

航空培训业务立竿见影

研究结论

- **公司公布 2009 年中期业绩。**报告期内实现主营业务收入 1.07 亿元，同比减少 4.51%，归属于母公司的净利润 2786 万元，增加 52.94%，实现基本每股收益 0.15 元，同比增长 50%。同时预计 2009 年前三季度净利润同比增长 40%-60%以上。

营业收入下降的原因主要在于 2009 年上半年国内航空运输业市场形势严峻，航空维修需求回暖较缓。但进入 2009 年 2 季度以来，随着国家一系列宏观经济政策及行业刺激规划的实施，航空运输业运量同比下降速度放缓，航空维修需求正在回升。净利润增长主要系募集资金项目按计划带来稳定收益同时新投资的主业为航空培训的昆明飞安公司本报告期带来 1000 万元的净利润所致，围绕主业做强做大产业链，向高附加值的新业务拓展逐渐体现在公司盈利能力的增强上。

- **继续参与四川太古大飞机整机大修能力建设。**2009 年 6 月 18 日，公司参股设立的四川太古飞机维修工程服务有限公司机库建设（一期）奠基，其总投资 12 亿元，预计 2010 年建成投产，主要开展以空客机型为主的飞机大修、改装、航线维修等业务。该项目填补了目前国内没有专门进行空客飞机维修基地的市场空白。公司作为四川太古投资方和主要飞机机载设备维修供应商，将在今年下半年加快启动空客 A-320 系列飞机机械类机载设备及附件维修生产线技术改造，计划三年内完成。
- **直升机维修业务前景广阔。**目前我国军用和民用直升机的保有量均严重不足，已成为未来重点发展的领域。直升机维修技术含量高，有很强的进入壁垒。公司旗下天津翔宇航空维修工程有限公司新基地 2009 年 4 月落成并取得大修证，填补了国内民航直升机大修的空白，占据技术和资质的领先优势。国内直升机保有量的爆发性增长、良好的竞争格局以及军队维修外包的快速增长趋势，将为公司该业务未来发展创造有利条件。
- **催化剂和风险因素：**天津基地的建设进展以及民航业运力过剩的可能性是公司面临的主要风险因素；国内支线航空的发展，低空管制政策的解除，国内军民航空维修外包趋势的体现是公司业绩快速增长的催化剂。
- 考虑到目前中小板总体市盈率水平已经达到 40.06 倍，给予公司 40 倍的平均市盈率，对应 2009 年预测 EPS 的股价为 11.2 元，维持增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

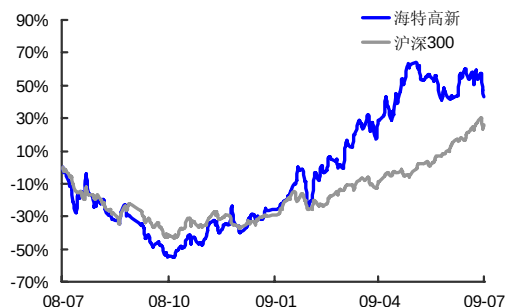
8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价（2009 年 7 月 30 日） 10.37 元
目标价格（6 个月） 11.2 元
总股本/A 股（万股） 18814
A 股市值（百万元） 1951
国家/地区 中国
行业 普通机械制造业
报告日期 2009 年 7 月 31 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.58	11.05	42.91
相对表现 (%)	-12.28	-28.07	24.24

资料来源：WIND

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	205.48	296.62	431.43	547.07
税前利润	34.67	65.85	112.55	158.30
净利润	35.29	52.68	90.04	126.64
EBITDA	57.51	98.39	149.98	164.40
每股收益(元)	0.19	0.28	0.48	0.67
净资产收益率	6.41%	9.71%	14.47%	17.40%
每股经营现金	0.00	0.08	0.17	0.49
市盈率(X)	23.45	37.03	21.67	15.41
EV/EBITDA	14.11	19.80	12.94	11.43

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	205.48	296.62	431.43	547.07	税后利润	35.29	52.68	90.04	126.64
营业成本	123.67	165.88	226.06	276.46	经常性现金支出	31.17	40.19	46.23	47.38
主营业务税金及附加	2.81	4.36	6.31	7.73	非经常性现金支出	(4.28)	(1.25)	(0.97)	(0.81)
销售费用	8.50	11.86	17.26	21.88	营运资金变动	(60.87)	(80.10)	(108.40)	(88.06)
管理费用	34.70	44.49	62.56	76.59	少数股东损益	(0.71)	3.29	5.63	7.91
财务费用	6.55	6.27	6.83	6.79	经营活动现金净流	0.60	14.82	32.53	93.06
营业利润	29.26	63.76	112.42	157.62	资本开支	44.26	17.53	17.18	16.98
非经常性损益	5.41	2.10	0.13	0.68	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	34.67	65.85	112.55	158.30	投资活动现金净流	(51.91)	(14.30)	(13.95)	(13.75)
所得税	0.09	9.88	16.88	23.74	贷款增加	120.84	0.00	0.00	0.00
净利润	34.59	55.97	95.67	134.55	支付股利利息	(6.94)	(14.58)	(8.33)	(16.11)
少数股东损益	(0.71)	3.29	5.63	7.91	其他融资	119.93	0.16	(2.10)	(2.32)
归属母公司净利润	35.29	52.68	90.04	126.64	筹资活动现金净流	115.49	(14.42)	(10.42)	(18.44)
EPS (元/股)	0.19	0.28	0.48	0.67	现金净流量	64.19	(13.90)	8.15	60.88
					现金期初余额	113.63	177.82	163.92	172.07
资产负债表 (人民币百万元)					现金期末余额	177.82	163.92	172.07	232.95
	2008	2009E	2010E	2011E	比率分析				
货币资金	178.53	164.63	172.78	233.66		2008	2009E	2010E	2011E
应收账款票据	108.49	155.98	224.00	280.45	增长能力				
存货	78.69	108.57	141.04	166.63	营收增长率(%)	7.49%	44.35%	45.45%	26.80%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率(%)	8.41%	71.08%	52.43%	9.62%
流动资产合计	395.37	469.99	594.34	751.71	EBIT 增长率(%)	4.75%	95.53%	70.30%	37.87%
长期投资	89.19	89.19	89.19	89.19	净利润增长率(%)	-7.43%	61.84%	70.91%	40.65%
固定资产	150.11	156.67	146.88	132.43	盈利能力				
在建工程	46.28	29.26	25.85	25.17	毛利率(%)	39.82%	44.08%	47.60%	49.46%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	16.83%	18.87%	22.17%	24.60%
非流动资产合计	340.74	327.42	313.52	297.82	EBITDA 利润率(%)	27.99%	33.17%	34.76%	30.05%
资产总计	736.11	797.41	907.86	1049.53	ROA(%)	4.70%	7.02%	10.54%	12.82%
					ROE(%)	6.41%	9.71%	14.47%	17.40%
循环借款	117.18	117.18	117.18	117.18	ROIC(%)	6.86%	10.81%	14.48%	17.16%
应付账款	25.26	34.90	48.72	61.72	偿债能力				
预收账款	1.45	1.84	2.81	3.56	资产负债率(%)	26.72%	27.69%	27.18%	26.34%
其他应交款	(1.85)	(2.18)	(5.04)	(8.38)	流动比率(倍)	2.61	2.67	2.95	3.25
流动负债合计	151.66	175.80	201.73	231.45	速动比率(倍)	1.89	1.82	1.97	2.22
非流动负债合计	45.00	45.00	45.00	45.00	价值评估				
负债合计	196.66	220.80	246.73	276.45	P/B(倍)	1.58	3.49	3.06	2.63
股本	188.14	188.14	188.14	188.14	P/E(倍)	23.45	37.03	21.67	15.41
资本公积	143.30	153.84	171.85	197.17	EV/收入(倍)	3.95	6.57	4.50	3.44
未分配利润	159.50	180.19	236.58	308.96	EV/EBITDA(倍)	14.11	19.80	12.94	11.43
股东权益	539.45	576.61	661.13	773.08	EV/EBIT(倍)	22.66	27.83	16.27	11.43
负债和股东权益	736.11	797.41	907.86	1049.53					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

张帆：机械行业分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

安倩：机械行业分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn