

日期: 2012年2月14日

行业: 宇航及防务(A&D)行业



魏成钢

021-53519888-1974

wchg2000@sohu.com

执业证书编号: S0870510120024

基本数据(Y12)

报告日股价(元)	7.93
12mth A 股价格区间(元)	6.94/13.17
总股本(百万股)	2,477.62
无限售 A 股/总股本	94.43%
流通市值(百万元)	18,553.53
每股净资产(元)	3.77
PBR(X)	2.10
DPS(Y10, 元)	不分配, 不转增

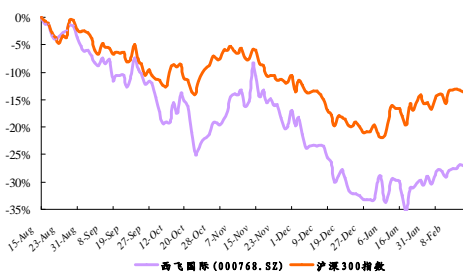
主要股东(1HY11)

西飞集团	57.07%
长盛同庆基金	1.21%
宏源证券股份有限公司	0.81%
上海市房屋维修资金管理中心	0.61%

收入结构(1HY11)

飞机产品	90.74%
铝合金型材	4.53%
装饰材料	0.22%
汽车零部件	0.08%
其他工业产品	3.72%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WCHG12-CT01

相关报告:

《宇航及防务(A&D)行业动态点评: ARJ21 交付一再推迟折射民机产业的稚嫩》

《西飞国际(000768.SZ)2011 年中报点评: 成本费用齐升, 盈利能力持续疲弱》

首次报告日期: 2012年2月14日

关键审核获绿灯, ARJ 批产上轨道

■ 动态事项:

2月13~14日, ARJ21-700飞机型号合格审定委员会(TCB)会议在上海召开, 中国民用航空局 ARJ21-700飞机型号合格审查组签发了型号检查核准书(TIA), 标志着 ARJ21-700飞机型号合格适航审定工作进入局方审定试飞阶段。

■ 主要观点:

关键节点达成, 距离交付目标前进一大步

取得局方的型号检查核准书(TIA)是实现取证交付前的一个关键节点, 此后将面临局方适航验证试飞的考验。由于, 中国民航局(CAAC)意欲以 ARJ21-700 适航审定项目为平台, 提升其在运输类飞机适航审定方面的能力和水平, 以向美国联邦航空局(FAA)看齐并获其认可。因此, CAAC 对该项目的适航审定格外重视与严苛。在适航验证试飞阶段, 共安排了 40 多个试飞科目, 177 项国内适航验证试验状态、55 项国外试验状态, 试飞工作量约 800 架次, 内容和工作量远超以往。项目进展顺利的话, 我们预计最快今年三季度可实现取证、批产机首架(105 架)交付用户成都航空的目标(见附图 2)。如果从谨慎原则出发, 采取偏保守的态度预测, 则有可能是到 2013 年完成交付。

项目批产交付工作将步入正常轨道

按照此前的进度表, 主制造商中国商飞公司原本制定了 2011 年“105、106 架两机交付, 107~109 架三机总装下线”的年度计划。与此相应, 国内机体结构件供应商应于 2010 年进入批产阶段, 完成 ARJ21-700 飞机首批配套大部件 5 架份的交付任务。如今, 这一计划随着交付的一再延迟也不得不推后执行。当前, 批产机中的首架——105 架机已于 2011 年 11 月 28 日完成三段式总装对接, 不过大部分成品件尚未装机, 现正进行整机增压气密试验; 106 架机的大部件正陆续交付上飞、展开部装。如果局方的适航审定试飞进行顺利, 按预期的时间点达成取证目标, 则中国商飞公司原定的批产计划将步入正轨。我们预计今年实现 5 架交付, 2013 年交付 5 架, 2014 年交付 15 架。结构件供应商的生产计划需与之相配套。

ARJ21 项目短期业绩贡献有限

作为机体结构件最大供应商, ARJ21-700 交付的屡次推迟对西飞国际

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

(000768.SZ)的影响最为直接。公司承担着 62%的机体制造工作量,负责提供机翼、前机身、中机身和中后机身等主体大部件。而持股 45%子公司沈飞民机承担了机体结构 21%的工作量,负责尾段、方向舵、发动机吊挂、无线电架、电源中心及全机电缆的研制任务。持股 45%子公司成飞民机则负责机头、登机梯、登机门、服务门的研制(见附图 3)。根据 ARJ21-700 预测目录单价(3,000 万美元/架)、机体结构件在整机价值中的占比(见附图 5、6)及公司与其下属子公司承担机体制造工作量的份额,我们保守估计 ARJ21-700 配套大部件的交付任务在 2012~2014 年将为公司今年转包业务贡献毛利分别约 3,000、4,000 和 12,000 万元,占公司完成定向增发后预测主营业务利润总额的约 1.5%、2.0%和 5.0%,短期内尚不足以给公司总体业绩带来明显影响。

■ 投资建议:

维持“大市同步”的投资评级

公司主导业务军机产品的主力型号普遍已至成熟期、进入交付量逐年缩减阶段,因此 2011 年军机业务将出现同比 3 成左右的缩减。随着最新改进型号的研制交付,虽然目前仍不肯定能够扭转该业务的下滑态势,但至少可减缓其在今年及以后继续滑落的势头。

民机产品 MA60/600 系列 2011 年全年实现交付 15 架,超出公司年初制定的 10 架的目标。根据我们对全球及国内涡桨支线飞机市场发展前景、MA60 系列接单趋势的分析并结合当前在手储备订单情况,预计未来 3 年 MA60/600 的年交付量当可保持在 10 架左右的水平上。

公司航空转包业务各主要产品项目表现稳健:①空客 A319/320 机翼翼盒的月产当前已达 4 架份;②天津公司 2011 年完成 30 架份 A320 系列飞机机翼的交付任务;③波音 B737NG 垂尾的批产稳定在 21 架份/月。为满足市场需求波音计划至 2014 年上半年将 B737 月产量由目前的 35 架稳步增加至 42 架。公司作为其全球仅有的两家供应商之一,产量亦将随之同步提升;④2009 年与沃特公司签订转包合同的 B747-8 垂尾成为公司转包业务新的增长点。2011 年实现首架份交付,今年计划交付 7 架份,2013 年开始月产将达到 2 架份。综合考虑汇率波动的因素,2011 年全年公司转包出口交付额预计实现同比 20%以上的增长。全球整机厂商持续的扩产计划可带动公司转包出口在今明两年延续稳步增长。

2011 年将是公司近些年业绩的低点。公司 2010 年上半年启动的非公开发行股份购买资产的重大资产重组已获证监会并购重组委有条件通过,不久应可实施,新注入资产将较大程度改善公司的经营业绩。综合对公司军、民机及航空转包业务经营走势的分析预测,同时假定考虑资产注入带来的业绩增厚,按可比口径计算 2011~2013 年公司

营收将分别增长-20.18%、7.91%和 14.38%，根据最新股本全面摊薄计算的 2011~2013 年基本每股收益为 0.04、0.17 和 0.17 元。在当前股价水平下，维持对公司“大市同步”的投资评级。

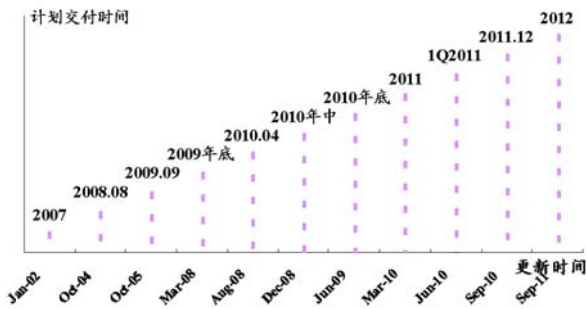
■ 业绩预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,534.45	8,408.86	14,330.45	16,390.56
年增长率(%)	28.09%	-20.18%	7.91%	14.38%
归属于母公司的净利润	345.56	106.98	417.74	422.65
年增长率(%)	19.49%	-69.04%	40.35%	1.18%
每股收益(元)	0.14	0.04	0.17	0.17
PER(X)	56.86	183.13	47.00	46.42

注：2011 年后有关指标按增发后总股本 2,653.83 百万股计算

附录:

附图 1: ARJ21 交付推迟情况一览



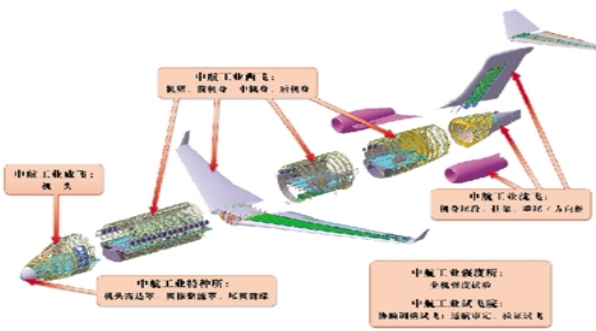
资料来源: 上海证券研究所

附图 2: ARJ21-700 取得检查核准书(TIA)后计划时间表

时间	任务节点
T	取得型号检查核准书(TIA)
T+1月	完成所有适航验证试飞
T+3月	完成美国联邦航空局(FAA)要求的补充地面验证试验
T+5月	最终合格审定委员会(TCB)会议
T+6月	取得中国民航局的型号合格证(TC)
T+6月	取得单机适航证(AC)证, 交付客户

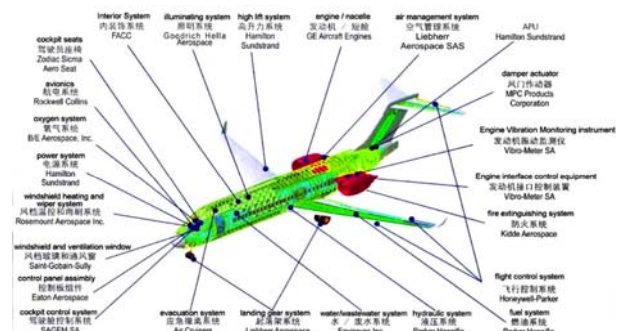
资料来源: 中国商飞公司, 上海证券研究所

附图 3: ARJ21-700 国内供应商



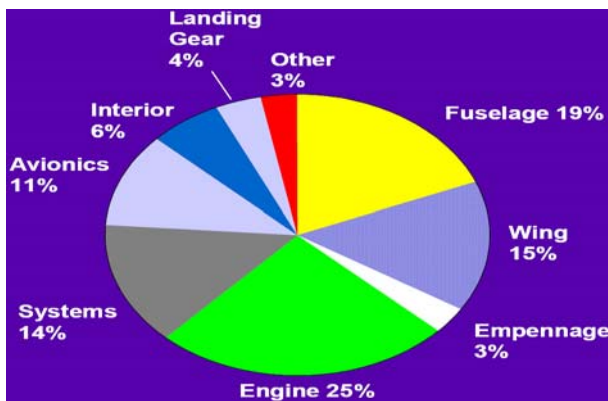
资料来源: 上海证券研究所

附图 4: ARJ21-700 国外供应商



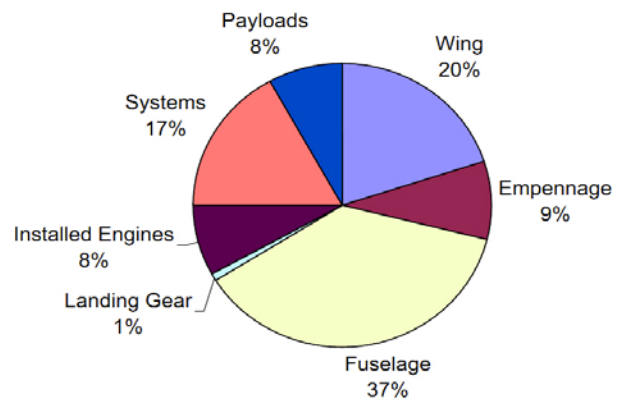
资料来源: 上海证券研究所

附图 5: 商用飞机各组成部分成本构成



资料来源: Wipro, 上海证券研究所

附图 6: 商用飞机各组成部分成本构成



资料来源: MIT, 上海证券研究所

附表 1: 公司损益简表及预测(单位: 百万元)

指标名称	2010A	2011E	2012 E	2013 E	2014E
营业总收入	10,534.45	8,408.86	14,330.45	16,390.56	18,106.04
营业成本	9,382.60	7,642.83	12,291.86	14,054.68	15,545.49
营业税金及附加	8.63	8.41	28.66	32.78	36.21
销售费用	416.49	210.22	286.61	327.81	362.12

管理费用	359.65	378.40	1,074.78	1,229.29	1,357.95
财务费用	-5.07	36.19	130.52	220.77	231.82
资产减值损失	20.04	30.00	30.00	30.00	30.00
投资收益	21.06	30.00	30.00	33.00	36.30
营业利润	373.16	132.81	518.02	528.23	578.74
营业外收入	64.58	20.00	20.00	21.00	21.00
营业外支出	4.83	2.00	5.00	5.00	5.00
利润总额	432.90	150.81	533.02	544.23	594.74
所得税费用	55.69	23.83	85.28	87.08	95.16
净利润	377.21	126.98	447.74	457.15	499.58
少数股东损益	31.65	20.00	30.00	34.50	39.68
归属于母公司所有者的净利润	345.56	106.98	417.74	422.65	459.91
摊薄 EPS(元)	0.13	0.04	0.17	0.17	0.19

