

计入二次注入仍偏贵，短期难有再次注入

——ST 昌河（600372）年报点评

要点：

- **年报业绩：**公司2010年实现营业收入8.73亿元，同比减少27%；利润总额1.89亿元，同比增长328%；归属于上市公司股东所有者的净利润1.35亿元，同比增长428%；扣除非经常性损益后同比增长518倍；每股收益EPS为0.28元，同比增长367%；加权平均ROE为17.67%，增加15个百分点。利润不分配。
- **业绩点评：**公司原主营汽车业务一直亏损，09年三季度向实际控制人定向增发进行了资产置换，置出原有汽车业务，置入上航电器和兰航机电两公司，今年是置换完成后首次年度公布新资产业绩。新资产收入真实同比达56.73%（剔除汽车业务去年实际为5.57亿），净利同比增长88.23%（剔除汽车业务去年实际是8519万元），与往年业绩比，增速惊人，以军品为主的电动机和集中告警系统收入相对稳定，其中最主要的即其他电子产品增长了2.5倍以上，另外照明系统增幅达30%。年报公布的毛利率变化计算方法与我们惯例有差异，我们整理后发现，其照明系统毛利率略有下滑，电动机和集中告警系统毛利下滑明显，这三部分呈明显下降趋势。备件业务毛利率增30个点，但利润贡献小，影响不大。最核心的还是电子产品，不但收入大增，其毛利率也骤增了9个点，据我们研究该部分主要是公司光伏逆变器业务的大幅增长所致，我们对其如此高增长的可持续性持谨慎态度。另外，公司管理费用率偏高，对公司业绩影响弹性大。
- **未来看点：**目前公司正在进行第二次增发，将注入千山航电、凯天电子、兰州飞控、宝成仪表、太航仪表、华燕仪表6家公司，资产范围扩大到整个航空电子系统。注入资产依然是给系统内单位做航电配套业务为主，其2009年的收入和净利润分别为1.45和2.62亿元，净利率为18%略高于上市公司10年水平。公司于09年对即将注入资产10和11年的净利润预测分别为2.27和2.49亿元，我们分析其资产后认为该预测偏保守，乐观值当在2.6和2.9附近。以该数据和我们测算的公司现有业务的盈利预测相结合，测算出公司注入上述6公司资产合并备考2010和2011年的摊薄后EPS为0.44和0.5元（公司预测偏保守值），或者0.48和0.55元（预测乐观值），对应目前股价45.6的PE分别为103倍和91倍，或者95倍和82倍。二次注入完成后，中航工业所属主要航空电子板块基本整体上市，与注入资产形成竞争的尚有青云仪表和东方仪器，我们认为近期再次进行第三次资产注入的可能性很小。另外，再次注入后，非关联股东的股权比例将由34.5%进一步稀释到20.37%，从股权角度看再次进行注入的可能性也不大。如果不考虑再次增发的可能，则该股值偏贵。
- **盈利预测：**不考虑公司未来注入资产，测算公司2011-2013年的EPS分别为0.34/0.37/0.43元，考虑注入6公司后乐观预计2011摊薄EPS为0.55元，PE为82.4倍，对于军工企业估值仍然偏高，但市场往往给予公司过度追捧，因此综合给于推荐评级。
- **风险提示：**公司估值偏高，可能会有回调风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011年04月06日

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060-8781, ✉ qpt@cgws.com

执业证书编号：S1070210050004

严福崑

☎ (86-0755) 83515672, ✉ yfy@cgws.com

执业证书编号：S1070511030001

投资评级： 推荐

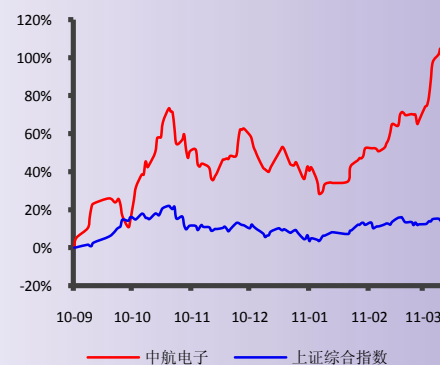
股本及行情数据 当前价格：45.6 元

总市值（亿元）	221.04
流通市值（亿元）	187.0
总股本（万股）	48.463
流通股本（万股）	41.000
12个月最高/最低	35.06/14.05
十大流通股占总股	53.68%
大股东	中国航空科技工业股

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入	873	1124	1350
(+/-%)	-27.2%	28.7%	20.1%
净利润	135	164	182
(+/-%)	428.3%	21.9%	10.6%
摊薄每股收益	0.278	0.339	0.375
PE	164.1	134.7	121.7

公司股价表现图



	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	873	1124	1350	1545	成长性				
营业成本	573	753	927	1058	营业收入增长	-27.2%	28.7%	20.1%	14.4%
销售费用	21	27	32	37	营业成本增长	-40.2%	31.5%	23.1%	14.1%
管理费用	88	114	137	156	营业利润增长	397.5%	22.2%	10.8%	15.8%
财务费用	2	1	0	-1	利润总额增长	328.1%	21.9%	10.6%	15.7%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	428.3%	21.9%	10.6%	15.7%
营业利润	187	228	253	293	盈利能力				
营业外收支	3	3	3	3	毛利率	34.4%	33.0%	31.4%	31.5%
利润总额	190	231	256	296	销售净利率	15.4%	14.6%	13.4%	13.6%
所得税	30	36	40	46	ROE	15.7%	15.6%	14.3%	13.8%
少数股东损益	25	31	34	39	ROIC	17.0%	19.3%	18.7%	19.5%
净利润	135	164	182	210	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
流动资产	831	1117	1424	1748	管理费用/营业收入	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
货币资金	279	401	556	756	财务费用/营业收入	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
应收帐款	265	341	410	469	投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	56	72	87	100	所得税/利润总额	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
存货	189	248	306	349	应收帐款周转率	3.9%	3.7%	3.6%	3.5%
非流动资产	373	369	362	351	存货周转率	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%
固定资产	219	219	215	206	流动资产周转率	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
资产总计	1204	1486	1786	2099	总资产周转率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
流动负债	331	419	503	567	偿债能力				
短期借款	52	52	52	52	资产负债率	28.6%	29.0%	28.9%	27.6%
应付款项	148	195	240	274	流动比率	2.51	2.67	2.83	3.08
非流动负债	13	13	13	13	速动比率	1.94	2.07	2.22	2.47
长期借款	5	5	5	5	每股指标（元）				
负债合计	344	432	516	580	EPS	0.28	0.34	0.37	0.43
股东权益	860	1054	1270	1519	每股净资产	1.77	2.18	2.62	3.13
股本	485	485	485	485	每股经营现金流	0.25	0.31	0.38	0.48
留存收益	345	509	690	900	每股经营现金/EPS	0.9	0.9	1.0	1.1
少数股东权益	30	61	95	134	估值				
负债和权益总计	1204	1486	1786	2099	PE	164.1	134.7	121.7	105.2
现金流量表（百万元）					PEG	10.28	10.26	7.77	-
经营活动现金流	119	152	185	230	PB	25.7	21.0	17.4	14.6
其中营运资本减少	-53	-77	-68	-60	EV/EBITDA	1.29	1.09	0.98	0.86
投资活动现金流	-37	-30	-30	-30	EV/SALES	32.68	25.39	21.13	18.47
其中资本支出	-37	-30	-30	-30	EV/IC	0.31	0.27	0.24	0.22
融资活动现金流	12	0	0	0	ROIC/WACC	1.38	1.58	1.52	1.58
净现金总变化	95	122	155	200	REP	0.22	0.17	0.16	0.14

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：长城证券盈利预测模型



研究员介绍及承诺:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008年加入长城证券, 任机械军工行业研究员。

严福莹: 武汉大学硕士, 2007年加入长城证券, 任机械行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>