

哈飞股份(600038)调研报告

—— 艰难前行中期待涅槃

中性

首次评级

工业/宇航与国防

2009 年 5 月 26 日

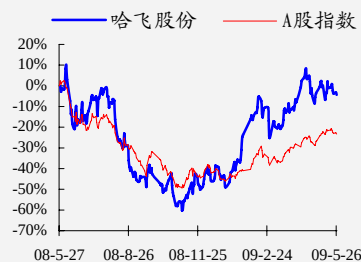
投资要点:

- 哈飞股份是中航工业下属的上市公司之一。公司是我国直升机和通用、支线飞机科研生产基地，目前已经发展成为一个拥有 Y12 轻型多用途飞机、Z9 系列直升机、EC120 直升机和转包国外航空产品四大系列产品的外向型航空骨干企业。
- 公司 Z9 业务军工订单充足，为满足军队现代化的需求，每年可生产 Z9 平台机 40 架左右，随着 Z9 系列直升机批生产项目逐渐完工，将形成 60 架 Z9 平台机的生产能力。
- H425 型直升机“半民用化”市场存在，相关政府职能部门需求明显，但尚未形成直接收入。
- 安博威合作生产 ERJ 受到订单减少的影响，投资收益下降至 1300 万元左右。
- 直升机公司公布的“三年改革建基业”战略举措为未来资产的注入以及直升机发展确定明确的发展方向，超出以往对于直升机业务整合的判断。
- 按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.31 元和 0.34 元，对应 17.59 元的市盈率分别为 57 倍和 52 倍。这样的市盈率高于军工行业的整体市盈率水平，但是由于注入预期存在，公司可以适当存有一定溢价，鉴于目前市场价格偏高，短期给予中性评级，但是公司作为中航直升机资产的唯一平台，值得长期关注。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	2,217.70	3.44	98.59	1.23	0.29		60	
2009E	2,362.62	6.53	105.39	6.90	0.31		57	
2010E	2,606.89	10.33	115.59	9.68	0.34		52	
2011E								

走势图



市场数据

2009/5/26

收盘价:	16.88 元
52 周最高价:	20.19 元
52 周最低价:	7.00 元
平均持仓成本:	16.59 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	33,735
流通 A 股 (万股):	33,735
每股收益 (元):	0.00
每股净资产 (元):	3.85
每股经营现金流 (元):	0.10
市净率:	4.38

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

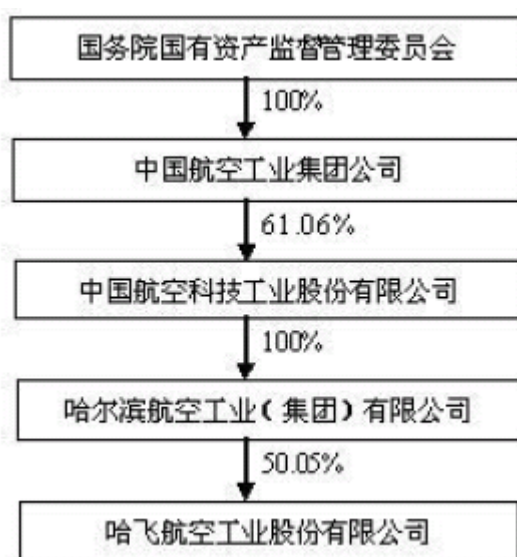
(邮编 200002)

1. 错综复杂的股权关系

哈飞股份是中航工业下属的上市公司之一。公司是我国直升机和通用、支线飞机科研生产基地，目前已经发展成为一个拥有 Y12 轻型多用途飞机、Z9 系列直升机、EC120 直升机和转包国外航空产品四大系列产品的外向型航空骨干企业。公司是国内航空产品制造业中少数能够依托自主研发、引进、消化国际先进技术，实现产品国际取证和销售的生产企业。公司在复合材料研制和生产应用方面拥有绝对优势，主营航空产品直升机，产品性价比和技术优势较明显，综合竞争能力突出。公司现已形成一套完整运营有效的售后服务体系，并拥有经验丰富的航空产品售后支援队伍。公司也是中航系统中较早进入国际市场和开展国际合作的公司之一。

由于历史原因，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）和东安集团曾合并成立哈尔滨航空工业（集团）有限公司（简称哈航集团），后哈飞汽车等子公司从哈航集团中分离出来重新成立哈飞集团，但是哈飞股份的股权仍然保留在哈航集团，所以，哈飞股份的实际大股东为哈航集团，而非哈飞集团。哈航集团为 H 股上市的中航科工的全资子公司，上述几家企业的实际控制人均为中航工业集团。

图 1. 公司现有股权结构



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

目前，哈飞集团除持有中航汽车等微型车等民品资产外，军品资产主要为向武装直升机配套的相关武器制造资产，直 15 等直升机的研发由于具有较高的风险性以及受到军用资产等保密性的要求，仍然保留在哈飞集团。

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

成基地已于今年 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。

中航直升机有限责任公司作为中航工业实际整合和处置直升机相关资产的实际控制体，虽然在股权上暂与直升机等相关资产并无股权关系，但是从中航直升机有限责任公司的相关人事权的任命就可以看出中航工业整合直升机资产的意愿以及对哈飞股份等相关资产的掌控。中航直升机有限责任公司总裁王斌历任哈飞集团总工程师、总经理等职，2003 年调任中航第二集团公司昌河航空工业股份有限公司董事长。由此不难看出，中航直升机有限责任公司总裁王斌，作为曾经的两大直升机的总装的掌门人来负责整合中航直升机资产的处置将更为顺畅。

同时，按照中航工业整体上市的思路，直升机资产将陆续注入上市公司，包括正在研发的各种新型直升机。市场中传言的保定螺旋桨公司的风电资产虽然具有极强的盈利能力，但是按照现有业务组成划分，则很难装入上市公司。

2. 直 9 发展步履蹒跚，ERJ 难成大器

2.1 直升机系列产品 —— 主营产品型

公司主要产品为 Z9 系列直升机、H425 型直升机、Y12 轻型多用途飞机、HC120 直升机、EC120 直升机机体，航空产品复合材料零部件制造、转包生产国外航空大部件等。其中，Z9 是公司的主打产品，由于公司产能受限，Y12 和 EC120 产量较少，销售收入占公司总收入的 80%以上来自于 Z9 系列直升飞机。

Z9 是我国在 1980 年从法国引进的 SA365 “海豚”型直升机的基础上研制生产的一种多用途飞机，它是我国目前最先进也是军方配备最多的轻型直升机。公司 Z9 业务军工订单充足，为满足军队现代化的需求，每年可生产 Z9 平台机 40 架左右，随着 Z9 系列直升机批生产项目逐渐完工，将形成 60 架 Z9 平台机的生产能力。

目前，Z9 除动力装置外已经基本上实现国产化，其中动力装置主要采用 2 台透博梅卡公司“阿赫耶”1C 涡轴发动机，部分采用国产涡轴-8 甲涡轴发动机。目前涡轴发动机设计制造水平的相对落后仍然制约着我国直升机技术的高速发展。对于未来可能开放的直升机民用市场，动力装置的国产化以及相应的研发、制造能力仍亟待提高。但从目前判断，短期内，民用市场仍未见开放的可能性，Z9 系列产品仍将以向军队销售为主要对象，涉及陆军和海军等兵种。

H425 型直升机实际上是在 Z9 的基础上进行改进的产品。此项产品的设计的主要用途除客货运输、农林作业、搜索救援、旅游观光、公务飞行、城市消防、警务执法、缉私缉毒、航空摄影/摄像等领域外，特别适合地面基础设施差、地形复杂、地势险峻、环境恶劣的西部地区使用。目前，除向军方销售外，销售对象还包括：公安、消防等有关政府部门，公司将参与上海世博会用直升机的竞争。汶川地震后，部分省份的有关职能部门出现了对直升机的需求。但是，从现有销售情况看，

H425 的需求仍然有限，除少数部门外，市场尚未打开，部分飞机仍然采取向公司租赁使用的方式，未形成实际的销售。

HC-120 直升机的前身是哈航集团与欧洲直升机公司、新加坡科技宇航公司共同研制生产的 EC-120 直升机。EC120 是一种面向 21 世纪的多用途轻型直升机，民用名称“蜂鸟”，主要应用于治安巡逻、公务运输、通用航空、航空医疗运输和训练，是目前国际上最先进的轻型直升机之一。2004 年，哈飞股份建成了一条新的总装生产线，根据用户需求进行改装，同时更名为 HC120 型直升机。HC120 型直升机的首飞成功使哈飞股份实现了从 EC120 型直升机部件生产到整机总装的跨越，将推动我国直升机工业向世界水平全面迈进。该条生产线是继法方首条生产线后，EC120 机型在全球范围内的第二条生产线，EC120 直升机将更名为 HC120 直升机，成为哈飞直升机系列的又一完整的新机型。民用型号售价大约为 1200 万人民币。目前，产品销售主要还是以欧洲为主。

Y12 轻型多用途飞机采用了上单翼双发动机布局，使用两台经许可生产的加拿大普惠公司的 PT6A-27 涡轮螺旋桨发动机为动力，较早时期获得过英国 CAA（1990 年）和美国 FAA（1995 年）的合格证，累计出口 20 余个国家。从飞机发展水平看，Y12 很难再有突破性销售局面。Y12 的主要销售在东南亚，2009 年前 4 个月交付只有 2 架。公司目前研制的 Y12-F 已经完成首飞，但是，预计 2012 年才能向公司贡献收益，短期内 Y12 的其他型号产品销售局面不容乐观。

2.2 支线客机系类产品 —— 投资收益型

公司参股 24.5% 的哈尔滨安博威飞机工业有限公司，安博威于 2006 年 8 月与海航集团有限公司签订了 50 架 ERJ145 支线客机的销售合同，合同目录总价值约为 11 亿美元。根据合同哈尔滨安博威将从 2007 年 9 月开始到 2010 年底交付这些飞机。该公司年总装车间将设计能力为 24 架份，但受人员不足，实际年生产能力 15 架份。07 年公司已经开始进入实质生产阶段。

