



魏成钢

021-53519888-1974

wchg2000@sohu.com

执业证书编号: S0870510120024

基本数据(Y10)

报告日股价(元)	26.77
12mth A 股价格区间(元)	19.51/38.50
总股本(百万股)	337.35
无限售 A 股/总股本	49.95%
流通市值(百万元)	4510.57
每股净资产(元)	4.24
PBR(X)	6.32
DPS(Y10, 元)	10 派 1.0 元(含税)

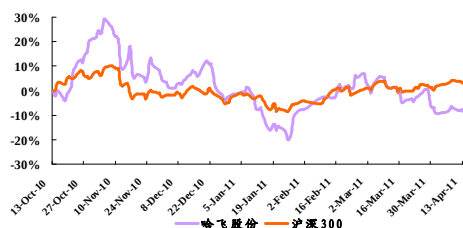
主要股东(Y10)

哈尔滨航空工业集团	50.05 %
中国建银投资有限责任公司	8.97 %
嘉实主题精选混合型基金	3.47 %
汇添富均衡增长股票型基金	1.54 %
工银瑞信精选平衡混合型基金	1.52%

收入结构(Y10)

航空产品	91.41%
其他	6.89%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WCHG11-CT06

相关报告:

《哈飞股份(600038.SH)2010 年年报点评: 航空产品产销平稳, 毛利率提升超出预期》

首次报告日期: 2011 年 4 月 13 日

安博威绝处逢生, 重新出力待后年

■ 公司动态:

4 月 13 日, 公司发布公告: 4 月 12 日, 公司实际控制人中国航空工业集团公司与巴西航空工业公司(Embraer S.A.)于北京签署了一份合作框架协议。按照协议内容, 双方将运用公司参股的哈尔滨安博威飞机工业有限公司的场地, 设施和人力资源在中国合资组装生产莱格塞 600/650 公务机。

■ 主要观点:

安博威转产迫在眉睫

目前, 安博威在手仅余 2 架天津航空的未完结订单, 预计上半年即可交付完毕。在没有新增订单的情况下, 将面临生产线停工的尴尬局面。从全球市场来看, 在油价飚升、支线飞机大型化等因素影响下, ERJ145 这类 50 座级机型时下的销售情况普遍不理想, 巴西航的该种机型确认订单也仅余天津航空的这 2 架未交付。照此种市场需求状况, ERJ145 获取大规模的后续订单基本已成奢望。因此, 转产巴西航旗下其他主流产品已成公司持续经营下去的不二选择。

转产 Legacy 600/650 喷气公务机也算不错的选择

一直以来, 安博威的经营状况和未来发展走向都是我们关注的重点(相关内容请见此前我们各月份的策略报告和资讯月报)。据我们了解, 在巴西航的设想中, 原本 E-190/195 是安博威转产的最佳选择。安博威方面也先行开展了项目落地的前期准备工作, 环评审批业已完成。不过, 出于避免对即将投放市场的国产支线飞机 ARJ21 产生正面冲击等因素考虑, Legacy 600/650 大中型喷气公务机最终取代 E-190/195 成为正选。

与 E-190/195 相比, 我们认为 Legacy 600/650 在几个方面要存在劣势。首先, 带来的业务量不及后者。简单从表面数据即可看出差距: 截至目前, Legacy 600/650 全球累计交付 190 余架, 近年的交付量在 10~35 架/年, 在国内市场仅取得销售 3 架的业绩。而 E-190/195 自推出市场 6 年以来已获取订单 987 架, 累计交付 699 架, 年交付量在 80 架左右。单单中国市场即已拿到 100 架的确认和意向订单, 实现交付 38 架; 其次, 产品细分市场的竞争力有差距。在 10~14 座、航程 3,000 海里的中/大型喷气公务机细分市场上, Legacy 600/650 占有不到 15%

