

2010年11月1日

# 贵航股份

## 通飞平台受益低空开放

**买入**

**A** 600523.SS - 人民币 27.80

目标价格: 人民币 34.00(↑20.65)

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(%)	74	19	47	93
相对新华富时	89	2	36	101
A50 指数 (%)				

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)	3,937
3个月日均交易额(人民币 百万)	123
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年前三季度实现收入16.9亿元, 同比上升32.5%; 实现归属母公司的净利润8,840万元, 同比上升13%。其中三季度实现净利润3,800万元, 同比上升92%。公司前三季度综合毛利率为22.6%, 比09年同期下降0.6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, 子公司的业绩有所改善。公司作为中航通飞公司的上市平台, 将受益于空域开放带来的行业性机会。我们预计随着中航通飞公司的资产整合完成, 公司将再次启动资产注入。我们上调公司的目标价格至34.00元, 维持买入评级。

### 季报要点

- 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。
- 公司取消了定向增发收购贵航集团的航空资产的方案, 但通飞公司是中航少数几个为实现证券化的业务板块。我们预计随着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。
- 通飞的平台。

### 估值

- 由于公司目前汽车零部件业务景气维持, 我们上调2010年至12年盈利预测。考虑公司未来通飞公司资产注入的预期和作为通飞平台广阔的空间, 我们将目标价由20.65元上调至34.00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	2,281	2,616	3,000
变动(%)	45	24	26	15	15
净利润(人民币 百万)	69	104	128	150	151
全面摊薄每股收益(人民币)	0.238	0.360	0.444	0.520	0.523
变动(%)	33.5	51.0	23.3	17.1	0.6
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.520	0.598	0.473
先前预期摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.361	0.413	0.459
调整幅度(%)	-	-	22.9	26.0	13.8
核心每股收益(人民币)	0.231	0.352	0.445	0.527	0.530
变动(%)	21.8	52.6	26.5	18.2	0.6
市盈率(倍)	116.6	77.2	62.6	53.5	53.2
核心市盈率(倍)	120.5	79.0	62.4	52.8	52.5
每股现金流量(人民币)	0.19	0.40	(0.24)	0.07	0.61
价格/每股现金流量(倍)	149.8	69.8	(115.7)	374.5	45.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.0	36.6	33.0	29.7	29.1
每股股息(人民币)	0.182	0.107	0.111	0.130	0.131
股息率(%)	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

**图表 2. 2010 年三季度绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比变动 %	2009 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	同比变动 %
销售收入	481.5	522.8	8.6	1,274.5	1,689.3	32.5
销售成本	(359.4)	(397.5)	10.6	(978.7)	(1,307.4)	33.6
毛利润	122.2	125.3	2.5	295.8	381.9	29.1
销售费用	(26.7)	(23.3)	(12.7)	(63.7)	(82.4)	29.3
管理费用	(45.7)	(53.1)	16.2	(117.6)	(154.0)	31.0
经营利润	49.7	48.9	(1.8)	114.5	145.5	27.1
财务成本	(1.8)	(1.3)	(28.1)	(5.4)	(5.0)	(5.8)
其他	2.1	10.9	420.9	28.1	16.8	(40.3)
税前利润	50.0	58.4	16.9	137.3	157.2	14.6
税金	(15.9)	(10.0)	(37.1)	(34.4)	(34.2)	(0.6)
少数股东权益	(14.3)	(10.4)	(27.0)	(24.7)	(34.7)	40.6
净利润	19.8	38.0	92.0	78.2	88.4	13.0

  

盈利能力 (%)			百分点 变动			百分点 变动
毛利率	25.4	24.0	(1.4)	23.2	22.6	(0.6)
经营利润率	10.3	9.3	(1.0)	9.0	8.6	(0.4)
净利率	4.1	7.3	3.2	6.1	5.2	(0.9)

资料来源：公司数据

## 汽车零部件业务维持景气

公司 2010 年前三季度实现收入 16.9 亿元，同比上升 32.5%；实现归属母公司的净利润 8,840 万元，同比上升 13%。其中三季度实现净利润 3,800 万元，同比上升 92%。公司前三季度综合毛利率为 22.6%，比 09 年同期下降 0.6 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，子公司的业绩有所改善。

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，苏州华昌、万江机电、贵州华昌等子公司在三季度利润增加导致投资收益同比增加。

## 通飞的贵航

2010 年 8 月，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，公司决定中止 09 年公告的资产重组工作。

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。

## 通飞平台受益低空开放

我国低空领域存在的诸多管制，是制约我国通用航空业务发展的瓶颈。我们预期，为“十二五”完成低空空域开放做好准备，2010年底将是各项低空开放政策陆续推出的时间窗口。受现行航空法规制度不健全、空管设施落后、空管机制僵化等因素影响，我们预期低空开放仍将遵循中国特色的渐进式改革方略，试点先行、以点带面，2015年前完成空域划分、低空空管设备、机场基建和空管标准体系等各项基本工作，实现全国范围内低空空域的逐步开放。

今年8月19日国务院下发《低空空域管理改革的指导意见》，将低空开放又往前推进了一大步。

10月18日下发的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中关于航空产业的表述为“重点发展以干线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。”这无疑为未来10年通用航空产业大发展提供强有力的支持。

