

上市公司简评报告

汽车零部件

两大板块平稳增长，期待优质资产注入

贵航股份（600523）

事件

公司今日公布年报：08 年完成销售收入 14.63 亿元，同比增长 44.9%；实现利润总额 9704.97 万元，同比增长 69.4%；净利润 8088.55 万元，同比增长 73.9%；EPS 为 0.24 元，公司业绩小幅低于我们预期。

简评

资产注入驱动 08 年业绩高增长

年初公司完成了华阳电工厂和万江机电等资产注入并全年合并报表，两者净利润分别为 2574 万元和 2097 万元，其较强的盈利能力基本符合我们的预期。两者合计贡献的净利润占公司净利润的比重达到 57.7%，是公司业绩高增长的根本原因。如果合并比较的话，08 年销售收入增长 8.4%，净利润下降 8.7%，业绩基本与去年持平。

汽配板块毛利率明显下滑

除出口比重较大的散热器外，公司的汽车密封条、锁匙总体、刮水器、汽车升降器等汽车零部件产品销售收入持续了稳定的增长势头，08 年公司汽配板块销售收入 11.91 亿元，同比增幅 6.4%。但因 08H2 国际、国内汽车市场的大幅调整，配套中低端整车、议价能力较低使得公司汽配板块毛利率出现明显下降 2.44 个百分点，其中出口汽车零部件甚至出现了亏损（毛利率-3.01%）。

航空产品维持强盈利能力

公司航空产品主要以航空密封件和航空电器开关、航空电机、航空飞行控制系统等航空电子业务为主，技术含量较高，配套稳定。08 年实现销售收入 1.47 亿元，与 07 年基本持平。毛利率则维持在 39.6% 的高位，与 08H1 的 40.25% 相差不大。

期间费用控制较好

公司 06、07 年期间费用率呈持续下降趋势。08 年注入的华阳电工厂和万江机电具有军工资产费用率较高的特点，但资产注入后公司 08 年营业费用率和财务费用率分别同比下降了 1.14 和 0.79 个百分点，不过管理费用率却同比大幅提高了 2.34 个百分点，总的期间费用率同比小幅上升 0.41%，体现了公司较好的费用控制能力。我们预计 09 年公司期间费用率将恢复下降趋势。

维持

买入

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

陈夷华

chengyihua@csc.com.cn

010-85130955

分析日期：2009 年 03 月 16 日

当前股价：12.57 元

目标价格 6 个月：15.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
3.8/14.7	54.1/46.3	-22.1/24.2

12 月最高/最低价（元）17.68/0

总股本（万股）28,879

流通 A 股（万股）14,052

总市值（亿元）36.30

流通市值（亿元）17.66

近 3 月日均成交量（万）519

主要股东

贵阳市国有资产投资管理公司 6.22%

股价表现



相关研究报告

09.02.11	贵航股份：三合一的资源整合平台提升投资安全边界
08.08.28	贵航股份 08 年中报点评：资产注入驱动业绩驶入快速道

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

09 年资产注入大幅提升业绩

公司 09 年 2 月公布了新的资产注入预案，拟注入盈利能力较强的中航标、风雷公司及天义电器。考虑资产注入后公司 08 年备考 EPS 为 0.46 元，对公司 08 年业绩增幅高达 91%，并且资产注入后公司将构建汽配和航空产品并重的二元结构，有助于抵御汽车行业出口和国内市场调整压力并大幅改善公司现金流。

盈利预测与评级

09 年国防预算大幅增长 14.9%，为公司航空产品稳定发展奠定了基础；另外，在 09 年购置税优惠政策、汽车下乡等汽车行业利好政策推动下，09 年 1—2 月 1.6 以下排量和自主品牌乘用车增幅领先，这有利于公司以中低端品牌配套市场的汽配产品机构。在考虑中航标等注入 09 年完成注入的前提下，我们维持公司 09-10 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.65 元的预测，维持 15 元的目标价和买入的投资评级，并再次重申公司作为贵航集团甚至新中航“通用飞机、航空通用零部件和汽车零部件”三合一的资源整合平台预期将大幅提高投资的安全边界。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1463	2453	3123	3994
主营收入增长率	45%	68%	27%	28%
净利润（百万）	69	187	249	301
净利润增长率	82%	168%	33%	21%
EPS（元）	0.24	0.49	0.65	0.78
P/E	52.04	25.49	19.22	16.01

