

外延及内涵双向增长，航空工业进入腾飞期

——2011 年军工行业投资策略

核心观点

资产注入带来军工外延式及内涵式增长 目前九大军工集团中，除了核工业集团及航天科技集团资产证券化率分别为 70%和 61%之外，其他 7 大军工竣工集团的证券化率 20%左右。利用资本市场，寓军于民，实现军工装备的跨越式发展，有西方波音公司，洛克马丁的成功先鉴。我国军工企业要实现富国强军，将技术优势转化为民品效益，实现央企做大做强，资产证券化是有效的必由之路。随着盈利能力强的军工资产注入，将较大程度改变上市公司的基本面，带来投资机会。

航空工业集团加快资本运作，打造十大平台 航空工业集团作为上市公司最多、市值最高的军工企业，已形成防务、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、汽车等产业板块。公司的资产证券化率为 22%，尚有较多的资产将在近期注入上市公司，集团预计 2011 年内实现集团 80%的业务和资产上市，5 年内实现集团公司整体上市，形成防务等十大平台。

期待直升机、发动机资产注入带来的投资机遇 经过多次资本运作，航空工业集团没有被完全整合的重点盈利能力较强的资产包括：贵航集团、石飞公司的通飞业务，南方宇航的燃气轮机业务；哈飞集团、保定惠阳航空螺旋桨厂、昌飞集团的直升机业务；成都飞机工业（集团）的歼击机、转包业务；哈尔滨东安发动机集团的航空发动机、直升机动力传动系统；成都发动机（集团）的航空发动机、燃气轮机；沈阳飞机工业公司歼击机、导弹等以及民用飞机；沈阳黎明航空发动机集团的航空发动机及燃气轮机。

剩余资产注入预测分析 尚有剩余资产注入预期分析如下：西飞国际预计将注入成飞集团的机头转包业务，沈阳飞机工业（集团）国产 ARJ21 新支线飞机业务。新航集团的机载产品、燃油增压泵等为所飞机和发动机配套的业务，有望注入中航动控。成飞、沈飞的歼击机等防务资产将注入洪都航空，国营东方仪器厂，北京青云航空仪表有限公司未来的注入平台 st 昌河。汉航集团的小模数齿轮业务，金城集团机电资产、预计将注入中航精机。金城集团转向泵注入到东安动力。

重点推荐公司 根据尚未注入资产的情况，我们重点推荐两家公司：哈飞股份（600038），中航重机（600765）。

行业表现对比图



相关报告

研究员: 魏静

电话: 01084183343

Email: weijing@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、资本运作是军工集团必由之路，资产注入是军工股的主要看点	4
二、航空工业集团战略及规划及十大板块	4
三、目前十大板块上市平台及资产注入情况	5
3.1 中航飞机公司整合	5
3.2 中航发动机公司整合	7
3.3 中航防务公司整合	10
3.4 中航系统公司整合	11
3.5 中航通用飞机公司整合	14
3.6 中航直升机公司整合	17
四、已经注入资产及未来可能注入资产分析	17
五、重点公司推荐	19

图表目录

图 1: 收购后的西飞国际股权结构	6
图 2: 重组前相关公司股权情况	9
图 3: 重组后相关公司股权情况	9
图 4: ST 昌河收购资产情况	11
图 5: 中航重机股权结构	16
表 1 九大军工集团资产及证券化率 (亿元)	4
表 2 主要业务板块	5
表 3 注入资产与集团资产情况 万元	6
表 4 我国航空发动机情况	7
表 5 我国军品研究所	10
表 6 中航投资下属企业股权	12
表 7 注入资产盈利情况	13
表 8 金城集团下属企业	13
表 9 标的资产公司与上市公司 2009 年度主要财务数据和指标对比表	14
表 10 贵航集团下属公司	15
表 11 盖克机电的主要下属企业基本情况	16
表 12 中航直升机公司相关公司	17
表 13 集团盈利较强的未注入资产 (万元)	18
表 14 中航工业集团资本运作的主要业务及相关公司	20

一、资本运作是军工集团必由之路，资产注入是军工股的主要看点

2006 年国资委开始进行推进国企兼并重组，从 159 家精简到 2010 年的 125 家，到 2012 年底将根据资产规模、行业竞争力精简为 100 家，并鼓励央企将优质资产上市。作为央企的资源布局的重点支柱行业军工企业，不但面临着央企做大整合的压力，也肩负着提升装备水平，富国强军的使命。利用资本市场，寓军于民，实现军工装备的跨越式发展，是西方波音公司，洛克马丁的成功先鉴。目前九大军工集团旗下都有上市公司在 A 股上市，有 57 家，而九大军工集团总资产规模在 1.7 万亿元左右，相关的上市资产只有 2000 亿元左右，存在着较大的资产证券化空间。目前航空工业集团作为上市公司最多、市值最高的军工企业，明确提出在 2011 年将 80% 的资产注入上市公司。公司的资产证券化率为 22%，尚有较多的资产将在 1 年内注入上市公司。

表 1 九大军工集团资产及证券化率（亿元）

	航空工业	中船重工	兵装集团	兵工集团	航天科工	航天科技	船舶工业	核工业	中电集团
总资产	3931.80	2646	1862	2059	1118	1573	1592	1864	720
所有者权益	1305	660.82	517.36	723.04	422.66	610.70	483.21	482.51	371
业务收入	1708.72	1210.94	1447.4	1648.84	724.67	690.38	760.15	353.29	431
利润总额	92.66	74.78	52.1	53.82	46.09	64.09	55.25	53.52	N/A
净利润	52.37	46.08	18.69	31.15	32.49	52.37	31.41	24.59	32.7
已上市公司利润总额	20.75	21.80	17.17	10.72	11.87	39.32	38.71	0.48	9.4
证券化率	22.39	29.15	32.96	19.92	25.75	61.35	70.06	0.90	N/A

资料来源：国都证券

二、航空工业集团战略及规划及十大板块

航空工业集团 2008 年提出“两融、三新、五化、万亿”的发展战略。“两融”就是改变过去封闭保守的思维，树立开放合作的观念，融入世界航空产业链，融入区域发展经济圈；“三新”就是集团的核心竞争力，由传统的“资产、管理、技术”三位一体，逐步转型升级为“品牌价值、商业模式、集成网络”新的三位一体；“五化”就是推进市场化改革、专业化整合、资本化运作、国际化开拓、产业化发展，最终实现 2017 年经济规模挑战一万亿的目标。集团现已形成防务、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理、工程规划建设、汽车等产业板块。集团 2009 年提出资本化运作的目标分为两个阶段：第一阶段，3 年内实现集团公司 80% 的业务和资产上市；第二阶段，5 年内实现集团公司整体上市。集团将以上市公司为平台实现专业化经营，通过内部整合和外部并购，实现跨越式发展。

在中航集团下属的 21 家上市公司中，经过多次资本运作，形成了以一级子公司依

托的格局。各个一级子公司主业清晰，整合相关业务资源，将优质的航空业务注入下属平台，达到避免同业竞争，做大做强上市公司的目的。集团 2009 年公布在集团专业化整合中，各个上市公司的定位：“在中航集团下属的 21 家上市公司中，中航科工 (2357. HK) 将成为中航集团 A 股外的资产整合平台，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，分属于航空发动机的主机、传动，和控制业务板块；ST 昌河、中航精机、中航光电、东安黑豹属于航空电子、航空机电、元器件和民品业务板块；哈飞股份属于直升机板块；贵航股份、中航重机、中航三鑫分属于通用航空、重机和材料板块；深天马、飞亚达、中航地产和港股的亿钻珠宝 (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。”经过 1 年多的资本运作，相关上市公司形成下表的业务格局。

