

资产注入紧锣密鼓，波段机会随风飞舞

——贵航股份（600523）动态点评

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060-8781

✉ qpt@cgws.com

要点：

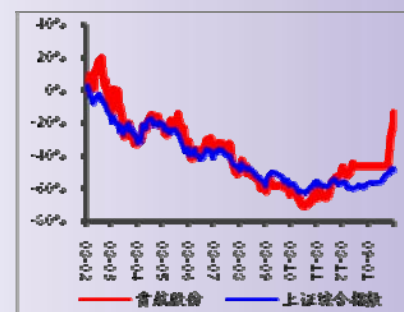
- **业绩快报，乏善可陈：**公司近日公布了2008年业绩快报。公司08年实现营业收入14.63亿元，同比增长44.86%；实现净利润0.81亿元，同比增长75.16%；EPS为0.24元，同比增长33.33%。公司盈利实现增长主要得益于08年初完成了华阳电工和万江机电两公司的资产注入，使得公司盈利能力大幅增强。但是按照调整后报表计算公司净利润则降低7.99%，我们认为金融危机以来造成的汽车产业整体疲弱拖累了公司整体业绩。
- **资产注入，再下一城：**公司同时公告称，公司拟以8.03元/股定向增发不超过11000万股，共计8.833亿元，用以收购大股东贵航集团旗下的风雷航空军械公司100%股权、天义电器100%股权和中航标公司100%股权。上述资产以航空配件及相关辅件制造为主营业务，08年合计净利润为11049万元，净利率11.72%，大于公司现有资产08年8149万元的净利润和5.57%的净利率。折合EPS为0.48元，增长100%。
- **历史对比，波段层出：**公司07年之前以汽车零部件为主营业务，07年3月至08年1月进行资产注入，收购华阳电工和万江机电两家公司，当时注入资产相对于原资产净利润增长130%，引起该股二级市场数次大幅波动，尤其是在07年10月以后市场持续疲弱的情况下该股逆势上涨一倍。我们对比了两次资产注入的基本情况，认为此次资产注入力度不亚于上次，预计也将会出现数次强劲的波段性投资机会。
- **无量涨停，静待时机：**如资产收购成功则公司08年EPS翻倍，达0.48元/股，按目前军工股35倍市盈率计股价可达16.8元，因此公司复牌后连日无量涨停当属意料之中，而且在市场回暖的大背景下公司股价还可能会有更高表现。但我们认为如果该股短期内股价涨幅过大，之后必然有调整过程，建议投资者关注调整后的交易性投资机会。
- **风险提示：**公司大股东拟注入资产良好，注资方案基本没有被监管机构否决的可能，但资产注入运作进度尚不确定，根据既往经验二级市场公司股价波幅较大，提醒投资者短期莫要盲目追高。

投资评级： 谨慎推荐

市场数据

总市值(亿元)	42.16
流通市值(亿元)	20.52
总股本(万股)	28879
流通股本(万股)	14052
12个月最高/最低	14.60/4.80
十大流通股(%)	13.62%
股东总数	22195

股价表现图

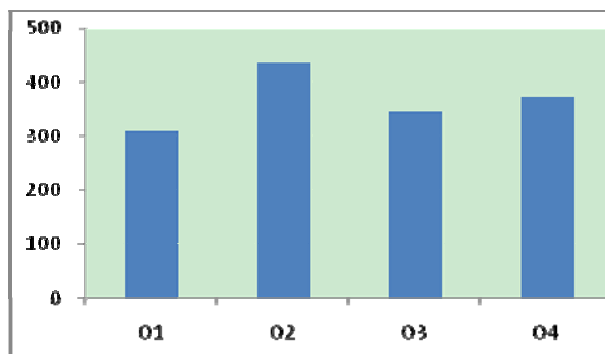




1、2008 业绩快报，盈利能力下降

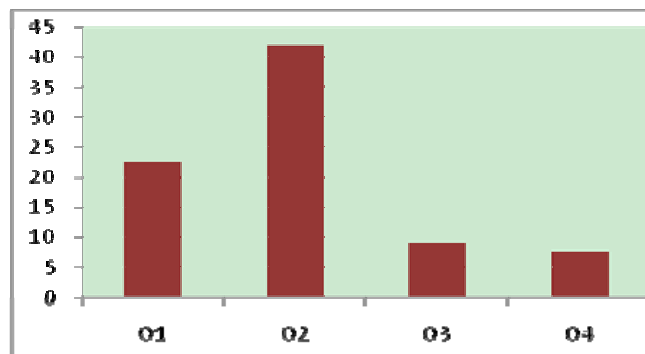
公司公布了 2008 年业绩快报，2008 年公司实现营业收入 14.63 亿元，同比增长 44.86%；净利润实现净利润 0.81 亿元，同比增长 75.16%；EPS 为 0.24 元，同比增长 33.33%。这一大幅增长，主要得益于 2008 年初收购的贵州华阳电工厂和贵州万江航空机电有限公司两家资产盈利并入合并报表所致。若将 07 年报表做相应调整，则 08 年营业收入同比增长 8.12%，净利润同比减少 7.99%。公司现主营业务以汽车零配件及航空配件产品为主，其中航空配件产品占主营收入的 10% 左右，但其 40.18% 的毛利率远高于汽车配件业务。从公司各季度营收与利润来看，虽然公司第三第四季度营业收入仍较为平稳但净利润大幅下滑，我们认为金融危机以来汽车行业的整体低迷拖累了公司业绩。

图 1 公司各季度营业收入对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 2 公司各季度净利润对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

2、增发股份收购资产，航空业务再度加强

公司同时公告称：拟以 8.03 元/股的价格向大股东非公开发行不超过 11000 万股，用以购买大股东贵航集团所持贵州风雷航空军械有限责任公司 100%股权和贵州天义电器有限责任公司 100%股权，贵州盖克航空机电有限责任公司所持中国航空工业标准件制造有限责任公司 100%的股权。

拟注入资产中，风雷公司的主营业务是以航空外挂产品为主导的航空产品业务，产品主要为航空外挂产品，包括火箭发射器系列产品、挂弹钩系列产品、挂弹架系列产品、导发架系列产品和地面检测设备系列产品等。2008 年公司航空业务约占公司总销售收入 97%。天义电器的业务是继电器、接触器及控制装置等，其中航空产品广泛配套于我国二代三代主力战机及发动机系统，占公司营业收入的 37%，非航空产品主要为汽车电器、摩托车电器、牵引电器和程控电源接触器等，占营业收入的 63%，因其电梯业务盈利能力较差，在收购方案中拟将其电梯业务剥离给贵航集团的盖克投资。中航标公司航空产品主要为航空发动机、飞机配套生产附件，占总营业收入的 85%；非航空产品主要是以汽车、摩托车、大型工程机械为代表的新型、异型高强度紧固件、专业件和为国内微型汽车、轻型汽车配套的汽车转向器总成系列产品，占公司总销售收入的 15%。

我们之前指出，航空配套产品尤其是航空配套军品具有业务稳定、毛利较高



的特点。拟注入的三家公司多以航空配件产品为主营业务，其盈利能力远高于汽车配件业务。2008 年三家公司合计实现净利润 11049 万元，为公司现有业务利润的 135.6%；净资产收益率分别达到 22.09%、7.10%和 24.94%，远高于公司目前业务的 5.57%，将大幅提高公司的盈利能力。

表 1 拟注入资产与原资产质量对比

指标	中航标	风雷军械	天义电器(不含电梯)	公司现有业务
营业收入(万元)	44479	23106	26730	146315
营业收入增长率(%)	67.39%	25.37%	7.65%	8.12%
净利润(万元)	8013	2088	948	8149
净利润增长率(%)	173.42%	11.84%	-29.33%	-7.99%
净资产收益率(%)	24.94%	22.09%	7.10%	4.24%
航空产品占比(%)	85%	97%	37%	10%

资料来源： 公司年报，长城证券研究所

3、两次注资历史对比，波段机会层出不穷

公司在 2007 年之前单纯以汽车零部件产品为主营业务，2007 年 3 月发布公告开始运作重大资产重组，直至 2008 年 1 月完成资产注入。该次重组以定向增发方式收购了华阳电工和万江机电两家资产，其收购资产方式与收购资产性质与本次公告的方案及其相似。

表 2 2007 年与 2009 年两次资产收购方案对比

2006 年年度数据				2008 年年度数据		
	2007 年拟收购资产	2007 年原资产	收购资产/ 原资产	2009 年拟收购资产	2009 年原资产	收购资产/ 原资产
收购内容	华阳电工 100%股权 万江机电 100%股权			中航标 100%股权 风雷公司 100%股权 天义公司 100%股权 (不含电梯)		
主营业务	航空电气开关、飞机 信号灯盒、控制盒、 发动机调节器、电动 活门、力臂调节器、 刮水器、玻璃调节器	汽车配件产品		航空航天标准件、高 强度紧固件、汽车转 向器、航空外挂产品、 地面检测设备、航空 继电器、接触器、	汽车配件产品 及航空配件	
主营收入 (万元)	28924	76896	37.61%	94315	146315	64.46%
净利润	3731	1864	200.16%	11049	8149	135.59%
总资产 (万元)	55636	99503	55.91%	126185	202174	62.41%
净资产 (万元)	34557	47368	72.95%	50203	153177	32.77%
净资产收 益率	10.80%	3.94%		22.01%	5.32%	



资料来源： 公司年报，长城证券研究所

上次收购受到投资者的强烈关注，并造成公司股票在二级市场的数次大幅波动。自 2007 年 3 月 29 日公司发布重大资产重组公告至 2008 年 1 月完成增发，收购过程中的一系列事件大都对公司股价走势产生重大影响。尤其是自 07 年 10 月至 08 年 1 月在市场持续低迷的大背景下，公司个股走出了涨幅超过 100% 的独立行情。我们认为此次资产运作过程与前次大体一致，同样会产生数次波段性投资机会，尤其在收购方案获得行业主管部门审核通过后。

表 3 2007 年收购资产过程中重大事项时间节点		
序号	时间	事项
1	20070329	董事会通过增发预案
2	20070609	公布拟注入资产报告（草案）
3	20070629	股东大会表决通过增发方案
4	20070807	增发方案获国防科工委（原）审核通过
5	20071123	增发方案获证监会审核通过
6	20080108	对大股东增发完成
7	20080124	对机构投资者增发完成
8	20080130	发布年报业绩预增公告
9	20080310	发布限售股上市流通公告
10	20090105	重大资产重组不确定性停牌
11	20090211	公布拟注入资产预案

资料来源： 公司公告，长城证券研究所



资料来源： WIND，公司公告，长城证券研究所

如资产收购成功则公司 08 年 EPS 翻倍，达 0.48 元/股，按目前军工股较保守



35 倍市盈率计股价可达 16.8 元，因此公司复牌后连日无量涨停当属意料之中，而且在市场回暖的大背景下公司股价还可能会有更高表现。但我们认为如果该股短期内股价涨幅过大，之后必然有调整过程，建议投资者关注调整后的交易性投资机会。

研究员介绍及承诺:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任军工板块行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
回避		预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。