

2010 年 03 月 16 日

机械与军工行业

哈飞股份 (600038)

评级: 中性

机械与军工行业研究员

赵耿华

010-88086830-694

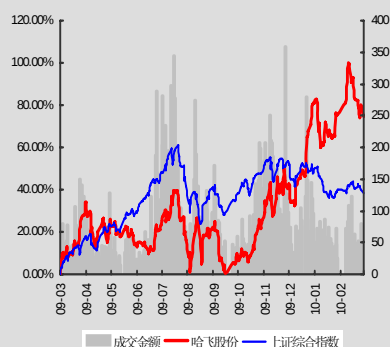
zhaogh@rxzq.com.cn

近期经营平稳，未来发展可期

投资要点

- **军方订单支撑公司业绩平稳发展。**2006-2008 年，我国宏观经济受国内外影响，经历了“过热-探底”的上下剧烈波动，而公司受军方订单的稳定支撑，主营业务收入、营业利润、归属上市公司股东的净利润等指标均呈现出小幅稳增的态势，显示出了对宏观经济波动的强大避险能力。
- **未来产品布局三个方向，但目前仍依赖直 9 系列。**公司产品以直升机系列为主，包括直 9 系列、HC120，占公司主营收入的将近 90%，主要面向军方供应。公司研制生产运 12 固定翼飞机、ERJ145 支线飞机，力图在民用市场上开拓新的疆域，而航空管制政策限制了飞机的民用化。公司利用其国内领先的复合材料技术，与空客、波音开展合作，目前还处于探索阶段，规模化生产尚待时日。
- **中航直升机公司整合在即。**根据中航直升机公司的三年资本整合规划，2010 年是直升机板块的整体上市年。届时，直升机板块很可能借助哈飞股份的平台，注入昌河飞机、保定螺旋桨厂等资产，此事件可能会引发二级市场上的阶段交易性机会。
- **公司估值与风险提示。**不考虑公司未来的整合重组，我们预计 09-11 年内的 EPS 分别为：0.31 元、0.33 元、0.33 元，对应 PE 为 80、75、75，给与公司“中性”评级。另外，关注公司重组活动给正常生产经营计划带来的影响。

52 周股价与指数走势对比图



近期相关报告一览：无

财务预测与估值

财务科目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,144	2,218	2,343	2,484	2,603
同比增长	6.99%	3.45%	5.64%	6.02%	4.79%
营业利润（百万元）	104	110	117	123	130
同比增长	4.09%	5.77%	6.36%	5.13%	5.69%
净利润（百万元）	97.38	98.59	105.49	110.11	111.65
同比增长	0.78%	1.23%	7%	4.38%	1.40%
每股收益（元）	0.29	0.29	0.31	0.33	0.33
PE	86	86	80	75	75

1、受益军工订单，公司现阶段主营业务发展稳健

1.1 公司及主营产品介绍

股份公司简介。哈飞股份（600038）于2000年12月18日上市，目前总股本为3.37亿股，控股股东为中航工业哈飞集团，截止2009年6月30日的控股比例为50.05%，实际控制人为中航工业集团。公司是专门从事军民用直升机和固定翼飞机整机生产的航空制造业公司，也是国内两大军用直升机整机生产基地之一，拥有除军机的武器加装和试飞以外的航空制造业务链，军品业务占公司营收比重接近90%，经营业绩也显示出了典型的非周期性，表现出了与宏观经济波动之间的弱相关。

公司主营产品以直升机为主，兼营固定翼飞机和飞行器。在直升机方面，公司上世纪九十年代引进法国“海豚”技术，自主研发了直9系列飞机，载重量为4吨左右，为我国轻型直升机的主力机型，同系列飞机还包括改进型的H410、H425。直9系列飞机主要用于装备我国军队，是我军现役数量最大、应用最广泛的轻型直升机。公司还参与了中、法、新三国合作的EC120蜂鸟直升机项目，载重量为1吨左右，哈飞股份主要承担飞机机体的制造。目前，公司已经拥有了EC120的整机组装能力，更名为HC120独立对外生产销售。另外，哈飞集团与欧洲直升机公司共同合作研发（按50%对50%投资）的直15飞机已经于2009年12月首飞成功，有望在2011年-2012年进入量产，届时可能注入上市公司。直15飞机为载重量6-7吨的中型飞机，由于其先进的科技水平以及人性化的设计，成为当今世界上最先进的中型直升机，市场反应良好，欧洲直升机公司已经取得了150架的订单。

