

资产整合 风云再起——2011 年军工行业投资策略

军工

增持（维持）

报告日期：2010 年 12 月 9 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相军工主题指数	3956.32	-8.19
天相机械指数	5217.16	-2.41
上证指数	2842.43	-6.22

行业指数近一年走势图



联系人：天相机械研究组

010-66045432 wanggz@txsec.com

010-66045747 wangzw@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2011年军工集团资产整合即将步入高峰期，整个板块的基本面将大幅改观。
- 跟踪集团资产整合进程，挖掘资产整合预期比较强烈的个股，以及重组后具有业绩支撑且长期受益行业发展的个股。

投资要点：

- **军工集团资产整合即将步入高峰期。**军工集团资产证券化率仍处于较低的水平，存在巨大的提升空间，重点关注整合进程较快的中航工业集团、兵器工业集团和中航科工集团。
- **中航工业集团将延续今年的资产整合高潮，重点关注资产整合进展较慢的通用航空板块。**根据集团规划，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。但是，目前距该目标的实现还有较大差距，并且中航通飞、中航直升机两大专业子公司还没有进行核心资产的证券化。因此，我们认为中航工业明年将有更多的资产重组动作，其中，通用航空领域资产值得重点关注。
- **兵器工业集团整合目标的确定性仅次于中航工业，随着最终时限的临近，未来两年整合脚步必将加快。**从整合进度来看，截至目前已有10多个子集团重组完毕，股权关系得到进一步梳理。三大民品业务板块中，光电信息业务整合基本结束；化工业务整合已经启动，明年将会有实质性进展；最重要的装备业务也已经在进行集团内的资源整合和战略布局，相信明年亦会有较多的资本运作发生。建议关注上市平台的资产注入与集团内部资产整合带来的板块投资行情。
- **航天科工集团凭借其资产化率低、整合思路明确以及较高安全边际的特点进入我们的视野。**受自身条件的制约，航天科工集团早些年的主要任务集中在提高军品技术向民品应用的转化上，随着近年民品市场高端技术需求的不断增长以及集团对下游市场的持续开拓，旗下经营性资产的质量逐步提升。目前，科工集团的资产经营效率在十大军工集团中名列前茅。由于市场资金前期对科工集团的关注并不是很高，现阶段的投资将拥有较高的安全边际。
- **投资机会：**建议关注：1）资产重组预期较为强烈的公司：哈飞股份、贵航股份、凌云股份、航天晨光；2）具有业绩支撑且成长性良好的公司：中航重机、中国卫星、航天信息。

正文目录

1. 军工集团资产整合即将步入高峰期	3
2. 主要集团整合进展介绍	4
2.1 中航工业集团：延续资产整合高潮	4
2.2 兵器工业集团：目标明确，按部就班	7
2.3 航天科工集团：框架搭建有条不紊	10
2.4 航天科技集团：资产整合进程较为缓慢	12
3. 行业投资策略及重点公司评述	14
3.1 行业整体估值偏高，但不乏投资题材，维持“增持”评级	14
3.2 挖掘资产整合预期强烈，具有业绩支撑的个股	15

图表目录

图表 1 各集团 2009 年末 A 股上市资产及营业收入占比情况（亿元、%）	3
图表 2 各集团 2009 年末净利润率水平（%）	3
图表 3 各集团 2009 年末净资产收益率水平（%）	3
图表 4 主要军工集团资产整合进程	4
图表 5 中航工业集团上市资产变动情况（亿元、%）	5
图表 6 中航工业集团营业收入及净利润情况（亿元、%）	5
图表 7 中航工业集团主要上市公司资产重组动态	6
图表 8 兵器工业集团业务结构	7
图表 9 兵器工业集团民品业务框架	8
图表 10 兵器工业集团旗下主要上市平台（亿元、亿股、%）	8
图表 11 对未来一些可能的资产整合关注点的简要分析	9
图表 12 兵器工业集团指数与上证指数走势对比	9
图表 13 兵器工业集团市盈率曲线走势	9
图表 14 航天科工集团资产整合状态	10
图表 15 科工集团旗下上市公司信息一览	11
图表 16 航天科工集团指数与上证指数走势对比	12
图表 17 航天科工集团市盈率曲线走势	12
图表 18 航天科技集团 A 股上市公司资产总额及营业收入占比情况（亿元、%）	13
图表 19 航天科技集团下属上市公司资产整合情况	13
图表 20 军工、机械及上证指数 2010 年以来走势	14
图表 21 重点上市公司盈利预测及投资评级	15



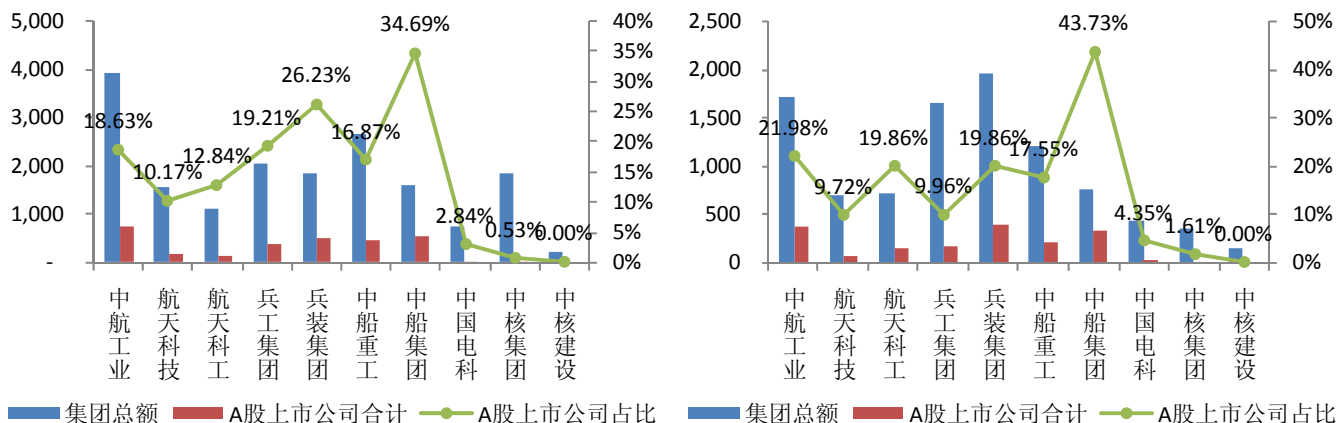
1. 军工集团资产整合即将步入高峰期

2010 年，军工板块经历了一个资产整合的小高潮，以中航工业集团为代表的几大军工集团资产整合动作频繁，整合的速度也明显加快。成飞集成、ST 昌河、中航精机等资产重组复牌后股价出现大幅上涨，同时也刺激了整个军工板块的上涨。对军工集团优质资产注入的预期，使得军工板块倍受市场的关注和追捧，板块平均估值持续处于 50 倍以上的较高水平。

相比 2008 年，2009 年末军工集团资产总额达到了 1.76 万亿元，同比增长了 17.31%，实现营业收入 9,664 亿元，同比增长 16.22%，净利润 451 亿元，同比增长 4.67%。同时，A 股上市公司资产所占集团总资产的比重提升了 3.37 个百分点，达到了 16.80%。从净利润率和净资产收益率来看，A 股上市公司的平均净利润率和平均净资产收益率分别为 6.21% 和 8.48%，优于军工集团整体平均 4.66% 和 8.09%，说明上市公司整体的资产质量优于集团资产。

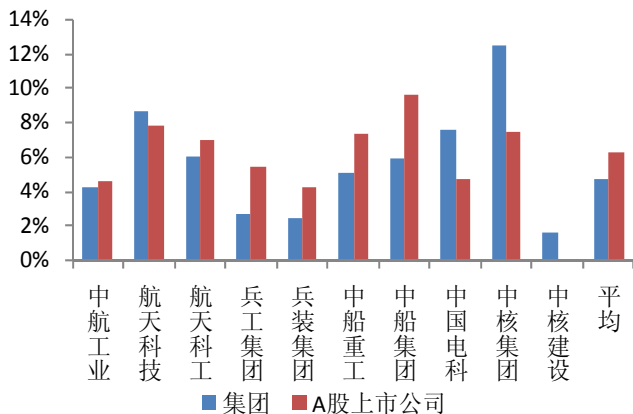
然而，尽管军工集团的资产证券化率在逐步提高，但仍处于较低的水平，还存在巨大的提升空间。根据现有的资产重组动作来看，军工集团更倾向于通过现有的上市公司作为平台进行资产整合。因此，对于军工板块上市公司而言，仍将是明年关注的焦点。

图表 1 各集团 2009 年末 A 股上市资产及营业收入占比情况（亿元、%）

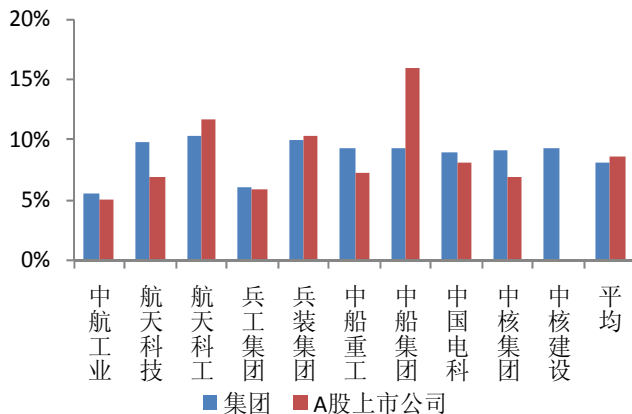


资料来源：天相投顾整理

图表 2 各集团 2009 年末净利润率水平 (%)



图表 3 各集团 2009 年末净资产收益率水平 (%)



资料来源：天相投顾整理

十大军工集团涉及行业广泛，市场化水平不一，且集团内部资产整合难度不一，因此，其证券化进程也并不一致。目前中航工业集团、兵器工业集团、航天科工集团、航天科技集团均提出较为明确的资产整合目标。而兵器装备集团、电子科技集团、中船集团、中船重工集团、中核集团以及中核建设集团的目标则相对模糊或者进展缓慢。所以，我们将主要考察中航工业、兵器工业、航天科工、航天科技四个集团的资产整合进程及上市平台选择问题。

图表 4 主要军工集团资产整合进程

军工集团	资产重组规划	重组进程
中航工业集团	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，力争用5年时间实现集团的整体上市	已完成专业子公司的构建。截至2009年底，包括港股资产在内的资产证券化率仅有26.90%，随着时间节点的临近，资产上市力度将加大
兵器工业集团	按照“专业化、地域化、产研结合”的方针进行重组，用三年时间，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重点打造	重组完成的专业化子集团已有10多家，其中光电信息板块整合基本完成、化工板块已经启动、重装及车辆板块进展稍慢
航天科工集团	在2009年工作会议上，以许达哲提出要大力推动资产资本运作，以实现军民互动发展的目标，推进上市公司资源整合和结构调整。未来要形成重点发展航天防务、信息技术、装备制造三大主业的“军民融合”式发展战略格局	二院、三院、四院已经捋顺对应上市公司的股权关系，一院于2009年8月重组完毕，暂未形成“研究院+上市公司”标准模式。2009年底航天科工集团资产管理公司挂牌成立
航天科技集团	明确在2010年工作中开展并积极推进对于资产的重组和上市工作	上市公司层面资产整合动作尚未开展

资料来源：天相投顾整理

2. 主要集团整合进展介绍

2.1 中航工业集团：延续资产整合高潮

资产整合高潮还将延续

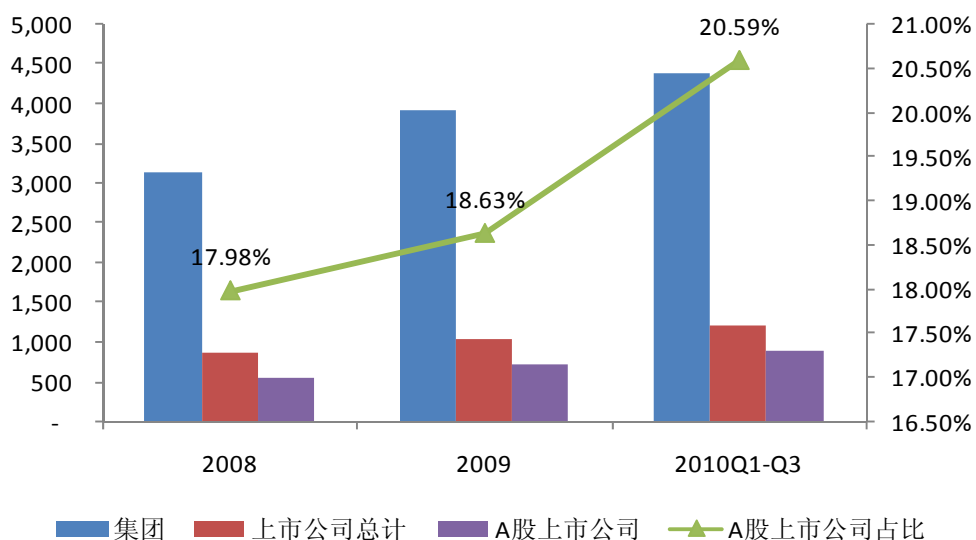
中航工业集团是军工集团当中资产重组进程最快，也是整合思路最为明确的集团。2008 年集团合并成立后，就提出了“两融、三新、五化、万亿”的战略发展目标。并提出了整体上市计划时间表，即 2011 年要实现子公司 80%的主营业务和相关资产进入上市公司，基本实现子公司整体上市，力争用 5 年时间实现集团的整体上市，最终建立起适应航空工业发展和国际竞争的体制。

目前中航工业集团已经通过整合成立了中航飞机公司、中航发动机公司、中航直升飞机公司、中航通用飞机公司、中航防务事业部等十几家专业子公司。在此基础上，通过利用板块内上市公司作为专业子公司资产整合的平台逐步注入资产，最终实现各子公司的整体上市。2009 年开启重组大幕以来，飞机公司、防务公司、发动机公司、航电系统公司和机电系统公司等专业化子公司先后进行了资产整合，涉及到的上市公司包括西飞国际、成飞集成、洪都航空、成发科技、航空动力、ST 昌河、中航精机、中航重机等。2010 年是中航工业集团的第一个密集重组整合期，其中，成飞集成、

ST 昌河、中航精机等重组复牌后股价持续飙升，更是点燃了市场参与军工板块重组主题的热情。

通过这轮密集的资产整合，2010 年前三季度中航工业集团 A 股上市资产占集团总资产的比重达到 20.59%，比 2008 年底提升了 2.61 个百分点，资产证券化率得到显著提升。

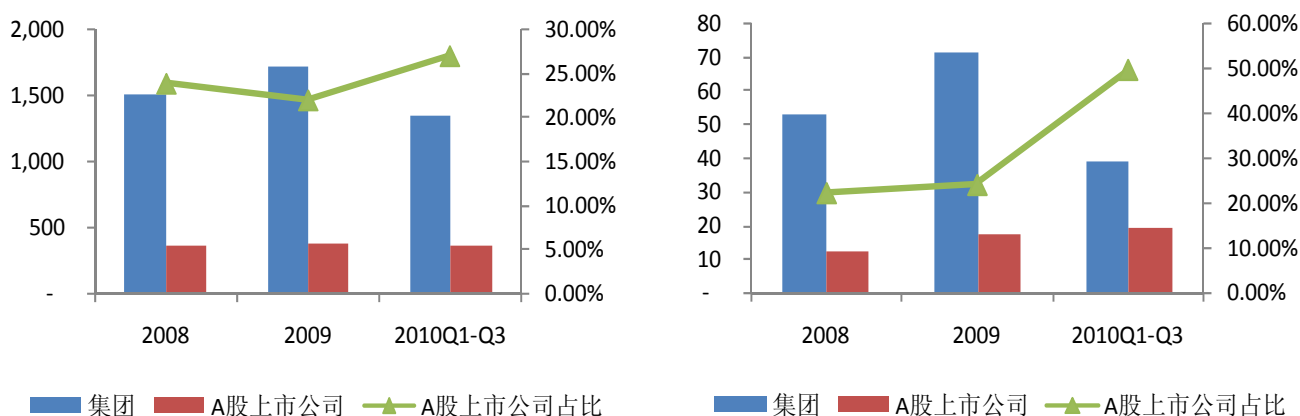
图表 5 中航工业集团上市资产变动情况（亿元、%）



资料来源：天相投顾整理

资产重组给上市公司带来的业绩提升是重组题材受市场追捧的一个主要原因。中航集团通过资产整合，使上市公司的营业收入和净利润均大幅增长。截至 2010 年三季度，A 股上市公司营业收入占集团营业收入总额的 27.05%，净利润占比为 49.70%，均有大幅提升。

图表 6 中航工业集团营业收入及净利润情况（亿元、%）



资料来源：天相投顾整理

事实上，虽然中航工业集团的资产证券化率正在不断提高，但是仍有大部分的资产没有注入上市公司，即使算上三家 H 股公司，2009 年底集团的资产证券化率也仅为 26.90%，距 2011 年集团实现 80% 的主营业务和相关资产进入上市公司的目标还有较大差距。因此，明年中航工业集团的资产整合必将迎来又二轮高潮。



关注资产整合进展较慢的通用航空板块

在中航工业集团整合大潮的背景下,除了防务资产由于其特殊性暂不考虑注入上市公司,尚有一中航通飞、中航直升机两大专业子公司没有进行核心资产的证券化。这两个专业子公司同属于通用航空领域,低空空域开放后将迎来良好的发展机遇,这也将促进集团加速推动旗下此部分资产的证券化程度,我们判断,明年这两个板块开展资产整合是大概率事件。

图表 7 中航工业集团主要上市公司资产重组动态

专业化公司	上市公司	业务定位	资产重组动态	资产注入预期
中航发动机	航空动力	航空发动机整机及相关业务	2008年通过增发注入西航集团航空发动机制造资产,2010年资产重组将航空发动机科研总装、试车业务及与未验收技改项目相关的资产注入航空动力,实现了航空发动机业务的整体上市	航空发动机上市平台,后续有望注入沈阳黎明等
	成发科技	航空发动机零部件转包	非公开发行设立中航哈轴、收购成发集团航空发动机资产以及扩大航空零部件业务产能	—
	中航动控	航空发动机控制系统	2009年初,南方宇航科技股份有限公司与中航工业旗下西控公司及长航液控公司进行资产置换同时非公开发行股份购买贵州红林及北京长空股权。资产重组后,实际控制人仍为中航工业集团,但主营业务变更为航空发动机控制系统。公司于2010年更名为中航动控	—
中航飞机	西飞国际	飞机整机	中航工业于2009年将其持有的陕飞集团公司、中航起、中航制动、西飞集团公司的股权无偿划转至中航飞机公司。中航飞机公司实际已对陕飞集团公司、中航起、中航制动、西飞集团公司进行投资管理,也已实际通过西飞集团公司行使对西飞国际的控制权	未来将作为中航飞机整体上市的平台实现
中航防务	洪都航空	教练机	非公开发行收购洪都公司飞机业务及相关资产	不考虑注入防务资产
	成飞集成	民品/新能源车	注入新能源电池资产	—
中航通飞	贵航股份	通用航空	资产重组中止,明年有望重启	通飞公司的主要上市平台,有望注入通用航空制造相关资产
	中航重机	液压、锻铸、新能源	拟定向增发收购中航惠腾和新能源投资公司剩余股权,以及安吉精铸公司	继续整合中航系统内锻铸、液压、新能源相关资产
	中航三鑫	新材料	—	—
	中航电测	机载设备	2010年8月27日上市	—
中航直升机	哈飞股份	直升机制造	—	有望注入中航直升机资产
中航机电系统公司	中航精机	航空机电	定向增发注入航空机电系统相关资产	此次注入并未囊括中航机电系统公司所有资产,中航机电系统后续仍有注入的空间
	东安黑豹	专用车	向金城集团、中航投资合计发行7194.04万股股份购买相关资产。重组完成后,东安黑豹大股东将变更为金城集团,中航工业集团将成为公司实际控制人。公司已被纳入中航工业专用车重组平台	—
中航航电系统公司	ST昌河	航电	目前已完成资产置换,置入上航电器、兰航机电的机载照明与控制系统,并于今年9月复牌,目前正在进行二次重组,拟注入大气数据、惯性导航、自动控制三大军机分系统的资产,公司的业务将扩大到航空机载电子设备全部主要领域,成为中航工业航电业务板块的旗舰上市公司	—
	中航光电	航空电子元器件	通过股权置换,划转给中航科工,股权过户手续正在办理当中	—

资料来源:天相投顾整理

今年 8 月份，由于收购标的资产之一贵州天义电器业绩持续下滑，贵航股份中止其资产重组。其控股股东中航通飞计划在五年内实现整体上市，虽然有可能通过 IPO 的方式实现整体上市，但是作为中航通飞的控股公司之一，贵航股份近几年一直在积极推进资产重组，不排除未来注入中航通飞公司的通用航空资产。

哈飞股份是中航工业集团直升机板块唯一的上市公司，市场对其作为直升机资产的上市平台也抱有较大期望，但由于其控股股东为中航科工而非中航直升机公司，资产重组涉及跨集团板块，其资产注入尚不明确。中航直升机成立之初曾计划 2010 年实现整体上市，虽然目前来看落后于预期，但明年将资产注入上市公司将是大概率事件。

资产重组方面，结合集团整合进程及公司定位，建议重点关注通用航空板块两大专业子公司的资产重组进程：哈飞股份（600038），有望成为中航工业直升机资产整合平台；贵航股份（600523），作为中航通飞公司的主要上市平台，有望注入通用航空制造相关资产；另外，航空动力（600893）作为航空发动机整机上市平台，后续有望继续注入沈阳黎明、成发集团和东安公司的发动机业务相关资产，也值得继续关注。

从业绩方面考虑，则应关注定位清晰、且能够受益于大飞机制造及低空空域开放的上市公司，我们建议重点关注中航重机（600765）、西飞国际（000768）、航空动力（600893）和哈飞股份（600038）。

2.2 兵器工业集团：目标明确，按部就班

中国兵器工业集团不仅是我国陆军武器装备的主要研制、生产基地，同时也为海军、空军、二炮等诸兵种以及武警、公安提供各种武器弹药和配套装备，是我国国防现代化建设的战略性基础产业。集团主要业务可以分为三大类：军品、民品和战略资源。根据有关资料，目前集团总体军品和民品的收入比约为 3:7。

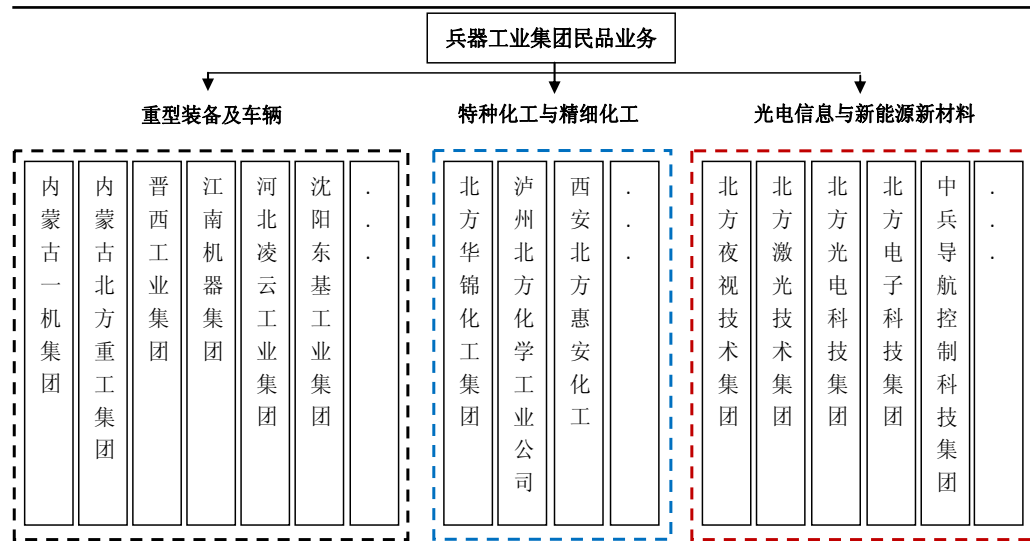
图表 8 兵器工业集团业务结构

军品	民品	战略资源
装甲突击	重型装备与车辆	油田
防空反导	特种化工与精细化工	稀有金属矿山
远程压制	光电信息与新能源新材料	装备出口
精确打击		
高效毁伤		
信息夜视		

资料来源：天相投顾整理

我们判断，集团整合仍将以优先调整旗下的民品业务为主，坦克、火药和枪炮弹等核心军品资产短期内上市的可能性较小。对于集团的民品业务，我们所理解的整合思路是：按照“专业化、地域化、产研结合”的原则，从 2009 年起，用三年时间将下属成员单位整合为 30 多个子集团，再将其中最核心的 10 多个专业化子集团通过二级市场分别打造上市。根据国资委对集团的产业定位，重型装备与车辆、特种化工与精细化工以及光电信息与新能源新材料将是集团未来发展的三大支柱民品产业。因此，多数子集团未来将按上述三大产业，以“先内部重组、后确定上市平台”的策略来打造各自的上市平台。

图表 9 兵器工业集团民品业务框架



资料来源：天相投顾整理

目前，兵器集团已完成阶段性重组重要子集团有：豫西弹药集团、山东机器集团、晋西工业集团、沈阳东基工业集团、北方夜视技术集团、北方激光科技集团、北方光电科技集团、北方电子科技集团、北方电子信息科技集团、中兵导航控制科技集团。今年以来，光电信息板块资产的整合基本结束，特重化工及精细化工板块的整合已经启动，但资产规模最大的重型装备及车辆板块整合进展不大。

我们认为，下一步应该关注的大方向是：1) 内部整合进展较慢的装备业务板块由于目标时限的临近，重组应该会明显提速，建议关注此部分核心资产的整合上市动向，且依然坚持以民品注入为资产选择主线；2) 内部整合较快的光电信息业务板块要关注其资产上市平台的选择；3) 化工业务板块的整合也将出现实质性进展，预计特种化工集团将于明年正式成立。

截至 2010 年 11 月 30 日，兵工集团旗下的上市公司共有 12 家，考虑到北方国际与港股上市公司安捷利实业的特殊性，可直接供整合完毕的子集团选择的上市平台仅剩 10 家，上市平台略少，不排除各集团从市场上寻找其他更合适的平台资源。需要指出的是，光电信息与新能源新材料板块目前已形成六家重量级子集团，却仅拥有两家上市平台，平台资源更加稀缺，其借壳上市甚至直接 IPO 的可能相对较大。

图表 10 兵器工业集团旗下主要上市平台（亿元、亿股、%）

所属民品业务板块	上市公司	控股股东	控股比例	上市公司资产规模	控股股东资产规模	证券化率	上市公司股本
重型装备及车辆	凌云股份	河北凌云工业集团	38%	26	29	90%	3.12
重型装备及车辆	长春一东	吉林东光集团	37%	6	13	50%	1.42
重型装备及车辆	北方创业	内蒙古一机集团	23%	22	47	46%	1.73
重型装备及车辆	北方股份	内蒙古北方重工集团	35%	28	71	40%	1.7
重型装备及车辆	晋西车轴	晋西工业集团	31%	20	72	28%	3.02
重型装备及车辆	江南红箭	江南机器集团	22%	5	19	27%	1.91
特种化工与精细化工	辽通化工	北方华锦化学工业集团	51%	214	350	61%	12.01
特种化工与精细化工	北化股份	泸州北方化学工业有限公司	52%	7	32	21%	1.98
光电信息与新能源新材料	新华光	西安北方光电有限公司	64%	13	35	37%	2.09
光电信息与新能源新材料	中兵光电	中兵导航控制科技集团	52%	31	40	77%	7.45

注：表中资产规模为2009年底的数据，股本为2010年三季度数据

资料来源：天相投顾整理

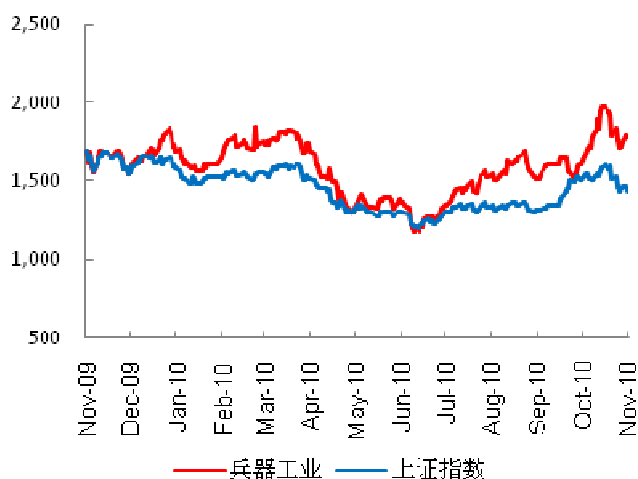
市场上对明年兵工集团整合的预期看点主要有内蒙古一机集团的资产注入、北方重工集团的资产注入、江南机器集团资产注入、晋西工业集团资产注入、豫西弹药集团的整体上市等。我们的关注点还包括北方光电科技集团的资产注入、北方夜视技术集团的整体上市、以及汽车零部件资产的整合等。推荐重点关注的品种有凌云股份（600480）、长春一东（600148）、新华光（600184）。

图表 11 对未来一些可能的资产整合关注点的简要分析

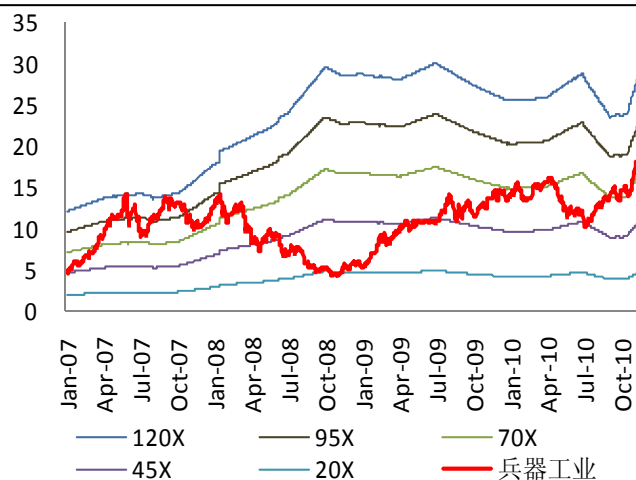
主题	分析	对应上市公司
汽车零部件资产进一步整合的可能性	凌云集团旗下的凌云股份和东光集团旗下的长春一东两家上市公司均以生产销售汽车零部件为主业，产品同质化较强。但从兵工集团的整体角度来看，并不需要两个子集团分别上市，这也会占用原本就稀少的壳资源。因此，合并是大概率事件。今年11月，公司的非公开发行募投项目预案获证监会许可，之前公司还收购了凌云集团箱体制造分公司、并与中国北方车辆研究所共同投资设立北京北方凌云汽车悬架系统科技有限公司实现了产研结合。这或许意味着凌云股份已经成为兵工集团选定的汽车零部件资产的整合平台。而长春一东将成为壳资源被解放出来。	凌云股份、长春一东
北方光电科技集团的资产注入	北方光电科技集团由西安应用光学研究所、西安北方光电有限公司、河南平原光电有限公司三家单位于今年6月组建而成，总资产56亿。主要从事微光夜视仪器、像增强器、微通道板、纤维光学元件、光电成像器件、专用高压电源及配套器件等产品的研发和生产。我们认为，前期西光集团已取得新华光的控股权，北方光电科技集团的成立意味着其成为新华光的实际控制主体，后续湖北华光新材料集团所持股权将被划转至西光集团，并且光电科技集团将陆续注入旗下资产。	新华光
北方夜视技术集团的整体上市	夜视集团是目前国内专业化水平最高、规模最大的以红外、微光关键核心器件为主的光电夜视产业基地，产业规模和技术水平均位居世界前列。但其产品与北方光电科技集团、中兵导航控制科技集团又存在差异，共用上市平台的可能性很低，很有可能要开拓新的平台资源。目前，夜视技术集团本身是兵工集团光电板块内唯一的股份公司，因此我们判断未来其整体上市的可能性较高。	-

资料来源：天相投顾整理

图表 12 兵器工业集团指数与上证指数走势对比



图表 13 兵器工业集团市盈率曲线走势



资料来源：天相投顾整理

2.3 航天科工集团：框架搭建有条不紊

集团资产证券化率水平仍相对较低，未来可提升的空间巨大

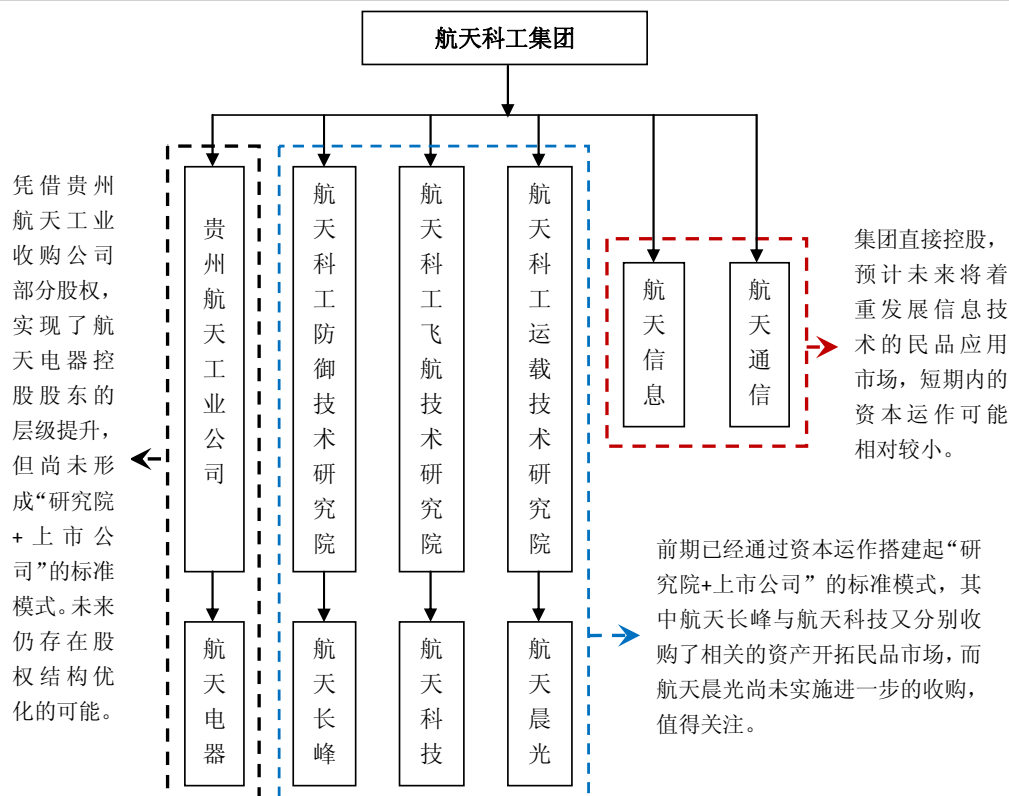
截至 2009 年底，航天科工集团的资产证券化率为 12.84%，在十大军工集团中排在第六位，排名相对靠后。然而，必须指出的是，尽管航天科工集团并未像中航工业集团那样提出资产证券化率达到 80% 的具体目标，但总经理许达哲于 2010 年明确提出要提高集团公司的资产证券化水平，且把它放在了未来五年科工集团资本运营工作六大目标之首的位置，可见其对此项任务的重视程度。我们有理由相信，未来五年将是科工集团旗下资产实现陆续注入上市平台的重要阶段，甚至会有新的业务 IPO 出现。

重组步伐稳健、路径清晰

航天科工集团的核心整合思路是：1) 以六家上市公司为依托，突出“航天防务、信息技术、装备制造”三大主业；2) 率先在 IT 信息化服务方面打造 100 亿元产业链。从集团内部的架构来角度分析，将采取“研究院+上市公司”的发展模式进行整合。另外，从总经理许达哲多次讲话中可以看出，集团的整合将按照“先民用，后军品”的顺序进行。

但由于上市公司之前的地位参差不齐，多属于长期处于研究院的“孙公司”，使得“研究院+上市公司”的发展路径实施的并不顺利。因此，航天科工集团的资产整合进程必将分为两个阶段：即先捋顺研究院与上市公司的对应关系，然后再对上市公司资产进行进一步梳理整合。

图表 14 航天科工集团资产整合状态



资料来源：天相投顾整理



回顾许达哲就任航天科工集团总经理以来的资产运作，不难发现集团资产确实是按照以上的逻辑进行梳理：1) 目前已经捋顺“研究院+上市公司”发展模式的有航天长峰、航天科技、航天晨光，其中航天长峰和航天科技已有收购资产的动作，航天晨光暂无新的收购动作；2) 航天电器也提升了控股股东层级，现由贵州航天工业公司控股，不排除进一步优化控股结构的可能；3) 航天信息及航天通信仍直接由科工集团控股，但已明确将民品作为其今后的主要发展方向。相比另外四家上市公司，这两家的业务更侧重于信息技术及信息化服务。

建议重点关注航天晨光（600501）、航天信息（600271）。

图表 15 科工集团旗下上市公司信息一览

上市公司	主营业务	集团定位	控股股东	资本运作	备注
航天晨光	航天发射地面设备、车载机动特种装备	装备制造	科工运载技术研究院	南京晨光集团有限责任公司将所持的23.98%的航天晨光股权无偿划转给中国航天科工运载技术研究院，形成“研究院+上市公司”的模式	后续科工运载技术研究院向公司注入其民品资产的可能较大
航天科技	汽车电子仪表、航天产品、石油岩土仪器、电力设备、环保监测产品	装备制造	科工飞航技术研究院	航天科工集团将所持有的航天科技12.67%的股权划转给科工飞航技术研究院，形成“研究院+上市公司”的模式；航天科技向飞航院增发股份购买其持有的惯性公司93.91%的股权、时空公司86.9%的股权和机电公司100%的股权	第一阶段的民品资产注入已告一段落
航天电器	连接器、电机、继电器	装备制造	贵州航天工业	贵航工业公司收购朝晖电器和朝阳电器所持有的航天电器股权，成为公司的第一大股东，共计持有41.65%的股权	贵州航天工业公司可能会对公司进行后续资产注入
航天长峰	电子信息、医疗器械、安防工程	航天防务	科工防御技术研究院	航天长峰科技工业集团向防御院转让其持有的航天长峰股权，形成“研究院+上市公司”的模式；之后，航天长峰向防御院定向增发收购防御院持有的航天长峰科技工业集团有限公司100%股权	第一阶段的民品资产注入已告一段落
航天通信	军品制造、商品流通、纺织品、通信服务	信息技术/航天防务	航天科工集团	暂无	公司为集团直接控股的上市平台，现仍以军品业务为主。通信产业是航天通信今后发展的主要方向，由于通信技术与制导技术密切相关，不排除后续注入导弹系统资产的可能
航天信息	增值税防伪税控系统及设备生产、企业管理软件、智能密码安全芯片	信息技术	航天科工集团	暂无	公司同为集团直接控股的上市平台，主营业务亦偏重于信息技术领域。但相较于航天通信而言，公司的民品业务更加丰富，下游需求更加多元化

