

易振兴 刘学亮

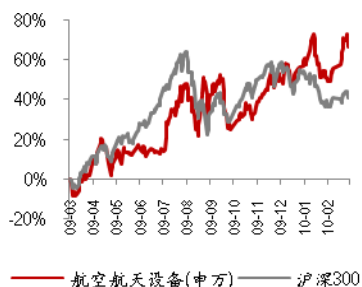
机械行业研究小组

021-58766460-8019

yizx@jhzqrs.com

行业评级：强于大市

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	9.6	13.9	68.7
绝对收益	9.3	24.8	32.6

注：相对收益与沪深 300 相比

军工行业

和而不同，兵器行业资产整合进行时

---两大兵工集团资本运作分析

投资要点：

◆兵器工业是国防科技产业的基础和支柱产业

常规兵器工业是以设计、试制和生产坦克、装甲车辆、火炮、弹药、枪械、反坦克导弹、防化器材、工程破障器材以及侦察、信息处理、指挥装备等常规武器装备为主的工业体系，是军事工业中最早出现和形成的一个行业，也是国防高科技产业的基础和支柱产业之一，中国兵器工业集团和中国兵器装备集团是我国两大武器装备制造商

◆兵器集团：重型武器装备供应商

兵器集团是中国最大的武器装备制造集团，公司初步形成了高科技军品、高科技民品、战略资源三大核心业务互动发展的框架。2009 年，公司实现主营业务收入 1,618 亿元，同比增长 11.6%，截至 2009 年 6 月末，公司拥有资产总额为 1,894 亿元，净资产为 662 亿元，公司纳入合并报表范围的子公司 108 家，其中全资子公司 84 家，控股子公司 24 家，A 股上市公司 11 家

◆兵装集团：轻武器专家，民品汽车与摩托车行业巨头

兵装集团军工业务以近战攻防和非核毁伤武器装备为主，是轻武器的专业生产商，民品业务覆盖汽车、摩托车、新能源、光电业务，其中汽车及摩托车业务收入占比接近 54%，2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 1,414 亿元，净利润 38.51 亿，归属母公司净利润为 17.68 亿元。截至 2009 年 9 月底，资产总额 1,653 亿元，净资产 535 亿元，共有纳入合并范围的全资子公司 46 家和控股子公司 6 家，A 股上市公司 9 家

◆信息化是国防和军队现代化建设的关键

随着战争步入信息化战争甚至网络化战争时代，武器装备的升级换代成为军队信息化建设的重要环节，在此背景下，我们看好两大类武器装备产品未来需求将得到较大的发展：1) 综合性武器平台，其中航空母舰综合平台、大型运输机系列平台、武器装备综合的数字化作战平台、单兵作战系统将成为未来重要的发展方向；2) 结合目前我国现有军事装备的水平，现有装备的信息化升级改造仍是信息化建设主要手段之一，相应的改造升级装备需求将稳步增加，例如传感信息系统、光电吊舱、精确制导系统、红外夜视仪器等光电信息设备

◆投资策略与重点公司

投资策略上，中短期内，资产整合重组仍然是主要的投资思路，以上市公司为平台的军工防务类资产的资产证券化将带来诸多的投资机会；中长期来看，武器装备升级换代，新型武器的装备，以及国防科技工业作为科技创新的重要推动力将给军工行业带来长期投资机会；在上市公司的选择上，仅从资产整合重组角度而言，根据可能注入军工资产的规模质量、以及可能性，未来军工在收入中占比，以及结合未来武器装备发展的趋势，我们推荐关注**银河动力**、**北方创业**、**新华光**、**中国嘉陵**

◆风险提示

1) 政策性风险；2) 市场竞争风险；3) 估值过高风险

◆国防科技工业的基础与支柱产业

国防科技工业作为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，目前，我国国防科技工业包括有核工业、航天、航空、船舶、兵器、军用电子六大行业，共有十大军工集团公司。国防工业是国家拥有绝对控制能力的行业领域，虽然近年来国家逐步放开非公经济准入，但基本上看，军工行业仍处于完全垄断的格局，十大军工集团公司之间分工明确，各司其职。

