

航空航天设备

真怡

执业证书编号: S0960209110324
0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

西飞国际

000768

中性

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

公司公告10年中期业绩: 10年1-6月营业收入28.03亿元, 同比增长35%; 归属于上市公司股东的净利润1.27亿元, 同比增长337%; 10年1-6月EPS0.05元/股, 上年同期EPS为-0.02元/股。

投资要点:

- 公司10年中期业绩大幅增长为预料之中的事, 首先收入增长35%, 主要是公司上半年飞机产品交付多于去年同期; 其次, 综合毛利率水平较上年同期提升了3.21个百分点; 其三, 09年控股子公司西飞铝业公司预付山西振兴集团公司铝锭采购款余额12,600万元协议到期后未按期收回, 西飞铝业公司计提坏账准备8,820万元, 公司持有其63.57%股权, 影响公司09年上半年利润5,607万。
- 公司预计10年1-9月份业绩仍然大幅增长, 预计1-9月EPS为0.07元/股, 第3季度仅贡献2分钱。这主要还是1-6月份飞机交付量增加和09年计提大额坏帐准备对09年业绩起到负面影响, 10年无类似计提大额坏帐准备的事件。
- 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。根据目前交付状况, 我们预计2010年新舟60的交付可能会低于计划数。新舟60在09年交付8架, 10年计划交付20架, 中报显示上半年这部分业务低于计划数; 计划10年交付ARJ21-700飞机零部件5架份; 转包业务基本与上年持平, 比我们原来预期稍好, 预计全年将略有增长。
- 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。
- 维持中性评级。如果假设此次重大资产重组10年完成, 并入收购资产, 预计公司10-12年EPS为0.21、0.30、0.36元, EPS复合增长率约为30%, 业绩较重组前增厚约15%左右; 给与公司未来6-12个月的目标价为11.00元, 我们看好公司长期发展前景, 重组后估值超过50倍, 维持“中性”评级。

6-12个月目标价: 11.00元

当前股价: 10.60元

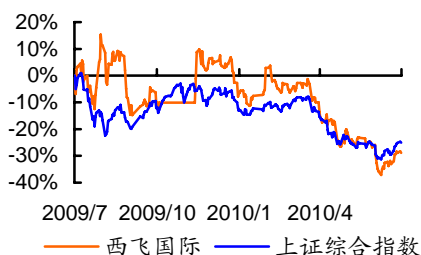
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2633.66
总股本(百万)	2478
流通股本(百万)	1525
流通市值(亿)	162
EPS (TTM)	0.13
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	-1.76	-13.39	-21.61
上证综合指数	3.88	-9.19	-12.04



相关报告

《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
《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

主要财务指标 (考虑并入收购资产)

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元) (并入收购资产)	11094	13774	14191	15878
同比(%)	-9%	24%	3%	12%
归属母公司净利润(百万元)	461	551	802	951
同比(%)	-13%	19%	46%	19%
毛利率(%)	14.8%	14.1%	15.6%	15.7%
ROE(%)	4.3%	18.2%	21.0%	19.9%
每股收益(元) (并入收购资产)	0.17	0.21	0.30	0.36
P/E	61.01	51.06	35.05	29.58
P/B	2.60	9.32	7.36	5.89
EV/EBITDA	-	21	17	15

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
流动资产	19763	22330	22211	27088	营业收入	11094	13774	14191	15878
现金	4643	5724	6072	6609	营业成本	9449	11830	11972	13380
应收账款	4891	4238	5167	5356	营业税金及附加	22	24	26	29
其它应收款	107	170	195	213	营业费用	199	254	259	291
预付账款	1186	1363	1541	1741	管理费用	748	928	956	1070
存货	8683	10522	8914	12808	财务费用	83	143	89	38
其他	253	313	323	361	资产减值损失	110	10	10	10
非流动资产	4330	4682	4915	4744	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	28	30	29
固定资产	3372	3944	4311	4207	营业利润	517	613	907	1089
无形资产	333	319	305	291	营业外收入	63	50	56	53
其他	474	268	149	95	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	24093	27012	27126	31833	利润总额	577	660	961	1139
流动负债	11822	14402	13698	17437	所得税	112	99	144	171
短期借款	1370	1705	50	418	净利润	465	561	817	968
应付账款	4774	5288	4895	6485	少数股东损益	4	10	14	17
其他	5677	7409	8753	10534	归属母公司净利润	461	551	802	951
非流动负债	788	752	752	752	EBITDA	0	1146	1473	1664
长期借款	752	752	752	752	EPS (元)	0.17	0.21	0.30	0.36
其他	36	0	0	0					
负债合计	12610	15154	14451	18190	主要财务比率				
少数股东权益	664	674	688	705	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	2654	2654	2654	2654	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	-8.6%	24.2%	3.0%	11.9%
留存收益	0	365	1168	2119	营业利润	-13.0%	18.5%	48.1%	20.0%
归属母公司股东权益	10819	3019	3822	4773	归属于母公司净利润	-13.0%	19.5%	45.6%	18.5%
负债和股东权益	24093	18847	18960	23667	获利能力				
					毛利率	14.8%	14.1%	15.6%	15.7%
					净利率	4.2%	4.0%	5.7%	6.0%
					ROE	4.3%	18.2%	21.0%	19.9%
					ROIC	0.0%	7.7%	11.8%	12.0%
					偿债能力				
					资产负债率	52.3%	80.4%	76.2%	76.9%
					净负债比率	17.39	16.22%	5.55%	6.43%
					流动比率	1.67	1.55	1.62	1.55
					速动比率	0.93	0.81	0.97	0.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.54	0.52	0.54
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	2.35	2.35	2.35	2.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.17	0.21	0.30	0.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.70	1.05	0.20
					每股净资产(最新摊薄)	4.08	1.14	1.44	1.80
					估值比率				
					P/E	61.01	51.06	35.05	29.58
					P/B	2.60	9.32	7.36	5.89
					EV/EBITDA	-	21	17	15

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, 中投证券研究所非汽车交运设备行业分析师。

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