

增 持 调低

哈飞股份（600038）

2010 年 4 月 12 日

业绩已非市场主要关注点

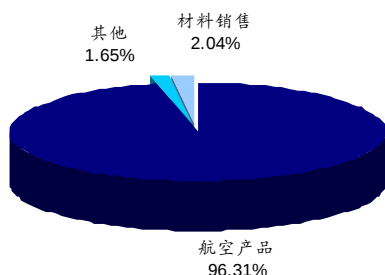
2010 年 4 月 12 日收于 27.47 元，6 个月目标价：30.00 元

机械行业分析师：方维
SAC 执业证书编号：S0850210030006
fangw@htsec.com
021-23219438

公司发布 2009 年年报。2009 年 1~12 月，公司实现营业收入 20.97 亿元，同比下降 5.45%；实现营业利润 8574 万元，同比下降 22.08%；归属于母公司所有者净利润 8043 万元，同比下降 18.41%；摊薄每股收益 0.238 元；分配预案为每股派现金 0.10 元（含税）。2009 年第四季度拆分，实现营业收入 10.42 亿元，同比下降 9.37%；实现营业利润 3587 万元，同比下降 40.47%；归属于母公司所有者净利润 3698 万元，同比下降 33.41%，摊薄每股收益 0.110 元。

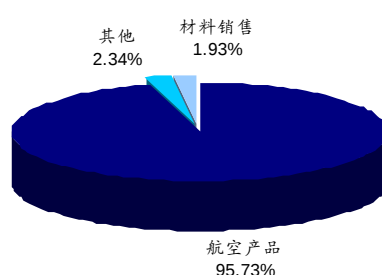
点评：

图 1 航空产品占据营业收入绝对主导地位



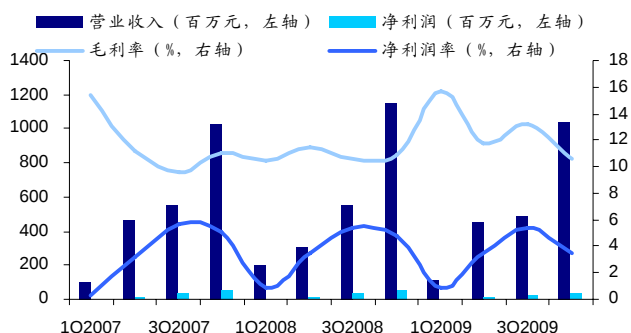
资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 2 航空产品贡献绝大部分毛利



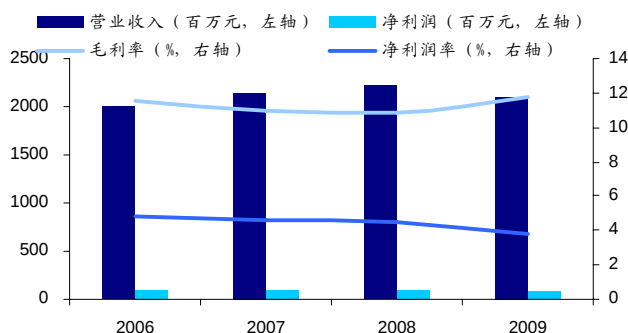
资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 3 公司业绩主要在四季度确认



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 4 长期看公司业绩波动幅度较小



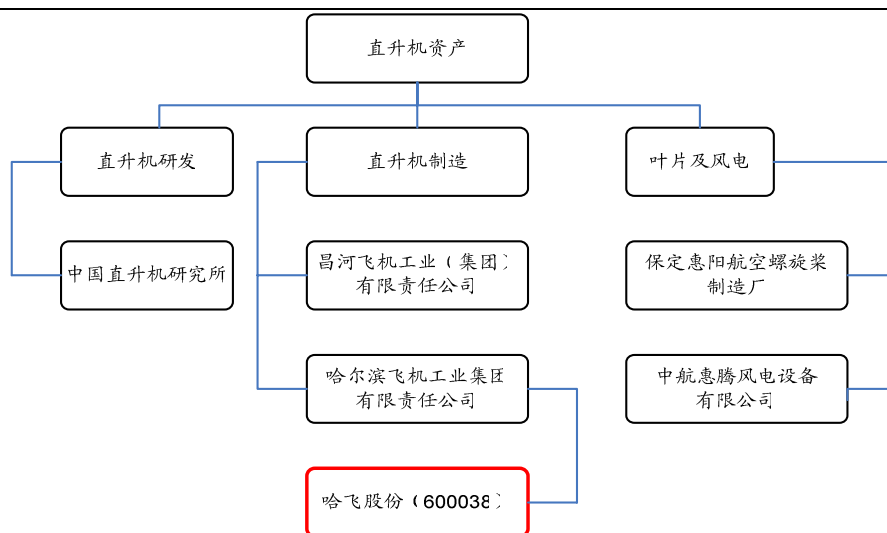
资料来源：公司资料、海通证券研究所

航空产品延期交付导致四季度业绩大幅下降。公司主营业务为航空产品开发制造，包括 Z9 系列直升机、Y12 轻型多用途飞机、H425 型直升机、HC120 直升机、EC120 直升机机体，航空产品复合材料零部件制造、转包生产国外大部件等。公司的年度业绩主要是在第四季度确认。2009 年公司原计划实现营业收入 22.73 亿元，费用控制在 1.56 亿元，但由于部分

航空产品未能按期交付导致第四季度业绩同比大幅下降,使得全年业绩未能达到预期。三项费用控制基本达标,转场飞机发生的接机费用增加导致销售费用同比增长 3.17%,技术开发费支出、工资及工资性费用、房屋及设备修理费用的增加导致管理费用增长 21.54%,而贷款回收较好,未发生贷款利息支出使得财务费用大幅下降。

资产整合预期仍是市场关注焦点。公司目前估值水平过高,2009 年静态 PE 已超过 100 倍,支撑公司股价的主要是市场对公司未来成为中航直升机板块资产整合平台的预期。中航直升机公司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。中国直升机设计研究所是我国直升机的主要研究机构,拥有总体气动、结构强度、旋翼设计、航电火控、飞行控制、液压传动、环境控制、信息技术等多个专业和系统设计试验研究室,先后承担了直 8、直 11、武直 10 的研制任务。部件制造方面,保定螺旋桨制造厂是中国最重要的航空螺旋桨、直升机旋翼毂、尾桨制造商,其生产的螺旋桨每套报价在 110 万至 130 万元之间,同时它还拥有国内最大的风电叶片生产企业保定惠腾 30%的股份。哈飞集团主要产品为直 9 系列直升机、直 9 基础上改进的 H425 等民用直升机、与欧直公司合作生产的 HC120 直升机,目前正与欧直合作研制直 15。除了直升机整机之外,哈飞还是国内最大的航空复合材料产品生产基地。哈飞集团已将其民用航空产品生产制造的经营性资产全部投入上市公司哈飞股份,只保留了军械加装和试飞部分资产。昌飞集团是我国最大的直升机科研生产基地,主要产品包括直 8、直 11、CA109,以及在研的武直 10,其中直 8 是我国自行生产的最大的军民多用途运输直升机,直 11 是军民通用型多用途直升机,已批量装备部队,武直 10 则是我军第一种真正意义上的武装直升机。就盈利能力而言,直升机研究所、昌飞集团均强于哈飞集团,且二者具有武直 10 概念,此外保定螺旋桨厂也拥有优质风电资产。从上市途径考虑,由于直升机公司与运输机公司相似,上市公司仅哈飞股份一家,且中航工业集团领导就整体上市问题在接受媒体采访时表示 IPO 可能较小,而运输机公司借助西飞国际整体上市已经先行一步,因此我们认为哈飞股份成为直升机公司资产整体上市平台的可能性极大。从另一个角度考虑,即便直升机公司存在单独 IPO 的可能,由于目前仅有哈飞股份一家业务类似的上市公司,因此从定价角度考虑也会对哈飞股份产生阶段性利好。

图 5 中航工业直升机板块资产分布



资料来源:中航工业,海通证券研究所

长期来看 Z15(直 15)可能成为公司新的盈利增长点。公司所属的哈飞集团与欧洲直升机公司合作研发的 EC175-Z15 直升机 2010 年初已在法国马赛成功首飞,且该机型第二架主机身也已交付。Z15 是中法双方各投资 50%联合研制(哈飞集团负责机身结构、过渡段、主桨系统、燃油系统、操纵系统等,“欧直”则负责主减速箱、尾桨系统、航电系统、自动驾驶仪、液压和电气系统以及门窗等)的 6-7 吨级中型多用途直升机,不仅填补了中国直升机谱系中 6-7 吨级的空白,也填补了“欧直”直升机系列中“海豚”(4-5 吨级)和“超级美洲豹”(9-11 吨级)之间的空白。EC175-Z15 项目研制成功后,中航工业将为 Z15 申请中国民用航空局的型号合格证,“欧直”将为 EC175 申请欧洲航空安全局的型号合格证,双方各自建立总装生产线,向各自负责的市场区域销售直升机,并为用户提供售后支援服务。Z15 目前已接到来自北美、亚洲、欧洲及中国 15 家公司的 120 余架启动订单,据预测未来 20 年内中方市场对该机的需求在 400 架左右。按照研制计划和批生产交付计划,2010 年 EC175-Z15 将交付 3 架批生产机身及大量用于取证试验的试验件,预计在 2011 年获得欧洲航空

安全局的适航证。目前 Z15 项目仍属于哈飞集团,但从长期看归属于上市公司的可能性较大,有希望成为公司新的盈利增长点。

盈利预测与投资评级。考虑到公司 2009 年业绩小幅下滑主要是航空产品延期交付所致,而直升机行业在“十二五”期间受政策扶持力度较大,因此我们认为 2009 年可能是公司近期内业绩的一个阶段性底部,未来三年业绩小幅增长可能性较大。不考虑资产整合的前提下,我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.28 元、0.33 元和 0.38 元,以该股 2010 年 4 月 9 日收盘价 27.35 元计算,对应动态 PE 分别为 98 倍、83 倍和 72 倍。尽管估值水平过高,但考虑到公司成为中航工业直升机板块资产整合平台可能性较大,仍给予“增持”评级(较此前的“买入”评级下调一级),目标价 30.00 元。

风险提示。目前市场给予公司高估值是基于上市公司向大股东增发股份购买资产的预期,而目前公司股价过高,对资产整合进程反而造成负面影响。

表 1 公司利润表预测(不考虑资产注入)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入(万元)	221770	209676	227164	250748	289138
减: 营业成本(万元)	197720	185080	200182	220935	254445
毛利率(%)	10.84	11.73	11.88	11.89	12.00
营业税金及附加(万元)	53	2	0	0	0
资产减值损失(万元)	2188	2257	2272	2507	2891
销售费用(万元)	10916	13266	13857	15546	18216
管理费用(万元)	365	-5	114	125	145
财务费用(万元)	1302	2328	2500	2000	2000
加: 公允价值变动净收益(万元)	0	0	0	0	0
投资收益(万元)	1777	1827	2000	2500	2500
二、营业利润(万元)	11004	8574	10239	12133	13941
营业利润率(%)	4.96	4.09	4.51	4.84	4.82
加: 营业外收入(万元)	22	7	0	0	0
减: 营业外支出(万元)	277	28	0	0	0
三、利润总额(万元)	10749	8552	10239	12133	13941
税前利润率(%)	4.85	4.08	4.51	4.84	4.82
减: 所得税费用(万元)	8.29	5.95	7.50	7.50	7.50
四、净利润(万元)	9859	8043	9471	11223	12895
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0
归属母公司净利润(万元)	9859	8043	9471	11223	12895
净利润率(%)	4.45	3.84	4.17	4.48	4.46
五、每股收益(摊薄, 元)	0.29	0.24	0.28	0.33	0.38

资料来源: 公司资料、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

方 维：机械行业分析师

重点研究上市公司：中国船舶、广船国际、中国重工、西飞国际、海特高新、哈飞股份、中国卫星、洪都航空、成发科技、中兵光电、航天电子、航空动力、宗申动力

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。