



航空航天设备

署名人：真怡

S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

哈飞股份

600038

推荐

看好整合机会和直升机产业发展，但公司估值压力加大

公司公告了10年中期业绩：10年1-6月营业收入6.45亿元，同比增长14%；归属于上市公司股东的净利润2,465万元，同比增长45%；10年1-6月EPS0.07元/股，同比增长45%。

投资要点：

- 公司10年1-6月收入同比增长14%，主要是非航产品增幅很大。今年上半年航空产品略降1.57%，我们认为航空产品尚未到交付高峰期；非航产品增长4倍多。公司上半年收入结构中航空产品占比约为81%，非航产品约为16%。
- 10年上半年公司综合毛利率为11.46%，与上年相比略降1个百分点，但公司费用率降低和减值损失减少成为净利润增长超过收入增速的主要原因。占公司主要收入的航空产品毛利率下降1.14个百分点；公司三项费用率加上减值损失率共下降约2个百分点。由于目前尚不是交付高峰，中期航空产品毛利率水平不一定代表全年的趋势，我们判断全年综合毛利率水平降幅不大。
- 根据前期公告的公司2010年预计关联交易情况，公司军品业务预计将增长14%，这将是公司业务增长的基本保障。对于民用直升机，我们认为目前需求仍然较为低迷，我们认为最重要的影响因素是低空领域政策。但我们认为低空领域的开放是必然的趋势，预计国内将逐步试点放开，民用直升机需求高峰也将随着到来。公司与欧直合作研制的Z15已经过了首飞，计划将在2011年取得适航认证，目前Z15已获得国内外订单100多架，这将是公司未来业务增长点之一。公司计划2010年收入达22.69亿元，费用1.61亿元，我们判断全年目标实现基本无悬念。
- 根据中报情况，我们略微调高公司盈利预测，公司10-12年EPS为0.28、0.29、0.31元，EPS复合增长率约为7%。我们认为由于公司估值较高，短期内调整压力加大。根据中航直升机公司“三年改革建基业”战略举措的内容，我们认为直升机公司的整体上市是明确的目标，作为其下唯一的上市公司，公司具有整合平台的地位；另外，我们看好我国直升机产业发展的巨大空间，因此给与推荐评级。

风险提示：

- 虽然趋势明显，但公司重组的时间及形式具有不确定性。

6-12个月目标价：

当前股价：28.50元

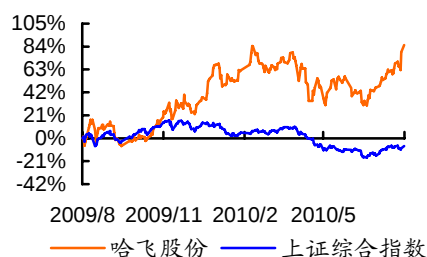
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2671.89
总股本(百万)	337
流通股本(百万)	168
流通市值(亿)	48
EPS (TTM)	0.24
每股净资产(元)	3.98
资产负债率	50.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
哈飞股份	26.44	36.39	0.00
上证综合指数	10.21	4.37	0.00



相关报告

《哈飞股份-业绩略低于预期，但仍看好直升机业务发展空间和整合机会》2010-4-12
 《哈飞股份-中报业绩增长依靠民用航空产品增长和毛利率提升》2009-8-25
 《哈飞股份-业务增长尚待新产品推出，重组之迷局有待揭开》2009-6-12

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2097	2477	2815	3065
同比(%)	-5%	18%	14%	9%
归属母公司净利润(百万元)	80	93	97	106
同比(%)	-18%	16%	4%	10%
毛利率(%)	11.7%	11.3%	11.5%	11.7%
ROE(%)	6.0%	6.6%	6.6%	6.9%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.29	0.31
P/E	119.53	103.33	99.57	90.69
P/B	7.16	6.85	6.55	6.24
EV/EBITDA	84	71	59	51

资料来源：中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2308	2857	3225	3422	营业收入	2097	2477	2815	3065
现金	137	204	184	200	营业成本	1851	2198	2491	2707
应收账款	544	375	748	445	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	7	10	9	11	营业费用	23	27	30	33
预付账款	81	133	199	269	管理费用	133	144	163	172
存货	1339	1900	1816	2205	财务费用	-0	-2	14	26
其他	200	236	268	292	资产减值损失	23	18	19	19
非流动资产	411	425	416	417	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	217	217	217	217	投资净收益	18	16	16	16
固定资产	167	173	175	177	营业利润	86	109	114	125
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0
其他	28	36	24	24	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2719	3282	3641	3840	利润总额	86	109	114	125
流动负债	1376	1880	2173	2299	所得税	5	16	17	19
短期借款	0	0	455	304	净利润	80	93	97	106
应付账款	855	1287	1171	1490	少数股东损益	0	0	0	0
其他	521	593	548	505	归属母公司净利润	80	93	97	106
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	110	131	156	182
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.28	0.29	0.31
其他	0	0	0	0					
负债合计	1376	1880	2173	2299	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	337	337	337	337	成长能力				
资本公积	625	625	625	625	营业收入	-5.5%	18.1%	13.6%	8.9%
留存收益	381	440	505	578	营业利润	-22.1%	27.7%	3.8%	9.8%
归属母公司股东权益	1343	1403	1468	1541	归属于母公司净利润	-18.4%	15.7%	3.8%	9.8%
负债和股东权益	2719	3282	3641	3840	获利能力				
					毛利率	11.7%	11.3%	11.5%	11.7%
					净利率	3.8%	3.8%	3.4%	3.5%
					ROE	6.0%	6.6%	6.6%	6.9%
					ROIC	8.3%	9.6%	7.3%	9.1%
					偿债能力				
					资产负债率	50.6%	57.3%	59.7%	59.9%
					净负债比率	0.00%	0.00%	20.92	13.24%
					流动比率	1.68	1.52	1.48	1.49
					速动比率	0.68	0.48	0.63	0.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.83	0.81	0.82
					应收账款周转率	4	5	5	5
					应付账款周转率	1.98	2.05	2.03	2.03
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.28	0.29	0.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.31	-1.24	0.71
					每股净资产(最新摊薄)	3.98	4.16	4.35	4.57
					估值比率				
					P/E	119.53	103.33	99.57	90.69
					P/B	7.16	6.85	6.55	6.24
					EV/EBITDA	84	71	59	51

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2/3

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

真怡，工学硕士，中投证券研究所机械/军工行业研究员。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434