

“时间的玫瑰”绽放在钢铁长城

——军工主题投资机遇发掘

刘国宏

(0755) 82364412
liugh@lhzq.com

- 我们认为，军工整合的目标进度、外部政策因素决定了“时间的玫瑰”将在秋季绽放。上市公司的产业基础、军工集团对资源整合的战略意图、军工集团的资产结构及拥有的资源配套体系决定了本轮重组的进度。军工的投资主题主要体现在价值成长、军品资产注入、民品资源整合、地方军工整合这 4 方面。
- 2009 年是军工总公司改组为集团公司的 10 周年，也是国防工业转型的关键年份，以政策推动为特征的军工行业整合正在提速。在国内产业结构调整、资产整合的大背景下，十大产业振兴规划强调了装备制造业的战略地位，而军工产业作为装备制造业先进技术的核心，产业振兴规划与央企整合政策的叠加，将使军工产业在秋季的整合力度加大。
- 尽管全球性的危机波及国内各个行业，但军工制造体系的产业化进程却在 2009 年逆风飞扬。中航工业集团的成功整合与商业化运作，已经为管理层推进军工体系的大整合提供了借鉴、积累的经验。从各大军工集团“推进军民融合、积极应对金融危机挑战，保增长，保发展，保稳定”的年度计划来看，酝酿已久的上市公司资产整合、资产注入已如箭在弦，热潮涌动的金秋时节，使军工股价具备了“秋收起义”市场氛围。
- 大飞机项目重新启动，中国航母传闻，中国军队索马里护航，国产新支线 ARJ21-700 飞机长途首飞成功，中俄联合军演，核工的整合传闻，中共中央、国务院、中央军委 7 月 2 日对九大军工集团的贺信指示，都为中国军工在秋季“亮剑”埋下了伏笔。
- 10 月国庆规模空前的大阅兵、“萤火一号”探测火星、军工产业“向国庆献礼”将集中展示 60 年来军工装备的最新成就。我们预期国庆前后国家对国防建设、军工发展的宣传将进入高潮，酝酿已久的军工改革新政策或将应时而出。

目 录

一、军工产业整合的进度分析.....	3
1. 军工整合进入深水区	3
2. 时间的指针定格在金秋.....	5
二、军工产业化的内在冲动分析	8
1、中航工业集团的市场化整合为业内树立了标杆	8
2、军工第一大省的产业图强战略	8
3、南昌航空工业城图谋区域经济突围	9
4、沈阳“航高基地”打造航空制造高地	9
三、上市公司资产注入：谋定而动	10
1、中航工业集团产业整合“大制作”：长袖善舞 资本弄潮	10
2、兵装集团：酝酿整合风暴	11
天威保变(600550)：嫁入兵装豪门 期待行业复苏	11
ST 轻骑(600698)：在兵装的怀抱里成长	12
长安汽车(000625)：军工体系汽车资产整合的最大受益者	12
中国嘉陵(600877)：易址圈地 静待大整合	12
3、兵工集团：三大支柱产业绘就整合蓝图	12
中兵光电(600435)：华丽转身 独步青云	13
4、航天科技集团：资产证券化拉开序幕	13
中国卫星(600118)：穿越经济迷雾的成长之星	13
火箭股份(600879)：2009 年资产注入预期强烈	14
5、航天科工集团：迟来的整合，别样的精彩	14
航天长峰(600855)、航天科技(000901) 注资之路柳暗花明	15
6、中国电子科技集团：在尝试中推进整合	15
四创电子(600990)：垄断优势助推成长	15
高淳陶瓷(600562)：脱胎换骨 爬虫化蝶	15
四、秋季军工投资主题发掘	16
1、具有核心技术优势的价值成长型主题。	16
2、军品资产的注入主题	17
3、民品资源的整合主题	18
4、地方军工企业的整合主题	18
风险提示	21

【题记】当经济复苏的步伐再度徘徊，市场热点在剧烈震荡中洗尽铅华，还有什么主题能够一枝独秀？蓦然回首，“时间的玫瑰”已在钢铁长城悄然绽放！

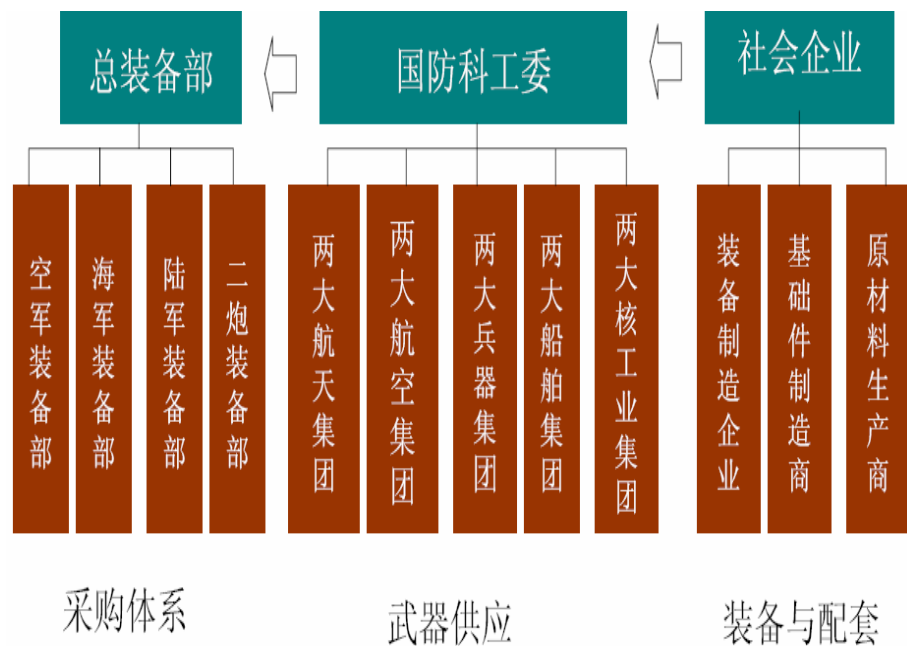
一、军工产业整合的进度分析

1. 军工整合进入深水区

今年是中国军工制造体系改革 10 周年的一个特殊年份，军工产业的变革之路进入了关键时期。我们看到，从 10 年前的 5 大军工体系分解成十大军工集团（如图 1），而去年新中航集团的成立以及该集团在 2009 年加速资产整合的情形，预示航空制造业拉开了整合序幕。与此同时，航天系和兵器集团的整合也在逐步推进。因此，我们预言中国军工体系正在经历“分久必合，合久必分”的历史宿命。当然，这个宿命正是现代军工产业发展的市场化导向以及科学的产业体系重整。

值得我们关注的是，曾担负军工制造体系规划与管理的原国防科工委在 2008 年国务院大部制改革中被取消了，重新组建的国防科工局隶属于工业和信息化部。这预示着军工制造体系正式归属于国家工业的大体系、服从于全工业体系的统一规划与整合。

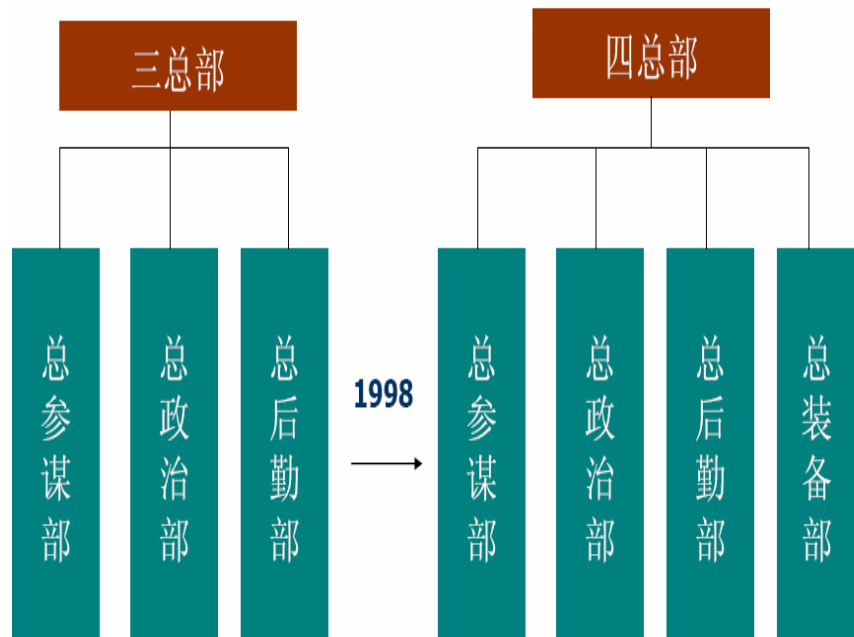
图 1 2008 年以前的我国军工制造与供应体系



资料来源：国防科工局 联合证券研究所

从国际军工的发展趋势以及我国国防科技工业 30 多年的发展表明，军转民、军民结合和寓军于民是我国国防工业体系发展的必然趋势，我国军工体系将逐渐由过去主要为国防建设服务转变到为国民经济和现代化建设服务。

图 2 中国军事体系的变革



军工采购体系：国防科工委、总参装备部、总后相关装备单位，1998年国防科工委原军事部分单独成立解放军总装备部，并将总参装备部、总后相关装备一并并入

资料来源：国防科工局 联合证券研究所

近三年以来，原国防科工委先后出台了《关于军工企业股份制改造的指导意见》、《深化国防科技工业投资体制改革的若干意见》、《关于非公有制经济参与国防科技工业建设的指导意见》和《大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》这四大纲领性文件，构成了“十一五”我国军工体制改革的基石。

表 1 国防科技工业体制改革的历史回顾

1977 年	邓小平提出国防改革四点内容：1、国防建设必须服从和服务于国民经济建设大局。2、国防工业必须调整改革，实行重大战略转变。3、军民结合、以民养军是改革开放的需要。4、军工体制必须彻底改革。
1982 年	六机部与交通部部分企业合并，组建了船舶工业总公司，实行董事会领导下的总经理负责制。
1993 年	中央撤销航空航天部，组建航空工业总公司、航天工业总公司；撤销机电部，组建机械部、电子部；在国务院序列中继续保留国防科工委，仍属军队建制，由国务院、中央军委双重领导。至此，原六个独立的军工部门，均被改组为国务院直属的、由国防科工委归口管理的专业总公司，初步实现由政府行政部门向经济实体的转变。
1997 年	国务院成立了新的国防科工委，将原国防科工委管理国防工业的职能、各军工总公司以及国家航天局、国家原子能机构承担的政府职能，统归新的国防科工委。
1999 年	将核、航空、航天、兵器、船舶工业等五大军工总公司，改组为十大军工集团公司。各集团公司在国家计划中单列户头，自主经营；行业管理由新的国防科工委负责，实现了国务院对国防科技工业的集中统一管理。
中共 16 大	确定了“深化国防科技工业体制改革，坚持寓军于民，建立健全竞争、评价、监督和激励机制，增强自主创新能力，加快国防科技和武器装备发展”的改革目标。
中共 17 大	做出了“调整改革国防科技工业体制”的重大决策，从顶层设计上明确了国防科技工业走军民融合式发展道路的根本途径、基本思路和组织架构。

2007 年 3 月,国防科工委发布了《国防科工委关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》。11 月,国防科工委于出台的《军工企业股份制改造实施暂行办法》

2008 年 国务院大部制改革中,原国防科工委被取消,重新组建国防科工局,隶属于工业和信息化部。

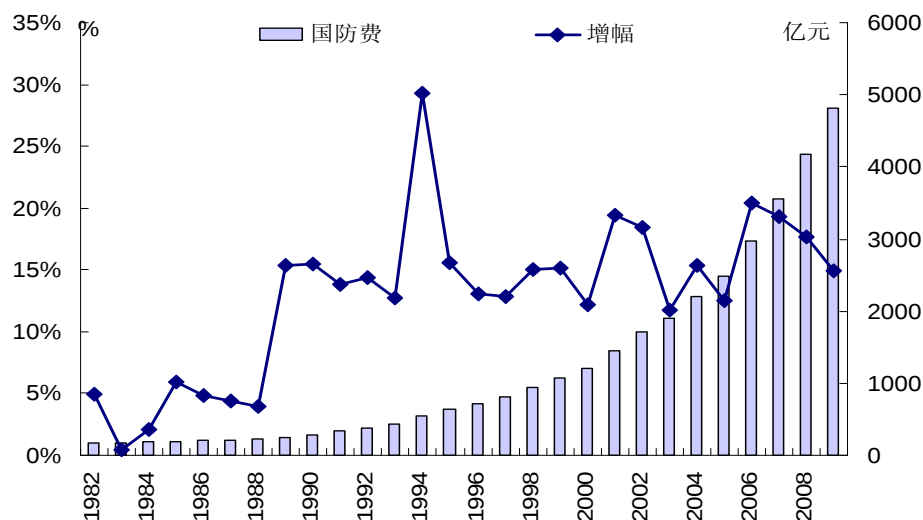
数据来源: 人民网, 联合证券研究所

分析军工产业变革的历程,我们可以看到我国军工企业的“十五”和“十一五”是有本质的不同。军工行业“十五”的核心是发展,即在国家军工订单大量增加时,加快自身发展,提高自身实力,解决各种历史问题和包袱。但军工行业的“十一五”是改革,即在行业发展到一定高度,企业自身实力得到很大提高情况下,如何实现市场化的改革,将是摆在军工行业的一个突出问题。因此,在“十五”期间,军工行业对资本市场基本没有要求也没有作为,但在“十一五”资本市场对军工行业将有重要的意义。而 2009 年是“十一五”的关键年份,2010 将是收官之年,军工企业将加速由过去的自成体系、自我封闭型体制转变到多层次多领域的开放合作型体制;由过去的单一军品型结构转变为军民结合型的多品种结构,从而使整体经济实力和科研创新能力显著增强。我们分析从上文提及的四大纲领性文件,可以发现它构成了完备的未来军工体制改革的政策框架,其核心就是要在“十一五”期间实现军工行业投资体制改革,由封闭走向开放,由垄断走向竞争。而要实现这样目标其主要的手段就是两个:一、对军工企业进行股份制改造,引入非公有制经济,实现体制创新;二、加快发展民用产业,走军民结合的道路,实现产品创新。通过这两个创新,来实现中国军工行业的整体创新。

因此,我们预期,今明两年军工体系的变革将进入深水区,产业化发展速度将大幅提升,9 大军工集团的整合也将加速。“深化军工投资体制改革,推进投资主体多元化”,“军民结合,以军促民,以民保军”是我国军工企业未来发展的必然之路,也将是正在制定的军工“十二五”的方向。

2. 时间的指针定格在金秋

图 3、中国国防费及其增长率



数据来源: 2008 国防白皮书, 联合证券研究所

2009 年我国国防预算为 4806.86 亿元,比上年预算执行数增加 624.82 亿元,增长率 14.9%,显示我国国防预算正保持稳步增长态势,尤其在大飞机制造、军机制造

和航天卫星等领域取得了巨大成就。这预示着军工行业的经营环境不会因外部危机而陷入困境，行业抗周期性的显著特征将为年内的整合进程创造良好条件。

重新组建的国防科工局在工业信息化的统一运筹中，对军工体系的调研、摸底、方案论证已近两年，除了我们看到的工信部主导的兵装集团、中航集团的汽车产业整合之外，曾被市场给予厚望的核工、航天体系的整合，一直没有实质性进展。

从时间周期来看，酝酿已久的军工体系上市公司整合，在 2009 年应该有所突破。国家在年初出台的十大产业调整振兴规划，以及在政府促进经济发展的 4 万亿投资计划中，以装备制造、船舶、信息技术为主导的军工领域受益明显。按照各大军工集团“推进军民融合、积极应对金融危机挑战，保增长，保发展，保稳定”的年度计划来看，相关上市公司横向整合、资产注入已如箭在弦，在年内必然有所作为。从重组的时间进度来看，如果要在年内实现重组任务，至少在秋季要落实相关方案，即使推延至 2010 年完成，年底的突击行动也将为股价的“秋收起义”营造市场氛围。