图 1：公司产品二元结构初步形成

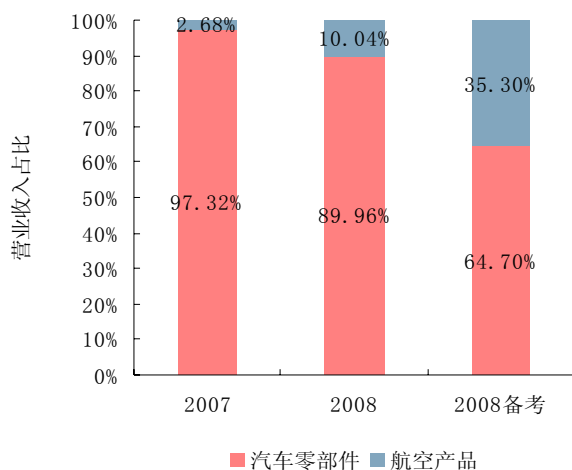
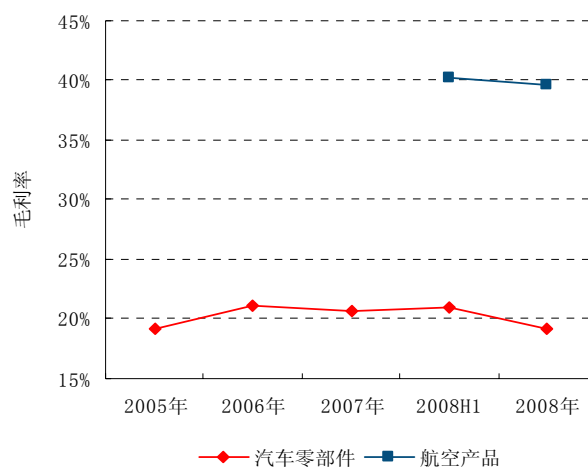
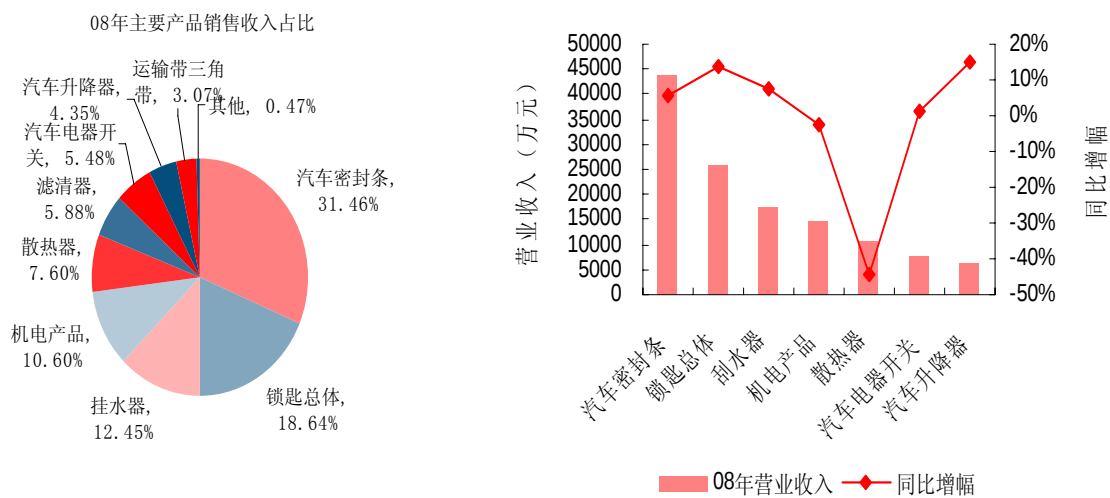


图 2：近年来公司两大板块毛利率基本稳定

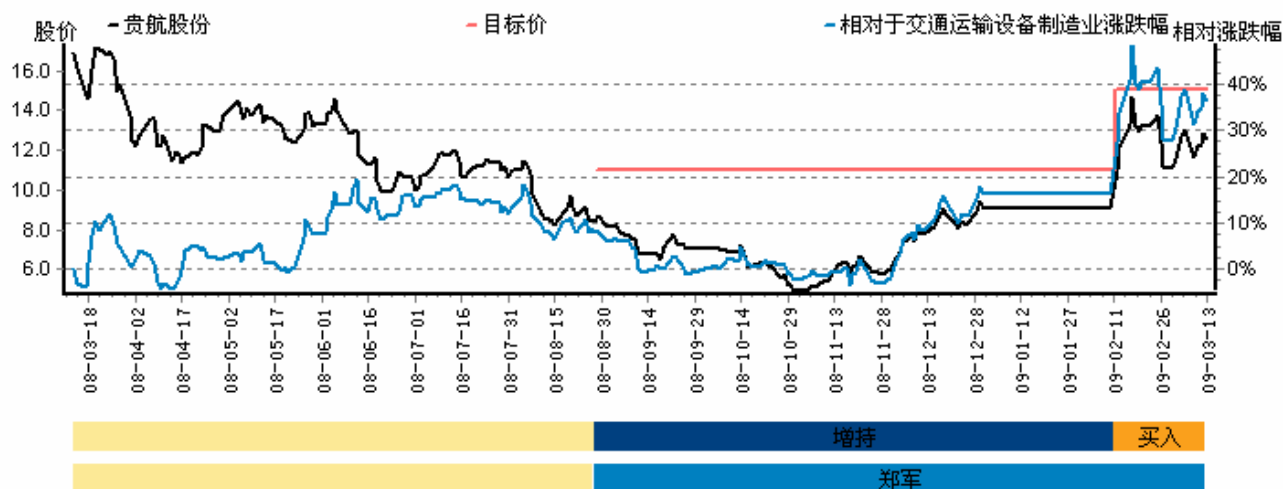


资料来源：公司公告，中信建投证券研究所

图 3：08 年公司主要产品收入总体稳定增长



附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑军，汽车行业分析员；
陈夷华，电力设备行业分析师，机械小组组长，从业 4 年；

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010