

刘 荣 86-755-82943203
 liur@cmschina.com.cn
 王轶铭 86-755-82960334
 wangym@cmschina.com.cn

2009年1月9日

哈飞股份(600038.SH)/10.39元

中航直升机成立，资产注入预期明确

工业·航天军工

目标估值：12-13元

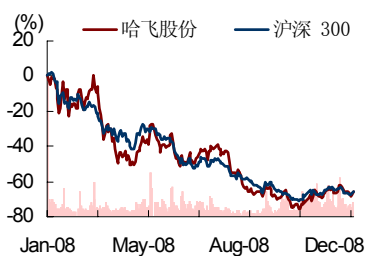
审慎推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	1937
总股本(万股)	33735
已上市流通股(万股)	16849
总市值(亿元)	33
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	59.2%
主要股东 哈尔滨航空工业(集团)	
主要股东持股比例	50.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-37	-65
相对表现	7	-3	0



相关报告

- 1、《哈飞股份(600038)-平淡中等待希望》2008/8/28
- 2、《哈飞股份(600038)-实现全年计划应无问题》2008/10/29

事件描述：2009年1月8日，中国航空工业集团公司(中航工业)与天津市政府在人民大会堂正式签署《关于共同建设中国直升机产业核心聚集基地的合作协议》和《中航直升机有限责任公司出资协议书》，宣布共同组建中航直升机有限责任公司。中航直升机公司计划从2009年开始在天津总装轻型民用直升机，力争到2011年建成以天津滨海新区为中心、哈尔滨、景德镇和保定四地，布局合理、结构优化、优势互补、协调发展的完整的直升机产业链。

事件点评：

- **中航直升机公司将增强我国直升机产业竞争力：**我们认为，新中航直升机公司成立，符合国际航空产业发展趋势。减少了我国直升机间无效的同业竞争，合并后的规模效应和协同效应有助于我国直升机产业形成能够参与全球市场竞争的核心能力。
- **直升机资产整合速度加速，供给能力将增强：**中航工业直升机公司挂牌成立后，旗下相关资产的整合速度将会加快。在中航工业1月8日与10家银行签订1760亿元授信额度中，将重点扶持我国直升机产业的整合和发展。新机型在2010年投入使用后，供给能力增强。
- **资产注入和低空放开增加公司投资价值：**公司作为直升机公司旗下唯一拥有直升机制造资产的上市公司，将是直升机公司的资产整合平台。景德镇的昌河飞机公司和保定螺旋桨公司装入公司预期更加明确。与此同时，我们预计09年上半年将在广东和东北三省进行空域放松管制的试点，民用直升机的潜在市场需求将得到释放。
- **短期评级上调为“审慎推荐”：**公司在资产注入完成后，将形成该行业的完全垄断。考虑直升机主机制造的垄断和成长性，我们认为应该给予公司更高的溢价，预计09、10年EPS分别为0.34、0.40元。按10年30倍PE估算，6个月目标价区间为12-13元。上调短期投资评级，给予“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2004	2144	2273	2500	3000
同比增长	36%	7%	6%	10%	20%
营业利润(百万元)	100	104	103	124	144
同比增长	13%	4%	-2%	20%	16%
净利润(百万元)	97	97	96	116	135
同比增长	17%	1%	-1%	20%	16%
每股收益(元)	0.29	0.29	0.28	0.34	0.40
PE	36.3	36.0	36.5	30.3	26.0
PB	3.1	2.8	2.7	2.5	2.4

资料来源：招商证券

附录 1：保定惠阳螺旋桨简介

保定惠阳航空螺旋桨制造厂（国营惠阳机械厂）始建于 1960 年，是中国唯一的航空螺旋桨科研制造企业。是国家确定的第一批大型二类企业，拥有中美合资企业——中航（保定）惠腾风电设备有限公司和保定中信消防工程有限公司两个合资公司。

企业现有职工 2800 余人，其中工程技术和专业管理人员 800 多人，具有高级技术职称的 70 余人，中级技术职称的 300 余人。企业占地面积 65 万平方米，其中建筑面积 20 万平方米，拥有机械动力设备 2000 余台。2007 年，保定螺旋桨实现工业营业收入 15 亿元，利润 3.27 亿元。

保定螺旋桨的主要产品如下：

航空产品：各种型号的螺旋桨、调速器、顺桨泵和直升机旋翼毂、尾桨等。

非航空产品：大型风力发电机叶片及大型风力发电机整机、系列冷却塔风机、空冷器风机、电站直空冷风机、液体黏性调速离合器、无石棉摩擦材料制品等。

出口产品：冷却塔风机、无石棉摩擦材料制品等。

附录 2、昌河飞机公司简介

昌河飞机工业（集团）有限责任公司，是我国直升机科研生产基地，始建于 1969 年，占地 288 万平方米，职工人数 4500 余名，各类生产设备 4000 余台套。资产总额 43 亿元。

昌河公司的主要产品如下：

国内产品：直 8、直 11 系列产品，

国际转包：与西斯科基飞机公司联合研制 S-92 直升机，负责 S-92 尾斜梁的研制、生产和水平尾面的批量生产。与意大利阿古斯塔公司合作生产 CA109 直升机。转包生产 A109E 机身和尾梁。

附录 3、哈飞股份 PE/PB Band

图 1：哈飞股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：哈飞股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1809	2088	2206	2419	2801
现金	478	291	352	404	382
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	32	0	23	12	15
应收款项	388	119	109	120	144
其它应收款	3	6	7	7	9
存货	867	1658	1694	1853	2224
其他	42	14	20	22	27
非流动资产	348	337	344	329	315
长期股权投资	98	108	108	108	108
固定资产	221	197	219	204	190
无形资产	0	0	0	0	0
其他	30	33	18	18	18
资产总计	2157	2425	2550	2748	3116
流动负债	1023	1193	1251	1368	1642
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	690	777	814	890	1068
预收账款	169	138	163	178	214
其他	163	278	275	300	360
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1023	1193	1251	1368	1642
股本	337	337	337	337	337
资本公积金	625	625	625	625	625
留存收益	172	269	336	417	512
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1134	1232	1299	1380	1474
负债及权益合计	2157	2425	2550	2748	3116

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	47	(185)	75	70	3
净利润			96	116	135
折旧摊销			25	24	22
财务费用			(3)	(4)	(4)
投资收益			(20)	(20)	(20)
营运资金变动			4	(51)	(143)
其它			(26)	6	13
投资活动现金流	20	(2)	(8)	(8)	(8)
资本支出			(8)	(8)	(8)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	(115)	(2)	(6)	(11)	(16)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(29)	(35)	(40)
其他			23	24	24
现金净增加额	(49)	(190)	61	52	(21)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2004	2144	2273	2500	3000
营业成本	1773	1910	2034	2225	2670
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	19	28	34	37	45
管理费用	108	117	125	137	165
财务费用	(1)	(1)	(3)	(4)	(4)
资产减值损失	26	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	26	20	20	20
营业利润	100	104	103	124	144
营业外收入	4	2	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	104	104	103	124	144
所得税	7	7	7	8	9
净利润	97	97	96	116	135
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	97	97	96	116	135
EPS (元)	0.29	0.29	0.28	0.34	0.40

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	36%	7%	6%	10%	20%
营业利润	13%	4%	-2%	20%	16%
净利润	17%	1%	-1%	20%	16%
获利能力					
毛利率	11.5%	10.9%	10.5%	11.0%	11.0%
净利率	4.8%	4.5%	4.2%	4.6%	4.5%
ROE	8.5%	7.9%	7.4%	8.4%	9.1%
ROIC	8.1%	7.9%	7.2%	8.1%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	49.2%	49.1%	49.8%	52.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7
速动比率	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
存货周转率	2.4	1.5	1.2	1.3	1.3
应收帐款周转率	7.0	8.5	19.9	21.8	22.7
应付帐款周转率	3.1	2.6	2.6	2.6	2.7
每股资料(元)					
每股收益	0.29	0.29	0.28	0.34	0.40
每股经营现金	0.14	-0.55	0.22	0.21	0.01
每股净资产	3.36	3.65	3.85	4.09	4.37
每股股利	0.13	0.10	0.09	0.10	0.12
估值比率					
PE	36.3	36.0	36.5	30.3	26.0
PB	3.1	2.8	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	10.2	9.8	10.3	8.9	7.9

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，证券从业七年，四年机械行业研究经验，曾获 2007 年新财富机械行业最佳分析师第二名。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，航天、军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。