

军工行业

哈飞或将拉开 2012 航空工业资本运作大幕



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
报告发布日期 2012 年 2 月 8 日 星期三

证券分析师 王天一
执业证书编号: S0860210060001

联系人 肖婵
xiaochan@orientsec.com.cn

事件:

前一交易日, 军工成为两市唯一上涨板块, 航空动力涨 7.75%、中航精机涨 5.98%。

我们的观点:

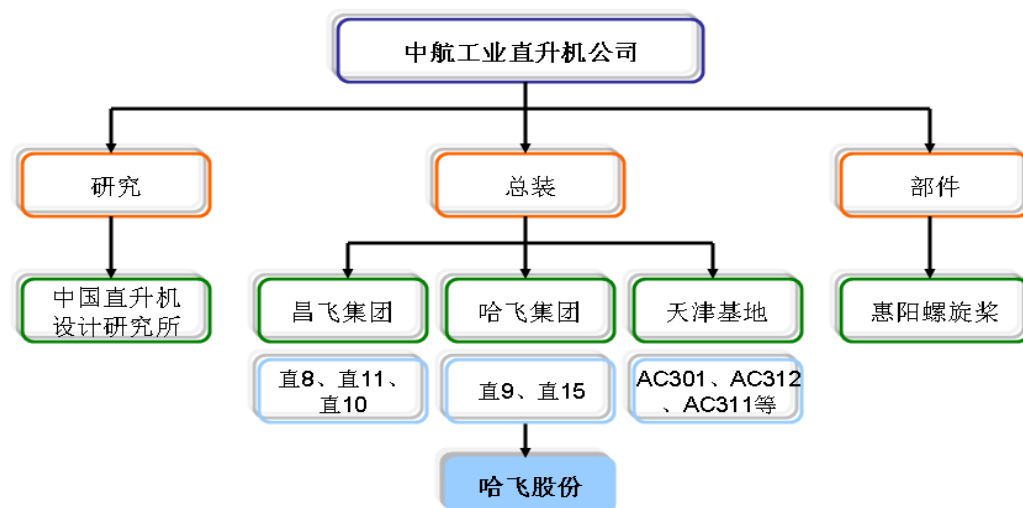
- 我们分析认为, 哈飞股份停牌可能有望成为中航直升机公司专业化整合、资本化运作、产业化发展的重要举措。中航工业集团 2008 年 11 月成立后, 便将“3 年子公司 80% 资产上市, 5 年集团 80% 资产上市”作为战略目标。2012 年 1 月 6 日, 中航工业集团总经理林左鸣在接受中国证券报记者专访时表示, “哈飞股份已经与天津合作成立了直升机公司, 目前主要精力放在总部建设与新项目上, 直升机公司今后资本化的方向是明确的”。中航工业直升机业务集中在中航直升机公司内, 公司是中国唯一从事直升机研制、营销、服务、运营的大型国有航空企业, 注册资本 80 亿元 (中航工业占比 69%, 天津市占比 31%), 资产总额近 200 亿元。除了哈飞股份及其大股东哈航集团外, 中航直升机公司还拥有昌飞集团、天津基地、保定惠阳航空螺旋桨公司和中国直升机设计研究所等优质资产, 拥有从 2 吨级、直 11, 到 13 吨级、直 8, 等多种型号直升机。未来, 随着我国低空空域开放以及陆航及海空军航空兵种的发展, 公司前景广阔。2011 年上半年, 中航直升机公司实现营业收入同比增长近 60%, 利润总额同比增长超过 100%。据媒体披露, 到 2015 年, 公司将实现年产各类直升机 300 余架, 成为全球主要直升机供应商, 有望跻身全球前七的行列。
- 中航工业集团资本化运作进入深水区, 预期研究所类资产将可能成为集团当前重点。中航工业是军工产业中第一个提出资本化运作目标及时间表的集团。2008 年底集团成立不久, 林左鸣在中国证券报发表文章《他山之石可以攻玉》, 拉开了航空工业资本运作大幕。三年后, 资产重组取得非凡成就也遇到了诸多困难, 但林左鸣再次接受中证报专访并表示, “中航工业推进上市决心从未动摇”, 我们分析认为这标志着中航工业资本运作已进入深水区。目前, 中航工业集团下属专业化子公司资产证券化率只有 55%, 没有达到 80% 的目标, 这主要是运作进度的原因, “有关部门对军工企业上市的认识尚存在不同意见”。军工企业要做大做强, 必须加快推进现代企业制度建设, 而资产证券化是达成这一目标的核心手段, 资产证券化是大势所趋。而随着集团整合逐步推进, 研究所逐步成为市场化改革的焦点。今年 1 月 6 日的专访中, 林总经理对相关上市公司定位和整合进度也做了进一步梳理: 哈飞股份是“直升机公司唯一上市平台, 直升机公司今后资本化的方向是明确的”; 洪都航空“将作为防务公司民用资产的上市平台”; 中航精机“首轮资产整合完成时间预计在 2012 年上半年, 第二轮整合最大的资产是研究院资产, 但是研究院资产进入上市公司的前提是改制”; 西飞国际“预计 2012 年上半年完成重组工作”。
- 2011 年重组不利可能成为板块超跌重要原因, 2012 年军工行业可能有望迎来资本运作大年, 重大项目亦多突破。2011 年, 军工板块指数下跌 36%, 跌幅居前, 我们认为上市公司资本运作不利是超跌的重要原因。2011 年内, 大立科技、辽通化工、中航重机、航空动力、中航黑豹先后停止或中止了重组事项, 造成股价大幅波动, 并影响了市场对军工行业重组的预期。而去年底今年初, 大立科技、哈飞股份的停牌则可能有望拉开 2012 年军工资本运作的大幕。另外, 2012 年是我国“十二五”的第二年, 军工行业多个重大项目或将顺利完成任务节点: 1、我国还将发射 6 颗北斗二号卫星, 全面完成区域导航系统的建设; 2、我国首款自主研制的喷气式支线客机——ARJ21 有望取得国内适航证, 并投入商业运营; 3、国产大客机 C919 全面进入详细设计阶段; 4、军用大型运输机或将实现首飞; 5、航母交付列装; 6、航空发动机重大科技专项立项; 7、“神舟九号”将实施空间交会对接任务。这些既是年内重要的事件性催化剂, 又将为相关上市公司带来新的业务增长点。
- 关注高景气细分行业龙头。我们建议投资者关注所处细分行业前景广阔、公司龙头地位稳固、估值合理的标的, 包括: 航空动力 (600893.SH, 买入), 中航精机 (002013.SZ, 未评级), 中航光电 (002179.SH, 未评级)。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1：中航直升机公司的结构图



资料来源：东方证券研究所

附录:

林左鸣：中航工业推进上市决心从未动摇

中国航空工业集团公司总经理林左鸣在接受中国证券报记者专访时表示,重组放缓主要是政策层面的原因,加快资产重组速度待政策破冰;通过资本证券化带动军工企业的现代化企业制度建设,是中航工业从未动摇的方向。中航工业将通过一系列制度设计,加强与有关部门的沟通,力争实现中航工业“两融、三新、五化、万亿”的既定目标。

“150、2500、5000。”这是林左鸣担任中国航空工业集团公司总经理 3 年以来交出的靓丽答卷。2009 年成立以来,中航工业从资本市场募集了 150 亿元资金。最新数据显示,截至 2011 年底,集团年销售收入达到 2500 亿元,总资产超过 5000 亿元。目前,集团旗下 70%以上的子公司已经启动了主营业务资产证券化的进程。

按照林左鸣的构想,随着集团资产重组战略的逐步实现,今后中航工业总部将主要承担战略管控与财务控股的角色,完成旗下各板块上市公司治理。集团旗下的优质产业资产,将在合适的时机,分门别类地装入各个板块的上市平台中去,以此实现子公司主营业务的整体上市。

未来中航工业旗下的大量研究院类资产,将成为下一步重组重点;今后集团的金融板块,将成为航空主业的重要依托,海外并购速度主要取决于子公司资产证券化进程。

加快资产重组

有待政策“破冰”

中国证券报:按照中航工业的既定目标,2011 年要实现子公司 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,截至目前这一目标实现情况如何?

林左鸣:中航工业资产重组仍按既定目标在推动。从工作启动进程上讲,这个目标已基本达到。但从结果来看,受客观因素制约,目前子公司资产证券化率只达到 55%,未能达到既定目标。其中原因很多,首先是资产量大,涉及到方方面面;其次,中航工业旗下各板块的重组,需要经过多个部门审查批准。

尽管如此,中航工业重组目标从未改变。目前在体制上,中国与西方军工企业的差距是“代差”,我们不允许有这个“代差”。作为军工企业,必须加快推进现代企业制度建设,只有这样才能跟西方高手过招。

中国证券报:按照目前的发展增速,到 2020 年中航工业能否实现“万亿”目标?有人认为,中航工业大规模重组高潮期已经过去,未来将进入到艰难整合和融资发展期,如何看待这一问题?

林左鸣:我们始终没有将“万亿”作为硬性指标。之所以提出“万亿”目标,主要是想以此倒逼集团向世界一流军工企业看齐。

到 2011 年底,中航工业将实现销售收入 2500 亿元,利润 120 亿元左右。原计划到 2015 年实现销售收入 5000 亿元,目前还有 4 年时间,因此“十二五”销售收入实现 5000 亿元的目标将是一个挑战。要达到这一目标,今后 4 年要在航空运营服务方面开辟新市场,并且下功夫开发民用产品。

关于重组，ST 昌河和 ST 宇航的重组在技术操作层面非常复杂，但我们还是做到了。因此，重组困难并不在技术层面，而主要在政策层面，目前有关部门对军工企业上市的认识尚存在不同意见。

中国证券报：去年 11 月，洪都航空否认成为防务资产上市平台的消息，出乎不少投资者意料。在集团整体上市进程中，如何面对军工资产上市难题？中航工业军工资产重组的思路是什么？

林左鸣：防务资产确实非常复杂。从国际主要防务公司来看，洛克西德马丁和 EADS(欧洲宇航防务集团)都是上市公司，波音 50%以上是防务业务，它也是上市公司。中航工业防务板块军品相对集中，但我们始终没有将洪都航空作为防务业务上市平台的打算。

中国证券报：但公司之前似乎有相关公告做过暗示。

林左鸣：在巴黎航展上，我们了解到达索公司 70%以上收入来自公务机，战斗机收入只有 20%左右，还有不到 10%来自软件业务。今后中航工业防务公司也要发展公务机业务，当时说把洪都航空作为防务板块上市平台，也是指民用业务部分的上市，我们从未想过将其作为军品防务业务的上市平台。

军民融合始终是中航工业防务公司的指导思想，关于洪都航空，以后首先考虑的肯定是其可以上市的民用资产业务。

研究院资产

将成下一步重组重点

中国证券报：在中航工业众多业务板块中，目前哪个板块资产证券化程度最高？未来将重点推进哪些板块的资产重组？

林左鸣：基本上，目前航电板块所有企业化资产都注入到了中航电子（原 ST 昌河）。中航国际的整体上市也按照既定目标在推进。

西飞国际重组已经重新启动，除研究院资产外，中航工业飞机的资产已全部注入。2011 年 12 月 30 日证监会已有条件审核通过西飞国际重大资产项目，预计 2012 年上半年将完成重组工作。

总体说来，中航工业所有板块都在推进整体上市，个别板块可能与航空主业没关系，例如中航建设，旗下没有任何上市公司，类似这样的企业，我们将考虑单独 IPO。

中国证券报：直升机公司是中航工业旗下唯一还未进行任何资产整合的子公司，哈飞股份为直升机公司唯一上市平台，资产整合预期强烈，这方面集团有何打算？

林左鸣：中国直升机市场前景非常大，只要低空空域开放，能够率先进入国际市场的就是直升机。直升机的特点是，后期服务方基本依赖本土化。因此只要低空开放，国内市场将非常大。

哈飞股份已经与天津合作成立了直升机公司，目前主要精力放在总部建设与新项目上，直升机公司今后资本化的方向是明确的。

中国证券报：中航精机被定位为机电设备资产整合平台，公司二次重组何时开始？

林左鸣：中航精机的首轮资产整合完成时间预计在 2012 年上半年。第二轮最大的资产就是研究院所资产，但是研究院所资产进入上市公司的前提是改制。类似中航精机另外一块资产也是研究院所资产。

金融板块将成航空主业依托

中国证券报：中航工业目前旗下已有证券、信托等多种金融类资产，集团在这方面有什么样的运作思路？

林左鸣：航空主业发展必须依托金融，EADS、GE 等大企业都有金融资产依托，以此才能形成全产业链优势。今后我们金融板块构架，将与三菱财团类似。

波音、洛克希德马丁等公司前十位投资者，都是华尔街各大基金、银行，这说明在美国军工体系里，投资管理人相对稳定。在美国，大型金融机构也受政府监管，不像我们理解的私人控股那般不可控。遗憾的是，目前国内金融机构并没有大量持有重要军工板块股权，国内大型银行与中航工业更多还是借贷关系，而没有形成紧密的股权关系。

中国证券报：非航空板块方面，目前已有飞亚达、深天马、天虹商场、中航地产等多家公司，今明两年非航板块的发展思路是什么？有人认为，中航工业非航产业摊子铺得过大，如何看待这一问题？

林左鸣：这是历史形成的问题。上世纪八十年代航空工业进行军转民、内转外，我们走了两条路：一条是与地方合作，派出技术人员，搞乡镇企业；二是派出先遣队进入深圳特区，深圳中航技公司就是这样产生的，现在让我们再去做，肯定不会做类似业务。

目前，深天马、飞亚达、天虹商场、深南电等公司的商业定位、经营管理与营运水平都非常高，这是市场竞争的结果。这些企业也是国有资产，既然已经做得这么好，就要继续保持。

虽然说这些企业与航空主业不相干，但这些企业已经成为中航工业航空主业搞市场经济的“家庭教师”，我们希望这些企业的市场意识，能够通过各种途径转移到集团航空主业中来，改良航空主业的参与市场意识。目前，我们每年都从航空主业中派出重要干部到这些企业挂职锻炼。

海外并购速度

取决于子公司上市进程

中国证券报：中航工业海外并购动作频频，会不会导致集团资金流紧张？今后中航工业在海外并购方面的思路是什么？

林左鸣：如果集团旗下子公司主营业务都能实现顺利上市，通过上市公司增持并购资产，那么并购资金就不会有问题。坦率来讲，目前中航工业并购海外资产存在两个问题：首先是并购团队是否够用，目前正在委托厦门大学专门培训海外并购人才；第二是在国内和海外资本市场上市进程是否顺利，如果资本市场疲软，我们对并购就会谨慎。

中航工业海外并购第一位将是航空；第二位是与航空同源的制造业，包括国内相对空心化的汽车零部件制造业。在这里我想特别强调，欢迎民营企业跟中航工业一起进行海外并购，今后这部分并购资产可以进入上市公司，这将为民营企业提供退出通道。

