

捉对厮杀 比拼资产注入

——宇航与国防行业 2010 年投资策略

工业/宇航与国防

优于大势

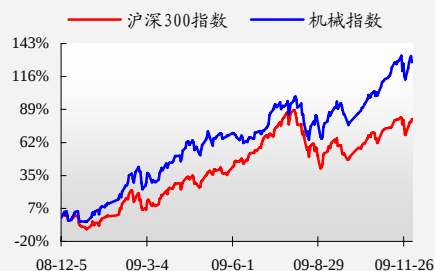
维持评级

2009 年 12 月 4 日

投资要点:

- 军工行业目前正处在军方采购费用逐渐增加、军工集团大面积整合的背景下，资产注入仍将成为 2010 年的主题之一，军工资产证券化率的提升仍将保证资产注入的进一步展开。
- 军工资产的整合和操作思路大抵思路是先通过地方性军工集团将自身资产业务注入上市公司，募集资金，集团再将同业资产注入，形成业务板块的整体上市。
- 我们将市场氛围 3 组，中航工业和电子科技集团的军品资产最为优良，资产注入的一高调、一低调，形成鲜明对比，高调的中航工业被寄予较高溢价，电子科技的资产注入却引起市场高度的追捧；兵装、兵器的注入动作以点带面，少量公司注入、重组引起业绩变动，但是大量公司仍然处在变动之中；航天科工和科技两大集团由于制度的限制注入更为艰难，但是集团注入的信心不变，控股股东层面的动作多余集团层面。
- 资产注入型企业存在爆发性增长可能，根据市场预期和我们的判断，推荐上市公司包括哈飞股份、航空动力、中国卫星、航天科技、中国嘉陵；较为稳健的选择为业绩将稳步增长的航天电子、中航重机、贵航股份。

走势图



重要公司

评级

哈飞股份	推荐
洪都航空	推荐
航空动力	推荐
航天电子	推荐
西飞国际	中性

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6337 3202

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

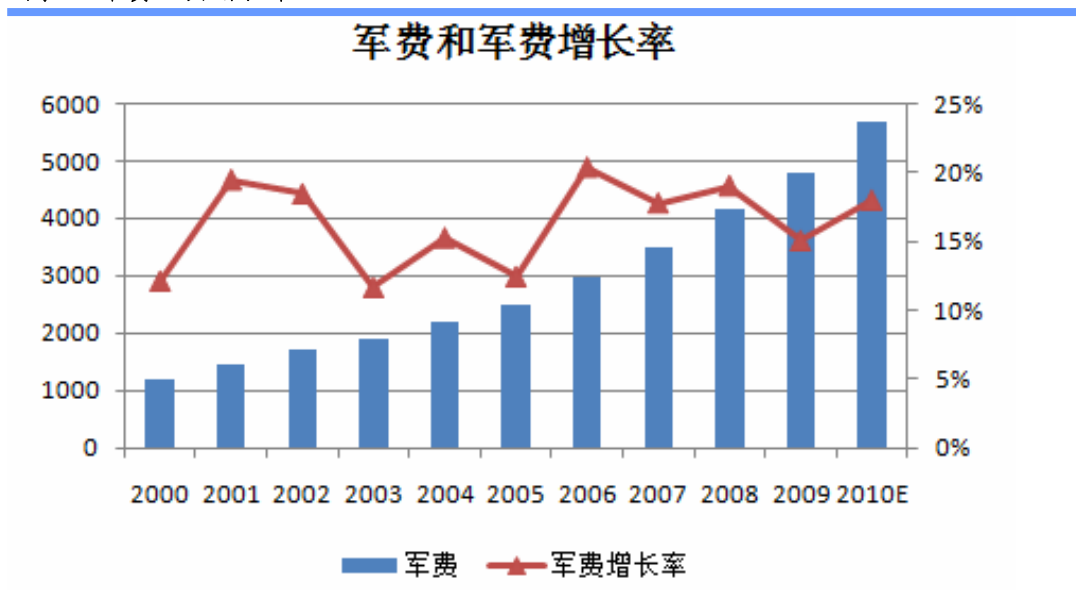
军工行业：投资业绩稳定、注入明确的企业

回顾 2009 年，我们不难发现，行业内大量通过资产注入和重组的方式改良公司资产盈利能力的案例，同时这种方式也催生其股价的迅速攀升，从而大大超越指数，成为市场追捧的热点。2010 年，作为央企整合的关键年，军工资产的证券化率将进一步提高，大量优质的军工资产的上市仍将成为近期的热点，军工背景的上市公司将成为主要的资产注入和整体上市的载体，2010 年的整合力度将超过 2009 年，六大军工集团将为整个军工板块注入优质的资产和巨大的市场活力。所以，我们认为 2010 年的策略应该是**重点关注存在资产注入预期的上市公司**，同时作为配置，**兼顾一定业绩增长明确的上市公司**。我们这里试图将六大军工集团分成 3 组，从两条主线寻找潜在的投资机会：（1）资产注入型（母公司存在资产注入需求，公司业绩需要改善）；（2）业务稳增型（内生性增长，业务处于成长期）。（中航工业和中国电子科技集团、航天科工集团和航天科技集团、中国兵器工业集团和中国兵器装备集团）；

