

哈飞股份 (600038): 短期估值存压力, 长期增长可寄望

增持 (维持)

机械/航空航天

当前股价: 27.10 元

报告日期: 2011 年 3 月 30 日

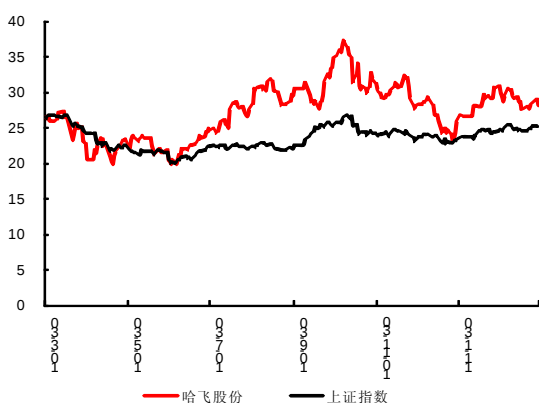
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,270	2,472	2,741	3,147
(+/-)	8.3%	8.9%	10.9%	14.8%
营业利润	132	146	153	176
(+/-)	54.2%	10.1%	5.1%	14.8%
归属于母公司的净利润	120	124	130	149
(+/-)	48.8%	3.5%	5.1%	14.8%
每股收益 (元)	0.35	0.37	0.39	0.44
市盈率 (倍)	76	74	70	61

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	33,735/16,849
流通市值 (亿元)	45.80
每股净资产 (元)	4.24
资产负债率 (%)	48.68

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 张雷

执业证书编号: A0140511010022

联系人: 王智伟

010-66045747 wangzw@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年 1-12 月, 公司实现营业收入 22.70 亿元, 同比增长 8.26%; 营业利润 13.22 亿元, 同比增长 54.24%; 归属母公司所有者净利润 1.20 亿元, 同比增长 48.75%; 基本每股收益 0.35 元, 超出市场预期。公司 2010 年度分配预案为每 10 股派现 1 元。
- 营业收入恢复性增长, 低空空域放开后将是业绩拐点。报告期内, 公司航空产品收入占比达到 99.6%, 同比增长 10.06%。2010 年, 飞机制造行业收入同比增长 24.38%, 公司收入增速低于行业水平。由于国内低空空域尚未完全开放, 目前直升机需求多为市政和部队需求, 增长规模有限。但国家已经开始针对通用航空领域制定相关指导意见, 预计政策明朗后会刺激民用直升机的需求快速释放, 届时公司的收入增速将大幅提升。从 2010 年的销售情况来看, 更多的是经济危机后飞恢复性增长。目前公司收入已略超过危机前规模。
- 产品毛利率有所提升, 未来基本保持稳定。2010 年, 公司产品综合毛利率达到 13.18%, 相比 2009 年提升了 1.44 个百分点。主要是由于报告期内公司适当上调了产品价格, 同时在成本费用上加强了控制所致。从历史数据看, 公司期间费用中管理费用将近占到 80%左右, 管理费用中又以技术开发费用为主, 约为 45%。我们认为, 由于目前中国直升机工业尚处在研发初期, 需要大量的技术支持费用, 而公司作为直升机产品开发的龙头企业势必会承担较大的研发责任, 因此短期内毛利率难有明显提升。
- 坏账损失相比往年大幅下降。公司往年资产减值损失均在千万元以上, 2010 年仅为 797 万元。得益于报告期内历史应收账款的较好回收, 坏账损失数额大幅下降, 确保了公司较高会计利润的实现。
- 航空复合材料业务是长期看点。公司与空客公司合资成立的复合材料中心目前已被正式确认为波音 787 翼身整流罩全球唯一供应商, 并在英国范堡罗航展上与西班牙 Alestis 公司签署总额为 1.56 亿美元的空客 A350XWB 宽体飞机机腹整流罩工作包合同, 这充分证明了公司在该领域的技术实力, 并在未来的市场竞争中抢占了先机, 截至报告期末, 哈飞空客复合材料制造中心项目已经 100%完成, 预计在 2012 年之后对公司业绩产生贡献。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.37 元、0.39 元、0.44 元，按照最新收盘价 27.10 元计算，对应的动态市盈率分别为 74 倍、70 倍和 61 倍。短期估值压力较大，但未来低空空域管理政策出台、集团收购国外知名通用航空器品牌的预期、资产注入等可能会成为股价的刺激因素，我们暂维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**订单下滑以及中航直升机资产整合进程的不确定性风险。

图表 1 哈飞股份盈利预测（万元）

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	209,676	227,004	247,244	274,143	314,742
营业收入增长率	-5.5%	8.3%	8.9%	10.9%	14.8%
减：营业成本	185,080	197,198	215,749	239,183	274,538
毛利率	11.7%	13.1%	12.7%	12.8%	12.8%
营业税金及附加	2	0	0	0	1
资产减值损失	2,328	797	1,000	1,000	1,000
销售费用	2,257	2,832	2,596	3,153	3,620
销售费用率	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
管理费用	13,266	14,142	14,587	16,449	18,885
管理费用率	6.3%	6.2%	5.9%	6.0%	6.0%
财务费用	-5	455	247	548	629
财务费用率	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
期间费用	15,519	17,429	17,431	20,149	23,134
期间费用率	7.4%	7.7%	7.1%	7.4%	7.4%
投资净收益	1,827	1,645	1,500	1,500	1,500
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	8,574	13,224	14,564	15,310	17,569
营业利润率	4.1%	5.8%	5.9%	5.6%	5.6%
加：营业外收入	7	52	50	50	50
减：营业外支出	28	82	50	50	50
其中：非流动资产处置净损失	28	82	0	0	0
三、利润总额	8,552	13,194	14,564	15,310	17,569
减：所得税	509	1,229	2,185	2,296	2,635
实际所得税率	6.0%	9.3%	15.0%	15.0%	15.0%
四、净利润	8,043	11,965	12,379	13,013	14,934
净利润增长率	-18.4%	48.8%	3.5%	5.1%	14.8%
归属母公司所有者的净利润	8,043	11,965	12,379	13,013	14,934
母公司净利润增长率	-18.4%	48.8%	3.5%	5.1%	14.8%
净利率	3.8%	5.3%	5.0%	4.7%	4.7%
少数股东损益	0	0	0	0	0
每股收益(元)	0.24	0.35	0.37	0.39	0.44

资料来源：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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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:0755-82709089 邮编:518041