



华丽转身,进军航空电子领域

——ST 昌河（600372）

2011 年 2 月 24 日

中性/首次

ST 昌河

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号：S1480207120048

联系人：后立尧

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件：

ST 昌河 2 月 24 公告显示：经中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会于 2011 年 2 月 23 日召开的有关会议审核，中航航空电子设备股份有限公司重大资产重组事项获得有条件通过。

观点：

1. ST 昌河华丽转身,进军航空电子业务

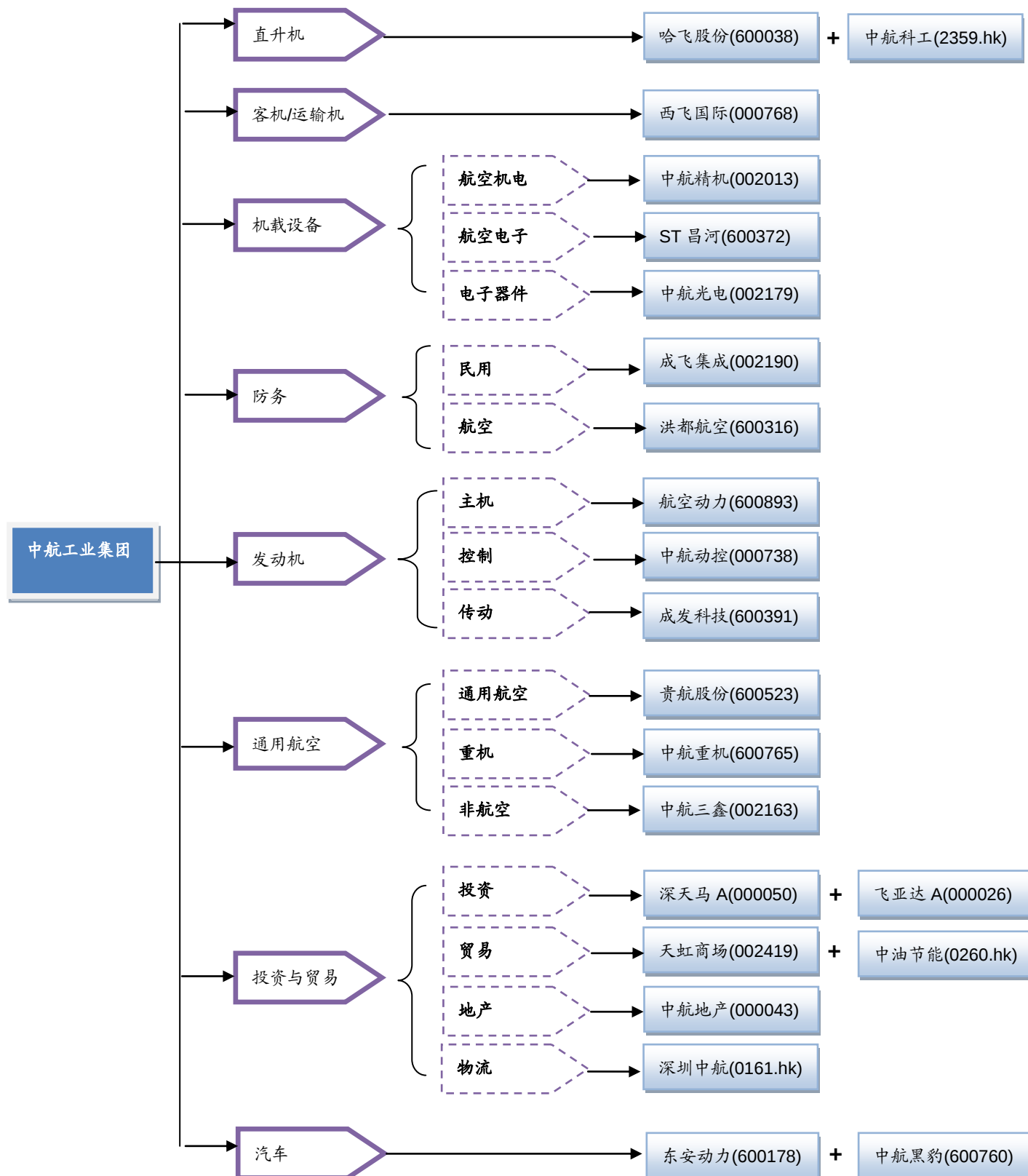
公司在 2010 年 7 月公告了重大资产重组报告书，2010 年 9 月 10 日获得国务院国资委同意重组的批复，并于 2011 年 2 月 23 日获得证监会的审核通过。我们研判：此次重大资产重组是 ST 昌河向中国航空工业集团公司、中国航空科技工业股份有限公司、中航航空电子系统有限责任公司、汉中航空工业有限公司共 4 家公司发行股票购买资产，发行股票数量 3.37 亿股，发行价格最终确定为 7.59 元/股，此次收购的总估值将近 26 亿元。以上资产 2009 年产生的主营业务利润为 7.33 亿元，毛利率为 36.6%。根据公司 2010 年 7 月 7 日公告，此次购买的资产包括：(1) 中航工业持有的千山航电 3.56%的股权；(2) 中航科工持有的凯天电子 86.74%的股份、兰州飞控 100%的股权；(3) 系统公司持有的宝成仪表 100%的股权、太航仪表 100%的股权以及华燕仪表 12.9%的股权；(4) 汉航集团持有的华燕仪表 67.10%的股权、千山航电 96.44%的股权。

此次资产重组为第二次重组，置入的是航空仪表、飞行控制、惯性导航等资产。成功交割后，中航工业所属主要航空电子业务的经营性资产及产品业务将通过 ST 昌河实现上市，从而基本实现中航工业所属航空电子板块的整体上市，ST 昌河也将全面进入航空电子板块业务。交易完成后，公司的实际控制人仍为中航工业，控股股东仍为中航科工，实际控制人和控股股东均未发生变更。

回顾 ST 昌河的曲线转型历史，可谓一波三折。ST 昌河原名江西昌河汽车股份有限公司，主要生产汽车和汽车发动机。2009 年 4 月 9 日，ST 昌河由于 2006 年-2008 年连续三年亏损，股票被停牌，并于 2009 年 5 月 11 日始暂停上市。2009 年 6 月，ST 昌河的第一次资产置换项目获证监会核准，公司通过资产置换及定向增发取得了中航工业拥有的上海航空电器和兰州万里航空机电各 100%股权，汽车制造逐渐淡出 ST 昌河的业务范畴，而航空机载照明及控制系统产品制造渐成公司主业。2009 年，ST 昌河净利润达 2630.83 元；2010 年上半年，公司实现净利润达 6078.35 万元，同比增长 1178.2%。公司也随之获得了上交所关于同意公司股票恢复上市的通知。2010 年 9 月 20 日，已停牌 16 个月的 ST 昌河复牌。由于汽车资产与业务已经转出，因此在 2010 年 7 月，ST 昌河完成第一次重组的交割后，其主营业务已变更为包括航空照明系统、飞机集中告警系统和近地告警系统、航空专用驱动和作动系统为主的航空机载照明与控制系统产品、飞机吊装系统产品、光伏逆变器、电动代步车控制系统及其他民用照明系统制造业务，目前，公司主要致力于航空机载照明与控制系统产品的制造，公司此次资产重组完成后将实现华丽转身，全力进军航空电子领域。

除此之外，我们预计中航工业集团的资产重组将会加速进行，并在 2011 年年内完成集团公司整体上市。

图 1: 中国航空工业集团旗下上市公司及其业务



资料:东兴证券研究所

2. 盈利能力增强,ST 昌河 2010 年净利润预增 400%

根据公司最近公告,预计 2010 年公司全年累计净利润为 1.3 亿元以上,涨幅在 400%以上(扣除上年置换出去的汽车业务的亏损因素外,涨幅在 50%以上。)业绩增长的主要原因是 2010 年下半年以来,受国际市场需求增加的影响,上海航锐电源科技有限公司(为公司全资子公司上海航空电器有限公司持股 65%的子公司)市场订单大幅增加,收入和利润大幅提高,导致公司收入和利润也大幅增加。

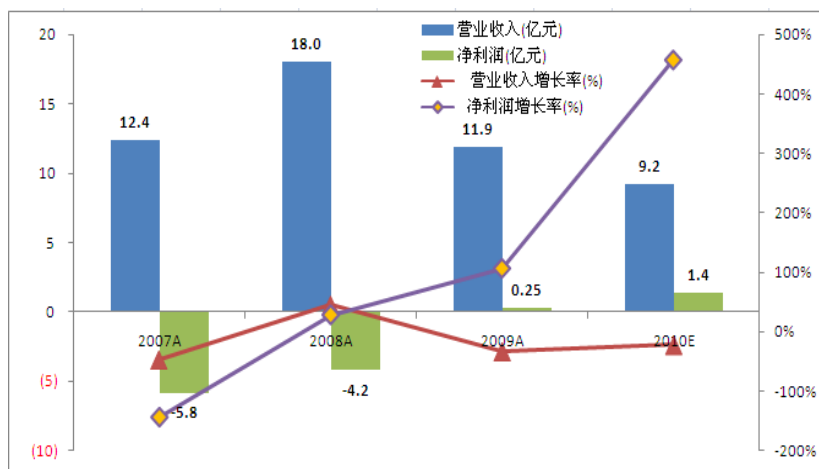
2010 年上半年,公司共实现总收入 3.8 亿元,归属上市归属净利润 6078 万元,同比增长了 1178%。公司上半年主要收入来自照明及调光系统,收入分别是 0.9 亿元和 1.6 亿元,与上年同比增长 29%及 369%,占公司总收入比重分别为 33%及 58%。

表 1: ST 昌河 2010 年上半年各项业务收入对比

	营业收入(亿元人民币)	营业收入增长率	占总收入比例	营业利润率
照明及调光系统	0.9	29%	33%	41%
告警系统	0.4	-23%	14.5%	21%
特种电动机及电驱动系统	0.6	-17%	22%	38%
其它电子产品	1.6	369%	58%	33%
航空零部件	0.24	-15%	8.5%	31%
总计	3.8	65.2%	100%	35%

资料: 公司 2010 年半年报, 东兴证券研究所

图 2: ST 昌河历年营业收入及净利润



资料: 公司 2010 年半年报, 东兴证券研究所

3. 出口业务锦上添花,或能中标美国 20 辆 AC313 直升机采购项目

公司母公司中航工业集团一直很重视出口业务,2009年中航工业集团实现产品出口交付22.2亿美元,占当年集团总收入的8%。而中航工业集团的航空产品出口,主要是由旗下中航国际及中航技进出口有限责任公司两家公司来完成的,其中中航国际主要负责民用航空产品的出口。

2011年1月,外媒报道中航工业集团正与一家名为U.S. Aerospace的美国公司协商,准备携手参与美军下一代军机项目竞标。具体竞标项目有两个:一个是美国海军的直升机采购项目,采购量大约为20架;另一个是美国空军的下一代高级教练机项目,数量可能高达数百架。按照双方的设想,中国自主研制的AC313大型直升机和L15猎鹰高级军用教练机将参与竞标,如果竞标成功,合同的总价值将超过100亿美元。

L15猎鹰高级军用教练机由洪都航空(600316)研制生产,并于2006年3月首飞成功。而AC313大型直升机则由中航工业直升机公司牵头研制,在江西昌河飞机工业有限责任公司生产,对应的上市公司是ST昌河(600372),AC313直升机于2010年3月首飞成功。L15猎鹰高级军用教练机及AC313大型直升机均属于目前中国在该领域自主研发的最先进产品,并且已经实现了整机出口。而中航直升机集团公司计划在2011年实现整体上市,形成直升机和风电产业专业化制造企业。到2011年形成以新一代直升机和2兆瓦风力发电设备等为代表的航空和风电产业格局,建立起完整的直升机产业链。

我们研判:目前,AC313在国内售价为单价8000万元人民币(比国外同等产品便宜15%左右,目前计划年产量为20架),预计出口美国的产品由于存在系统改造费用可能售价会高一些,我们初步估计单价为1亿元人民币,那么20架AC313的销售合同总额为20亿元人民币,除了销售之外,还会有设备维修和配件服务费用,我们保守估计以上费用总额为30亿元,约为2009年ST昌河全年主营收入的2.5倍(2009年主营收入11.9亿元人民币),可直接提升公司的业绩上一个新的台阶。

洪都航空(600316)研制生产的猎鹰高级军用L15教练机在国际售价为1500万美元,此次竞标采购数量可能在几百架左右,涉及金额可达几十亿美元。

图2: 洪都航空猎鹰高级军用 L15 教练机



图2: ST昌河 AC313 大型直升机



结论:

总之,在置入航空仪表、飞行控制、惯性导航等重要核心资产后,ST昌河将实现华丽转身,全力进军航空电子领域,成为军工领域的新兴力量。另外,公司盈利能力也开始回暖,并且有望拿到美国总额30亿元的直升机订单,基于以上判断,我们预测公司10-12年EPS分别为0.29元、0.42元和0.61元,当前股价对应10-12年PE分别为117倍、79倍和55倍。虽然当前市盈率偏高,目前wind航空与国防板块整体市盈率为66倍,但是我们判断随着优质航电资产的注入,亏损资产的剥离,极大地提升了公司盈利能力。公司的高成长性可

以有效消化掉目前的估值压力,我们保守估计公司 2011 年主营收入增长率约 61%,随着中航工业集体出海海外拿订单,ST 昌河的收入及盈利状况也会大幅提升,公司 2010 年下半年海外订单的迅速增加就可以看出公司盈利能力在逐步增强。本着谨慎原则,我们暂时给予“中性”的评级。

风险提示:

一是航空业需求萎缩导致公司订单减少风险;二是竞标美国 20 架 AC313 直升机订单项目失败风险。

表 2: ST 昌河盈利预测表

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	1,807.10	1,198.72	930.00	1,500.00	2,200.00
主营收入增长率	45.03%	-33.67%	-22.42%	61.29%	46.67%
EBITDA (百万元)	(366.96)	97.27	172.39	270.10	386.60
EBITDA 增长率	-33.06%	-126.51%	77.23%	56.68%	43.13%
净利润 (百万元)	(424.87)	25.49	140.71	206.18	296.70
净利润增长率	-27.69%	-106.00%	451.97%	46.53%	43.91%
ROE	-1630.21%	3.67%	17.15%	20.53%	23.38%
EPS (元)	(1.040)	0.060	0.290	0.425	0.612
P/E	(32.70)	566.83	117.14	79.94	55.55
P/B	535.03	23.72	20.09	16.41	12.99
EV/EBITDA	(38.99)	168.13	92.45	58.34	40.05

资料来源: 东兴证券研究所

表 3: ST 昌河资产负债表

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	276.05	184.64	918.84	397.63%	1,596.65	73.77%	2,421.34	51.65%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	725.17	177.58	101.92	-42.61%	123.29	20.97%	120.55	-2.22%
预付款项	32.70	6.09	15.86	160.25%	31.61	99.31%	54.71	73.08%
存货	286.83	140.56	191.10	35.95%	277.40	45.16%	361.64	30.37%
流动资产合计	1,393.80	586.29	1,245.13	112.38%	2,057.03	65.21%	2,999.44	45.81%
非流动资产	855.43	367.77	322.66	-12.27%	288.06	-10.72%	253.46	-12.01%
资产总计	2,249.23	954.06	1,567.79	64.33%	2,345.09	49.58%	3,252.90	38.71%
短期借款	639.50	43.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	1,079.00	65.13	76.44	17.36%	92.47	20.97%	90.41	-2.22%
预收款项	37.31	7.95	8.88	11.70%	10.38	16.89%	12.58	21.20%
流动负债合计	2,223.17	225.97	360.62	59.59%	453.10	25.65%	545.30	20.35%
非流动负债	0.00	27.93	380.63	1262.88%	880.63	131.36%	1,430.63	62.46%
少数股东权益	0.00	5.43	6.23	14.73%	7.03	12.84%	7.83	11.38%
母公司股东权益	26.06	694.73	820.31	18.08%	1,004.32	22.43%	1,269.13	26.37%
净营运资本	(829.37)	360.32	884.51	145.48%	1,603.92	81.33%	2,454.13	53.01%

投入资本 IC	389.51	562.84	280.70	-50.13%	287.71	2.50%	278.62	-3.16%
---------	--------	--------	--------	---------	--------	-------	--------	--------

资料来源：东兴证券研究所

联系人简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事交运设备行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。