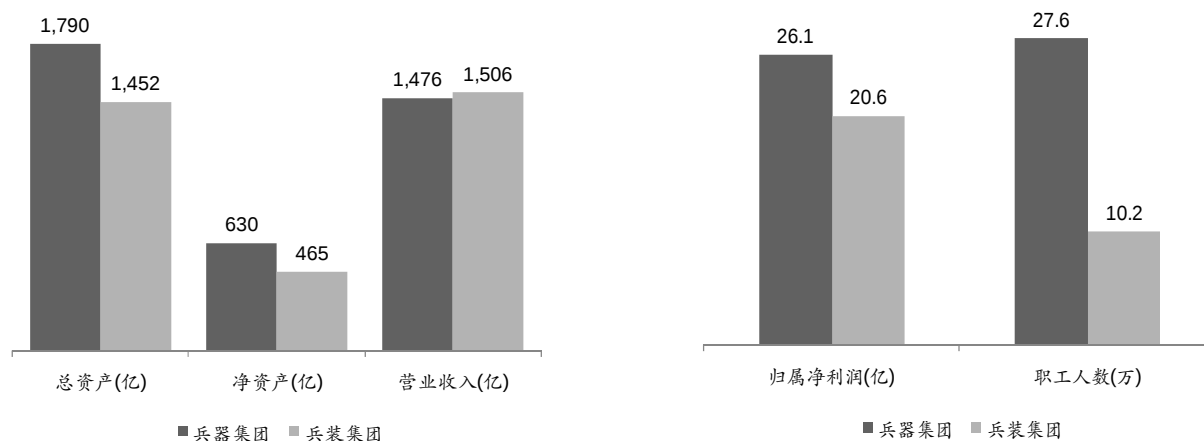
图表 1：我国十大国防工业集团公司

行业	集团公司	主营业务
核工业	中国核工业集团公司	核产品的生产经营
	中国核工业建设集团公司	核工程建设
航天	中国航天科技集团公司	火箭、卫星系列的研制生产和应用
	中国航天科工集团公司	武器系统的研制生产
航空	中国航空工业集团公司	军用航空器的研制生产
船舶	中国船舶工业集团公司	主战舰艇、军辅船、船配等
	中国船舶重工集团公司	大型水面水下舰艇、军辅船等
兵器	中国兵器工业集团公司	武器装备
	中国兵器装备集团公司	武器装备
军用电子	中国电子科技集团公司	军事电子

数据来源：《2008 年中国的国防》白皮书，江海证券研发部

常规兵器工业是国防科技工业的重要组成部分，是以设计、试制和生产坦克、装甲车辆、火炮、弹药、枪械、反坦克导弹、防化器材、工程破障器材以及侦察、信息处理、指挥装备等常规武器装备为主的工业体系，是军事工业中最早出现和形成的一个行业，也是国防高科技产业的基础和支柱产业之一。中国兵器工业集团公司和中国兵器装备集团公司是我国两大主要的武器装备生产商，是 1999 年 7 月根据中央关于国防科技工业体制改革的重大决策，在原中国兵器工业总公司改组设立而成的集团公司。

图表 2：两大兵工集团 2008 年主要财务数据比较



资料来源：兵器工业集团，兵器装备集团，江海证券研发部

图表 3：常规兵器工业主要装备

	坦克	装甲车辆	箭炮	轻武器	弹药及其他
主要装备	-主战坦克 -轻型坦克 -水陆坦克	-步兵战车 -装甲侦察车 -装甲运输车	-各类火炮 -反坦克导弹 -高射炮 -防空导弹	-手枪 -步枪 -冲锋枪 -机枪 -特种枪 -榴弹发射器 -轻型火箭筒 -无后座武器等	-枪炮弹 -火箭弹 -航空炸弹 -地雷 -探雷扫雷装置 -非致命武器 -防毒面具 -防弹衣头盔等
美国陆军常规装备	-主战坦克 约8,000辆 -轻型坦克 约150辆	-步兵战车 约7,000辆 -装甲运输车 约18,000辆 -装甲侦察车 约120辆	-各类火炮 约7,500门 -反坦克导弹 约33,000具 -高射炮 约350门 -防空导弹 约1,200部		
军用电子装备	-军用光学装置 -红外热像仪 -导航定位装置 -火控系统 -车辆综合电子系统 -微光夜视装置 -激光装置 -雷达 -通信装备 -单兵综合作战系统				

资料来源：江海证券研发部整理

近年来，借鉴西方军工大国的军工发展模式，我国国防军工产业在集中化、市场化和军民结合等三方面进行改革，国家陆续出台了多项指导意见，为非公有制经济参与军工建设、利用资本市场推动军工产业发展等方面提供了指导，在此背景下，兵器集团和兵装集团也积极进行市场化改革，形成了各自的一些优势产业，市场竞争力得到大幅的提升。

图表 4：关于国防科技工业方面的部分法规及指导意见

时间	指导意见、法规等	主要内容
2007.2.27	《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，参与军品科研生产任务的竞争和项目合作、参与军工企业改组改制、参与军民两用高新技术开发及产业化；鼓励非公有制企业通过参股、控股、兼并和收购等多种形式，参与以民为主或从事军民两用产品、一般武器装备及配套产品生产的军工企业改组改制。
2007.3.1	《关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》	充分利用资本市场推动产业发展；鼓励各类社会资本通过收购、资产置换、合资等方式，进入军工民品企业，推动优质资源集中；以军工上市公司为平台，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。
2007.3.5	《深化国防科技工业投资体制改革的若干意见》	推进投资和产权主体多元化，扩大社会投资领域对国防科技工业实施分类管理，将投资领域分为放开类、限制类和禁止类。
2007.5.17	《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》	使符合条件的军工企业基本完成股份制改造，实现投资主体多元化，推动军工企业建立现代企业制度和现代产权制度。
2007.11.15	《军工企业股份制改造实施暂行办法》 《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》	鼓励境内资本以及有条件的允许外资参与军工企业改制，国有独资的军工企业，应改制为一个或一个以上国有企业出资的有限责任公司；国有绝对控股的军工企业，鼓励境内资本参与其改制，可以在境内资本市场融资；国有相对控股的军工企业，鼓励境内资本以及有条件的允许外资参与其改制，可以在境内资本市场融资，经批准可以到境外资本市场融资；国有参股的军工企业，鼓励采取多种形式、引入境内外资本参与其改制。
2008.4.1	《武器装备科研生产许可管理条例》	对列入武器装备科研生产许可目录的武器装备科研生产活动实行许可管理，专门的武器装备科学研究活动除外。

资料来源：江海证券研发部整理

◆兵器工业集团：重型武器制造商

兵器集团是中国最大的武器装备制造集团，目前公司初步形成了高科技军品、高科技民品、战略资源三大核心业务互动发展的产业发展框架。军品业务以重型武器装备为主，面向陆、海、空、天等各军兵种研发生产装甲突击、防空反导、远程压制、精确打击、信息夜视、高效毁伤等高新技术武器装备，产品覆盖坦克与装甲车辆、各型火炮、各类箭炮、以及军用光电、电子设备等产品。依托军品业务的技术与资源优势，公司重点发展重型车辆与重型装备、特种化工与石油化工以及光电材料与器件等三大民品业务。

图表 5：兵器集团主要经营业务构成

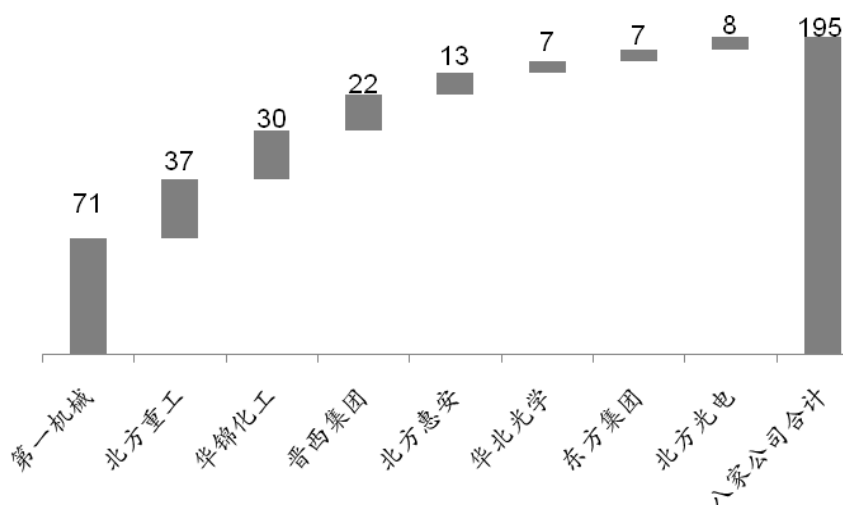
高科技军品	高科技民品	战略资源
◆ 坦克与装甲车辆 ◆ 各类火炮 ◆ 精确打击弹药 ◆ 引信火工 ◆ 信息夜视 ◆ 工程爆破与防化	◆ 重型车辆与重型装备 ◆ 特种化工与石油化工 ◆ 光电材料与器件 ◆ 民用爆破等	◆ 油田开采 ◆ 稀有金属矿山开采 ◆ 重型装备的出口

资料来源：兵器工业集团，江海证券研发部

2009 年，公司实现主营业务收入 1,618 亿元，同比增长 11.6%，利润总额同比增长 15.1%。截至 2009 年 6 月 30 日，公司拥有资产总额为 1,894 亿元，所有者权益为 662 亿元，2009 年 1-6 月份，公司实现营业收入 794

亿元，归属于母公司所有者净利润为 12.7 亿元。集团下辖四个事业部，并设有西北兵工部，截至 2009 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的子公司 108 家，其中全资子公司 84 家，控股子公司 24 家。除中国北方工业公司、中国兵工物资总公司外，公司旗下主要的子公司有内蒙古第一机械集团、内蒙古北方重工集团、辽宁华锦化工、晋西机器集团、西安北方惠安、北京华北光学、西安东方集团和西安北方光电是，2009 年上半年，八家主要子公司的营业收入合计达到 195.45 亿元，约占兵器集团营业收入的 24.6%。

图表 6：2009 年 1-6 月兵器集团主要子公司营业收入(亿元)



资料来源：兵器工业集团，江海证券研发部

截至 2009 年 6 月末，兵器集团共有 11 家控股上市公司，其中 7 家上交所公司、3 家深交所公司以及 1 家港交所公司。2010 年 1 月 25 日，兵器集团战略重组银河动力，湖南省政府将 29.95% 的国有股权划无偿划转至兵器集团下江南集团、西安控制研究所以及北方公司，并拟将公司旗下制导武器的研制与生产业务置换银河动力现有的汽缸套、铝活塞业务，成为兵器集团下又一重要的上市公司整合平台。

图表 7：兵器集团旗下上市公司以及相关军工业务

序号	公司简称	公司代码	持股比例	主营业务	涉及军工业务
1	辽通化工	000059	华锦集团 51.44%	化学肥料	
2	北方国际	000065	万宝工程 56.49%， 西安惠安化学 7.12%	工程承包	
3	北化股份	002246	泸州北化 52.21% 西安北方惠安 16.26% 北方化学集团 5.11%	硝化棉	枪炮、弹药用含能材料
4	长春一东	600148	吉林东光集团 37.01%	汽车离合器	军用车辆配套
5	新华光	600184	湖北华光新材料 30% 西安北方光电 16.71%	光学玻璃材料及太阳能光伏电池	光学玻璃材料
6	中兵光电	600435	北京华北光学 51.5%	远程压制、航空稳瞄、武器火控、制导与控制	

7	凌云股份	600480	河北凌云集团 37.95%	汽车辊压件、压力管路总成、PE 管道系统	军用车辆配套件
8	北方创业	600967	内蒙古第一机械 23.18%	铁路货车、罐车等	坦克结构件
9	晋西车轴	600495	晋西工业集团 31.05% 北方重工 6.97%	火车车轴	
10	北方股份	600262	北方重工 35.44%	非公路自卸车辆	
11	银河动力	000519	江南集团 21.58% 北方工业 4.97% 西安控制研究所 3.40%	缸套、活塞	拟定向增发置换入制导武器研制及生产业务
12	安捷利	08298.HK		PCB 板设计制造	

资料来源：兵器工业集团，江海证券研发部整理

2009 年初，兵器集团制定了“科学发展、五年翻番”的发展目标，提出“用 3 年多的时间，把近 110 家成员单位重组为 30 多个专业化的子集团，其中 10 多个专业化子集团要打造成为在国家层面有重要地位，在市场中有重要话语权和影响力的行业领先者，最终把兵器工业集团公司打造成为国际一流的防务集团和我国重型装备、特种化工重要产业基地。”

◆兵装集团：轻武器专家，民品汽车与摩托车行业巨头

兵器装备集团是我国第二大常规武器生产商，产品中以近战攻防和非核毁伤武器装备为主，是轻武器的专业生产商，此外军品在机动压制、防控特装和光电信息等领域具有突出优势，汽车、摩托车、新能源、光电业务是公司主要的民品业务。截至 2009 年 9 月底，公司拥有资产总额 1,653 亿元，归属母公司所有者权益 535 亿元，员工人数 10.18 万人，2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 1,414 亿元，归属母公司所有者净利润为 17.68 亿元。截至 2009 年 9 月底，共有纳入合并范围的全资子公司 46 家和控股子公司 6 家。

图表 8：兵装集团主要经营业务构成

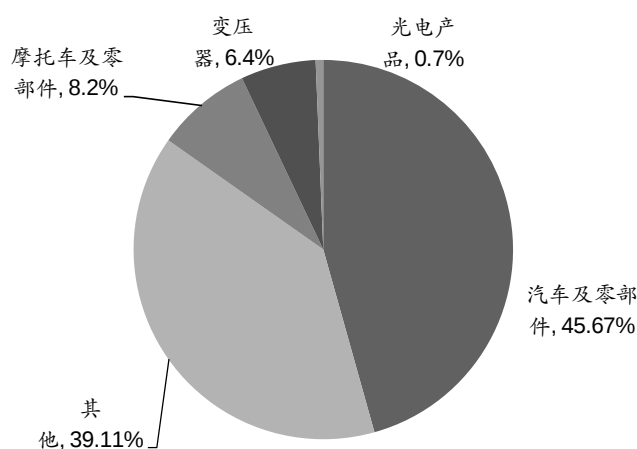
特种装备	汽车业务	摩托车业务	光电业务	其他业务
◆ 非核毁伤武器	◆ 长安汽车	◆ 中国嘉陵	◆ 光电材料	◆ 变压器、新能源
◆ 机动压制	◆ 江铃汽车	◆ 济南轻骑	◆ 光学元器件	◆ 特殊钢
◆ 光电信息	◆ 昌河汽车	◆ 建设摩托		◆ 石油机具
◆ 反恐特装	◆ 哈飞汽车	◆ 洛阳北方企业		◆ 医药
				◆ 液压支架
				◆ 消防器材等

资料来源：兵器装备集团，江海证券研发部

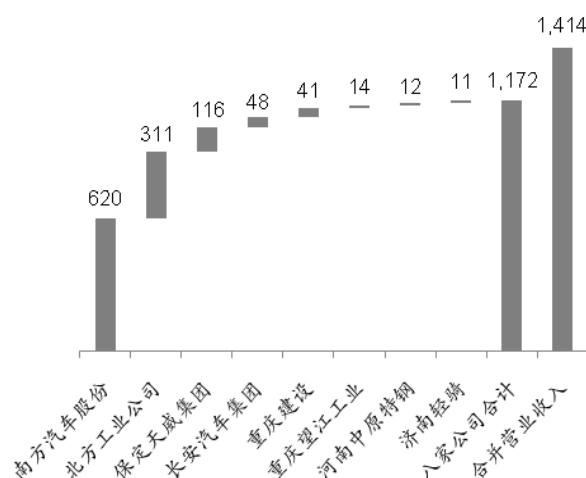
与兵器集团业务更为分散、军工业务占比更高相比，兵装集团业务更为集中，汽车及零配件、摩托车及零配件是公司的主要经营业务，营业收入占比超过一半，2009 年 1-9 月纳入合并报表的前八大公司营业收入占比约占合并营业收入的 82.9%，其中主营汽车业务的南方汽车股份有限公司营业

收入占比为 43.9%。

图表 9：09 年 1-9 月收入结构情况



图表 10：09 年 1-9 月兵装主要子公司营业收入(亿)



资料来源：兵器装备集团，江海证券研发部

兵器装集团旗下上市公司业务主要以汽车及零部件、摩托车及其零部件为主，涉及防务资产较少；旗下上市公司利达光电主营光电元组件业务，2007 年，保定市国资委将所持 100% 的保定天威集团股权划转兵装集团，兵装集团正式入主天威集团，间接持有旗下上市公司天威保变 51.1% 的股权。截至 2009 年 9 月底，公司共有控股和参股上市公司 10 家，其中 A 股上市公司 9 家，港股上市公司 1 家，上市公司主要有长安汽车、江铃汽车、利达光电、天兴仪表、西仪股份、天威保变、中国嘉陵等。

图表 11：兵装集团旗下上市公司及经营业务

序号	公司简称	公司代码	持股比例	主营业务
1	长安汽车	000625	南方汽车集团 45.55%	微型车、乘用车等、参股长安福特、长安马自达、江铃控股等
2	江铃汽车	000550	江铃控股 41.03%	全顺商用车、凯运轻卡、宝典皮卡等
3	ST 轻骑	600698	兵装集团 31.43%	摩托车及零配件，微型车、乘用车等、参
	ST 轻骑 B	900946		股长安福特、长安马自达、江铃控股等
4	中国嘉陵	600877	南方工业集团 35%	摩托车及零配件
5	建摩 B	200054	南方工业集团 71.13%	摩托车、汽车空调压缩机
6	利达光电	002189	南方工业集团 40.88% 南方工业资产管理 13.41%	微显示投影系统光学元组件、光学镀膜
7	天兴仪表	000710	天兴仪表集团 58.86%	车用仪表、电动燃油泵、车用传感器等
8	西仪股份	002265	南方工业集团 18.05% 武汉长江光电 0.37%	汽车发动机连杆
9	天威保变	600550	保定天威集团 51.10%	变压器、互感器、太阳能等
10	长安民生物流	08217.HK	长安工业集团 24.08%	第三方汽车物流服务商

资料来源：兵器工业集团，江海证券研发部整理

◆国防与军队现代化：围绕机械化信息化复合发展目标

伴随着科技的创新与进步，人类的战争也不断发展，火药的发明把人类战争从冷兵器时代带入热兵器时代，坦克的出现又将战争升级为机械化战争，随着信息时代的到来，信息化战争也逐步取代了机械化战争，战争逐渐演绎为以信息为基础并以信息化武器装备为主要战争工具和作战手段，以系统集成和信息控制为主导。21 世纪初，美国又提出了“网络中心战”概念，战争的核心变为利用计算机信息网络对处于各地的部队或士兵实施一体化指挥和控制，利用网络让所有作战力量实现信息共享。

图表 12： 2009 年国庆阅兵部分出现的武器装备

**QBZ-95 式自动步枪**

中国兵器装备集团

**QBZ-95 式自动步枪**

中国兵器工业集团

**QBZ-95 式自动步枪**

中国兵器工业集团

**PHL-03300 毫米远程火箭炮**

中国兵器工业集团

**AFT-9 反坦克导弹发射车**

中国兵器工业集团

**直-9 武装直升机**

中国航空工业集团

**歼-10 战斗机**

中国航空工业集团

**HQ-12 地空导弹**

中国航天科工集团

**东风-31A 洲际导弹**

中国航天科技集团

资料来源：江海证券研发部整理

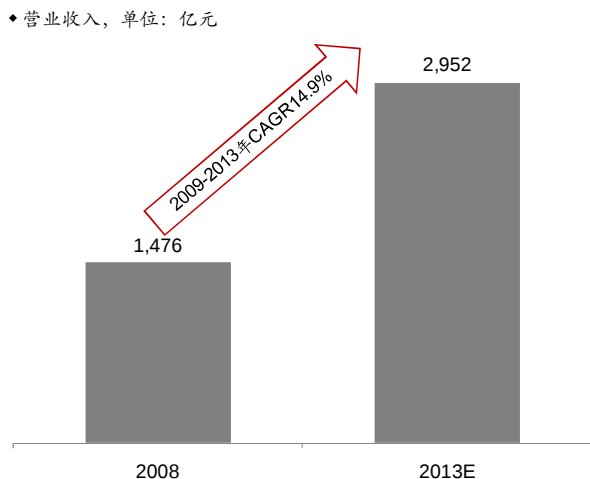
目前，我国的军事装备仍较为落后，绝大部分武器装备仍然停留在第一代、

第二代武器水平，军队总体机械化程度尚不高，而今又面临信息化建设的要求，因此武器装备机械化信息化复合发展成为国防和军队现代化建设的核心，在此背景下，我们看好未来高科技武器装备的需求增长，尤其是在信息化战争背景下的一系列重要装备：1) 综合性武器平台，目前各种武器装备都朝着通用化、模块化、系列化方向发展，以实现综合解决方案，其中航空母舰综合平台、大型运输机系列平台、直升机系列平台、陆上综合数字化作战平台、单兵作战系统将成为未来重要的发展方向；2) 结合目前我国现有军事装备的水平，现有装备的信息化升级改造仍是主要手段之一，相应的改造升级装备需求将稳步增加，例如传感信息系统、光电吊舱、精确制导系统、红外夜视仪器等光电信息设备。

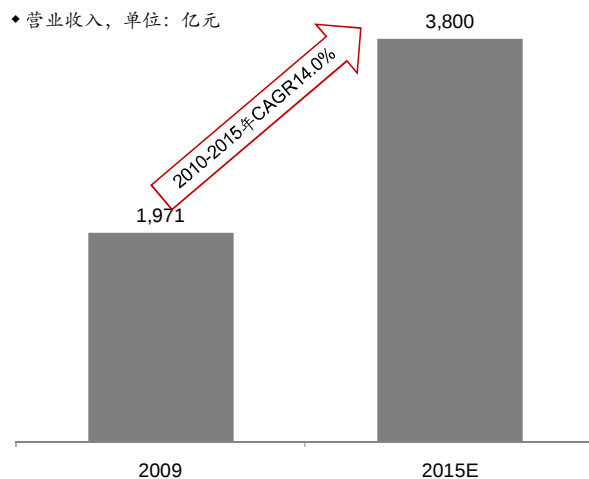
◆资产运作之路分析：专业化重组与产研结合

近年来，国家逐步放开军工领域的限制，准许非公经济通过各种形式参与军工领域的竞争，对现有军工资产进行市场化改革，实现投资主体多元化，推动军工企业建立现代企业制度和现代产权制度，尤其是 2007 年，《军工企业股份制改造实施暂行办法》的推出，军工行业资产整合渐入高潮。2009 年初，兵器集团提出用 3 年多的时间，把 110 多家成员单位重组为 30 多个专业化的子集团，其中 10 多个专业化子集团要打造成为在国家层面有重要地位，在市场中有重要话语权和影响力的行业领先者。今年年初，兵装集团提出的战略目标是到 2015 年，集团公司 2009 年的基础上实现营业收入翻一番，达到 3,800 亿元，利润翻两番，达到 200 亿元以上。

图表 13：兵器集团：专业化发展，五年翻番



图表 14：兵装集团 2010 年初提出的战略目标(亿)



资料来源：兵器工业集团，兵器装备集团，江海证券研发部

按照兵器集团“专业化重组与产研结合”的思路，我们认为未来兵器集团将以现有四大事业部为业务划分基础，军民结合，寓军于民，协同发展，未来 2~3 年内按照重型装备与车辆、特种装备、火药化工、光电资产等进行划分，将现有近 110 家企事业单位整合为 30-50 家专业化的子集团，而旗下的各上市公司有望成为相应集团下的重要资产运作平台。

图表 15：兵器集团四大事业部及主要公司

第一事业部：重型装备及车辆

主机厂	内蒙古第一机械制造集团	北方创业
	内蒙古北方重工业集团	北方股份
	山西北方风雷工业集团	
	重庆铁马工业集团	
	北京北方车辆集团	
发动机及零部件	河北凌云工业集团	凌云股份
	山西柴油机工业有限责任公司	
	湖北江山重工	
	齐齐哈尔建华机械有限公司	
	沈阳东基工业集团	

第二事业部：特种装备

防务类资产	江南机器集团	银河动力
	江麓机电科技有限公司	
	山西淮海机电有限公司	
民用特种装备	晋西机器工业集团	晋西车轴
	湖南江麓实业	

第三事业部：特种化工与石油化工

特种化工	泸州北方化工	北化股份
	西安北方惠安化工	
石油化工	辽宁华锦化工集团	辽通化工
	盘锦北方沥青股份有限公司	

第四事业部：光电信息

防务类	北京华北光学仪器	中兵光电
	南京北方信息产业集团	
光学材料	西安北方光电等	新华光
	湖北华光新材料有限公司	
光学元组件	吉林东光集团	长春一东
	北方夜视技术股份有限公司	
	北方长城光电仪器有限公司	

其他类

	中国北方工业公司	北方国际 安捷利实业
	中国兵工物资总公司	
	兵器财务有限责任公司	

资料来源：江海证券研发部整理

兵装集团的资产以汽车摩托车及其零部件为主，军工防务类资产主要以轻武器的研制生产为主，相对规模较小。2009 年 11 月，兵器装备集团公司与中国航空工业集团公司签署重组中国长安汽车集团股份有限公司协议，中航工业将持有的昌河汽车、哈飞汽车、东安动力、昌河铃木、东安三菱的股权划入长安汽车集团，由此持有长安汽车集团 23% 的股权，兵装集团

持股 77%。重组后，长安汽车集团整车及发动机年产能达 220 万辆。

图表 16：兵装集团分业务子公司及相关上市公司

汽车及零部件		上市公司	摩托车及零部件		上市公司
◆ 中国南方汽车股份有限公司		长安汽车	◆ 济南轻骑摩托车股份有限公司		ST 轻骑
-长安福特		江铃汽车	◆ 济南轻骑铃木摩托车有限公司		
-长安福特马自达			◆ 中国嘉陵工业股份有限公司		中国嘉陵
-长安铃木			◆ 重庆建设摩托车股份有限公司		建设 B
-江铃控股			◆ 洛阳北方企业集团		
◆ 长安汽车集团有限责任公司		长安民生物流			
◆ 成都天兴仪表集团		天兴仪表			
◆ 云南西仪工业股份有限公司		西仪股份			
◆ 重庆江通机械有限责任公司					
军工及防务		上市公司	光电信息		上市公司
◆ 重庆嘉陵特种装备有限公司			◆ 利达光电股份有限公司		利达光电
◆ 西南兵器工业公司			◆ 成都光明光电有限责任公司		
◆ 西安昆仑工业集团			◆ 河南中光学集团有限公司		
◆ 四川华庆机械有限责任公司			◆ 湖北长江光电仪器厂		
◆ 湖南云箭集团			◆ 湖南华南光电集团		
◆ 重庆望江工业有限公司			◆ 湖北华中光电科技有限公司		
电气设备及新能源		上市公司	其他		上市公司
◆ 河北天威集团		天威保变	◆ 湖北华中药业有限公司		
			◆ 湖北华中药业有限公司		
			◆ 河南中原特殊钢集团		
			◆ 中国北方工业公司		
			◆ 兵器装备集团财务有限责任公司		
			◆ 南方工业资产管理有限责任公司		

资料来源：兵器装备集团，江海证券研发部

总体而言，两大兵工集团资产证券化率仍然偏低，兵器集团直接和间接持股的上市公司总资产仅占集团总资产的 18.6%，而兵器集团资产证券化率高于兵器集团，但也仅为 32.1%，需要指出的是，上市资产虽然占集团资产总额比例较小，但合计净利润占比仍较高，从净利润数据来看，11 家 A 股上市公司 2009 年 1-6 月份的净利润约占兵器集团的 27.8%，兵装集团的这一数据达到 56.4%。

图表 17：兵器集团下属 A 股上市公司 2009 年 1-6 月主要财务数据(亿)

证券简称	净资产	总资产	营业收入	净利润
长春一东	289	637	161	-21
银河动力	352	469	148	3
新华光	511	1,213	205	5
北方国际	512	2,578	617	21
北化股份	581	658	248	6
北方股份	725	3,016	745	21
北方创业	964	2,131	1,152	26

中兵光电	1,169	2,267	687	66
凌云股份	1,224	2,238	1,075	118
晋西车轴	1,373	2,211	572	15
辽通化工	6,237	17,751	1,530	215
上市公司合计	13,937	35,168	7,141	475
上市公司合计占比	21.0%	18.6%	9.0%	27.8%
兵器集团	66,223	189,370	79,368	1,710

资料来源：wind，兵器工业集团，江海证券研发部

图表 18：兵装集团下属 A 股上市公司 2009 年 1-9 月主要财务数据(亿)

证券简称	净资产	总资产	营业收入	净利润
天兴仪表	111	346	287	7
ST 轻骑	376	1,180	1,089	-29
建摩 B	448	3,287	1,748	5
利达光电	461	665	245	-7
西仪股份	537	803	313	12
中国嘉陵	932	3,419	2,705	8
天威保变	4,653	15,748	4,650	533
江铃汽车	4,685	7,438	7,499	793
长安汽车	8,490	20,187	17,400	849
上市公司合计	20,693	53,074	35,936	2,171
上市公司占比	38.7%	32.1%	25.4%	56.4%
兵装集团	53,535	165,296	141,414	3,851

资料来源：wind，兵器装备集团，江海证券研发部

对于上市军工类企业的资产整合重组，我们选取两个角度进行分析，1) 资产整合的可能性、进展情况，重点考虑现有上市公司作为军工资产整合平台的可能性，上市公司的股本规模情况，股权结构，资产整合进展情况；2) 可能注入军工资产的资产规模、盈利能力、军工资产符合未来军备发展需求、以及军工资产民用领域的应用程度两方面进行考虑。

图表 19：两大兵工集团上市公司军工资产整合重组预期

上市公司	现有业务	上市公司资产规模(亿)	可能注入资产类型	母公司及相关公司	相关公司资产规模(亿)
中兵光电	远程控制系统、智能机器人、光电稳瞄等	20.90	信息化及精确制导	北京华北光学仪器公司	23.45
新华光	光学材料、光伏电池	11.43	光学材料	湖北华光新材料 西安北方光电	- 32.18
银河动力	缸套、活塞	4.66	制导武器	江南机器集团	15.00(约)
北方创业	铁路货车、罐车	23.19	坦克及装甲车辆	内蒙古第一机械集团	145.51
晋西车轴	火车车轴	11.16	晋机集团整合平台	晋西机器工业集团	46.75
北化股份	硝化棉	6.43	含能材料	泸州北方化学 西安北方惠安	10.00(约) 33.94

北方股份	自卸车	26.17	重型装备与车辆	内蒙古北方重工业集团	96.45
中国嘉陵	摩托车、光电产品	34.01	武器装备	嘉陵特种装备公司	-

资料来源：wind，江海证券研发部，资产规模为 2008 年数据

根据上述选取的角度，我们对目前存在整合预期的兵工集团下属上市公司分别打分，具体评分标准如下（评分标准参见附表），我们可以看到目前资产整合重组可能性较大的公司有**银河动力**、**中国嘉陵**，从可能注入军工资产的规模和质量而言，资产较优的有**北方创业**、**银河动力**等。

图表 20：上市公司军工业务资产整合重组分项评分

	资产整合重组可能性	上市公司资产规模	股权结构	整合进展	可能注入资产规模	可能注入资产盈利能力	可能注入资产发展潜力	民用领域应用潜力
中兵光电	●	○	●	●	○	●	●	●
新华光	●	●	●	●	●	●	●	●
银河动力	●	●	●	●	●	●	●	●
北方创业	●	●	●	●	●	●	●	●
晋西车轴	●	●	●	●	●	●	●	●
北化股份	●	●	●	○	●	●	●	●
北方股份	●	●	●	●	●	●	●	●
中国嘉陵	●	●	●	●	●	●	●	●

资料来源：江海证券研发部；注：0：○，1：●，2：●，分值越高表明整合重组可能性越大或资产越优

◆公司估值与投资策略

与国外同行业公司相比，我国军工类上市公司的估值明显偏高，按照目前股价，目前兵工企业下属几家上市公司 2008 年的静态 PE 均超过了 50X。

图表 21：行业重点公司估值

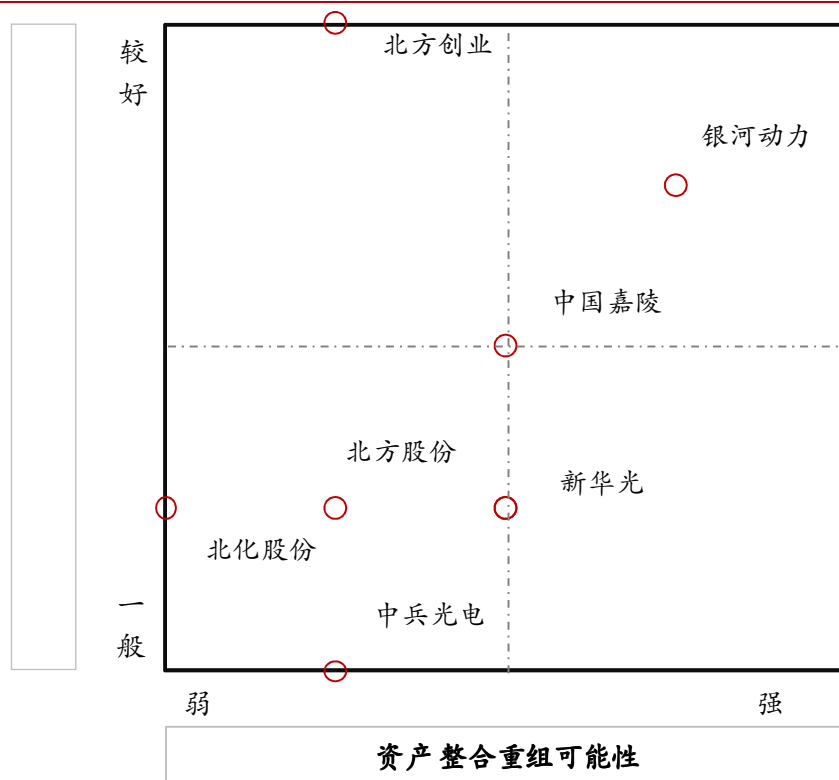
证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			PE(X)			PB(X)	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
600877.SH	中国嘉陵	10.53	0.02			554.2			7.8	中性
600262.SH	北方股份	12.90	0.22			58.3			3.1	中性
600967.SH	北方创业	13.54	0.20	0.28	0.33	66.4	48.4	40.9	2.7	中性
002246.SZ	北化股份	17.26	0.14	0.12	0.19	122.7	143.6	88.9	5.8	
600495.SH	晋西车轴	21.18	0.45	0.42	0.58	46.9	49.9	36.2	2.7	增持
000519.SZ	银河动力	22.28	-0.15			-153.7			12.5	
600184.SH	新华光	23.65	0.07	0.10	0.54	329.4	232.8	43.7	7.1	增持
600435.SH	中兵光电	24.58	0.34	0.42	0.44	73.0	58.3	56.1	6.3	增持

数据来源：wind，江海证券研发部，预测数据取自市场一致预期

投资策略上，我们认为：1）中短期内，资产整合重组仍然是主要的投资思路，以上市公司为平台的军工防务类资产的资产证券化将带来诸多的投资机会；2）中长期来看，我国军队现代化给军工企业带来重要机遇，目前较为落后的武器装备将获得跨越式的发展，部分落后武器或有望实现跨

代式发展，直接更新换代到目前第三代、甚至第四代水平，航母、大型运输机等装备也将逐步获得发展；同时 3) 我们看好国防科技工业作为高科技、高附加值的产业，对科技发展与创新带来的推动力，引领未来我国的科技进步与产业升级，促进经济发展的强大力量。

图表 22：兵工上市公司资产整合重组综合评分情况



资料来源：江海证券研发部

在上市公司的选择上，仅从资产整合重组角度而言，根据可能注入军工资产的规模质量、以及可能性，未来军工在收入中占比，以及未来武器装备发展的趋势，我们推荐关注**银河动力、北方创业、新华光、中国嘉陵**。

◆风险提示

1) 政策性风险

军工行业受国家政策影响较大，国家经济政策、产业政策的调整将对军工行业产生较大的影响；

2) 市场竞争风险

随着国家逐渐开放竞争，社会资本将涉足军工行业，部分军工企业将直面市场竞争，竞争风险将加剧；

3) 估值过高风险

附表：资产整合重组评分标准

资产整合可能性、以及进展情况		注入资产质量及前景	
资产整合平台可能性	可能性较小，或已注入绝大部分业务资产：0		<2 倍：0
	与业务有联系，存在可能性：1	可能注入资产规模	2-5 倍：1
	业务板块下属公司，且预期强烈：2		>5 倍：2
上市公司资产规模	总市值>100 亿：0		较弱：0
	100 亿>总市值>50 亿，或 20 亿>总市值：1	可能注入资产盈利能力	相当：1
	20 亿>总市值>50 亿：2		较强：2
股本结构	无持股：0		较弱：0
	持股<30%或>60%:1	军工资产未来发展潜力	一般：1
	持股 30%-60%: 2		较强：2
资产整合进展	无联系：0		较弱：0
	市场传言：1	民用应用潜力	一般：1
	整合重组中：2		较强：2

资料来源：江海证券研发部

江海证券有限公司

地址：哈尔滨市香坊区赣水路56号

电话：0451-82269280

传真：0451-82269280-517

江海证券研发部

地址：上海市浦东新区银城中路168号1107-1109室

电话：021-58766929

传真：021-58766929-8005

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深 300 指数)

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月领先市场基准指数 15% 以上；
增持—未来 6-12 个月领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性—未来 6-12 个月与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持—未来 6-12 个月落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出—未来 6-12 个月落后市场基准指数 15% 以上。

行业评级体系

强于大市—行业基本面向好，行业指数将超越市场基准指数；
中性—行业基本面稳定，行业指数跟随市场基准指数；
弱于大市—行业基本面向淡，行业指数将差于市场基准指数。

特别声明

在法律允许的情况下，江海证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

分析师介绍

易振兴，机械行业研究员

刘学亮，机械行业资深研究员

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或研发部发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及江海证券有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

本研究报告仅供江海证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由江海证券有限公司研发部编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。江海证券研发部将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。