

言必信，行必果

——中国航空工业集团资本运作分析（2）



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 （维持）

国家/地区

中国/A 股

行业

军工行业

报告日期

2009 年 2 月 13 日

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63326775

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

事件：

- 2 月 10 日，东安黑豹（600760）因筹划重大资产重组事宜而停牌。2 月 11 日，贵航股份（600523）复牌并公布增发预案，公司拟以 8.03 元的价格向贵航集团、贵州盖克航空机电有限责任公司非公开发行不超过 1.1 亿股以收购贵航集团持有的贵州风雷航空军械有限责任公司 100%股权、贵州天义电器有限责任公司 100%股权，贵州盖克航空持有的中国航空工业标准件制造有限责任公司 100%股权。

我们的观点：

- 东安黑豹、贵航股份的重组符合我们预期，中航工业集团稳步推进下属子公司资本运作。**在 09/01/13《大整合、大重组——中国航空工业集团资本运作分析》的报告中我们明确提出，东安黑豹、贵航股份将分别作为中航集团发动机子公司非航空业务板块和通用航空子公司的通用航空板块整合平台，这两个上市公司的重组符合集团发展思路 and 我们的判断。贵航集团拟注入的资产盈利能力良好，发展前景乐观，其拟注入的中航标公司 2008 年实现销售收入 4.45 亿元，同比增长 67%，净利润 8013 万元，同比增长 173%。以 08 年经营情况来看，重组后贵航股份 2008 年每股收益有望达到 0.47 元，业绩提升明显。
- 中航集团的资本运作目标是 3 年子公司整体上市，5 年集团整体上市的目标。**中航集团采用母子公司运行体制，子公司将是运营实体，子公司涉及的 10 大产业板块包括：防务、运输机与支线客机、航空发动机、航电、直升机、通用航空、直升机、投资置业、贸易物流、汽车。集团公司明确要求子公司和事业部用三年时间完成专业化整合，建立适应航空工业发展和国际竞争的体制。而目前集团的资本运作工作主要集中于子公司层面，集团计划到 2011 年，实现子公司 80%的主营业务和相关资产进入上市公司，基本实现子公司整体上市，力争用 5 年时间到 2013 年集团公司 80%以上主营业务和相关资产进入上市公司，到时中航工业集团实现整体上市。（具体请参考 2008/11/13 深度报告《新中航、新希望——中国航空工业集团成立》）。
- 中航集团 21 家上市公司在资产整合中各有定位。**根据规划，在中航集团下属的 21 家上市公司中，洪都航空和成飞集成分属于防务事业部的航空板块和民品板块；西飞国际属于运输机、支线客机业务板块；航空动力、成发科技、ST 宇航、东安黑豹分属于航空发动机的主机、传动、控制和非航空产品业务板块；ST 昌河、中航精机、中航光电属于航空电子、航空机电和元器件业务板块；哈飞股份属于直升机板块；贵航股份、力源液压、中航三鑫分属于通用航空、重机和非航空产品板块；深天马、飞亚达、中航地产和港股的中国航空技术国际（0232.HK）、深圳中航集团股份（0160.HK）则分属于工业投资、航空贸易、贸易物流和置业等板块；东安动力属于汽车板块。当然，根据业务整合的发展需要，今后某些公司不排除进行调整或进行跨板块调整，实现各业务板块间交叉持股的可能性。集团还明确表示，惠腾风电、天虹商场、中航文化等与现有上市公司无关联交易的公司正在准备 IPO。**中航科工（2357.HK）将成为中航集团 A 股外的资产整合平台。**集团将直接控股的中航科工作为集团层面整合资源，建立境内外融资渠道、实现集团战略目标的重要平台，未来将在集团国内外整体上市中起到重要作用。
- 中航集团的资本运作具有战略性的整体思路和规划。**从 2008 年以来，中航工业集团成立后，进行了一系列的资本运作：ST 宇航、ST 昌河、力源液压、贵航股份、中航三鑫和东安黑豹。从上市公司选择来说，其首先着手的是一些原有上市公司业务发展前景堪忧，通过资产重组避免退市，ST 昌河、ST 宇航即属于此类；二是企业经营发展需要资金，通过专业化整合进行融资，力源液压的二次增发就是如此。同时，中航集团对同一上市公司多次注入资产，令前期参与增发的投资者得到回报。我们认为，中航集团深谙资本运作的真谛，并以令投资者和企业双赢的方式进行操作，以获得资本的长期支持。随着产业整合的深化，中航集团将把更多的优质资产注入上市公司，借助资本的力量实现“五化万亿”、“富国强军”的战略目标。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附图：中航集团产业布局



黄色代表处于一次资产整合阶段，深蓝色代表处于二次资产整合阶段，浅蓝色代表是新股

资料来源：东方证券研究所整理

附表：中航旗下上市公司资本运作情况

子公司	上市公司	定位	资产重组情况
防务公司	洪都航空	航空产品	① 2006 年通过股改注入江西洪都飞机公司的航空制造资产
	成飞集成	民品	② ② 2009 年拟通过增发收购 L15 高教机等航空制造项目，并进行技改新股，2007 年 12 月上市
运输机/支线客机公司	西飞国际	运输机、客机研制及转包生产	2008 年通过增发注入西飞集团航空制造资产，和沈飞民机、成飞民机的股权
	航空动力	发动机主机	2008 年通过增发置换入西航集团航空发动机制造资产
发动机公司	成发科技	发动机传动	尚无，但 2006 年股改时成发集团承诺向成发科技注入其拥有的优质资产及业务
	ST 宇航	发动机控制	2009 年拟通过增发注入长航液控、贵州红林、西控公司、北京长空的航空发动机控制系统资产
	东安黑豹	非航空产品	已停牌

航电公司	ST 昌河	航空电子	2009 年拟出售资产增发置入上航电器、兰航机电的机载照明与控制系统资产
	中航精机	航空机电	2007 年通过增发进行技改，扩大了公司汽车零部件生产规模
直升机公司	中航光电	航电元器件	新股，2007 年 11 月上市
	哈飞股份	直升机	无
通用航空 公司	贵航股份	通用航空	① 2008 年通过增发收购贵州华阳电工厂，万江航空机电公司，并投资建设飞控系统、密封件等汽车零部件制造项目
			② ② 2009 年公告拟通过增发注入中航标、风雷航空军械、天义电器等航空制造业务资产
	力源液压	重机	① 2007 年通过增发收购中航世新、安大锻造、永红航空机械、金河公司等重机资产
			② ② 2009 年拟增发完成燃机动力、马山永红、金河铸造等重机资产的收购和技改
贸易物流与 投资置业 板块	中航三鑫	非航空产品	新股，2007 年 8 月上市，2008 年 10 月 8 日贵航集团通过增持，成为公司第一大股东，公司由“三鑫股份”改名为“中航三鑫”
	深天马	工业投资	2007 年通过增发投资建设上海天马 4.5 代 TFT 生产线
	深圳中航集团股份	工业投资	无
	飞亚达	航空贸易	无
	中航地产	置业	2007 通过增发注入深圳中航和原中航地产部分地产、物业管理和酒店管理类股权和资产
汽车	中国航空技术国际	贸易物流	无
	东安动力	汽车制造	无

资料来源：东方证券研究所整

附件：我们近期的军工行业报告

- 1、《新中航，新希望——中国航空工业集团公司成立》 08/11/13
- 2、《安得倚天抽宝剑——从珠海航展看军工行业》 08/11/17
- 3、《星光灿烂——中国卫星深度研究报告》 08/11/18
- 4、《珠海论剑之一：陆军撒手锏——远程制导火箭炮》 08/11/19
- 5、《珠海论剑之二：勇敢的心——航空发动机》 08/11/20
- 6、《珠海论剑之三：飞行摇篮——教练机》 08/11/21
- 7、《珠海论剑之四：ARJ21——大飞机的关键一步》 08/12/02
- 8、《乱世的刀与四万亿的蛋糕——军工行业点评》 08/12/04
- 9、《珠海论剑之五：空中轻骑兵——直升机》 08/12/05
- 10、《珠海论剑之六：战神之眸——光电防务系统》 08/12/11
- 11、《幸运而能干——中航光电深度研究报告》 08/12/15
- 12、《红旗飘飘的舰队——军工行业点评》 08/12/19
- 13、《抗周期的优质品种——中航光电调研报告》 09/01/06
- 14、《大整合、大重组——中国航空工业集团资本运作分析》 09/01/13
- 15、《重装上阵，谁与争锋——2009 年军工行业策略报告》 09/01/15
- 16、《军工行业动态点评》 09/01/21
- 17、《向共和国致敬——建国 60 周年阅兵》 09/1/23
- 18、《哈飞股份参与空客 A350 项目点评》 09/02/02
- 19、《航空重机整合平台，军工制造基础行业——力源液压调研快报》 09/02/03
- 20、《但使龙城飞将在——〈2008 年中国的国防〉白皮书点评》（即将出版）

分析师承诺

陈 刚：军工&电子行业首席分析师

王天一：军工行业助理分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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；

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn