

日期: 2012年3月20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)	8.74
12mth A 股价格区间(元)	6.94/12.38
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)	20,448.66
每股净资产(元)	3.80
PBR(X)	2.30
DPS(Y11, 元)	不分配, 不转增

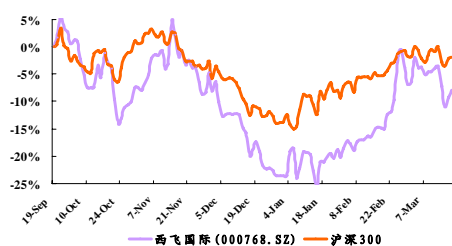
主要股东(Y11)

西飞集团	57.07%
南方隆元基金	1.25%
宏源证券股份有限公司	0.81%
易方达深证 100 指数基金	0.72%

收入结构(Y11)

飞机产品	92.41%
铝合金型材	3.82%
其他产品	2.92%
VCM 板装饰材料	0.12%
汽车零部件	0.05%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WCHG12-CT04

相关报告:

《西飞国际(000768.SZ)动态点评: 关键审核获绿灯, ARJ 批产上轨道》

《西飞国际(000768.SZ)动态点评: 坠机“罪名”昭雪, MA60 重新起飞》

《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3月20日

业绩遭遇低点, 改观有待新品

■ 动态事项:

3月20日, 公司发布2011年年度报告: 报告期, 公司实现营业收入88.65亿元、营业利润1.08亿元、归属于母公司股东的净利润1.08亿元, 分别同比下降15.85%、71.18%和68.78%。2011年公司基本每股收益为0.04元, 年度利润分配预案为不分配、不转增。

■ 主要观点:

营收与毛利率双降致业绩直线跳水

公司报告期业绩 68.78%的明显衰退, 除了是军机业务对营收造成的拖累, 更是缘于叠加了产品/业务盈利能力骤降的冲击。2011年公司飞机产品毛利率下滑了 2.87 个百分点, 航空转包业务的毛利率同比更是出现 6.7 个百分点的降幅。

新品交付将带动军机业务走出低谷

对公司营收贡献 7 成的主导业务——军机产品由于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 年业务收入不出意料地出现下降, 不过同比约 15%的降幅还是好于我们的预期。随着在研最新改进型号渐次批产交付, 预计今年起公司的军机业务有望度过“青黄不接”的困难期, 开始步出低谷。在规模效应作用下, 业务的盈利能力也有望触底反弹。

“被降低”的民机制造业务

根据我们的持续跟踪, 不同于公司的统计, 民机产品 MA60/600 系列 2011 年全年交付量达到 13 架, 超出公司年初制定的 10 架的目标(见附图 1)。报告期内, 秘鲁、厄立特里亚、老挝、柬埔寨等客户新签订单 25 架(其中意向订单 2 架, 原意向订单转为确认订单 6 架), 订单/出货量比(B/B ratio)重又站在 1.0 之上。今年, 公司计划交付 MA60/600 系列飞机 10 架。基于全球及国内涡浆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, 我们预计未来 3 年 MA60/600 系列 10 架左右的年交付量当可实现。

航空转包业务的经营表现远比数据靓丽

公司航空转包业务年内完成 17 个品种 1,350 架份部组件的交付, 虽然收入持续增长 3.23%、再创历史新高, 但仍显著逊于我们的预测和

行业整体表现。实际证明，平庸的报表数据确与业务的经营表现存在反差：①空客 A319/320 机翼翼盒的交付速率达到 4 架份/月，全年交付 42 架份；②天津公司 2011 年交付 A320 系列机翼 29 架份；③波音 B737NG 垂尾最高达到月产 24 架份，全年交付 242 架份；④B747-8 垂尾、内襟翼和 B787 扭力盒等项目成长为业务新的增长点。B747-8 垂尾 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；B747-8 内襟翼和 B787 扭力盒项目已进入小批量生产。全球商用飞机制造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(见附图 2)。今年，公司转包出口制定的目标为交付 20 个品种 1,700 架份部组件，同比增幅超过 20%。

国内航空合作业务进展：①ARJ21-700 今年 2 月已获得型号检查核准书(TIA)、进入局方审定试飞，预计明年 6 月可取得适航证、实现首架交付。公司去年完成 ARJ21-700 飞机 105、106 架大部件的交付任务，今年计划交付 107~109 架的大部件。②C919 去年年底进入详细设计阶段，计划今年完成详细设计，年底开始首架零组件的装配。去年 12 月 20 日，公司实现首个 C919 零件开工。

