

2007-3-31

黄东升

(8621) 63215451

Huangds@cjsc.com.cn

机械行业/航空军工制造业
西飞国际 (SH000768): 2006 年报简评
维持“推荐”评级

年报要点

西飞国际 (000768) 今天发布 2006 年年报：

- 公司 2006 年主营收入 17.81 亿元，同比增长 50.89%；其中航空零部件销售收入同比增长 61.28%；铝合金型材销售收入同比增长 4.52%。
- 实现主营业务利润 2.80 亿元，同比增长 56.58%；实现净利润 0.63 亿元，同比增长 57.97%，每股收益为 0.10 元。

年报简评

第一，2006 年业绩低于我们预期，定向增发方案延后应为主要原因

公司 2006 年实现主营收入同比增长 50.89%，主营业务利润同比增长 56.58%，净利润同比增长 57.97%；每股收益 0.10 元，扣除后 0.08 元，净资产收益率 3.09%。公司 06 年业绩低于我们预期，其主要原因应是公司定向增发方案不断延后所致。

经过一年的调整，非航空工业产品逐步扭转亏损状态，近入正常的运营轨道。但我们仍然关注西飞国际的航空工业业务的增长情况：随着轰六改进型和飞豹订单的增加，以及新舟 60 累计订单接近 92 架，而 08 年 ARJ21 实现首飞，目前订单接近 71 架。公司航空工业业务将继续成长，我们预计 07、08 年航空工业销售分别增长 40%、50% 的增长，公司总销售收入分别增长 36%、44.65%。

表 1：西飞国际主导产品销售收入预测

项 目	2003 A	2004 A	2005 A	2006 A	2007 E	2008 E
航空工业产品	63,953.53	69,328.79	91,042.81	146,835.22	205,569.31	308,353.96
铝合金型材收入	18,855.77	21,145.34	18,590.81	19,430.94	21,374.03	23,511.44
VCM 板收入	5,732.72	4,006.49	2,510.98	4,763.48	7,145.22	9,288.79
汽车零部件收入	2,030.26	982.87	442.85	927.305	1,251.86	1,502.23
其他收入	N.A.	5,197.69	5,446.89	6,146.56	6,884.15	7,710.24
合计	90,572.28	100,661.18	118,034.34	178,103.50	242,224.57	350,366.66

资料来源：公司公告、长江证券研究部

表 2：西飞国际各项主营收入增长比率

项 目	2004 A	2005 A	2006 A	2007 E	2008 E
航空工业产品	8.40%	31.32%	61.28%	40.00%	50.00%
铝合金型材收入	12.14%	-12.08%	4.52%	10.00%	10.00%
VCM 板收入	-30.11%	-37.33%	89.71%	50.00%	30.00%

汽车零部件收入	-51.59%	-54.94%	109.39%	35.00%	20.00%
其他收入		4.79%	12.85%	12.00%	12.00%
合计	11.14%	17.26%	50.89%	36.00%	44.65%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第二，国际转包业务持续领先于国内其他航空制造企业

公司 06 年以机翼制造为突破口，不断扩大国际航空制造合作规模。加大了国际从公司实际情况来看，2005 年转包业务 3500 万美元，到 2008 年转包业务达到 1 亿美元。随着加工技术的不断提高和工人操作技能的提高，08 年后将会有更大的增长。目前公司签订的转包生产合同金额已达 10 亿美元。我们预测，未来三年公司国际转包业务将以 40% 增长，分别实现 4900 万、6900 万和 1 亿美元的国际转包业务。

表 3：西飞国际主要的国际转包产品

转包的航空产品	备 注
B737-700 飞机垂直尾翼、737 尾段胶接件和 747 飞机机翼后缘肋 20 项组件；法宇航 A300/A310/ A330/A340 系列飞机设备检修门、A320 货舱检修门、A330/A340 刹车板、ATR-42 飞机外翼盒；ATR-72 机身第 16 段；意航 ATR72 机身 16 段、庞巴迪航空公司 CI-415 飞机 8 项机组件；美国雷神公司胶接件，美国 BF 公司飞机起落架机加件；B747-400 客改货项目。	与波音的合作始于 80 年。B737-300 前检修门、B747 二十项组件已成为波音唯一供应商。法宇航的合作始于 1985 年，成为 ATR42 翼盒、空客检修门等部件的唯一供应商。与加空的合作始于 1980 年，成为 CL415 六小件的唯一供应商。形成了“以机翼和尾翼加工为中心，舱门和机身加工为两翼”的转包生产格局，首次跨入国际航空大型飞机改装领域。目前公司在国际转包生产总额已超过 15 亿美元。

资料来源：公司公告、长江证券研究部

表 4：公司国际转包业务预测值 (单位：万美元)

	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E
国际转包业务	2,700	3,500	4,900	6,900	10,000
增长率%		29.63%	40.00%	40.82%	44.93%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

第三，西飞公司已掌握大型飞机制造相关领域技术

西飞公司在中国航空制造产业中处于突出的地位，在持续研制跟踪大型轰炸机和为国际大型客机生产零部件的过程中，逐步掌握了多项大型飞机制造的关键技术。在拥有自主知识产权的 ARJ21 支线客机的研制中，西飞公司承担了前机身、中后机身以及技术最为复杂、研制难度最大的机翼翼盒研制任务，总体承担了 80% 以上的零部件研制任务。我们认为凭借公司在飞机制造方面的技术、设备、人才优势，西飞公司将成为国家民用大客机、大型军用运输机、轰炸机以及预警机等大型飞机的研发、生产和销售平台。

表 5：西飞公司已掌握大型飞机制造部分技术

技术优势	说 明
已掌握技 术	形成了以大型机翼翼板、缘条等为主要特色的制造能力。
数控机械 加工技术	形成了“以机翼和尾翼加工为中心，舱门和机身加工为两翼”的转包加工技术。
装配技术	
复合材料 成型技术	形成了飞机结构件、内部装饰件和功能件三大类产品。
钣金加工 技术	蒙皮、大型钣金件成型技术处于国内领先地位。

	喷丸成型特种工艺加工技术	达到国外先进质量体系的要求。
06 年新掌握技术	大型超临界机翼整体壁板数控喷丸成形技术	继美国波音和美国金属改进公司后世界第三家掌握该项技术的公司
	大型壁板、梁框、接头类零件数控加工技术	以研制 200 吨级大型飞机零部件为导向
	复杂截面长行成形、钛合金滑轨加工、喷涂碳化物涂层	依托 ARJ21 新支线飞机研制平台，开展了 100 项科研攻关活动

资料来源：公司公告、长江证券研究所整理

第四、维持公司 07、08 年业绩预测，维持“推荐”评级

尽管公司 06 年业绩低于我们预期，但我们仍然看好公司航空工业业务的增长能力。目前公司生产的“新舟”60 飞机与印尼签订了 15 架的销售合同，取得印尼适航当局颁发的型号合格证；以外促内，与奥凯航空公司签订了 30 架购机框架协议，内部收购 30 架，累计订货 92 架；生产交付 7 架；国际转包业务 07-08 预计可实现销售收入 6900 万美元和 1 亿美元；5 架份 ARJ21 零部件在 07 年全部交付，实现收入 5.85 亿元，08 年 ARJ21 实现首飞定向，目前累计订单达 71 架。

我们维持公司 07、08 年业绩的预测，按照现有公司资产，预计 07、08 年业绩为 0.18、0.25 元。我们对西飞集团资产注入持乐观态度，而西飞国际也被定位为中国一航整合飞机资产的唯一平台，预计公司将持续获得资产注入，维持“推荐”投资评级。

表 6：西飞国际业绩预测

	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E
主营业务收入（百万元）	100,661.18	118,034.34	178,103.50	242,224.57	350,366.66
	11.14%	17.26%	50.89%	36.00%	44.65%
净利润（百万元）	2304.73	3996.42	6313.16	10101.05	15151.58
	26.43%	73.40%	57.97%	60.00%	50.00%
每股收益(元)	0.05	0.06	0.10	0.18	0.25

资料来源：公司报告，长江证券研究部

长江证券有限责任公司 研究部

上海 (200002) 汉口路 130 号 5 层
武汉 (430015) 新华路特 8 号
联系人 杨靖凤 (研究产品发布) TEL : (8621)63217917 FAX : (8621)33130730
E-mail : yangjf@cjsc.com.cn
归浩明 (机构客户服务) TEL : (8621)63516121 FAX : (8621)51062920
E-mail : guihm@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
看 淡: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为长江证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

“长江证券研究”系列

行业报告系列: 行业深度研究报告、行业快评报告、

公司报告系列: 公司深度研究报告、公司跟踪快评报告、公司新股分析、重点跟踪公司投资评级表

策略报告系列: 即时报告,专题报告(宏观经济、市场环境、固定收益、金融衍生产品、金融工程、海外市场、产品选择),定期(月度、季度、半年度、年度)和专题投资策略报告

综合报告系列: 晨会纪要、研究报告周报、投资策略日刊、市场评论、理财顾问产品、课题研究以及其它报告

印刷产品系列: 长江证券投资策略报告、长江证券研究年报、精品报告单行本

