



资产证券化与军民融合

军工行业

军工集团未来几年收入或利润复合增长率大多超过 20%

我国从事军品生产的企业主要分为两类：一类是国资委旗下的十大军工集团，主要从事军品设计、零部件生产和总装；另一类是其它社会企业，民口获证单位占已发证单位的 40% 以上。我国军工行业呈现资产证券化、军民融合和信息化三个新特点。

我国军工企业的发展空间十分广阔。未来几年军工集团的收入复合增长率普遍高于 20%，如果考虑到辅业剥离等因素，实际的增长率比以上数据还要高。可以说，在“十二五”期间，将是军工行业大发展的时期。

2011 年行业既有业绩增长，又有重组预期

我们看好“十二五”期间的军工，并认为 2011 年军工行业有很大的投资机会。主要原因有如下几个方面：

第一，战略新兴产业政策的推动。以航空装备和航天产业为代表的军工制造业进入战略新兴产业目录。此外，新一代信息技术、高端装备、新能源、新材料、新能源汽车等各个战略性新兴产业均与军工有千丝万缕的联系。预计战略新兴产业的扶持细则将不断推出和完善，给相关军工上市公司带来明确的业绩增长预期。

第二，预计我国国防预算在未来五年将继续保持年均 15% 的增幅，到 2015 年将达到 1 万亿元，而且国防预算中用于购买装备的比例将有所提高。

第三，军队现代化带来的军品升级换代需求将大规模启动。预计未来 10 年我国的武器装备必定要实现大规模升级换代，实现由当前的第二代装备为主体到 10 年后以第三代装备为主体的转变。

第四，军工集团优质资产注入到上市公司的进程仍将继续。军工重组大潮并未退去。

投资主线及估值水平

我们认为 2011 年军工行业具有较大的投资价值：第一，战略新兴产业和和有良好发展势头的军民融合公司。重点推荐凌云股份和中航重机。第二，军品换代及其信息化。重点推荐中航精机、新华光。第三，可能进行资产注入的公司，推荐贵航股份和航天晨光，其中贵航股份可能成为中航工业集团通飞公司的资产上市平台，航天晨光有望成为航天科工集团地面装备类资产的上市平台。第四，从事军品研制的民营企业，新增业绩增长点。推荐威海广泰。

风险因素

军费支出的变数、民品竞争加剧、汇率风险。

维持

增持

冯福章

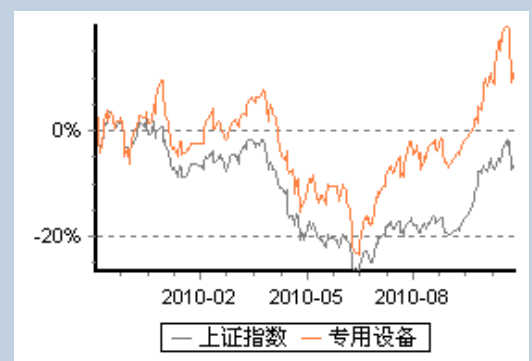
fengfuzhang@csc.com.cn

010-85130969

执业证书编号：S1440209090399

发布日期：2010 年 12 月 17 日

股价表现



相关研究报告

10.07.22	2010 年中期投资策略报告会之机械行业：制造 升级 服务
10.02.22	军工行业：增长确定的新战略产业



目 录

军工体系的新变化及其发展趋势	1
我国的军工行业已呈现“国、民共进”态势.....	1
十大军工集团：军品总装的主体	1
民营企业：已成为“第二类许可”获证单位的主体.....	2
我国军工行业的三大发展趋势	2
资产证券化	2
军民融合	4
信息化	5
未来的发展空间十分广阔	6
军工集团未来几年收入或利润符合增长率大多超过 20%	6
军品研制为相关民营企业带来新的业绩增长点.....	7
2011 年行业既有业绩增长，又有重组预期.....	8
列入战略新兴产业，航空航天为军工培育重点.....	8
航空航天等多种产品进入战略新兴产业重点发展产品目录.....	9
低空开放将使通用飞机成为高端消费品.....	9
国防预算年均增幅 15%，装备采购比例有望提升至 40%.....	11
预计我国国防预算在未来 5 年将保持 15%增幅	11
国防预算中用于购买装备的比例将有所提高.....	12
军费两位数增长超过 20 年，给军工业的发展提供支撑.....	12
军品升级换代将大规模启动，10 年内实现以第三代装备为主体.....	13
2011 年优质资产注入到上市公司的进程仍将继续.....	14
平均的上市总资产比率低于 20%	14
航空工业集团：2011~2012 年是子公司整体上市的最后两年.....	16
兵器工业集团：2011 年完成子集团挂牌，资产注入大幕即将开启	17
航天类：利用上市公司平台进行新一轮产业整合，正在成为军工热点.....	19
投资主线及估值水平	20
四条投资主线	20
估值高的原因：业绩增长稳定，重组预期强烈.....	20
重点上市公司分析	23
中航重机：平台搭建迅速，未来成长可期	23
凌云股份：业绩高增长，冲刺百亿凌云	24
风险分析	26
周期性带来的不确定性	26
周边环境影响军费支出进而影响上市公司业绩.....	26
民品竞争加剧	26
汇率风险	26



图表目录

图 1: 军工系统供应体系	1
图 2: 2009 年我国主要军工集团总资产比较 单位: 亿元	2
图 3: 2009 年我国主要军工集团收入比较 单位: 亿元	2
图 4: 国外航空发动机企业研发开支 单位: 百万美元	4
图 5: GE 研发费用占主营业务成本比重 单位: 百万美元	4
图 6: 我国军工集团的资产证券化率极低, 未来几年资产注入仍会继续 单位: %	4
图 7: 光电和信息系统的的发展使现代战争信息化、非接触化	5
图 8: 兵器集团未来 5 年收入及其复合增长率 单位: 亿元、%	6
图 9: 航空工业集团未来 8 年收入复合增长率单位: 亿元、%	6
图 10: 兵装集团未来 6 年利润及其复合增长率 单位: 亿元、%	7
图 11: 航天科技集团未来 6 年收入及复合增长率单位: 亿元、%	7
图 12: 航天科工集团收入及其复合增长率 单位: 亿元、%	7
图 13: 中国和通用航空发达国家通用飞机数量与定期航班比较	9
图 14: 06 年我国通用飞机数量与其它国家比较 单位: 架	9
图 15: 我国通用飞机总数及其增长率预测 单位: 架、%	10
图 16: 美国历年军费及其增长率 单位: 亿美元、%	11
图 17: 美国历年军费占财政支出和 GDP 的比例 单位: %	11
图 18: 俄罗斯历年军费及其增长率 单位: 亿美元、%	11
图 19: 2010 年世界主要国家和地区军费预算 亿美元	11
图 20: 09 年军费占其 GDP 比重 单位: %	12
图 21: 我国历年军费及其增长率 单位: 亿元、%	12
图 22: 航空动力军品收入及其增长率 单位: 亿元、%	12
图 23: 洪都航空军品收入及其增长率 单位: 亿元、%	12
图 24: 我国军机以第二代飞机为主, 急需更新换代	13
表 1: 我国十大军工集团及其主业一览表	1
表 2: 政府部门鼓励军工资产证券化和军民融合的政策、法规一览表	3
表 3: 我国军工集团资产负债率已经偏高	3
表 4: 我国十大军工集团均有相当大规模的民品业务, 民品收入已经超过了军品	5
表 5: 中国通用航空与通用航空发达国家比较	10
表 6: 军工行业资产证券化率较低	14
表 7: 军工行业资产重组自 2007 年后明显加快	15
表 8: 航空工业集团各子公司重要数据 (截止到 08 年) 单位: 亿元	16
表 9: 2009 年兵器集团各上市公司对应大股东数据对比 单位: 亿元	17
表 10: 上市公司大多是细分行业龙头	18
表 11: 航天科技集团上市公司重组预期	19
表 12: 航天科工集团上市公司重组进程	19
表 13: 国外军工股估值水平较低	20
表 14: 军工行业重点上市公司概况及评级一览表	22

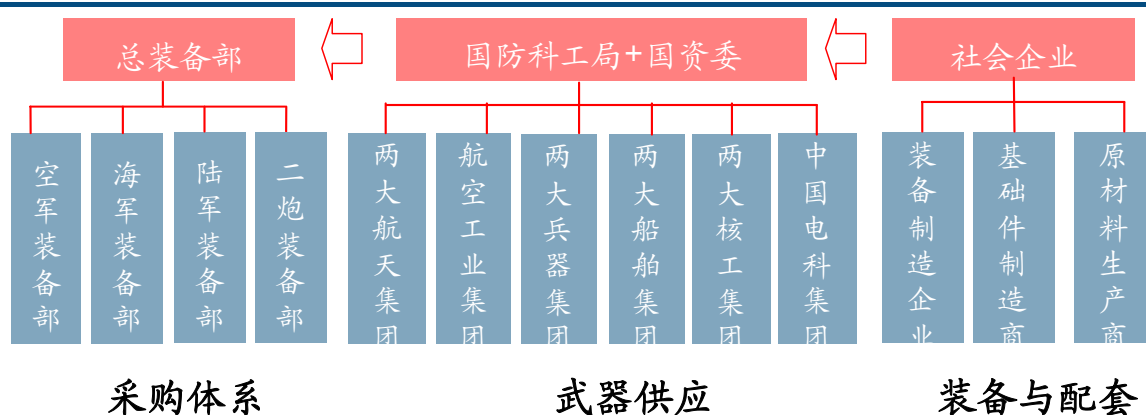


军工体系的新变化及其发展趋势

我国的军工行业已呈现“国、民共进”态势

我国军工行业包括航天、航空、兵器、船舶、核、军用电子六大子行业。从事军品生产的企业主要分为两类：一类是国资委旗下的十大军工集团，主要从事军品设计、零部件生产和总装，同时各大军工集团都有相当数量的民品业务；另一类是其它社会企业，主要从事军品的基础零部件制造和原材料供应等。

图 1：军工系统供应体系



资料来源：中信建投研究发展部

十大军工集团：军品总装的主体

首先是十大军工集团公司，他们是我国军工行业的主体。六大行业中，各集团公司之间存在较为明显的分工，军品之间基本不存在竞争。而且各军工集团均有规模庞大的民品业务。具体见下表。

表 1：我国十大军工集团及其主业一览表

类别	军团集团名称	军品	民品
核	中国核工业集团	核产品生产	核医疗设备， 新型爆炸物监测装置， 钴源辐照中心等
	中国核工业建设集团	核工程建设	高温冷气堆， 核能海水淡化、 房地产等
航天	中国航天科技集团	火箭、 卫星、 战略导弹	宇航系统和航天技术应用系统
	中国航天科工集团	武器系统	信息产业和装备制造等
航空	中国航空工业集团	战斗机、 直升机、 教练机及配件	汽车， 摩托车， 机械设备等
船舶	中国船舶工业集团	主战舰艇、 军辅船、 船配	造修民船、 核心配套和海洋工程等
	中国船舶重工集团	大型水面水下舰艇、 军辅船	民船、 海洋工程、 船舶配套
电子	中国电子科技集团	军事电子等	智能交通， 软件与信息服务， 半导体照明， 光伏电池， 电子器件等
	中国兵器工业集团	装甲突击、 防空反导、 远程压制、 精确打击、 高效毁伤和信息夜视	装备、 化工、 光电
	中国兵器装备集团	近战攻防、 非核毁伤武器	汽车、 摩托和光电

资料来源：中信建投证券研究发展部



图 2：2009 年我国主要军工集团总资产比较

单位：亿元

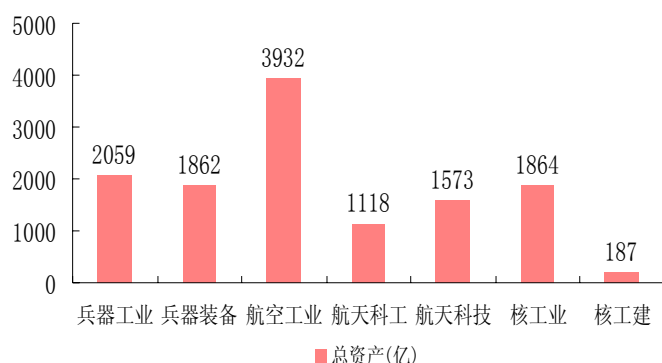
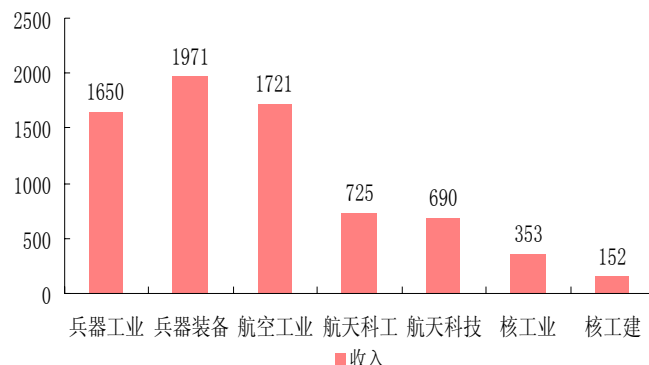


图 3：2009 年我国主要军工集团收入比较

单位：亿元



资料来源：中信建投研究发展部

民营企业：已成为“第二类许可”获证单位的主体

现在民营企业已经占据了军工产品特别是军工零部件产品的半壁江山。从国外经验来看，国外军品的社会采购比例一般在 30%~40% 之间。例如美国在国防采办过程中，注重商业性，面向全球采购性价比较高的轻武器，使国防部从大批量商品生产而产生的低成本和高质量中得到好处。美国国防部估计，容许实行军民一体化以及更多地采用两用产品、技术和工业操作规程，每年可节省大约 300 亿美元国防开支。

我国在学习国外经验的基础上，积极推进军民结合、寓军于民，发布了《关于大力发展国防科技工业民用产业的指导意见》等多个文件，制定了具体政策措施促进军民融合，并实施了武器装备科研生产许可证管理制度。

我国的《武器装备科研生产许可实施办法》将武器装备科研生产分为两类许可，第一类许可是“核心军工”的科研生产许可，主要颁发给具备研发、生产武器装备的总体、关键系统、核心配套产品资格的军工集团下属企业。第二类许可，是武器、装备的一般分系统和其它专用配套产品的科研生产许可。第二类许可没有数量和比例上的限制，只要符合条件，都可能获得许可。到目前为止，我国民口获证单位占已发证单位的 40% 以上，有些省份甚至超过了 50%。

我国军工行业的三大发展趋势

我国军工行业呈现资产证券化、军民融合和信息化三个新特点。

资产证券化

军工资产证券化与收购兼并是国外军工行业快速发展的捷径。当前军工发达的国家集中在欧美地区，从全球军工百强企业的经验来看，利用资本市场是它们走向成功、做大做强的一条必由之路。它们通过资产注入、合资经营和收购兼并，实现优势互补、节约经营成本和提高竞争力；通过兼并开拓军贸市场，促进军品销售。从排在前十名的企业看，美国的洛克希德·马丁公司、波音公司、格鲁曼公司、英国的 BAE 系统公司、美国的雷神公司、通用动力、欧洲航空防务和航天公司、美国的霍尼维尔公司、法国的泰勒斯集团和美国的哈利伯顿公司大都从资本市场上不断融资，不断收购兼并。

我国也提出了军工企业的股份制改造，军企核心业务上市已没有制度上的障碍。十七大报告明确提出了“调



整改革国防科技工业体制”的方向，而 2007 年国防科工委等部门密集制定出台了《军工企业股份制改造实施暂行办法》和《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》等多项政策和法规。这些政策、法规的出台，大力促进了军工资产的上市。

表 2：政府部门鼓励军工资产证券化和军民融合的政策、法规一览表

时间	政策	主要内容
2007 年 2 月 27 日	《国防科工委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 年 3 月 1 日	《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 年 3 月 5 日	《深化国防科技工业投资体制改革若干意见》	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 年 5 月 17 日	《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 年 11 月 15 日	《军工企业股份制改造实施暂行办法》	允许国内上市公司对军工企业进行收购重组。

资料来源：原国防科工委网站

未来 5 年，我国军工资产注入到上市公司的进程仍将继续。一方面，现在军工集团的资产负债率水平已经普遍超过 60%(国外军工企业资产负债率一般在 30%以下)，继续大规模发行债券或者通过银行贷款已经不现实，而股票市场融资将会成为他们的首选。

表 3：我国军工集团资产负债率已经偏高

我国军工集团资产负债率		国外军工企业资产负债率	
公司名称	资产负债率 (%)	公司名称	资产负债率 (%)
兵器工业	64.88	BOEING CO/THE	19.04
兵器装备	68.85	UNITED TECH CORP	20.28
航空工业	66.80	LOCKHEED MARTIN	14.12
航天科工	62.19	GENERAL DYNAMICS	10.18
航天科技	61.18	RAYTHEON CO	10.18
核工业	74.12	L-3 COMM HLDGS	26.86
核工建	85.80	GOODRICH CORP	27.18

资料来源：中信建投研究发展部

另一方面，军工资产的研发急迫需要资金，且数额巨大。据我们统计，2009 年 GE 的研发开支为 33 亿美元左右，RR 的研发开支大约为 5.94 亿美元。而我国航空产业的研究经费 2008 为 50 多亿人民币，远远低于发达国家水平。军工资产上市并迅速融资也是研发新产品的需要。



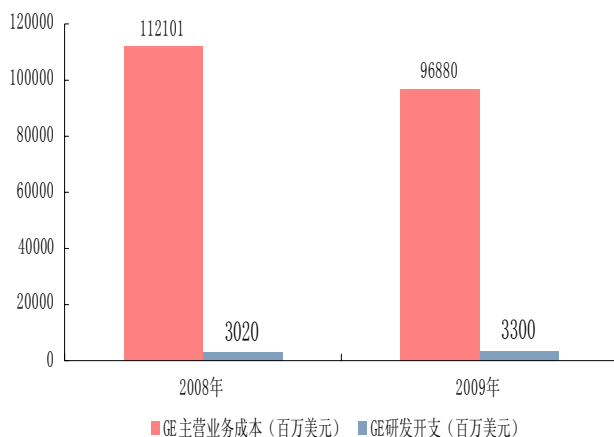
图 4：国外航空发动机企业研发开支

单位：百万美元

图 5：GE 研发费用占主营业务成本比重

单位：百万美元

错误！不能通过编辑域代码创建对象。

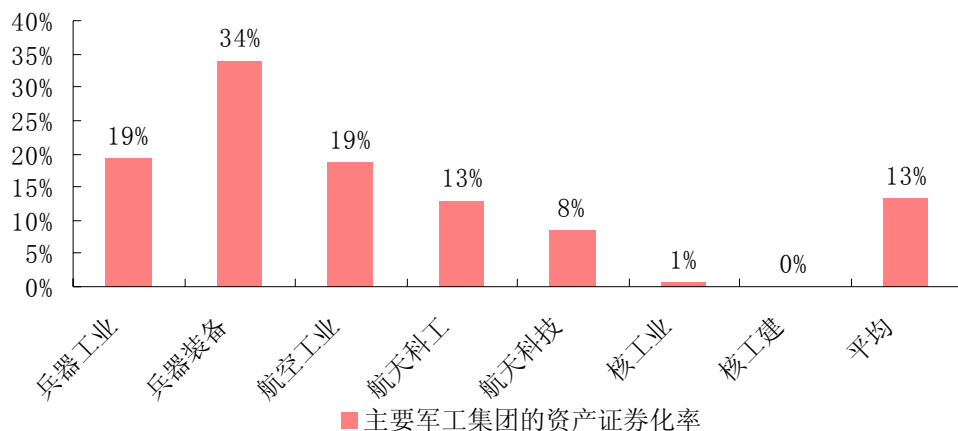


资料来源：中信建投研究发展部

当前国外军工公司的资产证券化率一般处于 70~80% 的水平，而我国军工集团的资产证券化率大多低于 20%，证券化率最高的为兵装集团（34.05%），其次是航空工业集团和兵器工业集团（分别为 18.62% 和 19.21%），平均水平为 13.36%，未来可提升的空间很大。

图 6：我国军工集团的资产证券化率极低，未来几年资产注入仍会继续

单位：%



资料来源：中信建投研究发展部，以上数据的统计不包括在香港的上市公司

军民融合

“寓军于民”政策已经成为推动军工企业发展的有效体制。军工大国积极推动军用与民用领域技术的双向转移，即“军转民”和“民转军”，以加快科技进步在军事领域的应用，促进军用和民用工业的一体化发展，增强军事工业的竞争力。

首先是军转民。对于军工企业来说，其军品的需求在和平年代因为日常训练和保持储备的原因而比较稳定，但是在战争年代则其需求急剧扩张，需求的弹性很大，所以和平年代军品的生产能力通常是过剩的。为了维持其产能，则必须让军工企业研制一批市场空间大的民品。在国外，民用项目已经成为支撑军工巨头发展的支柱，如波音公司的民品收入占总收入的 48%，欧洲航空防务和航天公司更高，达到 76%。



我国主要的军工集团的民品收入已经超过了军品，早在 2006 年我国军工系统民品收入就占到军民品总收入的 65%左右。2009 年兵器集团军品收入：民品收入为 3:7，兵器装备集团的军品收入：民品收入为 2:8，军工集团的民品收入的复合增长率在 20%左右。

表 4：我国十大军工集团均有相当大规模的民品业务，民品收入已经超过了军品

类别	军团集团名称	民品
核	中国核工业集团	核医疗设备， 新型爆炸物监测装置， 钴源辐照中心等
	中国核工业建设集团	高温冷气堆， 核能海水淡化、 房地产等
航天	中国航天科技集团	宇航系统和航天技术应用系统
	中国航天科工集团	信息产业和装备制造等
航空	中国航空工业集团	汽车， 摩托车， 机械设备等
船舶	中国船舶工业集团	造修民船、 核心配套和海洋工程等
	中国船舶重工集团	民船、 海洋工程、 船舶配套
电子	中国电子科技集团	智能交通， 软件与信息服务， 半导体照明， 光伏电池， 电子器件等
兵器	中国兵器工业集团	装备、 化工、 光电
	中国兵器装备集团	汽车、 摩托和光电

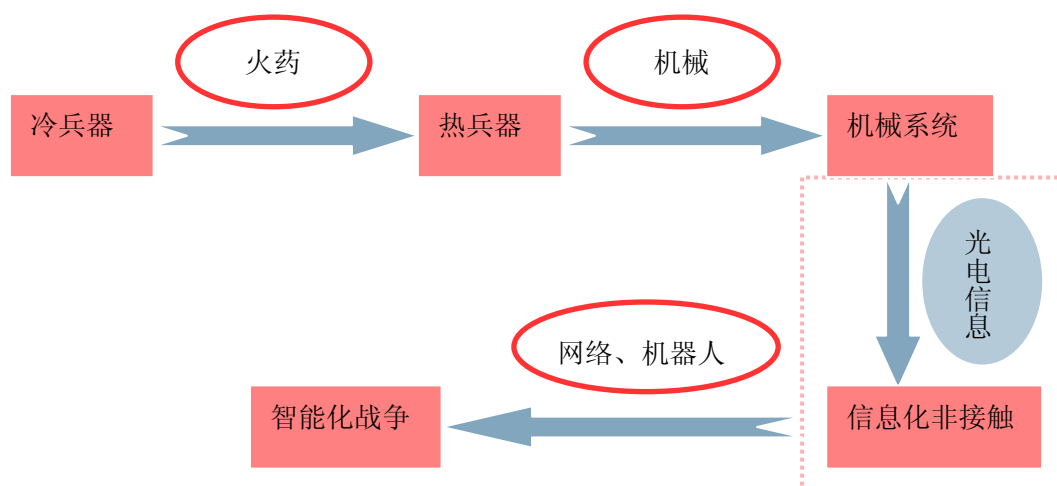
资料来源：中信建投证券研究发展部

其次是民转军，即民营企业参与军品制造。到目前为止，我国民口获证单位占已发证单位的 40%以上，有些省份甚至超过了 50%。现在有军品生产许可证的民营上市公司越来越多，如高德红外、威海广泰、山河智能等，军品研制给这些公司带来了新的业绩增长点。

信息化

世界军工行业正处在从机械化到信息化过渡的阶段，个别发达国家已基本完成军工信息化。

图 7：光电和信息系统的的发展使现代战争信息化、非接触化



资料来源：中信建投研究发展部

信息化使整个战争变成了非接触战争，使武器装备向集成化、自动化、网络化方向发展，实现“打了不管”。



具备信息化能力的现代武器装备充分利用先进的侦察探测技术，对所攻击的目标实施高精度的探测、识别、跟踪和定位，可以实现精确打击。当前先进的信息技术可以分辨出地面 10cm 的目标，精确制导导弹的命中率可达 85%~95%。为了适应未来战争的需要，未来军工产品将会进一步实现打击精确化、远程化和毁伤高效化目标，因此武器装备的信息化必不可少。光电技术是信息化的技术基础，加强光电、电子技术的研究与开发将是加速军队装备信息化的必由之路。

高技术武器装备具有良好的效费比和性价比。例如，精确制导武器采用了红外、激光技术后，作战效果相当于常规炸弹的 5~10 倍。据统计，用一枚造价约 1 万美元的“陶式”反坦克导弹，可击毁价值 250 万美元的 M1 坦克；如果用普通炸弹需要 250 枚，约需 4 万美元。一架 F-117 隐形战斗机使用 1 枚激光制导炸弹实施精确打击，相当于二战时期 B-52 轰炸机出动 4500 架次、投掷 9000 普通炸弹。为提高实战能力，各国纷纷加大高新技术装备的投入。

具有信息化概念的武器及其零部件有无人坦克、精确制导导弹、数字单兵系统和战场机器人、先进的飞机航电系统、先进雷达等。各个国家都非常重视光电信息系统的开发和应用，投入巨资用于信息基础设施建设和信息化改造。目前电子信息技术的研制费和采购费在飞机、舰艇、坦克等武器中已占 22%~30%，在导弹中占 45%。

未来的发展空间十分广阔

军工集团未来几年收入或利润符合增长率大多超过 20%

我国军工企业的发展空间十分广阔，这一点可以从军工集团的规划中明显看出。

兵器工业集团 2009 年收入为 1650 亿，计划到 2014 年收入达到 3000 亿，复合增长率为 12.7%。

航空工业集团 2009 年收入为 1721 亿，计划到 2017 年收入达到 10000 亿，复合增长率为 24.6%。

图 8：兵器集团未来 5 年收入及其复合增长率 单位：亿元、%

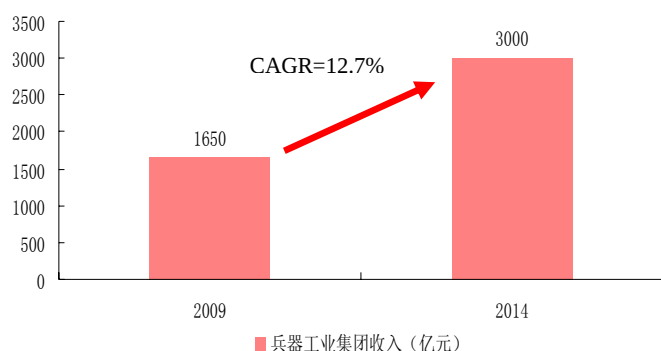
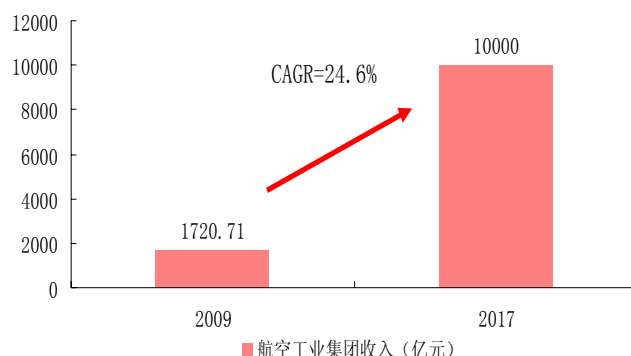


图 9：航空工业集团未来 8 年收入复合增长率单位：亿元、%

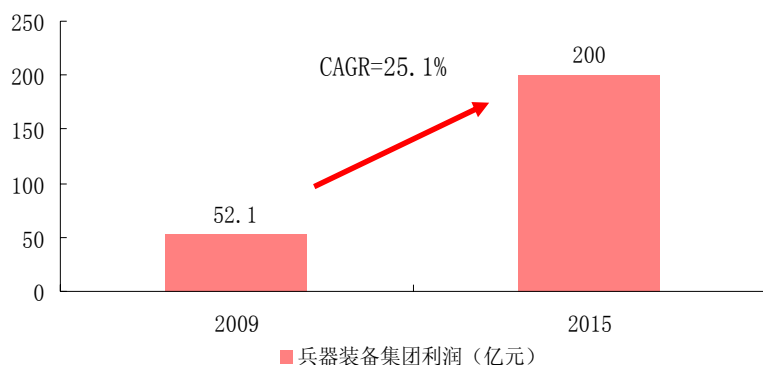


资料来源：中信建投研究发展部

兵器装备工业集团近年来销售收入、民品销售收入、人均销售收入、人均利税均居国防科技工业第一位，2008 年，兵装集团的销售收入占到整个国防科技工业销售收入的 1/5 以上，而以兵装集团为主力的汽车产业的销售收入占到国防科技工业民品销售收入的近 40%。兵装集团计划到 2015 年利润达到 200 亿，达到 2009 年利润翻两番的水平，营业收入翻一番，达到 3200 亿元。



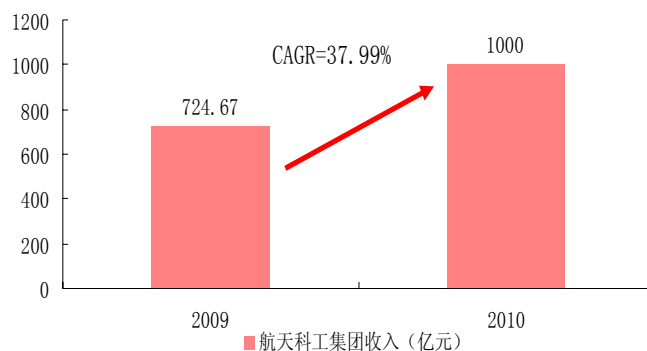
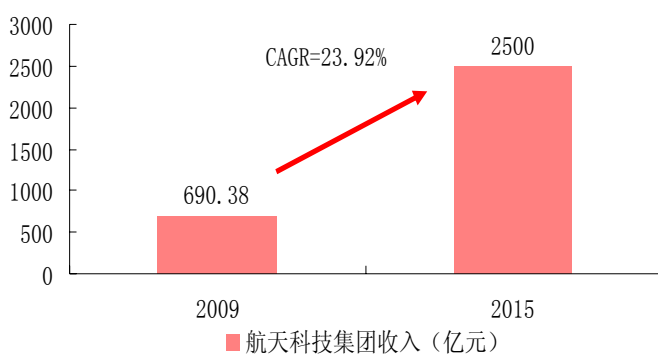
图 10：兵装集团未来 6 年利润及其复合增长率 单位：亿元、%



资料来源：中信建投研究发展部

航天科技集团 2009 年收入为 690.38 亿，计划到 2015 年收入达到 2500 亿，复合增长率为 23.92%。航天科工集团 2009 年收入为 724.67 亿，计划到 2010 年收入达到 1000 亿，收入增长率为 37.99%。

图 11：航天科技集团未来 6 年收入及复合增长率单位：亿元、% 图 12：航天科工集团收入及其复合增长率 单位：亿元、%



资料来源：中信建投研究发展部

从以上 5 个主要的军工集团的未来发展规划可以看出，未来几年军工集团的收入复合增长率普遍高于 20%，如果考虑到辅业剥离等因素，实际的增长率比以上数据还要高。可以说，在“十二五”期间，将是军工行业大发展的时期。

军品研制为相关民营企业带来新的业绩增长点

对于参加军品研制的民营企业来说，它们所从事的主要是核心武器装备的零部件或者非核心武器装备整机。如高德红外生产的红外热像系统，是海、陆、空各兵种的军事新型武器装备的零部件之一，可在完全无光的夜间探测 300 公里之外的飞机、识别 15 公里以外的房屋、车辆。威海广泰为部队研制的电源车、加油车为非作战整车装备。

“十二五”期间军工行业的大发展也将给这些民营企业带来发展机会，增加新的业绩增长点。现在很多产品尚处在定型期，一旦定型量产之后，军品订单的大规模释放是值得期待的。



2011 年行业既有业绩增长，又有重组预期

我们看好“十二五”期间的军工，并认为 2011 年军工行业有很大的投资机会。主要原因有如下几个方面：

第一，战略新兴产业政策的推动。以航空装备（主要是干支线飞机和通用飞机）和航天产业（主要是空间基础设施建设、促进卫星及其应用产业发展）为代表的军工制造业进入战略新兴产业目录。此外，新一代信息技术、其它高端装备、新能源、新材料、新能源汽车等各个战略性新兴产业均与军工有千丝万缕的联系，很多军工集团旗下上市公司有相关业务。预计战略新兴产业的扶持细则将不断推出和完善，给相关军工上市公司带来明确的业绩增长预期。

第二，预计我国国防预算在未来五年将继续保持年均 15% 的增幅，到 2015 年将达到 1 万亿元，而且国防预算中用于购买装备的比例将有所提高（当前为 30% 左右，而俄罗斯为 44.8%）。考虑到我国军费开支总额为国防预算加上工业和信息产业部及国务院下属机构的相关军事开支，所以我国实际军费开支将超过以上数字。斯德哥尔摩国际和研究所估算我国军费开支约为官方公布国防预算的 1.45 倍。尽管我国军费逐年增长，但占 GDP 的比重仍然只有 1.5% 左右，占财政预算支出只有 6.3% 左右，远低于美国的 4.6% 和 16.6%，也低于印度的 2.5% 和 14.1%，因此未来提升的空间很大。我们认为军费增加是趋势，未来 3~5 年我国军费年均增长超过 15% 的趋势不会改变。我们预计我国 2011 年国防预算在 6100 亿元人民币左右，增幅约为 15%。从行业内上市公司军品销售收入来看，过去几年和 2010 年预期的军品收入均保持稳定增长，和军费增速关联度较大。军费的稳定增长将会带来行业内上市公司军品收入的稳定增长。

第三，军队现代化带来的军品升级换代需求将大规模启动。我国军队尚没有完全完成机械化，信息化建设更是处于初期阶段。我国国防现代化建设将分三步走，在 2010 年前打下坚实基础；2020 年前后有一个较大的发展，基本实现机械化，信息化要有重大的发展；到 21 世纪中叶基本实现建设信息化军队、打赢信息化战争的战略目标。按照以上战略目标，在 2010~2020 年间，必定要实现大规模的机械化、信息化武器升级换代。虽然当前我国的武器装备仍以二代装备为主体，但近年来国产研制的歼 10 战机、预警机、巡航导弹、99 式坦克和新款隐形导弹护卫舰、晋级核潜艇和新型战略核导弹等具有第三代性能的高新技术武器装备都已批量生产，开始陆续武装部队。我们预计未来 10 年我国的武器装备必定要实现大规模升级换代，实现有当前的第二代装备为主体到 10 年后以第三代装备为主体的转变。

第四，军工集团内部的重组和优质资产注入到上市公司的进程仍将继续。2011 年航空工业集团的直升机、通用飞机等资产上市可能性较大，发动机、机电等资产仍需要进一步整合。兵器工业集团将在 2011 年底之前完成子集团的设立工作，2012 年以后，各子集团资产注入到上市公司的路径清晰。航天科技集团推进军民品分离。航天科工集团继续推进重组和子公司清理工作，力求打造地面装备和信息技术两方面业务的旗舰上市公司。可以看出，军工上市公司的重组大潮并未退去。

列入战略新兴产业，航空航天为军工培育重点

军工领域包含机械、电子、液压、材料、冶金、仪表、化工、民爆等多方面技术，其带动技术升级、产业延伸的效应非常明显。国外有资料表明，向军工投资 1 万美元，10 年后能产出 80 万美元产值。正是由于其技术带动和产业拉动作用，我国把军工多项产品列为战略新兴产业中重点发展的产品。



航空航天等多种产品进入战略新兴产业重点发展产品目录

国务院在 10 月 10 日发布了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，决定加快培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等战略性新兴产业。

具体到高端装备制造业，《决定》提出：重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，大力发展轨道交通装备。面向海洋资源开发，大力发展海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。可见我国未来将在调整经济结构的过程中，将会支持航空航天产业为代表的军工业的发展，特别是航天产业和大飞机、支线飞机项目。

大飞机项目国家总投入 2000 亿元，2010 年开始接受订单，进入预发展阶段，2014 年首飞。工信部曾明确表示要把大飞机项目作为新兴支柱产业培育的重点。

在航天产业方面，国家将会“大力加强统筹空间资源、地面系统和卫星应用的空间基础设施和地面应用系统建设，形成比较完善的航天产业发展基础设施，保障卫星应用的业务化需求和航天产业的市场化发展，全面提升航天产业的创新和产业发展能力。”

此外，新一代信息技术、其它高端装备、新能源、新材料、新能源汽车等各个战略性新兴产业均与军工有千丝万缕的联系，很多军工集团旗下上市公司有相关业务。军工业进入战略新兴产业目录，意味着更多的扶持政策和优惠措施。预计战略新兴产业的扶持细则将不断推出和完善，给相关军工上市公司带来明确的业绩增长预期。

低空开放将使通用飞机成为高端消费品

在上述《决定》里国务院也专门提出，要加快推进空域管理体制改革的。国务院、中央军委还批准了《低空空域管理改革指导意见》。今年 9 月，中国民用航空局、国家发改委联合下发了《关于印发通用航空民用机场收费标准的通知》，规定除起降和停厂费大幅下调（在现行收费标准基础上，起降费降低 40%以上，停场费降低 50%以上）外，通用航空机场收费减免的范围也有所扩大。

以上三个文件的密集发布，表明我国长期以来的空管体制束缚有望获得逐步解脱。我们的观点是，低空资源不会一下子突然开放，预计完全开放尚需要 10 年左右的时间。但这个开放的进程是不可逆转的，会循序渐进、有步骤有计划地进行。

图 13：中国和通用航空发达国家通用飞机数量与定期航班比较

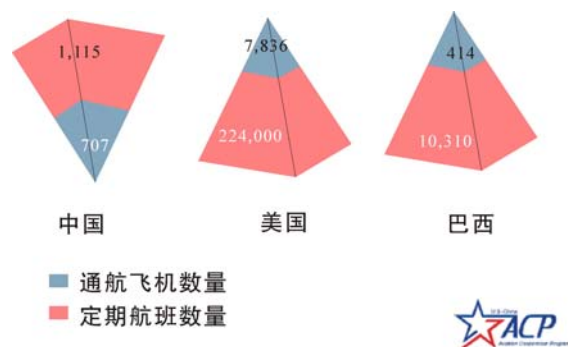
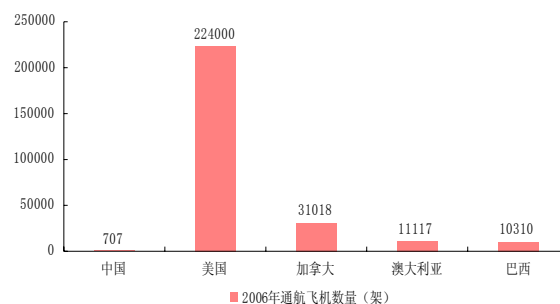


图 14：06 年我国通用飞机数量与其它国家比较 单位：架



资料来源：ACP、中信建投研究发展部



在 2011~2015 年间，预计会开放更多的试点城市，逐步推广到全国；在 2016~2020 年间，有望开放更高的空域，不仅仅是当前试点的 1000 米以下空域，而是逐步开放到 3000 米以下。这样，到 2020 年有望实现 3000 米以下低空的开放。

当前我国的通航飞机数量，通航飞行小时数，通航航空机场数量都远远落后于西方国家，目前我国在册的通航飞机数量是 882 架，仅为美国的 0.4%，加拿大的 2.8%，澳大利亚的 7.9%，巴西的 8.6%。2008 年，我国通航飞行小时数 12 万小时，仅为美国的 0.4%。加拿大的 2.6%，澳大利亚的 7.1%。巴西的 0.8%，我国通航飞机与运输航空飞机的比例仅 0.67:1，远低于国际水平。

表 5：中国通用航空与通用航空发达国家比较

	中国	美国	加拿大	澳大利亚	巴西
面积（万平方公里）	960	963	1000	770	851
人口（亿）	13	2.99	0.326	0.2	1.89
国民生产总值（十亿美元）	2600	13200	1300	780	1100
GDP 增长幅度	10.7%	2.9%	2.8%	4.6%	3.7%
通航飞机数量	960	224000	31018	11117	10310
通航飞机年飞行小时	26 万小时	2700 万小时	450 万小时	169.5 万小时	150 万小时
运输航空飞机和通航飞机比例	1:0.67	1:32	1:61	1:34	1:24
通用航空机场数量	329	19983	170	461	2498

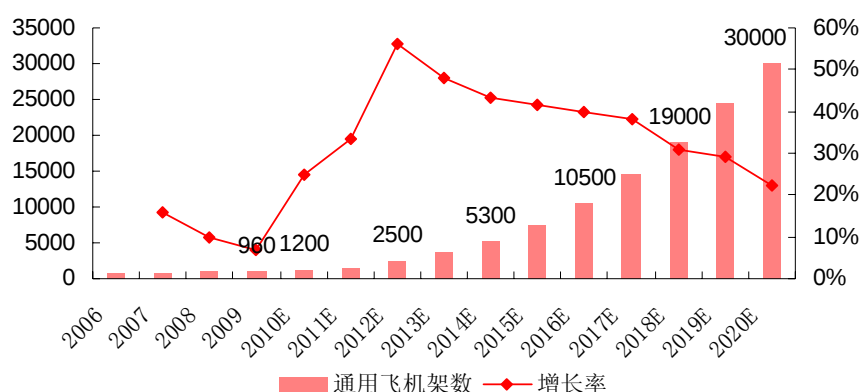
资料来源：中信建投研究发展部

在未来几年，随着低空开放的深入和人们消费水平的增加，通用飞机有望成为高端消费品，市场空间非常庞大。世界上大小飞机的比例约为 1 比 10，在美国是 1 比 30，而中国这个比例严重失调。截至 2008 年底，通用航空器在册总数为 898 架（飞机 741 架，直升机 141 架，飞艇 6 架，热气球 10 个），2009 年底在册总数为 960 架，而美国超过 20 万架。从这个角度来看，以通用飞机为主的小飞机数量在我国还有很大的提升空间。民航部门曾预测，到 2012 年我国通用航空及其带动的产业将形成 1 万亿元人民币以上的市场容量。

2012 年底空开放试点向全国推进后，将会带动巨大的通用飞机需求。我们预计 2020 年全国通用航空器在册总数将达到 3 万架。通用航空及通用飞机制造将是军工行业里增长迅速的子行业之一。

图 15：我国通用飞机总数及其增长率预测

单位：架、%



资料来源：中信建投研究发展部



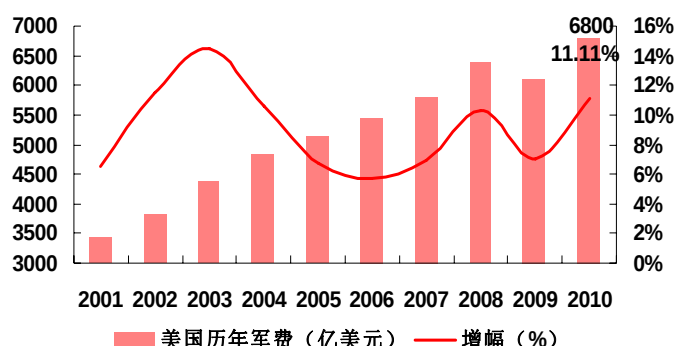
国防预算年均增幅 15%，装备采购比例有望提升至 40%

预计我国国防预算在未来 5 年将保持 15%增幅

从国内军队建设需要来说，我国军队尚没有完全完成机械化，信息化建设更是处于初期阶段，未来一段时间仍有提高军费以加快军队信息化建设的必要；从国际和周边形势来说，印度在航母和反弹道导弹方面已远超我国、周边局势并没有实质缓和；从世界其它国家军费预算来看，主要国家的 2010 年军费预算仍在增长，其中美国增长 11.11%，达到 6800 亿美元，印度 2010 年军费预算增长近 20%，达到 170 万亿卢比，俄罗斯 2010 年军费预算 1.25 万亿卢布（合 430 亿美元），增长 12%。

图 16：美国历年军费及其增长率

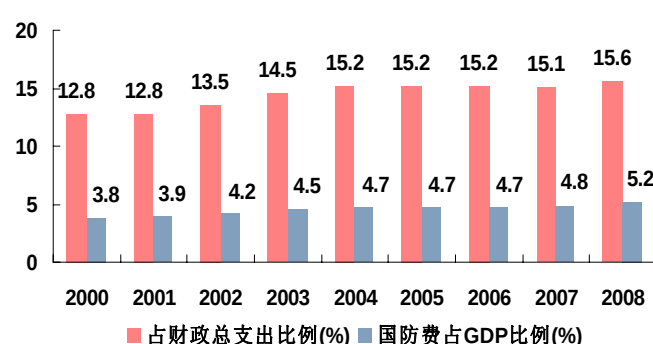
单位：亿美元、%



资料来源：中信建投研究发展部

图 17：美国历年军费占财政支出和 GDP 的比例

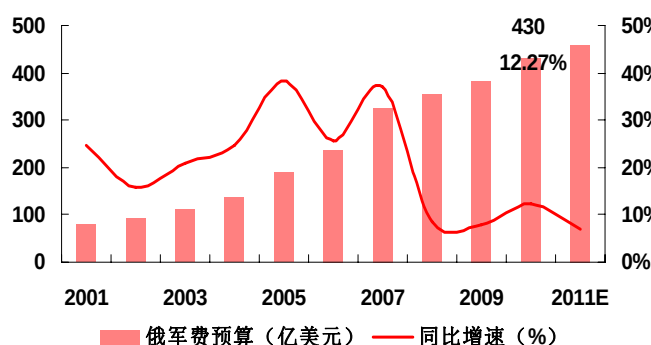
单位：%



资料来源：中信建投研究发展部

图 18：俄罗斯历年军费及其增长率

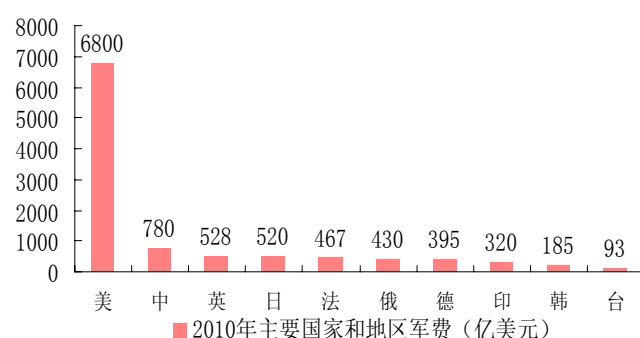
单位：亿美元、%



资料来源：中国外交部 中信建投研究发展部整理

图 19：2010 年世界主要国家和地区军费预算

亿美元



资料来源：中信建投研究发展部整理

预计我国国防预算在未来五年将继续保持年均 15% 的增幅，到 2015 年将达到 1 万亿元。考虑到我国军费开支总额为国防预算加上工业和信息产业部及国务院下属机构的相关军事开支，所以我国实际军费开支将超过以上数字。斯德哥尔摩国际和研究所估算我国军费开支约为官方公布国防预算的 1.45 倍。尽管我国军费逐年增长，但占 GDP 的比重仍然只有 1.5% 左右，占财政预算支出只有 6.3% 左右，远低于美国的 4.6% 和 16.6%，也低于印度的 2.5% 和 14.1%，因此未来提升的空间很大。我们认为军费增加是趋势，未来 3~5 年我国军费年均增长超过 15% 的趋势不会改变。我们预计我国 2011 年国防预算在 6100 亿元人民币左右，增幅约为 15%。



图 20：09 年军费占其 GDP 比重

单位：%

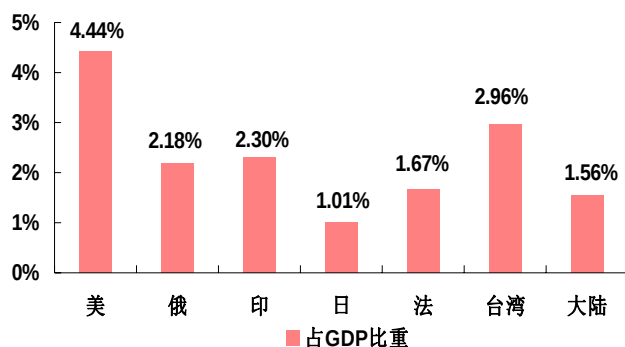
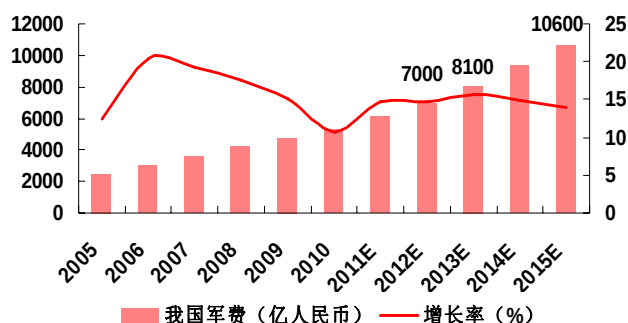


图 21：我国历年军费及其增长率

单位：亿元、%



资料来源：新华网 中信建投研究发展部

国防预算中用于购买装备的比例将有所提高

我国国防预算主要用于提高官兵待遇伙食费、部队训练、装备采购，其中装备采购部分大约占总预算的 30% 左右。但世界上其它主要国家装备采购占军费比重大约为 35%~40%，俄罗斯更是达到了 44.8%。随着这几年官兵待遇已有明显提升，预计未来我国装备采购费用的比重也将有所提高。

军费两位数增长超过 20 年，给军工业的发展提供支撑

到目前为止，军费两位数增长已超过 20 年，给军工业的发展带来了实实在在的促进。尽管增加的国防预算主要用于提高军队官兵的生活待遇，但随着军费的增加，军队机械化和信息化建设会提速，相关军品的订购量也会增加；我们预计用于增加装备及其配套设施的建设经费增长率在 10% 以上，这将带来军工公司军品销量的稳定增长，也给军工业上市公司带来了防御性。国家国防科技工业局局长陈求发曾公开表示，我国军工经济增长将力争继续保持在 15% 以上。

从行业内上市公司军品销售收入来看，过去几年和 09 年预期的军品收入均保持稳定增长，和军费增速关联度较大。未来军费的稳定增长预期会带来行业内上市公司军品收入的稳定增长预期。

图 22：航空动力军品收入及其增长率

单位：亿元、%

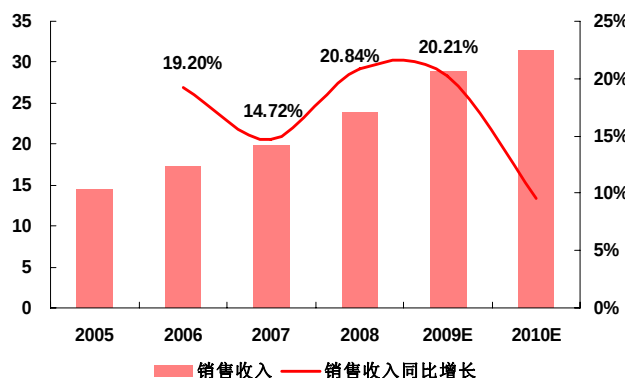
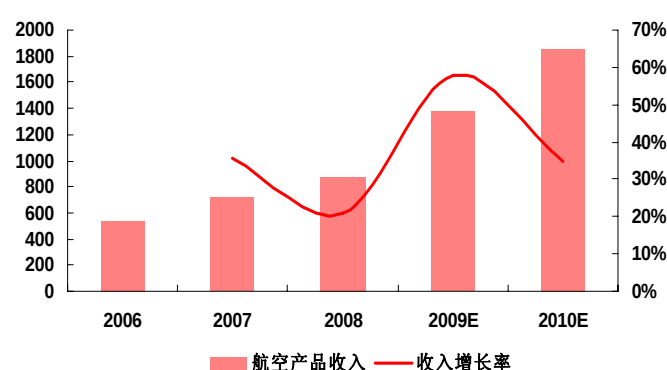


图 23：洪都航空军品收入及其增长率

单位：亿元、%



资料来源：中信建投研究发展部



军品升级换代将大规模启动，10 年内实现以第三代装备为主体

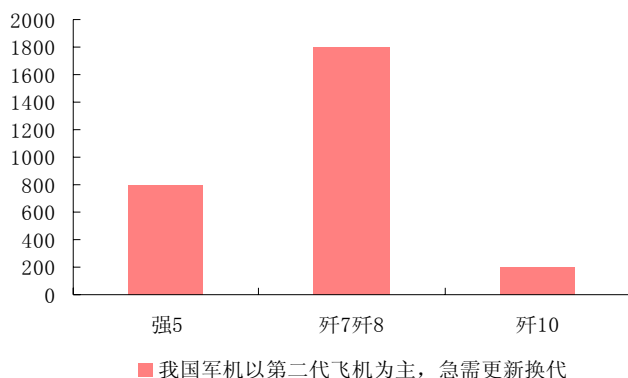
当前世界上许多国家都注重给军队装备现代化的武器。俄罗斯明确 2016 年前将现代化装备的比重提升至 30%，2020 年前达到 70%。

而我国军队尚没有完全完成机械化，信息化建设更是处于初期阶段。不过我国国防现代化建设也有明确的时间表，这在国防白皮书中有明确披露：即国防现代化将分三步走，在 2010 年前打下坚实基础；2020 年前有一个较大的发展，基本实现机械化，信息化要有重大的发展；到 21 世纪中叶基本实现建设信息化军队、打赢信息化战争的战略目标。各兵种的具体目标是：陆军要从区域防卫型向全域机动型转变，海军要具备较强近海防御能力以及一定的远海作战手段，空军要由国土防空型向攻防兼备型转变，第二炮兵要真正成为一支精干有效、核常兼备的战略力量。

按照以上战略目标，在 2010~2020 年间，必定要实现大规模的机械化、信息化武器升级换代，实现以机械化为基础，以信息化为主导，信息化机械化复合发展。从可装备的先进武器装备种类来说，我们已经具备了良好的基础。虽然当前我国的武器装备仍以二代装备为主体，但近年来国产研制的歼 10 战机、预警机、巡航导弹、99 式坦克和新款隐形导弹护卫舰、晋级核潜艇和新型战略核导弹等具有第三代性能的高新技术武器装备都已批量生产，开始陆续武装部队。与此同时，武器装备的研制建设还向信息化方向倾斜，北斗卫星导航系统已在军训演中运用，一批新型信息化作战平台，精确制导弹药，电子对抗装置陆续装备部队。我国对第四代战机、陆基反导系统、大型运输机、嫦娥三号、长征五号等高精尖装备的研制也都做了主动披露。所以我们预计未来 10 年我国的武器装备必定要实现大规模升级换代，实现有当前的第二代装备为主体到 10 年后以第三代装备为主体的转变。

仅就空军而言就有相当大的升级换代需求。从每年公开的空军飞行员招生数量来看，自 08 年至今，我国每年从大中学生招收的空军飞行员数量稳定在 1000 名左右，其中 2009 年共 1166 名，2010 年仅从高中生中就招收 836 名，2011 年计划招收共 1000 余名。空军招飞数量的稳定说明在军机升级换代过程中，军机的数量还要保持一定的规模。预计我国有强 5 飞机 800 架，歼 7、歼 8 飞机共有约 1800 架需要逐步更新为第三代战机。我们预计未来 10 年，上述旧型飞机中至少有 1800 架飞机需要升级换代成三代机。

图 24：我国军机以第二代飞机为主，急需更新换代



资料来源：中信建投研究发展部

军队升级换代主要受益的是空军、海军装备制造企业。受益的主要公司涉及军机整机和零部件、船舶、信息设备的公司。



2011 年优质资产注入到上市公司的进程仍将继续

政府部门对军品资产上市的限制有所放松，允许非核心的军品资产注入到上市公司。我国把军品资产划分为四大类：国有独资、国有绝对控股、国有相对控股、国有参股类。除了少量必须国有独资的军品资产外，其余均可上市。

正如前面曾经提到的一样，目前主要的军工集团资产证券化率低于 20%。军工集团急需融资，2011 年优质资产注入到上市公司的进程仍将继续。

平均的上市总资产比率低于 20%

当前我国军工资产证券化率较低，按照我们得到的最新数据计算，各大军工集团旗下上市公司的总资产占集团总资产的比例均小于 20%，兵器集团、兵器装备、航空工业、航天科工、航天科技等军工集团上市资产占总资产的比例分别为 19.21%、34.05%、18.62%、12.84%、8.30%，各大集团仍有大量的资产没有上市。

表 6：军工行业资产证券化率较低

	总资产(亿)	所有者权益	上市总资产	主要军工集团的资产证券化率
兵器工业	2058.77	723.04	395.5338	19.21%
兵器装备	1862	580 (E)	633.9587	34.05%
航空工业	3931.8	1305.3	732.2602	18.62%
航天科工	1117.81	422.66	143.5344	12.84%
航天科技	1572.98	610.7	130.5611	8.30%
核工业	1864.26	482.51	9.82	0.53%
核工建	186.59	26.49	0	0.00%
平均				13.36%

资料来源：中信建投研究发展部 以上数据不包括各集团在香港的上市公司数据

但自从 07 年国防科工委积极推进军工股份制改造后，军工资产上市速度明显加快，先后推出了《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》、《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》、《武器装备科研生产许可实施办法》等文件，根本目的是为了推动军工企业产权制度改革，实现投资主体多元化，要将军工企业推向市场支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市，鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司；鼓励、支持不具备整体上市条件的中央企业，把优良主营业务资产逐步注入上市公司，做优做强其上市公司。

这一点在上市公司的融资额度上有明显反应。2005 年和 2006 年军工业没有上市公司从资本市场融资，但 07 年 5 家公司融资 27.8 亿；08 年 6 家公司融资了 102 亿；09 年融资了 231 亿。预计 2011 年军工业利用各种方式从股票市场融资将超过 300 亿元



表 7：军工行业资产重组自 2007 年后明显加快

证券简称	2004 年	2007 年	2008 年	2009 年		2010 年		总股本 百万股	总市值 百万元
	增发募集 百万元	增发募集 百万元	增发募集 百万元	增发进度	增发募集 百万元	增发进度	增发募集 百万元		
ST 轻骑						资产置换	600	971.8174	6093.295
中航动控								397.8	4415.58
北方创业			312.9852					173.23	2149.784
北方股份								170	2017.9
北方国际								162.4371	4298.086
北化股份								197.891	3154.383
长安汽车	1100.002					公开增发	4000	2334.023	27821.55
长春一东								141.5164	1354.312
成发科技						定向增发	1050	131.296	3298.156
成飞集成						定向增发	1028	128.892	2165.386
东安动力						股权划转		462.08	7125.274
飞亚达 A						定向增发	620	249.318	3156.366
贵航股份			330.3					288.7938	6861.741
哈飞股份								337.35	8406.762
航空动力			1294.337			实施	2049	544.7866	14834.54
航天长峰	311.35					收购长峰科技	350	292.604	2964.079
航天晨光		456.703						324.403	3636.558
航天电器		432.6						330	4273.5
航天电子		1084.82						811.0408	9967.691
航天动力						配股	571	185	2486.4
航天机电								748.544	8016.906
航天科技				实施	318			221.76	3033.677
航天通信								326.1724	3310.649
航天信息								923.4	20240.93
洪都航空				股东会通过		实施	2504	352.8	11487.17
晋西车轴				实施	845			167.91	3317.902
辽通化工			3760.968					1200.506	14081.94
凌云股份						非公开发行	1120	312	3641.04
天兴仪表				董事会预案		中止		151.2	2086.56
西飞国际			3260.81			股东会通过	2310	2477.618	33348.74
西仪股份								291.026	2817.132
新华光						收购资产	656	105	2295.3
江南红箭				董事会预案		实施		191.1536	3335.63
中兵光电			1235.078	实施	828.8307			496.44	11572.02
中国嘉陵								687.282	6426.087
中国卫星								352.538	10925.15
中航精机		171				收购资产	3632	128.52	2114.154



中航重机	637.1226	实施	1680	收购资产	17.96	518.6688	11213.62
轴研科技		实施	123.1617			108.09	1678.638
*ST 昌河	1411.352	实施	386.5584	收购资产	2552	484.6252	3419.4
合计	1411.35		3863.55		230.60	22434.69	295855.5

数据来源: Wind 资讯

航空工业集团: 2011~2012 年是子公司整体上市的最后两年

今年军工行业利用资本市场融资和重组将空前加快, 几个主要的军工集团均提出了自己的整合思路。

航空工业集团未来的整合方案是按业务组建相关子公司进行战略性和专业化重组。并明确力争在 3 年内实现子公司的整体上市, 5 年内实现集团的整体上市。2011 年已经是承诺后的第三年, 直升机、通用飞机、发动机等子公司的整体上市值得关注。

表 8: 航空工业集团各子公司重要数据 (截止到 08 年)

单位: 亿元

公司名称	主业	资产总额	所有者权益	收入	净利润
沈飞集团	飞机设计和制造	150.77	42.54	87.69	2.33
西飞集团	大型飞机研制、生产	217.14	93.32	106.75	4.14
成飞集团	歼击机	146.56	29.26	101.61	3.21
洪都集团	教练飞机、强击机、农林飞机	63.81	6.55	29.11	0.41
哈飞集团	中小型直升机、轻型运输机	45.35	4.98	26.37	-0.27
金城集团	机电液压和航空轻型动力	39.30	18.60	42.36	0.19
中航国际	航空产品进出口	519.71	106.65	273.35	6.81
沈阳黎明	航空发动机	96.43	27.83	51.34	0.88
西航集团	大型航空发动机	93.55	25.07	50.17	1.13
东安集团	航发、直升机减速传动	62.42	17.38	15.07	0.45
南航工业集团	直升机、教练机等中小型飞机发动机	46.40	14.25	16.82	0.021
中航科工	直升机制造商、飞机制造商和小型汽车制造商	224.45	23.3	163.85	-7.22
系统公司	航电系统、机载电源、航空救生、液压燃油	420		270	27

数据来源: 中信建投研究发展部

直升机公司主要资产集中在昌河集团和哈飞集团, 整合平台可能是注入到哈飞股份, 未来整合方向是发展中型直升机、预研重型直升机, 到 2010 年和 2020 年我国直升机将分别达到年产销 100 架和 200 架的能力。

通用飞机公司包括贵航集团、汉中飞机工业集团、特种飞机研究所、西安红原锻造厂、石家庄飞机工业公司等企业, 未来将发展珠海、贵州、石家庄三大基地。整合方向是形成高、中、初级教练机及其它通用航空机种的系列化, 整合平台不明确, 但我们预计贵航股份作为通飞平台的可能性很大。

发动机公司当前主要资产集中在沈阳黎明、西航集团、成发集团, 整合平台为航空动力, 目前已经进行了二次资产注入, 整合方向是集中我国发动机产业, 集中优势资源, 研制新型军民两用发动机——大涵道比涡扇发动机。

防务公司主要资产集中在西飞、洪都、沈飞和成飞。我们预计, 2011 年集团可能会先将外贸型枭龙资产注入洪都航空。



兵器工业集团：2011 年完成子集团挂牌，资产注入大幕即将开启

2012 年前，兵器集团将以子集团重组为主，上市公司重组为辅。对于兵器集团来说，当前重组所涉及的层面主要集中在子集团，并未像航空工业集团那样主要集中在上市公司层面。

2009 年兵器集团提出了整合大方向，即用 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，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，最终把兵器集团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。集团同时表示，将按照专业化整合的思路对旗下资产进行整合，逐渐把优质资产注入上市公司。中兵光电以及新华光的业务重组正是资产整合进入新阶段的标志。

兵器集团自 2009 年以来，已完成三批子集团的设立。分别是：

第一批：2009 年，中国兵器工业集团完成了豫西弹药集团、山东机器集团、晋西工业集团、沈阳东基集团的重组工作，启动了特种化工集团、石油化工集团、夜视集团、导航与控制集团的重组工作，确定了光电信息产业产研融合重组方案。

第二批：主要集中在光电资产方面，完成了 4 个光电子集团的重组。即以西安北方光电有限公司、河南平原光电有限公司和西安应用光学研究所为主体重组的北方光电科技集团有限公司；以南京北方信息产业集团有限公司、北方自动控制技术研究所和中国兵器工业计算机应用技术研究所以为主体重组的北方电子信息技术集团有限公司；以江苏北方湖光光电有限公司、西安电子工程研究所为主体重组的北方雷达技术集团有限公司；以江苏曙光光电有限责任公司和西南技术物理研究所为主体重组的北方激光技术集团有限公司。

第三批：成立五个子集团，组建西北弹药集团有限公司、北方火工与民爆集团有限公司、兵器材料工程研究院集团有限公司、五洲工程设计研究院有限公司、北方工程设计研究院有限公司。

此外，在今年 3 月，集团还宣布组件北方夜视集团。该集团由在国内外专业领域处于领先地位的昆明物理研究所、云南北方光电仪器有限公司、北方夜视技术股份有限公司等单位重组而成。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位居世界先进行列。成立后的夜视集团总部设在昆明。在昆明经开区、昆明海口、南京、西安设有科研、生产基地，北京设有分部。主要业务涵盖红外探测器、微光像增强器、OLED 显示器、红外热像仪整机、微光整机的研发生产及精密机械加工和光学加工等领域。

表 9：2009 年兵器集团各上市公司对应大股东数据对比 单位：亿元

	总资产	所有者权益	收入
内蒙古一机	162.68	48.04	144.16
内蒙古北方重工	97.93	16.87	68.09
辽宁华锦化工	255.13	64.01	71.49
晋西机器工业	53.99	26.75	42.12
北方惠安化学	33.46	15.05	26.77
华北光学仪器	33.01	22.70	17.41
西安北方光电	34.91	14.64	19.42

资料来源：中信建投研究发展部



我们预计兵器集团所有子集团的重组工作将在 2011 年底之前全部完成，之后的工作重点将转化为“子集团优质资产注入到相关上市公司”。

集团控股及管理的子公司很多，这些子公司所从事的行业类型较多。近年来集团初步形成了高科技军品、高科技民品和战略资源三大核心业务协同发展的产业发展框架，构建了以重型车辆与装备、汽车零部件、光电材料与器件、石油化工为核心的上市公司产业专业化发展格局。

2012 年后，预计兵器集团将以上市公司重组为主，子集团重组为辅。目前兵器集团拥有上市公司和拟上市公司共 15 家，其中 A 股上市公司已有 11 家（暂没计入徐工机械）。2012 年及其之后的几年时间里，预计集团公司将充分发挥上市公司产业整合和融资发展平台作用。届时上市公司的重组将成为资本运作的主要方面，而子集团的调整将成为次要方面。所以我们的建议是在 2011 年布局兵器集团的若干小市值公司，静待其子集团优质资产的注入。

我们认为在未来一年内，存在资产注入可能的是新华光、北方股份和徐工机械三个公司。其中新华光有可能成为优质导弹控制类资产的上市平台；北方股份的大股东北方重工有可能借其实现整体上市；徐工机械和兵器集团合作后，未来有望承接兵器集团北奔重汽等优质资产。但是如果放眼 2012 年后，兵器集团旗下多家上市公司均有望实现子集团资产的注入，我们认为主要包括晋西车轴、北方创业、长春一东。在 2011 年可以布局这些小市值的公司。

除了利用已有的平台进行资产注入外，兵器集团也在和体系外的一些上市公司接触和谈判，谋求战略合作和资产注入。重点涉及集团旗下的北奔重汽、红外探测器、新能源等方面的业务。对于北奔重汽资产来说，我们认为极有可能注入徐工机械。对于红外探测器资产来说，兵器集团给高德红外供应产品，如果集团的红外资产和高德红外联手合作，则可以实现优势互补。

表 10：上市公司大多是细分行业龙头

业务	上市公司	上市公司资产规模（亿）	可能注入资产	可能注入资产大致规模（亿）	可能注入资产与上市公司资产之比（倍）	可能注入资产盈利能力
防务	新华光	12.13	光电类资产	12.5	1.03	好
汽车零部件	凌云股份	20.53	德尔福等汽车零部件股权资产	约 1.5 亿股资产	0.19	较好
铁路货车、车轴	晋西车轴	11.16	可能吸收合并北方创业的货车类资产	北方创业货车类资产		一般
化工	辽通化工	174.23	虽然短期无资产注入，但公司石化项目进入业绩贡献期	-	-	-
汽车零部件	长春一东	6.37	整合思路不明确			
矿用汽车	北方股份	30.16	北方重工的资产	67	2.22	较好
导弹控制	江南红箭	5.01	江南重工剩余的股权			一般
重型机械	徐工机械	241	北方奔驰等资产	年产 4 万辆		较好

资料来源：中信建投研究发展部



航天类：利用上市公司平台进行新一轮产业整合，正在成为军工热点

航天科技集团为适应国家军转民的产业潮，航天科技集团正以“五大民用产业”（即卫星应用、信息技术、新材料与新能源、航天特种技术应用、汽车零部件和特种车辆等领域）为新一轮整合的核心。一院、四院、五院、六院、八院以及航天时代公司开展了资产重组工作。以前各分院虽然以研究院的形式组建，但是都有相应的生产企业，军品跟民品并没有单独分开，现在各院正进行民品分离重组。

表 11：航天科技集团上市公司重组预期

上市公司	控股股东	上市公司 当前主业	大股东 持股	重组进程	重组目标
中国卫星	时代电子公司	卫星制造及应 用	20.33%		一是大卫星研制，即五院的最核心保军资产，当前注入难度较大二是上游器件配套制造业务。
航天机电	上海航天工业	汽车零部件、太 阳能电池	50.42%	增资配股投向多晶硅和太 阳能电池片项目	
航天动力	西安航天科技工业	泵、电机	25.02%	配股：生物装备、工业泵	

资料来源：中信建投研究发展部

航天科工集团推进重组和子公司清理工作，长期经营不善的企业将在重组中被清理整顿。大力推进兼并重组，探索通过现有上市公司平台进行新一轮产业整合。在酝酿重组上市公司的同时，航天科工集团也制定了新的战略目标，即 2010 年达到 1000 亿年收入。航天科工集团计划在地面装备和信息技术两大业务板块中各打造一家旗舰性上市公司，并将相关资产注入其中。我们认为装备类平台为航天晨光。

表 12：航天科工集团上市公司重组进程

上市公 司	控股股东	上市公司 当前主业	大股东 持股	大股东主营	重组进程	重组目标
航天晨 光	运载技术 研究院 (四院)	改装车、 管类和容 器	23.98%	从事地地导弹武器系统、固体运载火箭等的 研制生产；以特种改装车等为代表的民用产 业发展迅速；全院收入 20% 以上的速度增长	没有提出方案	可能成为航天科 工装备制造、特 种车辆的平台
航天长 峰	防御技术 研究院 (二院)	电子信 息、医疗 器械	19.62%	火箭固体发动机；军品有中低空，中空空地 空/舰空导弹，中近程地地导弹，民品主要有 航天数控，医疗器械，电视接收等	二院安防类优质 资产注入	二院民品上市的 平台
航天科 技	飞航技术 研究院 (三院)	拥有固体 火箭核心 技术	22.65%	飞航式导弹（海防导弹：鹰击、长剑导弹系 列），如舰舰导弹，岸舰导弹，并开发出并雷 达液位仪、特种改装车等 10 多种民品	注入大股东旗下 三家子公司股权 已完成	

资料来源：中信建投研究发展部

航天类上市公司受益于战略新兴产业政策最明显，北斗产业也将对相关公司起到带动作用。虽然当前在重组方面，航天两大集团较其它军工集团的动作相对滞后，但未来将逐渐成为军工的热点。

总体来看，2011 年军工行业资产重组进程会加速，借助资本市场实现“军民融合、寓军于民”，正成为中国军工企业的自觉行动。



投资主线及估值水平

四条投资主线

综上所述，我们认为 2011 年军工行业具有较大的投资价值，投资主线如下：

第一，战略新兴产业和和有良好发展势头的军民融合公司。这类公司将会受益于宏观经济的增长和军工集团的庞大资源整合能力。我们重点推荐的公司主要包括生产汽车零部件的**凌云股份**、生产锻件、液压和新能源的**中航重机**。凌云股份受益于汽车行业的增长及日韩系汽车领域的开拓，业绩迅猛增长，增发完成后，将能解决当前的产能不足局面。中航重机本次注入资产虽然低于预期，但公司锻造业务发展可期，液压、新能源业务尚处于发展初期，仍有望进行下一步的整合。

第二，军品换代及其信息化。从事信息化军品和第三代军品研制的公司将获得稳定增长。该类型公司主要是**新华光**、中航精机、ST 昌河。其中新华光以总装总成武器系统和精确制导装置系列产品为主导，为航空、地面火控武器装备提供信息化产品；公司在航空显控信息装备、视频摄录及综合数据记录系统、地面显控信息装备、激光末制导领域都拥有完全自主知识产权，核心技术在国内防务产品领域处于领先地位。

第三，军工集团可能进行资产注入的公司，推荐**贵航股份**和**航天晨光**，其中贵航股份可能成为中航工业集团通飞公司的资产上市平台，航天晨光有望成为航天科工集团地面装备类资产的上市平台。

第四，从事军品研制的民营企业，新增业绩增长点。推荐**威海广泰**和**高德红外**。

估值高的原因：业绩增长稳定，重组预期强烈

国外军工股估值较低。从表 13 可以看出，国外军工股 2011 年和 2012 年的平均 PE 分别为 12.94 和 11.26 倍，P/B 为 2.13 倍。

表 13：国外军工股估值水平较低

代码	简称	EPS		PE		P/B
		2011E	2012E	2011	2012	
BA US Equity	BOEING CO/THE	4.6704	5.58	13.615536	11.396057	7.452367
UTX US Equity	UNITED TECH CORP	5.29947	6.01833	14.210855	12.513437	2.912591
LMT US Equity	LOCKHEED MARTIN	6.65913	8.32933	10.426287	8.335604	5.28789
GD US Equity	GENERAL DYNAMICS	7.10136	7.62571	9.378486	8.733613	1.642417
RTN US Equity	RAYTHEON CO	4.872	5.51417	9.649014	8.525308	1.659079
LLL US Equity	L-3 COMM HLDGS	8.33077	8.985	8.558634	7.935449	1.048684
GR US Equity	GOODRICH CORP	5.24083	5.98062	16.24361	14.23431	2.838452
PCP US Equity	PRECISION CASTPT	7.08867	8.54133	19.058584	15.817209	2.73648
ATK US Equity	ALLIANT TECHSYS	9.1975	8.58364	7.943462	8.51154	2.155372
SPR US Equity	SPIRIT AEROSYS-A	1.93867	2.37545	9.702528	7.9185	1.276986
BEAV US Equity	BE AEROSPACE	1.95333	2.502	18.266243	14.260592	2.126594
TDY US Equity	TELEDYNE TECH	3.178	3.52	12.743864	11.505682	1.681894