■ 投资建议：

维持“大市同步”的投资评级

2011 年将是公司近些年业绩的低点。3 月 19 日，公司公告非公开发行股份购买资产的重大资产重组已获证监会核准，不久即可实施，新注入资产将较大程度改善公司的经营业绩，推动其逐步回升。综合对公司各主营业务经营走势的分析预测和新纳入报表合并范围资产所带来的业绩增厚，按可比口径计算 2012~2014 年公司营收预计分别实现增长 16.70%、14.47%和 14.44%，以最新股本全面摊薄计算的基本每股收益分别为 0.15、0.16 和 0.20 元。在当前股价所对应的估值水平下，维持对公司“大市同步”的投资评级。

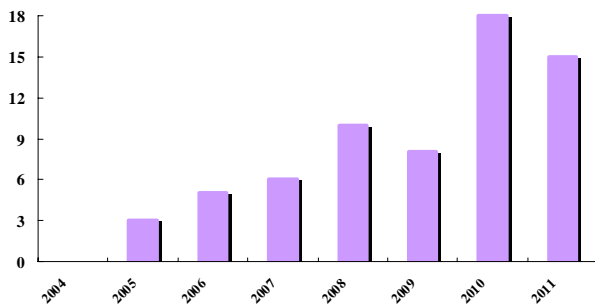
■ 业绩预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,865.08	14,839.28	16,987.24	19,440.21
年增长率(%)	-15.85%	16.70%	14.47%	14.44%
归属于母公司的净利润	107.88	379.55	400.32	489.32
年增长率(%)	-68.78%	14.23%	22.23%	24.89%
每股收益(元)	0.04	0.15	0.16	0.20
PER(X)	200.73	57.05	54.09	44.25

注：2011 年后有关指标按增发后总股本 2,653.83 百万股计算

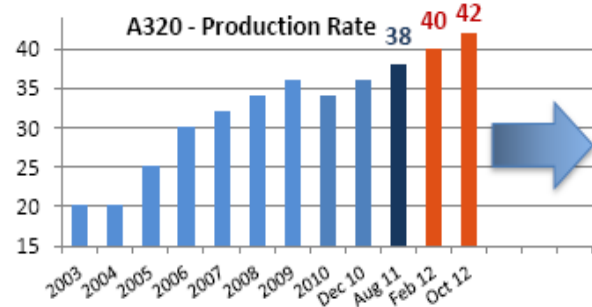
附录:

附图 1: 2004~2011 年 MA60/600 系列飞机交付情况



资料来源: 上海证券研究所

附图 2: 近年空客 A320 生产速率的变化



资料来源: 空客, 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	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	8,865.08	14,839.28	16,987.24	19,440.21	23,058.88
营业成本	8,139.63	12,819.37	14,647.64	16,750.11	19,884.54
营业税金及附加	11.87	29.68	33.97	38.88	34.59
销售费用	194.56	296.79	339.74	388.80	461.18
管理费用	366.27	1,112.95	1,274.04	1,458.02	1,729.42
财务费用	42.51	143.89	229.03	233.81	231.29
资产减值损失	28.87	30.00	30.00	30.00	30.00
投资收益	26.17	30.00	33.00	36.30	39.93
营业利润	107.54	436.61	465.80	576.89	727.80
营业外收入	58.40	50.00	50.00	50.00	50.00
营业外支出	0.57	5.00	5.00	5.00	5.00
利润总额	165.37	481.61	510.80	621.89	772.80
所得税费用	31.98	77.06	81.73	99.50	123.65
净利润	133.39	404.55	429.07	522.38	649.16
少数股东损益	25.51	25.00	28.75	33.06	38.02
归属于母公司所有者的净利润	107.88	379.55	400.32	489.32	611.13
摊薄 EPS(元)	0.04	0.15	0.16	0.20	0.25

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			PE			PB
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
江南红箭	000519.SZ	CNY	11.56	0.06	-0.05	0.01	192.59	-220.97	883.89	6.39
中航动控	000738.SZ	CNY	11.50	0.18	0.27	0.31	64.14	42.59	37.04	4.44
西飞国际	000768.SZ	CNY	8.74	0.14	0.04	0.15	62.66	200.73	57.05	2.30
中航精机	002013.SZ	CNY	17.95	0.16	0.18	0.60	110.81	98.03	29.87	7.78
海特高新	002023.SZ	CNY	9.38	0.20	0.21	0.26	47.42	45.33	36.02	2.73
奥普光电	002338.SZ	CNY	37.18	0.60	0.67	0.86	61.87	55.79	43.30	4.72
高德红外	002414.SZ	CNY	21.19	0.47	0.34	0.42	45.40	61.51	50.67	2.61

