

航天晨光（600501）：投资收益大幅增长，募资项目进入收益期

中性（维持）

汽车及配件

当前股价：11.25 元

报告日期：2010 年 03 月 26 日

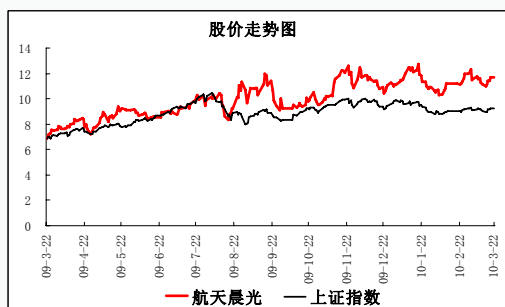
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,896	2,182	2,623	3,175
(+/-)	27.00%	15.11%	20.20%	21.05%
营业利润	50	60	105	150
(+/-)	1.15%	21.41%	73.81%	43.08%
归属于母公司 的净利润	37	48	77	109
(+/-)	-7.85%	28.03%	60.99%	42.81%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.24	0.34
市盈率(倍)	98	77	48	33

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	32,440/17,191
流通市值（亿元）	19.34
每股净资产（元）	3.19
资产负债率（%）	62.42

股价表现（最近一年）



联系人：天相汽车组

010-66045802 huangc@txsec.com

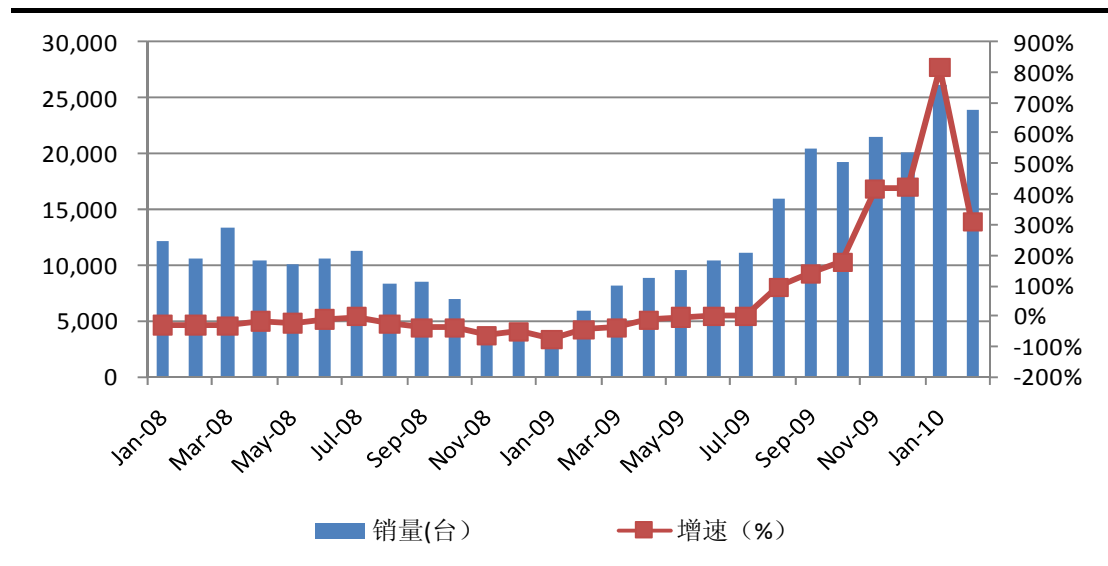
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-12 月，公司实现营业收入 21.82 亿元，同比增长 15.11%，归属母公司净利润 4,757 万元，同比增长 28.03%，EPS 为 0.15 元；每 10 股派现 1 元（含税）。4 季度公司实现营业收入 7.93 亿元，环比增长 47.62%，归属母公司净利润 1,723 万元，环比增长 45.96%，EPS 为 0.05 元。
- 2009 年综合毛利率同比下降 1.45 个百分点。2009 年，公司综合毛利率为 20.85%，同比下降 1.45 个百分点；期间费用率为 17.72%，同比下降 1.63 个百分点。专用车、容器类产品以及艺术品毛利率的下降是公司综合毛利率下降的主要原因。公司三项费用率均有下降，其中财务费用率下降 0.7 个百分点，降幅最大。
- 2010 年投资收益有望继续保持高位。公司投资收益主要来源于间接参股的沈阳航天三菱汽车发动机制造有限公司。2009 年下半年，三菱汽车发动机制造公司发动机销量增速实现由负转正并持续上升，单月销量自 2008 年下半年金融危机以来首次达到万台以上。受益三菱发动机销量的持续增长，公司 2009 年实现投资收益 1,926 万元，同比增长 54.57%。我们预计，如果发动机下游的汽车销量增速能够达到估计的 15% 左右，公司 2010 年投资收益有望达到 2007 年 2,000 万元以上的历史高位。
- 募资项目进入良性循环。公司航天发射地面设备及车载机动特种装备生产技术改造建设项目已完工；掘进机项目主体投资已完成，并进入产品试验推广阶段。2009 年，航天项目产品实现毛利 7,516 万元，掘进机项目实现出口销售毛利 2,760 万元，均基本达到预计收益水平。我们预计，在国家对航天事业的持续支持以及出口形势好转的背景下，公司该部分业务将继续保持稳定增长。
- 主营产品需求稳定。公司实际控制人为航天科工集团，具有军工背景。公司主要产品有改装车、管类、容器类、艺术制相品、工程机械产品和汽车贸易等。其中占营业收入约 70% 的改装车类、管类产品很大一部分作为军品供应。此外，专用车还供应中石油、中石化以及城市环卫用车，管类产品则供应石油、石化以及冶金行业。2009 年在经济不景气的情况下，公司主营产品收入依然实现了 15.2% 的增长，仅工程机械产品出现负增长。我们认为，公司产品存在一定的刚性需求，业绩相对稳定。
- 控股股东变更为运载研究院。航天科工集团旗下控股子公司中国航天科工运载技术研究院受让晨光集团所持公司 23.98% 的股权，成为公司第一大股东，目前已完成过户。这加强了我们对于航天科工集团以公司为平台，对旗下运载研究院所属的包括专用车在内的装备制造资产进行整合的预期。