表 2：军工重点个股财务预测

股票代码	公司名称	评级	股价	总市值 (百万元)	每股收益				市盈率			
					2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
航空												
000768.SZ	西飞国际	未评级	7.69	19,053	0.14	0.22	0.24	0.30	55	35	32	26
600765.SH	中航重机	未评级	9.05	7,041	0.30	0.34	0.47	0.62	30	21	16	14
600391.SH	成发科技	未评级	17.02	3,122	0.36				47			
600316.SH	洪都航空	未评级	16.77	12,026	0.23	0.17	0.32	0.46	74	97	53	36
600523.SH	贵航股份	未评级	10.90	3,148	0.35				31			
600893.SH	航空动力	买入	14.74	16,060	0.19	0.25	0.33	0.44	78	59	45	34
600038.SH	哈飞股份	买入	17.53	5,914	0.35	0.39	0.42	0.48	50	45	42	37
002179.SZ	中航光电	未评级	15.58	6,257	0.40	0.53	0.53	0.71	39	29	29	22
000738.SZ	中航动控	未评级	10.29	9,702	0.18	0.24	0.30	0.58	57	43	34	18
600372.SH	中航电子	未评级	24.58	20,197	0.28	0.82	1.06	1.62	88	30	23	15
002013.SZ	中航精机	未评级	15.23	3,308	0.16	0.57	0.73	0.85	94	27	21	18
002190.SZ	成飞集成	未评级	22.04	5,852	0.24				92			
600760.SH	中航黑豹	未评级	7.71	2,660	0.13				59			
300114.SZ	中航电测	增持	14.19	1,703	0.42	0.60	0.75	0.90	34	24	19	16
航天												
600271.SH	航天信息	买入	19.74	18228	0.98	1.09	1.37	1.78	20	18	14	11
002025.SZ	航天电器	未评级	12.63	4168	0.36	0.45	0.58	0.74	35	28	22	17
600677.SH	航天通信	未评级	7.97	2600	0.36	1.08	1.30	1.60	22	7	6	5
000901.SZ	航天科技	未评级	11.39	2852	0.28	0.38	0.50		41	30	23	
600855.SH	航天长峰	未评级	8.26	2417	-0.02	0.15	0.19		-384	55	43	
600501.SH	航天晨光	未评级	8.13	3165	0.18	0.23	0.27	0.28	44	35	31	29
600118.SH	中国卫星	未评级	17.70	12480	0.30	0.38	0.47	0.61	59	46	38	29
600879.SH	航天电子	未评级	8.35	6772	0.20				42			
600343.SH	航天动力	未评级	12.10	2900	0.12	0.21	0.27	1.27	101	59	45	10
002405.SZ	四维图新	增持	19.21	9226	0.48	0.69	0.94	1.24	40	28	20	15
兵器												
600495.SH	晋西车轴	未评级	10.89	3291	0.14				78			
600967.SH	北方创业	未评级	15.61	2704	0.33	0.58	0.82	0.94	47	27	19	17
600435.SH	中兵光电	未评级	8.34	6210	0.27				31			
000065.SZ	北方国际	未评级	12.83	2084	0.27				48			
600184.SH	光电股份	未评级	27.72	5804	0.42	0.50	0.55	0.62	66	55	50	45
600262.SH	北方股份	未评级	14.23	2419	0.43				33			
600148.SH	长春一东	未评级	8.47	1199	0.15				56			
000519.SZ	江南红箭	未评级	9.69	1852	0.06	-0.02	0.04	0.05	162	-485	242	194
002246.SZ	北化股份	未评级	9.38	1856	0.11				85			
002265.SZ	西仪股份	未评级	6.13	1784	0.04				153			
002189.SZ	利达光电	未评级	9.76	1945	0.08				122			
船舶												
600150.SH	中国船舶	未评级	27.6	29259	2.46	2.66	2.76	2.94	11	10	10	9
600685.SH	广船国际	未评级	15.95	8195	1.10	0.92	1.02	1.14	14	17	16	14
600072.SH	中船股份	未评级	16.06	7684	0.09				174			
601989.SH	中国重工	买入	5.36	78619	0.29	0.39	0.48	0.59	18	14	11	9
600482.SH	风帆股份	未评级	8.5	3919	0.11	0.21	0.27	0.41	77	40	32	21
电子												
600990.SH	四创电子	未评级	15.52	1,825	0.38				41			
600562.SH	*ST高陶	未评级	23.08	1,941	0.18				128			
002268.SZ	卫士通	未评级	15.08	2,604	0.38	0.55	0.77	1.06	40	28	20	14
300053.SZ	欧比特	未评级	7.84	1,568	0.16				50			
002338.SZ	奥普光电	未评级	31.59	2,527	0.61				52			
002414.SZ	高德红外	未评级	17.75	5,325	0.55	0.65	0.66	0.98	32	27	27	18
002214.SZ	大立科技	未评级			0.53							
300101.SZ	国腾电子	未评级	24.05	3,343	0.48	0.48	0.77	1.21	51	51	31	20
002151.SZ	北斗星通	未评级	25.75	3,895	0.30	0.36	0.49	0.60	86	71	53	43
002465.SZ	海格通信	未评级	21.77	7,239	0.87	0.86	1.08	1.45	25	25	20	15
000561.SZ	烽火电子	未评级	6.57	3,915	0.15				44			
材料												
300034.SZ	钢研高纳	未评级	12.55	2,660	0.22	0.37	0.45		57	34	28	
002297.SZ	博云新材	未评级	13.10	2,803	0.12	0.20	0.32	0.44	109	67	42	30
600456.SH	宝钛股份	未评级	20.02	8,614	0.01	0.20	0.55	0.88	2,503	98	36	23
002423.SZ	中原特钢	未评级	8.22	3,826	0.22	0.21	0.30	0.37	37	39	27	22
002428.SZ	云南锗业	未评级	34.05	5,560	0.54	0.68	0.69	1.02	63	50	49	33

未评级公司数据来源 Bloomberg

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准:

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在-5%~+5%之间波动;

看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该行业的研究状况,未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级;分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn