

# 贵航股份（600523）：业绩稳定，重组后前景可期

增持（上调）

## 汽车及配件行业

当前股价：14.34 元

报告日期：2009 年 8 月 11 日

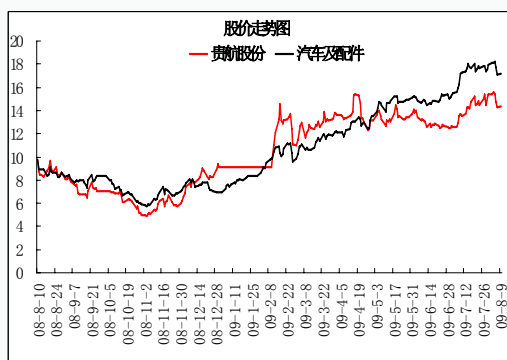
### 主要财务指标（单位：百万元）

|            | 2008A  | 2009E  | 2010E | 2011E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入       | 1463   | 2535   | 2914  | 3354  |
| (+/-)      | 8.4%   | 73.2%  | 15.0% | 15.1% |
| 营业利润       | 84     | 182    | 223   | 277   |
| (+/-)      | -13.0% | 115.6% | 22.6% | 24.4% |
| 归属于母公司的净利润 | 69     | 155    | 171   | 221   |
| (+/-)      | -14.1% | 124.7% | 10.5% | 29.1% |
| 每股收益（元）    | 0.24   | 0.41   | 0.45  | 0.58  |
| 市盈率（倍）     | 59.8   | 35.0   | 31.9  | 24.7  |

### 公司基本情况（2009 年 6 月 30 日止）

|             |               |
|-------------|---------------|
| 总股本/流通股（万股） | 28,879/14,828 |
| 流通市值（亿元）    | 20.75         |
| 每股净资产（元）    | 4.67          |
| 资产负债率（%）    | 30.77         |

### 股价表现（最近一年）



天相汽车组

010-66045566-5585 [pangyc@txsec.com](mailto:pangyc@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 2009 年半年报显示，公司实现营业收入 7.9 亿元，同比增长 6.4%；营业利润 7337 万元，同比增长 9.9%；归属于母公司所有者净利润 5842 万元，同比增长 0.83%；摊薄每股收益 0.20 元。
- 受益汽车行业回暖，营业收入小幅增长。**公司主要从事汽车零部件以及航空机电产品的生产。报告期由于在国家经济拉动政策、汽车产业调整和振兴规划政策的刺激下，汽车市场一季度企稳回升，二季度呈现稳步增长的态势，因此带动了汽车零部件的需求。上半年，业务收入占比约为 89% 的汽车零部件业务收入同比上升 7.83%，好于我们此前预期。我们预计今年汽车销量将同比增长 20% 左右，公司汽车零配件业务收入 09 年全年增速将达到 10% 左右。
- 毛利率、费用率基本保持稳定。**09 年上半年汽车零配件产品的毛利率为 20.4%，同比微幅下滑 0.11 个百分点；航空机电产品毛利率为 40.3%，与去年同期持平；综合毛利率为 22.3%，同比下滑 0.3 个百分点。期间费用率为 14.2%，同比下滑 0.6 个百分点。稳定的毛利率和费用率水平表明了公司成本控制能力、管理效率较为稳定。
- 重组实施后将扩大航空产品业务占比。**公司拟非公开发行股份 9120 万股，发行价格 7.98 元，购买贵州风雷航空、贵州天义电器和贵州盖克航空机电各 100% 的股权。预计重组成功后公司的主营业务将发展为汽车零部件和航空零部件“并行”的良好业务模式，其中航空零部件产品收入占比约为 40%，利润占比将达到 65%，公司整体盈利能力将得到较大的提升。目前重组正在进行中，仍需股东大会、国资委、证监会的审批。
- 盈利预测：**假设重组能够在年内完成，根据注入资产的盈利能力水平，并结合对未来汽车零部件行业和航空零部件行业发展趋势的判断，按照重组成功后总股本 3.8 亿股计算，预计公司 2009 年-2011 年每股收益分别为 0.41 元、0.45 元、0.58 元。按照 09 年 8 月 10 日收盘价 14.3 元计算，对应的动态市盈率水平分别为 35 倍、32 倍、25 倍。

- **投资评级：**考虑到重组后公司的军工类航空产品业务收入占比达 40%，参照军工类上市公司平均 60 倍的市盈率以及汽车配件类上市公司平均 41 倍的市盈率，我们认为公司的合理估值应该在 48 倍左右，对应的目标价应该在 19.6 元左右。目前公司股价被低估，上调公司的投资评级至增持。

图表 贵航股份盈利预测（万元）（备考合并）

|                     | 2007A          | 2008A          | 2009E          | 2010E          | 2011E          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>         | <b>135,030</b> | <b>146,315</b> | <b>253,462</b> | <b>291,359</b> | <b>335,412</b> |
| 增长率 (%)             | 63.09%         | 8.36%          | 73.23%         | 14.95%         | 15.12%         |
| 减：营业成本              | 101,767        | 115,162        | 189,033        | 215,997        | 248,560        |
| 毛利率 (%)             | 24.63%         | 21.29%         | 34.08%         | 34.89%         | 34.94%         |
| 减：营业税金及附加           | 474            | 501            | 704            | 856            | 1,000          |
| 销售费用                | 7,418          | 7,669          | 10,954         | 11,120         | 13,520         |
| 管理费用                | 14,333         | 14,934         | 30,028         | 36,124         | 38,596         |
| 财务费用                | 1,695          | 731            | 4,697          | 4,791          | 5,520          |
| 期间费用率               | 17.36%         | 14.90%         | 18.02%         | 17.86%         | 17.18%         |
| 资产减值损失              | 479            | 948            | 1,954          | 1,358          | 1,500          |
| 加：公允价值变动净收益         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 投资净收益               | 828            | 2,060          | 2,080          | 1,160          | 1,000          |
| <b>营业利润</b>         | <b>9,692</b>   | <b>8,430</b>   | <b>18,172</b>  | <b>22,273</b>  | <b>27,716</b>  |
| 增长率 (%)             | 187.98%        | -13.02%        | 115.56%        | 22.57%         | 24.44%         |
| 加：营业外收入             | 1,041          | 1,804          | 1,270          | 125            | 100            |
| 减：营业外支出             | 331            | 592.04         | 0              | 81             | 60             |
| <b>利润总额</b>         | <b>10,402</b>  | <b>9,642</b>   | <b>19,442</b>  | <b>22,317</b>  | <b>27,756</b>  |
| 增长率 (%)             | 214.18%        | -7.31%         | 101.64%        | 14.79%         | 24.37%         |
| 利润率 (%)             | 7.70%          | 6.59%          | 7.67%          | 7.66%          | 8.28%          |
| 减：所得税               | 1,544          | 1,553          | 3,027          | 4,080          | 4,500          |
| 实际税负比率 (%)          | 14.84%         | 16.11%         | 15.57%         | 18.28%         | 16.21%         |
| <b>净利润</b>          | <b>8,858</b>   | <b>8,089</b>   | <b>16,415</b>  | <b>18,237</b>  | <b>23,256</b>  |
| <b>归属于母公司所有者净利润</b> | <b>8,021</b>   | <b>6,883</b>   | <b>15,466</b>  | <b>17,089</b>  | <b>22,056</b>  |
| 增长率 (%)             | 232.62%        | -14.18%        | 124.70%        | 10.49%         | 29.07%         |
| 净利润率 (%)            | 5.94%          | 4.70%          | 6.48%          | 6.26%          | 6.93%          |
| 少数股东损益              | 838            | 1,205          | 949            | 1,148          | 1,200          |
| 总股本（万股）             | 28879          | 28879          | 37999          | 37999          | 37999          |
| <b>每股收益（元）</b>      | <b>0.31</b>    | <b>0.24</b>    | <b>0.41</b>    | <b>0.45</b>    | <b>0.58</b>    |

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088            |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002            |