

直升机需求旺盛，新产品支撑后续发展

事件：

根据媒体披露，玻利维亚军方向中国订购 6 架 H425 型 12 座直升机，所有 6 架直升机将在 2012 年交付玻利维亚。

http://news.ifeng.com/mil/2/detail_2011_12/26/11567056_0.shtml

研究结论：

- **直升机出口需求大，国内市场前景广阔。**我国直升机随着性能的不不断提升，在国际市场上的竞争力也不断提高。之前有媒体报道柬埔寨将向我国贷款 1.95 亿美元购买直 9 军用直升机，我国直 9 直升机已出口巴基斯坦、赞比亚、肯尼亚等多个国家。此次出口玻利维亚的 H425 型直升机，是哈飞以直 9 直升机为基础自主研制开发的新一代具有国际水准的多用途直升机。海外市场需求强劲，出口将成为公司直升机又一重要市场。在国内，无论是军用还是民用，我国直升机数量都明显不足。根据统计，我国每万名军人拥有直升机数量仅为 2.1 架，与美国 42 架相比差距巨大；我国每百万人口拥有的民用直升机数量仅为 0.13 架，远远低于全球 4.6 架的平均水平。目前，我国低空空域逐步开放，通用航空迎来发展的春天，直升机未来的发展前景广阔。
- **直 15 和运 12F 等新产品有望成为公司新亮点。**直 15 是哈飞集团和欧直公司合作研制的 6-7 吨级先进多用途中型直升机，由中欧各投入一半资金和研发，中国和欧洲各建一条生产线，中方负责中国许可证和中国市场，欧方负责欧美许可证和欧美市场。目前，直 15 已成功实现首飞，正在适航取证，有望 2012 年开始生产。直 15 的研制成功代表我国直升机研制技术的飞跃，同时直 15 瞄准的 6-7 吨级中型直升机有广泛的市场前景，截至 2009 年底直 15 已获得 150 架订单。运 12F 是在现有运 12 系列飞机成熟技术基础上，采用先进技术研发的新一代通用/支线涡桨飞机，运 12 是目前中国唯一获得英国 CAA 和美国 FAA 适航证的机种。运 12F 可用于海洋监测、航拍航测、遥感、物探、空投、空降等长航时通航作业，具有较强的市场竞争力。运 12F 将进入适航取证阶段，预计 2012 年开始交付。新型号产品的研制，为公司未来业务的发展提供了保障。
- **公司是中航直升机公司产业化发展平台。**中航直升机公司是我国最主要的直升机研制生产基地，根据公司副总裁夏群林的预测，未来 10 年，中国民用直升机市场容量将达到 1500 架左右，中航直升机公司将获得中国市场的主要部分，跻身世界前三甲。中航直升机公司下设中国直升机设计研究所、哈飞集团、昌飞集团、保定惠阳航空螺旋桨公司和天津基地，目前哈飞股份是中航直升机下属唯一上市公司，也是公司进行专业化整合、资本化运作、产业化发展的核心平台。
- **维持公司盈利预测。**预计公司 2011-2013 年收入分别为 26 亿元、30 亿元和 34.8 亿元，对应预计 EPS 分别为 0.39、0.42、0.48 元，目标价为 31 元，维持公司“买入”评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王天一

wangtianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210060001

联系人

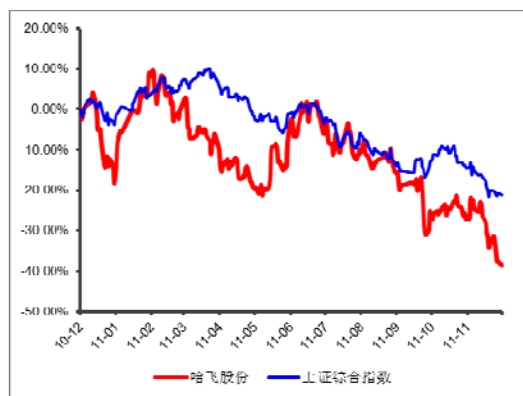
肖婵

xiaochan@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 12 月 26 日)	17.34 元
目标价格	31.00 元
总股本/A 股 (亿股)	3.37
A 股市值 (亿元)	58.5
国家/地区	中国
行业	军工
报告发布日期	2011 年 12 月 27 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2270	2602	2998	3479	
同比(%)	8.26%	14.61%	15.23%	16.06%	
归属母公司净利	120	130	143	163	
同比(%)	48.75%	8.86%	10.07%	14.02%	
毛利率(%)	13.18%	12.78%	12.74%	12.71%	
每股收益(元)	0.35	0.39	0.42	0.48	
PE (倍)	49	45	41	36	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2314	2637	2999	3433	营业收入	2270	2602	2998	3479
货币资金	132	176	162	140	营业成本	1972	2271	2618	3040
应收账款	651	714	822	954	营业税金及附加	0	0	0	0
存货	1438	1647	1899	2205	销售费用	28	29	33	38
预付账款	93	100	116	134	管理费用	141	152	175	203
非流动资产	471	460	450	438	财务费用	5	0	0	0
长期股权投资	294	300	306	312	资产减值损失	8	9	16	19
投资性房地产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
固定资产	160	145	128	110	投资收益	16	7	7	7
无形资产	0	0	0	0	营业利润	132	148	163	186
其他	17	16	16	16	营业外收入	1	0	0	0
资产总计	2785	3097	3449	3871	营业外支出	1	7	8	9
流动负债	1356	1571	1813	2106	利润总额	132	141	156	177
短期借款	0	0	0	0	所得税	12	11	12	14
应付账款	1061	1249	1440	1672	净利润	120	130	143	163
其他	295	322	373	434	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	120	130	143	163
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	160	165	179	202
其他	0	0	0	0	EPS	0.35	0.39	0.42	0.48
负债合计	1356	1571	1813	2106	主要财务比率				
股东权益	1429	1526	1635	1765	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
实收资本	337	337	337	337	成长能力				
资本公积	625	625	625	625	营业收入	8.26%	14.61%	15.23%	16.06%
留存收益	467	563	673	802	营业利润	54.24%	11.62%	10.36%	14.11%
外币报表折算差额	0	0	0	0	归属于母公司净利润	48.75%	8.77%	10.14%	14.02%
归属于母公司所有者					获利能力				
权益合计	1429	1526	1635	1765	毛利率	13.13%	12.71%	12.68%	12.65%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	5.27%	5.00%	4.78%	4.70%
负债和股东权益	2785	3097	3449	3871	ROE	8.37%	8.53%	8.77%	9.26%
现金流量表					偿债能力				
单位：百万元					资产负债率	48.68%	50.74%	52.58%	54.40%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	流动比率	1.71	1.68	1.65	1.63
经营活动现金流	99	85	27	18	速动比率	0.65	0.63	0.61	0.58
净利润	120	130	143	163	运营能力				
少数股东损益	0	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.88	0.92	0.95
折旧摊销	24	23	24	24	应收账款周转率	3.26	3.83	3.93	3.94
财务费用	5	0	0	0	存货周转率	1.42	1.47	1.48	1.48
投资损失	-16	-7	-7	-7	每股指标 (元)				
营运资金减少	-40	-73	-150	-183	每股收益	0.35	0.39	0.42	0.48
其他	-1	1	0	0	每股经营现金流	0.29	0.25	0.08	0.05
投资活动现金流	-68	-8	-7	-6	每股净资产	0.04	0.05	0.05	0.05
投资收益	16	7	7	7	估值比率				
资本支出	-7	-8	-7	-6	P/E	49	45	41	36
长期投资	-77	-6	-6	-6	P/B	4	4	4	3
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-34	-34	-34	-34					
财务费用	-5	0	0	0					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
股本及资本公积	0	0	0	0					
其他	-34	-34	-34	-34					
现金净增加额	-3	44	-14	-22					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn