

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

联系人：张宇 zhangyu00@ccnew.com

期待成熟的国产支线飞机

——西飞国际（000768.SZ）三季度点评

证券研究报告-公司点评

观望（首次）

发布日期：2012年10月31日

报告关键要素：

公司是中航工业下属企业，是我国民用航空和军用航空技术实力最强的企业之一，直接受益于我国大飞机产业投资增加。预计“十二五”我国航空投资持续增加，这势必拉动支线飞机需求量上升，公司销售收入在行业景气向上的情况下将持续增长。

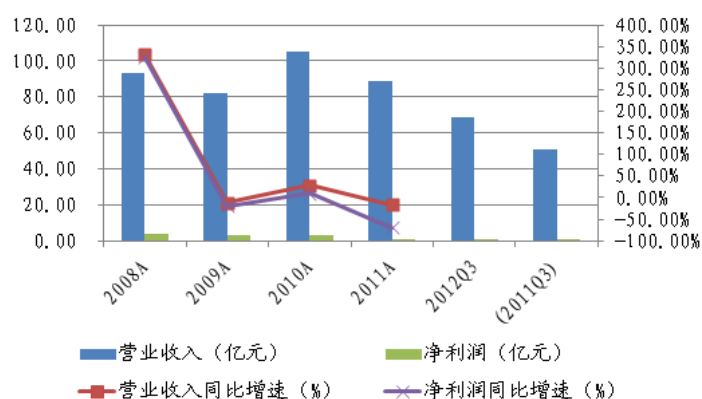
事件：

西飞国际（000768.SZ）公布2012年三季度报。公司实现营业收入69.01亿元，较2011年前三季度50.82亿元同比增长35.79%；实现净利润4105.14万元，较2011年前三季度3513.68万元同比增长16.83%。

点评：

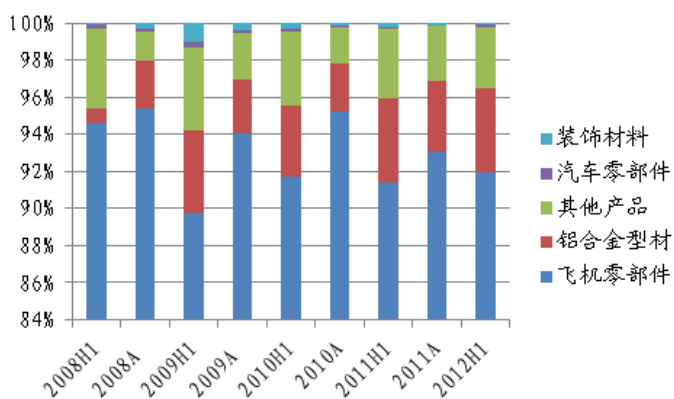
- **支线飞机拉动航空产业链。**前三季度公司销售收入69.01亿元，同比增长35.79%。飞机零部件销售是公司第一大业务，占公司收入构成的90%以上。公司收入增长主要原因是我国大力发展支线飞机业务，整机装配量增加带动飞机零部件产业链整体处于景气周期。

图1：2008A-2012Q3公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券研究所

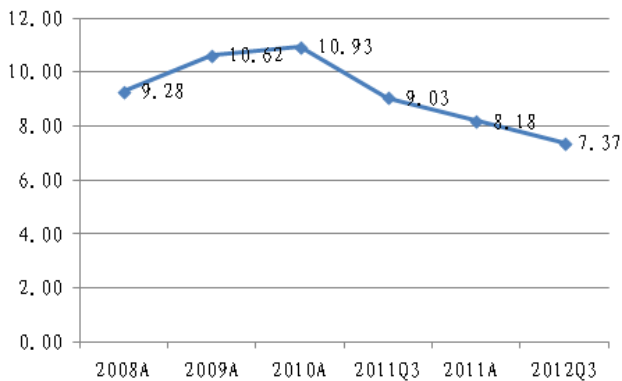
图2：2008H1-2012H1公司分项目营业收入



数据来源：WIND，中原证券研究所

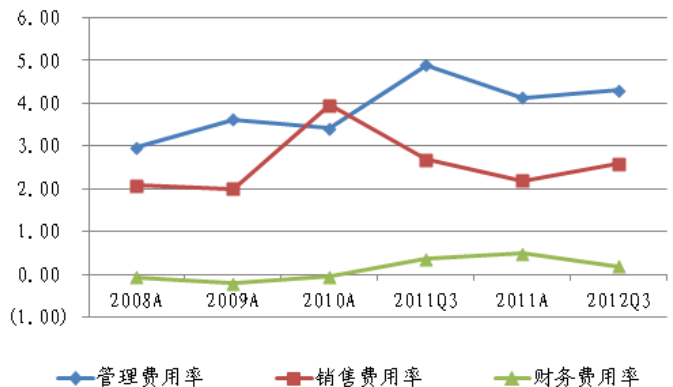
- **盈利能力下降。**2012年前三季度公司毛利率7.37%，同比下降1.66个百分点。公司前三季度净利率0.33%，同比下降0.44个百分点。公司承担的运七、新舟60、飞豹、轰六系列飞机等是我国自行研制飞机，并未完全投入商业用途。同时，我国大飞机产业还处于净投入阶段，在一定程度上压缩了企业盈利能力上升空间。另外，我们判断毛利率下降主要原因可能是公司承担的国际转包业务收入下降或零部件产品出售价格下降导致公司综合盈利能力下降。“低盈利能力”现象是飞机产业链话语权决定的。由于我国缺乏持续盈利的民用支线飞机投入市场，飞机零部件企业未来将一直处于微利状态。

图3: 2008A-2012Q3年公司毛利率 (%)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

图4: 2008A-2012Q3公司三项费用率 (%)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

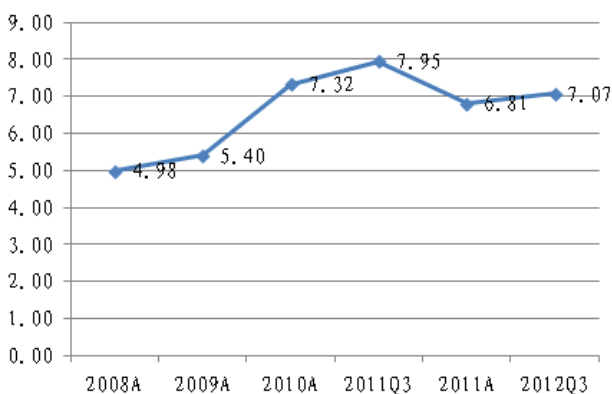
- **公司期间费用率有所上升。**2012年前三季度公司期间费用率7.07%，同比下降0.89个百分点。主要系公司三项费用率共同下降造成的。公司管理费用率、销售费用率和财务费用率分别同比下降0.60个百分点、0.10个百分点和0.18个百分点。

2012年前三季度公司管理费用同比增加4759.64万元，同比增长19.12%。成熟的支线飞机是我国通用航空业发展的未来，整个行业在研发方面投入还将持续加大。公司将配合我国大飞机发展需要，维持较高研发费用支出，以尽快推出成熟的支线飞机产品，这会造成公司管理费用下降空间有限。

2012年前三季度公司销售费用同比增加4175.11万元，同比增长33.34%。公司销售规模扩大是销售费用支出增加的主要原因。

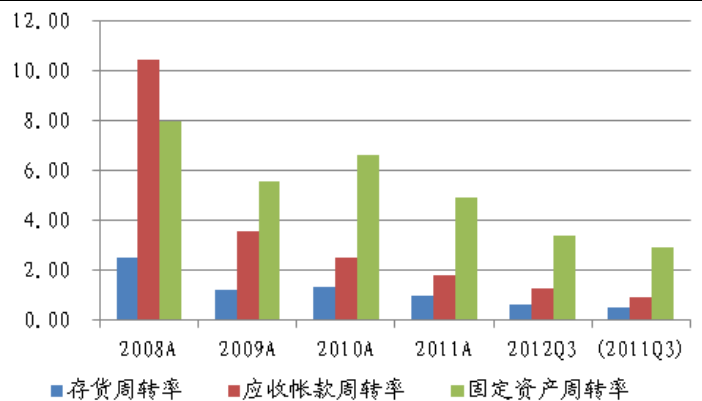
公司财务费用1274.04万元，同比下降31.27%。主要原因是公司汇兑损失减少。

图5: 2008A-2011Q3公司期间费用率 (%)



数据来源: WIND, 中原证券研究所

图6: 2008A-2011Q3公司营运能力

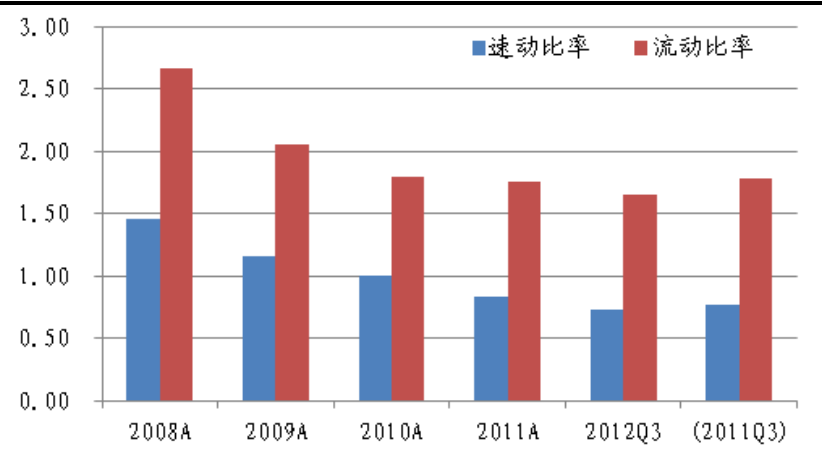


数据来源: WIND, 中原证券研究所

- **公司营运能力。**公司存货周转率，应收账款周转率和固定资产周转率分别为0.65，1.29和3.40，同比分别提高0.12，0.34和0.49。截至2012年第三季度公司应收账款余额63.85亿元，同比增长16.92%，增幅小于公司收入增速。业务规模扩大是造成公司应收账款余额增加的主要原因。此外，公司交付的飞机产品还未到收款期限也是造成公司应收帐目余额增加的原因。公司预收款项大幅增加67.18%显示公司订单充足，第四季度公司存货可能会有一定幅度增长以满足生产需要。
- **公司偿债能力。**截至2012年第三季度，公司资产负债率为54.15%，同比上升3.71个百分点。从偿债

能力来看，公司2012年第三季度速动比率和流动比率分别为0.73和1.65，较2011年均小幅下降。

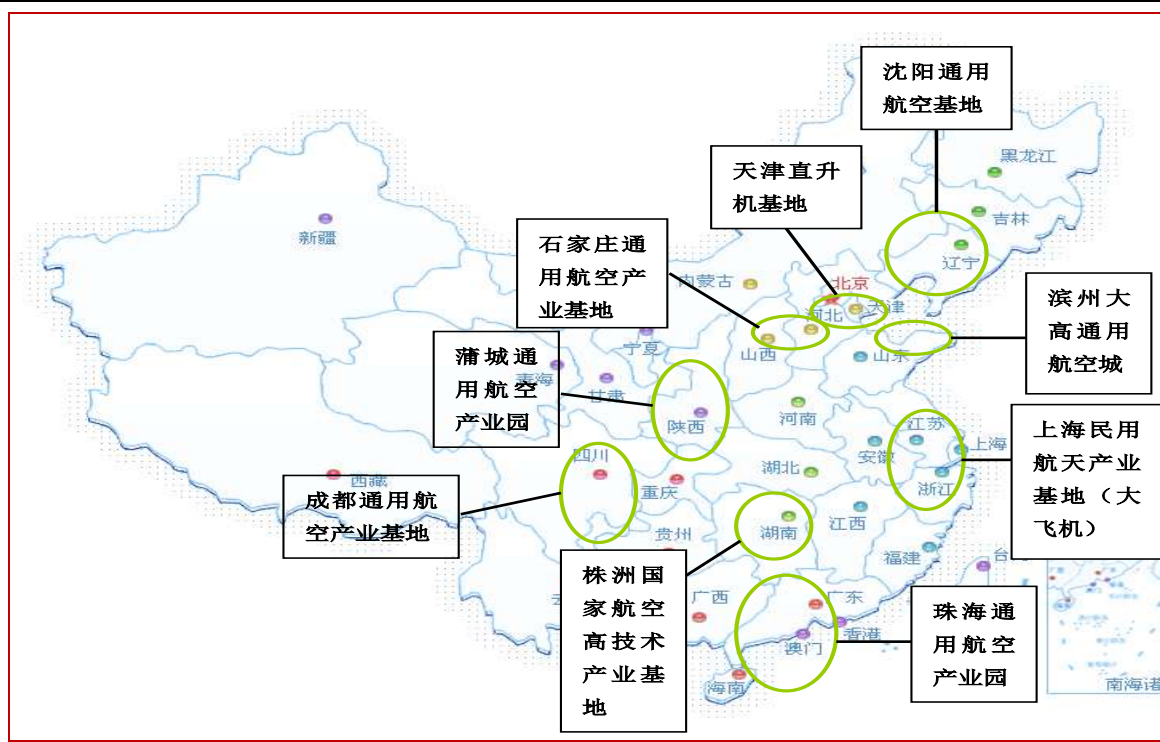
图7： 2008A-2012Q3公司偿债能力



数据来源：WIND，中原证券研究所

- 我国将持续增加航空产业投入。《“十二五”综合交通运输体系规划》对原机场布局规划进行了调整完善，规划布局新增运输机场82个。预计到“十二五”末，建成通航的运输机场将达到230个左右，全国80%以上人口覆盖在直线距离100公里航程内。通航飞机需求量呈上升趋势。

图8： 我国未来航空产业布局

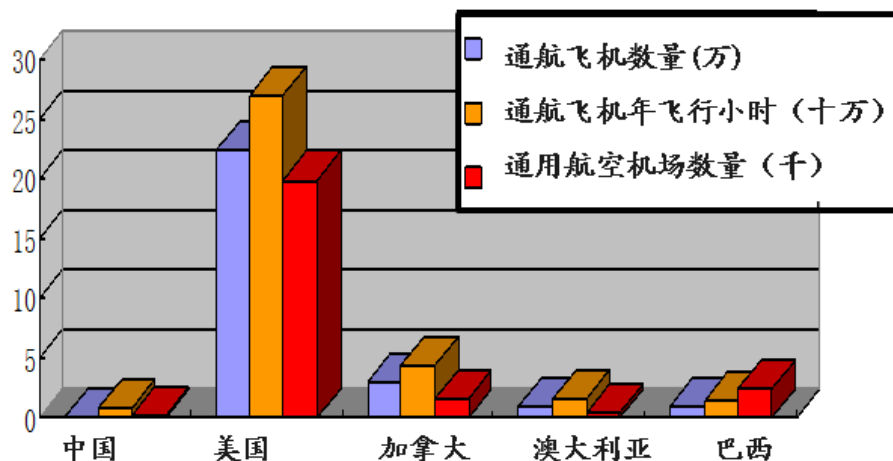


数据来源：中原证券研究所

2011年我国通用飞机市场逆市增长，交付量增长率达14.3%，特别是公务机，增长数量近40架，增长接近100%。截止2011年底，中国拥有的通用飞机数量总计仅为1154架，相比于美国的23万架，

中国通用航空的市场空间巨大。

图8： 我国通用航空业现状



数据来源：中原证券研究所

- **投资建议：**预计公司12年和13年每股收益分别为0.05元，0.07元。按照10月30日收盘价7.08元计算，对应市盈率分别为134.59倍和104.36倍。长期来看，公司所处行业景气向上将拉动公司盈利能力提升。但是，短期来看公司盈利能力下滑，暂时给予“观望”评级。
- **风险提示：**我国通用航空业面临长期无成熟支线飞机产品，导致行业盈利能力受限；行业受政策和投资影响大，虽然长期来看我国一定会大力发展航空业，但是短期仍存在波动风险；公司经营不善导致营运风险增加。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	105.34	88.65	120.05	144.49
增长比率(%)	28.09%	-15.85%	35.42%	20.36%
净利润(亿元)	3.46	1.08	1.30	1.68
增长比率(%)	9.47%	-68.78%	20.82%	28.97%
全面摊薄每股收益(元)	0.14	0.04	0.05	0.07
市盈率(倍)	50.76	162.61	134.59	104.36

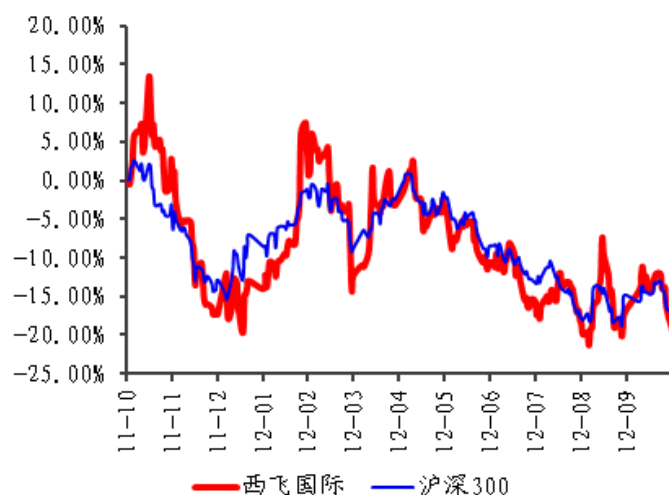
市场数据 (2012年10月30日)

收盘价(元)	7.08
一年内最高/最低(元)	9.98/6.86
沪深300指数	2239.88
市净率(倍)	1.87
流通市值(亿元)	167

基础数据 (2012年09月30日)

每股净资产(元)	3.81
每股经营现金流(元)	-1.12
毛利率(%)	7.20
净资产收益率-摊薄(%)	0.42
资产负债率(%)	54.15
总股本/流通股(亿股)	24.78/23.40
B股/H股(亿股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。本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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。