



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 12 月 10 日

机械行业

研究部

王黎明

分析员

wanglm@cicc.com.cn

中性

西飞国际(000768.CH)

资产收购方案并未带来超预期内容

公司近况：

西飞国际公告：拟向陕飞集团、中航起、中航制动、西飞集团定向发行股份收购其下属的航空业务相关资产。收购资产的预计评估值为 26.85 亿，拟以 13.18 元/股发行 2.037 亿股。拟收购资产 2008 年实现净利润 1.57 亿元，2009 年 1-8 月份亏损 4200 万元。

评论：

资产收购方案并未带来超预期的内容。一方面，拟收购的资产均属于中航飞机公司所属资产，相关资产的收购市场已经有所预期。另一方面，拟收购资产的盈利状况有限，2009 年 1-8 月份更出现了亏损。即使按照 2008 年的盈利水平较高的时候计算，对西飞国际每股收益的增厚也仅 14%。

收购价格对应拟收购资产的账面价值为 1.58 倍。按照 2008 年的净利润计算，收购价格对应市盈率为 17 倍。收购价格处在相对合理的位置。

估值与建议：

根据我们对其拟购入资产的盈利测算，即使在最乐观假定下，西飞国际 2010，2011 年每股收益为 0.20 和 0.24 元，对应动态市盈率 66.6x、55.4x，估值偏高，维持“中性”评级。

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,932	2,169	9,359	8,394	9,575	10,712
(+/-)	64%	12%	332%	-10%	14%	12%
主营业务利润	309	261	861	750	987	1,205
(+/-)	74%	-15%	230%	-13%	32%	22%
净利润	70	92	389	255	406	483
每股盈利 (元)	0.03	0.04	0.16	0.10	0.16	0.19
(+/-)	-20%	31%	324%	-34%	59%	19%
每股盈利-按最新资产注入	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.20	0.24
市盈率	463.0	353.4	83.3	127.0	79.8	67.1
市盈率-按最新资产注入	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	66.6	55.4
市净率	15.8	15.7	3.7	3.6	3.4	3.3
市净率-按最新资产注入	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.9	2.7
EV/EBITDA	185.8	140.6	49.3	67.0	49.4	41.7
净资产收益率	3.4%	4.4%	4.4%	2.8%	4.3%	4.9%
ROCE	3.3%	4.1%	4.1%	2.6%	4.0%	4.5%
现金分红收益率	0%	1%	1%	0%	0%	0%
每股经营现金流(元)	0.2	0.2	0.6	0.3	0.0	0.1
股价/经营现金流	70	81	22	39	579	178

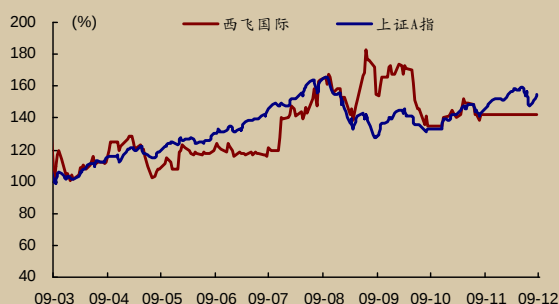
股票信息

	A股
股票代码	000768.CH
当前股价	人民币 13.08
日成交量 (百万股)	30.8
52周最高价/最低价	人民币 16.8/5.023
发行股数 (百万股)	2,478
市值 (百万元)	32,407
其中：流通股 (百万股)	1,525
主要股东 (持股比例)	西安飞机工业 (集团) 有限责任公司 (57.07%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000768.CH	n.a.	n.a.	-17.01	+130.40
上证A指	-2.34	+2.33	+10.48	+77.73
A股机械指数	-0.51	+3.23	+16.18	+124.29

最近估值走势



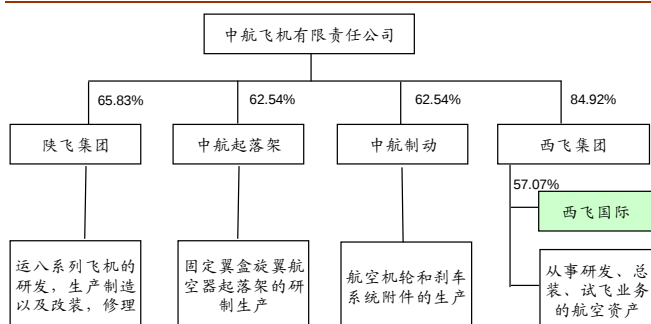
资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

资产收购方案并未带来超预期内容

西飞国际拟向陕飞集团、中航起、中航制动、西飞集团四家定向发行股份收购其下属的航空业务相关资产。该方案所收购的资产也即中航工业飞机公司的资产范围，相关资产的收购市场已经有所预期。方案并未带来超预期的内容。

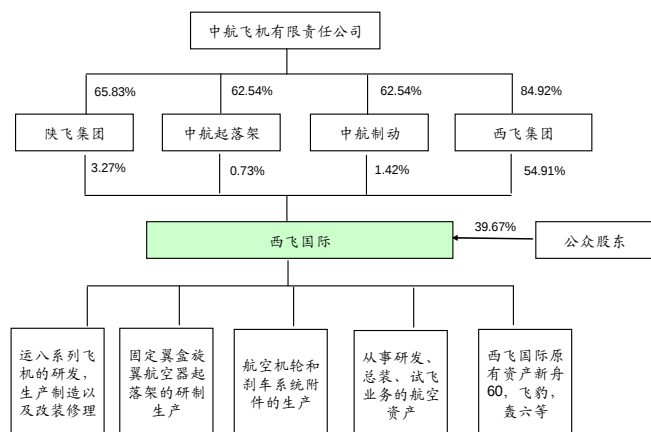
2009 年 2 月，中航工业集团以西飞集团、陕飞集团、中航起、中航制动等几家下属单位设立了中航飞机公司。本次资产收购方案是以西飞国际为平台，将中航飞机公司的主要资产注入上市公司，组建大型运输机、大型客机零部件责任主体。

图表 1：资产收购之前的组织结构图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：资产收购之后的组织结构图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

在本次收购方案中，拟注入上市公司的资产属于陕飞集团、中航起、中航制动、西飞集团存续资产中的主要资产，是各公司主要的收入和利润来源。陕飞集团主要生产运八系列飞机、中航起落架主要生产飞机起落架及附件、中航制动则是航空刹车系统的供应商、西飞集团则将存续资产中的研发、总装、试飞等资产注入。

图表 3：拟购入资产简介

公司	资产情况	注入西飞国际的资产
陕飞集团	运八系列飞机的研发，生产制造以及改装，修理	本部航空业务资产以及全资子公司锐方航空 100% 的股权
中航起落架	固定翼盒旋翼航空器起落架的研制生产	飞机起落架及附件等资产
中航制动	航空机轮和刹车系统附件的生产	航空机轮、刹车系统及附件等
西飞集团	从事研发、总装、试飞业务的航空资产	航空研发、总装、试飞等资产

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：拟注入上市公司的资产是各公司的主要资产

	收入		净利润	
(万元)	2007	2008	2007	2008
陕飞集团	111,368	134,712	1,876	-2,809
中航起	23,064	45,277	797	1,016
中航制动	65,325	92,966	4,832	5,658
西飞集团（减去西飞国际）	833,186	131,671	47,946	3,098
合计	1,032,944	404,626	55,451	6,963
拟购入资产	2007	2008	2007	2008
陕飞集团	141,057	131,753	5,633	3,286
中航起	25,011	30,283	534	935
中航制动	61,054	68,230	5,215	4,644
西飞集团	118,184	64,630	6,559	6,873
拟购入资产合计	345,306	294,896	17,941	15,738
拟购入资产占比	33.4%	72.9%	32.4%	226.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

拟收购资产的净资产评估值为 26.85 亿元，评估增值 58.23%。本次收购方案中，西飞国际拟以 13.18 元/股的价格向陕飞集团、中航起、中航制动、西飞集团发行 2.04 亿股。

图表 5：拟购入资产及评估价值

公司	拟购入资产	账面值	预估值	预估增值	增值率
陕飞集团	净资产	65,895	115,577	49,682	75.40%
中航起落架	净资产	14,242	25,730	11,488	80.66%
中航制动	净资产	38,255	50,194	11,939	31.21%
西飞集团	净资产	51,308	77,019	25,711	50.11%
合计	净资产	169,699	268,519	98,820	58.23%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

