

## 航空航天设备

署名人: 真怡

S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

西飞国际

000768

中性

## 业绩低于预期源于营业费用增幅较大

公司公告 10 年年报: 10 年实现收入 105.34 亿元, 同比增长 28.09%; 归属于母公司的净利润 3.46 亿元, 同比增 9.47%; 10 年 EPS0.14 元/股, 上年 EPS 为 0.13 元/股。10 年收入增速基本符合预期, 但业绩低于我们的预测, 主要是营业费用增幅较大。

### 投资要点:

- 10 年收入同比增长 28.09%, 主要是军品和民机交付均有较大幅度增长。公司收入结构中, 飞机产品约占公司总体收入的 95%, 其中军品收入我们估计约占公司总收入的 80%。
- 公司综合毛利率水平为 10.93%, 与上年同期相比基本稳定; 而公司净利润增速低于收入增速的主要原因是营业费用的增幅较大。营业费用率较上年同期提升约 2 个百分点, 营业费用绝对金额增加了 150%, 年报介绍主要是委托代销手续费和销售服务费增幅较大。
- 公司对 11 年的业务情况较为谨慎, 计划 11 年的收入约为 80 亿, 这将比 10 年实现的收入下滑约 24%。根据公司预计的 2011 年关联交易金额下降约 35% 的情况, 我们推测公司军品业务 11 年将有所下滑; 民机新舟 60 计划 11 年交付 10 架, 较 10 年的 18 架减少了 8 架; 计划 11 年交付 ARJ21-700 飞机零部件 5 架份; 转包业务与上年相比预计增长 10% 左右。
- 公司拟向西飞集团、陕飞集团、中航起落架、中航制动公司发行共计 1.76 亿股, 发行价 13.11 元/股, 购买其航空业务相关资产共约 23 亿元。公司已于 2010 年 5 月 17 日向中国证监会提交非公开发行股份申请材料, 中国证监会于 2010 年 6 月 9 日受理了申请, 目前仍在审核中。
- 维持中性评级。假设此次重大资产重组 11 年完成, 并完成收购资产的交割, 预计公司 11-13 年 EPS 为 0.23、0.27、0.31 元, EPS 复合增长率约为 16%; 维持“中性”评级。

### 风险提示:

- 重组方案尚待证监会的审批。

### 主要财务指标

| 单位: 百万元          | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)        | 10534 | 8981  | 9552  | 10579 |
| 同比(%)            | 28%   | -15%  | 6%    | 11%   |
| 归属母公司净利润(百万元)    | 346   | 336   | 337   | 366   |
| 同比(%)            | 9%    | -3%   | 0%    | 8%    |
| 毛利率(%)           | 10.9% | 10.7% | 10.7% | 10.8% |
| ROE(%)           | 3.7%  | 8.7%  | 8.0%  | 8.0%  |
| 每股收益(元) (不考虑重组)  | 0.14  | 0.14  | 0.14  | 0.15  |
| P/E              | 92.35 | 94.97 | 94.56 | 87.19 |
| P/B              | 3.43  | 8.28  | 7.61  | 7.00  |
| EV/EBITDA        | 52    | 48    | 41    | 34    |
| 每股收益(元) (考虑此次重组) | 0.14  | 0.23  | 0.27  | 0.31  |

### 6-12 个月目标区间:

当前股价: 12.88 元

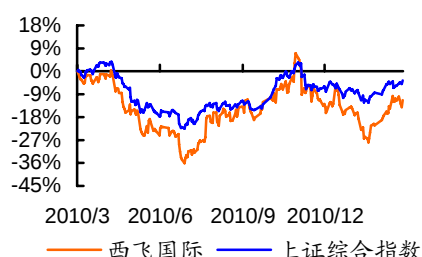
评级调整: 维持

### 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2942.31 |
| 总股本(百万)   | 2478    |
| 流通股本(百万)  | 1525    |
| 流通市值(亿)   | 196     |
| EPS (TTM) | 0.19    |
| 每股净资产(元)  | 3.94    |
| 资产负债率     | 42.6%   |

### 股价表现

| (%)    | 1M   | 3M   | 6M    |
|--------|------|------|-------|
| 西飞国际   | 0.00 | 3.29 | 4.55  |
| 上证综合指数 | 0.00 | 3.51 | 10.80 |



### 相关报告

《西飞国际-3 季报业绩预期之中, 业绩大增因素已在中报显露》2010-10-26

《西飞国际-业绩大增的三个原因: 上年计提坏帐准备、毛利率提升、飞机交付较多》

《西飞国际-业绩符合预期, 预计 2010 年军民飞机业务增长》2010-3-31

附：财务预测表

| 资产负债表          |              |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 17408        | 9613         | 13046        | 11381        | <b>营业收入</b>     | 10534       | 8981         | 9552         | 10579        |
| 现金             | 4011         | 5417         | 981          | 3530         | 营业成本            | 9383        | 8018         | 8527         | 9440         |
| 应收账款           | 5335         | 699          | 5090         | 1652         | 营业税金及附加         | 9           | 9            | 9            | 10           |
| 其它应收款          | 79           | 102          | 93           | 127          | 营业费用            | 416         | 297          | 336          | 365          |
| 预付账款           | 223          | 275          | 446          | 729          | 管理费用            | 360         | 313          | 330          | 367          |
| 存货             | 7744         | 3033         | 6370         | 5261         | 财务费用            | -5          | -29          | -24          | -14          |
| 其他             | 15           | 86           | 66           | 82           | 资产减值损失          | 20          | 20           | 20           | 20           |
| <b>非流动资产</b>   | 2790         | 3214         | 3678         | 4005         | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 147          | 147          | 147          | 147          | 投资净收益           | 21          | 24           | 25           | 24           |
| 固定资产           | 1610         | 2408         | 3090         | 3533         | <b>营业利润</b>     | 373         | 379          | 378          | 416          |
| 无形资产           | 276          | 248          | 221          | 193          | 营业外收入           | 65          | 57           | 61           | 59           |
| 其他             | 756          | 410          | 220          | 132          | 营业外支出           | 5           | 3            | 4            | 3            |
| <b>资产总计</b>    | 20199        | 12826        | 16724        | 15386        | <b>利润总额</b>     | 433         | 433          | 434          | 471          |
| <b>流动负债</b>    | 9700         | 7740         | 11268        | 9530         | 所得税             | 56          | 65           | 65           | 71           |
| 短期借款           | 331          | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | 377         | 368          | 369          | 400          |
| 应付账款           | 3734         | 2149         | 5266         | 2943         | 少数股东损益          | 32          | 32           | 32           | 34           |
| 其他             | 5635         | 5591         | 6003         | 6587         | <b>归属母公司净利润</b> | 346         | 336          | 337          | 366          |
| <b>非流动负债</b>   | 527          | 527          | 527          | 527          | EBITDA          | 560         | 598          | 708          | 853          |
| 长期借款           | 131          | 131          | 131          | 131          | EPS（元）（重组前）     | 0.14        | 0.14         | 0.14         | 0.15         |
| 其他             | 396          | 396          | 396          | 396          | EPS（元）（重组后）     | 0.14        | 0.23         | 0.27         | 0.31         |
| <b>负债合计</b>    | 10227        | 8267         | 11796        | 10057        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 672          | 703          | 735          | 769          | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 2478         | 2478         | 2478         | 2478         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 5780         | 0            | 0            | 0            | 营业收入            | 28.1%       | -14.7%       | 6.4%         | 10.8%        |
| 留存收益           | 1042         | 1378         | 1716         | 2082         | 营业利润            | 4.6%        | 1.5%         | -0.3%        | 10.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 9300         | 3856         | 4193         | 4559         | 归属于母公司净利润       | 9.5%        | -2.8%        | 0.4%         | 8.4%         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>20199</b> | <b>12826</b> | <b>16724</b> | <b>15386</b> | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              | 毛利率             | 10.9%       | 10.7%        | 10.7%        | 10.8%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b>  | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 净利率             | 3.3%        | 3.7%         | 3.5%         | 3.5%         |
| <b>经营活动现金流</b> | 111          | 8122         | -3655        | 3287         | ROE             | 3.7%        | 8.7%         | 8.0%         | 8.0%         |
| 净利润            | 377          | 368          | 369          | 400          | ROIC            | 5.1%        | -32.1%       | 7.7%         | 19.7%        |
| 折旧摊销           | 192          | 248          | 354          | 451          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 财务费用           | -5           | -29          | -24          | -14          | 资产负债率           | 50.6%       | 64.5%        | 70.5%        | 65.4%        |
| 投资损失           | -21          | -24          | -25          | -24          | 净负债比率           | 4.52%       | 1.58%        | 1.11%        | 1.30%        |
| 营运资金变动         | -472         | 7608         | -4365        | 2483         | 流动比率            | 1.79        | 1.24         | 1.16         | 1.19         |
| 其它             | 40           | -49          | 36           | -9           | 速动比率            | 0.99        | 0.85         | 0.59         | 0.64         |
| <b>投资活动现金流</b> | -601         | -635         | -804         | -753         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本支出           | 631          | 659          | 829          | 777          | 总资产周转率          | 0.57        | 0.54         | 0.65         | 0.66         |
| 长期投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 应收账款周转率         | 2           | 3            | 3            | 3            |
| 其他             | 30           | 24           | 25           | 24           | 应付账款周转率         | 2.73        | 2.73         | 2.30         | 2.30         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 500          | -6082        | 24           | 14           | <b>每股指标（元）</b>  |             |              |              |              |
| 短期借款           | 217          | -331         | 0            | 0            | 每股收益(最新摊薄)      | 0.14        | 0.14         | 0.14         | 0.15         |
| 长期借款           | 84           | 0            | 0            | 0            | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.04        | 3.28         | -1.48        | 1.33         |
| 普通股增加          | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.75        | 1.56         | 1.69         | 1.84         |
| 资本公积增加         | 3            | -5780        | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 其他             | 196          | 29           | 24           | 14           | P/E             | 92.35       | 94.97        | 94.56        | 87.19        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>10</b>    | <b>1406</b>  | <b>-4435</b> | <b>2548</b>  | P/B             | 3.43        | 8.28         | 7.61         | 7.00         |
|                |              |              |              |              | EV/EBITDA       | 52          | 48           | 41           | 34           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

真怡, 中投证券研究所机械/军工行业分析师, 工学硕士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                              | 北京                          | 上海                        |
|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编: 518000                      | 邮编: 100032                  | 邮编: 200041                |
| 传真: (0755) 82026711             | 传真: (010) 63222939          | 传真: (021) 62171434        |