

西飞国际 (000768)

军品快增长，民品犹可期

—10 年中报点评

中性/ 维持评级

股价：RMB10.6

分析师

吴凯

SAC 执业证书编号:S1000210050074

+755-82080067 wukaijys@lhqz.com

- **整体经营状况在好转：**公司实现营业收入 28.03 亿元，同比增加 34.72%；营业利润 1.13 亿元，同比增加 250.88%；实现归属于母公司的净利润 1.27 亿元，同比增加 337.37%，实现基本每股收益 0.05 元，符合我们预期。
- **业绩同比大幅提升主要原因是军用飞机交付数量增加：**公司公告的 10 年上半年关联交易销售额为 22.45 亿元，较去年增长 7.12 亿元，同比增加 46.44%，由于关联交易中主要为军用飞机产品，因此，我们判断上半年军用飞机交付数量增加是业绩增长的主要原因。
- **基数低导致同比增速较高：**受金融危机影响，去年上半年公司盈利状况不佳，同时，上年同期公司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 12600 万元协议到期后未按期收回，西飞铝业公司计提坏账准备 8820 万元，公司持有其 63.57% 股权，影响公司上年同期利润 5607 万元，影响公司每股收益 0.02 元（摊薄后）。
- **新舟系列飞机值得期待：**虽然受国外订单不确定性影响，公司新舟系列飞机未能实现交付计划，但是，我们认为，新舟系列飞机作为中航工业集团重点推动的新型支线飞机，未来仍有很大的市场空间。
- **大飞机项目为持续发展奠定基础：**公司成功竞标大型客机 C919 项目中机身、外翼翼盒等 6 个工作包，成为大客项目最大的机体制造商，为公司持续发展奠定了良好基础。我国 C919 计划于 2014 年进行首飞，2016 年交付航线使用，未来年产量将达到 150 架。
- **盈利预测与投资评级：**由于军用产品大多在年底结算，因此我们认为，公司业绩在四季度将会有加大提升，因此我们维持公司 10~11 年 103.2、133.2 和 151.7 亿元收入的预测，对应 EPS 分别为 0.19、0.29 和 0.35 元。维持“中性”投资评级。
- **风险提示：**军机采购属国家重大政治决策，采购量受国内外政治环境影响较大，从而对我们的判断产生不确定性影响。2、航空业的景气度将直接影响公司民用航空产品的收入。

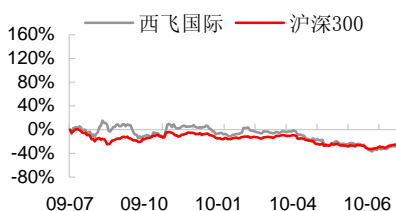
相关研究

- 《西飞国际：看好支线航空发展》(100330)
- 《西飞国际：定向增发，尘埃落定》(100131)
- 《西飞国际：扭亏为盈，继续向好》(091024)
- 《西飞国际：支线航空提升盈利空间》(090921)

基础数据

总股本 (百万股)	2478
流通 A 股 (百万股)	1525
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	16167

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8224.3	2802.7	10321.9	13322.9	15172.0
(+/-%)	-12.1	34.7	25.5	29.1	13.9
归属母公司净利润(百万元)	315.7	126.6	480.8	710.8	857.3
(+/-%)	-18.9	337.4	52.1	48.1	20.6
EPS(元)	0.13	0.05	0.19	0.29	0.35
P/E(倍)	83.2	207.5	55.8	36.6	30.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	14808	14223	16341	18031	营业收入	8224	10322	13323	15172
现金	4000	3114	2409	2706	营业成本	7351	9174	11714	13270
应收账款	3087	2647	3734	4365	营业税金及附加	11	12	15	18
其他应收款	76	95	122	141	营业费用	164	220	277	316
预付账款	1000	960	1246	1469	管理费用	298	337	444	510
存货	6432	7064	8434	8891	财务费用	-17	-8	-5	-3
其他流动资产	213	343	397	459	资产减值损失	96	0	0	0
非流动资产	2217	2559	2748	2791	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	151	146	147	148	投资净收益	34	0	0	0
固定资产	1580	2054	2284	2378	营业利润	357	587	877	1061
无形资产	201	192	183	173	营业外收入	49	0	0	0
其他非流动资产	285	166	133	92	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	17025	16782	19089	20822	利润总额	405	587	877	1061
流动负债	7211	6655	8427	9562	所得税	89	100	157	194
短期借款	114	120	110	130	净利润	316	487	720	867
应付账款	3151	2972	3984	4638	少数股东损益	0	7	9	10
其他流动负债	3946	3563	4333	4794	归属母公司净利润	316	480	711	857
非流动负债	47	47	47	47	EBITDA	523	782	1135	1365
长期借款	47	47	47	47	EPS (元)	0.13	0.19	0.29	0.35
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	7258	6702	8474	9609	主要财务比率				
少数股东权益	642	649	659	669		2009	2010E	2011E	2012E
股本	2478	2478	2478	2478	成长能力				
资本公积	5777	5777	5777	5777	营业收入	-12.1%	25.5%	29.1%	13.9%
留存收益	870	1177	1701	2290	营业利润	-18.0%	64.5%	49.5%	21.0%
归属母公司股东权益	9125	9431	9955	10545	归属于母公司净利润	-18.9%	52.1%	48.1%	20.6%
负债和股东权益	17025	16782	19089	20822	获利能力				
					毛利率(%)	10.6%	11.1%	12.1%	12.5%
现金流量表					净利率(%)	3.8%	4.7%	5.3%	5.7%
					ROE(%)	3.5%	5.1%	7.1%	8.1%
					ROIC(%)	4.6%	6.9%	8.7%	10.1%
经营活动现金流	246	-161	-63	892	偿债能力				
净利润	316	487	720	867	资产负债率(%)	42.6%	39.9%	44.4%	46.1%
折旧摊销	184	203	262	307	净负债比率(%)	2.22%	2.49%	1.85%	1.84%
财务费用	-17	-8	-5	-3	流动比率	2.05	2.14	1.94	1.89
投资损失	-34	0	0	0	速动比率	1.15	1.08	0.94	0.96
营运资金变动	-332	-885	-1051	-340	营运能力				
其他经营现金流	130	42	10	61	总资产周转率	0.53	0.61	0.74	0.76
投资活动现金流	-533	-567	-451	-350	应收账款周转率	3	3	4	4
资本支出	572	579	450	350	应付账款周转率	2.97	3.00	3.37	3.08
长期投资	9	-12	1	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	48	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.19	0.29	0.35
筹资活动现金流	70	-159	-192	-245	每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	-0.06	-0.03	0.36
短期借款	19	6	-10	20	每股净资产(最新摊薄)	3.68	3.81	4.02	4.26
长期借款	47	0	0	0	估值比率				
普通股增加	1351	0	0	0	P/E	109.10	71.75	48.45	40.17
资本公积增加	-1351	0	0	0	P/B	3.77	3.65	3.46	3.27
其他筹资现金流	4	-165	-182	-265	EV/EBITDA	59	40	27	23
现金净增加额	-217	-886	-706	297					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com