2009 年 5 月公司公告，由于当前的经济危机和海南航空其自身存在的飞行员短缺等诸多问题，经双方协商，合同现变更为向哈尔滨安博威采购 25 架 ERJ145 飞机。与此同时，飞机交付计划也做相应调整，截止 2009 年 3 月哈尔滨安博威已成功交付 ERJ145 飞机 12 架，剩余 13 架飞机将于 2011 年底前完成交付。

目前已交付 12 架，尚有 13 架尚未交付，预计今年交付将为 5~7 架。

安博威的 ERJ145 只是在中国进行组装，零件还是从巴西进口，目前该企业主要是为了针对中国客户而在哈尔滨建厂，当市场饱和或者有波动时，企业存在停产的可能。由于公司对其不具有控制权，所以并未合并财务报表，而只以投资收益进行统计。由于此项缩减，公司预计今年投资收益可能下降至 1300 万。

3. 复合材料独步国内、远销国外，但占比较小

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。公司被正式确认为波音 787 翼身整流罩全球唯一供应商，承担 2007 至 2021 年这一产品的全部交付任务。2007 年 2 月 2 日实现首架份交付仪式。标志着公司在复合材料加工和装配方面的绝对优势已获得了国际航空巨头的认可，将快速进入波音、空客、贝尔的全球分包业务链。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。在国内，公司的复合材料制作技术最为领先，销售量最大。

公司生产所需的原材料碳素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，复合材料的生产是采取定期采购的方式，所以议价能力较弱，同时限于订购总量不大，公司的成本压力受行业波动影响较大；未来随着国产碳纤维等复合材料的产业化突破，公司将逐步开始国内的采购，以降低采购成本。

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。

转包业务随着新投项目将逐渐增加，但目前所占比重仍然较小，短期内对公司业绩影响不大。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。

4. 点燃希望，直升机腾空仍需时日

2008 年 11 月中航工业集团成立之后，新中航按照产业链或者产业环节的配置整理出相对独立的业务板块，实现母子公司和事业部的二级管理模式。中航工业集团和天津保税区于 2009 年 2 月 26 日滨海新区空港加工区成立中航工业直升机公司。

中航直升机计划在 2010 年进行深层次的专业化整合，以资本为纽带实现整体上市，形成主业突出、技术先进的直升机和风电产业专业化制造企业。中航工业直升机公司将实施“三年改革建基业”战略举措：即 2009 年为改革年，按专业化重组、产业化发展的原则，整合直升机产业资源；2010 年为发展年，进行深层次的专业化整合，实施资本化运作，以资本为纽带实现整体上市；2011 年为建业年，形成以新一代直升机和 2 兆瓦风力发电设备等具有市场竞争力的航空和风电产品格局，建立起完整的直升机产业链。通过实施“三年改革建基业”的战略，使我国

直升机产业形成能够参与全球市场竞争的核心能力。

哈飞股份作为中航直升机公司的唯一上市公司和整合平台,将成为未来中航直升机资产整合的最直接受益公司。按照上述整合思路,2009 年将主要以直升机资产注入为主。目前,直升机资产主要有哈飞、昌飞、东安和保定惠阳和直升机设计研究所。其中,昌飞主要型号为直 8、CA109E 等机型;东安集团主要以直升机减速器传统系统为主,例如:直 9 传动系统、直 8 的桨毂、尾桨等。整合后的直升机发展将更有规划性,一旦新机型的注入将增加直升机资产的盈利水平。

5. 市场孕育风险

- 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,国产发动机水平仍然制约直升机的发展;
- 转包业务和投资 ERJ 项目等由于国外市场的萎缩,倒是短时期内转包收益和投资收益的缩减;
- 资产整合能够改变公司的盈利能力难于遇见,以目前资产看,昌飞直升机资产的盈利能力并未远超哈飞直升机资产的盈利能力,能否注入值得商榷;
- 公司现有资产盈利能力较差,净利润占收入比例维持在 4.5%左右,一旦进口成本增加,公司存在一定亏损的风险。
- 2009 年 1 季度三项费用销售收入占比 14.75%,远高于 2008 年同期的 9.25%,公司盈利能力下降。

按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.31 元和 0.34 元,对应 17.59 元的市盈率分别为 57 倍和 52 倍。这样的市盈率高于军工行业的整体市盈率水平,但是由于注入预期存在,公司可以适当存有一定溢价,鉴于目前市场价格偏高,短期给予中性评级,但是公司作为中航直升机资产的唯一平台,值得长期关注。

项目	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31
一、营业收入	2,217.70	2,362.62	2,606.89
二、营业总成本	2,125.43	2,236.85	2,461.91
三、营业利润	110.04	125.77	144.98
四、利润总额	107.49	123.16	132.81
减: 所得税	8.91	15.54	14.66
五、净利润	98.59	107.62	118.15
减: 少数股东损益	0.00	2.23	2.56
归属于母公司所有者的净利润	98.59	105.39	115.59
六、基本每股收益 (元)	0.29	0.31	0.34

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