拟注入资产从事的航空制造业务包括军品业务和国内民品业务以及国际转包业务。军品主要包括运八系列。运八自 1980 年首架交付，属于成熟机型。受航空制造业需求低迷影响，过往三年，拟注入资产的收入和盈利状况逐渐下降。其中 2009 年 1-8 月份，亏损 4200 万元。出现亏损的原因除了需求不足以外，也可能与军品集中交付周期有关。

图表 6: 拟购入资产盈利情况

单位: 万元	销售收入			
	2007年度	2008年度	2009年1-8月	09年前八个月占08年比例
陕飞集团	141,057	131,753	11,011	8.4%
中航起落架	25,011	30,283	19,590	64.7%
中航制动	61,054	68,230	48,250	70.7%
西飞集团	118,184	64,630	19,398	30.0%
合计	345,306	294,896	98,249	33.3%
单位: 万元	净利润			
	2007年度	2008年度	2009年1-8月	09年前八个月占08年比例
陕飞集团	5,633	3,286	-6,152	-187.2%
中航起落架	534	935	301	32.2%
中航制动	5,215	4,644	3,505	75.5%
西飞集团	6,559	6,873	-1,864	-27.1%
合计	17,941	15,738	-4,211	-26.8%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

目前拟购买资产的盈利预测工作尚未完成, 公司将在预案出具后尽快完成盈利预测工作, 并对拟收购资产的盈利能力和对上市公司的影响作出分析。对于收购价格的合理性我们更多从市净率和历史市盈率进行测算。拟收购资产的预评估值为 26.85 亿, 收购价格对应拟收购资产的帐面价值为 1.58 倍。按照 2008 年的净利润计算, 收购价格对应市盈率为 17 倍。收购价格处在相对合理的位置。

根据测算, 拟购入资产对上市公司盈利提升有限

根据拟购入资产 2008 年财务数据测算, 拟购买资产进入上市公司以后, 西飞国际 2008 年的每股收益增厚约 14%。

由于 2009 年 1-8 月份, 拟购入资产亏损, 而且上市公司对拟购入资产未来的盈利预测暂未披露。我们根据航空制造业的行业发展趋势并结合拟购入资产过往的财务数据对拟购入资产进入上市公司后对西飞国际每股收益的影响进行测算。

对拟购入资产 2010、2011 年的盈利状况进行情景分析, 悲观的假定是 2010 年不盈利, 最乐观的假定是 2011 年恢复到 2008 年的盈利水平。根据测算, 拟购入资产进入上市公司后, 2011 年西飞国际的每股收益增厚约在 -1.9%~21.1%。

图表 7: 资产注入增厚分析

	2010E	2011E
购入资产前西飞国际净利润 (百万元)	406	483
股本 (百万股)	2,478	2,478
对应每股收益 (元)	0.16	0.19
购入资产盈利情况 (百万元) - 最乐观	120	150
股本增厚 (百万股)	204	204
购入资产后净利润 (百万元)	526	633
购入资产后总股本 (百万股)	2,681	2,681
购入资产后对应每股收益 (元)	0.20	0.24
每股收益增厚	19.7%	21.1%
PE	66.6	55.4

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 8: 资产注入增厚情景分析

	购入资产盈利情况 (百万元)		每股收益增厚	
	2010E	2011E	2010E	2011E
最悲观	0	30	-7.6%	-1.9%
悲观	30	60	-0.8%	3.9%
中性	60	90	6.0%	9.6%
乐观	90	120	12.9%	15.4%
最乐观	120	150	19.7%	21.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

长期而言收购具有积极意义

拟收购的资产是我国航空制造工业的主导企业。通过收购, 西飞国际新增了运八系列飞机等机型的生产能力, 增加飞机起落架、飞机机轮刹车等飞机零配件的生产能力, 完善了航空制造产业链、丰富了产品结构。长期而言, 西飞国际将受益于大型军用运输机以及大飞机的发展。

估值与建议

根据我们对其拟购入资产的盈利测算, 即使在最乐观假定下, 西飞国际 2010, 2011 年每股收益为 0.20 和 0.24 元, 对应动态市盈率 66.6x、55.4x, 估值偏高, 维持“中性”评级。