上调盈利预测：考虑公司投资收益继续保持高位以及募资项目良好收益的预期，我们上调公司 2010、2011 年 EPS 为 0.24 元、0.34 元，以 3 月 25 日收盘价 11.25 元计算，对应动态 P/E 分别为 48 倍、33 倍，考虑到公司相对偏高的估值水平，我们暂时维持“中性”投资评级。公司风险主要有汽车销量低于预期风险、募资项目收益不如预期风险、出口不确定性风险等。

图表 1：沈阳航天三菱汽车发动机制造有限公司发动机 2008-2010 年 2 月月度销量情况



资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

表 2：航天晨光（600501）盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	189,564	218,202	262,272	317,469
增长率 (%)	27.00%	15.11%	20.20%	21.05%
综合毛利率 (%)	22.29%	20.85%	21.83%	22.27%
营业成本	147,306	172,715	205,005	246,755
营业税金及附加	392	448	341	413
销售费用	19,336	21,160	25,440	30,477
管理费用	13,545	14,570	18,359	21,588
财务费用	3,788	2,927	3,934	4,762
期间费用合计	36,669	38,656	47,733	56,827
期间费用率	19.34%	17.72%	18.20%	17.90%
减：资产减值损失	1,483	2,286	1,000	1,000
加：投资收益	1,246	1,926	2,275	2,503
营业利润	4,961	6,022	10,468	14,977
营业利润率 (%)	2.62%	2.76%	3.99%	4.72%
增长率 (%)	1.15%	21.41%	73.81%	43.08%
加：营业外收入	592	898	525	635
减：营业外支出	239	133	393	476
利润总额	5,313	6,787	10,599	15,136
利润率 (%)	2.80%	3.11%	4.04%	4.77%
所得税	677	983	1,590	2,270
实际税负比率 (%)	12.75%	14.48%	15.00%	15.00%
净利润	4,636	5,804	9,009	12,866
净利润率 (%)	2.45%	2.66%	3.43%	4.05%
少数股东损益	921	1,048	1,351	1,930
归属于母公司所有者的净利润	3,715	4,757	7,658	10,936
增长率 (%)	-7.85%	28.03%	60.99%	42.81%
总股本（万股）	32,440	32,440	32,440	32,440
每股收益（元）	0.11	0.15	0.24	0.34

资料来源：公司资料、天相投顾

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的客观与公正，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 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 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 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 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100