国腾电子	300101.SZ	CNY	28.32	0.41	0.34	0.43	69.79	82.39	66.08	5.32
哈飞股份	600038.SH	CNY	17.53	0.35	0.43	0.32	49.43	40.90	54.47	4.05
中国卫星	600118.SH	CNY	18.91	0.30	0.33	0.38	63.62	57.33	49.17	6.61
光电股份	600184.SH	CNY	28.23	0.42	0.11	0.31	67.27	254.91	90.27	6.15
洪都航空	600316.SH	CNY	17.56	0.20	0.10	0.14	86.14	180.81	125.43	2.78
航天动力	600343.SH	CNY	13.53	0.18	0.23	0.28	74.26	58.75	47.95	3.01
中航电子	600372.SH	CNY	27.53	0.46	0.50	0.55	60.47	55.06	49.73	6.49
成发科技	600391.SH	CNY	20.04	0.26	0.26	0.35	78.25	76.83	57.89	2.30
中兵光电	600435.SH	CNY	10.11	0.27	0.01	0.14	37.86	735.79	70.10	3.55
航天晨光	600501.SH	CNY	9.06	0.18	0.21	0.24	50.09	43.55	37.87	3.16
贵航股份	600523.SH	CNY	13.78	0.35	0.37	0.41	39.37	37.19	33.81	2.57
ST 高陶	600562.SH	CNY	31.00	0.18	0.20	0.60	172.43	154.91	51.84	8.19
航天通信	600677.SH	CNY	9.12	0.36	0.46	0.43	25.65	19.75	21.23	2.79
中航重机	600765.SH	CNY	11.63	0.30	0.24	0.31	39.31	49.40	37.89	3.15
航天电子	600879.SH	CNY	9.30	0.20	0.21	0.21	46.48	44.78	44.41	2.31
航空动力	600893.SH	CNY	16.39	0.19	0.24	0.28	85.36	67.14	58.39	4.56
国内市场样本均值							67.88	74.38	49.57	4.26
中航科工	2357.HK	HKD	3.88	0.15	0.11	0.14	25.70	34.34	27.71	2.37
香港飞机工程	0044.HK	HKD	113.00	4.21	5.01	5.71	26.84	22.55	19.79	3.38
ST Engineering	STE.SP	SGD	3.16	0.16	0.17	0.18	19.49	18.59	17.27	5.92
Embraer SA	ERJ.US	USD	30.88	1.83	1.94	2.42	16.92	15.92	12.76	1.74
Aselsan A.Ş	ASELS.TI	TRL	9.86	1.02	1.22	1.48	9.67	8.10	6.67	2.28
新兴国家市场样本均值							19.72	19.90	16.84	3.14
Boeing Co.	BA.US	USD	75.20	4.49	5.39	4.53	16.75	13.95	16.62	15.93
Honeywell International Inc.	HON.US	USD	60.37	2.61	2.65	4.45	23.13	22.78	13.58	5.35
Lockheed Martin Corp.	LMT.US	USD	89.32	8.03	7.90	7.87	11.12	11.31	11.35	28.64
Raytheon Co.	RTN.US	USD	52.12	4.94	5.30	5.06	10.55	9.83	10.29	2.16
Northrop Grumman Corp.	NOC.US	USD	61.99	6.91	7.65	6.57	8.97	8.10	9.43	1.52
EADS NV	EAD.FP	EUR	31.10	0.68	1.27	1.85	45.74	24.49	16.77	2.84
FINMECCANICA SPA	FNC.IM	EUR	3.81	0.85	-2.28	0.38	4.48	-1.67	10.03	0.36
BAE SYSTEMS PLC	BA.LN	GBP	3.17	0.31	0.59	0.40	10.38	5.36	7.83	2.42
General Dynamics Corporation	GD.US	USD	72.90	6.88	6.94	7.33	10.60	10.50	9.95	1.97
United Technologies Corp.	UTX.US	USD	85.48	4.82	5.58	5.64	17.73	15.32	15.16	3.54
发达国家市场样本均值							15.95	13.52	12.10	6.47

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以3月19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。