

贵航股份(600523)调研报告

推荐

维持评级

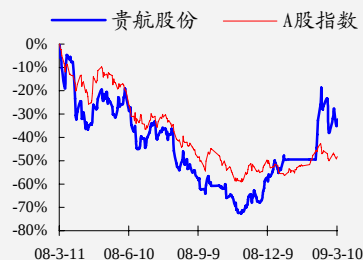
可选消费/汽车零配件

2009 年 3 月 10 日

投资要点:

- 公司作为贵航集团 3 大上市公司之一,在“两航”合并后,被定位于通用航空资产的整合平台。公司将与力源液压、中航三鑫为集团搭建起航空、重机、机电 3 个业务板块,用 3 年时间实现中航通用的整体上市。
- 2009 年拟以 8.03 元/股的价格向大股东贵航集团非公开发行不超过 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、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。预计,此次定向增发将在 2009 年下半年完成。
- 中航标是中国航空工业中重要的航空航天标准件、紧固件及小零件专业化生产厂家。2007 年销售收入 2.7 亿元,2008 年达到 4.4 亿元,预计 2010 年公司预计销售收入将达到 10 亿元,产品涵盖航空发动机配套,汽车、摩托车发动机配套、出口和转包等业务。军品业务、民品业务以及转包业务将成为公司三大主要板块,市场增长稳定。
- 预测 2009 年和 2010 年主营业务收入分别为 27.57 亿元和 32.53 亿元,增长率为 88%和 18%,净利润 2 亿 4200 万和 3 亿 1500 万,增长率为 199%和 30%,每股收益为 0.57 元和 0.76 元。公司业绩成长性明确,给予推荐评级。

走势图



市场数据

2009-3-10

收盘价:	12.18 元
52 周最高价:	18.53 元
52 周最低价:	4.80 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q3

总股本(万股):	28,879
流通 A 股(万股):	28,879
每股收益(元):	0.21
每股净资产(元):	4.43
每股经营现金流(元):	0.12
市净率:	2.75

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	101,002	21.99	3,821	58.46	0.18		68	
2008	146,300	44.85	6,900	76.92	0.24		49	
2009E	275,700	88.45	22,900	231.84	0.57		20	
2010E	325,300	17.99	30,100	31.44	0.76		15	

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

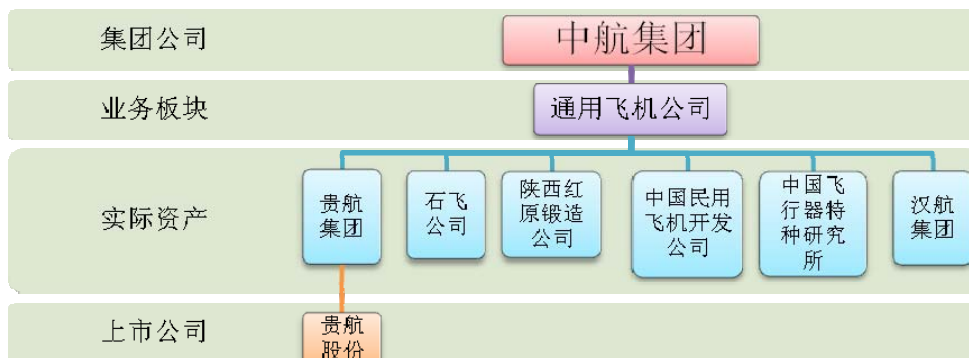
Email: sylar.xun@gmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

贵航股份是贵航集团下属的上市公司。在 2008 年声势浩大的“中一航”和“中二航”合并之后，建立了中航工业集团，整个集团自上而下对集团内部业务和资产进行了重新的业务划分和定位。贵航集团作为中航工业通用飞机板块的优良资产，自然就成为通用飞机航空资产整合平台之一。通用飞机板块主要包括：贵航集团、汉航集团、石飞公司、山西红原锻造公司、中国民用飞机开发公司和中国飞行器特种研究所。

图 1. 贵航股份资产层次结构



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2008 年，公司预计可实现营业收入 14.63 亿元，同比增长 44.86%；净利润 0.81 亿元，同比增长 75.16%；EPS 为 0.24 元，同比增长 33.33%。

2008 年，公司收购贵州华阳电工厂、贵州万江航空机电有限公司两家资产，企业业绩较上财年有所提高。公司目前主营业务为汽车零配件及航空配件产品，2008 年公司汽车零部件业务约占公司销售收入 89.87%，航空产品业务占公司销售收入约 10.13%，但航空产品的毛利率超过 40%，远高于汽车配件业务，处于市场军工类产品的平均毛利率水平。公司 2008 年后两季度的营业收入较为平稳，但是净利润出现大幅下滑，其主要原因是由于金融危机对汽车行业的冲击，引起企业的盈利能力下降所致。

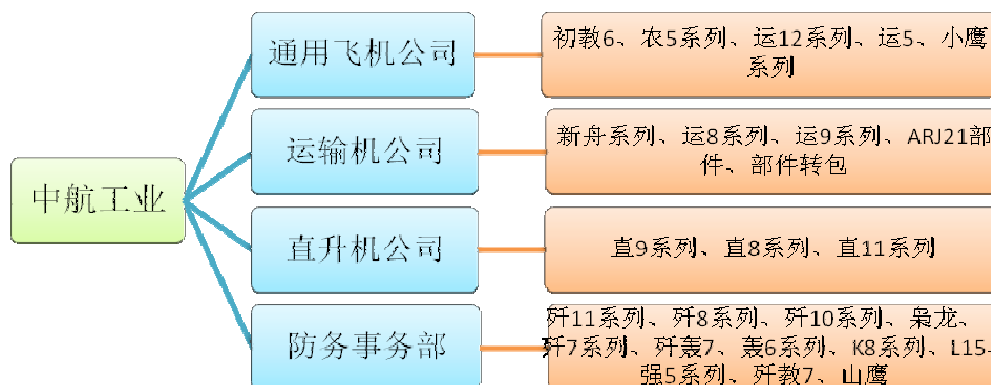
公司现有汽车零部件资产包括：红阳密封件、华阳电器、永红散热器等多家中国汽车零部件企业，拥有生产经营汽车密封胶条、铝制散热器、橡胶管带等产品。公司是国内同行业中品种齐全、市场覆盖率和占有率最大的密封条生产企业，是国内铝质散热器研究生产规模最大企业，是国内最大的锁匙总体国产化开发供应商和国内橡胶管带行业骨干企业。

公司拥有主要加工设备 3200 多台，从德、日、美等国引进了橡胶挤出线、塑料挤出线、汽车软管生产线等几十条先进生产线。公司散热器产品率先进入全球零部件配套行列，电器开关已进入北美市场，为通用汽车公司形成批量供货。同时，密封条、电器开关即将进入欧洲市场。汽车零部件出口业务由于受到金融危机对实体经济——汽车行业的侵扰，盈利能力下降，前景不容乐观。

1. 集团大发展，企业高增长

1999年7月1日，航空工业总公司拆分为航空工业一集团和航空工业二集团，中航一集团偏重于军用，因此集中了70%以上的军品资源，二集团偏重于民用，军品资源相对要少一些。2008年召开国防科技工业工作会议的报告中提到：按照“整合资源、集中力量、突出主业、优化结构、强化基础、增强实力、相互促进、国际合作、跨越发展”的原则，对航空工业实行重组整合。2008年11月5日，在经历了10年的分开之后，两航再次合并，中国航空工业集团公司挂牌成立。公司对现有的资产重新划分，涉及到飞机产品的包括成立的通用飞机公司、运输机公司、直升机公司、防务事务部等企业和部门。

图2. 中航工业产品结构



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

新中航工业集团将通过“市场化改革、专业化整合、资本化运作、国际化开拓、产业化发展”的五化战略，实现2017年总销售额突破10000亿元、冲刺世界500强的目标。目前其总销售收入约2000亿元。新中航有企业近200家，员工近40万人。集团总资产约2900多亿元，注册资本为640亿元，净资产约600亿元。在未来的8年时间内，公司的销售收入需要增长400%才能达到目标。这也就意味着，集团需要通过重组、整合等方式迅速做大做强企业，才能够实现高速的增长。

从中航工业划分的几大业务板块中看，通用飞机和直升机最先公布了上市的时间表。中航工业通用飞机公司表示，公司将从内部做好重组整合，利用力源液压、贵航股份、中航三鑫3个上市公司的资本运作平台，搭建好航空、重机、机电3个业务板块，用3年时间实现中航通用整体上市。外部做好并购扩张，积极寻求海外合作机会，包括并购、技术合作，甚至股权合作，将目标瞄准国外通用航空的优势企业、高端企业，加快掌握先进技术的步伐，为通用航空的全面发展作好全方位的储备。贵航股份作为公司明确提出用作资产整合的上市公司平台，将最先收益。

2. 资产注入，盈利能力迅速提升

贵航集团不断的通过对集团上市公司贵航股份的资产进行置换、整合和注入，使得上市公司的盈利能力保持稳定的增长，旗下资产不断得以优化。2009 年拟以 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、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。预计，此次定向增发将在 2009 年下半年完成。

图 3. 贵航股份资产演变流程图



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2009 年集团将向贵航股份注入三家企业

中航标公司是中国航空标准件生产厂商，航空产品主要为航空发动机、飞机配套生产附件，占营业收入 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%。

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%。

天义电器的主营业务是继电器、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。

表 1. 拟注入资产与现有资产对比

财务指标	中航标	风雷军械	天义电器	已有资产
营业收入（万元）	44,479	23,106	26,730	146,315
营业收入增长率（%）	67.39	25.37	7.65	8.12
净利润	8,013	2,088	948	8,149
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

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

拟注入的资产中，以中航标资产状况最为良好，具有很好的成长性。同时，从重组的模拟数据可以看出，公司在资产注入后，公司的盈利能力大幅提高，净利润增长超过 100%，每股收益增幅接近 100%。

表 2. 资产注入前后公司财务数据对比

项目	2008 年 12 月 31 日		增长幅度 (%)
	重组前	重组后	
营业收入（百万）	1,463.15	2,406.30	64.46
净利润（百万）	81.49	191.98	135.59
归属母公司所有者的净利润（百万）	69.63	180.11	158.67
每股收益（元）	0.24	0.47	94.33
全面摊薄净资产收益率（%）	4.88	9.12	86.66
资产负债率（%）	29.48	40.70	38.04

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

3. “中航标”资产优良，应予关注

中航标是中国航空工业中重要的航空航天标准件、紧固件及小零件专业化生产厂家，主要经营航空、航天标准件，汽车、摩托车及工程机械高强度紧固件，齿轮齿条式汽车转向器等。该公司主要产品有：螺母系列、螺栓（螺钉）系列、铆钉系列、快卸锁组合件及转向器产品等。

中航标的业务主要分为航空标准件和非航空标准件。该公司生产的航空产品主要为航空发动机、飞机配套生产附件，2008 年航空标准件业务约占总销售收入的 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，主要为五洋本田、上海大众等产品的部分型号配套，2008 年非航空标准件业务约占公司总销售收入的 15%。

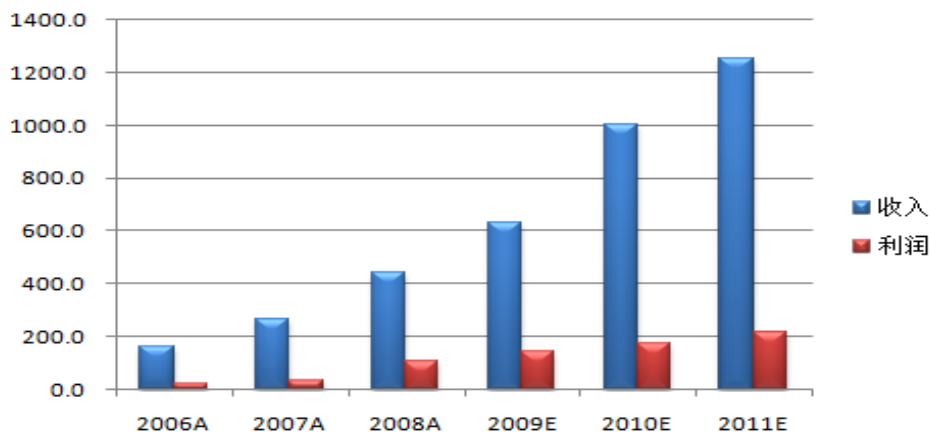
中航标在近几年里实现跨越式发展，2007 年销售收入 2.7 亿元，2008 年预计可达到 4.4 亿元，2010 年公司预计销售收入将达到 10 亿元。2009 年已经确认的军品订单接近 4.5 亿元。2009 年已有转包订单达到 3000 万元，公司预计将于 2009 年下半年取得适航证，取得后将迅速进入国际市场，预计 2010 年转包业务将达到 1.5 至 2 亿元市场。民品方面，公司具有的技术优势使得公司将迅速拓展市场，进入到核电（紧固件）、铁路建设（道钉）、汽车发动机紧固件进口替代品等市场。到 2010 年，公司净利润复合增长率将超过 25%。

2007 年，我国的发动机部件外包金额超过 3.3 亿美元，而且仍将保持稳定的增长。我国转包的发动机多是成熟型号，是目前全球使用最多的机型，对于部件的需求不仅适用在新生产的飞机上，同样适用于现有飞机的维护上。目前，主要外包给我国的发动机型号是 CFM56 和 V2500 等几款，其中这两款发动机是 B737 和 A320 的发动机。

B737 型飞机是波音主流的现役机型，正在服役的飞机有 4495 架，占全球商用飞机的 25%。波音公司 2008 年签署的订单接近 500 架，取消率不到 1%，相对于其他年份，数量并没有明显变化。

空客 A320 飞机在服役的超过 3600 架，空客现有订单超过 2600 架。空客每年的产能在 300 架以上，而且未出现大规模取消订单的现象，所以发动机外包业务增长稳定，预计将达到年 25% 的速度。中航标将成为外包业务中航空标准件生产的最大收益体。

图 4. 中航标收入及盈利预测



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司业绩预测

预计公司将于 2009 年完成定向增发。模拟 2008 年合并财务报表，主营业务收入为 24.25 亿元；预测 2009 年和 2010 年财务数据，主营业务收入分别为 27.57 亿元和 32.53 亿元，增长率为 88% 和 18%，主营业务收入增长主要来源于拟注入的资

产快速增长。2008 年净利润为 8100 万元，定向增发后 2009 年和 2010 年预计净利润达到 24200 万元和 31500 万元，增长率为 199%和 30%，每股收益为 0.57 元和 0.76 元。公司业绩成长性明确，给予推荐评级。

(单位：百万元)

项目	2006	2007	2008	2008 (拟)	2009E	2010E
一、营业收入	828	1,010	1,463	2,425	2,757	3,253
二、营业总成本	797	955	1,363	2,204	2,482	2,892
三、营业利润	34	55	100	222	275	361
加(减)营业外收支	(1)	2	1	5	10	10
四、利润总额	33	57	101	227	285	371
减：所得税	4	10	20	38	43	56
五、净利润	29	47	81	189	242	315
减：少数股东损益	4	8	12	12	13	14
归属于母公司所有者的净利润	25	39	69	177	229	301
六、基本每股收益(元)	0.08	0.18	0.24	0.47	0.57	0.76

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209