

业绩平稳，短期成长性有限

哈飞股份 (600038)

评级: 中性 (首次)

股价: 17.50 元

调研简报

2009 年 5 月 18 日 星期一

李军政
010-66216231-808
ljz@longone.com.cn
军工行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	3.37
流通股本(亿股)	1.68
总市值(亿元)	59.04
流通市值(亿元)	29.49

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-7.9	-12.2
3 个月	4.5	-9.5
6 个月	91.0	58.5

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《业绩平稳，未来值得期待》 20090410

投资要点

- **公司主要产品是直 9 系列直升机, 业绩平稳。**公司产品包括直 9 系列、H425、HC120 直升机、EC120 直升机机体、运 12 系列轻型多用途飞机、航空产品复合材料零部件、转包生产国外航空大部件等。此外公司参股的安博威公司组装巴西航空工业公司的 ERJ145 支线客机。目前公司 90% 的收入来自直升机, 其中 80% 以上来自直 9 系列, 10% 来自外贸转包, 过去三年营业收入稳定微升, 综合毛利率维持在 11% 左右。
- **公司长期前景看好, 但短期成长性有限。**由于我国低空管制尚未开放、国产发动机性能落后等因素影响, 我国直升机产能和市场空间有限, 而且公司军品占比过大, 严重影响利润空间, 复合材料和转包业务尚未有效开拓, 短期内成长空间有限。未来公司的成长主要来自复合材料和转包方面, 公司计划未来军品、民品和转包业务的收入各占 1/3。
- **公司目前股价已体现整合预期。**我们预计公司 2009 年 EPS 为 0.30 元, 目前股价已体现公司未来可能的整合预期, 给予中性评级。

主要财务指标

	2006	2007	2008	2009E
营业收入(百万元)	2003.88	2143.89	2217.70	2273.15
营业收入增长率(%)	36.01%	6.99%	3.44%	2.50%
营业利润(百万元)	100.35	104.45	110.04	111.07
营业利润增长率(%)	13.16%	4.08%	5.36%	0.93%
净利润(百万元)	96.63	97.38	98.59	102.18
净利润增长率(%)	17.35%	0.78%	1.23%	3.65%
营业利润率(%)	5.01%	4.87%	4.96%	4.89%
每股收益(元)	0.29	0.29	0.29	0.30
每股净资产(元)	3.36	3.65	3.84	4.06
PE(X)	44.13	108.22	30.80	58.33
PB(X)	3.76	8.56	2.34	4.31
EV/EBITDA(X)	32.48	82.26	20.42	40.13

1. 公司是我国直升机和通用飞机研制生产企业之一

公司是我国两大直升机制造企业之一,目前产品包括直9系列、H425、HC120直升机、EC120直升机机体、运12系列轻型多用途飞机、航空产品复合材料零部件、转包生产国外航空大部件等。此外公司与大股东哈航集团共同参股的安博威公司组装巴西航空工业公司的ERJ145支线客机。

1.1 直9系列直升机是公司主要产品

直9是我国目前陆军航空兵的主力机型,销售收入占公司总收入的80%以上,除发动机之外的其它零部件基本实现国产化,未来订单将保持稳定。目前正在研制的直9改进型可能明年试飞。

H410是以直9A型为基础的改进型,换装功率更大、高温高原性能更好、可靠性更高的法国斯奈克玛(SNECMA)公司Arriel 2C发动机,是为西北地区提供的一种高原型直升机,飞行性能较直9其它型号有较大提高。

H425是直9的最新改型民用直升机,于2003年12月首飞成功。采用先进的民机设计理念和国际标准,选用了新型发动机、传动系统,加装抗坠毁系统,可靠性、经济性和适航性较佳,主要用于公安、森林防火、海上巡逻等民用领域。但由于我国的低空管制尚未开放,目前其市场空间极其有限。

1.2 HC/EC120是公司、新联合生产的轻型民用直升机

HC120和EC120直升机是公司、新联合生产的轻型民用直升机,哈飞股份总装的直升机型号为HC120,法国总装的直升机型号为EC120,哈飞负责生产机体。

1.3 运12系列是中国唯一获得英、美适航认可的机种

运12是在运11基础上进行深入改进的轻型涡浆多用途飞机,该机于80年初开始研制,是中国航空工业在商业上较为成功的机型,是目前中国唯一获得英、美适航认可的机型。除作为通勤飞机、小型货运飞机外,运12还可用于森林防火、空中测量、海洋监测、遥感、物探、空投空降等长航时通航作业。目前运12已发展出Y12II、Y12IV、Y12E等多个改型,每年订单为1-2架,主要销往国外。正在研制的Y12F预计今年首飞,该机拥有大容量的机身设计和良好的短距起降性能,采用最先进的综合航电系统,人机界面好,乘坐舒适,巡航速度快,商载重量比高,满油与满载航程长,使用成本低,具有较强的市场竞争力。

2008年11月5日,公司在珠海航展上与中国航空技术进出口总公司签订了20架Y12F飞机(年均4架)的销售协议,但该合同从2011年才开始执行,短期内尚无法对公司的经营业绩产生提升作用。

1.4 复合材料零部件龙头企业,转包业务未来可期

公司是目前国内最大的复合材料零部件设计、生产基地,作为国内复合材

料行业龙头，公司已获得波音、空客等多个国际航空制造商的转包生产业务，目前主要为空客公司提供复合材料方向舵和升降舵，为波音 787 机型提供复合材料翼身整流罩。

公司 2008 年 3 月投资 396 万美元入股 18%的空客北京工程技术中心，从 2007 年开始陆续投资总计 3000 万元入股 10%的天津中天公司，目前已投资 1300 万元，未来将为天津空客 A320 提供复合材料零部件。2009 年 1 月，公司与哈飞集团、空中客车等在西班牙马德里共同签署了成立复合材料中心有限公司的合同，公司出资 1500 万美元入股 10%，生产空客 A350XWB 和 A320 飞机的复合材料零部件。该复合材料中心已开工建设，预计 2009 年底之前投产。

公司 2008 年 11 月在珠海航展上与英国 GKN 公司签订 1350 架份发动机短舱转包合同，为美国 Honeywell 公司生产 HTF7000 发动机短舱，自 2011 年起 18 年内交付。目前公司的转包业务规模占比还很小，这些合同短期无法为公司创造较大利润。但预计 2010 年以后，公司来自转包业务的利润将逐渐增加。

在我国的大飞机项目中，机体结构的很大部分要用到复合材料，未来公司凭借复合材料方面的优势有望在我国的大飞机产业链中占据一席之地，但也要 2012 年之后才可能产生收益。

公司生产所需的原材料碳纤维主要从欧洲进口，原材料进口和成品出口均以美元结算，复合材料方面不存在汇兑风险。未来随着国产碳纤维等复合材料的产业化突破，国内复合材料制造业将获得巨大发展机遇，公司将受益明显。

1.5 ERJ145 订单缩减影响投资收益

公司与大股东哈航集团各参股 24.5%的安博威公司主要组装巴西航空工业公司的 ERJ145 支线飞机。本月公司公告与海航的 ERJ145 采购合同变更，由原来的 50 架缩减为 25 架，最终交付期由原来的 2010 年延长到 2011 年。截止 2009 年 3 月，安博威公司已成功交付 ERJ145 飞机 12 架，剩余 13 架飞机将于 2011 年底前完成交付。以每年交付 5 架计算，会减少公司投资收益 700 万元左右。而 2012 年之后如巴航在亚太区没有新的订单，安博威公司将难以为继。

2. 公司长期前景看好，但短期成长性有限

我国现役的军用直升机约为 400 架，民用直升机约为 200 架，均远远低于发达国家水平。可以预见我国直升机产业未来市场空间巨大，直升机产业的整合也将增强公司研制生产能力，但短期内仍受到各种因素制约，成长性有限。

2.1 国家尚未出台相关政策

虽然去年“5·12”汶川大地震使国家意识到我国直升机数量严重不足、机队结构不合理等现状，但到目前为止还没有出台有针对性的政策或措施，只是党和国家领导人的指示使得中航工业集团内部开始重视直升机产业，估计未来会有一定的扶持。

2.2 发动机仍是严重制约因素

发动机始终是中国航空工业的短板之一，新研制的机型均被迫采用国外进口发动机，尤其是中国的武装直升机，受发动机因素制约，严重影响装备进度和数量。而发动机问题在短期内难以有效解决，这将严重制约我国直升机产业发展。

2.3 军品业务占比过大影响公司成长能力

目前公司 90% 的收入来自直升机，10% 来自外贸转包，过去三年综合毛利率维持在 11% 左右，主要原因是发动机和部分原材料从国外进口，比较昂贵，另外军方给出的单价较低，压缩了公司的利润空间。由于目前公司军品占比超过 80%，营业收入和利润难有较大增长空间。从 2008 年年报和关联交易公告中我们可以看到，应收票据 5 亿元和应收帐款中的 3.99 亿元是关联单位哈飞集团经营性占用，这也会对公司的利润产生部分影响。

未来公司的成长主要来自复合材料和转包方面，公司计划未来军品、民品和转包业务的收入各占 1/3。但如第一节所述，短期内民品和转包业务难有较大增长，达到这一规划目标尚需较长时间。

2.4 直升机产业专业化整合即将开始，但公司地位未定

公司的股权结构方面之前市场一直存在误解。公司大股东是中航科工旗下的全资子公司哈尔滨航空工业（集团）有限公司（简称哈航集团），公司与哈尔滨飞机工业集团有限责任公司（简称哈飞集团，原哈飞制造）、哈飞汽车股份有限公司（简称哈飞汽车）互相之间并无股权关系，但哈航集团、哈飞集团、哈飞股份的董事长均为庞建先生，实际控制人均为中航工业集团。

2009 年 1 月，中航直升机有限责任公司正式成立，下属单位包括中国直升机设计研究所、哈尔滨飞机工业集团、昌河飞机工业集团和保定螺旋桨厂等。新的总装基地已于今年 5 月 8 日在天津滨海新区开工建设，计划到 2017 年年产各型民用直升机 300 余架。据媒体报道，中航直升机公司计划在今年成立上市平台中航直股份，将旗下优质资产注入后在明年整体上市。哈飞股份目前隶属于中航科工（02357.HK），并不属于中航直升机公司。

我们认为哈飞股份虽然不属于中航直升机公司，但新成立中航直股份并上市在短期内难以实现，而哈飞股份作为中航工业集团旗下目前唯一的直升机上市公司，有望成为直升机公司的整合平台，今后哈飞集团、昌飞集团和保定螺旋桨厂的相关资产可能会注入哈飞股份。但这些目前仅是猜测，还未有任何正式消息，而且这一设想也存在运作困难，因此公司在整合中的地位目前难以确定。

我们预计公司 2009 年 EPS 为 0.30 元，目前股价已体现公司未来可能的整合预期，给予中性评级。中短期投资者应注意风险。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 军工行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 一年证券从业经验。

重点跟踪公司: 西飞国际、力源液压、中国卫星等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122