图表 9：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,932	2,169	9,359	8,394	9,575	10,712
毛利	309	261	861	750	987	1,205
公允价值变动损益	-	-	1	8	8	8
营业费用	-62	-58	-194	-210	-259	-289
管理费用	-133	-61	-278	-250	-297	-375
财务费用	-21	-37	6	-4	-15	-35
营业利润	65	100	419	282	425	514
税前利润	76	105	459	315	490	578
所得税	-6	-11	-58	-41	-64	-75
少数股东权益	0	-2	-12	-19	-20	-20
净利润	70	92	389	255	406	483
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	117	101	679	834	56	182
投资活动现金流净额	-90	-67	-321	-223	-323	-323
融资活动现金流净额	44	179	3,438	-37	65	365
货币资金增加额	71	213	3,796	574	-202	225
资产负债表 (百万元)						
货币资金	208	421	4,217	4,792	4,590	4,815
应收款项	282	398	1,841	1,644	1,875	2,098
存货	1,277	1,314	5,459	5,020	5,640	6,244
流动资产	1,994	2,352	11,976	11,865	12,564	13,663
长期投资	165	138	143	152	163	163
固定资产	1,032	1,065	1,602	1,712	1,918	2,119
无形资产和其他资产	10	13	194	165	137	108
短期借款	267	485	95	175	255	655
预收帐款	231	78	192	172	196	220
流动负债	1,091	1,331	4,492	4,203	4,670	5,447
长期负债	-	-	-	-	-	-
少数股东权益	75	187	642	661	681	702
股东权益	2,057	2,071	8,809	9,064	9,470	9,953
总资产	3,223	3,588	13,943	13,928	14,821	16,102
财务指标						
主营业务利润率	16.0%	12.0%	9.2%	8.9%	10.3%	11.2%
息税前利润率	4.4%	6.3%	4.4%	3.4%	4.6%	5.1%
净利润率	3.6%	4.2%	4.2%	3.0%	4.2%	4.5%
净资产收益率	3.4%	4.4%	4.4%	2.8%	4.3%	4.9%
总资产收益率	2.4%	2.7%	4.4%	1.8%	2.8%	3.1%
总资产负债率	33.9%	37.1%	32.2%	30.2%	31.5%	33.8%
净资产负债率	13.0%	23.4%	1.1%	1.9%	2.7%	6.6%
流动比率	1.8	1.8	2.7	2.8	2.7	2.5
速动比率	0.7	0.8	1.5	1.6	1.5	1.4
应收帐款周转期	53.2	67.0	71.8	71.5	71.5	71.5
存货周转期	287.5	251.8	234.7	240.0	240.0	240.0
分红比例	0.0%	85.4%	28.9%	0.0%	0.0%	0.0%

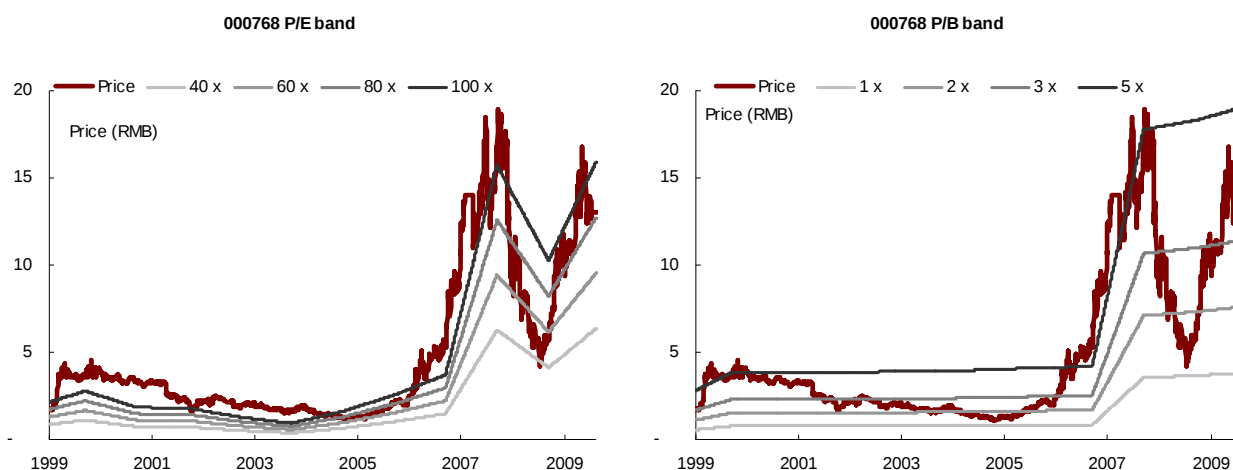
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 可比公司估值

公司名称	股价	市值	市盈率				市净率				ROE			
	2009-12-9	(百万美元)	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
国内														
成发科技	23.94	460	47.07	35.81	31.46	26.34	5.75	5.07	4.51	4.14	12.6%	14.7%	14.1%	14.9%
洪都航空	35.8	1,850	122.69	80.32	61.07	47.82	7.32	6.76	6.28	5.56	5.7%	8.3%	8.5%	9.6%
哈飞股份	19.53	965	65.08	60.13	52.14	43.00	5.09	4.77	4.46	4.12	7.8%	7.9%	8.6%	10.1%
航空动力	26.96	1,747	101.09	73.82	55.68	43.52	7.91	7.19	6.50	5.56	10.9%	9.4%	11.6%	13.7%
中航光电	21.18	831	33.78	39.16	30.98	25.66	3.97	3.92	3.42	3.15	12.3%	12.3%	13.7%	14.5%
西飞国际	13.08	4,746	83.29	127.02	79.78	67.13	3.68	3.57	3.41	3.26	4.4%	2.8%	4.3%	4.9%
西飞国际-按最乐观资产注入假设	13.08	4,746	n.a.	n.a.	66.65	55.43	n.a.	n.a.	2.86	2.74	n.a.	n.a.	4.3%	4.9%
航天电器	12.61	609	43.33	34.76	26.76	21.25	3.80	3.45	3.06	2.68	9.3%	9.8%	11.6%	13.4%
航空电子	11.97	1,422	38.86	39.12	32.54	26.30	2.31	3.11	2.87	2.63	9.3%	8.0%	9.1%	10.3%
平均值			67.05	63.41	46.32	37.77	4.57	4.39	4.03	3.65	8.3%	8.7%	9.5%	10.6%
中值			47.07	39.12	32.54	26.34	3.80	3.57	3.41	3.26	9.3%	8.3%	9.1%	10.3%
国外														
GENERAL ELECTRIC	15.72	167,379	9.14	15.77	17.43	13.80	1.26	1.48	1.44	1.35	15.7%	9.4%	8.2%	10.7%
ROLLS-ROYCE GROU	481.70	14,585	n.a.	13.20	13.42	12.04	2.30	2.20	2.01	1.87	-44.2%	24.7%	18.0%	21.9%
GOODRICH	60.70	7,548	11.26	13.18	13.83	12.40	2.72	2.75	2.41	2.19	29.2%	23.9%	19.3%	18.4%
LOCKHEED MARTIN	77.66	29,572	9.88	10.23	10.52	9.85	3.08	8.76	6.69	5.38	50.8%	89.9%	67.7%	58.1%
BOEING CO	55.66	40,443	15.17	38.31	12.91	13.25	5.36	n.a.	n.a.	11.76	-86.5%	-231.3%	460.4%	129.7%
RAYTHEON CO	52.36	20,065	13.26	10.85	10.52	9.94	1.71	2.13	1.86	1.71	15.5%	20.1%	19.1%	18.7%
GENERAL DYNAMICS	67.82	26,165	10.99	10.96	10.42	9.76	1.93	2.18	1.91	1.69	22.5%	21.4%	19.6%	18.3%
UNITED TECH CORP	68.23	63,968	13.92	16.58	14.98	13.01	3.01	3.52	3.21	2.97	25.2%	22.5%	22.5%	22.4%
EADS NV	12.25	14,704	6.28	14.36	13.17	11.03	0.74	0.89	0.85	0.80	13.0%	5.7%	6.5%	7.4%
MTU AERO ENGINES	36.50	2,797	10.31	11.77	12.28	10.96	2.84	2.62	2.31	2.07	30.5%	23.0%	18.9%	19.1%
平均值			11.13	15.52	12.95	11.60	2.49	2.95	2.52	3.18	7.2%	0.9%	66.0%	32.5%
中值			10.65	13.18	12.91	11.03	2.30	2.19	1.96	1.87	15.7%	21.4%	19.1%	18.7%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 11: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。