表 2 2009 年航天军工相关事件一览

1 月 6 日	中国海军护航舰艇编队抵达亚丁湾索马里海域预定海区，组织实施了首次护航。
1 月 8 日	2009 年国防科技工业工作会议在京召开，会议提出：要突出重点，扎扎实实抓好国防科技工业的各项工作；要坚持军民结合，争当走中国特色新型工业化道路的排头兵。
2009 年 1 月	中航工业集团根据“专业化整合、资本化运作、产业化发展”的思路，整合旗下直升机资产，成立了中航直升机公司，在天津投资建立了大型民用直升机基地项目。根据中航直升机公司的 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。
1 月 14 日— 2 月 25 日	国家迅速出台了十大产业调整振兴规划，以及在政府促进经济发展的 4 万亿投资计划中，以装备制造、船舶、信息技术为主导的军工领域受益明显。
1 月 20 日	中国政府发表《2008 年中国的国防》白皮书，介绍两年多以来中国军队的建设情况。
2 月内	各省陆续举行了国防科技工业工作会议，“推进军民融合、积极应对金融危机挑战，保增长，保发展，保稳定”成为各省会议的主旋律。
3 月 4 日	李肇星在十一届全国人大二次会议新闻发布会上表示，2009 年中国国防支出预算为 4806.86 亿元，比上年的预算执行数增加 624.82 亿元人民币，增长率为 14.9%，国防费预算占当年全国财政支出预算的 6.3%。
3 月 9 日	全国人大代表、中国海军副政委邬华扬九日在接受记者采访时表示，中国已经具备自主建设航母的经济与技术能力。中国发展航母是人心所向，是海军建设发展的需要，也是中国大国地位的象征。
3 月	我国大飞机项目公开招标、择优选择国内供应商，这一招标面向国内各种所有制企业和港澳台地区开放。COMAC919 大型客机成为我国首个通过公众媒体向潜在供应商发布信息征询公告并公开招标选择供应商的飞机型号。
3 月 11 日	兵器工业集团公司总经理张国清在“开展深入学习实践科学发展观活动动员大会”上强调：“全系统坚持建设高科技国际化兵器工业不动摇”。要建立抓大扶强的机制，积极推进产业结构、产品结构和资本结构调整，培育和打造一批行业领跑者，尽快改变兵器工业“散”的局面，逐步形成若干个资产重组和资本运作平台。
3 月 12 日	中国最大渔政船 311 正式对西沙群岛、北部湾海域等进行首次巡航，总航程达 2000 多海里，历时半月。
3 月 20 日	中国国务委员兼国防部长梁光烈会见日本防卫大臣滨田靖一时表示，中国是惟一没有航母的大国，中国不能永远没有航母。
4 月 1 日	中共中央政治局常委、国务院副总理李克强一行在中航工业西安飞机工业（集团）有限责任公司视察了西飞总装、航空转包生产线。在视察过

- 程中, 李克强副总理要求中航工业进行认真论证, 请国家有关部门认真研究, 大力支持国产支线飞机的发展。
- 4月23日 中国海军 60 周年大阅兵在我国青岛海域举行, 这是新中国成立以来规模最大的一次海上阅兵。
- 5月26日 中国大飞机项目公司中国商用飞机有限责任公司 (COMAC) 和首批 9 家国内供应商 26 日签订了理解备忘录, 将在涉及起落架、舱门、机翼等今后大飞机机体的制造中开展合作。包括一家民营企业在内的这批供应商的选定, 意味着大飞机项目所带动的国内民用航空产业布局开始逐步成形。
- 6月12日 中共中央政治局常委、国务院总理温家宝在湖南调研工作时指出: “中央已经做出决定, 要研制我们自己的大飞机, 经过几年、几十年的努力, 让中国自己的大飞机飞上蓝天。这是国家的意志, 也是全国人民的意志。”中航工业出资设立首家地区资产经营管理平台--中航工业陕西资产经营管理有限公司在西安成立。该公司提出了整合大方向: 将用 3 年多的时间, 把现在 110 多家成员单位重组为 30 多个专业化的子集团, 最终把兵器工业打造成为世界一流的防务集团和我国重要的装备制造业与精细化工、特种化工产业基地。
- 6月25日 以航空航天工业为先导, 重点发展高技术装备制造工业的“关中——天水经济区”获得国务院批准。
- 7月1日 我国第 2 架 ARJ21-700 新支线飞机在上海成功首飞。
- 7月2日 中共中央、国务院、中央军委联名向 9 大军工集团发了贺信, 祝贺军工制造体系改革 10 周年, 期望军工集团再创辉煌。
- 7月15日 中国首架拥有自主知识产权的涡扇支线喷气客机 ARJ21-700 飞机 101 架机由上海顺利转场至西安, 成功实现首次城际飞行。此举标志着 ARJ21-700 飞机全面进入试飞取证阶段, 为其下一步适航取证、正式投入商业运营奠定了坚实的基础。
- 7月22日至26日 中俄两军“和平使命-2009”联合反恐军演实兵演练, 凸显新思维、新理念、新战法。
- 8月13日 曾经对新中国 13 次阅兵进行过深入研究的军史专家姜廷玉说, 今年国庆阅兵遵循的主要原则是: 重点展示中国特色武装力量体系建设的成果, 以军队力量为主, 以国产现役主战设备为主。
- 8月7日 我国首颗火星探测卫星——“萤火一号”已经运抵俄罗斯, 经过最后的联合调试后, 等待发射。
- 8月14日 我国自主研制的第二架 ARJ21-700 新支线飞机完成首次城际长途飞行, 从上海转场飞往西安阎良。

数据来源: 联合证券研究所

实际上, 7月2日是军工板块反弹的起点。这一天, 中共中央、国务院、中央军委对九大军工集团的贺信所提的要求, 共中央、国务院、中央军委联名向 9 大军工集团发了贺信, 表面看, 是祝贺军工制造体系改革 10 周年, 实际而言, 内容确提了很多军工改革的期望和要求。这预示着军工制造体系的大变革早已在管理层的酝酿之中, 中航工业集团的整合与商业化运作, 已经为管理层推进军工体系的大整合提供了借鉴、积累的经验。

从操作层面来看, 在政府积极推行产业结构调整、资产整合的大背景下, 十大产业振兴规划强调了装备制造业的战略地位, 而军工产业作为装备制造业先进技术的核心, 产业振兴规划与央企整合政策的叠加, 将使军工产业在下半年的整合力度在年内超乎市场预期。

从外部环境看, 从年初中国军队索马里护航、大飞机项目重新启动、中国航母传闻, 到国产新支线 ARJ21-700 飞机长途首飞成功、中俄联合军演、核工的整合传闻, 都为中国军工在 2009 年秋季的“亮剑”埋下了伏笔。

近期, 市场上流传“军工逢九必涨”神秘定律引人眼球——每逢 9 月, 军工板块必然演绎一波上涨行情。我们就此统计最近 9 年的数据显示, 军工板块只有 2001 年、2002

年和 2008 年三年的 9 月涨幅弱于大市，其间有 6 年兑现了 9 月定律，2005 年到 2007 年间的 9 月板块平均涨幅更达到同期大盘的 8 倍。实际上，今年的金秋 9 月尤其特别：9 月的火星探测之旅、10 月国庆规模空前的大阅兵，航天军工产业“向国庆献礼”将集中展示 60 年来军工装备的最新成就。我们预期国庆前后国家对国防建设、军工发展的宣传将进入高潮，酝酿已久的军工改革政策或将应时而出。这不仅将唤起民众的爱国之情，还将在一定程度上刺激资本市场的主题投资机会。从一般意义上理解，军工股的 9 月行情与国庆有关，而今年恰逢建国 60 周年大庆，“逢九必涨”的定律能否再次生效更令人期待。

二、军工产业化的内在冲动分析

尽管全球性的危机波及国内各个行业，但军工制造体系的产业化进程却在 2009 年逆风飞扬，各大集团以及军工强省纷纷为自身的发展设定了宏伟目标。

1、中航工业集团的市场化整合为业内树立了标杆

中航工业集团公司成立后提出了“两融、三新、五化、万亿”的发展战略，总经理林左鸣强调，中航工业集团正以全新的姿态、全新的思维参与到全球市场之中，集团计划在今后的九年中，经济规模要以每年高于 20% 的速度递增，在 2017 年跃上一万亿元的台阶，成为全球航空制造业的第三极。在推进改革发展上，中航集团要坚持“五化”路线，即市场化改革、专业化整合、资本化运作、国际化开拓、产业化发展，其中，专业化整合首先是进行组织结构的整合，改变航空工业布局“散乱”的状况，构建专业化子公司，消除内耗式的竞争。其次是产业链的整合，使各子公司相互参股，以利益为纽带，形成联动，互为支撑，集约发展，增强全产业链的整体竞争力。第三是价值链的整合。按照价值链的相关原则，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。

2009 年，随着金融危机进一步向实体经济蔓延，1 季度，集团军品收入呈现了较大幅度的增长，但汽车及出口转包业务下滑，实现营业收入 271.94 亿元，同比增长 1.79%，与集团公司全年目标有较大差异，而二季度虽有明显好转，但自身的高增长目标和外部的经营环境，要求集团加速资产整合，充分利用资本运作来加快发展速度。

在此示范效应下，中国航天科技集团也提出：力争在 2015 年使集团收入在 2007 年的基础上翻两番，达到 2500 亿元。

2、军工第一大省的产业图强战略

陕西是我国军工第一大省，更是国防工业和兵器工业的精锐所在。武器装备制造业位居全国第一，而军工民用产业的发展在拉动陕西经济的发展方面发挥着重要作用，是陕西省的重要经济增长点。近年来，围绕省内的航空、航天、兵器等国防科技优势产业，陕西省精心构建军工经济与地方经济互动结合的发展平台，“催生”了多个以国防科技工业为“母体”的军民结合高新技术产业集群。初步形成集航空产业研发、人才培养、装备生产及整机制造、零部件加工、航空服务为一体的产业集群，带动了陕西特种材料、仪器仪表、机械加工、电子技术等相关产业的发展。主要投资规划如下：

(1) 兵器工业西安科技产业基地(计划总投资 150 亿元,按照“一次规划、分期建设、市场化运作”的建设模式,重点发展高新技术应用、信息技术、精密控制、新材料与新能源、光电、化工等产业)。

(2) 航空产业集群。以国家实施大飞机项目和航空工业整合为契机,积极参与大型飞机的研制,大力发展大飞机的配套产业,形成以大飞机制造为龙头的航空产业链;着力建设好西安阎良国家航空高技术产业基地,构成“一基地五园区”(即国家航空产业基地、阎良核心区、咸阳空港产业园、宝鸡飞行培训园、蒲城通用航空产业园和汉中航空工业园)为平台的航空产业发展格局;重点推进 ARJ21 支线飞机、新舟 60、新舟 700、运八 F600 和无人机的研制和生产,加快通用飞机、公务机的开发研制,满足市场需求;提升航空发动机、飞机起落架、各类机载设备等航空关键零部件和系统的研发、制造、集成能力,满足主机发展需要;积极发展配套产品,吸引非公经济进入民用航空业,进一步完善产业链;加强与国际航空企业合作,扩大转包生产的种类和规模;发展航空配套产业和服务业,提高产业运营质量。2010 年,实现销售收入 500 亿元;2012 年,实现销售收入 850 亿元;2015 年,实现销售收入 1860 亿元。

(3) 航天产业集群。目标:2010 年,实现销售收入 140 亿元;2012 年,实现销售收入 240 亿元;2015 年,实现销售收入 400 亿元。以“载人航天”、“月球探测”、“高分辨率对地观察”等国家重点工程为依托,以省政府与航天科技集团公司战略合作为契机,加快建设西安国家民用航天产业基地;加强先进推进技术的研究,加快液氧/煤油发动机系列化研制;加快发展卫星有效载荷、空间计算机等星载设备和卫星地面应用设备,促进卫星通信广播、卫星导航、卫星遥感等卫星应用产业发展;加强军民结合,发挥特种技术优势,积极发展民用产品。

3、南昌航空工业城图谋区域经济突围

继江西省洪都、昌河两家企业入围 C919 大型客机机体 9 家供应商名单之后,南昌积极打造航空工业城,谋求区域经济突围。按照国家规定,2014 年,大飞机零部件样机研制生产工作在洪都集团老厂完成,大飞机零部件 2016 年在南昌航空工业城进行批量生产。南昌航空工业城选址按功能分 4 个板块,分别是:大飞机零部件制造、洪都集团整体搬迁、航空相关产业园和配套生活设施。项目将分三期工程建设。2009 年开始一期工程设施,投资约 70 亿元,分两阶段分步实施:第一阶段建设期为 3 年,主要建设大飞机零部件研发和制造区;第二阶段实施洪都集团自用机场搬迁和相关配套厂房建设,项目二期工程投资 80 亿元以上,争取 3 至 5 年建设完成,主要实施洪都集团整体搬迁,建设配套生活设施、完善城市功能;第三期建设投资 50 亿元以上,主要规划建设通用航空产业园、地方军工以及其他相关产业园的建设。资金来源主要通过洪都集团搬迁土地的市场运作,“洪都航空”上市再融资,省、市政府投资及省投资公司等其他企业参与投资,中航工业资金支持,国家开发银行的技术援助贷款,招商引资等。预计该项目总投资 200 亿元以上。

4、沈阳“航高基地”打造航空制造高地

自今年 2 月国家发改委正式批准沈阳国家航空高技术产业基地(简称航高基地)为国家级产业基地以来,沈阳市大力推进基地建设,在规划设计、基础设施建设和招商引资等各方面均取得了重大进展。其中 Q400 飞机大部件转包项目可望在年底前投产。随着中国航空工业集团公司庞巴迪 C 系列飞机、航空发动机等重大项目落户

沈阳, 沈阳国家航空高技术产业基地进入全面建设阶段。目前, 该航高基地已开工、签约和在谈重点项目 20 余个, 总投资约 500 亿元人民币。

沈阳是我国重要的装备制造业基地之一, 也是中国航空工业的摇篮。目前已形成以沈飞集团公司、航天新光、黎明航发、飞机研究所为代表的飞机整机设计、研制基地, 航空、航天动力装置的生产基地和航空航天相关技术开发研究的前沿发展基地, 形成了从应用和工程技术研究到产业化的创新体系, 具备了民用大型飞机设计研制的基础条件和能力。

航高基地计划用 10 年左右的时间建成。到 2012 年, 规模以上工业总产值 200 亿元, 2020 年将达 500 亿元。

三、上市公司资产注入: 谋定而动

原国防科工委相关负责人表示, 未来五年左右, 我国要基本完成军工企业公司制股份制改造, 到 2010 年末军工企业利用资本市场直接融资 500 亿至 600 亿元左右, 军工上市公司销售收入将达到 1800 亿元左右。2009 年以来, 10 大军工集团的资产整合工作都在进行中, 但由于背景、业务、发展思路不同, 其资产整合各具特点。航空集团、两大船舶集团、两大核工业集团、中国电子工业集团以及中国兵器集团在资本运作上均有不同程度的动作。其中, 中航工业集团的资产整合走在军工企业前列, 其整合的规模和力度都是最大的; 中国兵器工业集团随着新任领导人的上任, 业务整合不断加速, 后来可期; 而中国电子科技集团随着民品业务的产业化发展, 其整合工作也渐入佳境。由于业务和组织特点, 两大航天集团、中国兵器装备集团在资产整合的步伐上显然较为滞后。我们看到, 中国航天科工集团在新领导班子的带领下资产整合工作步入正轨; 对于秋季配置而言, 我们有必要对中国航天科技集团、兵装集团随时可能发动的资产整合风暴给予必要的重视。根据公开信息分析, 我们建议关注以下军工集团的资产注入进展。

1、中航工业集团产业整合“大制作”: 长袖善舞 资本弄潮

中航工业集团的资本营运堪为央企中的长袖善舞者, 经过一些列纵横捭阖, 其旗下上市公司定位都有很明确。根据规划, 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。

2009 年是中航工业集团的资产运作元年, 中航自身的高增长目标和外部的经营环境, 要求集团加速资产整合, 充分利用资本运作来加快发展速度。2009 年其旗下各个业务板块都在忙着进行资源整合, 集团内部和外部都在进行, 且有加速迹象。集团旗下已经有 7 家上市公司启动了资本运作 (中航重机、贵航股份、ST 宇航、东安

黑豹、中航三鑫、中航地产)。中航工业集团还出资设立了首家地区资产经营管理平台--中航工业陕西资产经营管理有限公司,该公司提出了整合大方向:将用3年多的时间,把现在110多家成员单位重组为30多个专业化的子集团,最终把兵器工业打造成为世界一流的防务集团和我国重要的装备制造业与精细化工、特种化工产业基地。

2009年4月16日,中航科工与中航汽车订立股权转让协议,有条件出售所持哈汽集团100%权益及昌河铃木10%权益。6月2日,*ST昌河发布公告,表示将置出盈利能力较弱的汽车资产和业务,同时置入其实际控制人中航工业持有的盈利能力较强的航空照明系统等业务,即向中航工业收购其持有的上航电器与兰航机电各100%的股权。而不到一个月后的6月29日,东安黑豹股份有限公司称拟向中航工业的子公司——金城集团发行5509万股,金城集团因此将成为其第一大股东。同时,金城集团拟将其拥有的专用车资产全部注入东安黑豹,将其打造成为以航空机电一体化技术为基础、以专用汽车及微型、轻型货车为主营业务的专用车企业。而之后的8月8日,金城集团再度出手,成功“拦和”中国兵器集团,将收购宁波华翔持有的陆平机器股权。

中航工业集团高度重视资本运作和专业化的重组,总经理林左鸣本省就是资本市场长袖善舞之大师。集团领导表示未来仍将不断以目前旗下的A股公司作为资本运作平台,实现教练机、运输机、直升机资产整体上市,这也表明随着新中航的资产整合的推进,航天军工行业的重组进程也将加快。中航工业资产管理事业部负责人李耀曾指出要通过市场手段,对相关业务资产进行专业化重组整合,将部分资产优良、前景可期的业务注入集团相应上市公司或独立上市,实现产业化发展。据此,我们预期该集团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。根据规划,集团将力争到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,并力争用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,实现集团的整体上市。

2、兵装集团：酝酿整合风暴

中国兵器装备集团是国务院直属的大型国有企业集团,注册资本120亿元,是我国最具活力的军民结合特大型军工集团。集团拥有研发、生产、贸易企业50余家,在全球建立了30多个生产基地和营销机构,资产总额、销售收入均超过千亿元,集团将成为具有国际竞争力的创新型集团。集团在军品、汽车及零部件、摩托车、光电等四大主业上具有突出优势,旗下有长安汽车、天兴仪表、中国嘉陵、SST轻骑等上市公司。近年来,兵装集团围绕产业结构优化升级,按照建设创新型、资源节约型军民结合的企业集团的要求,努力推进产业整合,加大合并重组力度,并在输变电装备、新能源及新材料等产业取得重大突破,选择天威保变进入太阳能产业就是鲜明的佐证。

在各大军工集团加大资本运作力度的同时,中国兵器装备集团的动作较为滞后,因此,我们有必要对“兵装集团”随时可能发动的资产整合风暴给予必要的重视。

天威保变(600550):嫁入兵装豪门 期待行业复苏

公司是750kV、500kV及以下等各类变压器、互感器、电抗器的国内龙头生产企业

之一，是国内惟一独立掌握全部变压器制造核心技术的企业，大型发电机组主变压器约占国内产量的 45% 左右，公司已成功进入直流输电市场。拥有为国内核电站提供产品和服务的供应商资格，是国家 1000MW 及以下火电机组、水电机组的主要设备重点生产厂家。公司大型火电机组变压器、核电机组变压器和输变电变压器已出口美国、巴基斯坦、伊朗等 30 多个海外国家或地区。随着公司控股 51% 的天威英利新能源公司太阳能电池项目的投产，公司已转变为一家电气业务和太阳能电池业务并重的企业。2007 年 9 月大股东天威集团全部国有股权以无偿划转的方式划转给兵装集团，兵装集团承诺将在“十二五”末向天威集团投资不少于 300 亿元。

ST 轻骑 (600698)：在兵装的怀抱里成长

兵装集团承诺，在公司股改完成后首个交易日(08 年 11 月 7 日)起 24 个月内提出注入优质经营性资产或置换相关资产的资产重组方案，该方案中拟注入的优质经营性资产或置换的相关资产总额将达到济南轻骑最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的 50% 以上或的营业收入将达到济南轻骑同期经审计的合并财务会计报告营业收入的 50% 以上其产生。集团未来有至少超过 15 亿的资产有望注入上市公司。集团还有其他优质资产包括军工防务业务和新能源等业务等，股改完成后济南轻骑将成为集团最核心的发展平台，有望实现快速增长，投资价值将得到进一步显现。

长安汽车 (000625)：军工体系汽车资产整合的最大受益者

主营汽车及汽车发动机。汽车及零部件业务主要上市平台为长安汽车，该公司已经拥有中国南汽 70% 的优质资产。在工信部主导的中航集团与兵装集团的汽车资产整合预期中，我们认为长安汽车继续承接相关资产、完善产业链的可能性极大。

中国嘉陵 (600877)：易址圈地 静待大整合

中国摩托车行业的龙头老大，是兵装集团旗下的旗舰上市公司。尽管公司对市场预期“大股东将对旗下摩托车产业进行整合”一再澄清，但整合是必然要做的事。据公告，中国嘉陵要将整体迁建及技改项目建设地，从原来的沙坪坝区井口工业园转移到璧山县。璧山基地 2011 年首期建成后，中国嘉陵产值能达到 50 亿元。到 2014 年成技改项目整体搬迁后预计产值将达到 100 亿元，相比该公司 2007 年的主营业务收入 41 亿元，2014 年的产值要翻一番。

3、兵工集团：三大支柱产业绘就整合蓝图

作为我国最大的常规武器生产商，中国兵器工业集团主要生产重型武器，下属有中兵光电、北方股份、北方创业、北方国际、新华光、凌云股份、晋西车轴、长春一东、辽通化工和北化股份等 10 家 A 股上市公司。由于历史上原因，造成上市公司的规模偏小，并在集团公司总资产中占比较低，融资效率不高。

在由财政投资力度加大而带来的国防开支稳定增长的大背景下，兵工集团有望采取专业化重组的手段，借助资本市场的力量，解决其“包袱重、摊子大、效益低”的问题，并实现旗下上市公司的新一轮发展。根据国务院国资委对兵工集团的产业定位，重型车辆与装备、特种化工和光电材料与器件是其未来发展的三大支柱产业。

兵工集团资产整合的方向是，如何利用上市公司的融资平台和产业整合平台作用，打造产业集群以及开展专业化重组，推动集团公司结构调整和资源整合。依托上市

公司和优势企业创新重组融资方式，探索军工资产上市的有效途径；以及积极开展上市公司资产重组和债权融资，推动集团公司产业结构调整 and 转型升级。旗下晋西车轴、长春一东、辽通化工、北化股份的经营稳定，依然可以作为战略配置。此外，我们看好中兵光电的转型后的成长性，对北方股份、北方创业、北方国际的整合也给予关注。

中兵光电(600435): 华丽转身 独步青云

2008 年公司通过新增股份购买大股东华北光学拥有的军品二、三、四级配套产品和军民两用技术产品对应的相关资产和负债，成为第一家军工光电防务资产整体上市的公司，实现公司主营业务向军品产业的成功转型，业绩获得大幅提升。在“大光电”的格局下，中兵光电涉足了远程压制、航空稳瞄、火控系统、无人机、无人车、跟踪卫星天线系统等领域。目前，军民两用产品收入已占中兵光电总收入的近 80%，一季度 38% 的净利润增幅也显示出注入军品资产具有良好的成长性。2009 年 8 月，公司完成了定向增发，募集资金 80216 万元，将投资于智能机器人技术产品技术改造、场景观测平台产品批生产建设、远程控制技术产品技术改造、光电探测转塔产品技术改造等 4 个项目，公司有望成为智能机器人产业化的先锋。随着新项目的投产及业绩逐步释放，该公司长期投资价值将进一步显现。

4、航天科技集团：资产证券化拉开序幕

中国航天科技集团的业务以弹、箭、星、船为主，拥有 4 家 A 股上市公司。由于航天科技集团下属企业主要是科研院所，资产优良、经费充足、利润丰厚，但产业化前景尚远，民品发展相对薄弱，因此其资本运作力度相对较小。截至 2007 年底，航天民用产业收入已占航天科技集团总收入的 50% 以上。但随着航天产业从科研向产业化方向的转型，集团提出了打造 10 个百亿级公司的发展目标，资产证券化将成为集团的重要工作。2009 年 3 月，航天科技投资控股有限公司日前成立，它将作为航天科技集团授权的投资管理主体和资产经营平台，负责集团资本运作与流转，这标志着航天科技集团旗下上市公司重组有望获得明显突破。航天科技集团还将决定对航天科技投资控股公司实施增资扩股，由集团公司控股，并引入航天领域 9 家股东单位共同注资 10 亿元。这 9 家单位是：中国运载火箭技术研究院、中国空间技术研究院、上海航天技术研究院、西安向阳航天工业总公司、西安航天科技工业公司、北京航天卫星应用总公司、中国航天时代电子公司、四川航天工业总公司、中国航天空气动力技术研究院。

航天科技投资控股公司将重点开展产业孵化、资源整合、战略收购和投资融资等业务，通过资本的运作与流转，推动航天民用产业又好又快发展。航天科技投资控股公司可以协调航天科技集团下各相关单位资本运作，并为其相关资产的上市进行投资融资支持，这为今后集团公司进行相关资本运作铺平道路。

中国卫星(600118): 穿越经济迷雾的成长之星

经过资产置换之后，公司成为航天五院唯一控股上市公司，是中国卫星产业进行资本运作的平台，公司背靠五院先进技术及卫星研制平台，在小卫星研制及相关应用领域处于领先地位。

公司近几年业务一直保持较为稳健增长，并购航天恒星及 503 所卫星应用及相关资产以后，公司卫星应用业务占比提高较大，致公司收入增速有所提高。卫星应用较

高毛利率带动公司整体毛利率有所提升,但是由于卫星应用业务部分期间费用率较高,公司净利率基本保持稳定,但同国内其它航空航天公司相比,公司净利率保持在较高水平。上半年实现销售收入 8.76 亿元,同比回落 7.4%;净利润 7,143 万元,同比增长 23%;每股收益 0.20 元,符合预期。与公司半年报同时公布的还有设立恒电电源及收购北京宏宇股权的公告,我们认为这两项举措是公司整合资产的开始。

当前公司客户主要是政府、特定用户和行业用户,需求稳定。国家政策支持、客户需求的增长及技术的不断进步均持续推动卫星研制及卫星应用产业的稳步增长,未来几年我国航天器发射进入密集期,其在航天器研制数量的占比呈上升趋势,卫星应用空间广阔,前景向好。在经济形势尚不明确的情况下,公司确定性增长使其更具吸引力。

火箭股份(600879): 2009 年资产注入预期强烈

公司原为武汉电缆,99 年中国航天科技集团公司的运载火箭技术研究院成为公司第一大股东之后改名为火箭股份,业务上通过置换将航天电子业务注入公司。同时,公司第一大股东变为中国航天时代电子公司。公司逐渐形成航天应用综合电子,机电组件,专用集成电路,惯性导航等的业务架构。公司的主要业务为航天配套电子产品,分为电子元器件和单机及系统产品,可用于航天传感,遥感,导航和通信等业务。目前,公司的主要产品依然以军用为主,公司军品业务占比达到了 85%左右,民用产品所占份额较少。由于公司在国内航天电子产品具有垄断性低位,预期公司今后三年的复合增长率将达到 30%以上。

公司作为中国航天时代电子公司下的航天业务的平台,但是航天时代控股比例仅为 20.34%,我们认为极有可能通过注入资产扩大持股比例。我们认为其控股股东时代电子的资产注入将是必然趋势。时代电子公司是 03 年由航天电子基础技术研究院,航天时代仪器公司,北京遥测技术研究所及北京光华无线电厂,重庆巴山仪器厂,上海科学仪器厂等 15 家企事业单位重组而成的专业化公司。其资产规模,业务规模等基本与公司相近。

5、航天科工集团: 迟来的整合, 别样的精彩

中国航天科工集团航天科工集团以航天防务业务为主,拥有 6 家上市公司。2008 年,该集团资产总额突破 1000 亿元,营业收入 610.2 亿元,利润总额 42.2 亿元。在国资委公布的央企 2008 年度经营业绩考核中,该集团排名第 14 位,较 2007 年度大幅上升 24 位。

长期以来,航天科工集团下属上市公司资本运作较差。目前只有 2 家实现了重组和融资。随着新一届领导班子的上任,航天科工集团的资产整合工作将逐渐步入正轨。由于资产质量较好,业务发展空间大,集团旗下多家上市公司,未来的整合面临巨大的机遇。

值得注意的是,该集团近日联合部分下属成员单位共同出资,以注册资本 10 亿元组建航天科工投资有限公司。按照发展定位,该公司将是航天科工集团开展产业投资的重要平台,集团授权进行资本运作及资产管理的专业机构和集团战略融资的重要渠道。这预示着该集团停滞不前的上市公司资产注入即将取得实质性进展。在本体系中,我们看好航天长峰(600855)、航天科技(000901)、航天通信(600677)的注资预期。

航天长峰（600855）、航天科技(000901) 注资之路柳暗花明

本该在 2008 年完成对航天长峰（600855）、航天科技(000901)的资产注入（在股权分置改革时期，大股东曾承诺：两年内将优质资产和相关业务择机注入上市公司，且置入资产的净资产收益率不低于 15%），直到 2009 年下半年才真正突破。

7 月底，航天长峰（600855）接到国务院国有资产监督管理委员会批复，同意控股股东长峰科技工业集团公司将其持有的公司 5739.9 万股股份无偿划转给中国航天科工防御技术研究院。此次转让完成后，公司总股本不变，防御院将持有公司 5739.9 万股，占公司总股本的 19.62%，成为公司第一大股东。

2009 年 8 月 19 日，航天科技(000901) 2009 年第三次临时股东大会审议通过《关于继续推进航天科技控股集团股份有限公司发行股份购买资产工作的议案》、《关于继续按照 2008 年第一次临时股东大会审议通过的发行股份购买资产暨关联交易方案推进本次重大资产重组的工作》、《关于将航天科技控股集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易的议案有效期延期一年的议案》、《关于提请股东大会授权董事会办理本次交易相关事宜的议案有效期延期一年的议案》。

6、中国电子科技集团：在尝试中推进整合

中国电子科技集团主要从事军工电子和信息业务，其资产完全以科研院所为主，市场化程度低，资本运作难度大，这使得集团长期以来并不特别重视资本运作，因此集团下属上市公司的规模小，数量少，资产整合力度也不大。但是，随着军工体制改革的突破，以及发展要求，未来集团资产整合和证券化工作的力度都将加大。

四创电子（600990）：垄断优势助推成长

公司大股东是国内知名的军工科研机构“华东电子工程研究所”；在大股东分批注入雷达资产之后，该公司成为国内最优秀的民用雷达供应商之一。公司的产品可以广泛运用于军工、民用等多个领域；公司所处行业属于技术密集性行业，技术壁垒较高，能够进入该行业的厂商数量有限，产品有着较强的行业壁垒保护，处于垄断竞争状态。未来其发展重点为气象电子、通信导航、广播电视三大产业方向，业务领域将实现大的拓展，未来发展前景较好。

高淳陶瓷(600562)：脱胎换骨 爬虫化蝶

5 月 21 日，高淳陶瓷重组谜底揭晓：中国电子科技集团公司下属南京第十四研究所作为重组方，计划将其旗下的信息技术产业注入高淳陶瓷，从而使得高淳陶瓷从一家日用陶瓷制造业公司脱胎换骨为高新技术公司，主业将发生彻底变化，成长空间由此打开。

此次置换和注入业务，属于南京十四所的部分民品业务，即国睿集团下属的三个分公司和研究所直属的两个事业部。重组完成后，高淳陶瓷将拥有十四所的微波电路部、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%股权、兆伏电子 100%的股权。购买上述资产和资产置换差额部分，将通过定向增发完成。公司的公告中称预计 09 年注入公司标的资产净利润不低于 1 亿元，南京十四所 08 年净利润 3.8 亿元，十四所内部下属各业务分部之间具有较为显著的上下游协同关系，对各分部的盈利能具有较强的调控能力，因此公司重组后在 09 年实现超过 1 亿元的净利润可能性较大。

表 3 军工体系上市公司分析

类别	军工集团	上市公司	重点关注
航天	中国航天科工集团公司	航天晨光 航天长峰 航天科技	航天长峰 航天通信
		航天通信 航天信息 航天电器	航天科技 航天信息
	中国航天科技集团公司	火箭股份 航天动力 中国卫星	火箭股份 航天动力
		航天机电、航科通信 (HK) 航天科技 (HK)	中国卫星
航空	中国航空工业集团公司	西飞国际 中航精机 航空动力	中航重机 西飞国际 航空动力
		贵航股份 中航重机 中航光电、 成飞集成 中航三鑫 中航地产	贵航股份 中航三鑫 成飞集成
		成发科技 ST 昌河 哈飞股份	成发科技 洪都航空 哈飞股份
		洪都航空 东安动力 ST 黑豹 ST 宇航 中航科工 (HK)	ST 宇航 东安动力
		中航实业 (HK)	
船舶	中国船舶工业集团公司	中国船舶 中船股份 广船国际	中船股份 广船国际
	中国船舶重工集团公司	风帆股份	风帆股份
兵器	中国兵器装备集团公司	中国嘉陵 长安汽车 天兴仪表	长安汽车 中国嘉陵 西仪股份
		ST 轻骑 建摩 B 西仪股份	
	中国兵器工业集团公司	中兵光电 北方国际 北方创业	中兵光电 晋西车轴 北方股份
		北方股份 凌云股份 长春一东 新华光 晋西车轴 辽通化工 北化股份 安捷利实业 (HK)	北方创业 辽通化工 新华光 凌云股份 北方国际
核工	中国核工业集团公司	中核科技	中核科技
	中国核工业建设集团公司	暂无	
电子	中国电子科技集团公司	四创电子 华东电脑 高淳陶瓷	高淳陶瓷 四创电子
装备		沈阳机床 秦川发展 昆明机床	沈阳机床 昆明机床
配套		轴研科技 宝钛股份 海特高新	轴研科技 *ST 长岭
		泰豪科技 *ST 长岭 振华科技	振华科技 泰豪科技

资料来源： 联合证券研究所

四、秋季军工投资主题发掘

1、具有核心技术优势的价值成长型主题。

经过军工集团的先行资产注入和整体上市，部分上市公司已经获得了跳跃式发展机会，并且核心技术优势在市场化进程中为业绩持续增长提供了保障。此类上市公司已经具备了价值成长的基础，估值相对较低，是机构投资者的配置首选。此投资主

题标的包括: 中国卫星 (600118)、西飞国际(000768)、航天信息 (600271)、中兵光电(600435)、火箭股份 (600879)、中航重机 (600765)、晋西车轴 (600495)、哈飞股份(600038)、航天动力(600343)、航空动力 (600893)、洪都航空(600316)等。

2、军品资产的注入主题

军工产业本身是高科技产业, 由于国家长期的重点投入, 军工行业技术实力很强。武器装备追求领先的属性, 决定了军工必然是一个持续创新的产业。很多先进的科学技术都是最先应用在军事领域, 一旦进行民用, 则具有很高的外部效益。主要发达国家无一例外对军工产业科研开发, 包括武器装备科研开发和重大民用科技开发给予大力支持。比如, 各国政府在航天领域的投入产出比为 1:7 至 1:12 之间, 军工行业在向民品行业扩充时具有很强的技术优势和经济“核爆”效应。

目前军工板块的大部分 A 股上市公司的资产仍是“边角碎料”, 盈利能力和市场竞争水平低下。这些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。军工的产业链包括器件、分系统和总装, 除了核心的总装资产外, 对于器件和分系统资产进入上市公司, 国家已经逐步放开。资本市场的健康发展、军工集团自身的产业结构调整, 都将促进军工产业借道资本市场的整合力度加大。根据“大协助、小核心、寓军于民”的产业格局, 当上市公司获得垄断技术之后, 在市场竞争格局中的业绩预期也就值得期待。随着资本市场制度的完善, 具有国际竞争力的中国军工企业有望在资本市场破茧。此投资主题标的包括: 四创电子 (600990)、航天科技(000901)、航天长峰 (600855)、成发科技 (600391)、航天机电(600151)、航天晨光 (600501)、辽通化工 (000059)、航天通信 (600677)、ST 轻骑 (600698)、ST 宇航 (000738)、航天电器 (002025)、高淳陶瓷 (600562)。

表 4 军品毛利占比较高的上市公司

上市公司	主营业务类型	主营产品	军品毛利占比%	所属集团
西飞国际	飞机制造	ARJ-21 飞机机身、机翼零部件; 波音 747	95.2	航空工业集团
力源液压	航空零部件	组件、新舟 60 飞机及零部件		
	发动机设备	力源定量马达、柱塞泵、柱塞变量泵、定量		航空工业集团
	动力机械	泵、燃气轮机、散热器		
哈飞股份	飞机制造	EC120 直升机、ERJ145 系列飞机、H410	88.2	航空工业集团
	航空零部件	系列直升机、H425 系列直升机、Y12 轻型多		
		用途飞机、Z9 平台机、波音 787 翼身整流罩、		
		直九直升机		
航空动力	航空发动机及零部件		64.0	航空工业集团
ST 宇航	航空零部件、摩托车	宇航 486Q 型号汽车缸体、宇航 DFL-01 型	53.6	航空工业集团
		电动转向器、宇航 DFL-04 型电动转向器、		
		宇航 DFL-18 型电动转向器		
中航光电	电连接器、光器件			航空工业集团
中航精机	座椅精密调节装置	TJB、TJL、TJW 系列调角器、中航精机拨		航空工业集团
	模具	叉、中航精机轿车座椅滑轨		
洪都航空	飞机制造	K8 喷气基础教练机、L15(猎鹰)新型高级教	92.1	航空工业集团
		练机、N5A 农林多用途飞机、螺旋桨飞机		
中国卫星	卫星制造及应用	卫星及其应用技术和产品的研制、卫星应用	96.9	航天科技集团
		系统集成、应用运营服务、小卫星制造及应		
		用		
火箭股份	电子元器件、发动机	火箭股份 MK 系列开关、电连接器、传感器、	87.2	航天科技集团
	设备、卫星制造及应	继电器、卫星导航定位接收机、		

航天动力	航天技术流体机械	建筑用消防泵、柴油机消防泵组、航力车用消防泵、航力单级单吸离心泵等		航天科技集团
航天通信	航空航天通信设备、纺织机械	电磁辐射防护工作服、纺织品进出口贸易、基站维护服务、通信软件、通信增值服务等	58.6	航天科工集团
航天晨光	压力容器、专用车辆	厨余收集车、低温液体运输车、飞机加油车、粉粒食品运输车、粉粒物料运输车等		航天科工集团
航天电器	继电器、电连接器	各种继电器及电连接器		航天科工集团
中兵光电	飞机制造、工程机械、卫星制造及应用、纺织机械	GIS、船载卫星接收天线、电脑绣花机	95.6	兵器工业集团

数据来源: Wind, 天相, 联合证券研究所

3、民品资源的整合主题

目前中国军工企业生产的民品有两大系列, 一个系列是与主业相关的产品, 或者是军民两用产品; 另一个系列则与主业毫不相干, 例如航天、兵装产业的汽车、摩托车、家电行业。中国军工汽车零部件企业绝大部分是劳动密集型的, 应对市场竞争与挑战的承受力极大, 整车的生产企业也到了不得不整合的地步。摩托车工业情况与汽车基本相同, 受到外国同类先进产品的严重冲击。军工家电作为劳动密集型的组装企业, 在重复建设严重、生产过剩中积重难返。因此, 对民品资源进行整合, 注入具有核心竞争优势的资产, 是军工企业民品整合的必然之路。

在此方面, 中航集团的民品整合堪称经典, 已形成了以深圳中航(0161.HK)为龙头的民品整合平台, 以飞亚达A(000026)为龙头的钟表及其零配件的设计、开发和制造业务链, 以深天马A(000050)为龙头的液晶显示器和液晶显示模块产品体系, 以中航地产(000043)为龙头的地产、酒店、物业物业管理整合平台, 相关产业的盈利能力也企大幅提升。

此投资主题值得关注的标的包括: 长安汽车(000625)、东安动力(600178)、中航地产(000043)、长春一东(600148)、中航精机(002013)、北化股份(002246)、凌云股份(600480)等。

4、地方军工企业的整合主题

地方军工企业由于脱离核心军工体系较久, 市场化意识较强, 军民业务结合较好, 能够充分分享来自两个市场的增长。如久联发展(002037)、南岭民爆(002096)、湘电股份(600416)、泰豪科技(600590)等。

表 5 军工企业一直预期评级

股票代码	简称	近 3 月预测 机构数量	现价	一致预期 目标价	目标涨幅 (%)	一致 评级
000026	飞亚达 A	3	8.53	9	5.51%	收集
000043	中航地产	9	15.49	16.645	7.46%	收集
000050	深天马 A	2	4.68	3.3	-29.49%	买入
000059	辽通化工	9	10.93	14.322	31.03%	买入
000063	中兴通讯	28	36.06	42.356	17.46%	买入
000065	北方国际	0	21.48	--	----	中性
000625	长安汽车	13	9.32	11.429	22.62%	收集

000710	天兴仪表	1	9.33	--	----	中性
000733	振华科技	0	10.87	10.7	-1.56%	中性
000738	ST 宇航	0	8.7	7.4	-14.94%	中性
000768	西飞国际	14	15.46	14	-9.44%	中性
000777	中核科技	3	15.66	15	-4.22%	中性
000901	航天科技	0	16.57	--	----	中性
002013	中航精机	3	12.04	10.06	-16.45%	收集
002025	航天电器	7	11.22	12.436	10.84%	买入
600038	哈飞股份	9	17.26	18.4	6.61%	收集
600072	中船股份	3	17.1	14.4	-15.79%	中性
600118	中国卫星	15	21.54	24.888	15.54%	买入
600148	长春一东	0	9.29	--	----	中性
600151	航天机电	3	12.2	12.26	0.49%	中性
600169	太原重工	14	14.79	17.857	20.74%	买入
600184	新华光	1	19.54	20	2.35%	买入
600262	北方股份	0	15.97	12.42	-22.23%	收集
600271	航天信息	15	16.67	20.946	25.65%	买入
600316	洪都航空	10	28.64	30	4.75%	收集
600343	航天动力	1	15.99	17.69	10.63%	买入
600391	成发科技	11	25.13	27.567	9.70%	收集
600399	抚顺特钢	0	8.23	--	----	中性
600435	中兵光电	5	22.28	12	-46.14%	收集
600480	凌云股份	1	9.91	--	----	收集
600482	风帆股份	5	11.46	14.64	27.75%	收集
600495	晋西车轴	7	18.7	17.6	-5.88%	中性
600501	航天晨光	1	10.09	9	-10.80%	中性
600523	贵航股份	5	14.24	19	33.43%	收集
600562	高淳陶瓷	1	25.93	17.75	-31.55%	买入
600677	航天通信	3	11.5	9	-21.74%	收集
600685	广船国际	13	28.6	26.693	-6.67%	中性
600698	ST 轻骑	0	5.24	--	----	
600765	中航重机	9	16.35	20.8	27.22%	收集
600850	华东电脑	0	7.04	--	----	中性
600855	航天长峰	1	10.37	14	35.01%	中性
600877	中国嘉陵	1	5.52	5.5	-0.36%	中性
600879	火箭股份	9	10.94	13.701	25.24%	收集
600967	北方创业	2	11.67	11	-5.74%	收集
600990	四创电子	2	37.34	22	-41.08%	中性

数据来源: 联合证券研究所

在资产配置方面, 结合业绩一致预期, 我们建议在市场震荡中, 重点关注主营业务突出、业绩成长稳定的公司, 中国卫星 (600118)、西飞国际(000768)、航天信息 (600271)、中兵光电(600435)、火箭股份 (600879)、中航重机 (600765)、晋西车轴 (600495)、哈飞股份(600038)、航天动力(600343)、航空动力 (600893)、洪都航空(600316)等。对于航天科技 (000901)、航天长峰 (600855)、成发科技 (600391)、航天机电(600151)、航天晨光 (600501)、辽通化工 (000059)、航天

通信（600677）、四创电子（600990）、ST 宇航（000738）、ST 轻骑（600698）、航天电器（002025）、高淳陶瓷（600562）等资产注入预期较为明朗的企业适当关注。

表 6 军工企业业绩一致预期

股票代码	简称	2009 年 EPS	2009 年 PE	2010 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 EPS
000059	辽通化工	0.29	38	0.723	15	0.993
600399	抚顺特钢	0.082	102	0.121	69	0.121
000065	北方国际	0.07	275	0.087	221	0.087
000768	西飞国际	0.09	155	0.158	87	0.206
000777	中核科技	0.265	54	0.32	45	0.4
002025	航天电器	0.383	26	0.489	20	0.609
600038	哈飞股份	0.325	47	0.375	40	0.457
600072	中船股份	0.219	78	0.21	81	0.234
600118	中国卫星	0.603	31	0.731	26	0.866
600169	太原重工	0.803	18	0.929	15	1.083
600262	北方股份	0.38	39	0.38	39	0.38
600316	洪都航空	0.324	87	0.4	70	0.512
600343	航天动力	0.085	175	0.082	181	0.084
600391	成发科技	0.695	33	0.835	28	0.945
600435	中兵光电	0.469	41	0.571	34	0.743
600495	晋西车轴	0.468	40	0.698	28	0.866
600501	航天晨光	0.14	65	0.2	46	0.26
600677	航天通信	0.083	124	0.052	200	0.074
600685	广船国际	1.351	21	1.683	17	1.558
600765	中航重机	0.382	38	0.509	28	0.625
600855	航天长峰	-0.07	n.m.	-0.06	n.m.	-0.06
600879	火箭股份	0.316	30	0.383	25	0.465
600967	北方创业	0.29	37	0.31	35	0.36
000026	飞亚达 A	0.268	31	0.322	26	0.381
000043	中航地产	0.237	67	0.439	36	0.766
000625	长安汽车	0.421	23	0.559	17	0.495
000710	天兴仪表	0.051	164	0.057	146	0.057
000738	ST 宇航	0.185	45	0.232	36	0.232
000901	航天科技	-0.133	n.m.	-0.116	n.m.	0.003
002013	中航精机	0.218	50	0.252	43	0.277
600148	长春一东	0.047	192	0.053	170	0.053
600151	航天机电	0.074	152	0.106	106	0.157
600480	凌云股份	0.354	27	0.4	24	0.4
600482	风帆股份	0.131	86	0.222	54	0.37
600523	贵航股份	0.532	24	0.671	19	0.813
600698	ST 轻骑	0.016	305	0.016	305	0.016
600877	中国嘉陵	0.019	240	0.022	207	0.035
000050	深天马 A	0.09	52	0.27	18	0.38
000063	中兴通讯	1.315	26	1.689	21	2.006

数据来源：朝阳永续 联合证券研究所

风险提示

- 1、除了 20 余家拥有核心技术、业绩成长稳定的上市公司之外，大多数军工上市公司的盈利能力仍不稳定，本轮行情中更多地依赖概念支撑，无法以常规估值来预期股价的运行。
- 2、军工集团对旗资产的整合、对上市公司注入资产将是一个漫长而复杂的过程，尤其是预期时间存在不确定性，这影响我们对公司的判断。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。