中航通飞公司作为国内规模最大，产品最完整的通用飞机制造商，必将在未来通航发展中成为最大的受益者。而贵航股份作为通飞平台，在通飞领域将大有可为。

图表 3. 渐行渐近的低空空域开放将打开国内通用航空业务市场的无限空间

<p>国务院颁布《通用航空飞行管制条例》，简化低空空域使用审批流程</p>		<p>空管委召开低空空域管理改革研讨会，会议明确指出“适时有序的开放低空飞行区域”，拟定《关于加快通用航空发展的意见》；</p>	<p>2月，民航总局正式批准首家通勤航空试点—阿拉散机场建设及运行方案； 4月，民航局制定加快通用航空发展的有关十五条措施；</p>	<p>通用航空机场、空管和航油等配套设施逐步完善，提升空管服务水平； 合理划分低空空域，建立低空使用许可证制度；</p>
2003	2004	2009	2010	十二五规划
	<p>召开首次全国空管工作会议，提出有计划的开放低空空域</p>	<p>先后确立东北地区通用航空政策试点、内蒙古通勤航空试点、新疆通勤航空与飞行员培训试点、江苏通用航空应急救援试点等项目</p>	<p>7月，空军副司令赵忠新公布在黑龙江、广东两省进行低空开放试点工作 8月，国务院下发《低空空域管理改革的指导意见》，主要内容包括通过空域改革的先行试点，实现空域方面的划分以及通用航空机场和临时起降点的建设问题。</p>	<p>建立适合低空空域开放和民用特点的法律法规体系； 全国范围内低空空域逐步开放，通用航空运营业务井喷式增长</p>

资料来源：中银国际研究

## 估值

由于公司目前汽车零部件业务景气维持，我们上调 2010 年至 12 年盈利预测。考虑公司未来通飞公司资产注入的预期和作为通飞平台广阔的空间，我们将目标价由 20.65 元上调至 34.00 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	2,281	2,616	3,000
销售成本	(1,152)	(1,375)	(1,718)	(1,970)	(2,289)
经营费用	(168)	(220)	(321)	(373)	(436)
息税折旧前利润	143	215	243	273	275
折旧及摊销	(63)	(67)	(18)	(19)	(21)
经营利润(息税前利润)	80	149	225	253	255
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	235	271	279
所得税	(16)	(41)	(59)	(68)	(70)
少数股东权益	(12)	(33)	(48)	(53)	(58)
净利润	69	104	128	150	151
核心净利润	67	102	129	152	153
每股收益(人民币)	0.238	0.360	0.444	0.520	0.523
核心每股收益(人民币)	0.231	0.352	0.445	0.527	0.530
每股股息(人民币)	0.182	0.107	0.111	0.130	0.131
收入增长(%)	45	24	26	15	15
息税前利润增长(%)	12	85	51	13	0
息税折旧前利润增长(%)	26	51	13	12	1
每股收益增长(%)	33	51	23	17	1
核心每股收益增长(%)	22	53	27	18	1

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	235	271	279
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)	(263)	(193)	(38)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(12)	(57)	(67)	(84)	(94)
经营活动产生的现金流	54	115	(69)	21	177
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)	(32)	(38)
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	30	(147)
现金变动	218	5	34	62	38
期初现金	145	363	367	402	464
公司自由现金流	(13)	45	12	32	184
权益自由现金流	(56)	22	65	94	75

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	402	464	502
应收帐款	455	596	885	1,084	1,112
库存	371	433	540	620	720
其他流动资产	52	72	87	99	113
流动资产总计	1,240	1,468	1,914	2,266	2,447
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	2,629	2,967	3,144
应付帐款	284	397	496	569	660
短期债务	218	139	189	239	139
其他流动负债	89	113	146	168	180
流动负债总计	592	649	831	976	979
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	1,204	1,322	1,435
股东权益	1,305	1,395	1,492	1,610	1,724
少数股东权益	118	147	195	248	306
总负债及权益	2,024	2,274	2,629	2,967	3,144
每股帐面价值(人民币)	4.52	4.83	5.17	5.58	5.97
每股有形资产(人民币)	4.09	4.41	4.75	5.16	5.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.49)	(0.57)	(0.48)	(0.46)	(0.93)

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	10.7	10.4	9.2
息税前利润率	5.5	8.2	9.9	9.7	8.5
税前利润率	6.6	9.9	10.3	10.4	9.3
净利率	4.7	5.7	5.6	5.7	5.0
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	29.9	31.7	27.4
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	1.8
估值(倍)					
市盈率	116.6	77.2	62.6	53.5	53.2
核心业务市盈率	120.5	79.0	62.4	52.8	52.5
目标价格对应市盈率	96.7	63.4	50.1	42.3	42.1
市净率	6.2	5.8	5.4	5.0	4.7
价格/现金流	149.8	69.8	(115.7)	374.5	45.2
企业价值/息税折旧前利润	55.0	36.6	33.0	29.7	29.1
周转率					
存货周转天数	94.4	106.6	103.4	107.5	106.8
应收帐款周转天数	95.3	106.0	118.5	137.3	133.6
应付帐款周转天数	59.9	68.7	71.4	74.3	74.8
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	8.9	9.7	9.1
资产收益率(%)	4.3	5.3	6.9	6.8	6.2
已运用资本收益率(%)	6.5	8.8	12.2	12.2	11.4

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 2010 年 10 月 28 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，豁免批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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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(“上市法团”)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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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 2010 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