固定翼飞机方面，公司与巴西合资生产的ERJ145支线飞机，公司参股24.5%。生产ERJ的合资公司安博威，目前仍在执行海航25架的生产订单，预计2011年执行完毕。公司研制生产的运12系列飞机，广泛应用于农业、林业等领域，其改进型运12F预计2012年投入量产。

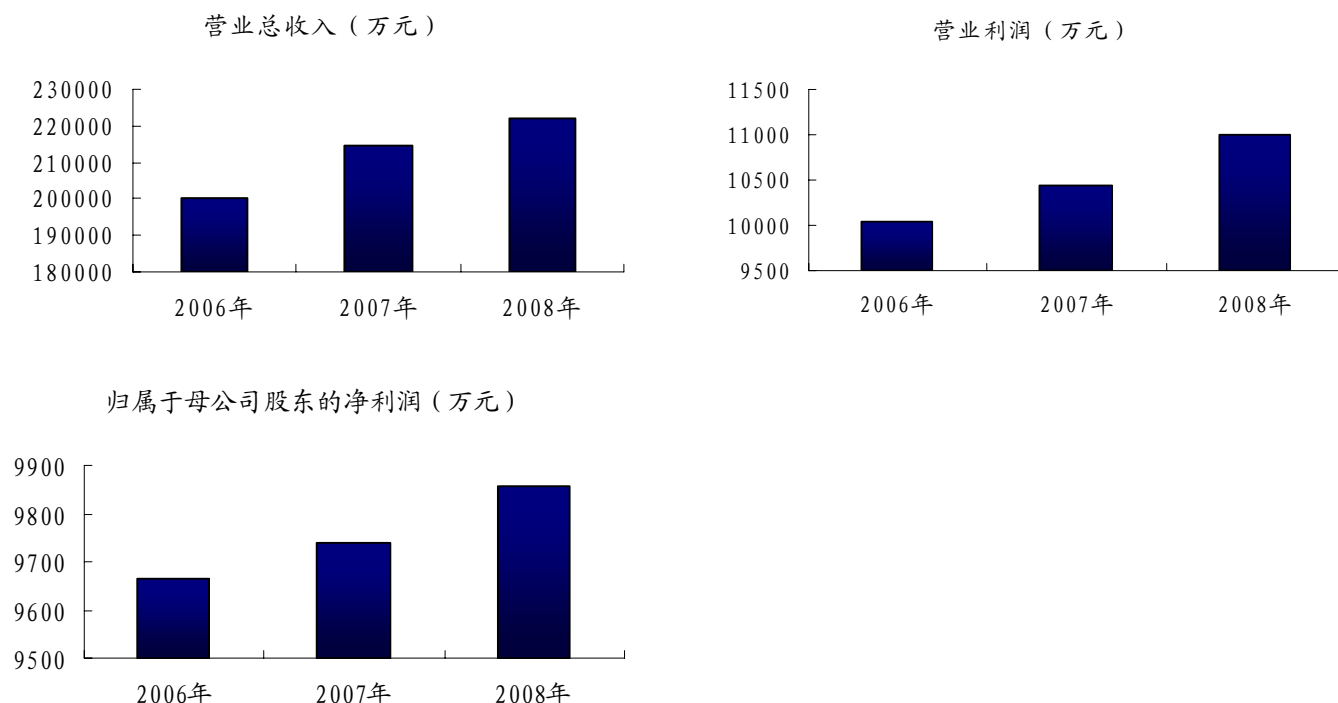
飞机器方面，公司产品为“吉祥鸟”系列，主要面向民用市场，在公司主营收入中占比不大。

1.2 主营产品营收稳健增长

占主营业务收入比重稳定在85%左右的军队直9订单，为公司的稳健业绩提供了保障。公司主要从事航空产品研制生产工作，在公司主营收入中的比重一直稳定在90%以上。在整个航空产品系列中，公司以轻型直升机制造为主：从直5飞机，到引进法国“海豚”技术，公司一直在轻型直升机领域拥有国内绝对垄断地位。直9作为公司的“拳头产品”，由于国内严格的航空管制，主要面向军方客户，占公司主营收入的85%。公司与军方的合同签订，采用“长期基本定价+短期浮动补偿”的价格确定方式，在产品订单具有长期规划性的基础上，有效转嫁了原材料上涨、工人薪酬上浮带来的成本压力，做到了产品毛利率的相对稳定。

2006-2008年，我国宏观经济受国内外影响，经历了“过热-探底”的上下剧烈波动，而公司受军方订单的稳定支撑，主营业务收入分别为：200387.88万元、214388.79万元、221770.26万元，营业利润分别为：10034.97万元、10444.56万元、11004.29万元，归属上市公司股东的净利润分别为9663.21万元、9738.44万元、9858.55万元，均呈现出小幅稳增的态势。

图 1：近三年来公司经营业绩保持稳健增长

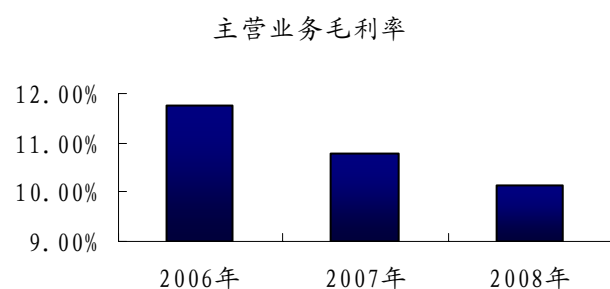


资料来源：日信证券研发部

1.3 航空产品毛利率相对稳定

轻型直升机的国内垄断供应地位，有效保障了公司的成本转嫁能力。国内共有哈飞和昌河两家直升机制造商，哈飞专注于轻型和中型直升机，主力机型为直 9 系列；昌河飞机制造厂专注于重型直升机，主力机型为直 8 系列，二者用途各有侧重，基本上不存在相互竞争关系。同时，公司与主要的订单客户——军方采用“长期基本定价+短期浮动补偿”的价格确定方式，基本保证了产品的毛利稳定，近三年来分别为：11.76%、10.79%、10.15%，上下波动不大。

图 2：近三年来公司主营业务毛利率保持相对稳定



资料来源：日信证券研发部

2、“三足鼎立”的产品布局初现端倪，但意在长远

2.1 军品方面，直升机列装缺口仍然很大

我国现役直升机数量已无法满足军事现代化的需求。据统计，我军现役的直升机不到 400 架，每万名军人拥有的军用直升机数量仅为 1.5 架，远低于美国 39.9 架，英国 36.9 架，德国 31.4 架，日本 30.8 架，俄罗斯 17.9 架的水平。2008 年的汶川大地震，把我国对直升机行业的关注提高到了前所未有的高度，党和国家领导人先后为直升机的发展做出多次重要批示：未来要把直升机行业的发展提到战略高度。按照每万名军人拥有军用直升机 30 架的接近世界大国的标准计算，我国军用直升机的列装规模还需扩张 20 倍，未来市场空间在 8000 架左右。作为我国仅有的两家直升机生产企业之一，公司有望从军队的现代化采购中长期受益。

2.2 民用方面，运 12、直 15 等待航空管制的放开

航空管制的放开将引爆民用市场。在民用直升机领域，中国直升机的总量不足 200 架，每百万人只有 0.06 架，远低于美国 40 架，加拿大 56 架，英国 15 架。倘若按照每百万人 12 架接近英国的水平计算，我国民用直升机规模需要扩张 200 倍，对应的市场容量为 30,000 多架。但是，目前我国的航空管制政策需要 7 天的提前审批期限，程序繁琐远远大于国外现行的提前 1 天注册制度，这就大大削弱了直升机的及时应急功能。另外，城市公安、武警部队的任务执行应急需求也刚性存在，少数城市也已经开始航空放开的试点工作。

