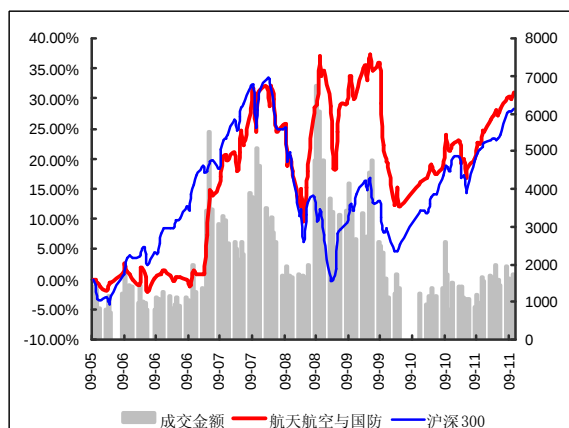


评级：看好

2009 年 11 月 20 日

军工行业：资产注入概念引领 板块行情风云再起

行业指数历史走势：近六个月



市场数据：2009 年 11 月 19 日

行业分类：军工行业

沪深 300：3642.44

航天航空与国防：2549.85

研究员：赵耿华

电话：(0351) 4131415

E-mail: zhaogh@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：无

投资要点：

- **优质资产的注入能极大改善上市公司质地。**现时条件下的 A 股市场上，军工类上市公司大多数属于概念炒作，其主营业务很少涉及军工业务，甚至很少涉及到具有先进技术优势的军工科技。在二级市场上，普遍表现为公司业绩不佳、市盈率较高。随着国家对军工企业改制的逐步放开，一大批具有相当竞争优势和较强盈利能力的核心军工资产将会被注入到上市公司，这批优质资产将会为上市公司注入新的发展活力和增长动力，从而改善上市公司基本面，并从根本上增强上市公司的盈利能力。
- **产业链整合能带来协同效应的整体释放。**由于历史原因，军工企业的建设布局大多不遵循经济规律，从而造成效率极为低下。通过产业的上下游整合，能够实现供需基本平衡，降低产品生产成本；通过横向整合，可以实现企业的规模化经营，减少不规范的外部竞争，便于对整个市场进行全面把握，从而实现资源的优化配置。
- **剩余资本运作平台的后续资产注入。**军工企业内，通常在同一业务板块下有多家上市公司，资产整合的最终目的就是要将不同的公司平台整合到同一资本平台上进行统一管理。因此，剩余的资本运作平台，很可能通过转让的方式进行处理。那么，后续如何转让，以及转让后如何处理，将依据不同的情形对应不同的投资机会。
- **相关上市公司推荐及估值。**建议重点关注资产注入方案明朗，且通过资产注入能够给上市公司基本面带来根本性改变的个股，比如航天长峰（600855）；预期资产重组能够带来良好协同效应的个股，比如西飞国际（000768）和哈飞股份（600038）。同时，可以关注航空系旗下一一些可能被转让的上市公司平台，比如中航发动机公司下属的成发科技（600391）和 ST 宇航（000738）。

重点关注股票每股收益预测

股票代码	公司名称	2008A	2009E	2010E	评级
000768	西飞国际	0.16	0.01	----	谨慎推荐
600038	哈飞股份	0.29	0.30	0.32	谨慎推荐

目录

一、背景介绍	3
二、行业发展现状及趋势分析.....	4
（一）军工资产证券化进展亟待提速.....	4
（二）国家鼓励军工资产证券化.....	6
（三）资产证券化将成为军工行业未来几年内改革的重要任务.....	6
三、投资热点分析与投资机会挖掘.....	7
（一）优质资产注入带来上市公司盈利能力的提升.....	7
（二）产业链整合带来的协同效应释放.....	7
（三）同一业务下多家上市公司整合后带来的其他行业资产注入预期.....	8
四、重点关注上市公司分析.....	8
（一）西飞国际.....	8
（二）哈飞股份	12
（三）其他公司	16
五、风险提示	17
附录：中国十大军工集团下属 55 家 A 股上市公司主营业务一览.....	18

图表目录

图表 1 重庆市工业总产值构成.....	3
图表 2 国内 A 股市场军工上市公司业务分析.....	4
图表 3 2008 年四大军工集团与旗下上市公司收入对比	5
图表 4 未来二十年我国民航飞机市场结构预测.....	9
图表 5 西飞国际最近几年经营状况.....	12
图表 6 中航直升机板块资产分布.....	15
图表 7 哈飞股份最近几年经营状况.....	16
表格 1 2008 年四大军工集团及旗下上市公司收入	5
表格 2 国内支线飞机研制生产情况一览.....	10
表格 3 西飞国际未来业绩预测.....	12
表格 4 中国航空工业集团六大业务板块及上市公司.....	14
表格 5 哈飞股份未来业绩预测.....	16

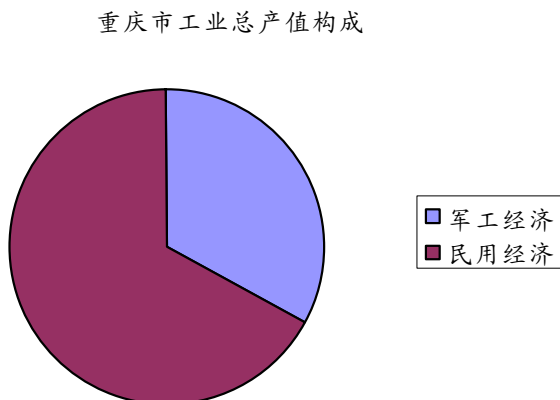
一、背景介绍

我国军工行业主要包括核、航天、航空、船舶、兵器以及军工电子等十大企业集团，总资产规模近 1.5 万亿，年营业收入近万亿，产品基本涵盖了我军的所有武器装备。

作为国家战略性产业，军工行业不仅是国防现代化建设的重要物质和技术基础，也是武器装备研制生产的骨干力量，而且还是国家先进装备制造业的重要组成部分和国家科技创新体系的重要力量。在国务院公布的十六个重大科技专项工程中，军工行业牵头组织承担和参与承担的就有九个半，特别是大型飞机、先进核电技术、载人航天、高分辨率对地观测系统、嫦娥工程等，对整个国家的未来发展具有重要战略意义。

同时，军工行业也正在成为国民经济发展的一支重要生力军，特别是在我国军工产业比较集中的地区，军工产业在当地经济发展中发挥着举足轻重的作用。据统计，重庆现有军工企业和研究院所 38 户，其中重点保军企业 15 户，占全国的 10%，资产总额超过 550 亿元，职工 12 万余人，而军工溢出效应产生的民营企业和国防配套产业占到全市工业总产值的 1/3。

图表 1 重庆市工业总产值构成



资料来源：重庆市统计局、大同证券研究部

与此同时，作为技术密集、资本密集、人才密集的高技术产业，军工产业在科技开发与攻关能力、先进加工制造能力、重大系统工程的组织管理能力、高素质的人才队伍等方面都具备一定的优势，在我国创新型社会构建过程中发挥着重要推动作用。

可是，由于历史的原因，我国的军工企业大多为国有独资，保密意识很强，很少与其它所有制企业开展密切合作，也很少与体系外企业进行沟通交流，更不存在信息披露，与外界的技术交流和业务合作基本上处于割裂状态。

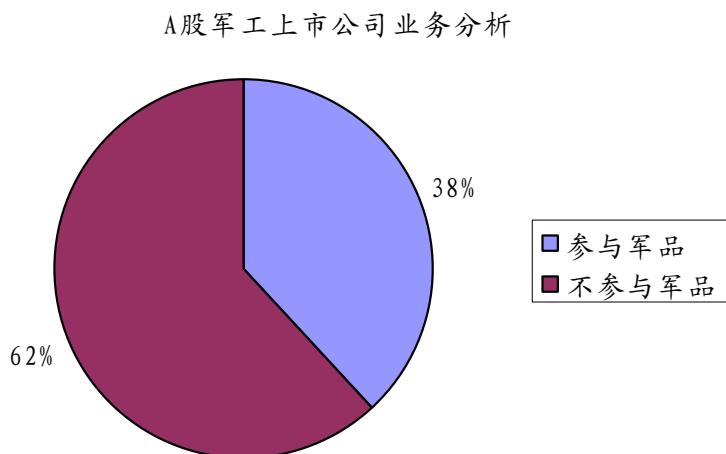
由于现代经济的不断发展，以及全球化竞争的日益激烈，我国军工企业急需革新理念，贯彻“引进来、走出去”的战略，不但要充分发挥自身优势、利用积淀的诸多高精尖技术成果来实现自身发展，也要学会利用外部资本来壮大自己，以现代化企业制度改革和多样化资本运作为主要手段的革新阶段将给军工企业带来无限活力与新生。

二、行业发展现状及趋势分析

（一）军工资产证券化进展亟待提速

从 1993 年飞亚达作为中国第一家带有国防军工概念的公司上市以来，目前已经有 50 多家国防军工企业参股控股的公司在内陆或者香港成功上市。但是，军工企业借力资本市场仍然处于初级阶段：从上市公司的主营业务构成来看，大多数的军工上市公司主要从事的是零部件和元器件加工等业务，而控股公司所从事的一些主机业务并没有纳入到上市公司中来，上市公司主要是依靠自身内涵式的发展，发展速度比较慢，不能形成规模，产业链上下游相互协作的整体优势没有得到体现。在内陆 A 股上市的 55 家公司中，只有 21 家有军工业务，占据上市公司总量的 38%，其他 34 家上市公司基本上都不参与军工研制生产。

图表 2 国内 A 股市场军工上市公司业务分析



资料来源：大同证券研究部

另外，根据对目前上市的 50 多家国防军工企业控股或者参股的上市公司的分析，军工上市公司的资产、净资产仅仅是集团公司的一小部分，约占到军工集团资产的 10% 左右。其中中国核工业建设集团目前还没有任何上市公司，中国核工业集团和中国船舶重工集团分别只有一

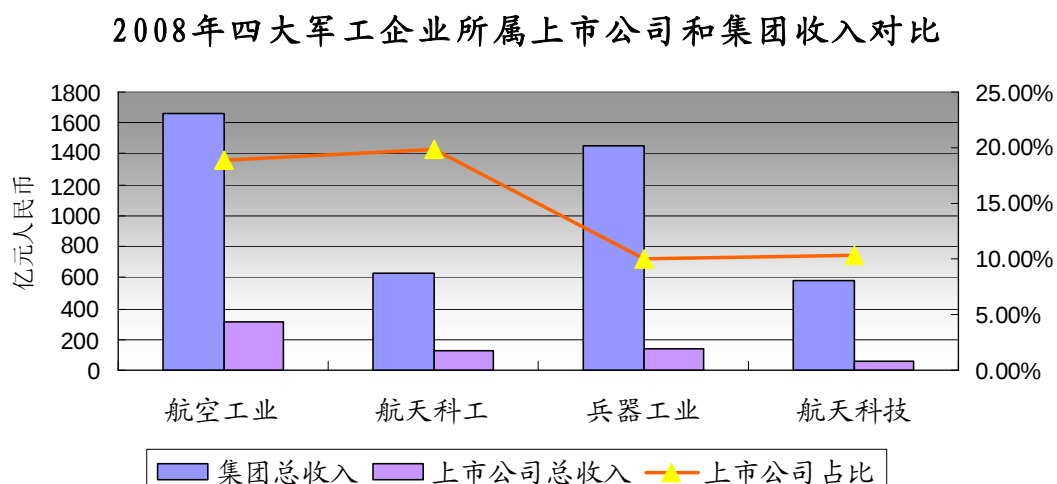
家上市公司，分别是从事阀门零件生产的中核科技和从事蓄电池生产的风帆股份。而且，中核科技和风帆股份所从事的业务都不是集团公司的核心业务。以上市公司较多的中航工业、航天科工、兵器工业以及航天科技四家公司作为对比，中航工业、航天科工、兵器工业以及航天科技四家公司所属上市公司 2008 年营业收入分别只占到各军工集团的 19%、20%、10% 以及 10.4%。

表格 1 2008 年四大军工集团及旗下上市公司收入

名称	航空工业	航天科工	兵器工业	航天科技
集团总收入（亿元）	1660	623	1450	582
上市公司收入（亿元）	313	124	144	60

资料来源：大同证券研究部

图表 3 2008 年四大军工集团与旗下上市公司收入对比



资料来源：大同证券研究部

很显然，当前这种“大集团、小公司”的结构，难以承担起集团公司利用资本市场做强做大的目标。同时，就军工企业聚集的情况看，大部分军工企业控股多家上市公司，有的甚至达到十几家，造成集团公司内部资源的分割和管理上的困难，与目前正在推进的中央企业整体上市的改制方向不太一致。在未来军工集团明确以上市公司为业务平台进行整合的思路下，军工行业内的资本运作将频繁出现。

（二）国家鼓励军工资产证券化

作为计划经济仅存的几个堡垒之一，军工行业市场化改革是大势所趋，优质资产重组并注入上市公司将成为市场化改革的主要任务。从资产注入和整体上市对公司产生的影响来看，将在以下两个方面体现出市场化改革的优势：

第一，充分利用资本市场的资源配置功能，加快企业资源整合，有利于企业做强做大。资本市场是资源配置效率最高的市场，一方面它是各类资本汇聚和集中的场所，另一方面它也迅速地、高效地按照利润最大化的原则将资本配置到最优的行业和公司。通过资产注入或者整体上市，上市公司可以在更大范围内进行资源整合，从而有利于上市公司扩大经营规模、完善公司的产业链、形成产业一体化。从国外大企业的发展历程来看，通过资本市场实现公司外延式扩张，是大企业不断壮大和走向成功的必由之路。这一点经验，尤其值得国内大型企业特别是军工企业学习和借鉴。

第二，有利于完善上市公司治理结构，提升公司经营业绩。在资产注入过程中，大股东通过资产注入、整体上市等方式，可以为上市公司增加新的甚至更好的盈利点，为提升上市公司业绩做贡献。同时，资产注入与整体上市还可以减少关联交易与利润操纵的可能性，减少上市公司的管理层次，完善公司治理结构，提高公司的管理效能，进而提升公司盈利能力。

因此，对于军工企业改制和资产证券化，各级政府都从政策层面给予了大力支持。近几年来，国务院、证监会、国资委先后出台了鼓励中央企业整体上市、提高上市公司质量、使优质资源向上市公司集中的政策和指导意见。2007年11月15日，国防科工委（现更名为“国家国防科工局”）出台了《军工企业股份制改造实施暂行办法》（简称《办法》）和《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》（简称《规定》），对于国内上市公司对军工企业的收购重组进行政策放行，彻底扫除了之前制约军工行业资产注入上市公司的主要障碍和制约因素。

（三）资产证券化将成为军工行业未来几年内改革的重要任务

随着近年来国防投入的不断增加、军工企业公司治理结构的逐步完善以及企业盈利能力和盈利水平的不断提高，企业的综合实力得到极大的增强，部分集团和公司在科研实力、生产能力、管理水平等都达到了国际先进的水平，与国际同行竞争中占据了一席之地。在这种经营局面得到改善的前提下，积极推进对上市公司实施优质资产注入和集团公司的整体上市已成为可能。

2007年底，国防科工委特地制定了军工行业的改制目标：一是用五年左右的时间基本完成

军工企业公司制股份制改造；二是到 2010 年末军工企业利用资本市场直接融资 500~600 亿元左右，军工上市公司销售收达到 1800 亿元左右；三是积极探索具有军工特色的法人治理结构，实现股东结构多元化，促进军工经济又好又快发展。

由此可见，基于企业自身发展的需要以及国家政策的强力推动，军工行业将在未来几年内迎来一个资产股份制改造的高潮，行业也将步入股份制改造和资产证券化的大变革时代。我们可以关注优质资产注入背景下的上市公司质地提升带来的投资机会，比如引领军工集团开展资本运作、集团自身资产证券化路线清晰的中国航空工业集团。

三、投资热点分析与投资机会挖掘

（一）优质资产注入带来上市公司盈利能力的提升

由于保密性的原因，现有军工上市公司所开展的业务很少涉及军工产品，多为民品业务，其无法体现出军工技术的先进优势。随着国家对军民结合政策的放宽，以及军工行业引进外来资本力度的加大，除关系到国家战略安全的武器资产外，大多数军工核心资产可以实现资产证券化。这些具有较高生产效率的设备资产及相关无形资产，在经过改制注入上市公司后，将会极大释放出发展潜能，很可能发展成为上市公司的核心竞争力，从而大大提升上市公司质地。

这个方面，可以重点关注已经更变大股东的航天长峰。此前，航天长峰的大股东由长峰集团变更为中国航天科工防御技术研究院。根据相关协议，新的大股东将继续履行长峰集团在股改时的承诺，即按照相关法律法规的规定和公允价格将优质资产和相关业务置入航天长峰，置入资产经审计的净资产收益率不低于15%，相应的销售收入不低于2亿元。在整个航天科工集团广泛推进资产证券化的前提下，这种资产注入行为足以从根本上改变上市公司的质地。

（二）产业链整合带来的协同效应释放

在上世纪50年代，国家在布局军工产业的时候，基于第三次世界大战的假设以及安全性的考虑，一方面把生产企业放置在偏远山区，交通大多不便利；一方面多点备份建设，同样类型和生产任务的企业，通常会安排在不同区域进行分散建设，大致分布在：东南（江西等地）、东北（辽宁等地）、中部（河南等地）、西南（贵州、四川等地）、西部（陕西等地）。随着世界局势的变化，以及我国现代化发展思路的确立，这些“三线”军工企业面临着极大的发展难题，无论是硬件条件还是软件条件。为激活企业的竞争力，加强与外界联系，进行产业链整合或许已经成为唯一可行的途径。这一方面可以充分利用低成本的各地资源和既有特色优势，

另一方面可以通过同业兼并实现企业的规模效应释放。

在这个方面，重点关注西飞国际。在中航工业集团进行专业化分工的指导思路下，公司一方面整合了陕西地区的航空工业资源，形成了产业链的上下游贯通；另一方面，可能会在将来进一步整合其它区域的同类资产，实现集团内部同类业务的合并和规模的壮大。

基于同样原因，哈飞股份也具有重点跟踪关注的价值。

（三）同一业务下多家上市公司整合后带来的其他行业资产注入预期

无论是国资委的央企缩编计划，还是工信部的行业指导规划，都纷纷配套了各种政策鼓励企业做强做大，企业之间的兼并收购成为实现这一目标的重要路径。特别是各大军工集团均如前所述存在着大量的重复性建设情况，这些生产企业可能分布在不同的区域和领域。在上世纪90年代初，由于当时的各种历史性原因，这些国家大力扶持的生产企业纷纷在“政策扶持”下上市融资。可是，企业在上市后，由于缺乏根本性的发展动力和核心竞争力，并没有迸发出相应的活力和发展能力。时至今日，大多数企业仍然处于相对尴尬的地步，面临着止步不前、行将被淘汰的境地。因此，从各大军工集团的战略布局出发，着眼于经济效率的提高和企业的现代化建设，在对同一业务下的企业进行整合时，必然会有选择性地“整合”，这将意味着一些不具备核心竞争力和未来发展优势的“劣势”企业，可能会被整体或者局部剥离，而竞争优势明显的企业将会被选作板块业务的整合平台。

那么，对于同一业务板块下的除去整合平台外的其他上市公司，最佳的处理方式就是转让。转让有两种可能，一种是同行业或者相近行业的公司基于剩余资产和上市平台双重兴趣进行的收购，另外一种则是其他行业公司单纯基于上市公司平台兴趣进行的收购。对于同行业或者相近行业的并购，新东家往往会注入同行业的优质资产，充分利用原有上市公司资源进行结构性优化，这很大概率上会改变上市公司质地，从而提升上市公司的盈利能力；对于其他行业由于融资需求而引发的并购，新东家将会注入自身主营业务相关资产，但由于行业特点差异较大，盈利能力不同，是否能够真正提升上市公司质地，还存在着较大的不确定性。

在这个方面，可以重点关注中航发动机公司旗下的成发科技(600391)和ST宇航(000738)。

四、重点关注上市公司分析

（一）西飞国际

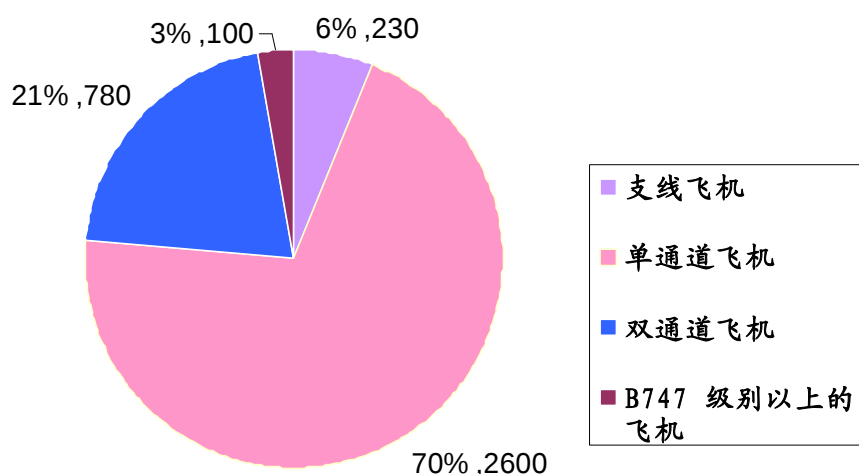
公司是我国轰炸机、歼轰机的主要研制生产基地和整机制造商，主要生产轰六、“飞豹”等

军用飞机。同时，公司也是国内民用飞机的重要制造商，负责新舟系列支线飞机的整机制造，还承担了 ARJ21-700 支线飞机 60% 的制造量。另外，公司也是国内飞机转包和飞机结构件加工的支柱，主要为国外飞机制造商提供零部件转包服务，比如承接空客 A320 飞机的机翼生产等。

军机市场需求稳定。公司军用飞机收入是收入的最重要来源，也是公司经营的稳定器，约占公司总收入的 60-70%。公司的军机业务主要以“飞豹”歼击轰炸机为主，该机具有对地精确攻击能力，是我国海军航空兵和空军对地、对海作战的主力机种，近年由于产品已经进入成熟期，市场需求稳定。根据军方的采购计划，未来五年可以给公司带来 250 亿元左右的收入。

民用支线飞机需求旺盛。尽管全球性的经济危机已经严重影响到航空公司的盈利能力，但是国际各大航空制造业巨头依然看好中国长期航空市场需求。波音公司在《Current Market Outlook2008-2027》中对未来 20 年中国飞机需求量进行了预测：未来 20 年，中国将需要超过 3710 架新飞机，约 3900 亿美元。其中 230 架支线飞机、2600 架单通道飞机、780 架双通道飞机和 100 架 B747 级别以上的飞机。Embarer（巴西航空工业公司）在关于未来 20 年中国支线航空市场的预测报告《中国支线航空市场预测（2009-2028）》中也提到：中国 120 座级别以下的支线客机机队数量将在 2018 年达到 405 架，到 2028 年将达到 875 架。而截至 2007 年底，我国民航机队中 120 座以下级别的客机只有 81 架。

图表 4 未来二十年我国民航飞机市场结构预测



资料来源：波音公司、大同证券研究部

目前，我国自主生产的支线客机主要以新舟和 ARJ21 两大系列产品为主。2009 年上半年，两大系列产品无论在型号研发，产品生产，还是新增订单方面都取得了较好的成绩。新舟系列

是我国以运 7 为基础开发的 50 至 60 座级双涡轮螺旋桨发动机系列支线飞机，目前其成熟型号是新舟 60。新舟 60 大量采用集成国外技术成熟的部件，换装普拉特·惠特尼公司 PW-127J 型涡桨发动机，按照新机设计要求，对驾驶舱内操纵系统、电子设备、警告系统、仪表板和操作台等进行了全新配套设计，它是我国首次按照与国际标准接轨的中国民航适航条例 CCAR-25 进行设计、生产和试飞验证。凭借优异的性价比，新舟 60 首先在海外市场获得了订单，之后转向国内销售。截止 2009 年 6 月，新舟 60 已累计获得国内外订单 162 架。而随着国内支线客机市场的发展，新舟 60 也逐渐成为一款畅销机型。2009 年 6 月，西飞集团与幸福航空公司在举办了 2 架新舟 60 飞机交接转场仪式。至此，新舟 60 飞机已交付国内外客户 29 架，这标志着新舟系列飞机继在国外取得大批量市场订单并成功运营之后，已越来越多地受到国内航空运输企业的欢迎，同时也预示着新舟 60 系列飞机批量投入国内航空运营新局面的到来。在后续研发方面，新舟系列也稳步前进。作为新舟 60 的升级改进型号，新舟 600 于 2008 年 6 月下线，并于 10 月成功实现首飞，目前已签订 12 架合同和意向订单，预计将在 2009 年完成适航取证并交付首家用户。而新舟系列的最新高端型号——新舟 700 飞机的预研工作也已经开始，并计划在 2014 年投放市场。

表格 2 国内支线飞机研制生产情况一览

机型	项目进展	08 年末累计订单	相关上市公司	备注
新舟 60	量产	66	西飞国际	截止 09 年上半年，订单 162 架
新舟 600	完成首飞	2	西飞国际	
新舟 700	在研		西飞国际	
ERJ145	量产	66	哈飞股份	与巴航合资的安博威公司生产
ARJ21-700	完成首飞	126	西飞国际	1、上飞总装 2、截止 09 年上半年，订单 208 架
ARJ21-900	在研		西飞国际	上飞设计、总装

资料来源：公司网站、大同证券研究部

ARJ21 系列则是我国第一次完全自主设计并制造的支线客机，大量采用了国际先进技术和机载系统。ARJ21-700 型的经济级布局为 90 座，满客航程为 2225 公里，最大航程为 3700 公里。西飞公司主要承担飞机的机身、机翼的研制生产任务，大约承担了整个飞机制造量的 60% 以上。2008 年，首架 ARJ21-700 飞机已在上海飞机制造厂下线，并在 2008 年底成功完成首

飞。截止 2009 年 6 月，ARJ21 已经获得 208 架订单，每架接近 2 亿元，市场份额累计 400 多亿元。根据飞机生产和适航取证的计划，中国计划于 2010 年开始向用户交付首架飞机，至 2012 年共向国内用户交付 30 架飞机。这 30 架飞机的大致安排为 2010 年交付 5 架，2011 年交付 10 架，2012 年交付 15 架。

大飞机项目前景诱人。“大飞机”作为最具经济示范效应的重大科技专项之一，初步测算投资研制经费约 500~600 亿元人民币，预计后续会有更多渠道的资金投入到大飞机的研制项目中来，在整个研制过程中估计需要投资累计 2000 多亿元。在巨额的研制费用后面，有着更为广阔的市场空间，预计在未来二十年，仅仅我国的大飞机市场空间就达 20000 亿元之多。从我国航空产业目前的格局来看，一飞研究所、西飞集团、上飞集团、成飞集团和沈飞集团都将会从“大飞机”研制的蛋糕中，以及未来的广阔市场拓展中取得较大的份额。

凭借公司在大中型飞机制造方面拥有丰富的经验，目前西飞国际已经与中国商用飞机有限责任公司签署了大型客机 COMAC919 项目机体 6 个工作包的理解备忘录，取得了中机身（含中央翼）、外翼翼盒（含固定前、后缘）、副翼、后缘襟翼、前缘缝翼和扰流板等 6 个工作包的供应商资格，其中，中机身（含中央翼）和外翼翼盒（含固定前、后缘）公司为唯一供应商。同时，公司也是我国大型客机项目的首批 9 家国内供应商之一。

飞机部件和航空转包业务喜多于忧。公司部件业务主要以 ARJ21 部件和欧美民用飞机部件转包制造为主。2009 年上半年全球民用航空制造市场受到金融危机影响，波音和空客等主要客户均采取了减产措施，这对公司航空转包业务具有一定影响。但另一方面，随着天津 A320 总装项目产能的提升，公司与之配套的部件业务将受益。另外，2009 年上半年 ARJ21 项目进展顺利，公司计划 2009 年交付 ARJ21 部件 5 架份。

2009 年 8 月份，西飞国际与古德里奇公司签订合资办企业的协议，将各持 50% 的股份建立两个合资公司，分别从事民用飞机短舱和起落架专业化生产。两家合资企业将落户西安阎良国家航空高技术产业基地，利用古德里奇在全球大型商用飞机短舱和起落架领域的优势，提升国内商用飞机短舱和起落架专业化生产的水平，形成商用飞机短舱和起落架研发、制造、试验、取证及售后服务的完整产业链，参与国内外商用飞机短舱和起落架部件及组件的生产。短舱和起落架是飞机的重要部件，也是民机市场的重要组成部分，公司与古德里奇公司的合作可完善民机产业结构，拓展国际国内市场，使西飞国际成为整机生产商和全球著名航空制造企业的重要供应商。这将使公司生产由最底层的零部件生产，上升一级，跨越到重要系统部件的生产，完善航空生产产业链，也填补了国内生产研发上的空白。

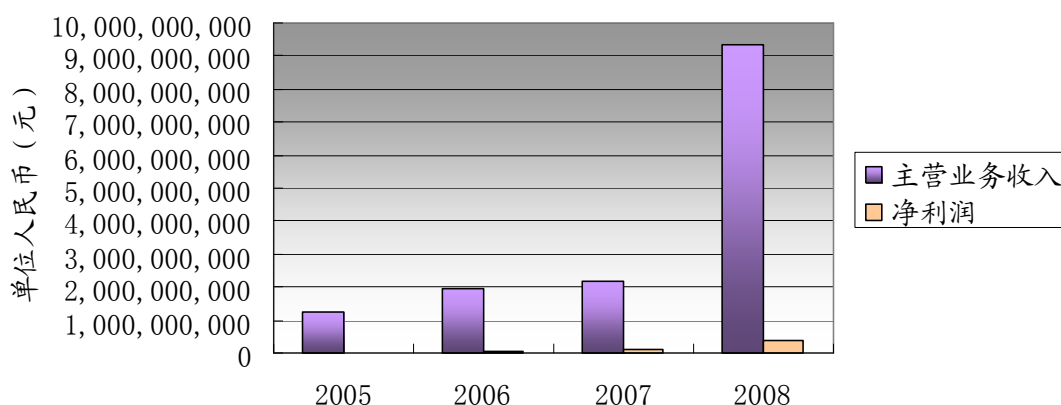
合资工厂生产的短舱和起落架面向全球的市场，主要交付给波音 787、空客 A320、A380、庞巴迪 C 系列飞机，预计合资厂今年能生产交付波音 737 的首个起落架。与古德里奇的合作，不但拓展了公司的航空转包业务，也对将来更多参与 C919 的生产制造打下了良好基础。

公司盈利预测。作为国内仅有的几家军用飞机制造商和支线飞机生产商，具有丰富的大中型飞机制造经验。军用飞机的稳定增长是公司业绩增长的稳定器，民用飞机（包括支线飞机和大飞机）的产业升级和国产化给公司业绩大幅增长带来了丰富的想象空间。

05年~07年，公司作为西飞集团的一个组成部分，只充当供应商角色。2008年，通过定向增发，基本实现了西飞集团的整体上市，西飞集团大部分资产进入上市公司。2009年，由于上市公司对旗下西飞铝业公司的销售款计提将近8000万的坏账准备，对上市公司利润造成了严重影响。同时，再加上金融危机带来的航空制造市场萎缩，公司业绩急剧下滑，预计09年的每股收益不到0.01元。但是，考虑到09年的特殊情况，以及正在进行的资产重组，公司未来业绩转好是大概率事件。因此，我们给予西飞国际“谨慎推荐”的投资评级。

图表 5 西飞国际最近几年经营状况

西飞国际2005-2008经营状况



表格 3 西飞国际未来业绩预测

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿元)	93.59	62.39	取决于重组方案	
净利润 (亿元)	3.89	0.26		
EPS	0.16	0.01		

资料来源：上市公司年报、大同证券研究部

(二) 哈飞股份

哈飞股份是专门从事军民用直升机和固定翼飞机整机生产的航空制造业公司，也是国内两大军用直升机整机生产基地之一，拥有除军机的武器加装和试飞以外的较完整的业务链，也是

中航工业直升机业务的整合平台，资产注入预期较明确。

主流产品需求稳增。公司收入的绝大部分来自于 Z9 机型，Z9 系列产品具有优良的性价比，成本比国外同类产品低 30% 左右，市场竞争力明显。2008 年，Z9 机型的营业收入为 19 个亿，占公司营业收入 86%。Z9 是我国目前使用范围最广、装备数量最多的轻型通用直升机，自 90 年代引进之后一直是我国生产的主要直升机产品。随着产品的成熟，公司 Z9 整机业务将继续保持稳定。特别是四川汶川大地震后，政府对直升机的使用日益重视，将逐渐开放低空管制，来自于政府订单的大幅增加，将使得公司的主营业务收入保持稳健增长。

新产品值得期待。公司目前的新型航空产品主要是运 12F，运 12F 是公司在运 12 基础上改进升级的新型通用飞机，运 12 是目前中国唯一获得英、美适航认可的机种，其使用性能良好，价格低廉，用途广泛，并实现了批量出口，累计销售近 150 架，遍布 20 多个国家和地区。运 12F 预计于 2010 年定型取得适航证，力争 2012 年投放市场，市场定位于中短程低端支线客货运，经改装可用于执行海洋监测、医疗救护、航拍航测、航空遥感及物探等任务。

公司与欧洲直升机公司分别投资 50% 的 Z156 吨直升机项目，预计 09 年底在法国首飞，2011 年定型。目前直 15 已经有 150 架订单，合同金额约 120~135 亿美元。未来直 15 进入批量生产阶段后，公司将从中持续受益。

另外，公司与空中客车公司合资的复合材料中心项目，也将随着 A350XWB 型飞机在 2011 年进入样机和工程总装阶段，开始进入增长期。该项目主要为空客 A350XWB 制造复合材料零部件，占 A350 飞机工作包的 2%。这是空客首次把大规模的复合材料技术转移到中国来，公司为空客公司生产新型飞机的复合材料零部件，既丰富了公司业务线，还可以通过消化国际先进技术，提高自身在复合材料研制，特别是在大型飞机复合材料应用方面的核心竞争力，是中国航空制造业取得的重大突破。

航空工业集团直升机资产注入可期。中航公司成立前，中国直升机研制资产基本集中在二航集团内。中航集团成立后，新中航工业加快了专业化整合的步伐，分别组建了 14 个板块，与航空制造相关主要有 6 个板块：防务分公司、中航飞机公司、中航直升机公司、中航发动机公司、中航通用飞机公司、中航系统公司。

根据“专业化整合、资本化运作、产业化发展”的思路，中航工业以中国直升机设计研究所、哈尔滨飞机工业集团有限责任公司、昌河飞机工业(集团)有限责任公司和保定惠阳航空螺旋桨制造厂等 4 家单位，和哈飞股份为主体，在 2009 年 1 月组建成立了中航直升机公司。公司共有员工 15000 余人，资产规模近 200 亿元。

中航直升机公司主要从事直升机、轻型多用途飞机、螺旋桨、复合材料和风电设备等的研制开发；批量生产销售了直 5、直 8、直 9、直 11、H410、H425、EC120 和 HC120 等多种型号直升机；转包生产各种航空零部件。此外，公司还与法国欧直公司联合研制了直 15 直升机，

自行研制生产了运 12 轻型多用途系列飞机。目前, 公司已经具有了从 1 吨到 13 吨的多个直升机研制平台, 形成了一系列比较成熟的机型。

另外, 中航工业集团已与天津市签订协议: 在天津滨海新区航空产业区打造中国直升机产业基地。初步预计, 直升机产业基地项目总投资 200 多亿元, 自 2009 年开始建设, 计划分两期完成规划目标, 到 2017 年年产各类直升机可达 300 余架, 预计占全球年产量的 15-20%。基地建设将以轻型、中型和重型民用直升机型号为主体, 建立覆盖直升机产品顶层研发、总成(即大部件组装)、销售、客户支持及通航运营的完整产业链体系, 打造具有国际竞争力的中国直升机产业核心聚集基地。

表格 4 中国航空工业集团六大业务板块及上市公司

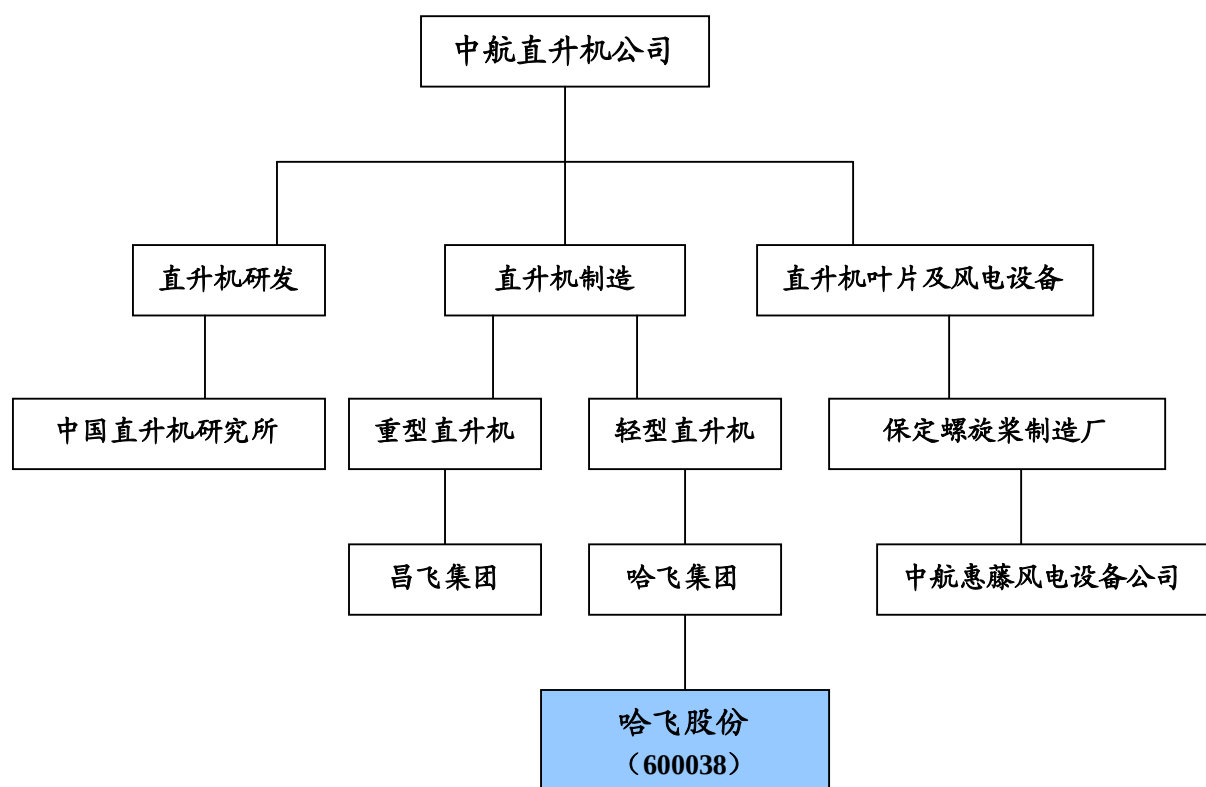
主要业务板块	上市公司	上市公司资产(亿)	非上市公司	非上市公司资产(亿)
防务分公司	洪都航空 成飞集成	39	成飞、沈飞、洪都集团、成都飞机设计所、沈阳飞机设计所、空空导弹研究院、吉林航空维修公司、长沙 5712 飞机公司、中航天水飞机工业公司、上海航空发动机制造股份有限公司等 10 家单位	361
中航飞机公司	西飞国际	139	陕飞集团、一飞院、西安航空制动科技公司、中航起落架公司等 4 家单位	121
中航直升机公司	哈飞股份	29	中国直升机设计研究所、哈飞集团、昌飞集团、保定螺旋桨厂等 4 家单位	171
中航通用飞机公司	贵航股份 中航重机 中航三鑫	62	贵航集团、石家庄飞机制造公司、汉中飞机公司、湖北荆门特种飞机研究所、红原锻铸、安吉精铸等 40 余家单位	198
中航发动机公司	航空动力 成发科技 ST 宇航	90	沈阳黎明、贵州黎阳、南方动力、东安集团、中南传动机械厂等 17 家单位	410
中航系统公司	中航光电 中航精机 东安黑豹 ST 昌河	55	中航电子、西安飞行自动控制研究所、金城集团、北京青云航空仪表、太原航空仪表、庆安集团、航宇救生装备公司等 28 家单位	345

资料来源: 中航工业集团、大同证券研究部

目前, 中航工业旗下上市公司的资产规模远远小于对应板块的资产规模, 存在巨大的资产注入空间。根据集团 “三年专业公司上市、五年集团整体上市” 的规划, 集团以及各业务板块向旗下 A 股公司装入核心航空制造业资产的进程逐渐加快。为此, 中航直升机公司制定了资本

运作的 3 年发展规划，2009 年是公司的重组年，2010 年是整体上市年，2011 年是大发展年。作为中航直升机公司的唯一上市公司，哈飞股份作为直升机板块资产整合平台的作用将非常突出。假定企业整合规划能够得以顺利落实，我们就可以依据时间表判定：中航工业直升机业务板块的整体上市应该在 2010 年，注入哈飞股份的资产规模至少在 100 亿以上。

图表 6 中航直升机板块资产分布

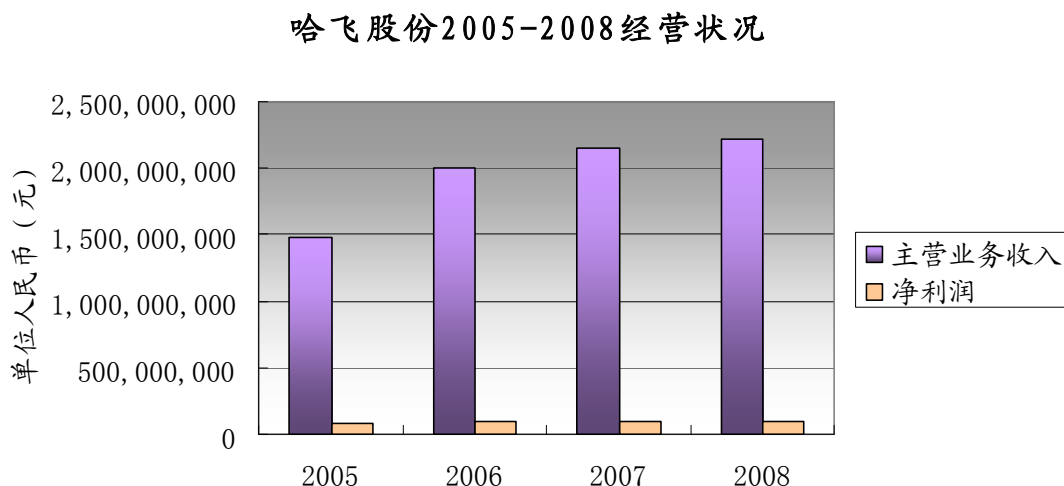


资料来源：中航工业集团、大同证券研究部

公司盈利预测。作为我国直升机的主要生产厂家，对国内直升机供应具有垄断地位。在当前国家高度重视直升机作用的情况下，无论是公司成熟机型还是在研制机型，都将受益于稳定的政府采购订单，具有广阔的市场前景。同时，直升机板块其它业务的注入，也将极大提升公司整体竞争力和企业基本面。

公司在 05~08 年的四年间，基本凸显了公司的军工特点和成熟品质，公司业绩受外界影响较小，基本上保持了平稳增长。根据对公司现有业务的特点和发展速度，以及公司在建投资项目的开展进度，剔除重组可能带来的基本面重大变化因素，我们预计公司业绩将继续维持平稳增长，09 年~11 年的每股收益分别为：0.30 元、0.32 元、0.33 元，给予“谨慎推荐”的投资评级。

图表 7 哈飞股份最近几年经营状况



表格 5 哈飞股份未来业绩预测

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿元)	22.18	21.09	22.56	23.24
净利润 (亿元)	0.99	1.00	1.06	1.09
EPS	0.29	0.30	0.32	0.33

资料来源：上市公司年报、大同证券研究部

(三) 其他公司

1、航天长峰 (600855)。公司是中国航天科工集团旗下的六家上市公司之一。中国航天科工集团是中国十大军工集团之一，以军工生产，航天器、通信及电子设备、专用汽车及零部件、专用设备制造，航天工程及技术研究、服务等为主业。它在航天军工中扮演举足轻重的地位，以成功发射“航天清华一号”卫星为标志，集团公司在微小卫星、固体运载火箭领域取得了重要进展；各类的航天产品成为长征运载火箭、载人航天工程和“嫦娥”探月工程的重要组成部分。科工集团拥有 7 个研究院、2 个科研生产基地以及若干科研生产企业和专业研究所，150 多个企事业成员单位以及 6 家上市公司，包括：航天科技、航天长峰、航天信息、航天电器、航天通信以及航天晨光。

航天长峰(600855)公司不仅是国内唯一一家能生产应用于武器装备现代化的第三代红外成像设备的企业，而且安全计算机技术在国内也处于领先水平。由于军工行业的历史分工原因，公司在地对空导弹嵌入式计算机和防信息泄漏低电磁发射计算机等产品及其软件技术方面具有明显的比较优势。其中在防信息泄露安全计算机的市场占有率居高不下，该产品在电子政务、

金融证券、电子商务等领域的应用前景非常广阔。

2、航空系其他上市公司。随着中航工业集团把汽车资产的剥离，以及中航飞机公司的重组序幕拉开，中航发动机公司的整合也即将开始，可以密切关注航空动力（600893）、成发科技（600391）、ST 宇航（000738）。

五、风险提示

资产重组方案中，注入资产是盈利性不强的资产或者溢价过高；

由于某种原因，资产重组事宜被取消、推迟，或者实施过程中被中止。

附录：中国十大军工集团下属 55 家 A 股上市公司主营业务一览

（其中只有 21 家包含了军工业务，约占全部公司总数的 38%）

十大军工集团		旗下 A 股上市公司		
名称	08 年集团收入（亿）	名称	主营业务	军品所占比重
中国核工业集团	366	中核科技	工业阀门制造	低
中国核工业建设集团	不祥	无		
中国航天科技集团	582	中国卫星	小卫星	56%
		火箭股份	航天电子、信息、元器件	80%
		航天机电	汽车零部件、新能源	无
		航天动力	工程机械配件	无
中国航天科工集团	623	航天晨光	航天发射地面辅助设备、汽车	20%
		航天电器	电子元器件、电机	90%
		航天科技	智能控制领域	无
		航天通信	武器系统、电信增值服务	19%
		航天信息	防伪税控系统	无
		航天长峰	计算机、医疗设备	无
中国航空工业集团	1660	西飞国际	运输机、轰炸机	70%
		贵航股份	航空、汽车零部件	注资后 40%
		中航重机	关键基础件	39%
		中航三鑫	玻璃幕墙	无
		哈飞股份	直升机	66%
		航空动力	航空发动机制造	58%
		ST 宇航	航空发动机控制	重组后 80%
		成发科技	外贸转包	0.51%
		ST 昌河	飞机照明系统	重组后 65%
		中航光电	电子元器件	54%
		中航精机	汽车座椅调角器	无
		东安黑豹	专用车业务	无
		洪都航空	教练机	45%
		成飞集成	汽模、数控加工	无
		东安动力	汽车整车、发动机	无
		中航地产	房地产相关	无
		深天马 A	电子元器件	无
		飞亚达 A	商业零售	无

中国船舶工业集团	730	中国船舶	船舶建造	无
		中船股份	大型钢结构	无
		广船国际	造船业务	无
中国船舶重工集团	1034	风帆股份	蓄电池	无
中国兵器工业集团	1450	北方股份	矿山用车、工程机械	无
		北方创业	铁路车辆及配件	15%
		凌云股份	汽车零部件	无
		晋西车轴	铁路车辆配件	少量
		北化股份	硝化棉及制品	无
		辽通化工	化肥	无
		长春一东	汽车离合器	无
		新华光	太阳能电池、玻璃	少量
		中兵光电	军品配套及民品	75%
		北方国际	工程承包	无
		中国嘉陵	摩托车	无
中国兵器装备集团	1506	ST 轻骑	摩托车及配件	无
		长安汽车	汽车	无
		天兴仪表	汽车摩托车配件	无
		中国南车	轨道车辆制造	无
		江铃汽车	汽车制造	无
		天威保变	变压器等输电设备	无
		利达光电	光学配件	无
		西仪股份	汽车发动机连杆、枪械	25%
		四创电子	民用雷达、通信组件	15%
中国电子科技集团	360	卫士通	安全设备及服务	无
		华东电脑	集成设备销售	无

资料来源：大同证券研究部

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票 短期评级	强烈推荐	预计3个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计3个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%之间
	中性	预计3个月内, 股价表现介于市场基准指数-10%~+10%之间
	回避	预计3个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准,“-”表示市场表现落后基准	
股票 长期评级	看好	预计未来12个月内, 股价表现强于公司所处的行业指数
	中性	预计未来12个月内, 股价表现跟随公司所处的行业指数
	看淡	预计未来12个月内, 股价表现弱于公司所处的行业指数

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 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。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。