表 2 主要业务板块

主要业务板块	主要业务定位	上市公司	控股股东
中航飞机公司	运输机、轰炸机等	西飞国际	西飞集团
中航直升机公司	直升机制造等	哈飞股份	哈尔滨航空工业集团
	航空发动机整机制造	航空动力	西安航空发动机集团
中航发动机公司	航空发动机控制系统	中航动控	西安航空动力控制公司
	航空发动机传动系统	成发科技	成都发动机公司
	航空电子	ST 昌河	中航科工
	电子及元器件	中航光电	中国航空工业集团
中航系统公司	航空机电	中航精机	中国航空救生研究所
	航空电器	中航电测	汉中航空工业集团
	专用车	东安黑豹	金城集团
防务分公司	教练机	洪都航空	中航科工
	汽模和数控加工	成飞集成	成都飞机集团
	汽车航空零部件	贵航股份	贵航集团
中航通用航空公司	关键基础件制造	中航重机	贵航集团
	材料	中航三鑫	贵航集团
中航汽车工业公司	汽车整车、发动机	东安动力	中航科工
中航技术国际控股公司	贸易、房地产、液晶显示屏手表、商业等	中航地产、深天马 A、飞亚达、中航技国际 H、深圳中航集团 H、天虹商场	深圳中航集团股份公司
中航科工 (H 股)	海外平台	中航科工 (02357. HK)	中国航空工业集团

资料来源：国都证券

三、目前十大板块上市平台及资产注入情况

3.1 中航飞机公司整合

中航飞机公司目前只有西飞国际这一上市平台，中航飞机旗下的主要资产包括西安飞机工业 (集团) 有限责任公司、陕西飞机工业 (集团) 有限公司、西安航空制动科技有限公司、中航起落架有限责任公司、中航第一飞机设计研究院等 5 家成员单位。今年西飞国际向陕飞集团公司、中航起、中航制动和西飞集团公司发行股份，公司拟向陕飞集团

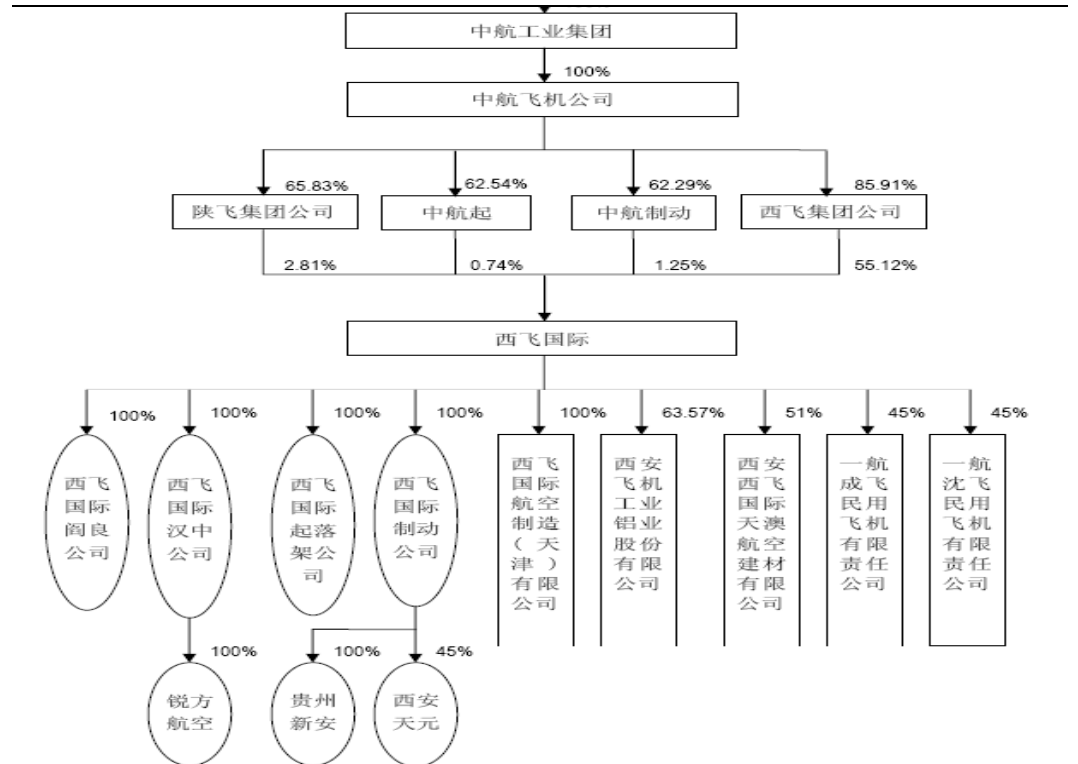
公司、中航起、中航制动和西飞集团公司分别发行 74447181 股、19720773 股、33112856 股、48935259 股，合计发行 176216069 股，占发行后总股本的比例为 6.64%。本次发行完成后，西飞国际总股本将为 2653834509 股，西飞集团公司持股比例由 57.07%变为 55.12%。西飞集团公司目前研制、生产二十余种型号的军、民用飞机。民用飞机主要有运七系列飞机和新舟 60 飞机。军用飞机主要有飞豹、轰六系列等飞机。是国产新支线飞机 ARJ21 主要分承制商，是国产 C919 大型客机主要机体结构供应商和起落架系统供应商，主要转包产品包括波音 737 系列飞机垂尾、波音 747 组合件、波音 747 客改货地板梁、A320 系列机翼、ATR42/72 机身 16 段和 18 段等。通过资产重组，西飞国际新增运 8 系列飞机等机型的生产能力。运 8 系列飞机是我国目前自行研制的最大的中程、中型多用途运输机，可满足军事与非军事领域内的空运、空投、空降及救护等需要，是我军实施空中运输、快速反应及实行特种任务的主力机种。此次中航起起落架业务，以及中航制动航空机轮和刹车业务资产也将注入西飞国际，加上公司已有的起落架业务相关资产，公司将集中国内主要的优势起落架业务资源。这次增发尚在证监会审批阶段。

表 3 注入资产与集团资产情况 万元

	净资产	09年收入	净利09	集团净资产	集团净利
中航起	14,167.64	36,114.61	1,096.86	32959	2278
陕飞	69,836.57	171,143.75	4,250.67	112228	4,502.73
西飞集团	52,208.62	37,482.30	3,489.45	518,574.14	49640
中航制动	36,642.26	73,168.26	5,872.57	69641	5843

资料来源：国都证券

图 1：收购后的西飞国际股权结构



数据来源：国都证券

根据中航工业集团 2009 年 9 月发布的《2009-2028 民用飞机中国市场预测报告》，考虑到未来国内机场建设情况和航线结构变化等情况，预计 2009-2028 年中国民航需

要补充各型民用客机 3,796 架,其中大型喷气客机 2922 架,支线飞机 874 架,这些飞机中 80%用于满足运量增长,20%用于替换到期退役飞机。未来 20 年间,国内航空客运周转量的年均增长率为 8.2%,到 2028 年客运周转量接近 1.38 万亿人公里;同期货运周转量的平均增长率为 10.2%,到 2028 年达到 827.5 亿吨公里。预计到 2028 年,中国民航各型民用客机机队规模将达到 4233 架,货运飞机机队规模将达到 583 架。

目前看来除了中航起尚有部分资产外,其余盈利能力较强的资产均被收购。航空集团尚有成飞集团拥有机头转包业务,有望注入西飞国际。沈阳飞机工业(集团)国产 ARJ21 新支线飞机研制中,公司承担了近四分之一工作量。预计有望注入西飞国际。

3.2 中航发动机公司整合

中航发动机公司 2009 年在北京成立,计划到 2017 年,中航发动机公司将实现销售收入 1600 亿元。发动机公司当前主要资产集中在沈阳黎明、贵州黎阳、成发集团、航空动力、东安公司。不同的公司生产的发动机型号不同,航空动力主要生产“秦岭”航空发动机,沈阳黎明生产“太行”、“昆仑”航空发动机,南方公司是我国中小型及微型航空发动机研制与生产基地,贵州黎阳拥有 WP7 和 WP13 两大系列航空涡喷发动机批生产体系。中航集团将发动机业务划分为发动机整机制造、发动机控制系统制造和发动机传动系统三个模块,分别依托航空动力(600893)、中航动控(000738)、成发科技(600391)这三个上市公司平台进行发展壮大。目前贵州黎阳、南方公司、成发集团的发动机资产注入方向明确,尚有沈阳黎明、东安公司的发动机资产注入方向尚须拭目以待。

表 4 我国航空发动机情况

公司	产品	应用飞机	注入方向
航空动力	“秦岭”航空发动机、“太行”、“昆仑”航空发动机部分核心部件	轰炸机、战斗轰炸机的动力装置	上市公司
沈阳黎明	“太行”航空发动机、“昆仑”航空发动机	歼击机动力装置	未定
贵州黎阳	中推涡喷系列航空发动机	涡喷歼击机动力装置	拟注入航空动力
南方公司	涡轴系列、涡桨航空发动机	用于直升机的动力装置	拟注入航空动力
成发集团	涡喷航空发动机	主要用于教练机	拟注入成发科技
东安公司	涡轮螺旋桨发动机	民用客机、水上飞机和军用运输机	未定

资料来源:国都证券

3.2.1 航空动力——航空发动机整机生产商

航空动力主要产品主要包括航空发动机零部件及航空发动机的衍生产品——大功率燃气轮机,是国内大型航空发动机制造基地企业,曾研制生产了我国第一台大推力涡轮喷气发动机、第一台涡轮风扇发动机、第一台舰用燃气轮机燃气发生器。“秦岭”发动机的试制成功,填补了我国大中型航空涡轮风扇发动机制造技术的空白,参与的“太行”发动机的研制成功,标志着我国同类航空发动机制造技术接近世界先进水平。

2010年8月航空动力进行资产重组,将注入其控股股东西航集团拥有的与航空发动机业务有关的资产和负债(净资产约为800万元,包括中航世新燃气轮机股份有限公司2.37%股权,中航哈轴3.33%股权,中航集团国际租赁2.35%股权)、南方公司100%股权、黎阳航空动力100%股权和三叶公司80%股权。南方公司是我国中小型及微型航空发动机研制与生产基地,在精密铸造、整体叶盘、叶轮、涡轮盘、整流器、薄壁复杂机匣制造,长轴深孔制造,大型复杂结构、薄壁钢机匣成型等方面拥有技术优势,在中小航空发动

机制造领域处于领先地位。黎阳公司航空产品有：WP7和WP13两大系列共16种型号的涡喷发动机，其中涡喷7B获国家银质奖并已出口，涡喷7乙B获部优质产品奖，涡喷13A II航空发动机获国家科技进步一等奖；承接了CFM56-5涡扇发动机部分零件的加工，是我国航空发动机重要的生产基地之一。三叶公司是我国第一家专业生产航空模型发动机的企业，其发动机产品是我国第一个销往国外的航空模型发动机系列产品，公司在微型航空发动机领域起步较早，具有较丰富的行业经验。

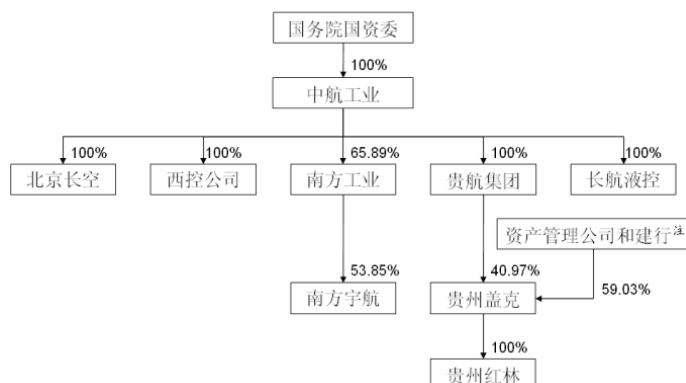
西航集团还有北京黎明（燃气轮机）4.65%股权，西航航空航天地面设备有限公司（航空航天地面设备、冶金设备、电力电子设备及通讯设备的加工、制造和维修）35%股权，西航集团机电石化设备有限公司（金属加工机械、通用设备、工业专用设备、冶金设备及电机机械器材的制造）41%股权资产。2009年西航集团净利润1.19亿，收入61亿，航空动力收入51亿，占西航集团的84%。我们认为西航集团重要的发动机资产已经完成注入。

中国一航承诺将以航空动力（600893）作为其航空发动机整机相关业务的唯一境内上市平台，并在公司需要的及可能的前提下，将所属的其他公司持有的航空发动机批量制造及航空发动机零部件外贸转包生产有关的资产和业务注入公司。中航工业集团旗下还有沈阳黎明，预计注入航空动力（600893）这一上市主体。沈阳黎明是我国第一家航空发动机制造企业，09年净利润1.57亿元，净资产30.5亿元，“十一五”末期预计实现销售收入70亿元，注入后将大大增厚公司的盈利能力；2009年航空动力定向增发1.2亿股，用于航空发动机零部件生产能力建设项目，航空零部件转包生产线技术改造项目，QC280/QD280燃气轮机生产能力建设项目，斯特林太阳能发动机生产及示范工程项目。我国军机正面临大换代，估计未来10年三代发动机需求在3000台以上，航空动力的航空发动机业务将保持大约25%的年增长速度，预计航空动力的净利润将保持30%以上的增长。

3.2.2 中航动控——航空发动机动力控制平台

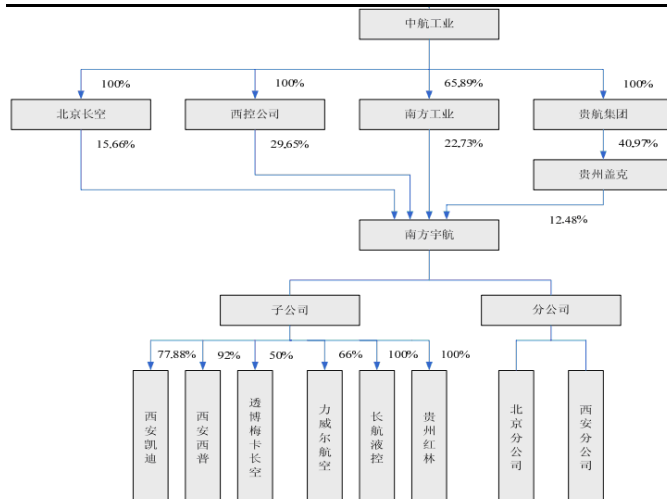
中航动控原为南方宇航科技股份有限公司。2009年重组前，公司的主营业务主要是摩托车生产和销售、航空零部件加工、国际贸易加工和汽车零部件制造。2009年重组后，公司主营业务变更为航空发动机控制系统产品的制造。中航工业以其持有的长春航空液压控制有限公司100%股权与南方宇航资产进行置换；长航液控目前主要以生产发动机燃油流量调节器、燃油柱塞泵、低压轴控制器、停车开关、燃油电磁阀为主。同时长航液控新开发研制了多种气压电磁阀、液压电磁阀、换向阀、擦窗器、减摆器等产品。西安航空动力控制公司以其航空发动机控制系统相关经营性资产以及西安西普机械制造公司92%股权、西安凯迪航空精密制造公司77.88%股权与南方宇航剩余拟置出资产进行等值置换，置入价值超出置出价值的，由南方宇航向西控公司定增股份。南方宇航向贵州盖克航空机电有限责任公司购买其持有的贵州红林机械有限公司100%股权；向北京长空机械有限责任公司购买其航空发动机控制系统相关的经营性资产和负债以及其持有的北京力威尔航空精密机械有限公司66%的股权和北京透博梅卡长空航空发动机控制设备有限公司50%的股权。南方宇航采取向两家交易对方以非公开发行股份方式购买上述资产的对价。

图 1：重组前相关公司股权情况



资料来源：国都证券

图 2：重组后相关公司股权情况



资料来源：国都证券

西控公司 2008 年 1-9 月净利润 4417.54 万元，注入的资产 2008 年 1-9 月净利润 3824 万元，87% 的资产均注入。北京长空盈利能力比较强的资产已经注入。资产注入后，提升 2008 年净利润 1.5 亿。航空工业集团还有新航集团，致力于航空机载产品的设计、研制和生产。主要产品有：用于飞机环控、液压、燃滑油、氧气等系统的过滤器，各类热交换器以及涡轮冷却器、压力调节与关断装置，流量控制与关断装置，输油、油位控制装置、燃油污染在线检测与控制装置，压差继电器、快速截止阀；飞机和发动机使用的燃油增压泵、启动泵、输油泵，研制生产的航空产品几乎为所有的国产飞机和发动机配套。我们认为将注入中航动控。

3.2.3 成发科技——航空发动机传动制造商

成发科技是由成发公司作为主要发起人，并联合沈阳黎明等五家单位设立的股份有限公司，是航空发动机零部件、燃气轮机零部件以及相关机械设备制造的国内专业机械制造企业。成发科技自 2001 年首次公开发行上市以来，一直以“成为世界级的航空发动机和燃气轮机零部件供应商”为发展战略目标，坚持以航空发动机及燃气轮机技术产业为核心，不断快速发展。成发集团拥有机匣、钣金、叶片、热表、装配试车等五个专业化制造中心，在航空发动机关键零部件的加工制造方面形成了技术优势；具备了航空发动机研制生产所需的成套试验能力，与美国 GE、PW、英国 RR 等企业建立了长期的战略合作关系；工业动力系统广泛应用于国内大型钢铁、冶金、石化、建材等领域，并积极开拓国际市场。2010 年 7 月公司定增募集资金拟用于以下项目：合资设立中航哈轴项目、收购成发公司航空发动机相关业务资产以及航空发动机及燃气轮机机匣、叶片、钣金和热表专业化中心建设（一期）项目。公司此次利用募集资金收购成发公司航空发动机相关业务资产，主要包括成发公司下属航机分公司部分与航空发动机零部件制造业务相关的资产以及铸造分公司、锻压分公司、工装分公司、动力分公司、物供部门等资产。目前增发方案获得国资委批准，还需要证监会批准。航空工业集团下属南方宇航公司产品覆盖了直升机动力、教练机动力、运输机动力、无人机动力、辅助动力装置以及地面检测设备等领域，是行业内发动机种类最全、型号最多的航空发动机企业。公司现已发展成为我国的中小型航空发动机研制生产基地。年净利润 8987 万，成发集团 2009

年净资产 19 亿元，利润 1.399 亿，此次发动机资产净资产 2.47 亿元，成发科技净资产 5.6 亿元，因此尚有 10 亿元的净资产未注入。我们预计是大量的燃气轮机业务，未来有望注入到中航重机。此外，成飞集团有柴油发动机单体泵电子控制燃油喷射系统及柴油发动机的电控组合泵总成产品，预计未来将注入东安动力。

3.3 中航防务公司整合——不确定的防务资产

2009 年中国航空工业集团公司防务分公司成立。中航工业防务公司承担战斗机、教练机、无人机及导弹业务的预研、研发、制造、维修、服务和国际合作，并从事喷气公务机等相关技术延伸产品的研发生产。中航工业防务公司下属公司包括分别是沈阳飞机工业有限公司、成都飞机工业有限责任公司、江西洪都航空工业集团、沈阳飞机设计研究所、成都飞机设计研究所、中国空空导弹研究院、吉林航空维修有限责任公司、长沙五七一二飞机工业有限责任公司、中航天水飞机工业有限责任公司、上海航空发动机制造股份有限公司，资产总额近 500 亿元，销售收入近 300 亿元。其中中国空空导弹研究院空空导弹、发射装置、地面检测设备和机载光电设备的研制，长沙五七一二飞机工业公司主要从事歼击机、强击机和直升机修理，沈阳飞机设计研究所主要从事歼击机研制。我国航空院所的防务产品如下表所示，可以看出中航把飞豹注入西飞，直-8 等注入哈飞，相关的军品注入上市公司值得期待。

表 5 我国军品研究所

研究所	院所简介	主要产品
沈阳飞机设计研究所	成立于 1961 年，是新中国组建最早的飞机设计研究所，主要从事战斗机的总体设计与研究工作。	中国歼-8 战斗机、歼八 II
成都飞机设计研究所	主要从事飞行器设计和航空航天多学科综合性研究，致力于中国最先进歼击机、无人机研制与空天高技术发展。	歼-7 飞机、枭龙 FC-1、中国歼-10 战斗机
中国空空导弹研究院	空空导弹研究院创建于 1961 年，是专业从事空空导弹、发射装置研制开发及批量生产的研究发展基地。	PL9C 红外导弹 TY90 红外导弹
中国直升机设计研究所	中国直升机设计研究所是我国唯一的以直升机型号研制和直升机技术预先研究为使命的大型综合。	直-8、直-9、直-11
第一飞机设计研究院	第一飞机设计研究院我国集歼击轰炸机、民用飞机、运输机和特种飞机设计研究院。	飞豹、运-7、空警 1 号
中国特种飞行器研究所	中航工业特种飞行器研究所，是中国唯一从事水面飞行器和浮空飞行器等特种飞行器研究开发主机所。	水轰-5 轰炸机 地效飞机

资料来源：国都证券

洪都航空公司是国内专业生产教练飞机和通用飞机的企业，公司主营产品 K8 教练机、N5A 农林飞机、海燕飞机。洪都公司是中航工业集团全资子公司，2008 年净利润 3281 万元。洪都集团的业务包括强五飞机、运五飞机，导弹类防务资产。

2009 年 12 月洪都航空发出定向增发预案，非公开发行 10600 万股，收购洪都集团飞机业务及相关资产及 8 个项目。收购资产为洪都公司拥有的出口型 L15（猎鹰）高级教练机等飞机业务，主要包含洪都公司下属机电国际分公司、工装工具分公司、标准件分公司、飞机装配设备、飞机飞行试验设施、飞机研发试验资产、昌南工业园资产等。通过本次收购，洪都公司的飞机业务资产基本进入公司。定增其余的项目包括：出口型 L15 高级教练机批生产能力建设技术改造项目，形成 10 亿收入，10 台产能，国外航空产品转包生产技术改造项目，生产产品为飞机舱门、机头、机翼，喷气式高端公务机研制项目，

N5B 型农林多用途飞机批生产能力技术改造项目，国内航空产品协作生产技术改造项目，新初级教练机研制保障条件建设技术改造项目，提高通用航空营运能力技术改造项目，特设基础条件补充建设技术改造项目。

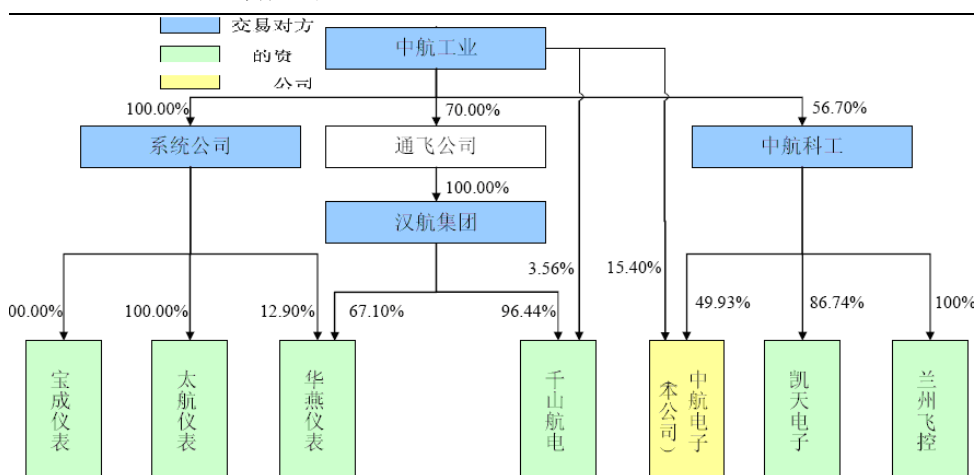
3.4 中航系统公司整合

中航系统公司包括中航航空电子有限公司、西安飞行自动控制研究所、金城集团有限公司、航宇救生装备有限公司等 32 家成员单位，拥有中航光电、ST 昌河、中航精机等 4 家上市公司，共有员工 7 万余人，资产总额超过 400 亿元。公司主营产品有飞行控制系统、惯性导航系统、雷达系统、光电探测系统、大气数据系统、座舱显示控制系统、综合处理与网络系统、电源系统、液压系统、燃油系统、环境控制系统、辅助动力系统、生命保障系统和基础元器件等。中航工业系统公司又拆分为航电分公司和机电分公司。中航航电公司，公司旗下两家上市公司——ST 昌河和中航光电，分别定位为航空电子和航空电子元器件发展平台。

3.4.1 ST 昌河——尚有部分航空电子资产有望注入

ST 昌河（600372）是航空电子产业发展平台。公司在 2009 年与中航工业置换上航电器 100% 的股权及兰航机电 100% 的股权，主要经营航空照明系统、驾驶舱操控面板（CPA）和调光系统、飞机集中告警系统、飞机近地告警系统、航空专用驱动和作动系统、电器控制装置系列、航空智能配电系统、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。2010 年 8 月，公司公布发行 3.37 亿股收购陕西千山航空电子有限责任公司（“千山航电”）100% 的股权；陕西华燕航空仪表有限公司（“华燕仪表”）100% 的股权；中航科工持有的成都凯天电子股份有限公司（“凯天电子”）86.74% 的股份、兰州飞行控制有限责任公司（“兰州飞控”）100% 的股权；系统公司持有的陕西宝成航空仪表有限责任公司（“宝成仪表”）100% 的股权、太原航空仪表有限公司（“太航仪表”）100% 的股权。收购后 2009 备考净利润 2.8 亿，预计 2011 年每股收益 0.42 元。

图 4：ST 昌河收购资产情况



数据来源：国都证券

汉航集团 09 年净利润 10731 万元，华燕仪表及千山航电的净利润分别为 2785 万元及 1657 万元。经过此次收购，汉航集团尚有国营长空精密机械制造公司及国营东方仪器厂两

块盈利能力较强的资产，净利润分别为1236万元及1468万元。汉航集团还有59%的盈利资产没有注入。国营东方仪器厂主要也是从事航电业务，未来的注入平台st昌河。汉航集团的小模数齿轮年产近亿件，我们预计将注入中航精机。中航工业控股企业中尚有北京青云航空仪表有限公司与中航电子主营业务相近，北京青云航空仪表有限公司净利润2970万元。我们预计未来的注入平台仍然是st昌河。

3.4.2 中航光电

中航光电（002179）是航空电子元器件发展平台。中航光电以军工技术为基础，产品广泛用于航空、航天、舰艇、通讯、铁路等领域。中航光电是在沈阳兴华的扶植下发展起来的，目前中航光电持有其51%的股权，中航集团持有49%，兴华以军工产品为主，比例达到90%，从业绩来看，兴华的毛利率高于中航光电，但由于管理方面的问题，其净利率较低，兴华的另一部分股权有望注入中航光电，加强管理，有望成为公司新的增长动力。此外，作为中航航电下属定位于航空电子元器件的上市公司，中航光电未来可以继续整合其他相关资产。

3.4.3 东安黑豹——中航专用车整合标的

机电公司旗下的上市公司主要为中航精机和东安黑豹。东安黑豹置入金城集团及中航投资拥有的专用汽车及其零部件制造业务的优质资产，打造成为以航空机电液一体化技术为基础、以专用汽车及微型、轻型货车为主营业务的专用车行业龙头企业。金城集团拥有机电液压、轻型动力、车辆等五大产业。公司09年向金城集团购买其持有的安徽开乐35%股权、柳州乘龙37.47%股权、上航特100%股权、零部件事业部相关的经营性资产和负债；向中航投资购买其持有的安徽开乐16%股权与柳州乘龙13.53%股权。2010年9月定向增发资产已经过户。中航投资是航空工业集团的一级子公司，主要以股权管理为主。中航投资的下属公司入下表所示。开乐及柳州乘龙给中航投资的收益远远超过中航投资2008年19.58的净利润。我们认为公司的其他资产盈利能力为负，因此这里不进行资产注入分析。

表 6 中航投资下属企业股权

序号	企业名称	主营业务	注入平台
1	北京科泰克科技	铝合金内胆、车用复合气瓶、呼吸气瓶	N/A
2	裕丰产业基金	受托管理私募股权投资基金，从事投融资管理	N/A
3	安徽开乐	专用车辆制造	注入东安黑豹
4	沈飞民用飞机公司	民用飞机及其零部件的设计、生产、销售	N/A
5	成飞民用飞机公司	民用飞机及其零部件的设计、生产、销售	N/A
6	中航西飞公司	飞机、航空零部件设计、试验、生产等。	N/A
7	柳州乘龙	汽车整车及零部件制造；改装汽车设计、制造；	注入东安黑豹
8	上海航空发动机制造股份公司	汽车零部件、摩托车零部件、通用机械	N/A
9	成都凯天电子公司	制造维修航空电子、仪表、发动机控制系统	St昌河
10	中航重机	高压柱塞液压泵、液压马达	上市平台

资料来源：国都证券

表 7 注入资产盈利情况

净利润	安徽开乐	柳州乘龙	上航特	零部件事业部
09年	4005.61	986.45	311.01	355.15
08年	1861.77	1316.51	148.18	476.43

资料来源：国都证券

金城集团 08 年净利润 6210.72 万元，除去此次定增的资产 1770 的净利润，尚有 4441 万元净利润的资产。金城集团有限公司尚有机电液压技术雄居国内前列。产品广泛运用于飞机机载机电综合控制、环境控制、液压操纵、燃油、第二动力、电源传动六大系统，拥有空中加油、恒速传动装置、应急动力装置、液压泵、液压马达、燃油泵、飞机地面操纵系统等核心技术和产品。近年来，金城还不断扩大航空转包生产业务，业务量逐年增长。金城还是中国航空工业集团公司航空轻型动力的研发、生产和试验基地，主要从事 500Hp 以下航空活塞式发动机、500daN 推力量级以下的涡喷、涡扇发动机以及 1MW 级以下地面燃气轮机的研制和生产。产业目标是建成轻型航空发动机生产基地。在汽车零部件领域，金城与德国采埃孚集团成立的合资公司汽车转向泵年产销已超过 130 万台的规模，产品配套于德国大众、一汽大众、上汽集团等著名汽车生产厂家。我们预计液压资产将注入到中航重机、发动机资产注入到成发科技，机电资产注入到中航精机，转向泵注入到东安动力。

表 8 金城集团下属企业

序号	企业名称	主营业务	注入目标
1	金城南京机电液压工程研究中心	机电系统工程，机载电子控制，飞机操纵与控制，	中航重机/成发科技
2	上航特	改装汽车、消防车、商用车九座以上乘用车	已注入东安黑豹
3	其他	南京金龙蟠/金城进出口房地产，进出口	/
4	辽宁陆平机器公司	大板方舱、特种车辆改装、通信天线、电力开关柜	中航精机
5	南京金城机械公司	摩托车的发动机、液压产品及专用机电设备	中航精机
6	安徽开乐	专用车辆制造	已注入东安黑豹
7	柳州乘龙	汽车整车及零部件制造、改装汽车	已注入东安黑豹
8	采埃孚转向泵金城公司	汽车助力转向泵制造	东安动力

资料来源：国都证券

3.4.4 中航精机——有明确的再注入标的

中航精机原有股本16.71亿股本，控股公司为航宇救生装备公司，今年拟以14.53元/股向中航工业、机电公司、盖克机电、中国华融定向发行约25035.99万股购买七家公司100%股权，即庆安集团有限公司100%股权、陕西航空电气有限公司100%股权、郑州飞机装备有限责任公司100%股权、四川凌峰航空液压机械有限公司（即四川航空液压机械厂改制后的存续公司，以下简称“四川液压”）100%股权、贵阳航空电机有限公司（以下简称“贵航电机”）100%股权、四川泛华航空仪表电器有限公司100%股权、四川航空工业川西机器有限责任公司（以下简称“川西机器”）100%股权。中航精机作为

飞机工业的机载平台，未来机电公司预计依托航宇救生设备公司将其资产注入，实现整体上上市。

表 9 标的资产公司与上市公司 2009 年度主要财务数据和指标对比表

项目	庆安公司	陕航电气	郑飞公司	四川液压	贵航电机	泛华仪表	川西机器	合计	中航精机
净资产	14.57	2.19	3.27	0.89	1.14	1.11	1.56	24.73	4.35
营业收入	11.93	6.48	7.64	1.44	3.89	2.22	1.82	35.42	4.31
净利润	0.93	0.40	0.99	0.16	0.34	0.38	0.13	3.33	0.31

资料来源：国都证券

中航精机控股股东航宇救生装备有限公司是我国唯一从事航空防护救生/空降空投装备研制的现代高科技产业集团。公司涉拥有弹射救生装置、个体防护装备、降落伞、供氧系统等各专业综合配套、系统集成的研发体系。公司研制的火箭弹射救生座椅具有 20 余种型号；降落伞已形成阻力伞、救生伞、稳定伞、航弹伞、空降空投伞、回收伞、训练伞、特种武器伞等八大系列；个体防护装备有头部防护、抗荷、供氧、调温、漂浮、防核化等六大系列；航空氧气仪表满足国产飞机的配套要求和空、海军部队的需求。公司的子公司成都海蓉特种纺织品有限公司占全国军工特种纺织品供货市场的 50% 以上份额。公司的航空军品包括为各种军机配套的防护救生装备，包括各型火箭弹射座椅、直升机防弹抗坠毁座椅、特种飞机座椅、救生伞、阻力伞、航弹伞、特种用伞，各型头盔、代偿服、抗荷服、供氧系统装备、个体调温装备、海上救生装备、防毒防化装备等。09 年航宇公司的净利润 3107 万，注入预期明确。汉航集团的小模数齿轮年产近亿件，我们预计将注入中航精机。集团尚有其他机电产品，将陆续注入中航精机。

3.5 中航通用飞机公司整合

2008 年，中国航空工业集团与珠海市政府签订了战略合作协议，中国航空工业集团公司将其通用飞机有限责任公司总部设在珠海，并逐步将研究发展中心，飞机销售中心、和产品总装试飞基地、产品、产品交付及客户服务基地、通用航空运营基地引进珠海。中国航空工业集团公司以所持包括贵航集团 100% 股权，汉中航空工业（集团）有限公司 100% 股权、石家庄飞机工业有限责任公司 100% 股权，联合广东恒健投资控股有限公司和珠海格力集团有限公司进行增资。通过增资，通飞股份的注册资本变更为 100 亿元人民币，其中，中航工业持股 70%，格力集团持股 20%，恒健投资持股 10%。增资完成后，通飞股份将持有贵航集团 100% 股份，并间接持有中航三鑫和中航重机 29% 的股份，成为贵航股份、中航三鑫和中航重机 3 家上市公司间接控股股东，公司实际控制人仍为中航工业。通飞公司将重点研制公务机、水陆两栖飞机、轻型涡浆飞机等。中航工业拟通过资产整合、引进国外先进技术和地方政府的支持力量，将通飞公司打造为引领中国通用飞机和无人飞行器、特种飞行器发展的全球领先企业。公司计划 2015 年实现飞机上百架，产值达到 600 亿元。

3.5.1 贵航股份——期待通用航空资产注入

贵航股份（600523）是通用航空资产的整合平台，控股股东为贵航集团。目前的业务包括汽车零部件，航空电器等业务。2010 年初贵航股份二次增发拟购买中航标、风雷军械和天义电器三家公司资产，这三家公司航空产品业务占比较大，分别为 85%、97% 和 37%，完成后公司的航空产品模拟重组后占比达到 35% 以上，逐步形成汽车零部件和航空产品并举的业务结构。此次增发，由于贵州天义电器有限责任公司业绩连续下滑，

使得增发被否，公司将计划新的资产注入。中航工业通用飞机板块还存在其他飞机整机及零部件资产，包括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。其中石家庄飞机工业公司具备通用飞机的研发制造、通用航空运营、航空器维修等综合能力。公司航空主导产品有运五 B 系列飞机、小鹰 500 飞机、蜻蜓系列超轻型飞机、海鸥 300 水陆两栖飞机等。运五 B 系列飞机是目前我国通用航空领域市场保有量最多、年作业量最大、适用领域最广、对社会贡献最大的通用飞机机种。现有民用型和军用型两种，其中：民用型有运五 B 农林型、运五 B 旅游客机型、运五 B 多用途型三种产品；军用型有运五 B 跳伞机、运五 B 货机、运五 B 客机、运五 B 飞行训练机、运五 B 通信训练机、运五 B 海军型等六种产品。根据河北省政府和中航集团签署的战略合作协议，石家庄通用航空产业基地已于 2009 年 3 月 26 日开工，将建设一个具有 1200 米长跑道的 2B 级通航机场。基地将形成通用飞机的研发制造、航空零部件转包及合作生产、通用航空运营和航空器维修、航空俱乐部和飞行员培训、航空器托管服务等综合发展的产业格局；利用区域优势、技术优势和人才优势，形成石家庄通用航空产业集群，打造中国通用航空产业的北方基地。石家庄飞机厂 09 年净利润 502 万。未来可以将其相关业务注入上市平台。

贵航股份的控股股东贵航集团现有企事业单位 46 家，其中，飞机厂所库 4 家，航空发动机厂所库 7 家，航空机载设备厂 10 家，航空锻件、铸件、标准件、橡胶件等专业化厂 10 家，是国家批准的“863 科技成果产业化基地”，并拥有国家批准的“博士后流动站”、国防和区域性计量检测中心，公司 09 年净利润 4.53 亿。贵航下属子公司如下表所示。集团有无人机及教练机的业务，贵航股份有望成为未来注入平台。

表 10 贵航集团下属公司

序号	公司名称	主营业务	注入标的
1	贵州云马飞机制造厂	烟机零配件	N/A
3	贵州双阳飞机制造厂	山鹰教练机	贵航股份
4	贵州凌云航空物资供销公司	航空、航天标准件紧固件	N/A
5	贵州贵航飞机设计研究所	航空及非航空电机电器制造	中航精机
6	贵州盖克无人机有限责任公司	高压柱塞液压泵、液压马达	贵航股份
7	贵州盖克轻型飞机有限公司	发动机、汽车零部件	贵航股份
8	贵州天义电器有限责任公司	电器	拟注入贵航股份
9	贵州风雷航空军械有限责任公司		拟注入贵航股份
10	贵州金江航空液压有限责任公司	液压	中航重机股东
11	贵阳黔江机械厂	N/A	N/A
12	贵州盖克航空机电有限责任公司	机电产品	拟注入贵航股份
13	贵州五七〇七航空发动机修理厂	飞机修理	N/A
14	都匀贵航东方机床有限公司		
15	安吉有色铸造有限责任公司	飞机铸造件	中航重机
16	贵州安吉航空精密铸造公司	精密铸造	注入中航重机
17	贵州贵航能发装备制造有限公司		
18	贵州西南工具（集团）有限公司		

资料来源：国都证券

贵州盖克机电有限责任公司是贵航的下属公司，09年净利润达到1.09亿，占贵航集团的24%，是盈利能力较强的资产。目前中航标、贵阳航空电机有限公司都有了资产注入方案，尚有贵州平水机械有限公司、贵州枫阳液压有限公司（工程机械液压气动元件）、贵州华峰电器有限公司，我们预计将分别注入东安黑豹、中航光电。

表 11 盖克机电的主要下属企业基本情况

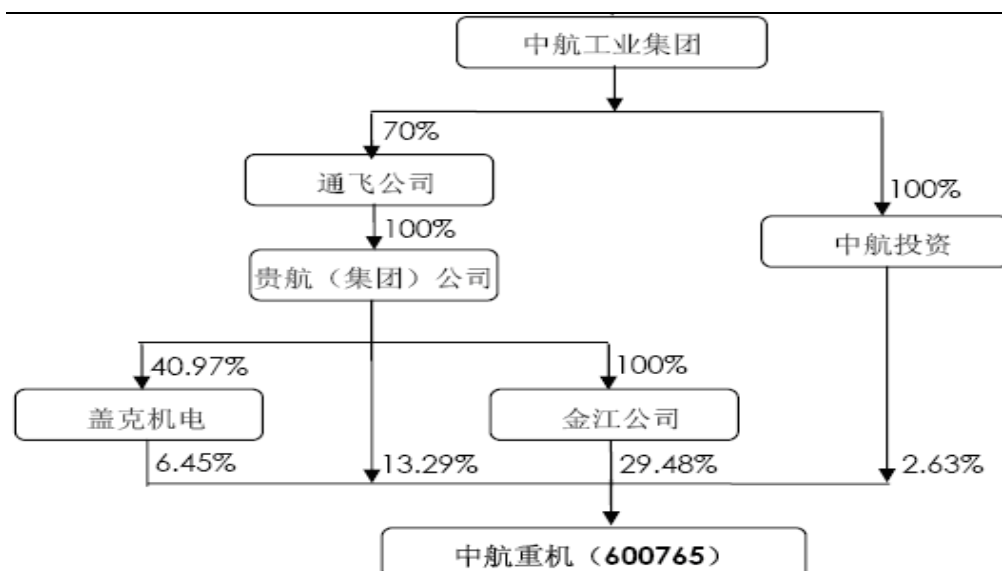
序号	公司名称	主营业务	注入标的
1	贵州平水机械有限公司	烟机零配件	N/A
2	贵州枫阳液压有限公司	航空电器、工程机械液压气动元件	
3	贵州华峰电器有限公司	航空电连接器、微特电机	中航光电
4	中航标	航空、航天标准件、度紧固件	拟注入贵航股份
5	贵阳航空电机有限公司	航空及非航空电机电器制造	注入中航精机
6	中航重机股份有限公司	高压柱塞液压泵、液压马达	上市平台
7	中航动力控制股份公司	摩托车、发动机、汽车零部件	上市平台

资料来源：国都证券

3.5.2 中航重机——尚有大量燃气轮机业务注入

公司主要从事民用高压柱塞液压泵、液压马达等系列产品的生产，在民用高压柱塞液压泵、液压马达行业国内市场占有率第一。2007年，收购中国一航旗下的重机业务相关资产，公司主营业务从单一民用液压件制造转变为军民共用液压件、军民共用锻件、军民共用散热器和军民共用燃气轮机成套制造与服务等四大业务。公司燃气轮机、航空锻件、液压系统、散热系统在行业中的水平均达到了领先水平。2008年，公司收购了中国航空工业燃机动力（集团）有限公司100%股权（含惠腾公司20%股权）及江苏金河铸造股份公司100%股权，使公司液压业务向上游精铸产业链延伸；2009年，公司收购陕西宏远航空锻造有限责任公司、江西景航航空锻铸有限公司、中航卓越锻造（无锡）有限公司，使公司产品链延伸到中低端锻铸件市场发展。通过收购金州（包头）可再生能源有限公司，公司进入燃机发电、风电、垃圾发电等多个新能源领域，确立了中航工业集团新能源产业唯一投资平台的定位，目前，公司形成锻铸、液压和新能源三大产业平台。2010年公司公告收购贵航（集团）公司下属的安吉精铸公司，进入精铸业务领域；收购惠腾公司及新能源投资公司的相关股权。在中航工业集团系统内，沈阳黎明及成发集团、中国南方航空工业（集团）民品业务包括的燃气轮机，我们认为很有可能注入中航重机。

图 5：中航重机股权结构



数据来源：国都证券

3.6 中航直升机公司整合

2009年2月中航直升机公司成立，中航工业直升机注册资本80亿元人民币，中航工业和天津市政府的持股比例分别为69%和31%。该公司资产总额近200亿元，整合了中国最主要的直升机研发、生产机构，包括军工代号602的昌河直升机设计所、哈尔滨飞机工业集团、昌河飞机工业集团和保定螺旋桨厂等，以景德镇、哈尔滨和保定地区工程化设计与试验为依托，主要经营直升机及其他航空器、航空零部件的研发、生产，风力发电设备等。哈飞集团拥有Z9系列直升机、H425/H410系列直升机、HC120直升机、Y12轻型多用途系列飞机、动力三角翼飞行器、航空复合材料零部件和转包国外航空产品大部件等系列产品，并与巴西航空工业公司合作生产ERJ145支线飞机。目前研制的直15代表着目前国内直升机领域的最高水准，填补我国在6—7吨级直升机市场的空白，根据相关规划，中航直升机公司计划在未来3年内实现整体上市，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。力争在未来15到20年中，拥有全球直升机市场15%左右的份额。根据中航工业的预测，未来20年内，中国将需要3000架直升机，而目前全国仅有百余架，市场空间非常大。中航工业计划在10年之内实现300亿至400亿元的销售规模。由于哈飞股份是两市目前唯一一家从事直升机制造的上市公司，中航工业昌河飞机工业集团、保定螺旋桨厂、哈飞集团均是中航直属企业，资产有望注入到哈飞股份。

表 12 中航直升机公司相关公司

	注册资本	持股比例	产品
昌河飞机工业（集团）	75397.40	100%	生产直升机、汽车
哈尔滨飞机工业集团	108402.90	81%	航空产品
保定惠阳航空螺旋桨厂	5193.10	100%	航空螺旋桨、尾桨制造；电站真空冷风机、风力发电设备制造

资料来源：国都证券

四、已经注入资产及未来可能注入资产分析

航空工业集团的一级子公司里没有被完全整合的重点资产包括：贵航集团的飞机业

务，南方宇航的发动机、燃气轮机业务；石家庄飞机工业公司的通用飞机；昌河飞机工业（集团）的直升机；成都飞机工业（集团）的歼击机、转包业务；哈尔滨东安发动机集团德航空发动机、直升机动力传动系统；成都发动机（集团）的航空发动机、燃气轮机；汉中航空工业（集团）的机载产品、汽车及其零部件、齿轮；新乡航空工业（集团）的航空机载产品、汽车零部件；金城集团有限公司的航空发动机及民用机电液压产品；航宇救生装备公司的救生设备；保定惠阳航空螺旋桨厂的螺旋桨；沈阳飞机工业公司歼击机、导弹等以及民用飞机；沈阳黎明航空发动机集团的航空发动机及燃气轮机；哈尔滨飞机工业集团的直升机、支线飞机；四川泛华航空仪表电器厂等。

表 13 集团盈利较强的未注入资产（万元）

序号	名称	注册资本	主营业务	注入平台	净利润
1	贵州航空工业（集团）	150760.00	航空飞行器、发动机等	注入贵航股份	45324
2	中国南方航空工业集团	89029.00	航空发动机、内燃机	注入中航重机	8789
3	石家庄飞机工业公司	4688.30	飞行器生产、销售轻型飞机、	贵航股份	502
4	昌河飞机工业（集团）	75397.40	研制直升机为主	哈飞股份	1970
5	中国飞机起落架公司	74036.00	飞机起落架、民用液压产品	西飞国际、东安动力	2242
6	成都飞机工业（集团）	72915.00	歼击机、转包业务、电控	注入洪都航空	20180
7	哈尔滨东安发动机集团	64637.50	航空发动机、直升机动力传动系统	成发科技	17603
8	成都发动机（集团）	75496.40	航空发动机；燃气轮机	成发科技，中航重机	13987
9	新乡航空工业（集团）	34100.00	航空机载产品、汽车零部件	中航动控，东安动力	6331
10	金城集团有限公司	14646.60	航空发动机及民用机电液压产品	中航重机、成发科技	9681
11	航宇救生装备公司	10000.00	航空生命保障系统装备等	注入中航精机	3107
12	中航投资有限公司	10000.00	实业投资、资产管理		5515
13	常州兰翔机械总厂	6983.90	玻璃钢制品、高分子聚合物制造		697
14	中航工业规划设计院	6800.00	建筑工程的规划、设计；	注入中航三鑫	6094
15	北京青云航空仪表公司	6344.00	飞行仪表传感器、驾驶仪	注入st昌河	2970
16	苏州长风公司	5963.00	航空电子及机载设备等	st昌河，中航精机	
17	保定惠阳航空螺旋桨厂	5193.10	航空螺旋桨、直升机旋翼毂、风电	注入哈飞股份，	41070
18	国营北京曙光电机厂	4864.40	电源、微特电机	注入中航精机	642
19	天津航空机电有公司	4316.30	点火系统、断路器、配电系统	注入st昌河	7841
20	武汉航空仪表有公司	3960.70	传感器	注入中航电测	1510
21	沈阳飞机工业公司	350325.00	歼击机、导弹等以及民用飞机	民机注入西飞，军品洪都	51810
22	沈阳黎明航空发动机集团	163087.00	航空发动机及燃气轮机	成发或航空动力，中航重机	15740
23	哈尔滨飞机工业集团	108402.90	直升机、支线飞机		-3880
24	宜宾三江机械公司	16594.00	机载、汽车动力	中航精机	548
25	保定向阳航空精密机械	5600.00	模具、带锯机床、夹具	中航精机	549
26	四川泛华航空仪表电器厂	26040	航空电器、电连接器等	中航光电、st昌河	2839

资料来源：国都证券

五、重点公司推荐

根据尚未注入资产的情况，我们重点推荐两家公司：哈飞股份（600038），中航重机（600765），成发科技（600391）。

哈飞股份（600038） 哈飞股份是两市目前唯一一家从事直升机制造的上市公司，中航工业昌河飞机工业集团、保定螺旋桨厂、哈飞集团均是中航直属企业，资产有望注入到哈飞股份。哈飞集团拥有 Z9 系列直升机、H425/H410 系列直升机、HC120 直升机、Y12 轻型多用途系列飞机、动力三角翼飞行器、航空复合材料零部件和转包国外航空产品大部件等系列产品，并与巴西航空工业公司合作生产 ERJ145 支线飞机。目前研制的直 15 代表着目前国内直升机领域的最高水准，填补我国在 6—7 吨级直升机市场的空白，根据相关规划，中航直升机公司计划在未来 3 年内实现整体上市，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，力争在未来 15 到 20 年中，拥有全球直升机市场份额 15% 左右的份额。根据中航工业的预测，未来 20 年内，中国将需要 3000 架直升机，而目前全国仅有百余架，市场空间非常大。近期来看，资产注入标的明确，给予推荐 A 评级。

中航重机（600765） 公司主要从事民用高压柱塞液压泵、液压马达等系列产品的生产，在民用高压柱塞液压泵、液压马达行业国内市场占有率第一。2007 年，收购中国一航旗下的重机业务相关资产，公司主营业务从单一民用液压件制造转变为军民共用液压件、军民共用锻件、军民共用散热器和军民共用燃气轮机成套制造与服务等四大业务。公司燃气轮机、航空锻件、液压系统、散热系统在行业中的水平均达到了领先水平。2008 年，公司收购了中国航空工业燃机动力（集团）有限公司 100% 股权（含惠腾公司 20% 股权）及江苏金河铸造股份公司 100% 股权，使公司液压业务向上游精铸产业链延伸；2009 年，公司收购陕西宏远航空锻造有限责任公司、江西景航航空锻铸有限公司、中航卓越锻造（无锡）有限公司，使公司产品链延伸到中低端锻铸件市场发展。通过收购金州（包头）可再生能源有限公司，公司进入燃机发电、风电、垃圾发电等多个新能源领域，确立了中航工业集团新能源产业唯一投资平台的定位，目前，公司形成锻铸、液压和新能源三大产业平台。2010 年公司公告收购贵航（集团）公司下属的安吉精铸公司，进入精铸业务领域；收购惠腾公司及新能源投资公司的相关股权。在中航工业集团系统内，沈阳黎明及成发集团、中国南方航空工业（集团）民品业务包括的燃气轮机，我们认为很有可能注入中航重机，将较大程度增厚公司盈利能力，给予推荐 A 评级。

表 14 中航工业集团资本运作的主要业务及相关公司（12 月 10 日收盘价）

代码	名称	收盘价	11EPS	12EPS	11PE	12PE	投资评级
000768	西飞国际	12.09	0.17	0.23	71.12	52.57	中性 A
600893	航空动力	32.86	0.45	0.62	73.02	53.00	推荐 A
600765	中航重机	19.39	0.40	0.53	48.48	36.58	推荐 A
600523	贵航股份	23.45	0.39	0.45	60.13	52.11	推荐 A
000050	深天马 A	17.14	0.15	0.31	114.27	55.29	推荐 A
002179	中航光电	19.30	0.40	0.51	48.25	37.84	推荐 A
000043	中航地产	11.53	0.31	0.55	37.19	20.96	中性 A
000026	飞亚达 A	17.80	0.41	0.55	43.41	32.36	推荐 A
002163	中航三鑫	17.38	0.17	0.47	102.24	36.98	中性 A
002190	成飞集成	32.38	0.20	0.29	161.90	111.66	中性 A
002013	中航精机	37.29	1.24	1.39	30.07	26.83	推荐 A
600316	洪都航空	30.81	0.38	0.54	81.08	57.06	中性 A
600038	哈飞股份	30.25	0.28	0.31	108.04	97.58	推荐 A
600178	东安动力	12.66	0.70	0.89	18.09	14.22	中性 A
600760	东安黑豹	13.45	0.31	0.44	43.39	30.57	中性 A
600372	*ST 昌河	33.25	0.32	0.29	103.91	114.66	中性 A
600391	成发科技	23.94	0.43	0.54	55.67	44.33	推荐 A
000738	中航动控	15.40	0.23	0.27	66.96	57.04	中性 A

资料来源：国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜琰	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com