背景：1. 军费整体保持增长，军品采购稳中有升

进入 21 世纪以来，我军的军费总量不断提升，近几年保持在 15% 以上的增长幅度，高于 GDP 的增速，占 GDP 总量 1.4% 左右，并逐年提高，但远低于国际水平。2007 年，中国年度国防费相当于美国的 7.51%、英国的 62.43%。军人人均数额是美国的 4.49%，日本的 11.3%，英国的 5.31%，法国的 15.76%，德国的 14.33%。从国家国防负担的相对比例看，中国国防费仅占国内生产总值的 1.38%，而美国占 4.5%，英国占 2.7%，法国占 1.92%。与此同时，预计军队人数总量在 10 年间减少 20%，人员开支占比下降，军队对于武器装备的采购的实际增速超过军费总量的增长。

图表 1 军费及其增长率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

与此同时，战争模式向信息化、立体化、精确化发展，这就意味着武器装备的升级换代，高技术条件下的局部战争随时可能发生，军事斗争准备就要求装备的发展朝着高技术、信息化和精确化发展，海陆空天电五位一体的战争格局需要军工集团利用现有资源，增加科研和投入，提升自身水平，以提升整体的国防实力。

从各军兵种看，陆军装备的信息化水平逐渐提高，但传统武器装备的采购多限于存量的调整，坦克、装甲车、自行火炮等装备保持稳定的采购量；海军和空军将进入一个高速发展的阶段，海军新型舰艇、潜艇等装备需求明显，空军第三代战机的更新换代进入关键年份，即将步入大面积列装阶段，电子战飞机、预警机、空中加油机等空中管控平台需求强烈；雷达、卫星等新型通讯手段随着信息技术的发展也进入了不断更新阶段，目前我军整体化信息水平仍然不高，除部分沿海一线部队已经列装外，军品采购仍然具有巨大的市场空间；第二炮兵等作为我军的常规和战略化部队，虽然整体采购量难有大的突破，但是由于为了保证其极高的战斗力，所以保有量的替换总量仍然是较高的，总量增长仍然存在。

背景：2. 军工企业从内而外的整合，自上而下的操作

2008年公布的国防白皮书中明确提出，我国要加快国防科技工业改革创新，推进军工企业战略性结构调整、专业化重组，提高武器装备研制的自主创新能力，努力构建军民结合、寓军于民的国防科技工业新体系。中国加速推进军工企业体制机制转变，初步建立小核心、大协作、寓军于民的国防科技工业新体系。促进战略性结构调整，精干军工主体，国防科技工业结构性矛盾逐步从根本上得到解决。稳步推进军工企业股份制改造，积极探索产权结构多元化改革，重点扶持符合条件的优势企业整体改制上市，鼓励专业化重组和产学研结合。加强对军工企业改制上市工作的规范和监管，完善相关法律法规制度。

2009年涉及到资产注入以及部分再融资上市公司14家，占整个军工业务板块上市公司数量的30%以上。随着国家对于军工资产证券化要求的不断提升，为了盘活现有的军工资产，同时，利用上市资本市场为上市公司募集资金，增大投研能力，提升产品质量，扩大市场规模，提高军用技术民用化比例，军工集团也在不断增强资产注入的意愿。另外，在国资委不断进行央企重组的大背景下，军工集团自身内部整合的进程也在不断加快。

从操作层面，军工资产的优质性决定了其成为上市公司最希望获得的资产，控股股东在扫清相关制度障碍后，最直接的方式就是将其直接注入到上市公司，然后通过非公开增发的方式募集资金，扩大军品产品结构和产能，进而通过技术再次侵入民品市场，形成军民混合的模式和结构。军工集团的涉密性和国有属性决定了上市公司在资产注入的进程中往往处于较为弱势的地位，对于注入的进程和时间的掌控上缺乏控制性；另外，往往在注入过程中会存在一定盈利能力相对较差或者成长性一般的企业，所以对于资产注入或者整体上市在一定程度上加大了市场的分歧。但是，从另一面看，在增强企业盈利能力的同时，由于市场分歧的存在，也带来了更多的交易性机会。

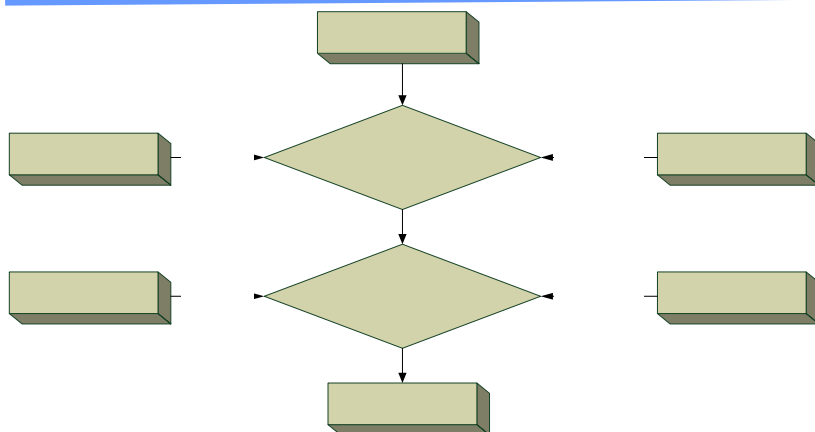
图表 2. 2009 年军工上市公司整合及再融资情况汇总

所属军工集团	上市公司	时间	资产整合内容
中航工业集团	ST 昌河 (600372)	1 月 5 日	注入大股东兰航机电和上海电器
中国电子科技集团 (华东计算技术研究所)	四创电子 (600990)	4 月 4 日 11 月 26 日	收购华东所二次航管雷达技术 参与竞购华耀公司 90.83% 股权
中国电子科技集团 (华东计算技术研究所)	高淳陶瓷 (600562)	5 月 21 日	置换南京 14 所的部分民品业务
中国兵器集团公司	新华光 (600184)	5 月 8 日	防务资产主要包括精确制导武器系统、精确制导 导引头系列、航空显控信息装备产品系列和地面 显控信息装备产品系列四大主导系列产品
中航工业集团	航空动力 (600893)	6 月 15 日	非公开增发扩大产能
中国兵器集团公司	中兵光电 (600435)	8 月 4 日 11 月 6 日	非公开增发扩大由 08 年定向增发注入的资产 合资方式投资中国电子科技集团资产
中国航天科工集团	航天动力 (600343)	9 月 10 日	配股改善现有产能，大股东全额认购配股部分
中国航天科工集团	航天科技 (000901)	9 月 19 日	定向增发收购大股东惯性制导等资产
中航工业集团	洪都航空 (600316)	9 月 29 日	非公开增发改进现有产能结构
中航工业集团	ST 宇航 (000738)	9 月 30 日	重大资产置换及向特定对象发行股份购买资产
中航工业集团	贵航股份 (600523)	10 月 13 日	定向增发收购大股东军用资产
中国兵器集团公司	长春一东 (600148)	10 月 21 日	定向增发收购股东资产
中航工业集团	西飞国际 (000768)	11 月 2 日	拟注入陕飞等资产停牌
中国兵器集团公司	晋西车轴 (600495)	11 月 17 日	通过包头北方锻造有限责任公司及包头北方铁 路产品有限责任公司股权内部重组方案的议案

资料来源：东北证券金融与产业研究所

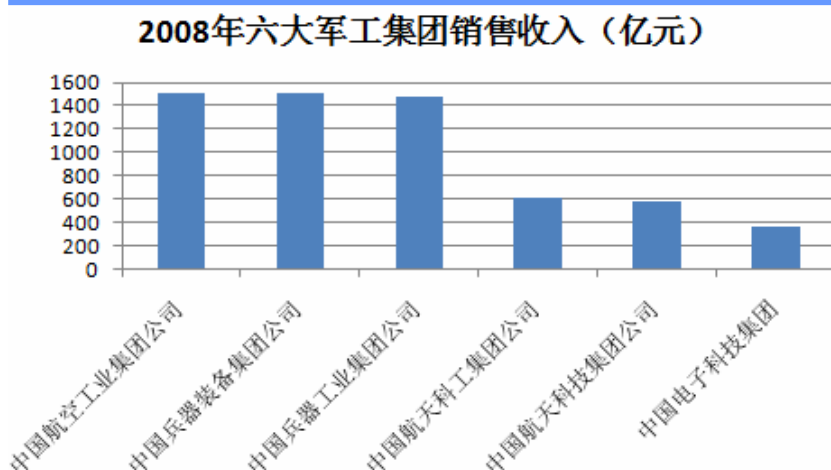
军工资产的整合和操作思路大抵上符合下图的思路，先通过地方性军工集团将自身资产业务注入上市公司，募集资金，然后由于相关的法律限制，集团再将同业资产注入，形成业务板块的整体上市。

图表 3. 军工资产整体上市步骤



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图表 4. 2008 年六大军工集团销售收入



资料来源：东北证券金融与产业研究所

中航工业集团 VS 中国电子科技集团

中航工业集团在两航合并之后，高调的提出“两融、三新、五化、万亿”的发展战略，成立十大分公司，重新划分业务板块，对于公司股权进行较大的划拨、置换、注入等处置，在二级市场上获得及其良好的反应，其较大规模的股权动作也吊足了市场的胃口；由于中航工业集团上市公司最多，资产庞大，公司差异化严重，所以其整合的步骤也存在一定差异，市场对于不同公司的预期也存在较大的差异，；例如：整合最为快捷的西飞国际已经停牌，有望成为第一支整体上市的公司，而中航精机仍处在为整合控股股东内部资产的阶段。

相比较而言，中国电子科技集团最为低调。由于其资产的高技术和窄领域的特征，往往并不为市场所了解，其较快的动作往往出乎市场预料，更容易造就一个个市场中的“神话”，其中不乏“高淳陶瓷”这样的惊世骇俗之作。集团资产较为庞杂，所以上市多采用借壳上市的步骤，所以多还处在上图中向控股股东定向增发（集团需先受让部分公司的股权以成为控股股东）阶段。

图表 5. 截止到 11 月 27 日二级市场行情

证券代码	证券简称	1-11 月份涨跌幅 (%)	相对上证指数涨跌幅	1-11 月份换手率 (%)	市盈率
002013	中航精机	164.80	94.75	1,220.22	54.568
002190	成飞集成	107.69	37.64	1,375.06	54.107
600391	成发科技	91.57	21.52	837.55	45.250
002163	中航三鑫	177.83	107.78	1,746.62	63.844
002179	中航光电	106.73	36.68	674.27	49.453
600523	贵航股份	75.37	5.32	1,061.33	44.167
600038	哈飞股份	102.84	32.79	678.09	105.687
600316	洪都航空	172.79	102.74	761.19	87.153
000738	ST 宇航	136.18	66.13	667.62	65.217
600893	航空动力	172.72	102.67	1,090.73	90.146

600372	ST 昌河	99.05	29.00	231.66	69.500
600765	中航重机	120.05	50.00	1,164.65	63.107
000768	西飞国际	130.30	60.25	867.26	1,532.813
平均值		127.53	57.48	952.02	178.85
600990	四创电子	400.66	330.61	705.20	206.803
002268	卫士通	104.22	34.17	1,314.42	1,345.875
600562	高淳陶瓷	487.78	417.73	1,033.81	-49.962
600850	华东电脑	194.59	124.55	672.74	-132.829
平均值		296.81	226.76	931.54	342.47

资料来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

整体上，两大集团的上市公司全部跑赢同期的上证指数，中国电子科技集团的平均涨幅远远超过中航工业的上市公司。由于中航工业集团的高调行为往往市场会给予公司较多的关注，所以其超预期增长的可能性较小，而电子科技集团的低调也为市场提供了更为广阔的想象空间。按照上述整合思路我们再次细分中航工业的上市公司，力图找到公司 2010 年较好的投资标的。

图表 6. 中航工业军工产品板块状态图

板块	所处阶段					
	0. 尚未处置	1. 定向增发	2. 非公开增发	3. 板块内增发	4. 非公开增发	5. 整体上市
发动机	成发科技	ST 宇航	航空动力			
大运				西飞国际		
直升机	哈飞股份					
系统	中航精机 中航光电	ST 昌河				
防务	成飞集成		洪都航空			
通飞	中航三鑫	贵航股份	中航重机			

资料来源：东北证券金融与产业研究所

从目前的状态看，西飞国际作为中航工业的“龙头大哥”进展最为迅速，但是由于其规模的庞大，使得其业绩的提升空间有限。在第二阶梯的三家自身资产优良，处在内生性增长和资产注入同时存在的阶段，从进程上属于较为优质的品种。处在第三梯队的两家 ST 公司和贵航集团短期内业绩出现爆发性增长的可能性较小，而且已经完成一次资产的注入，所以在 2010 年更多关注的是资产改良后对业绩的影响，注入的可能性较小。第四梯队中的哈飞股份最为优质，除了自身业务的稳定性以外，近日报道的发动机研制工作的突破性进展，也为公司的发展提供了一个坚实的基础，与此同时，其业务划分不同于其他的该阶段的公司，板块内部股权清晰，注入只是时间的问题，所以在第四阶段中注入预期最为强烈的首推的哈飞股份，其余几家公司业绩均较为优良，资产注入尚需直接控股公司对于进程的掌控。

中国电子科技集团公司研究领域覆盖了电子信息技术的各专门门类，具备从电子元器件、整机到系统工程的综合技术创新开发、系统集成实力。由于集团是在 2002 年成立的，那么导致上市公司较少，而且规模不大的局面。然而，集团内部的资产优质程度远远超过现有的上市公司资产。电子科技集团整体的研发能力强，集团成员单位包括 47 家研究所

和研究中心，主要 16 家下属子公司，包括 3 家上市公司。物联网概念的兴起在一定程度上有利于公司资产的证券化以及快速发展，所以作为中国电子科技企业的龙头，公司在未来的资本运作将给市场带来巨大的想象空间。另外，由于集团更多的将操作的权利下放给各个研究所，导致公司资产注入的信息将更为隐秘，所以能否及时寻找到各大研究所的动作将关系到能否发掘优质个股。从主线上看，主要是电子技术产品和新能源两条产业链。例如：以 IC 装备制造为主的 45 所合资的北京中电科电子装备有限公司、北京中科信电子装备有限公司在太阳能等新能源领域已经取得了不俗的成就，公司资产合适借壳上市都将给市场带来巨大的诱惑。以物联网概念曾被市场追捧的卫士通能否真正将概念变成业绩也是市场极为关注的。

从现有的 4 家上市公司看，高淳陶瓷由于资产刚刚完成注入，其盈利能力最强；四创电子的雷达产品能否真正引入军工资产将是考验市场估值的决定性因素；卫士通的手机支付为物联网概念提供了有效的支撑；华东电脑的子公司上市在即，投资概念让公司业绩仍然存有悬念。电子科技集团的上市公司虽小，但是各个存有悬念，所以电子科技集团作为高新的 IT 技术的高端企业集团，将会在信息产业的高速发展中分享盛宴。

图表 7. 中国电子科技集团研究所介绍

序号	地点	单位名称	从事领域
1	北京市	中电科技电子科学研究院	系统总体论证、应用软件开发、电磁兼容设计、方阵与测评、综合集成
2	北京市	中电科技信息化工程总体研究中心	信息系统建设规划、咨询、监理服务、应用软件第三方测评服务、信息系统及软件开发技术研究、信息系统维护服务、计算机固件产品研发
3	山西省太原市	中电科技 2 所	研发电子专用设备，广泛应用于微电子、液晶显示器（LCD）、太阳能电池等领域、国军事电子、信息产业等
4	北京市	中电科技 3 所	从事音频、视频技术应用研究，广泛应用于军用与民用等领域
5	广东省广州市	中电科技 7 所	移动通信系统与设备研发、供应商，控股广州杰赛科技股份有限公司，其业务领域为电子信息通信领域
6	安徽省淮南市	中电科技 8 所	从事光纤光缆传输技术的专业化研究所
7	四川省绵阳市	中电科技 9 所	从事磁性功能材料与特种元器件的研制、开发、生产、服务以及应用磁学基础研究，是我国磁学领域专业设置最全的综合性应用磁学研究所研究机构
8	四川省成都市	中电科技 10 所	从事航空电子、航天电子、通信、侦察对抗、识别、雷达等领域电子系统工程及设备的研制和生产
9	北京市	中电科技 11 所	以军事应用为目标，集激光与红外于一体，材料器件、整机应用配套的综合性军工 I 类骨干研究所
10	北京市	中电科技 12 所	从事功率器件和开关器件的研制生产，功率器件包括行波管、速调管、磁控管及微波三、四极管；开关器件有天线开关管、触发管及闸流管等。产品已广泛应用于雷达、导弹、电子对抗、情报侦察、通讯装备、战略武器、空间测控、飞船测控及核试验等领域
11	河北省石家庄市	中电科技 13 所	涉及微电子、光电子、微机械电子系统（MEMS）等三大领域
12	江苏省南京市	中电科技 14 所	轨道交通信号工程技术
13	北京市	中电科技 15 所	太极计算机公司，从单纯的科研型研究转向科研开发和生产经营并举
14	安徽省合肥市	中电科技 16 所	从事低温与制冷、低温电子与超导电子、微波与毫米波技术的应用研究与产品开发
15	天津市	中电科技 18 所	北京化学与物理电源行业研究中心

16	陕西省西安市	中电科技 20 所	从事无线电导航、雷达、通讯、计算机应用等大型系统工程及民用系统工程的研究、设计与生产，有着雄厚的电子优势和生产制造能力，是我国无线电导航与卫星导航、火控雷达和数据通讯研发基地
17	上海市	中电科技 21 所	从事微特电机与组件研制生产的专业研究所
18	河南省新乡市	中电科技 22 所	国内唯一从事电波环境特性观测和研究的国家级专业研究所，也是国际上规模较大的国家级电波环境特性观测和研究机构之一
19	上海市宝山区	中电科技 23 所	国内最大的信息传输线技术的综合研究所，也是一个从事各种光、电信息传输线、连接器及组件、光纤、光缆、光器件、光纤传感器、光电传输系统和线缆专用设备研究、开发和批量生产的科研生产实体
20	重庆市	中电科技 24 所	半导体集成电路专业研究所，也是我国唯一的模拟集成电路专业研究所
21	重庆市	中电科技 26 所	从事微声电子技术、固态惯性技术研究与应用、产品开发与生产的国家一类重点研究所
22	河南省郑州市	中电科技 27 所	无线电弹、星精密跟踪测量专业所
23	江苏省南京市	中电科技 28 所	从事指挥自动化系统工程研制的骨干研究所，也是全国军民航空管系统技术总体单位
24	四川成都市	中电科技 29 所	从事电子信息技术研究、产品研制与生产的国家骨干研究所
25	四川成都市	中电科技 30 所	从事信息安全和保密、通信网络和信息系统的专业研究所
26	上海市	中电科技 32 所	军用微机的定点开发单位和总体设计单位
27	山西省太原市	中电科技 33 所	综合电磁防护技术和产品研究为主要特色的专业研究所，是国家唯一从事电磁信息安全和综合电磁防护技术的专业研究所
28	广西省桂林市	中电科技 34 所	从事光通信整机和系统技术研究及设备研制、生产的专业化研究所
29	浙江省嘉兴市	中电科技 36 所	从事特种通信及相关电子信息技术研究的专业研究所
30	安徽省合肥市	中电科技 38 所	国防安全与公共安全，预警探测、对地观测、浮空平台、信息对抗、公共安全五大发展领域
31	陕西省西安市	中电科技 39 所	雷达、测控、通信精密天线跟踪系统专业化研究所
32	安徽省蚌埠市	中电科技 40 所	接插件&继电器专业研究所
33	安徽省蚌埠市	中电科技 41 所	专业电子测量仪器研究所，主要从事微波/毫米波、光电通信、数字通信、基础通用类测量仪器以及自动测试系统、微波毫米波部件等产品的研制、开发和批量生产
34	安徽省合肥市	中电科技 43 所	从事厚膜、薄膜混合集成技术、多芯片组件（MCM）组装技术及其相关电路、金属封装外壳、电子材料、专用设备的研究和制造
35	重庆市	中电科技 44 所	从事半导体光电器件及其应用技术研究的专门研究所
36	河北省三河市	中电科技 45 所	从事电子专用设备技术、整机系统和应用工艺研究开发与生产制造的专门化科研生产单位，以机器视觉技术、运动控制技术、精密零部件制造与优化技术、物料传输系统技术、精密运动工作台系统技术、专项工艺研究与物化技术和整机系统集成技术为主要研究方向
37	天津市	中电科技 46 所	从事半导体材料和光纤研究与生产的单位
38	辽宁省沈阳市	中电科技 47 所	从事集成电路和器件研制开发、生产为主，以计算机应用为辅的国家军工一类研究所
39	湖南省长沙市	中电科技 48 所	国家级微电子、太阳能电池、光电材料、电力电子、磁性材料专用设备的研发及生产专业机构
40	黑龙江省哈尔滨市	中电科技 49 所	从事军用敏感元器件与传感器技术的研究工作
41	上海市	中电科技 50 所	战术通信系统和通信装备、特种雷达和探测装备
42	上海市	中电科技 51 所	从事研发军工电子设备、软件和系统集成等技术
43	浙江省杭州市	中电科技 52 所	电子信息产品研究、开发、生产和服务于一体的国家一类研究所
44	辽宁省锦州市	中电科技 53 所	从事电子工程、光电子技术、红外技术、电子技术等技术研发的研究所
45	河北省石家庄市	中电科技 54 所	从事电信技术的研究所
46	江苏省南京市	中电科技 55 所	是我国大型电子器件研究、开发及应用研究所之一
47	江苏省无锡市	中电科技 58 所	超大规模集成电路研究、开发、生产的国家重点骨干研究所

资料来源：中国电子科技集团网站，东北证券金融与产业研究所

中国兵器工业集团 VS 中国兵器装备集团

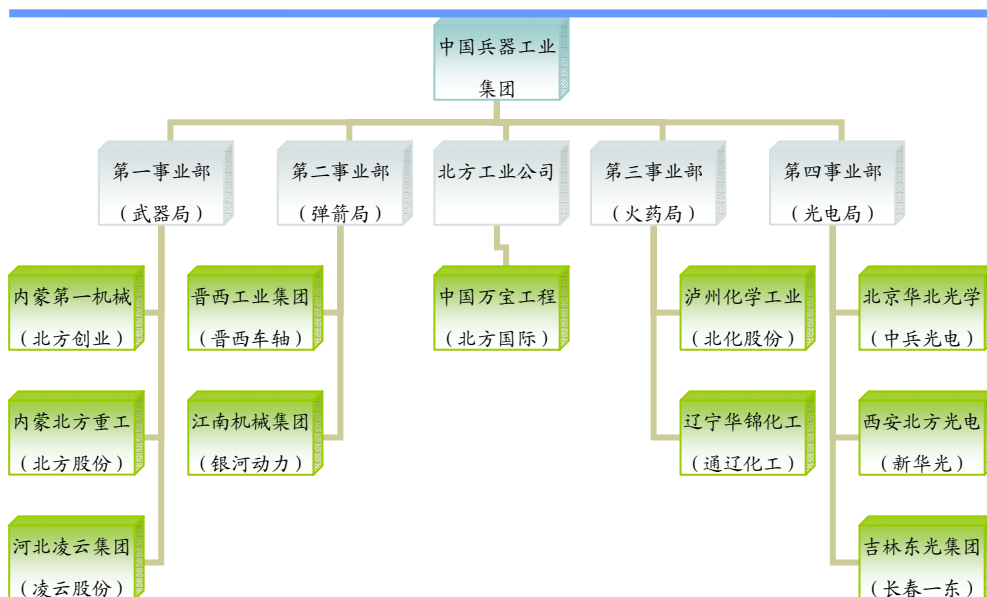
中国兵器工业集团和中国兵装集团的上市公司中除晋西车轴外均超越上证指数，中国兵器装备集团的上市公司的整体涨幅好于中国兵器工业集团。中国兵器工业集团的注入步伐远远快于中国兵器装备集团，而且其新华光、中兵光电等上市公司已经将军工资资产注入到上市公司，同时，其产品均属于精确化打击的武器装备，是近年来军队大面积列装的武器系统，所以公司整体的军品收益在整个陆军装备整体占比下降的局面下仍然保持较好的增长。

中国兵器工业集团已明确提出，要通过大力实施结构调整，集中资源打造世界一流的防务集团和我国重型装备制造业与特种化工产业基地，实现军民品发展战略双突破。针对集团资源配置重复分散、产研分离、发展质量不高的问题，目前兵器集团正着手从“专业化重组、产研结合重组、区域化重组”三个方面加快结构调整的步伐。

集团的民品业务主要集中在装备、化工、光电等领域。集团未来的民品发展战略是积极致力于军工高技术转民用，继续构建以重型车辆及重型装备、石油化工、特种化工等军民结合高新技术产业为核心的民品架构；通过承揽海外公路、电站等一批重大国际工程项目，促进重车、矿用车、铁路车辆、火车轴、工程机械等民品的出口，从而带动公司的高新技术民品项目的发展。

从目前中国兵器工业集团的已有的操作看，第四事业部的整合较多。但是，从公司的整体看，110 余家的成员单位将陆续组建 10 余家子集团，按照产业链进行划分，通过产学研相结合的方式，整合研究所和兵工厂，这样对于上市公司来说，由于其较强的资产整合能力，所以往往在整合过程中占据较强的地位，在于控股公司洽谈中占有一定的先机。近期进行增发的长春一东和存在注入预期的凌云股份都是较好的例证。

图表 8. 中国兵器工业集团结构图



资料来源：中国兵器工业集团公司网站，东北证券金融与产业研究所

相较而言，中国兵器装备集团公司的上市整合力度相较于兵器集团相对会弱一些。按照集团计划将对汽车及零部件、摩托车、光电和新能源四块业务进行整合。近日，集团和中航工业集团关于中航汽车资产的整合在集团层面产生了积极的影响，东安动力顺利登陆中国兵装集团，使得集团在汽车及其零配件领域等进一步强化，这也是迄今为止央企汽车行业内部最大的整合案例。另外，作为中国最大的摩托车生产集团，兵装下属 6 大摩托车品牌也即将在 2010 年实现进一步整合。

图表 9. 截止到 11 月 27 日二级市场行情

证券代码	证券简称	1-11 月份涨跌幅 (%)	相对上证指数涨跌幅	市盈率
600184	新华光	178.59	108.54	286.250
600148	长春一东	126.85	56.80	-44.708
600495	晋西车轴	3.23	-66.82	123.000
600262	北方股份	107.05	37.00	55.927
600967	北方创业	78.89	8.84	47.028
600480	凌云股份	176.90	106.86	21.806
600435	中兵光电	122.15	52.10	79.913
平均值		113.38	32.46	47.16
002265	西仪股份	134.22	64.17	180.938
600178	东安动力	252.34	182.29	48.169
600698	ST 轻骑	120.07	50.02	-205.625
平均值		168.88	98.83	

资料来源：Wind，东北证券金融与产业研究所

从央企整合的层面看，不排除两大集团整合的可能性，由于央企整合的实现将至，2010 年集团层面存在整合的预期，集团下属事业部也存在资产整合的操作空间，上市公司将主动寻找可以注入的资产，通过做大规模，实现整体效益。所以，可以讲两大军工集团整体考虑，在事业部层面讲通过将科研院所与上市公司培训来实现对于注入的判断。

中国航天科工集团 VS 中国航天科技集团

相较于上面两组军工集团的强势出击，中国航天科工集团和航天科技集团就较为弱势。由于集团属于涉密等级较高的集团，集团资产上市的制度性障碍要高于上述两组，所以虽然母公司积极承诺，但是操作起来还比较困难。有别于上述两组，注入和重组需要集团层面决定，航天科工集团和航天科技集团的重组事宜更多的依赖上市公司的直接控股股东，集团层面更多是通过管理和制度层面加以协调，而很少参与研究院的资产的处置。其中，相比较高涉密等级的壁垒，研究院改制最大的制度性障碍还在《中央级事业单位国有资产处置管理暂行办法》，其中第 33 条明确规定“出售实物资产和无形资产收入、置换差价收入、报废报损残值变价收入、保险理赔收入等上缴中央国库。”所以，军工集团主观上不愿意将事业编制的研究员通过改组的方式注入到上市公司，从而限制了两大集团的资产注入步伐。

从操作层面看，上市公司的控股股东都在积极推进相关资产重组，通过“改组一部分，

上市一部分”的思路来实现资产注入或者整体上市，但是步伐就会减慢下来。航天一院拟在 2010 年通过 IPO 的方式直接获得上市公司，其他各研究院均有对应的上市公司。这就意味着可以通过了解其母公司研究院的资产状况判断上市注入的步骤和资产改良的程度。

图表 10. 截止到 11 月 27 日二级市场行情

证券代码	证券简称	1-11 月份涨跌幅 (%)	相对上证指数涨跌幅	1-11 月份换手率 (%)	市盈率	实际操作所属
000901	航天科技	126.22	56.17	1,168.03	233.054	航天三院
600855	航天长峰	177.64	107.59	1,365.14	-207.692	航天二院
600501	航天晨光	131.97	61.92	1,606.85	87.032	航天四院
600677	航天通信	93.82	23.77	1,297.81	-196.437	科工直属
002025	航天电器	96.81	26.76	852.33	42.000	科工直属
600271	航天信息	6.67	-63.38	310.60	24.625	科工直属
平均值		105.52	35.47	1,100.13	-2.90	
600343	航天动力	96.13	26.08	828.54	130.230	航天六院
600118	中国卫星	41.20	-28.85	740.99	47.341	航天五院
600151	航天机电	181.72	111.67	743.16	333.750	航天八院
600879	航天电子	105.09	35.04	1,277.24	59.250	航天九院
平均值		106.03	35.99	897.48	142.64	

资料来源: Wind, 东北证券金融与产业研究所

从整体上，航天科工集团上市公司的质量较差，航天科技集团整体的盈利能力好于航天科工集团，航天长峰、航天科技等上市公司处于盈亏平衡点附近，所以集团内部有更强的压力推进资产注入的事情，虽然航天科技上次重组的方案没有通过审核，但是未来几家科工集团的上市公司应该会加快注入的步伐。虽然科技集团的整体业绩较好，但是为了公司的持续增长，各控股研究院也在设计方案，希望能够自下而上推动军工资产的注入。相较于上述两组上市公司，这一组的上市公司军品的证券化程度最低，资产的盈利能力最低或者成长性较差，所以整体资产注入的预期最为强烈，但是制度性约束也最高。

图表 11. 资产重组计划预测

机构	存在注入的资产类别	上市公司	备注
一院	运载火箭资产	尚无	大运载火箭将 IPO
二院	弹用计算机等	航天长峰	重组在计划中
三院	弹用惯性制导产品	航天科技	重组在进程中
四院	液体发动机	航天晨光	尚无计划
五院	大卫星设计、制造	中国卫星	注入在计划中
六院		航天动力	尚无计划
七院			
八院	机电产品	航天机电	
九院	电子产品	航天电子	存在注入预期
其他		航天电子	资产收购
		航天通信	
		航天信息	物联网概念股

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

重点公司

资产注入型

哈飞股份（600038）

- ◆ 中航工业直升机唯一资产整合平台，中航直升机的相关资产自身剥离已经基本完毕，按照中航直升机的承诺，2010 年将成为资产整合的关键年；
- ◆ 直升机的采购主要为军方，随着我国警用直升机的逐步放开，未来需求量将存在爆发性增长的可能，一旦整合完毕，公司将享受直升机生产的垄断性收益。

航空动力（600893）

- ◆ 中航发动机唯一资产整合平台，其目前规模只占中航发动机资产的 40%，中航工业的贵阳黎阳、沈阳黎明等发动机资产将陆续注入到上市公司；
- ◆ 公司近日非公开增发募集资金扩大产能，预计 2011 年募投项目释放产能，公司发动机产能将增加近 100%；
- ◆ 预计“太行”发动机将逐步进入生产定型阶段，需求量将进入一个快速增长期，公司在“太行”发动机生产中占据 40% 的生产份额。

中国卫星（600118）

- ◆ 公司控股股东航天五院的“大卫星”设计、生产资产尚未进入到上市公司，作为环境、资源、气象、军工等多用途的唯一卫星供应商，大股东的盈利能力远远超出上市公司现有资产水平；
- ◆ 公司作为国内唯一的小卫星供应商具有垄断利润，但是由于公司现有产能有限，所以此项业务已经进入稳步成长期，增幅有限；
- ◆ 公司的卫星应用业务将成为公司未来利润新的增长点，基于“北斗二代”的军用卫星定位服务等将为公司提供稳定的利润增长。

航天科技（000901）

- ◆ 公司控股股东航天三院的重组方案第二次上报证监会，惯性制导等军用产品期待注入上市公司，公司将成为以惯性制导等军品为主的上市公司，预计此次注入方案通过的可能性较大；
- ◆ 公司在哈尔滨的原有资产已经整合组建新的子公司，预计将逐步从上市中剥离。

中国嘉陵（600877）

- ◆ 公司是中国摩托车行业首家获得“CCC”认证和国家摩托车“生产准入”认证的企

业；"嘉陵"商标是中国摩托车行业第一块"全国驰名商标"，品牌价值 61.96 亿元；
"嘉陵"摩托车是中国摩托车行业第一品牌；

- ◆ 中航工业和中国兵装集团对于汽车资产的整合已经完成，中国嘉陵作为兵装集团的摩托车资产整合平台之一，预计将在近期完成其资产整合。

业绩稳增型

贵航股份（600523）

- ◆ 公司在军工资产注入后，公司将从以汽车零部件为主的制造企业转型为航空制造业领军，汽车部件等其它业务并举的综合性高技术制造企业；
- ◆ 作为国内唯一一家航空标准件生产企业，将随着航空发动机的量产而进一步稳定和扩大产能，公司的业绩将稳步增长，军机和民机双引擎的拉动效应明显；
- ◆ 通飞业务将逐步展开，09 年我国对于低空市场尝试性试点开放对于通飞业务的发展提供了示范性市场，未来空间将随着国家的政策的逐步明朗而显现市场。

航天电子（600897）

- ◆ 公司募投项目将逐步释放产能，郑州的微小型电连接器科研项目的科研综合楼装修完毕，已具备入驻使用条件，仅有杭州的特种宇航级电连接器技改项目，仍处于建设阶段；
- ◆ 公司军品资产收入稳定增长，虽然增幅有限，但是作为公司业绩的稳定支撑；
- ◆ 大股东航天时代电子集团的部分资产已经完成改制，2010 年也存在逐步注入的潜力。

中航重机（600765）

- ◆ 公司近期宣布将参与竞购陕西宏远的 100% 股权，我们预计此项竞标成功可能性极大，这样公司将基本完成中航工业内高端锻造业务的整合；
- ◆ 公司航空锻造业务有望继续保持快速发展的势头；液压件业务在金融危机中维持稳定，未来将通过国际合作获得突破；投资的惠腾风电保持国内风电叶片市场龙头地位。

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。