

日期: 2011年3月8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

军机业务恢复增长, 整体盈利有待改善

基本数据(Y10)

报告日股价(元)	12.88
12mth A 股价格区间(元)	9.16/15.34
总股本(百万股)	2477.62
无限售 A 股/总股本	61.55%
流通市值(百万元)	31911.73
每股净资产(元)	3.75
PBR(X)	3.43
DPS(Y10, 元)	不分配, 不转增

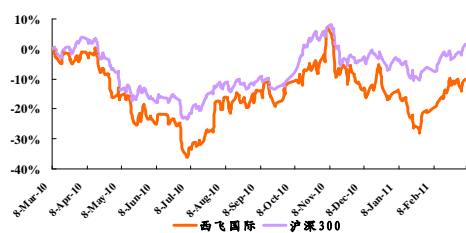
主要股东(Y10)

西飞集团	57.07%
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%
易方达深证 100 开放式指数基金	0.60%

收入结构(Y10)

飞机产品	94.71%
铝合金型材	2.63%
装饰材料	0.14%
汽车零部件	0.08%
其它产品	1.79%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WCHG11-CT02

相关报告:

首次报告日期: 2011年3月8日

■ 公司动态:

3月8日, 公司发布 2010 年年度报告: 报告期, 公司实现营业收入 105.34 亿元、营业利润 3.73 亿元、归属于母公司股东的净利润 3.46 亿元, 分别同比增长 28.09%、4.56% 和 9.48%, 2010 年公司基本每股收益为 0.14 元。年度利润分配预案为不分配、不转增。

■ 主要观点:

销售费率提升拖累业绩, 公司盈利能力有待提升

2010 年, 公司产品订单和交付数增加, 军品、民品、国际航空转包三大主营业务均实现了不同幅度的增长。其中, 军品业务的增长和民机业务的复苏势头超预期, 公司全年营收因此高于此前的预测。各项产品的毛利率基本保持平稳。不过, 由于产品的委托代销手续费和销售服务费增幅较大拉动报告期内销售费率提升明显, 致使公司全年 0.14 元的每股收益未能达到我们 0.16 元的预测值。

新品交付带动军品业务较快增长

2010 年, 公司按计划节点完成了军机产品的改进、改型及研制工作, 原有产品的最新改进型号开始交付, 占主营 7 成的军品业务实现同比 21.97% 的增长, 扭转了原有型号产品采购高峰期已过交付量下降、业务收入出现负增长的不利局面。2011 年, 新产品交付仍处爬坡阶段, 军品业务预计可保持较快的增长速度。

民机交付全年大幅增长

全球航空运输业经营状况好转, 民机厂商产品交付情况有较大改观。公司的民机产品 MA60/600 系列全年交付 18 架, 交付量历史性的首次接近年度生产纲领, 同比有翻倍以上的增长(见附图 1)。MA60 系列的最新改型 MA600 年内取得民航局的型号合格证(TC)和生产许可证(PC), 并实现首架交付。全年, MA60/600 系列飞机新签订单 17 架(其中 2 架为原意向订单转为确认订单)。截至 2010 年底, 公司民机产品的在手订单数达到 173 架, 其中确认订单 122 架, 意向订单 51 架。由于新签订单数小于交付数和订单取消数, 因此在手订单数量同比有一定幅度下降。不过, 在油价飙升的背景下, MA60/600 这类涡桨支线飞机所具有的低运营成本优势凸现, 其销售前景仍较为乐观。

2011 年, 公司计划交付 MA60/600 系列民机 10 架。公司(包括控股子

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声明。

公司沈飞民机、成飞民机)承担约 85%整机工作量的 ARJ21 年内将正式交付首个客户，预计公司将交付零部件 5 架份。

航空转包业务复苏平稳增长

公司年内完成国际合作项目 19 个品种共计 1,278 架份部组件的交付，实现出口交付 7.14 亿元，较上年同期增长 3.12%(见附图 2)；合并控股子公司沈飞民机、成飞民机后出口交付同比增速为 5.53 %。

航空转包业务的主要产品波音 737-700 垂尾交付第 1500 架份，并签署后续 1500 架份合同；新产品空客 A320 机翼完成首架“门对门”交付并成功实现与机身对接，全年交付 9 架份；新产品波音 747-8 内襟翼、波音 787 扭力盒实现首架交付客户；承担研制任务的 C919 大型客机中央翼、襟翼部段样件成功下线。年内公司还与法国埃赛集团赛峰公司就设立短舱合资公司签订合营合同。

公司计划 2011 年国际合作项目将交付 19 个品种 1,400 架份部组件，交付量同比增长 9.55%。

■ 投资建议：

未来六个月内，首次给予“**大市同步**”的投资评级

公司 2010 年上半年启动的定向增发收购陕飞、中航起、西安航空制动和母公司西飞集团所拥有航空业务相关资产的交易方案正在证监会审核，预计年内可实施。考虑资产注入带来的业绩增后，预计公司 2011~2012 年分别实现营收 154.26 和 177.00 亿元，按可比口径计算同比增长 9.02%和 14.74%。按定向增发后最新股本计算，公司 2011~2012 年每股收益预计将分别达到 0.21 和 0.24 元。基于当前股价，首次给予公司“大市同步”的投资评级。

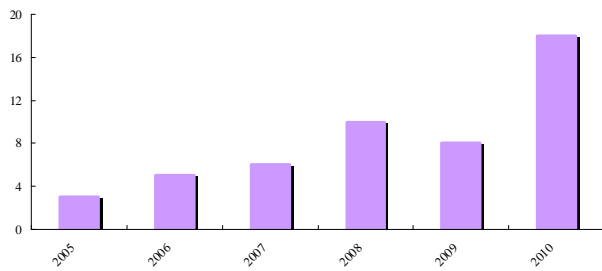
■ 业绩预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,534.45	15,426.37	17,699.58	19,619.91
年增长率(%)	28.09%	9.02%	14.74%	10.85%
归属于母公司的净利润	345.56	569.05	646.58	699.40
年增长率(%)	19.49%	19.76%	14.08%	9.06%
每股收益(元)	0.13	0.21	0.24	0.26
PER(X)	98.92	60.07	52.86	48.87

注：2010 年后有关指标按增发后总股本 2,653.83 百万股计算

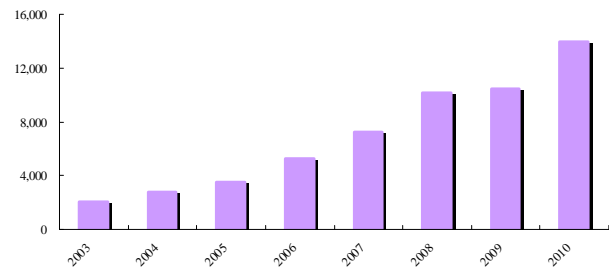
附录:

附图 1: 2005~2010 年 MA60 交付情况一览



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

附图 2: 2003~2010 年西飞国际航空转包交付情况一览



资料来源: 公司公告, 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	15,426.37	17,699.58	19,619.91	20,960.73
营业成本	9,382.60	13,274.79	15,255.92	16,941.28	18,101.27
营业税金及附加	8.63	23.14	26.55	29.43	31.44
销售费用	416.49	462.79	513.29	549.36	586.90
管理费用	359.65	1,002.71	1,132.77	1,236.05	1,299.56
财务费用	-5.07	10.20	26.10	50.63	57.78
资产减值损失	20.04	20.00	20.00	20.00	20.00
投资收益	21.06	22.00	24.20	26.62	29.28
营业利润	373.16	654.74	749.15	819.78	893.05
营业外收入	64.58	71.50	78.65	82.58	82.58
营业外支出	4.83	5.00	5.00	5.00	5.00
利润总额	432.90	721.24	822.80	897.37	970.64
所得税费用	55.69	108.19	123.42	134.60	145.60
净利润	377.21	613.05	699.38	762.76	825.04
少数股东损益	31.65	44.00	52.80	63.36	76.03
归属于母公司所有者的净利润	345.56	569.05	646.58	699.40	749.01
摊薄 EPS(元)	0.13	0.21	0.24	0.26	0.28

