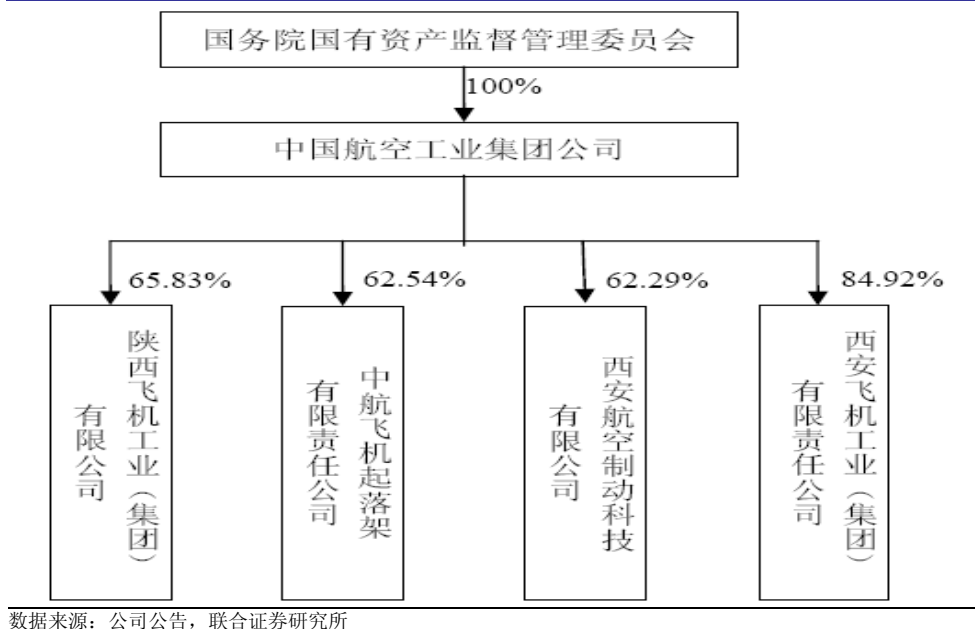


本次发行概况

公司拟向陕飞集团、中航起落架、中航制动和西飞集团等四家公司定向发行股份，购买其航空业务相关资产。目前预估所购买资产价值为 26.85 亿元，按照 13.18 元/股发行价计算，预计本次发行股份数量为 2.04 亿股。

上述四家交易对方的控股股东及实际控制人均为中航工业集团。2009 年 2 月，中航工业集团出资设立了中国航空工业集团公司。2009 年 6 月，中航工业集团出具《关于西安飞机工业(集团)有限责任公司等 4 家单位国有产权无偿划转的批复》(航空资[2009]516 号文)，拟将其持有的陕飞集团公司、中航起、中航制动、西飞集团公司的股权无偿划转至中航飞机公司，目前股权划转手续正在办理中。

图 1、交易对方与其控股股东及实际控制人的产权关系



本次交易前，西飞集团公司持有西飞国际 57.07% 的股份，为公司控股股东，中航工业集团为公司实际控制人。本次交易后，假定按照标的资产预估值计算，西飞集团公司持有本公司 54.91% 的股份，仍为本公司控股股东；中航工业集团通过西飞集团公司、陕飞集团公司、中航起、中航制动合计控制本公司 60.33% 的股份，仍为本公司实际控制人。

拟购买资产概况

标的介绍

陕飞集团公司拟进入资产为其本部航空业务相关资产以及全资子公司锐方航空 100% 的股权。陕飞集团公司拟进入的本部航空业务主要从事飞机研发、飞机技术服务、飞机生产制造业务、飞机用户支援、飞机改装维修业务以及飞机生产技术装备、设备维修、飞机生产所需动力系统辅助生产系统的生产和销售。锐

方航空主要从事运八系列飞机的内装饰零件及航空复合材料的生产和销售。

表 1、陕飞集团拟购买资产近期主要财务数据 万元

项目	2009 年 1~8 月	2008 年	2007 年
总资产	358,695.64	351,037.41	276,819.12
总负债	292,800.99	279,208.69	207,848.28
所有者权益	65,894.66	71,828.72	68,970.84
归属于母公司所有者权益	65,894.66	71,274.40	68,536.46
营业收入	11,011.33	131,753.35	141,057.08
净利润	-6,152.14	3,405.72	5,730.79
归属母公司所有者净利润	-6,152.14	3,285.78	5,633.35

数据来源：公司公告，联合证券研究所

注：报表未经审计

中航起拟进入资产为其本部以及中航起湘陵分公司、中航起燎原分公司的航空业务相关资产。中航起拟进入资产主要从事飞机起落架及附件的研发、技术服务、生产制造、转包生产、飞机起落架修理等业务。