2.3 复合材料制造优势确立，但获取大规模外包订单尚需努力

复合材料外包业务通道已经打开，但规模化生产尚需时间。公司在国内航空复合材料研发领域，具有领先技术优势。公司与空客公司合资成立的复合材料中心，是空客公司在中国第一家以现金出资的合作项目，空客方面出资 2 亿元。复合材料作为飞机制造的三大关键技术之一，在大飞机的制造中应用比例达 50% 左右。目前，公司已经与空客公司签订了三个工作包的复合材料部件制造合作，但均为试验件，且合同金额不大。虽然公司尚未正式融入空客公司的全球供应链，但基于双方的长期合作基础以及合资成立了生产经营体，享受空客公司大额外包业务订单也指日可待。同时，公司也与波音公司合作，成为波音 787 整流罩的全球唯一供应商，充分证明了公司的技术实力。我国大飞机 C919 预计在 2014 年首飞、2016 年取得适航证并投放市场。作为三大关键技术之一的复合材料，在大飞机机体的应用比例为 40% 左右，而目前其他机型上使用的同类材料主要依靠进口，中国商飞为 C919 确定的 30% 国产化率，无疑为复合材料的进口替代打开了绿色通道，这也预示着哈飞股份将在未来的市场竞争和份额瓜分中占得先机。

3、中航直升机整合步伐已近，有助于进一步巩固公司的垄断优势

借助中航直升机公司，公司有望取得跨越式发展。根据“专业化整合、资本化运作、产业化发展”的思路，中航工业集团以中国直升机设计研究所、哈尔滨飞机工业集团有限责任公司、昌河飞机工业(集团)有限责任公司和保定惠阳航空螺旋桨制造厂等 4 家单位为主体，在 2009 年 1 月组建成立了中航直升机公司。公司共有员工 15000 余人，资产规模近 200 亿元。根据中航工业集团 2008 年制定的“三年专业公司上市、五年集团整体上市”的规划，中航直升机公司也制定了资本运作的

三年发展规划，2009 年是公司的重组年，2010 年是整体上市年，2011 年是大发展年。作为中航直升机公司的唯一上市公司，哈飞股份作为直升机板块资产整合平台的可能性极大。同时，根据中航工业集团 80% 的上市资产目标，预计注入上市公司的资产规模至少在 100 亿以上。

另外，中航工业集团已与天津市签订协议：在天津滨海新区航空产业区打造中国直升机产业基地。初步预计，直升机产业基地项目总投资 200 多亿元，自 2009 年开始建设，计划分两期完成规划目标，到 2017 年年产各类直升机可达 300 余架，预计占全球年产量的 15-20%。

4、盈利预测与风险提示

4.1 盈利预测

目前，公司经营发展仍然依赖于军方订单的稳健支撑。在军方直升机列装缺口巨大、国家军费投入稳步提升的前提下，来自军方的订单也将呈现稳健增长的局面。鉴于公司与军方的长短期结合定价方式以及国内垄断地位，原材料以及人力成本上涨带来的成本压力基本上可以实现下游转嫁。而直 15 以及运 12F 等产品的量产并贡献业绩估计在 2012 年，国内航空管制政策以及复合材料外包领域的方兴未艾也使得公司相关业务板块无法在一两年内贡献太多业绩。综合分析，我们预计近几年公司的经营业绩仍将呈现稳步发展的态势，2009-2011 年，每股收益分别为：0.31 元、0.33 元、0.33 元，对应的 PE 为 80 倍、75 倍、75 倍。

预计在 2010 年，公司将会发生资本重组的重大动作，不排除引发二级市场上的一些交易性机会。但考虑到公司主营业务的平稳性，而二级市场股价在重组预期下经过反复炒作已经偏高。综合考虑，我们给与公司“中性”评级。

4.2 风险提示

中航直升机公司的整合过程涉及面较广，不排除会出现一些干扰企业正常生产经营活动的意外因素。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。