的市场份额，这与 E-190/195 在 70~120 座级的喷气支线客机市场上占据 4 成以上的市场份额相去甚远。

不过，Legacy 600/650 具有的有利因素在于与 ERJ145 系列的通用性好。其本就是该系列机型中的一款，以 ERJ135 支线飞机平台为基础研制，采用与 ERJ140 相同的航电系统。因此，安博威转产 Legacy 600/650 的难度要小。

重新成为业绩的辅助动力要待 2013 年

自 2005 年 ERJ145 进入稳定的批量交付期之后，安博威就成为公司一个重要的业绩来源。6 年间，每年贡献投资收益在 1,645.33~2,532.87 万元，占当期公司利润总额的 12.47%~27.05%(见附图 6)。今年起，在完成天津航空 2 架未完结订单后，安博威将进入经营低谷期。

参考安博威 ERJ145 项目的产出进度(见附图 5)及考虑转产 Legacy 600/650 在通用性方面所具有的有利条件，我们预计在 2013 年 Legacy 600/650 首架投放市场，2014 年进入稳定的批量交付，而在此之前对安博威为公司做出的业绩贡献不应报较大的预期。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持“大市同步”的投资评级

确认转产 Legacy 600/650 之后，公务机成为安博威新增的主要业务发展方向，未来不排除向巴西航旗下其他公务机产品扩展的可能性。基于上面的分析，假设安博威转产 Legacy 600/650 的进度与预期的一致，我们对原有公司 2013 年的盈利预测进行微调。重新调整之后的盈利预测为：2011~2013 年公司的营收预计可分别达到 23.84、22.01 和 23.07 亿元，实现归属于母公司的净利润 1.07、0.98 和 1.23 亿元，全面摊薄每股收益分别为 0.32、0.29 和 0.36 元。在当前股价水平下，依然给予公司“大市同步”的投资评级。

■ 业绩预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,270.04	2,384.27	2,200.70	2,307.44
年增长率(%)	8.26%	5.03%	-7.70%	4.85%
归属于母公司的净利润	119.65	106.59	97.61	122.78
年增长率(%)	48.75%	-10.91%	-8.43%	25.79%
每股收益(元)	0.35	0.32	0.29	0.36
PER(X)	75.48	84.72	92.52	73.55

注：有关指标按最新总股本为 337.35 百万股计算

附录:

附图 1: 巴西航空工业公司研制的 Legacy 600



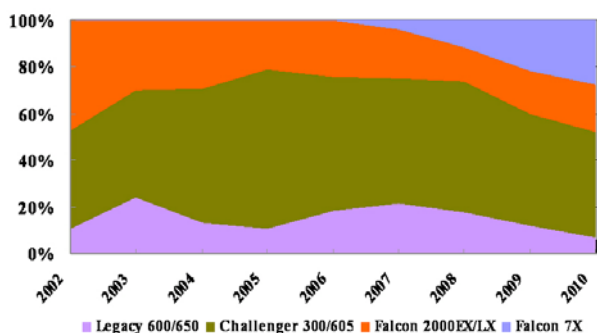
资料来源: Embraer, 上海证券研究所

附图 2: 巴西航空工业公司研制的 Legacy 650



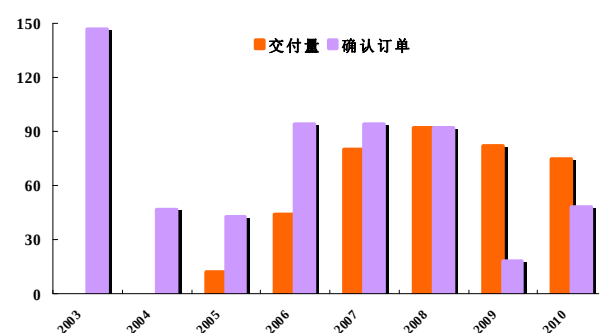
资料来源: Embraer, 上海证券研究所

附图 3: 2002~2010 年 Legacy 600/650 的细分市场占有率



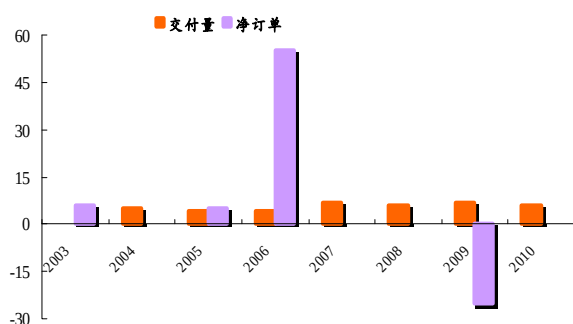
资料来源: 相关公司网站, 上海证券研究所

附图 4: 2003~2010 年 E-190/195 订单和交付情况



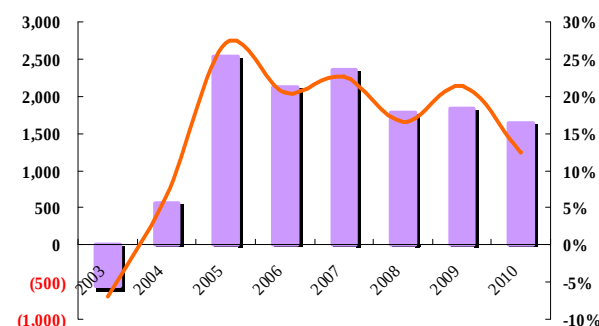
资料来源: Embraer, 上海证券研究所

附图 5: 2003~2010 哈尔滨安博威订单及交付情况



资料来源: 上海证券研究所

附图 6: 2003~2010 哈尔滨安博威的业绩贡献



资料来源: 上海证券研究所

附表 1: 公司损益简表及预测(单位: 百万元)

指标名称	2009A	2010A	2011 E	2012 E	2013 E
营业总收入	2,096.76	2,270.04	2,384.27	2,200.70	2,307.44
营业成本	1,850.80	1,971.98	2,078.43	1,918.91	2,001.73

营业税金及附加	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	22.57	28.32	29.80	27.51	28.84
管理费用	132.66	141.42	150.21	138.64	145.37
财务费用	-0.05	4.55	3.89	3.57	2.79
资产减值损失	23.28	7.97	10.00	10.00	10.00
投资收益	18.27	16.45	5.00	5.00	16.00
营业利润	85.74	132.24	116.93	107.06	134.72
营业外收入	0.07	0.52	0.50	0.50	0.50
营业外支出	0.28	0.82	0.30	0.30	0.30
利润总额	85.52	131.94	117.13	107.26	134.92
所得税费用	5.09	12.29	10.54	9.65	12.14
净利润	80.43	119.65	106.59	97.61	122.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	80.43	119.65	106.59	97.61	122.78
摊薄 EPS(元)	0.24	0.35	0.32	0.29	0.36

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 2: 宇航及防务(A&D)行业重点公司相对估值比较

公司名称	股票代码	货币	股价	EPS			PER			PBR
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
江南红箭	000519.SZ	CNY	14.98	0.06	0.31	0.34	249.57	48.32	43.93	8.17
中航动控	000738.SZ	CNY	14.49	0.18	0.23	0.26	80.95	63.00	54.78	5.92
西飞国际	000768.SZ	CNY	11.51	0.14	0.22	0.24	82.21	53.52	47.21	3.07
中航精机	002013.SZ	CNY	27.25	0.21	0.71	0.80	129.40	38.40	33.98	9.77
海特高新	002023.SZ	CNY	16.17	0.20	0.25	0.31	81.74	64.68	52.16	5.00
奥普光电	002338.SZ	CNY	40.68	0.60	0.71	0.79	67.69	57.52	51.66	5.28
高德红外	002414.SZ	CNY	26.40	0.47	0.61	0.86	56.56	43.45	30.54	3.23
国腾电子	300101.SZ	CNY	81.80	0.81	1.19	1.57	100.80	69.00	52.00	7.97
哈飞股份	600038.SH	CNY	26.77	0.35	0.32	0.29	75.48	84.72	92.52	6.32
中国卫星	600118.SH	CNY	22.99	0.30	0.37	0.45	77.35	62.07	50.96	8.93
光电股份	600184.SH	CNY	39.63	0.42	0.46	0.53	94.44	85.35	74.77	8.89
洪都航空	600316.SH	CNY	32.16	0.20	0.23	0.27	157.76	141.98	119.11	4.89
航天动力	600343.SH	CNY	21.99	0.10	0.18	0.23	218.36	125.16	96.32	4.97
ST 昌河	600372.SH	CNY	43.99	0.28	0.46	0.54	158.31	95.14	81.32	25.70
成发科技	600391.SH	CNY	24.34	0.36	0.46	0.53	68.03	53.24	46.19	5.25
中兵光电	600435.SH	CNY	13.67	0.27	0.31	0.36	51.19	44.10	38.35	4.80
航天晨光	600501.SH	CNY	14.38	0.20	0.23	0.26	71.90	62.52	54.60	4.49
贵航股份	600523.SH	CNY	22.88	0.35	0.42	0.47	65.37	54.74	48.81	4.45
*ST 高陶	600562.SH	CNY	38.08	0.18	0.74	0.81	211.81	51.55	46.86	10.61
航天通信	600677.SH	CNY	12.80	0.36	0.56	0.08	36.01	22.93	168.92	4.56
中航重机	600765.SH	CNY	19.54	0.30	0.41	0.47	66.04	47.66	41.62	5.51
航天电子	600879.SH	CNY	13.58	0.20	0.26	0.32	67.87	52.23	42.44	3.57
航空动力	600893.SH	CNY	34.15	0.38	0.50	0.56	88.93	68.69	61.44	4.90
国内市场样本均值							75.66	61.27	54.40	6.79

中航科工	2357.HK	HKD	4.10	0.15	0.12	0.14	27.33	33.33	28.67	2.76
香港市场样本均值							27.33	33.33	28.67	2.76
Boeing Co.	BA.US	USD	73.93	4.49	4.08	5.21	16.47	18.14	14.20	19.43
Honeywell International Inc.	HON.US	USD	59.71	2.61	3.84	4.43	22.88	15.56	13.47	5.17
Lockheed Martin Corp.	LMT.US	USD	80.40	8.03	6.97	8.64	10.01	11.53	9.31	7.50
Raytheon Co.	RTN.US	USD	50.87	4.94	5.00	5.61	10.30	10.17	9.07	1.85
Northrop Grumman Corp.	NOC.US	USD	62.71	6.91	6.67	7.19	9.08	9.41	8.72	1.35
EADS NV	EAD.FP	EUR	20.54	0.68	0.87	1.65	30.21	23.69	12.49	1.88
FINMECCANICA SPA	FNC.IM	EUR	8.88	0.85	1.15	1.26	10.45	7.75	7.05	0.75
DASSAULT AVIATION SA	AM.FP	EUR	648.00	26.40	35.65	39.54	24.55	18.18	16.39	1.46
BOMBARDIER INC	BBD/B.CN	CAD	7.12	0.42	0.45	0.61	16.95	15.72	11.73	3.09
ROLLS-ROYCE GROUP	RR.L	GBP	6.19	0.29	0.44	0.50	21.34	14.00	12.48	2.92
General Dynamics Corporation	GD.US	USD	76.56	6.88	7.15	7.67	11.13	10.71	9.99	2.04
United Technologies Corp.	UTX.US	USD	84.65	4.82	5.37	6.10	17.56	15.77	13.87	3.62
国际市场样本均值							16.74	14.22	11.56	4.25

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以4月13日收盘价计

分析师承诺

分析师 魏成钢

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。