

2010年8月24日

贵航股份

资产注入暂时搁浅：塞翁失马

买入
 A 600523.SS - 人民币 17.99
 目标价格: 人民币 20.65 (↓25.50)

许民乐, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	12	(0)	4	39
相对新华富时A50指数(%)	36	(1)	2	57

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	289
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	2,530
3个月日均交易额(人民币 百万)	66
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
贵州贵航集团	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

公司2010年上半年实现收入11.67亿元,同比上升47.1%;实现归属母公司的净利润5,037万元,同比下降13.8%。公司上半年度综合毛利率为22%,比09年同期提高0.1个百分点。受益于汽车行业的景气,公司汽车零部件业务收入增长较快,但由于费用的增长以及子公司所得税率的提高,归属于母公司的利润同比下降。公司已经公告撤回定向增发,我们预计随着贵航集团和中航通飞公司的资产整合完成,公司将再次启动资产注入。我们下调公司的目标价格至20.65元,维持买入评级。

中报要点

- 受益于汽车市场的持续景气,公司目前汽车零部件产品产销形势良好。
- 公司主动撤回了定向增发收购贵航集团的航空资产的方案,但随着贵航集团和中航通飞公司的资产整合完成,公司将再次启动航空资产注入。

估值

- 由于航空资产注入的暂时取消,我们下调2010年-12年盈利预测。考虑公司未来资产注入的预期,我们给予公司50倍2011年盈率,将目标价由25.50元下调至20.65元,维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,463	1,811	2,202	2,525	2,896
变动(%)	45	24	22	15	15
净利润(人民币 百万)	69	104	104	119	133
全面摊薄每股收益(人民币)	0.238	0.360	0.361	0.413	0.459
变动(%)	33.5	51.0	0.3	14.3	11.3
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.676	0.774	0.793
先前预期摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.688	0.752	0.868
调整幅度(%)	-	-	(47.5)	(45.1)	(47.1)
核心每股收益(人民币)	0.231	0.352	0.362	0.419	0.466
变动(%)	21.8	52.6	3.0	15.7	11.1
市盈率(倍)	75.5	50.0	49.8	43.6	39.2
核心市盈率(倍)	78.0	51.1	49.6	42.9	38.6
每股现金流量(人民币)	0.19	0.40	(0.27)	(0.03)	0.58
价格/每股现金流量(倍)	97.0	45.2	(65.5)	(676.8)	30.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.2	23.4	24.7	22.9	20.7
每股股息(人民币)	0.182	0.107	0.090	0.103	0.115
股息率(%)	1.0	0.6	0.5	0.6	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动%
销售收入	792.94	1,166.53	47.11
销售成本	(619.35)	(909.94)	46.92
毛利润	173.60	256.59	47.81
销售费用	(37.01)	(59.05)	59.58
管理费用	(71.85)	(100.91)	40.46
经营利润	64.75	96.62	49.23
财务成本	(3.51)	(3.71)	5.88
其他	26.02	5.90	(77.32)
税前利润	87.26	98.81	13.23
税金	(18.44)	(24.15)	30.94
少数股东权益	(10.40)	(24.29)	133.49
净利润	58.42	50.37	(13.77)
盈利能力 (%)			百分点变动
毛利率	21.89	22.00	0.10
经营利润率	8.17	8.28	0.12
净利率	7.37	4.32	(3.05)

资料来源：公司数据

汽车零部件业务维持景气

公司 2010 年上半年实现收入 11.67 亿元，同比上升 47.1%；实现归属母公司的净利润 5,037 万元，同比下降 13.8%。公司上半年度综合毛利率为 22%，比 09 年同期提高 0.1 个百分点。

主营业务收入大幅增长主要受到汽车行业景气的带动，公司汽车零部件业务收入同比大幅增长，但归属于母公司的利润较去年同期有所下降，主要由于：1)销售费用和管理费用等期间费用也大幅增长；2)苏州华昌、万江机电、贵州华昌等子公司所得税优惠政策到期导致所得税增加；3)子公司利润增加导致少数股东损益增加。

撤回收购航空资产：塞翁失马

09 年 2 月，公司拟定向增发购买控股股东持有的贵州风雷航空军械 100%股权和贵州天义电器 100%的股权等资产。09 年 12 月，该重组方案经证监会审核未获通过。2010 年 1 月，公司决定继续推进本次重大资产重组工作。2010 年 8 月 3 日公告，由于公司发行股份所购资产之一的贵州天义电器业绩连续下滑，经营情况存在不确定性，决定中止此次资产重组工作。

表面看来终止资产重组的原因是天义电器的业绩连续下滑，但我们认为公司撤回定向增发方案有深层次原因。这对于公司长远的发展来看未尝不是好事。

贵航集团原业务包括航空零部件、汽车、教练机、歼击机、发动机等航空及民用的众多领域。而按照中航工业专业化整合的要求，贵航集团的业务将被分拆至各个业务子公司，而原贵航股份作为贵航集团上市平台的格局将发生变化。

公司 6 月已公告中航通飞通过贵航集团已成为贵航股份的间接控股股东。中航通飞集结了全国几乎全部的通用飞机设计制造资源，总资产 300 余亿元。成员单位包括贵州航空工业集团、汉中航空工业集团、石家庄飞机工业公司、陕西宏远航空锻造公司、中国特种飞行器研究所、中国民机开发公司等。贵航集团董事长谭卫东先生目前兼任通飞公司总经理。贵航股份未来将成为通飞公司的主要上市平台，将在更高的层次上进行资本运作。

我们预计随着贵航集团和中航通飞公司的资产整合完成，公司将再次启动资产注入，届时将有更大规模、更完整、盈利更好的资产注入。

估值

我们认为公司汽车零部件业务将维持较高的景气度，但由于航空资产注入的暂时取消，我们下调 2010 年-12 年盈利预测。考虑公司未来资产注入的预期，我们给予公司 50 倍 2011 年盈率，将目标价下调至 20.65 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,463	1,811	2,202	2,525	2,896
销售成本	(1,152)	(1,375)	(1,682)	(1,934)	(2,225)
经营费用	(168)	(220)	(309)	(359)	(420)
息税折旧前利润	143	215	211	232	251
折旧及摊销	(63)	(67)	(18)	(19)	(21)
经营利润(息税前利润)	80	149	193	212	230
净利息收入/(费用)	(7)	(8)	(8)	(8)	(9)
其他收益/(损失)	23	37	17	25	33
税前利润	96	178	203	230	254
所得税	(16)	(41)	(51)	(57)	(64)
少数股东权益	(12)	(33)	(48)	(53)	(58)
净利润	69	104	104	119	133
核心净利润	67	102	105	121	135
每股收益(人民币)	0.238	0.360	0.361	0.413	0.459
核心每股收益(人民币)	0.231	0.352	0.362	0.419	0.466
每股股息(人民币)	0.182	0.107	0.090	0.103	0.115
收入增长(%)	45	24	22	15	15
息税前利润增长(%)	12	85	30	10	8
息税折旧前利润增长(%)	26	51	(2)	10	8
每股收益增长(%)	33	51	0	14	11
核心每股收益增长(%)	22	53	3	16	11

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	363	367	392	431	468
应收帐款	455	596	859	1,052	1,079
库存	371	433	529	609	700
其他流动资产	52	72	86	97	110
流动资产总计	1,240	1,468	1,865	2,188	2,357
固定资产	506	515	502	488	474
无形资产	124	121	121	121	121
其他长期资产	154	169	92	92	102
长期资产总计	784	806	715	701	697
总资产	2,024	2,274	2,581	2,889	3,054
应付帐款	284	397	485	558	642
短期债务	218	139	189	239	139
其他流动负债	89	113	132	150	168
流动负债总计	592	649	806	947	949
长期借款	4	63	73	93	93
其他长期负债	6	20	38	40	42
股本	289	289	289	289	289
储备	1,016	1,106	1,180	1,273	1,376
股东权益	1,305	1,395	1,468	1,562	1,664
少数股东权益	118	147	195	248	306
总负债及权益	2,024	2,274	2,581	2,889	3,054
每股帐面价值(人民币)	4.52	4.83	5.08	5.41	5.76
每股有形资产(人民币)	4.09	4.41	4.66	4.99	5.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.49)	(0.57)	(0.45)	(0.34)	(0.82)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	96	178	203	230	254
折旧与摊销	63	67	18	19	21
净利息费用	7	8	8	8	9
运营资本变动	(101)	(81)	(249)	(191)	(28)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(12)	(57)	(59)	(73)	(88)
经营活动产生的现金流	54	115	(79)	(8)	169
购买固定资产净值	(75)	(90)	(15)	(17)	(19)
投资减少/增加	1	2	0	0	0
其他投资现金流	19	23	97	28	26
投资活动产生的现金流	(56)	(65)	82	11	7
净增权益	314	2	0	0	0
净增债务	(36)	(15)	60	70	(100)
支付股息	0	(52)	(31)	(26)	(30)
其他融资现金流	(58)	20	(7)	(8)	(9)
融资活动产生的现金流	220	(45)	22	36	(139)
现金变动	218	5	24	39	37
期初现金	145	363	367	392	431
公司自由现金流	(13)	45	3	3	176
权益自由现金流	(56)	22	55	65	66

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.8	11.9	9.6	9.2	8.7
息税前利润率	5.5	8.2	8.8	8.4	7.9
税前利润率	6.6	9.9	9.2	9.1	8.8
净利率	4.7	5.7	4.7	4.7	4.6
流动性(倍)					
流动比率	2.1	2.3	2.3	2.3	2.5
利息覆盖率	11.0	19.8	25.7	26.5	24.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
估值(倍)					
市盈率	75.5	50.0	49.8	43.6	39.2
核心业务市盈率	78.0	51.1	49.6	42.9	38.6
目标价格对应市盈率	96.7	63.4	61.5	53.2	47.8
市净率	4.0	3.7	3.5	3.3	3.1
价格/现金流	97.0	45.2	(65.5)	(676.8)	30.8
企业价值/息税折旧前利润	35.2	23.4	24.7	22.9	20.7
周转率					
存货周转天数	94.4	106.6	104.3	107.3	107.3
应收帐款周转天数	95.3	106.0	120.6	138.1	134.3
应付帐款周转天数	59.9	68.7	73.1	75.4	75.6
回报率					
股息支付率(%)	76.2	29.6	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	7.6	7.7	7.3	7.9	8.2
资产收益率(%)	4.3	5.3	6.0	5.8	5.8
已运用资本收益率(%)	6.5	8.8	10.5	10.4	10.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371