

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

2009年12月2日

西飞国际(000768.SZ)/13.08元

资产注入告一段落,耐心等待业绩增长

工业·航天军工

目标估值:

审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3270
总股本(万股)	247762
已上市流通股(万股)	152498
总市值(亿元)	324
流通市值(亿元)	199
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	1.8
资产负债率	37.7%
主要股东	西安飞机工业(集团)
主要股东持股比例	57.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	21	156
相对表现	-6	-4	65



相关报告

- 1、《西飞国际(000768)-航空制造龙头企业,关注长期投资价值》2008/5/12
- 2、《西飞国际(000768)-雏凤初展翅,希望在前方》2008/12/1
- 3、《西飞国际(000768)-ARJ21 大额合同助推公司发展》2009/2/15
- 4、《西飞国际(000768)- 中航飞机公司成立打造更大舞台》2009/2/19
- 5、《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
- 6、《西飞国际(000768)- 中期业绩无惊喜,风物常宜放眼量》2009/7/26

西飞国际将按 13.18 价格,预计发行 2.04 亿股,收购包括陕飞集团、中航起落架、中航制动公司和西飞集团相关航空制造资产,净资产规模约 26.85 亿元。增发完成后, EPS 增厚明显,但资产注入告一段落,估值重心或将下降。

- **注入资产将增厚 EPS 约 30%左右。**考虑资产注入后 08 年营业收入为 123 亿元;归属母公司净利润 5.46 亿元,考虑 EPS 为 0.2 元(摊薄),比注入前 0.16 元,同比增厚 30%。我们估计 09 年营业收入为 136 亿元,净利润约 6.3 亿元, EPS 为 0.23 元(摊薄),增厚约 32%;
- **外延式增长告一段落,进入时间换空间的发展阶段。**西飞国际已经注入中航飞机约 2/3 的资产。考虑到剩下资产可能是股权投资、研究所性质资产、涉密级别较高的资产等短期内不宜注入上市公司资产,我们认为公司资产注入主体投资机会已经暂告一段落。公司在未来几年内将主要依靠内生增长为主。公司进入时间换空间的发展阶段,投资者需要耐心等待业绩的增长;
- **估值水平处于合理区间。**国防军工企业高估值的重要因素之一是资产注入的预期。当资产注入预期兑现后,估值水平将回归合理区间。按 10 年 EPS 为 0.29 元估算,目前股价对应 2010 年 PE 为 45.5 倍。公司由于是大中型飞机主机制造商,享有垄断优势和良好的市场发展前景,在目前市场环境下,2010 年 PE 在 40-50 倍是一个比较合理的区间;
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**公司此次资产注入完成后,中航飞机旗下航空制造存量资产后续注入空间较小,资产注入概念告一段落,但资产注入使得公司 EPS 增厚明显。我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.17、0.29、0.33 元。由于公司是中国大中型飞机总装企业,有良好的市场前景,应该享有一定溢价,维持“审慎推荐-A”投资评级,暂不给出目标区间。

财务数据与估值

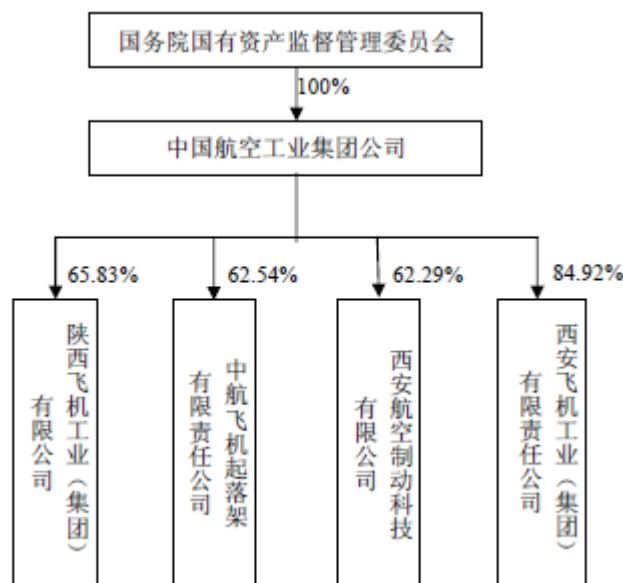
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2169	9359	9827	15742	18890
同比增长	12%	332%	5%	60%	20%
营业利润(百万元)	105	435	496	898	1030
同比增长	35%	314%	14%	81%	15%
净利润(百万元)	92	389	425	770	883
同比增长	31%	324%	9%	81%	15%
每股收益(元)	0.15	0.35	0.17	0.29	0.33
PE	89.3	37.9	76.2	45.5	39.7
PB	4.0	1.7	3.1	3.1	3.0

资料来源:招商证券、注:2010、2011年的业绩按此次资产注入完成后摊薄计算。

一、公司资产注入方案分析

西飞国际公布了资产注入预案，公司计划以 13.18 元的发行价格，将向中航飞机旗下的陕西飞机工业（集团）有限公司（以下简称：陕飞集团）、中航飞机起落架有限责任公司（以下简称：中航起）、西安航空制动科技有限公司（以下简称：中航制动）和公司控股股东西飞集团公司定向发行约 2.03 亿股。收购上述公司旗下的航空制造资产。发行完成后，公司的总股本将有 24.77 亿上升为 26.81 亿股。公司总资产规模约为 200 亿元。

图1：本次交易各方产权控制关系结构图



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

1、注入资产简介

陕飞集团是我国战术运输机重要制造企业。陕飞集团主导产品为运八系列飞机。自 1980 年首架运八飞机交付以来，通过不断完善，改进改型，已形成两大系列（运输机和特种机）、三种平台、24 个型号的系列飞机。参加国庆 60 周年阅兵的空警 200 型战术预警机就是公司产品。本次拟注入陕飞集团运 8 系列飞机生产线及相关航空制造资产。

表 1：陕飞集团拟注入资产概要

单位：百万	2007	2008	2009（1-8 月）
总资产	2,768	3,510	3,587
总负债	2,078	2,792	2,928
所有者权益	690	718	659
归属母公司所有者权益	685	713	659
营业收入	1,411	1,318	110
净利润	57	34	-62
归属母公司所有者净利润	56	33	-62

资料来源：公司公告

中航起落架公司在飞机起落架子行业有细分垄断优势。中航起的航空产品业务主要包括

运输机、歼击机、无人机、直升机、特种飞机各型飞机起落架的设计、制造和修理。国际转包业务主要为空客、波音等飞机起落架零部件的生产。民品业务主要包括汽车、叉车、工程机械油缸、汽车翻转机构、助力器、液压泵阀和冶金、矿山特种油缸以及车辆减震系统等产品的生产。

表 2：中航起拟注入资产概要

单位：百万	2007	2008	2009 (1-8 月)
总资产	470	614	821
总负债	194	476	679
所有者权益	136	138	142
归属母公司所有者权益	136	138	142
营业收入	250	303	196
净利润	5	9	3
归属母公司所有者净利润	5	9	3

资料来源：公司公告

中航制动公司业务涉及飞机关键零部件。中航制动公司的航空产品主要是为数十个型号机种配套的飞机机轮和刹车产品。转包产品主要生产为民用飞机零备件配套的固定片和导轨。飞机产品的维修主要是 B737、B757、ATR72、A320 等飞机机轮和刹车装置及碳盘的维修及 PMA 制造。

表 3：中航制拟注入资产概要

单位：百万	2007	2008	2009 (1-8 月)
总资产	621	725	755
总负债	267	349	372
所有者权益	354	376	383
归属母公司所有者权益	349	368	374
营业收入	611	682	482
净利润	55	49	36
归属母公司所有者净利润	52	46	35

资料来源：公司公告

西飞集团注入研发、总装、试飞业务。西飞集团公司拟进入资产主要从事研发、总装和试飞业务。总装和试飞是飞机利润的重要组成部分。公司从事研发业务的技术中心是国内较早的飞机设计单位之一，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。