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 2010 年后指标考虑资产注入交易事项

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
				09A	10E	11E	09A	10E	11E	
江南红箭	000519.SZ	CNY	17.06	0.02	0.05	0.31	883.94	341.20	55.03	9.57
中航动控	000738.SZ	CNY	14.28	0.15	0.18	0.23	96.70	79.78	62.09	5.83
西飞国际	000768.SZ	CNY	12.88	0.13	0.14	0.20	101.10	92.00	64.40	3.50
中航精机	002013.SZ	CNY	31.24	0.18	0.21	0.71	170.68	148.34	44.02	11.20
海特高新	002023.SZ	CNY	17.59	0.19	0.20	0.25	94.20	88.92	70.36	5.44
奥普光电	002338.SZ	CNY	39.22	0.51	0.60	0.75	77.36	65.26	52.54	5.10
高德红外	002414.SZ	CNY	28.91	0.46	0.47	0.61	62.94	61.94	47.59	3.54
国腾电子	300101.SZ	CNY	87.74	0.57	0.81	1.23	153.93	108.12	71.26	8.55
哈飞股份	600038.SH	CNY	30.65	0.24	0.30	0.29	128.55	101.82	103.95	7.62

中国卫星	600118.SH	CNY	25.06	0.28	0.30	0.38	90.20	84.32	66.48	9.74
光电股份	600184.SH	CNY	48.80	0.05	0.45	0.49	1076.85	109.61	99.07	11.53
洪都航空	600316.SH	CNY	35.62	0.27	0.31	0.34	129.95	114.92	103.43	5.50
航天动力	600343.SH	CNY	25.30	0.08	0.11	0.30	313.35	234.93	84.77	5.73
ST 昌河	600372.SH	CNY	36.81	0.05	0.42	0.50	699.81	87.64	73.62	22.46
成发科技	600391.SH	CNY	25.43	0.37	0.35	0.40	69.53	72.44	62.99	5.58
中兵光电	600435.SH	CNY	15.08	0.24	0.36	0.40	62.99	41.89	37.70	5.44
航天晨光	600501.SH	CNY	15.03	0.15	0.20	0.23	103.46	75.15	65.35	4.69
贵航股份	600523.SH	CNY	25.93	0.36	0.41	0.46	72.04	63.24	56.37	5.08
*ST 高陶	600562.SH	CNY	44.90	-0.47	0.18	0.74	-95.77	249.75	60.78	12.52
航天通信	600677.SH	CNY	13.12	0.03	0.64	0.56	425.36	20.50	23.43	5.40
中航重机	600765.SH	CNY	19.17	0.34	0.30	0.41	57.14	64.79	46.76	5.41
航天电子	600879.SH	CNY	13.56	0.25	0.20	0.26	54.32	67.77	52.15	3.56
航空动力	600893.SH	CNY	33.97	0.28	0.36	0.43	119.52	94.36	78.63	4.97
国内市场样本均值							78.50	70.67	64.47	7.30
中航科工	2357.HK	HKD	4.26	0.04	0.10	0.13	121.71	43.03	34.08	2.86
香港市场样本均值							121.71	43.03	34.08	2.86
Boeing Co.	BA.US	USD	71.80	1.86	4.49	4.11	38.60	15.99	17.49	19.09
Honeywell International Inc.	HON.US	USD	56.51	2.86	2.61	3.82	19.76	21.65	14.80	5.07
Lockheed Martin Corp.	LMT.US	USD	79.85	7.86	8.03	6.96	10.16	9.94	11.48	7.45
Raytheon Co.	RTN.US	USD	51.72	4.96	4.94	5.01	10.43	10.47	10.33	1.90
Northrop Grumman Corp.	NOC.US	USD	66.69	5.28	6.91	7.03	12.63	9.65	9.49	1.43
EADS NV	EAD.FP	EUR	19.81	-0.94	0.67	0.83	-21.07	29.79	23.81	1.83
FINMECCANICA SPA	FNC.IM	EUR	8.80	0.89	1.14	1.27	9.88	7.70	6.91	0.78
DASSAULT AVIATION SA	AM.FP	EUR	625.00	25.40	30.31	34.74	24.61	20.62	17.99	1.57
BOMBARDIER INC	BBD/B.CN	CAD	6.49	0.39	0.36	0.44	16.64	18.03	14.65	3.06
ROLLS-ROYCE GROUP	RR.L	GBP	5.99	1.20	0.29	0.44	4.99	20.64	13.57	2.84
General Dynamics Corporation	GD.US	USD	76.32	6.21	6.88	7.16	12.29	11.09	10.66	2.14
United Technologies Corp.	UTX.US	USD	82.86	4.17	4.82	5.36	19.87	17.19	15.45	3.57
国际市场样本均值							16.35	16.06	13.89	4.23

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以3月7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。