资料来源：天相投顾整理

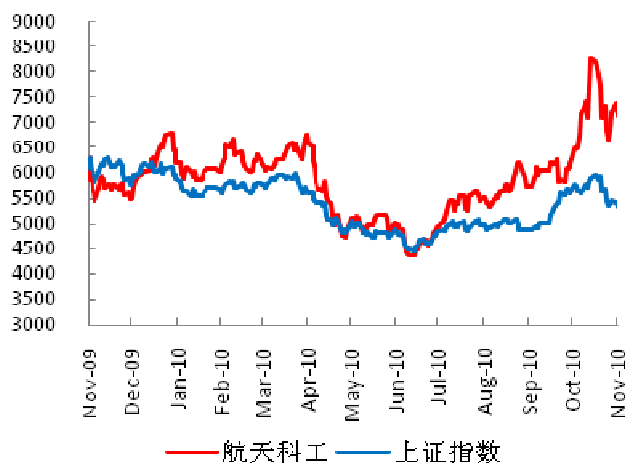


安全边际较高，前期受市场资金的关注度尚不高

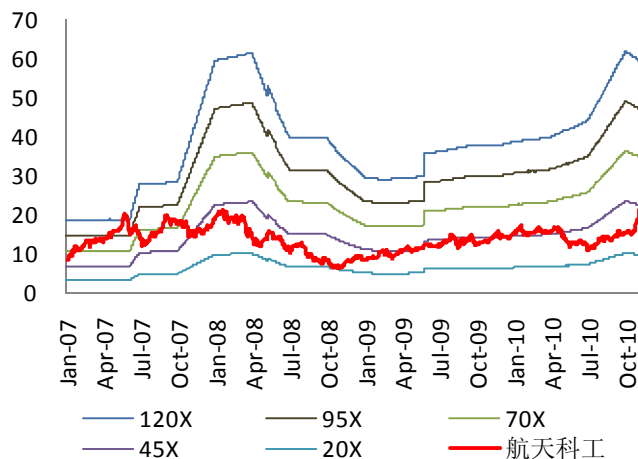
在对比十大军工集团的收益率指标后我们发现，科工集团整体资产的净资产收益率为 10.27%，是十大军工集团中的最高水平；科工集团旗下上市资产的净资产收益率为 11.68%，仅低于中船集团上市资产的收益率，在十大军工集团上市资产中排名第二。科工集团优秀的资产质量确保了投资的相对安全性，上市资产能够给二级市场的股价提供可靠的业绩支撑。

根据我们的测算，目前科工集团的整体市盈率水平约为 45 倍，相比中航工业集团、航天科技集团、兵器工业集团等热门军工集团而言处于较低水平。这一方面是由于上市公司的整体盈利性较强，另一方面则是由于科工集团前期受市场资金的追逐尚少，具备良好的介入环境。

图表 16 航天科工集团指数与上证指数走势对比



图表 17 航天科工集团市盈率曲线走势

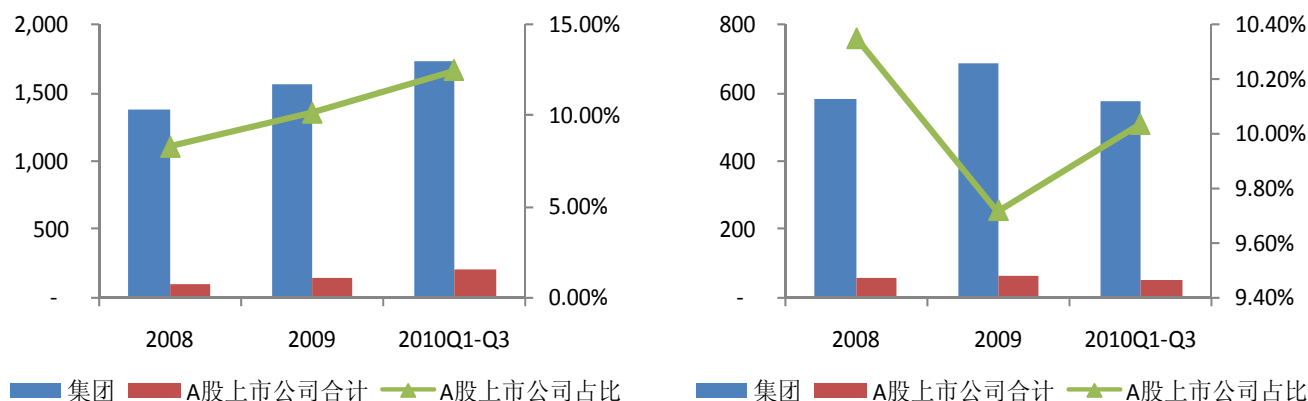


资料来源：天相投顾整理

2.4 航天科技集团：资产整合进程较为缓慢

航天科技集团是拥有“神舟”、“长征”等著名品牌和自主知识产权，创新能力突出、核心竞争力强的国有特大型企业集团。其拥有中国运载火箭技术研究院、航天动力技术研究院、中国空间技术研究院、航天推进技术研究院、四川航天技术研究院、上海航天技术研究院、中国航天电子技术研究院、中国航天空气动力技术研究院等 8 个大型科研生产联合体，以及中国卫星通信集团公司和中国长城工业总公司等数家专业公司、若干上市公司和直属单位。

2009 年底，集团共有四家 A 股上市公司，合计占集团总资产比例仅为 10.17%，到 2010 年三季度末，五家 A 股上市公司（2010 年 5 月四维图新上市）资产总和约为 218 亿，占比上升为 12.50%，营业收入占比则保持一个相对稳定的水平。另有三家 H 股上市公司 2009 年底的占比为 5.81%。综合来看，航天科技集团的资产证券化程度较低，在军工集团中排名倒数第四，仍有大量优质资产尚未进入实现证券化。

图表 18 航天科技集团 A 股上市公司资产总额及营业收入占比情况（亿元、%）


资料来源：天相投顾整理

对于资本运作，集团年初曾提出要加快资源重组，建设投融资平台，提升投融资能力和力度，但目前尚没有提出具体的目标和规划。集团资产整合进程相对较为缓慢，主要原因是集团许多核心资产是研究院的形式，需要进行改制才能注入上市公司。另一方面，由于航天系列产品一般涉密级别较高，注入上市公司也存在一定的障碍。

在航天科技集团 2010 年重点工作安排中，集团提出要“开展运载火箭业务重组上市相关工作”，“以上市公司为平台，对新材料、节能环保、置业、物业等业务进行重组”，并且要“充分利用投资控股公司、上市公司等投融资平台，进一步丰富投融资手段和渠道，加大资金筹措力度，支持主业发展。”因此，可以预见在对集团层面的资产进行整合之后，明年航天科技集团将开启上市公司的资产重组之路。

航天科技集团目前拥有宇航系统、导弹武器系统、航天技术应用产业和航空服务业四大业务板块，包括 8 个大型科研生产联合体。航天五院、六院、八院，以及航天电子技术研究所旗下各有一家 A 股上市公司，其中，中国卫星和航天电子都曾成功实施过资产重组，其母公司资产相对而言也较为清晰，易于实现证券化。因此，中国卫星和航天电子未来有望继续成为资产整合的平台，分别注入航天五院的大卫星研制、卫星零部件制造资产和航天时代集团的激光惯导类资产，具有较大的价值提升空间。另外，航天动力和航天机电作为航天六院、八院的唯一上市公司，未来也有可能作为母公司资产上市平台。

建议重点关注：中国卫星（600118）和航天电子（600879）。

图表 19 航天科技集团下属上市公司资产整合情况

集团板块	核心业务	上市公司	主营业务	历史资产注入情况	资产注入预期
运载火箭技术研究院（航天一院）	长征系列运载火箭、战略导弹等	航天万源（H股）	—	—	—
航天动力技术研究院（航天四院）	固体动力火箭发动机	—	—	—	—
中国空间技术研究院（航天五院）	卫星及载人航天制造、卫星应用	中国卫星	小卫星研制，卫星应用业务	2007年收购航天五院所持航天恒星85.76%的股份和503所卫星应用相关资产	未来有望注入航天五院的具有商业价值的大卫星研制资产以及卫星零部件制造资产

