

中航集团巨额授信，银企合作珠联璧合

——中航工业集团银企合作动态点评

分析师

乔培涛

☎ (86-10) 88366060—8781

✉ qpt@cgws.com

要点：

- 中航工业集团由原航空一集团二集团合并而成，实际控制 18 家 A 股上市公司，由于航空工业上下级之间严密的控制关系，集团公司的发展战略与动向将间接传导至每个上市公司。我们认为对总集团的动向分析将有利于把握上市公司的投资机会。
- 2009 年 1 月 8 日上午，中航工业集团分别与中国工商银行、中国建设银行等 10 家银行签署战略合作协议，累计获得 1760 亿元意向性授信额度，并且今后集团与各银行间还将继续推动此类合作，预计未来集团将获得总额超过 2500 亿元的信贷授信。
- 我们认为，此次银企合作表明：一是国内金融机构对我国航空工业的发展充满信心。2008 年原一航集团发行的 50 亿元短期融资券即获得市场充分认购。二是在今年国家加大财政支出以及施行宽松的货币政策前提下，以航空工业为代表的国家高端装备制造业将获得有力扶持，此次授信即可被看做一种风向标。预计中央有可能出台后续的相关产业扶持政策。三是此次授信将缓解整个集团的财务压力，减少大股东侵占上市公司利益的可能。
- 中航集团总经理林左鸣日前透露，目前集团正与相关单位筹划建立航空产业基金，规划初始投资规模在 50 亿元左右。我们认为，如果该基金能够顺利获批，将是继东北装备制造产业基金之后我国第二个装备制造业专项产业基金，有望对整个中航系的资本运作和资产注入起到加速和催化作用。
- 同日，中航工业集团与天津市政府签署协议，宣布共同组建中航直升机有限责任公司，该公司注册资本 80 亿元，约定持续注资 40 亿元，中航集团与天津市各占总股本的 69%和 31%。公司将重点发展民用直升机产业，原哈飞集团、昌河集团及保定螺旋桨厂等的直升机配件及整机资产将整合进入该公司。中航集团计划三年内实现直升机公司整体上市。
- 西飞国际昨日公告称，根据国务院国资委的评审意见，决定中止公司首期的股权激励计划，不再提交股东大会审议。我们认为虽然公司的股权激励计划受到挫折，但并不会影响公司管理层对公司业绩的追求，我们依然持续看好公司盈利水平。

行业投资评级：谨慎推荐



1、 中航集团获得银行巨额授信

中航集团由原中国航空工业第一集团（简称一航）与中国航空工业第二集团（简称二航）于 2008 年 11 月合并而成，注册资本 640 亿元，资产合计 2900 多亿元，员工近 40 万人，下辖 200 余家子公司及事业单位，旗下共有 18 家上市公司，为中央直属 40 家重点央企之一。集团目前产值 1700 亿元，并提出了到 2017 年达到销售收入万亿大关。我们在之前的年度报告中已经分析过，单凭集团自身实力难以达到这一目标，注定了集团要充分借助金融杠杆，加快集团上市步伐。

此次银企合作堪当是 2009 年新年以来国内金融机构与工业企业合作的第一大单，缓解了集团高速发展中的资金饥渴。此次授信资金将滚动使用，分散投资于集团下属的运输机公司、直升机公司、发动机公司、机载设备公司等。集团决心趁金融危机欧美传统飞机制造商无暇顾及市场之际迅速开拓国际市场，力争三到五年内进入国际主流市场。我们认为，集团的拓展战略和高速发展必将有利于各上市公司，但我们也要看到，此次授信资金的使用，多数投向为没有能力在权益市场融资的板块，因此对上市公司将是间接受益。

表 1：各银行向集团授信额度（单位：亿元）

中国工商银行	中国建设银行	中信银行	交通银行	浦发银行	光大银行	招商银行	北京银行	民生银行	兴业银行
300	300	300	220	200	100	100	100	90	50

资料来源：集团公告 长城证券研究所

2、 航空产业基金呼之欲出

产业投资基金是一种通过发行基金券(收益凭证)，将多数投资者的不等额出资汇集成为一定规模的信托资产，交由投资专家组成的专门投资机构按照资产组合原理进行投资，获得的收益由投资者按出资比例分享的投资工具，是直接投资于产业，即主要对未上市企业提供资本支持的集合投资制度。我国目前已经获批的产业基金的有三批计 10 支（如表 2）。基金规模多数在 100-200 亿之间，基金类型主要为公司型和契约型，基金投向具有鲜明的特征产业导向。

我们认为航空工业的改革与发展是一项系统性工程，所需要的资金量大，涉及层面广，历时时间长，单纯依靠政府投入和企业的自身融资难以完成，借助资本市场，使金融资本与航空资产得以紧密结合，才能使航空产业得到跃变动力。这其中一个重要环节就是产业投资基金的创设。我们认为，航空产业基金的设立将会为整个航空产业带来如下利好：首先产业基金主要投资于未上市企业，从而为不能上市融资的企业提供资金支持。其次，产业基金对所投资企业的金融支持主要是一种资本支持，因而能够降低企业负债率，改变企业财务结构，进一步增强企业向社会融资的能力。再次，产业基金的设立将促进投资目标产权改革和现代企业法人治理结构的建立，推进投资主体多元化。另一方面，航空工业因其特殊地位长期处于较为封闭状态，尚未成为真正意义上的市场主体，因此引入产业投资基金也为金融资本进入封闭的国防产业领域



开辟了新渠道。

表 1：国家产业投资基金概况

	获批 时间	获批 总规 模	组建人	用途
渤海产业投资基金	2006.1	200 亿	全国社保基金理事会、中银国际、泰达控股、邮政储蓄银行、中国人寿保险公司以及天津津能投资控股有限公司等机构	将按照国家的产业政策和滨海新区的功能定位，投资于具有创新能力的现代制造业项目、为环渤海地区服务的交通及能源等基础设施项目以及具有自主知识产权的高新技术项目等。渤海基金初步计划将资金按 5: 3: 2 的比例，投资于天津、环渤海地区和国内其他地区企业。
绵阳科技城产业基金	2007.9	60 亿	中信证券牵头	所募资金将主要投资于中国（绵阳）科技城、四川省及中国西部企业或项目。其投资方向主要是电子技术、新材料、生物及精细化工、光机电一体化等高新技术产业；国家鼓励发展的环保产业；科技城建设及中国西部城市基础设施建设项目。
广东核电及新能源产业投资基金	2007.9	100 亿	中国广东核电集团、平安信托投资有限责任公司和中国信达资产管理	为全国范围的核电和新能源公司提供投资渠道和金融支持
上海金融基金	2007.9	200 亿	上海国际集团、中国国际金融有限公司	主要用于浦东综合配套改革试点、上海国际金融中心建设以及上海世博会建设等。
山西能源基金	2007.9	100 亿	山西灏鼎能源投资有限公司、中科招商创业投资管理公司和光大三山创业投资管理有限公司	主要投资方向为煤炭规模化生产和产业融合项目、煤化工项目、煤层气开发利用项目、焦化产业整合项目、煤电和煤铝联合项目、能源国企改制项目和交通物流项目。
苏州中新产业基金	2007.9	100 亿	苏州创投集团、厚朴投资	主要投资于长三角高科技企业，其中重点是苏州工业园区。它将按照国家产业政策和苏州工业园区功能定位要求，投资于具有创新能力的高科技制造业项目服务外包业务，以及具有自主知识产权的高新技术项目如生物医药、软件项目等。



华禹水务产业投资基金	2008.8	300 亿	国家开发行、全国社保基金理事会、邮政储蓄银行	投资于西部城市成都、西安等地水务产业。
东北装备工业产业投资基金	2008.8		国务院振兴东北办作为申报人	用于扶持装备制造业基地建设和承担进口替代研制任务的企业。支持装备制造业企业对新装备的研制、开发与生产，支持东北地区装备制造业实施进口替代策略，尽量应用我国企业自主开发的产品。
天津船舶产业投资基金	2008.8	200 亿	中通远洋物流集团作为主要发起人	设立船舶产业投资基金，是用直接融资方式购买大型船舶和特种船舶，建立以基金为一方主体的船舶运营模式，可增强“国货国运”和船舶建造能力，打造我国船舶生产、经营的直接投融资体系，促进国际航运中心和国际物流中心建设。
城市基础设施产业投资基金	2008.8		工商联为申报人	

资料来源：长城证券研究所整理

3、西飞国际股权激励计划中止

尽管根据国资委的批复，西飞国际的首期股权激励计划已经中止，但是我们认为并不会影响公司业绩。我们依然看好公司的良好盈利能力。我们预计公司军机订单部分数量稳中略降。由于军机采购机制现在仍采用成本加成法，故该部分毛利率稳定，总体利润不受宏观经济的影响，成为奠定公司明年利润的基石。另外军机订单会有 30%的预付款，也会降低公司的财务费用。民机部分现有订单满足未来两年的产能需求。预计随着机型改进该业务毛利率还将有小幅提升可能。公司参与了 ARJ21 机型 90%的制造份额，并占到其价值量的 40%。ARJ 在正式投入运行前还需要取得一系列的测试及适航证，明年难以对公司业绩产生实际利好，但该机业务是公司利润的新增长点，值得关注。随着全球金融危机的影响，全球航运业寒冬之下波音与空客明后两年的新增订单下降 70%，也会导致公司转包业务订单的下降，预计公司转包业务明年可能下降 20%。

研究员介绍及承诺:

乔培涛: 清华大学硕士, 2008 年加入长城证券, 任军工板块行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
回避	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。