表 2、中航起拟购买资产近期主要财务数据 万元

项目	2009 年 1~8 月	2008 年	2007 年
总资产	82,135.06	61,389.84	47,024.00
总负债	67,893.38	47,620.65	19,411.20
所有者权益	14,241.67	13,769.19	13,641.39
归属于母公司所有者权益	14,241.67	13,769.19	13,641.39
营业收入	19,590.15	30,282.78	25,011.38
净利润	300.76	935.28	533.91
归属母公司所有者净利润	300.76	935.28	533.91

数据来源：公司公告，联合证券研究所

注：报表未经审计

中航制动拟进入资产为其本部航空业务相关资产以及全资子公司贵州新安 100%的股权、控股子公司西安天元 45%的股权。中航制动拟进入资产主要从事航空机轮、刹车系统及附件的研发、生产制造、转包生产、维修等业务。

表 3、中航制动拟购买资产近期主要财务数据 万元

项目	2009 年 1~8 月	2008 年	2007 年
总资产	75,452.18	72,467.23	62,132.22
总负债	37,197.08	34,903.98	26,744.14
所有者权益	38,255.10	37,563.24	35,388.04
归属于母公司所有者权益	37,391.82	36,781.06	34,892.46
营业收入	48,249.69	68,229.67	61,054.26
净利润	3,585.61	4,930.19	5,473.49
归属母公司所有者净利润	3,504.52	4,643.63	5,215.32

数据来源：公司公告，联合证券研究所

注：报表未经审计

西飞集团公司拟进入资产为其本部航空业务相关资产，主要从事飞机的研发、总装、试飞等业务。

表 4、西飞集团拟购买资产近期主要财务数据
万元

项目	2009 年 1-8 月	2008 年	2007 年
总资产	205,393.35	140,566.70	113,299.18
总负债	154,085.32	89,631.12	62,678.69
所有者权益	51,308.04	50,935.58	50,620.48
归属于母公司所有者权益	51,308.04	50,935.58	50,620.48
营业收入	19,397.93	64,629.93	118,183.73
净利润	-1,864.00	6,873.45	6,558.50
归属母公司所有者净利润	-1,864.00	6,873.45	6,558.50

数据来源：公司公告，联合证券研究所

注：报表未经审计

业务前景

运八飞机是我国目前自行研制的唯一的中型、中程多用途运输机，而且是国产飞机中改进改型潜力最大，改进改型最多的运输机种。在我国空军“空天一体”的战略思维下，未来仍将有较大的需求空间。

中航制动的机轮和刹车系统几乎覆盖国内全部机型，有极高的市场占有率，拥有国内该领域实力最强的研发能力和生产制造能力。中航制动本部与贵州新安在航空机轮和刹车系统的细分市场上有所不同，两家公司在生产经营中互相合作，优势互补。

西飞集团公司从事研发业务的技术中心是西飞集团公司下属的飞机设计与研究部门，也是国内较早的飞机设计单位之一，先后完成了 20 多个飞机型号的研制工作，是国内具有大、中型军民机研制经历，专业齐全，实力雄厚的飞机设计研究单位。技术中心经过 50 年的发展，特别是经过近几年重点型号和新舟系列飞机的研制，已经基本建立了完整的飞机设计研究体系，拥有较先进的数字化手段和一定的设计试验能力，在大中型飞机的总体及结构强度设计、民用飞机的设计与适航、多用途飞机设计等技术领域形成了比较优势。

估值情况

预估值增值主要体现存货、房屋建筑物、机器设备和土地使用权。

表 5、本次拟购买资产估值情况
万元

交易对方	拟购买资产	账面值	预估值	预估增值	增值率
陕飞集团公司	净资产	65894.66	115576.83	49682.17	75.40%
中航起	净资产	14241.67	25729.54	11487.87	80.66%
中航制动	净资产	38255.1	50194.03	11938.93	31.21%
西飞集团公司	净资产	51308.04	77018.72	25710.68	50.11%
合计	净资产	169699.47	268519.12	98819.65	58.23%

数据来源：公司公告，联合证券研究所

注：报表未经审计

存货增值较大的为陕飞集团公司，增值 21844.51 万元，其中工装增值 11577.13 万元，在产品增值 7850.18 万元，原材料增值 2457.20 万元。

房屋建筑物均有增值，其中陕飞集团公司增值 14017.76 万元，中航起增值

1527.18 万元，中航制动增值 2787.49 万元，西飞集团公司增值 3689.05 万元。

机器设备均有增值，其中陕飞集团公司增值 11931.88 万元，中航起增值 3858.98 万元，中航制动增值 5005.11 万元，西飞集团公司增值 16700.85 万元。

对公司盈利能力影响

我们认为，今年 1~8 月陕飞集团和西飞集团拟购买资产营业收入较低，归属母公司净利润为负的主要原因可能是，由军品集中在年底结算导致。如果按照 08 年四家公司归属母公司净利润计算，西飞国际将增加净利润 1.57 亿元，按照增加 2.04 亿股后 26.82 亿股的总股本计算，公司每股收益将会增加 0.059 元。

风险提示

- 1、本次交易仍需满足多项审批方可完成，在取得批准的可能和时间上都存在一定的不确定性。
- 2、公司整合后，业务范围扩大，业务整合能否及时完成并有效发挥协同效应，尚存在不确定性。
- 3、由于公司提供的财务数据未经审计，从而影响判断。

4、

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	11976	17114	17754	18785	营业收入	9359	7592	9069	10880
现金	4217	10389	9915	9486	营业成本	8490	6886	8130	9653
应收账款	1547	1057	1293	1579	营业税金及附加	7	7	9	10
其他应收款	36	68	79	90	营业费用	194	187	215	256
预付账款	444	605	655	755	管理费用	278	271	294	360
存货	5459	4716	5461	6480	财务费用	-6	-31	-45	-42
其他流动资产	271	279	351	394	资产减值损失	-23	0	0	0
非流动资产	1967	2150	2279	2280	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	143	145	143	144	投资净收益	16	0	0	0
固定资产	1367	1628	1782	1823	营业利润	435	273	466	643
无形资产	194	189	184	178	营业外收入	24	0	0	0
其他非流动资产	263	189	169	135	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	13943	19264	20033	21065	利润总额	459	273	466	643
流动负债	4492	3744	4199	4791	所得税	58	31	54	75
短期借款	95	95	110	130	净利润	402	242	412	568
应付账款	1798	1459	1753	2063	少数股东损益	12	5	10	14
其他流动负债	2599	2190	2336	2598	归属母公司净利润	389	237	402	554
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	602	399	616	826
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	0.10	0.16	0.22
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	4492	3744	4199	4791	主要财务比率				
少数股东权益	642	647	658	672	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1126	2478	2478	2478	成长能力				
资本公积	7128	11604	11604	11604	营业收入	331.5%	-18.9%	19.5%	20.0%
留存收益	554	791	1095	1520	营业利润	314.0%	-37.4%	71.0%	37.9%
归属母公司股东权益	8809	14873	15176	15601	归属于母公司净利润	324.2%	-39.2%	69.8%	37.9%
负债和股东权益	13943	19264	20033	21065	获利能力				
					毛利率(%)	9.3%	9.3%	10.3%	11.3%
现金流量表					净利率(%)	4.2%	3.1%	4.4%	5.1%
单位: 百万元					ROE(%)	4.4%	1.6%	2.6%	3.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	7.3%	4.2%	6.3%	7.8%
经营活动现金流	679	671	-112	-136	偿债能力				
净利润	402	242	412	568	资产负债率(%)	32.2%	19.4%	21.0%	22.7%
折旧摊销	173	157	195	224	净负债比率(%)	2.10%	2.54%	2.62%	2.71%
财务费用	-6	-31	-45	-42	流动比率	2.67	4.57	4.23	3.92
投资损失	-16	0	0	0	速动比率	1.45	3.31	2.93	2.57
营运资金变动	116	147	-687	-905	营运能力				
其他经营现金流	11	156	13	18	总资产周转率	1.07	0.46	0.46	0.53
投资活动现金流	-321	-359	-323	-226	应收账款周转率	10	5	7	7
资本支出	314	375	325	225	应付账款周转率	7.57	4.23	5.06	5.06
长期投资	-10	-6	-2	1	每股指标(元)				
其他投资现金流	-17	10	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.10	0.16	0.22
筹资活动现金流	3438	5859	-38	-67	每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.27	-0.05	-0.06
短期借款	-391	1	15	20	每股净资产(最新摊薄)	3.56	6.00	6.13	6.30
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	500	1351	0	0	P/E	96.86	159.31	93.82	68.04
资本公积增加	5962	4476	0	0	P/B	4.28	2.53	2.48	2.42
其他筹资现金流	-2633	31	-53	-87	EV/EBITDA	57	85	55	41
现金净增加额	3796	6172	-474	-429					

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。