航天推进技术研究 院（航天六院）	液体火箭发动机	航天动力	航天技术流体机 械系列液力变矩 无 器、特种泵	航天六院资产运作平 台，有望注入液体火箭 发动机资产和集团优质 民品资产
四川航天技术研究 院（航天七院）	多管火箭武器系统	—	—	—
上海航天技术研究 院（航天八院）	应用卫星、运载火箭和载 人飞船相关产品	航天机电	太阳能多晶硅片 无	暂无
航天电子技术研究 院	惯性导航、遥测遥控、航 天计算机及软件、微电子 、机电组件等	航天电子	航天测控产品、2007年6月，收购大股东 电子元器件成产 航天时代部分资产	有望注入大股东航天时 代激光惯导和微电子两 大类资产
航天空气动力技术 研究院	气动气热科研；各类航天 用传感器	—	—	—
中国四维测绘技术 总公司	导航电子地图、航空摄影 测量、车辆监控调度等	四维图新	导航电子地图 无	暂无

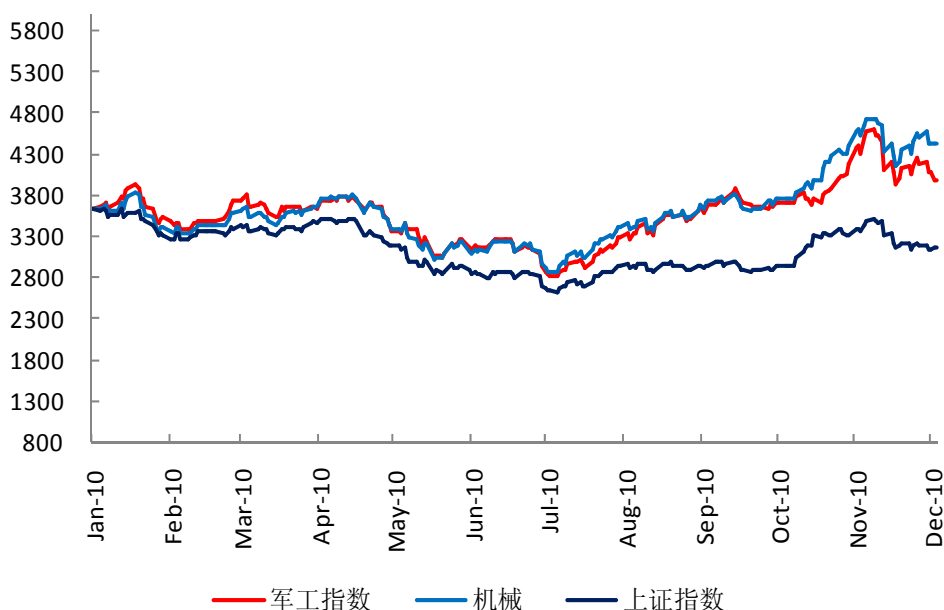
资料来源：天相投顾整理

3. 行业投资策略及重点公司评述

3.1 行业整体估值偏高，但不乏投资题材，维持“增持”评级

受军工集团资产整合速度加快，重组预期增强的影响，在经历了上半年的平静与调整后，军工板块下半年重回强势。自今年7月1日至12月3日，军工板块涨幅40.04%，同期机械行业上涨54.12%，上证指数则仅上涨了19.74%。可以看到，军工板块的走势明显强于上证指数。我们认为，在年底前板块将经历短暂的整理，明年将会迎来新一波重组行情。

图表 20 军工、机械及上证指数 2010 年以来走势



资料来源：天相投顾整理

未来对军工板块个股股价具有明确推动作用的事件包括：1) 各集团相继出现重组动作；2) 朝韩关系进一步恶化；3) 2011 年初发布中国国防白皮书；4) 中日有关钓鱼岛问题的升级；5) 中印关系再度紧张等。我们认为，这些事件都将推动 2011 年军工板块的持续活跃，板块将震荡上行，因此，我们维持“增持”的投资评级。

另一方面，军工板块也存在固有的投资风险：1) 大部分军工类上市公司高企的估值存在偏高的情况；2) 市场与公司之间的博弈或集团决策的改变都会加大重组的不确定性；3) 重组后的实际盈利能力低于预期等。我们提醒各位投资者注意。

图表 21 重点上市公司盈利预测及投资评级

代码	名称	2010年累计涨幅 (%)	盈利预测 (元)			估值 (倍)			当日股价 (元)	投资评级
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
600765	中航重机	35.22	0.38	0.51	0.61	50	37	31	18.88	买入
600038	哈飞股份	42.62	0.28	0.32	0.36	104	91	81	29.25	增持
600523	贵航股份	54.11	0.41	0.47	0.54	57	50	43	23.35	增持
000768	西飞国际	-16.13	0.15	0.20	0.25	82	62	49	12.37	增持
600316	洪都航空	53.67	0.29	0.39	0.50	111	83	64	32.18	中性
600893	航空动力	26.27	0.10	0.13	0.16	320	246	200	32.04	增持
000738	中航动控	38.92	0.11	0.13	0.14	142	120	111	15.57	中性
600391	成发科技	6.54	0.40	0.56	0.79	60	43	30	24.08	中性
002013	中航精机	249.78	0.23	0.28	0.33	151	124	105	34.71	增持
600372	ST昌河	269.78	0.29	0.35	0.43	113	94	76	32.77	中性
600480	凌云股份	34.83	0.81	0.96	1.13	21	18	15	16.89	增持
600148	长春一东	27.96	0.20	0.29	0.40	75	52	38	15.02	增持
600184	新华光	98.98	0.53	0.63	0.84	80	67	50	42.28	中性
600967	北方创业	21.19	0.37	0.52	0.58	39	28	25	14.36	中性
600501	航天晨光	44.25	0.18	0.23	0.28	86	67	55	15.46	增持
600677	航天通信	2.22	0.01	0.06	0.07	1,246	208	178	12.46	中性
600271	航天信息	28.70	0.85	1.09	-	29	23	-	24.63	买入
600118	中国卫星	115.57	0.32	0.41	0.51	77	60	48	24.57	增持
600879	航天电子	26.10	0.29	0.33	0.39	47	41	35	13.69	增持

资料来源：天相投顾整理

3.2 挖掘资产整合预期强烈，具有业绩支撑的个股

从目前的集团重组进程来看，中航工业集团是军工集团中资产整合思路最为明确的，整合动作也最多的集团公司。并且中航工业集团将受益于大飞机制造及低空空域开放带来的航空制造业大发展，因此我们建议重点关注中航工业集团旗下业绩前景较好，且具有较为明朗的重组预期的上市公司，如哈飞股份、中航重机。另外，兵器工业集团旗下的凌云股份、航天科工集团旗下的航天晨光也值得重点关注。

3.2.1 哈飞股份 (600038)：业绩平稳增长，前景广阔

主营业务平稳增长。公司 90%以上的业务为航空产品制造，包括 Z9 系列直升机、Y12 飞机、EC120 直升机机体、HC120 直升机、航空复合材料、国外转包出口等，其中，直 9 系列直升机占全部航空产品收入的 85%以上。2010 年前三季度，公司实现营



业收入 12.32 亿元，同比增长 16.85%，归属母公司所有者净利润 4,799 万元，同比增长 10.44%，公司主营业绩总体保持平稳增长的态势。

复合材料技术应用前景广阔。公司与空客公司合资成立的复合材料中心目前已被正式确认为波音 787 翼身整流罩全球唯一供应商，并在英国范堡罗航展上与西班牙 Alestis 公司签署总额为 1.56 亿美元的空客 A350XWB 宽体飞机机腹整流罩工作包合同，这充分证明了公司在该领域的技术实力，并在未来的市场竞争中抢占了先机，预计在 2012 年之后对公司业绩产生贡献。

低空空域即将开放，公司迎来发展机遇。日前，国务院、中央军委印发的《关于深化低空空域管理体制改革的意见》指出，中国决定放开 1000 米以下低空空域，到 2015 年建立政府监督、行业指导、市场化运作、全国一体的低空空域运行体系。低空空域改革将分为试点阶段、推广阶段和深化阶段三个阶段进行。这意味着我国低空空域即将正式开放，通用航空业将迎来爆发式增长阶段。工农林牧业的作业飞行、抢险救灾、医疗卫生、海洋监测各领域对直升机的需求即将获得释放，民用直升机的需求高峰即将到来，公司的直升机产品市场需求前景广阔。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.32 元和 0.36 元，以 12 月 3 日收盘价 29.41 元计算，对应的动态 PE 分别为 107 倍、92 倍和 82 倍，虽然估值偏高，但考虑到低空空域开放对公司带来的巨大发展空间，以及公司作为中航直升机公司整体上市平台的预期，我们维持公司“增持”的投资评级。

3.2.2 中航重机（600765）：整合三大业务资产，看好其长期发展

加快锻铸、液压和新能源三大业务平台资产的整合速度。公司主营业务包括锻造、液压和新能源三大业务板块，涉及航空锻件、液压件、燃气轮机、散热器和新能源投资等五大业务。公司 10 月 29 日发布公告，拟以不低于 15.35 元/股的价格发行约 1.16 亿股份购买中航工业集团、贵航（集团）公司、惠阳螺旋桨公司、美腾风能（香港）等四家公司的新能源和锻铸业务相关的资产，具体包括：新能源投资公司 30.7%股权、惠腾公司 80%股权、安吉精铸公司 100%股权以及贵航（集团）公司拟出售的土地。公司是中航工业集团锻铸、液压和新能源业务的整合平台，此前已进行多次资产运作对三大业务资产进行整合。通过此次重大资产重组，将进一步整合中航工业集团内、外部的新能源和锻铸业务，从而进一步扩大业务规模，将更有助于发挥公司产业平台和资本平台的聚集效应，进而提升公司三大产业平台的竞争能力。

看好新能源投资，以及中航惠腾的业绩贡献。公司是中航工业集团新能源产业的唯一投资平台，新能源投资公司是其新能源投资的重要平台，目前已开始启动并积极推进多个新能源投资项目。其中，中航惠腾是国内风轮叶片种类最全、产能最大的专业化叶片供应商。由于未能及时把握市场需求的变化以及及时提供市场主流用于二类风区的加长型叶片，中航惠腾今年上半年销售收入和利润非正常大幅下滑，1-8 月份的收入和净利润分别降至 3.56 亿元和 -0.29 亿元，出现亏损。据公司公告称，中航惠腾已于 8 月后逐步提供市场所需的加长型叶片，下半年业绩有望扭亏为盈，明年业绩将逐步恢复至正常水平。因此，我们预计此次股权收购后将大大提升公司未来几年的盈利状况。

投资中航工业基础产业园及配套项目，扩大锻铸板块的产业规模。公司重大资产重组正在进行当中，又于 11 月 7 日发布公告，拟在西安经济技术开发区投资 65 亿元人民币，建设中航工业基础产业园及配套项目，主要内容包括建设特种材料采购



加工中心、等温锻生产线、理化测试中心、深加工生产线、快速成型中心 5 个项目、锻铸研发中心及锻铸事业部总部及生活配套项目。此次投资将进一步实现公司锻铸产业链的延伸，扩大锻铸板块的产业规模，并与西安当地航空产业资源实现有机对接，充分发挥公司在锻铸领域的核心优势，分享航空制造业的大发展机遇。

盈利预测与投资评级：不考虑此次资产重组，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.38 元、0.51 元、0.61 元，以 12 月 3 日收盘价 19.41 元计算，对应的动态市盈率水平分别为 51 倍、38 倍、32 倍，处于军工行业较低水平。此次资产重组，以及公司近期进行的一系列液压和锻铸的资产动作都表明公司正式开始对其锻铸、液压和新能源三大业务进行整合，通过整合相关资源，公司的盈利能力将进一步增强，我们看好其长期的发展前景，给予“买入”的投资评级。

3.2.3 凌云股份（600480）：资产整合将使公司享受高溢价

安全零部件产品将有力推动公司未来业绩。公司主要从事辊压件、冲压件以及塑料管路的生产及销售，产品主要应用于微型客车，客户包括长安、五菱以及哈飞等。由于长安汽车集团已经将哈飞、昌河等微客资产与自有的长安微客完全整合，目前长安汽车集团在微客市场上已占据了举足轻重的地位，这将保证公司配套零部件的销路；另外，微客需求主要是来自农村市场，随着各地农村道路建设的快速完善及农民收入的逐步提高，微客需求将更多的显现出刚性，这将直接拉动公司此块业务的营业收入，保证业绩的持续增长；最后，保险杠等安全零部件系列的进口替代也将带动公司产品增速快于行业增速，公司与丰田、本田、尼桑的合作正在开展，若能够进入批量供应阶段，预计未来将明显推动公司的业绩。

增发新项目已开始动工，预计明年即可贡献业绩。公司 2 月公布定向增发预案，10 月 19 日该预案通过证监会批准：拟以不低于 11.07 元/股，发行不超过 7,500 万股（其中公司控股股东河北凌云工业集团有限公司认购数量不低于本次发行股票总数的 10%），用于涿州、武汉、哈尔滨、芜湖的零部件扩产项目。公司覆盖东北、湖北、安徽整车厂的战略部署十分明确，未来将极大提升公司整体实力及整车厂产品线的覆盖能力。公司已于今年年中使用自有资金提前开始了募投项目的建设，从新项目目前的进度来看，建设周期可能会缩短至 1 年半，若成功投产，明年即可开始贡献业绩。

资产整合将使公司享受高溢价。我们预计，未来兵器集团将对旗下汽车零部件资产进行整合，而凌云股份在兵工集团内汽车零部件业务最为突出，从集团角度考虑这即可以按计划整合原先分散的零部件资产，又能够快速打造出绩优的明星企业，一举两得。因此我们判断，尽管长春一东同为汽车零部件的主要生产企业，但凌云股份更符合兵工集团的发展要求，存在进一步资产注入的预期，这也将为投资者提供明确的事件性投资机会。

盈利预测与投资评级：预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.81 元、0.96 元和 1.13 元。以 12 月 3 日收盘价 17.30 元计算，对应动态 PE 分别为 21 倍、18 倍、15 倍。维持“增持”的投资评级。

3.2.4 航天晨光（600501）：资产注入与募投项目投产是未来重要看点

目前，投资收益仍是公司利润的主要来源。公司主要产品有改装车、管类、容器类、艺术制相品、工程机械产品和汽车贸易等。公司主营业务总体盈利能力不高，净利润大部分来自投资收益。截至 2010 年 9 月 30 日，公司共实现投资收益 2,903 万元，



占公司净利润的 76%。此投资收益主要来源于间接参股的沈阳航天三菱汽车发动机制造有限公司。2010 年前三季度，沈阳航天三菱汽车发动机制造有限公司销售发动机 21.82 万台，同比增长 133.95%；7-9 月销售发动机 6.65 万辆，环比下滑 6.92%，预计第四季度其销量将环比回升。

控股股权以顺利划转至航天科工集团运载院，未来相关资产注入是亮点。今年年初，南京晨光集团将所持有的公司 23.98% 股权无偿划转给中国航天科工运载技术研究院，实现了运载院对航天晨光的控股，这是航天科工集团捋顺旗下研究院与上市平台的关键一环。目前，运载院下属第四总体设计部为军用产品，而固体运载火箭控制系统总体研究所则以电子控制系统为主，而南京晨光集团的主要资产已集中于航天晨光公司。因此我们判断，运载院更可能会通过收购科工集团内部的其他相关资产注入到公司。

募投项目将进入业绩稳定释放期。公司航天发射地面设备及车载机动特种装备生产技术改造项目、掘进机出口项目已完工，目前已进入稳定增长期。2010 年上半年，航天发射地面设备项目实现毛利 3,753 万元；掘进机出口项目实现出口毛利 1,328 万元。未来随着市场的进一步拓展、订单增多，预计募投项目将进一步释放业绩。

盈利预测与投资评级：预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.18 元、0.23 元和 0.28 元，以 12 月 3 日收盘价 15.46 元计算，对应动态 PE 分别为 86 倍、67 倍和 55 倍，但我们看好公司的后续发展，给予“增持”投资评级，建议投资者继续关注。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518040