

国庆阅兵点燃激情

资产注入业绩翻身

优于大势

---2009 年下半年度军工行业投资策略报告

工业/宇航与国防

2009 年 6 月 17 日

主要观点:

- 从 2009 年 1 至 5 月份的行情看, 军工行业整体跑赢大盘, 出前期跌幅较小的中国卫星、航天信息、两只防守型优质上市公司外, 中航系的三家上市公司略跑输大盘 1 至 2 个点, 其余上市公司全部超越上正指数, 涨幅最大的航天机电达到 189.18%, 平均涨幅超过上证指数 40%, 整体优于大势。
- 从公布的 1 季报看, 部分公司的业绩出现稳步增长或者逆势上扬的现象。主要包括如下三种原因: 资产注入; 军品收益稳定; 民品行业景气度上升。
- 下半年的选股思路仍将是选择优质上市军工企业标准: (1) 存在资产注入的; (2) 高军品占比的; (3) 民品行业发生行业性景气度上升。
- 资产重组和注入仍将成为 2009 年下半年的主要投资主题之一, 同时, 更要关注因为国庆阅兵而带来的对军工资产的关注而产生国庆阅兵主题。
- 资产注入的思路为“三优先”原则, 资产收益能力较差的企业重组优先; 业务领域明确, 股权清晰的注入优先; 军用技术民用程度越高注入越优先。
- 个股方面, 有业绩支撑的上市公司有贵航股份、中国卫星、航天信息、中兵光电; 注入概念的上市公司有哈飞股份、中航精机、航天科技、高淳陶瓷。
- 风险提示: 由于军工企业面临着高估值, 如果市场大的趋势发生改变, 概念股面临较大的市场风险。资产注入能否顺利, 以及注入资产的盈利能力是否符合预期将成为军工概念下的上市公司背后维系股价的重要因素。

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 3202

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 层

(邮编 200002)

目 录

一、 2009 年 1-5 月份市场回顾	3
二、 国庆阅兵催化股价，内生性发展助企业增收.....	5
三、 资产注入主题明确，外延式增长成行业主流.....	8
1. 政策因素为上市扫清障碍	8
2. 中航工业为资产整合起到表率	10
3. 其余军工集团资产整合跃跃欲试.....	12
四、 重点推荐企业	13
1. 业绩支撑型	13
贵航股份 (600523)	13
航天信息 (600271)	13
中国卫星 (600118)	14
中兵光电 (600435)	14
2. 资产注入型	14
哈飞股份 (600038)	14
中航精机 (002013)	15
航天科技 (000901)	15
高淳陶瓷 (002179)	15
图表 1. 1-5 月份军工行业主要上市公司走势	3
图表 2. 军工行业上市公司近 5 年 PE 走势比较	4
图表 3. 军工行业 09 年一季度基本经营业绩	5
图表 4. 军工行业 09 年一季度盈利情况	5
图表 5. 军兵种武器发展规划	6
图表 6. 乘用车销售量	7
图表 7. 具有稳定收益的上市公司	8
图表 8. 军工资产上市的相关政策	9
图表 9. 中航工业业务板块管理公司表	10
图表 10. 中航工业集团已经注入资产上市公司情况表	11
图表 11. 中航工业集团尚未注入资产上市公司情况表	11

军工行业是指生产具有军事用途的武器、载具等装备的行业，我国的军工行业目前大部分的产品源自原十大军工集团。本文所指代的军工行业主要是由在原十大军工旗下的上市公司组成的，此行业的上市公司主要包含两类：一类是产品中有一定比例或全部的军品的上市公司，例如：哈飞股份、中兵光电、洪都航空、中国卫星；另一类是大股东有意或已经承诺向上市公司注入或者正在注入军品资产的上市公司，例如：贵航股份、航天科技、航天长峰、中航精机等。由于历史的原因，军工行业的上市公司产品主要以机电产品为主，涵盖少量的服务性公司，产品除了用以发展和改善我军装备的军工产品，还包括汽车零配件、连接器等具有广泛用途的民品，同时具有一定规模的出口。由于军工行业涵盖的领域较为宽泛，异质化程度较高，那么本文将以有代表性的部分机电行业为主要分析对象。

一、 2009 年 1-5 月份市场回顾

2008 年 11 月份 1664 点行情发生反转，2009 年前 5 个月更是呈现振荡上扬的局面，在这样的市场氛围下，上证指数 1-5 月份涨幅为 49.45%，全部 A 股市场 1-5 月份涨幅 43.74%，换手率 425.65%，整体市盈率 26.5 倍。军工行业和军工概念的上市公司中除航天信息和中国卫星两只防守型优质上市公司外，中航系的三家上市公司略跑输大盘 1 至 2 个点，其余上市公司全部超越上证指数，涨幅最大的航天机电达到 189.18%，平均涨幅超过上证指数 40%，整体优于大势。

图表 1. 1-5 月份军工行业主要上市公司走势

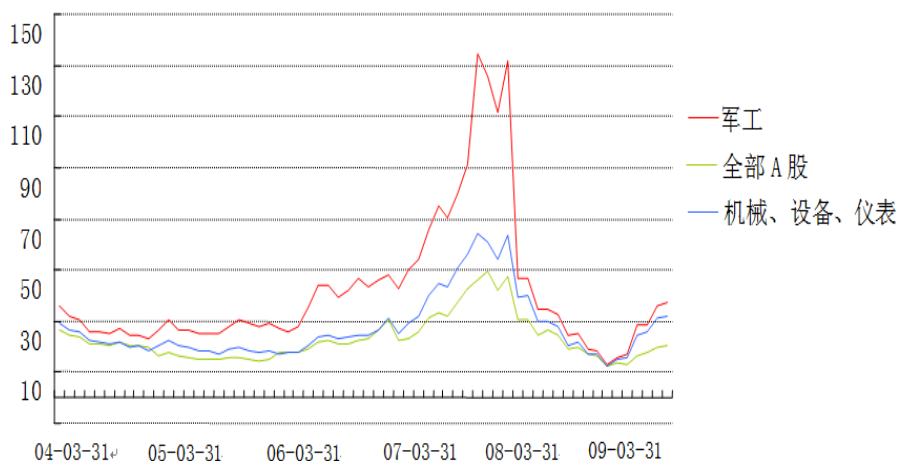
证券代码	证券简称	1-5 月份涨跌幅 (%)	相对上证指 数涨跌幅 (%)	1-5 月份换手 率 (%)	PE
600151	航天机电	189.18	139.73	444.01	1,952.67
002023	海特高新	170.45	121.00	589.67	59.05
600184	新华光	169.71	120.26	859.53	985.33
600990	四创电子	160.80	111.35	485.19	90.67
002013	中航精机	140.01	90.56	636.05	73.71
600893	航空动力	129.56	80.11	642.67	63.02
000901	航天科技	126.06	76.61	569.37	-107.59
000738	ST 宇航	121.11	71.66	294.20	-89.59
600855	航天长峰	114.91	65.46	450.12	-102.76
600372	ST 昌河	99.05	49.60	231.66	-9.26
600435	中兵光电	97.55	48.10	989.63	29.96
600501	航天晨光	94.29	44.84	659.17	96.45
600677	航天通信	90.73	41.28	554.45	-875.99
000768	西飞国际	90.68	41.23	485.37	42.15
002265	西仪股份	89.56	40.11	1,149.79	62.48
600038	哈飞股份	87.22	37.77	235.26	75.88
002025	航天电器	77.64	28.19	381.89	35.30

002151	北斗星通	75.29	25.84	631.98	63.29
600765	力源液压	74.58	25.13	556.04	45.73
002179	中航光电	63.62	14.17	265.02	27.71
600262	北方股份	63.50	14.05	689.98	44.90
002190	成飞集成	61.08	11.63	576.92	41.96
600967	北方创业	60.41	10.96	587.40	45.96
000777	中核科技	56.91	7.46	552.51	118.02
600343	航天动力	55.14	5.69	352.02	144.66
600879	火箭股份	50.40	0.95	408.23	31.25
600391	成发科技	49.31	-0.14	393.44	42.40
600523	贵航股份	48.13	-1.32	424.64	58.39
600316	洪都航空	47.16	-2.29	386.13	86.80
600118	中国卫星	24.19	-25.26	213.30	34.56
600271	航天信息	-5.13	-54.58	96.74	18.02
平均值		89.45	40.00	509.43	102.75

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

由于金融危机的进一步蔓延,波及到实体经济,机电产品进出口数量锐减,作为大背景的机械行业景气度下降。军工行业的大部分企业受到波及,全行业收入呈现一定的下滑趋势,从军工集团层面看,以中航工业集团为例:中航工业集团 1 季度累计亏损 1.98 亿元,同比增亏 1.61 亿元。从上市公司层面看,上市公司 1 季度营业收入同比下降 7.05%,归属母公司净利润同比下降 34.15%。上市公司的盈利能力存在不同程度的下降。这就导致行业整体的 PE 水平持续升高,相较于整个 A 股市场和机械行业上市公司,整个军工行业的上市公司仍将持续高 PE 的局面。

图表 2. 军工行业上市公司近 5 年 PE 走势比较



数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

从公布的 2009 年 1 季报整体情况看,军工行业的经营情况不甚乐观,同比和环比都出现了一定程度的下降。环比 2008 年四季度数据下降较大。但是,从军工

行业的收入确认看,年初往往是交付数量最少的时期,销售收入占比一般少于 20%,随着年度时间的推移,销售收入逐步增加,4 季度往往是销售收入确认最多的季度,基本上在全年销售收入的 30%左右。所以,很难从公布的 1 季度情况来判断上市公司今年整体的经营情况。

图表 3. 军工行业 09 年一季度基本经营业绩

	合计 (亿元)	同比增长	环比增长
营业收入	272.09	6.95%	-30.25%
毛利润	49.38	-2.63%	-17.05%
净利润	14.35	-42.60%	-24.56%

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

图表 4. 军工行业 09 年一季度盈利情况

	2009Q1	2008Q1
销售毛利率	18.15%	20.01%
期间费用率	11.11%	9.91%
销售净利率	9.82%	9.82%

数据来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

然而,细分上市公司的经营业绩,从中不难看出,仍然存在部分上市公司的业绩出现稳步增长或者逆势上扬的现象。主要包括如下三种原因:由于在这段时间内,大股东将盈利能力更强的资产注入到上市公司,导致公司资产状况整体发生改变,盈利能力增强;由于军品订单具有极强的稳定性,所以上市公司军品收入占比越高,公司业绩的稳定性越好;由于公司的民品所处行业受到产业振兴规划等相关产业政策调整而引起全行业景气度上升,或者下游需求情况发生突变导致企业盈利能力不降反增。

在 2009 年下半年,上述的思路仍将是选择优质上市军工企业标准:(1) 资产注入;(2) 高军品占比;(3) 民品行业发生行业性景气度上升。资产重组和注入仍将成为 2009 年下半年的主要投资主题之一,同时,更要关注因为国庆阅兵而带来的对军工资产的关注而产生国庆阅兵主题。

二、 国庆阅兵催化股价, 内生性发展助企业增收

2009 年 10 月 1 日是我国建国 60 周年的大庆,国庆阅兵将展示我军最新型军事武器装备。一方面,首次亮相的新型武器将备受各方关注,生产和配套该型号武器的上市公司将受到市场的追捧;另一方面,作为各军兵种的优势性武器能否在未来进行大规模列装将成为相应军工企业能否快速增长的风向标。这就意味着,国庆的临近必将引起市场对军工行业上市公司的关注。不仅仅是唤起民众的爱国之情,更将点燃资本市场的激情。

从目前我军军事斗争准备的形式分析,陆军的坦克、火炮等常规性打击武器的保有量和订购数量都将出现一定程度的萎缩,但是以陆军航空兵等为代表的新型陆军作战单位的快速发展将使得传统陆军作战能力更具多样化,以应对高科技条件下的局部战争。海军除了核潜艇、导弹驱逐舰等传统性优势作战单元外,最大的亮点将是可能公布的航空母舰的建造以及航空母舰战斗群的组建,这将意味着我军具有远离大陆进行远洋作战的能力,使得利用岛弧链围困我国海军的战略将彻底的土崩瓦解,其深远的战略意义将不言而喻。空军的新型三代战斗机、歼击机、轰炸机、武装直升机、空中加油机、预警机、电子战飞机将组成强大的空中打击力量,近日有媒体报道的歼 11B 更是我军最新型的三代半战机,未来将可能取代现在仍在服役的部分二代战机大规模列装,跟军兵种对于作为进行快速机动使用的大型运输机的需求也日益强烈;同时,为陆军航空兵、海军舰艇配套的各种机型都将为中国航空业的发展提供强大和稳定的市场需求;除此之外,作为飞机心脏的发动机虽然仍是制约我国空军快速发展的瓶颈之一,但是近些年从引进国外发动机到自行设计替代国外先进发动机,我国的航空发动机产业取得了长足的进步。二炮的杀手锏武器由于保密等原因很少能够得到媒体的关注,这也使得其成为历次国庆阅兵的万众瞩目的焦点,虽然远程核打击力量的发展受到联合国公约的限制,但是伴随其快速发展起来的导弹将成为未来战争的主要武器,精确定位、精确制导、精确打击,外科手术式的打击模式将极有可能成为未来新式战争的主要模式,由于历史的原因我国的航天技术的发展一直位居国际前列,这必将使我国陆基、海基、空基等的各种类型的导弹的发展步入发展的快车道。在太空争夺的日趋强烈的背景下,以争夺电磁空间为基础的“信息战”将作战空间引入到五维,以“北斗二代”为代表的卫星空间信息网、新型雷达、预警机等信息收集装置以及作战指挥平台的发展将成为未来电子战的重要基础。

图表 5. 军兵种武器发展规划

军兵种	武器发展规划	相关上市公司	备注
陆军	加快发展陆军航空兵、轻型机械化部队和信息对抗部队,重点加强战役战术导弹、地空导弹部队和特种作战部队建设,提高空地一体、远程机动、快速突击和特种作战能力	中兵光电 西仪股份 新华光 北方创业	关注陆军新型兵种
	建造新型国产潜艇、驱逐舰、护卫舰和飞机,初步形成以第二代装备为主体、第三代装备为骨干的武器装备体系	中船股份 航空动力	
空军	发展新型战斗机、防空反导武器、指挥自动化系统等装备,陆续装备一批较先进的信息化装备和空空、空地精确制导弹药,改进现役装备电子信息	哈飞股份 洪都航空 西飞国际 成飞集成	关注新型飞机和发动机的研制

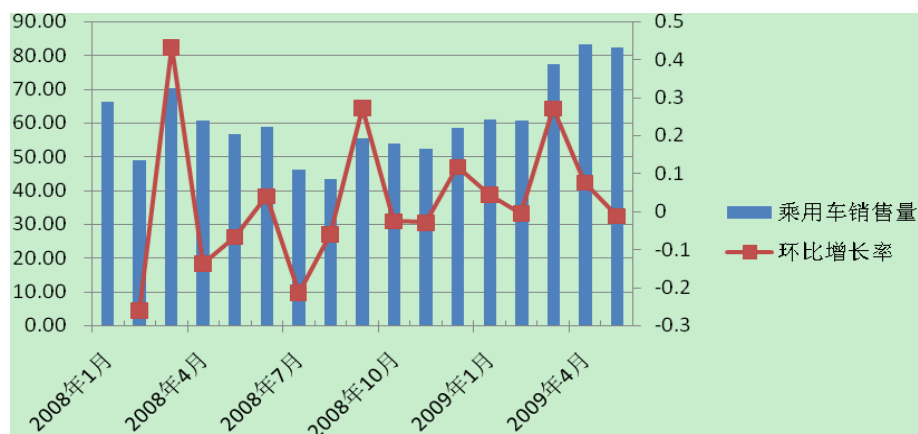
二炮	系统，完善情报预警、指挥控制和通信基础网络，基本形成以第三代飞机和地空导弹为骨干，以第二代改进型飞机和地空导弹为补充的主战武器装备体系		
	提高武器装备信息化水平，确保安全性和可靠性，形成核常兼备、固液并存、射程衔接、战斗部种类配套的武器装备体系，装备各种型号的核导弹和常规导弹	航天科技 航天动力 航天通信	大型运载火箭和导弹
电子战队		中国卫星 四创电子 高淳陶瓷	关注雷达资产的注入

资料来源：《2008 年中国的国防》、东北证券金融与产业研究所

从市场的反应看，军工行业在国庆前势必会激起千层浪，但是风浪过后公司保持高估值、高股价是需要经历市场的进一步检验的。以此划分，不难将此类上市公司分为两类，一类是对于高新技术武器的采购导致企业长期向好，但短期业绩未能有效改善的上市公司；一类是公司有业绩支撑，借助此次机会市场给予重新估值的上市公司，此类公司的高估值、高股价将被企业高成长性消化。

上市公司业绩稳定，内生性发展使得公司盈利能力稳步提升，加之市场关注增多，必将成为市场的焦点。例如：受益于我国汽车产业振兴规划等政策刺激下汽车逐渐回暖，汽车零部件生产销售企业的业绩在 1 季度出现了不同提升，由于军品在 1 季度销售收入确认较少，那么企业的 1 季报并无惊人之处，但是随着军品销售收入的逐步确认，加之企业汽车零部件的销售收入的确认，半年报和年报必将表现良好，在金融危机冲击的市场下，公司仍然保持良好的成长性。

图表 6. 乘用车销售量



数据来源：东北证券金融与产业研究所

图表 7. 具有稳定收益的上市公司

公司名称	军品	民品	备注
贵航股份	航空标准件收入稳中有升	乘用车配套销售业绩良好	资产正在注入中
中航精机	尚无	乘用车配套销售业绩良好	潜在资产注入
中国卫星	军用卫星研发稳定	气象、灾害监测等卫星研发稳定	潜在资产注入
火箭股份	航天用连接器销售稳步增长	民用连接器稳步增长	潜在资产注入
中航光电	航空用连接器销售稳步增长	民用连接器稳步增长	潜在资产注入
中兵光电	精确制导武器等产品稳定	天然气产品销售稳定	资产已注入

资料来源：东北证券金融与产业研究所

三、 资产注入主题明确，外延式增长成行业主流

2008 年 11 月中航工业集团公司的成立标志着中国航空制造业的资产开始大面积整体性进入到一个重组和资产注入阶段。一二航的合并，资产需要重新整合；避免同业竞争，资产需要重新整合；做大做强航空制造业，更需要资产重新整合，发挥整体和规模优势。发展要求整合，发展也需要整合。至此，以中航工业集团为代表的军工集团步入了资产注入和资产整合的快车道。此后，航天科工、航天科技、中国兵器、中国兵装等军工集团相继开始兑现当初将优质军工资产注入到上市公司的承诺。从军工集团层面看，重组和资产注入的思路符合“三个优先”原则。

➤ 重组和资产注入的思路

- 资产收益能力较差的企业重组优先；
- 业务领域明确，股权清晰的注入优先；
- 军用技术民用程度越高注入越优先；

1. 政策因素为上市扫清障碍

国资委研究起草《中央企业“十一五”发展规划纲要(指引)》。文件中明确提出，调整优化国防军工产业，提升武器装备科研生产能力，完善军民结合的协作体

系，发展军民两用技术和产品；推进航空、航运企业结构调整，做强做大我国航空、航运业务。

图表 8. 军工资产上市的相关政策

时间	政策名称	政策要点
2007 年 2 月 27 日	关于非公有制经济参与国防科技工业建设的指导意见	鼓励和引导非公有资本进入国防科技工业建设领域；鼓励和引导非公有制企业参与军品科研生产任务的竞争和项目合作、军工企业改组改制和军民两用高技术开发及其产业化 充分利用资本市场推动产业发展。鼓励各类社会资本用收购、资产置换、合资等方式，推进军工民品企业，吸收社会资源，实现加速发展。鼓励放开能力企业整体上市；承担关键分系统和特殊专用配套的保留能力企业，在国家控股的情况下可以国内上市；承担总体和系统集成的保留能力企业，其中的放开能力在剥离后可国内上市
2007 年 3 月 1 日	大力发展国防科技工业民用产业的指导意见	将投资领域分为放开类、限制类和禁止类。其中放开类，鼓励社会资本进入，不限投资比率；限制类，允许社会资本进入，但重要领域需要国家控股；禁止类，实行国有控股。
2007 年 3 月 5 日	深化国防科技工业投资体制改革的若干意见	对从事重要武器装备生产的其他重点报军工企业，根据承制武器装备的重要程度，可实行绝对控股、相对控股、参股等多种形式的股份制改造，鼓励引入境内资本和有条件的允许外资参与企业股份制改造，鼓励符合条件的企业通过资本市场进行融资。鼓励和支持以民为主，从事军民两用产品、一般武器装备及配套产品的军工企业引入各类社会资本实行股份制改造，具备条件的军工企业可以在国内外资本上融资。
2007 年 6 月 22 日	关于军工企业股份制改造的指导意见	非公有制企业参与国防科技工业建设的具体范围包括：军工基础设施建设投资；国防基础科研项目、军工配套科研项目；军品科技生产任务；军品企业的改组改制；以及采用多种方式与军工企业合作，参与军民两用高科技开发及其产业化发展。
2007 年 8 月 6 日	非公有制经济参与国防科技建设指南	经过国防科工委批准，国有控股的境内上市公司可以对国有控股的军工企业实施整体或部分收购、重组。
2007 年 11 月 15 日	军工企业股份制改造实施暂行办法	申请参与军工企业改制上市资格的中介机构须无外资参股或外资背景。
2007 年 11 月 15 日	中介机构规定参与军工企业事业单位改制上市管理暂行	

资料来源：东北证券金融与产业研究所

在政策层面，对于军工企业的上市、重组与整合还是存在一定限制，但是作为中央企业的内部重组还是存在一定的机会的。同时，国防科工委被划入工信部后，对于军工企业的重组的审批程序简单化，加速了军工类中央企业重组的速度和步伐。

根据 2008 年 1 月 7 日发布的《国防科技工业 2007 年经济运行分析报告》，40 家资产规模超过 1000 亿元的中央企业中，军工集团占 7 家。中船集团、中船重工、航天科技、兵器装备、中核集团、兵器工业、中国一航等 7 家军工集团名列其中，

分别处于第 5、7、8、15、24、26 和 27 位。这就意味着军工行业资产的整合将是一场巨大的资本盛宴。

2. 中航工业为资产整合起到表率

2008 年 11 月 6 日，中国航空工业集团公司宣告成立。新中航的成立是十年来中国军工企业集团最大的资产整合行动，标志着我国军工企业顺应全球潮流，进入了一个大融合、大发展的时代。子一级单位将包括，运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、贸易物流 6 个专业化子公司，防务、资产管理 2 个事业部，航空研究、飞行试验 2 个研究院，共 10 大板块。新中航集团拥有近 200 家子公司、20 多家上市公司，2900 多亿元总资产。后因业务需要成立中航汽车公司，至此，中航集团业务直接管理层面公司全部成立，将资产按照相应的业务划分管理，形成板块效应，集中力量发展相关产品，同时避免同业竞争。

中航工业的掌舵人林左鸣高调的提出了宏大的“两融、三新、五化、万亿”的宏伟的发展战略。这意味着中航工业整体要保持年化近 30% 的增速，9 年高速的发展必将铸就我国庞大的航空工业体系。林左鸣表示，将对旗下公司进行专业化整合。由于是新整合组建的公司，因此组织结构的梳理整合是当务之急，第一步应该就是要先构建起专业化子公司，随后就要让各子公司相互参股，以利益为纽带，形成联动，增强全产业链的整体竞争力。

图表 9. 中航工业业务板块管理公司表

业务板块	成立时间	估计资产规模	成员单位	对应上市公司
中国航空工业集团防务分公司	2009-3-26	400 亿	沈飞、成飞、洪都等 10 家	洪都航空 成飞集成
中航飞机有限责任公司	2009-2-18	335 亿	西飞、陕飞、一飞院等 5 家	西飞国际
中航发动机有限责任公司	2009-3-2	500 亿	沈阳黎明、贵州黎阳、成发集团等 20 家	航空动力 成发科技 ST 宇航
中航直升机有限责任公司	2009-2-26	200 亿	昌飞、哈飞、保定惠阳等 4 家	哈飞股份
中航系统有限责任公司	2009-3-2	400 亿	中航电子、飞控所、金城集团、航宇救生装备公司等 32 家	中航精机 中航光电 东安黑豹 *ST 昌河 力源液压 贵航股份 中航三鑫
中航通用飞机有限责任公司	2009-2-6	252 亿	贵航、汉航、石飞、特飞所、宏远锻造等	贵航股份 中航三鑫
中航汽车工业有限公司	2009-3-13		哈飞汽车、昌河汽车等 3 家	东安动力
中国航空技术国际	2009-5-26	500 亿	中航技、中航供销、北京瑞赛科技	中航地产

控股有限公司		3 家	深天马 A 飞亚达 A
中航工业资产管理 事业部		航空医院、云湖度假村等 20 家	
中航工业技术基础 研究院	70 亿	航材所、航制工程所等 10 家	
中航工业技术经济 研究院	7.4 亿	中航文化、发研中心等 6 家	
中航投资控股有限 公司	300 亿	财务、租赁、证券等 9 家	
中国航空研究院			

资料来源：东北证券金融与产业研究所

集团按照上述资产注入的“三优先”逐步将相应资产注入到上市公司内。由于涉及的上市公司较多，所以资产注入和重组的时间将较长。同时，资产注入后，股权结构维持原有的资产所有人持股的方式，尚未将资产划拨到相应管理板块的公司持股。这就意味着上市公司面临着双重管理的局面，业务板块公司管理公司的业务发展等项目；股权持有人代表相应的股权利益。

图表 10. 中航工业集团已经注入资产上市公司情况表

名称	资产定位	注入资产情况	备注
ST 宇航	发动机控制设备	西控等资产	已注入
ST 昌河	航电设备	兰航机电等资产	已注入
力源液压	中航重机	重机装备等资产	已注入
贵航股份	中航标准件	中航标	已注入
东安黑豹	专用汽车零部件		正在注入

资料来源：东北证券金融与产业研究所

到后面更高层次的整合就是价值链的整合，按照价值链的相关性原则，整合发展非银行金融业务、飞机租赁、航空运输等与航空工业密切相关的产业，形成全价值链的整体竞争力，强力支撑航空产业发展。

图表 11. 中航工业集团尚未注入资产上市公司情况表

名称	定位	注入资产情况	备注
西飞国际	大型运输机总装厂	成飞、沈飞民机资产	尚未注入
洪都航空	教练机总装厂	L15 等教练机资产	尚未注入
航空动力	航空发动机供应商	沈阳、贵阳等发动机资产	尚未注入
中航三鑫	特种玻璃生产商	未知	尚未注入
中航地产	房地产公司	现金注入	尚未注入
成发科技	航空零部件外包	未知	尚未注入

成飞集成	军用战机供应商	未知	尚未注入
哈飞股份	直升机供应商	直升机资产	尚未注入
中航光电	系统公司整合平台之一	未知	尚未注入
中航精机	系统公司整合平台之一	未知	尚未注入
东安动力	汽车发动机供应商	汽车发动机	尚未注入
中航技	海外资产上市平台	未知	尚未注入

资料来源：东北证券金融与产业研究所

3. 其余军工集团资产整合跃跃欲试

相较于林左鸣的高调出击，航天科工的掌门人许达哲、航天科技的掌门人马兴瑞就相对稳健一些。航天系的两大军工集团由于所涉及的产品更多是机密度更为高级、民用化更少的武器装备，所以在资产上市乃至整体上市将落后于军民界限更为模糊的中航系。

由于历史的原因，航天系的上市公司涵盖的领域广泛，但是集中度不高，上市公司的规模优势不明显，资产繁杂混乱，所以在央企整合的大潮中，如何对现有资产进行重新分类、合并同类项，也是同样摆在许、马两位掌门人面前非常棘手的问题。如何利用资本市场的资源，加速军品技术的发展以及其民用化，将决定了两大军工集团的未来。除此之外，中国兵器工业集团、中国兵装工业集团等军工企业也都在积极利用资本市场，将军品资产装入到上市公司，分享资本市场的盛宴。

利用现有上市公司进行资产重组是进行资本充足上市的一条便捷途径，同时也是成本较低的实现路径。

图表 12. 中国航天科技集团上市公司整合表

名称	整合资产	注入资产情况	备注
中国卫星	购买	卫星研发资产	已购买
	注入	卫星通信业务	未注入
火箭股份	收购	电缆公司、产业基地	募投项目
航天机电	增资	新能源——光伏产业	已增资

资料来源：东北证券金融与产业研究所

图表 13. 中国航天科工集团上市公司整合表

名称	整合资产	注入资产情况	备注
航天科技	惯性制导产品	航天三院资产	待过会
航天长峰	航天用中空计算机	航天二院资产	未注入
航天通信	未知	未知	未注入

资料来源：东北证券金融与产业研究所

图表 14. 中国兵器工业集团上市公司整合表

名称	整合资产	注入资产情况	备注
中兵光电	精确制导产品	华北光学资产	已注入
新华光	光学稳瞄产品	西光集团产品	已注入
	光伏产业	天达光伏——太阳能产品	已控股
北方创业	锻造公司	购入资产	募投项目

资料来源：东北证券金融与产业研究所

图表 15. 中国电子科技集团上市公司整合表

名称	资产定位	注入资产情况	备注
四创电子	航电雷达	38 所航电雷达业务	已注入
高淳陶瓷	军民用雷达	14 所微波雷达业务	正在注入

资料来源：东北证券金融与产业研究所

从出于对国家安全的考量,能否将涉及到制造最新型和最重要的武器装备的资产上市仍然是一个困扰着军工资产上市,乃至军工集团整体上市的重要课题。虽然原国防科工委、工信部等相关职能部门出台了一系列的文件用以推动军工资产的上市,但是从短期看,仍是难于解决的问题;但是从长期看,军工资产证券化的趋势难以逆转,在相当长的一段时间内,军品资产上市仍将是市场经久不衰的主题。

四、 重点推荐企业

1. 业绩支撑型

贵航股份（600523）

贵航股份是中航工业集团旗下贵航集团 3 大上市公司之一,在“两航”合并后,被定位于通用航空资产的整合平台。母公司贵航集团在将三家贵州风雷航空军械有限责任公司、贵州天义电器有限责任公司、中国航空工业标准件制造有限责任公司的 100%的股权注入到上市公司后,公司盈利能力得到明显提高。受益于小排量乘用车销售的快速增长,原有资产的收益也有了明显的改善,预计 09 年和 10 的 EPS 为 0.54, 0.70 元,维持推荐评级。

航天信息（600271）

航天信息是航天科工集团的上市公司之一。主营业务中的“三金”工程支撑公司发展。“金税”工程是以销售增值税防伪税控机和相关服务为主,具有绝对的垄断地位,每年新增增值税纳税企业贡献销售收入增幅在 5 亿元左右。“金盾”工程

是公安通信网络与计算机信息系统建设工程，目前主要产品有网络“追逃”系统等，产品具有极强的稳定性。“金卡”工程是公司未来发展的主要项目之一，公司目前已经掌握和开发了 IC 卡密码算法，在国内市场的中占有较强的技术优势，公司开发的基于 RFID 技术的 ETC 系统已经在北京、河北等省市推广，目前市场还处在培育期。公司的营业收入和利润较为稳定，股价主要受到大整体估值的影响，公司 2009 年和 2010 年的 EPS 为 1.02 元和 1.18 元，基于其主营业务的垄断地位，对公司给予谨慎推荐的评级，属于避险性投资品种。

中国卫星（600118）

中国卫星是中国航天科技集团公司下属上市公司之一。公司的主要业务是小卫星的设计研发、总装以及卫星数据业务等。目前，公司在国内小卫星研制领域具有垄断地位，在卫星天地一体化应用领域综合实力国内最强。公司小卫星研制，卫星地面系统，卫星导航，卫星通信业务将充分受益我国卫星布局大发展。2009 年，公司在研卫星数目在 20 颗以上，预计将发射卫星为 5 至 6 颗。卫星研制在大股东技术极强背景支持下，稳定高速发展。同时，公司逐步拓展对外卫星研制领域的服务。公司还将逐步拓展卫星数字业务，卫星数字服务的比重将会提高，同时，大股东航天科技集团的卫星数字服务业务也具有极强的市场竞争能力。我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.76 元、0.99 元，基于其主营业务的小卫星研制的垄断地位，对公司给予谨慎推荐的评级，属于避险性投资品种。

中兵光电（600435）

中兵光电是中国兵器集团公司的上市公司之一。公司将自身定位于“信息化与精确打击”的高科技军工企业，形成以军工制造为主，石化液化气为辅的经营结构，形成以军品二、三、四级配套产品及军民两用技术产品的研发、生产、销售为主的业务框架。其中，电脑刺绣机业务近期也被转给大股东，并同时每年收回 800 万租赁收益，公司亏损资产几近“剥离”。公司近期增发已经通过证监会审核，后续发展可期。无人车和无人机将成为公司发展的重要增长点。预计 09 年和 10 的 EPS 为 0.50, 0.62 元，维持谨慎推荐评级。

2. 资产注入型

这里推荐的品种为尚未公布重组方案或者刚通过重组方案的上市公司，大股东均表示或曾表示将进行资产注入。由于资产注入的注入方案未确定或未公布，所以对于公司的 EPS 的预测均为在原有业务下估算的，未考虑注入资产。

哈飞股份（600038）

哈飞股份是中航工业下属的上市公司之一。公司是我国直升机和通用、支线飞

机科研生产基地，目前已经发展成为一个拥有 Y12 轻型多用途飞机、Z9 系列直升机、EC120 直升机和转包国外航空产品四大系列产品的外向型航空骨干企业。公司 Z9 业务军工订单充足，为满足军队现代化的需求，每年可生产 Z9 平台机 40 架左右，随着 Z9 系列直升机批生产项目逐渐完工，将形成 60 架 Z9 平台机的生产能力。

中航工业直升机公司表示将实施“三年改革建基业”战略举措：即 2009 年为改革年，按专业化重组、产业化发展的原则，整合直升机产业资源；2010 年为发展年，进行深层次的专业化整合，实施资本化运作，以资本为纽带实现整体上市；2011 年为建业年，形成以新一代直升机和 2 兆瓦风力发电设备等具有市场竞争力的航空和风电产品格局，建立起完整的直升机产业链。通过实施“三年改革建基业”的战略，使我国直升机产业形成能够参与全球市场竞争的核心能力。

按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.31 元和 0.34 元，但注入资产后公司虽主营业务并未改善，但盈利能力将进一步增强，在注入资产尚未明确下，以上 EPS 仅为年终参考收益。维持谨慎推荐的评级。

中航精机（002013）

中航精机是中航工业下属的上市公司之一，其控股股东是中国航空救生研究所，公司是一家专业研制、生产、销售轿车座椅精密调节装置及精冲制品、精密冲压模具的高新技术企业。公司在精冲技术应用及轿车座椅调角器的研发方面处于国内领先、国际同步水平。公司自主设计开发的小齿精冲模具具有世界先进水平，在开发周期和开发成本上与国外产品比具有明显的优势。受益于乘用车销售量快速增长，公司的业绩稳定，同时控股股东的资产盈利能力强于公司现有资产，一旦注入将使得公司进入爆发性增长阶段。按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.23 元和 0.28 元，鉴于公司资产注入的预期，维持推荐评级。

航天科技（000901）

航天科技是中国航天科工集团的上市公司之一。公司在 2008 年公布过重组方案，但是没有通过证监会审议。近期公司大股东开始在原有重组方案的基础上重新修改。预计将大股东航天三院除将航天科工惯性技术有限公司 93.91%的股权、北京航天时空科技有限公司 86.9%的股权和北京航天海鹰星航机电设备有限公司 100%的股权注入到上市公司外，还将注入惯性技术的部分军工资产。公司的潜在盈利能力较强，将一改以往民品盈利能力较弱的尴尬局面。

高淳陶瓷（002179）

高淳陶瓷是中国电子科技集团的上市公司之一。5 月 20 日高淳陶瓷发布资产

置换及注入的重组公告。中国电子科技集团下属南京 14 所将作为新的控股方介入高淳陶瓷。此次置换和注入的业务，属于南京 14 所的部分民品业务，也就是国睿集团下属的三个公司，再加上研究所直属的两个事业部。本次重大资产重组完成后，高淳陶瓷将拥有十四所微波电路部、信息系统部两个直属事业部相关经营性资产和恩瑞特 100%的股权、国信通信 100%的股权、兆伏电子 100%的股权。

公告中对南京 14 所原有民用航管雷达、气象雷达等产品是否在本次重组中注入并无提及。我们认为这为南京 14 所未来的资本运作提供了进一步资产注入的可能。朦胧的公告和注入资产的不确定性为未来公司股价提供了交易性机会。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司 (以下简称我公司) 对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209