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 2011 年后指标为考虑资产注入交易的备考预测值

附表 2: 宇航及防务(A&D)行业重点公司相对估值比较

公司名称	股票代码	货币	股价	EPS			PER			PBR
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
江南红箭	000519.SZ	CNY	10.01	0.06	-0.05	0.01	166.77	-191.34	765.38	5.53
中航动控	000738.SZ	CNY	10.80	0.18	0.27	0.31	60.23	40.00	34.78	4.17
西飞国际	000768.SZ	CNY	7.93	0.14	0.04	0.17	56.86	183.13	47.00	2.10
中航精机	002013.SZ	CNY	15.81	0.16	0.18	0.60	97.59	86.35	26.31	6.86
海特高新	002023.SZ	CNY	8.66	0.20	0.21	0.26	43.78	41.24	33.26	2.57
奥普光电	002338.SZ	CNY	33.10	0.60	0.68	0.85	55.08	48.51	39.04	4.32
高德红外	002414.SZ	CNY	19.45	0.47	0.34	0.47	41.67	56.79	41.52	2.40
国腾电子	300101.SZ	CNY	25.00	0.41	0.34	0.43	61.61	72.79	58.33	4.76
哈飞股份	600038.SH	CNY	17.53	0.35	0.43	0.32	49.43	40.84	54.32	4.05
中国卫星	600118.SH	CNY	18.51	0.30	0.34	0.42	62.28	54.31	43.67	6.76
光电股份	600184.SH	CNY	27.81	0.42	0.13	0.37	66.27	208.44	75.15	6.08
洪都航空	600316.SH	CNY	17.29	0.20	0.10	0.14	84.82	178.03	123.50	2.74
航天动力	600343.SH	CNY	13.27	0.10	0.21	0.27	131.77	61.96	49.74	2.99
中航电子	600372.SH	CNY	26.79	0.16	0.46	0.53	163.47	58.36	50.75	6.62
成发科技	600391.SH	CNY	17.57	0.26	0.37	0.47	68.60	47.63	37.28	2.01
中兵光电	600435.SH	CNY	8.28	0.27	0.01	0.14	31.00	602.60	57.41	2.91
航天晨光	600501.SH	CNY	8.56	0.18	0.21	0.24	47.32	41.15	35.78	2.99
贵航股份	600523.SH	CNY	11.71	0.35	0.37	0.41	33.46	31.60	28.73	2.19
ST 高陶	600562.SH	CNY	25.36	0.18	0.08	0.60	141.06	317.00	42.41	6.93
航天通信	600677.SH	CNY	8.20	0.36	0.56	0.17	23.07	14.69	49.40	2.81
中航重机	600765.SH	CNY	9.54	0.30	0.24	0.31	32.24	40.52	31.08	2.58
航天电子	600879.SH	CNY	8.91	0.20	0.23	0.26	44.53	38.17	34.03	2.25
航空动力	600893.SH	CNY	15.42	0.19	0.24	0.28	80.31	63.17	54.93	4.29
国内市场样本均值							59.83	63.43	42.40	3.95
中航科工	2357.HK	HKD	4.17	0.15	0.12	0.14	27.62	34.75	29.79	2.54
香港飞机工程	0044.HK	HKD	113.80	4.21	5.01	5.71	27.03	22.71	19.93	3.23

ST Engineering	STE.SP	SGD	3.02	0.16	0.17	0.18	18.63	17.98	17.06	5.62
Embraer SA	ERJ.US	USD	29.31	1.83	1.94	2.41	16.06	15.11	12.16	1.59
新兴国家市场样本均值							22.33	22.64	19.73	3.24
Boeing Co.	BA.US	USD	75.56	4.49	5.39	4.50	16.83	14.02	16.79	16.01
Honeywell International Inc.	HON.US	USD	59.84	2.61	2.65	4.44	22.93	22.58	13.47	4.25
Lockheed Martin Corp.	LMT.US	USD	88.45	8.03	7.90	7.89	11.01	11.20	11.21	28.59
Raytheon Co.	RTN.US	USD	50.36	4.94	5.30	5.09	10.19	9.50	9.90	2.13
Northrop Grumman Corp.	NOC.US	USD	60.21	6.91	7.65	6.60	8.71	7.87	9.13	1.48
EADS NV	EAD.FP	EUR	26.99	0.68	0.98	1.80	39.69	27.68	15.03	2.37
FINMECCANICA SPA	FNC.IM	EUR	3.41	0.85	-1.58	0.41	4.01	-2.16	8.38	0.32
BAE SYSTEMS PLC	BA.LN	GBP	3.29	0.31	0.42	0.41	10.80	7.94	8.00	2.23
General Dynamics Corporation	GD.US	USD	70.16	6.88	6.94	7.36	10.20	10.11	9.54	1.89
United Technologies Corp.	UTX.US	USD	84.64	4.82	5.58	5.73	17.56	15.17	14.78	3.51
发达国家市场样本均值							15.19	14.01	11.62	6.28

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以2月14日收盘价计

分析师承诺

分析师 魏成钢

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。