表 4：西飞集团拟注入资产概要

单位：百万	2007	2008	2009 (1-8 月)
总资产	1,133	1,406	2,054
总负债	627	896	1,541
所有者权益	506	509	523
归属母公司所有者权益	506	509	513
营业收入	1,182	646	194
净利润	66	69	-19
归属母公司所有者净利润	66	69	-20

资料来源：公司公告

2、资产注入增厚 EPS

资产注入将提升公司 EPS 约 30% 左右。我们假设不含注入资产 EPS 按 24.78 亿股本计算，含注入资产 EPS 按 26.81 亿股本计算，资产注入后公司的 EPS 增厚约 30% 左右。公司在预案公告中提到“标的资产进入上市公司后，西飞国际 2008 年基本每股收益由 0.36 元提升至 0.41 元”。该结果估计是在 2008 年股本 11 亿股本基础上测算的。

表 5：资产注入前后 EPS 变化

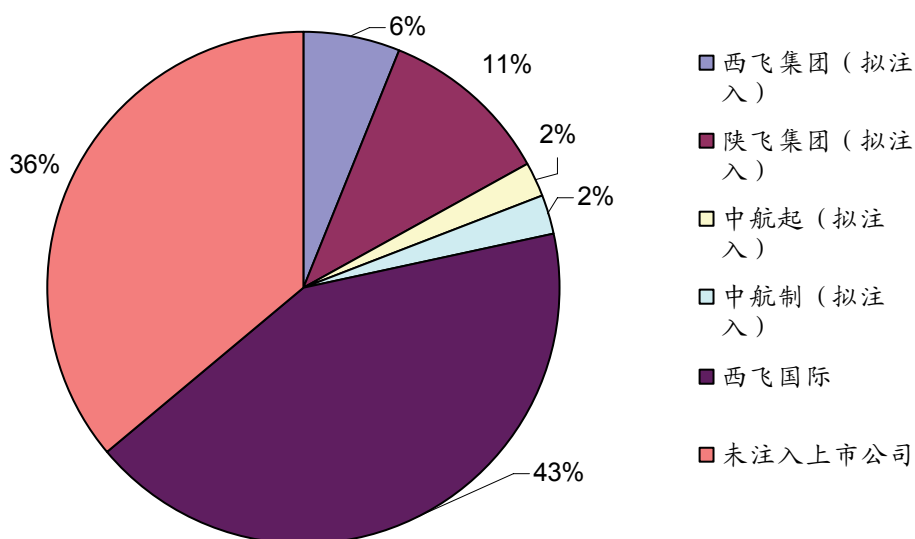
单位：百万		2008	2009E	2010E	2011E
不含注入资产	营业收入	9,359	9,827	11,104	13,880
	净利润	402	439	589	724
	归属母公司净利润	389	425	571	701
	EPS (元)	0.16	0.17	0.23	0.28
含注入资产	营业收入	12,308	13,637	15,742	18,912
	净利润	563	650	805	993
	归属母公司净利润	546	630	780	962
	EPS (元)	0.20	0.23	0.29	0.36
EPS 增厚比率 (%)		30%	32%		

资料来源：招商证券研发中、注：含注入资产 EPS 按增发后总股本摊薄。

3、资产注入主题将暂告一段落

中航飞机大部分航空制造资产注入西飞国际。本次中航飞机旗下 4 家公司拟注入西飞国际的总资产达到 72 亿元（按 2009 年 8 月底的时间点估算）。如果加上西飞国际现有的资产，本次资产注入后，上市公司资产规模大概在 200 亿元左右。中航飞机公司的总资产约 335 亿元左右。那么中航飞机公司旗下约 2/3 的资产已经进入上市公司。考虑到剩下的资产可能是股权投资、研究所性质资产、涉密级别较高的资产等，我们认为中航飞机旗下的航空制造资产注入已经暂告一段落。

