

航空航天设备

真怡 S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

西飞国际

000768

中性

业绩符合预期，预计2010年军民飞机业务增长

公司公告了09年业绩：09年营业收入82.24亿元，同比减少12%；归属于上市公司股东的净利润3.16亿元，同比减少19%；09年EPS0.13元/股，上年调整后EPS0.16元/股。业绩完全符合预期。公司同时公告了送转预案：每10股派送现金股利0.70元（含税）。

6-12个月目标价：13.00元

当前股价：13.90元

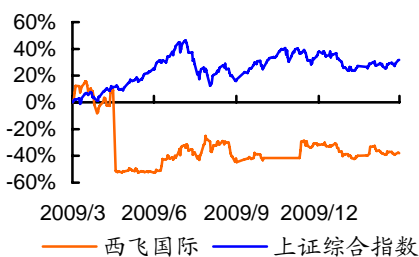
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3128.47
总股本(百万)	2478
流通股本(百万)	1525
流通市值(亿)	212
EPS (TTM)	0.06
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	-7.21	-9.39	12.10
上证综合指数	2.51	-4.11	12.56



相关报告

《西飞国际-重组预案出炉，意义重大但预计短期内业绩增厚有限》2009-12-3  
《西飞国际-3季报符合预期，第3季难扳回前两季业绩影响》2009-10-24  
《西飞国际-2个业绩下降的主要因素，1个民机业务的增长点》2009-7-26

投资要点：

- 公司09年业绩下滑应是在预计之中的事，首先军品业务有所下降，对09年业绩影响较明显；其次，民品业务中新舟60只交付了8架，低于原计划的20架。这两个因素造成公司09年飞机业务的收入下滑，而飞机业务约占公司收入的90%以上。
- 公司2010年军品业务预计将有所增长，这从公司公告的预计2010年关联交易金额可以看出，预计增幅达15%以上。
- 预计2010年新舟60的交付预计将出现激增，转包业务不甚乐观。新舟60在09年交付了8架，低于原计划的20架，09年公司新签订了18架的合同，公司10年计划交付20架；计划10年交付ARJ21-700飞机零部件5架份；转包业务09年保持增长态势，增速如预期有所下降，从公司计划交付量来看，公司转包业务量2010年有所减少，降幅约有10%。但从业务规模的影响来看，新舟60交付量预计大幅增加会抵减转包业务的负面影响。
- 公司全年综合毛利率为10.62%，较上年同期相比提升了1.34个百分点，符合我们的预期；2010年随着新舟60的批量加大以及军品整机的增长，综合毛利率将进一步稳定。公司09年营业费用率、管理费用率基本保持稳定。
- 维持中性评级。未考虑公司目前正在进行的资产注入带来的影响，预计2010年新舟60交付20架，预计公司10-12年EPS为0.17、0.19、0.21元，EPS复合增长率约为10%；给与公司未来6-12个月的目标价为13.00元，目前公司10年PE超过70倍，维持“中性”评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8224	11704	12801	14221
同比(%)	-12%	42%	9%	11%
归属母公司净利润(百万元)	316	431	475	521
同比(%)	-19%	37%	10%	10%
毛利率(%)	10.6%	10.2%	10.2%	10.2%
ROE(%)	3.5%	12.0%	11.7%	11.3%
每股收益(元)	0.13	0.17	0.19	0.21
P/E	109.10	79.85	72.43	66.14
P/B	3.77	9.55	8.44	7.48
EV/EBITDA	59	41	35	31

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	14808	12329	11647	16081	<b>营业收入</b>	8224	11704	12801	14221
现金	4000	50	2064	50	营业成本	7351	10514	11501	12770
应收账款	3087	3480	1009	3979	营业税金及附加	11	13	15	17
其它应收款	76	116	177	149	营业费用	164	234	256	284
预付账款	1000	1794	2663	3627	管理费用	298	423	463	514
存货	6432	6588	5406	7911	财务费用	-17	52	54	67
其他	213	301	329	366	资产减值损失	96	10	10	10
<b>非流动资产</b>	2217	2734	3144	3150	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	151	151	151	151	投资净收益	34	23	25	26
固定资产	1580	2231	2725	2774	<b>营业利润</b>	357	481	528	585
无形资产	201	188	175	163	营业外收入	49	37	43	40
其他	285	165	92	62	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	17025	15064	14791	19231	<b>利润总额</b>	405	517	569	624
<b>流动负债</b>	7211	10761	10005	13915	所得税	89	77	85	94
短期借款	114	1545	0	1882	<b>净利润</b>	316	439	484	530
应付账款	3151	3927	3816	4781	少数股东损益	0	8	9	9
其他	3946	5289	6189	7251	<b>归属母公司净利润</b>	316	431	475	521
<b>非流动负债</b>	47	47	47	47	EBITDA	523	749	882	1012
长期借款	47	47	47	47	EPS (元)	0.13	0.17	0.19	0.21
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	7258	10808	10052	13962	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	642	650	658	668	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	2478	2478	2478	2478	<b>成长能力</b>				
资本公积	5777	0	0	0	营业收入	-12.1%	42.3%	9.4%	11.1%
留存收益	870	1128	1603	2124	营业利润	-18.0%	34.7%	9.8%	10.8%
归属母公司股东权益	9125	3606	4081	4602	归属于母公司净利润	-18.9%	36.6%	10.2%	9.5%
<b>负债和股东权益</b>	17025	15064	14791	19231	<b>获利能力</b>				
					毛利率	10.6%	10.2%	10.2%	10.2%
					净利率	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
					ROE	3.5%	12.0%	11.7%	11.3%
					ROIC	4.6%	8.1%	19.5%	8.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.6%	71.7%	68.0%	72.6%
					净负债比率	2.22%	14.73%	0.47%	13.82%
					流动比率	2.05	1.15	1.16	1.16
					速动比率	1.15	0.53	0.62	0.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.53	0.73	0.86	0.84
					应收账款周转率	3	4	6	6
					应付账款周转率	2.97	2.97	2.97	2.97
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.13	0.17	0.19	0.21
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.53	1.74	-1.41
					每股净资产(最新摊薄)	3.68	1.46	1.65	1.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	109.10	79.85	72.43	66.14
					P/B	3.77	9.55	8.44	7.48
					EV/EBITDA	59	41	35	31

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

## 分析师简介

真怡, 工学硕士, 中投证券研究所军工行业研究员。

## 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。未经中投证券事先书面同意,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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434