图2：中航飞机注入上市公司资产分布



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

二、估值和投资建议

1、业绩预测

表 6、公司收入结构预测（资产注入后）

		2007	2008	2009E	2010E	2011E
西飞	营业收入（百万）	10,387	10,005	11,006	12,656	15,188
	YOY		-3.7%	10.0%	15.0%	20.0%
	净利率	4.44%	4.70%	4.8%	5.0%	5.0%
陕飞	营业收入（百万）	1,411	1,318	1,449	1,667	2,000
	YOY		-6.6%	10.0%	15.0%	20.0%
	净利率	4.1%	2.6%	3.0%	4.0%	5.0%
中航起	营业收入（百万）	250	303	363	436	545
	YOY		21.1%	20.0%	20.0%	25.0%
	净利率	2.1%	3.1%	3.5%	4.0%	5.0%
中航制	营业收入（百万）	611	682	819	983	1,179
	YOY		11.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	净利率	9.0%	7.2%	8.0%	9.0%	9.0%
合计	营业收入（百万）	12,658	12,308	13,637	15,742	18,912
	YOY		-2.8%	10.8%	15.4%	20.1%
	净利率	4.6%	4.6%	4.8%	5.1%	5.2%

资料来源：招商证券研发中心，注：07、08、09 年收入均为含注入资产模拟结果

2、估值水平

估值水平处于合理区间。国防军工企业高估值的重要因素之一是资产注入预期。当资产注入预期兑现后，估值水平将回归合理区间。按 10 年 EPS 为 0.29 元估算，目前股价对应 2010 年 PE 为 45.5 倍。公司由于是大中型飞机主机制造商，享有垄断优势和良好的市场发展前景，在目前市场环境下，2010 年 PE 在 40-50 倍是一个比较合理的区间。

表 7：国内航天军工重点上市公司估值比较表

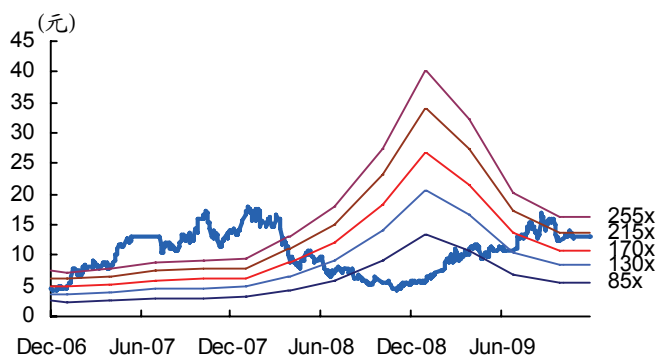
股票名称	12.02 收盘价	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
西飞国际	13.08	0.16	0.17	0.29	83.3	76.9	45.1	3.7	1.8%	324
洪都航空	38.88	0.29	0.48	0.50	133.3	81.0	77.8	7.4	7.7%	137
成发科技	25.83	0.51	0.70	0.81	50.8	36.9	31.9	6.0	14.1%	34
航空动力	27.70	0.27	0.37	0.56	103.9	74.9	49.5	7.8	8.6%	123
哈飞股份	20.40	0.29	0.35	0.42	69.8	58.3	48.6	5.3	7.6%	69
力源液压	23.50	0.33	0.39	0.45	71.2	60.6	51.9	4.6	7.2%	122
中航光电	22.70	0.42	0.55	0.69	54.3	41.4	32.9	5.9	11.8%	61
中兵光电	22.98	0.38	0.41	0.49	61.2	56.0	46.9	5.9	14.8%	114
航天电子	12.64	0.23	0.29	0.35	54.6	43.6	36.1	3.5	7.4%	103
中国卫星	22.65	0.50	0.58	0.71	45.5	39.1	31.7	5.2	12.5%	80
平均					72.5	59.6	45.0	4.8	8.1%	1166

资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、投资建议

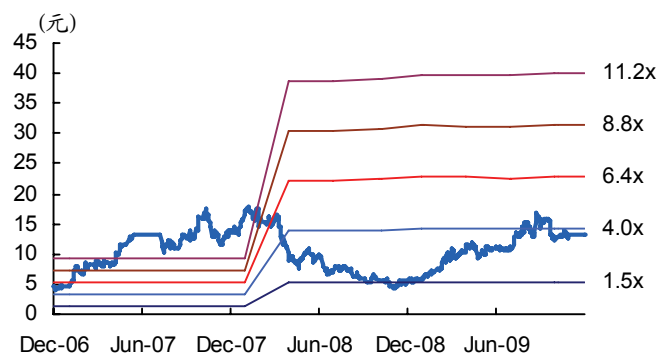
维持“审慎推荐-A”投资评级。公司此次资产注入完成后，中航飞机旗下航空制造存量资产后续注入空间较小，资产注入概念告一段落，但资产注入使得公司 EPS 增厚明显。我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.17、0.29、0.33 元。由于公司是中国大中型飞机总装企业，有良好的市场前景，应该享有一定溢价，维持“审慎推荐-A”投资评级，暂不给出目标价。

图 3：西飞国际历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4：西飞国际历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

4、风险提示

根据资产整合预案进行的估算，相关业绩假设可能出现变化。

新型号飞机投入市场晚于预期。

新舟 60 交付情况低于预期。

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	11599	14630	17056
现金	421	4217	4002	2500	2500
交易性投资	0	10	0	0	0
应收票据	146	258	590	945	1133
应收款项	239	1547	932	1492	1791
其它应收款	13	36	49	79	94
存货	1314	5459	5586	8915	10697
其他	219	447	441	700	840
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	14167	17430	19809
流动负债	1331	4492	3053	5549	7281
短期借款	485	95	100	861	1656
应付账款	446	1798	1851	2939	3527
预收账款	78	192	220	350	420
其他	322	2408	881	1399	1679
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	3053	5549	7281
股本	626	1126	2478	2681	2681
资本公积金	1166	7128	7128	7128	7128
留存收益	278	554	852	1391	2009
少数股东权益	187	642	656	680	709
母公司所有者权益	2071	8809	10458	11201	11819
负债及权益合计	3588	13943	14167	17430	19809

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	101	679	(601)	(1820)	(364)
净利润			425	770	883
折旧摊销			115	146	150
财务费用			(34)	15	66
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(1591)	(2985)	(1604)
其它			484	234	141
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	1263	718	464
借款变动			6	761	795
普通股增加			1351	204	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(128)	(231)	(265)
其他			34	(15)	(66)
现金净增加额	213	3796	(216)	(1502)	0

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	9827	15742	18890
营业成本	1904	8490	8815	13995	16793
营业税金及附加	3	7	10	16	19
营业费用	58	194	246	394	472
管理费用	61	278	295	425	510
财务费用	37	(6)	(34)	15	66
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	496	898	1030
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	496	898	1030
所得税	11	58	57	103	118
净利润	94	402	439	795	911
少数股东损益	2	12	14	25	28
母公司所有者净利润	92	389	425	770	883
EPS (元)	0.15	0.35	0.17	0.29	0.33

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	12%	332%	5%	60%	20%
营业利润	35%	314%	14%	81%	15%
净利润	31%	324%	9%	81%	15%
获利能力					
毛利率	12.2%	9.3%	10.3%	11.1%	11.1%
净利率	4.2%	4.2%	4.3%	4.9%	4.7%
ROE	4.4%	4.4%	4.1%	6.9%	7.5%
ROIC	4.6%	3.9%	3.6%	6.3%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	32.2%	21.5%	31.8%	36.8%
净负债比率	13.5%	0.7%	0.7%	4.9%	8.4%
流动比率	1.8	2.7	3.8	2.6	2.3
速动比率	0.8	1.5	2.0	1.0	0.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0
存货周转率	1.5	2.5	1.6	1.9	1.7
应收帐款周转率	9.0	10.5	7.9	13.0	11.5
应付帐款周转率	5.3	7.6	4.8	5.8	5.2
每股资料(元)					
每股收益	0.15	0.35	0.17	0.29	0.33
每股经营现金	0.16	0.60	-0.24	-0.68	-0.14
每股净资产	3.31	7.82	4.22	4.18	4.41
每股股利	0.13	0.10	0.05	0.09	0.10
估值比率					
PE	89.3	37.9	76.2	45.5	39.7
PB	4.0	1.7	3.1	3.1	3.0
EV/EBITDA	132.8	52.7	54.3	29.6	25.1

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 2009 年第一名，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。