MOG/A US Equity	MOOG INC-CLASS A	2.70286	3.09429	13.437617	11.737749	1.477925
CW US Equity	CURTISS-WRIGHT	2.48222	2.8375	12.005383	10.502202	1.121355
ESL US Equity	ESTERLINE TECH	4.25	4.66667	13.809411	12.57642	1.239101
TGI US Equity	TRIUMPH GROUP	6.32727	7.57	13.209489	11.040951	1.238222
HXL US Equity	HEXCEL CORP	0.9775	1.15667	17.299232	14.619555	2.264731
TDG US Equity	TRANSDIGM GROUP	3.75692	4.22091	18.171799	16.174236	4.773024
HEI US Equity	HEICO CORP	1.769	1.89	27.976257	26.185186	3.023213
CRDN US Equity	CERADYNE INC	1.40143	1.655	18.245649	15.450151	0.925109
LMIA US Equity	LMI AEROSPACE	1.47833	1.82	10.498333	8.527472	1.062286
MTX GR Equity	MTU AERO ENGINES	3.79818	4.29684	11.305414	9.99339	2.343145
BBD/B CN Equity	BOMBARDIER INC-B	0.357895	0.435263	13.529692	11.124788	2.078201
AM FP Equity	DASSAULT AVIATIO	29.870001	36.599998	20.153999	16.448088	1.224224
SAAB SS Equity	SAAB AB-B	11.2987	12.58	9.434713	8.473768	0.987211
CAE CN Equity	CAE INC	0.646154	0.750769	17.33333	14.918036	2.216067
HAMP LN Equity	HAMPSON INDS	0.03404	0.05266	8.960047	5.791873	0.286398
NAS CN Equity	NORTHSTAR AEROSP	0.263333	0.36	7.677337	5.615822	1.567206
CHRT LN Equity	COHORT PLC	0.11225	0.1215	7.483296	6.91358	0.688299
BA/ LN Equity	BAE SYSTEMS PLC	0.43149	0.444205	8.104475	7.872491	2.056659
FNC IM Equity	FINMECCANICA SPA	1.23478	1.32211	7.410227	6.920755	0.740891
RR/ LN Equity	ROLLS-ROYCE GROU	0.436619	0.4903	13.558732	12.074241	2.276949
ZC FP Equity	ZODIAC AEROSPACE	3.50833	4.095	13.889799	11.899879	1.740357
COB LN Equity	COBHAM PLC	0.204342	0.21755	10.032201	9.423121	2.161439
MGGT LN Equity	MEGGITT PLC	0.288031	0.319382	11.689713	10.542234	1.644983
CHG LN Equity	CHEMRING GROUP	2.97929	3.13542	9.619741	9.140721	2.833024
COMROD NO Equity	COMROD COMMUNICA	1.53	1.68	8.398693	7.64881	1.299949
STE SP Equity	SINGAP TECH ENG	0.174118	0.187692	19.35469	17.95495	5.698063
ESLT IT Equity	ELBIT SYSTEMS	4.68286	5.0775	10.75295	9.917197	2.022272
BHE IN Equity	BHARAT ELECTRON	105.965	124.95	15.90053	13.48459	2.675009
HRX CN Equity	HEROUX-DEVTEK IN	0.512	0.654	11.42578	8.944954	0.817039
平均				12.94	11.26	2.13

资料来源: Bloomberg 中信建投研究发展部

与国外相比,我国军工股估值偏高。如下表所示,我国军工行业上市公司 2010 年和 2011 年平均估值分别为 63 倍和 48 倍。

我们认为市场之所以给予高估值,主要原因有两个方面:第一,这些上市公司大多有军品业务,有些公司的军品收入占比达到 80%以上。而军品的销售和国家军费及军品采购政策挂钩,在国家军费不断增加的背景下,军品换代需求旺盛,军品收入稳定,且每年都有所增长。而民品公司背靠军工集团背景,技术实力强,开拓市场后劲充足。第二,资产注入大潮尚未退去,重组预期强烈,估值中大多已经包含了对未来注入资产盈利能力的预测。所以理应获得更高估值水平。从该板块历史估值水平来看,即使是 08 年 10 月份,板块估值仍有 35 倍,09 年为 71 倍,当前仅处在历史平均水平。我们看好明年军工行业的发展前景和资产注入进程,维持对行业的增持评级。



表 14：军工行业重点上市公司概况及评级一览表

公司名称	主营业务	price	每股净	EPS				PE		P/B	评级
		11 月 26	资产	2009A	2010E	2011E	2012E	2010	2011		
凌云股份	汽车零部件、PE 管道	18.38	3.34	0.61	0.93	1.18	1.50	19.76	15.58	5.50	买入
新华光	精确制导、太阳能、材料	41.38	4.23	0.09	0.43	0.65	0.81	96.23	63.66	9.78	买入
中航重机	锻造、液压、新能源	20.89	3.38	0.53	0.47	0.75	0.97	44.45	27.85	6.18	买入
中航精机	航空机电系统	36.75	6.98	0.07	0.90	1.01	1.16	40.83	36.39	5.27	增持
ST 昌河	机载电子设备	32.29	4.07	0.34	0.43	0.57	0.76	75.09	56.65	7.93	增持
贵航股份	汽车零部件、航空产品	25.95	5.10	0.36	0.4	0.49	0.58	64.88	52.96	5.09	增持
航天晨光	改装车、管类	16.80	3.20	0.15	0.18	0.23	0.28	93.33	73.04	5.25	增持
威海广泰	空港设备、军用车辆	23.15	3.52	0.35	0.49	0.7	0.91	47.24	33.07	6.58	增持
高德红外	红外热成像仪	37.89	7.93	0.61	0.69	0.83	0.95	54.91	45.65	4.78	增持
中兵光电	军民两用产品及能源	16.08	2.77	0.38	0.39	0.45	0.53	41.23	35.73	5.81	中性
航空动力	发动机及转包	34.69	6.84	0.35	0.51	0.77	1.02	68.02	45.05	5.07	增持
哈飞股份	直升机	32.01	4.02	0.24	0.27	0.32	0.38	118.56	100.03	7.96	增持
航天长峰	安防	15.38	1.95	0.01	0.17	0.22	0.28	90.47	69.91	7.89	增持
成发科技	发动机零部件	26.22	4.56	0.37	0.40	0.56	0.77	65.55	46.82	5.75	中性
西飞国际	轰炸机、运输机及转包	13.25	3.68	0.13	0.14	0.17	0.21	94.64	77.94	3.60	中性
洪都航空	教练机、农用飞机等	33.56	6.46	0.56	0.35	0.66	0.87	95.89	50.85	5.20	增持
北方创业	货车、锻造件、结构件	15.49	5.37	0.26	0.33	0.37	0.47	46.94	41.86	2.88	增持
北方股份	矿用车	18.23	4.40	0.29	0.43	0.54	0.66	42.40	33.76	4.14	增持
平均								63.18	47.73	5.51	

资料来源：中信建投研究发展部，最新价格为 2010 年 11 月 26 日收盘价



重点上市公司分析

中航重机：平台搭建迅速，未来成长可期

航空锻件军民齐增长

航空锻件占收入的 72%，毛利的 64%。军品航空锻件主要用于军用飞机的发动机配套，公司的环形锻件技术领先，国内市场占有率第一，毛利率一直在 35% 以上。受益于军品换代和大飞机的量产，未来军品锻件收入将有较大的增长，年复合增长率预计为 30% 左右。而民用航空锻件市场空间更大。每年国际上就有 150 亿美元的市场，随着中航重机旗下陕西宏远、贵州安大、景航炙诚、无锡卓越的建设完成，可以做各类规格的航空锻件，目前也与 Rolls-Royce、GE、P&W、GOODRICH 签订了长期协议，成为其长期供应商，未来的国际化前景也是非常良好的。将来西安三角航空（宏远相对控股 39%）建成投产后，将拥有一台四万吨级的大型模锻机，产值有望达到 5 亿元。拥有该设备后，不但可以利用体系内的配套优势夺回德阳二重和上钢五厂的航空锻件份额，还可用于生产航空发动机用高温合金、钛合金、超高强度钢涡轮盘、压气机盘、燃气发电机盘和烟气发电机盘等盘类件以及其它航空、航天、电力、船舶等大型结构件。

液压业务有可能进行外延式扩张

液压业务军民两用。液压业务包括原力源液压民品、金江公司军品和金河铸造。原力源液压主要为起重机配套 50%，收入占液压业务的 55% 左右；金江公司主要为航空航天器材配套，市场份额 90%，收入占比 35%，不受宏观经济的影响；江苏金河铸造的规模小，主要为上述两公司提供铸件毛坯和精密铸件。总体来说，军品、农机、小挖、外贸今年均获得较大幅度增长。公司有意愿在液压方面做大做强，不排除进行下一步的资产收购。

中航惠腾负面影响见底

目前公司下新能源业务主要分三块，做燃机成套的中航世新、做新能源换热装置的贵州永红以及投资垃圾发电、风力发电的中航新能源投资公司。目前中航新能源投资参股 20% 的中航惠腾，并收购剩余 80% 的股权。虽然今年惠腾前三季度亏损严重，但中航惠腾拥有国内风叶 35% 的市场，过去四年里净利润增长了 29 倍，其高速增长的特性曾给公司带来巨额投资收益，我们认为明年将会恢复正常盈利水平。此外公司还拥有金州可再生能源公司 100% 股权和 9 平方公里的百灵庙风场，该处 70 米高空风速为 8.3m/s。拟安装 64 台风电机组，按 0.52 元的电价（含增值税电价）计算，可实现年收入 6400 万元。

散热器、液压、燃气轮机和锻件四大业务均与新能源有关，符合国家环保节能政策，发展潜力巨大。如燃气轮机开发制造、汽车、轿车用混合动力节能装置的开发生产、新能源基础配套件的研制以及燃机发电投资、垃圾焚烧发电、风力发电、风力发电设备的投资等均属于新能源投资方向，市场前景广阔。

航空特种废旧金属回收独家运作

我国每年都要报废不少飞机，飞机废件中除了钢、铝以外，有相当一部分高温合金、耐蚀合金和钛合金，贵重元素有镍、钴、钛，这些废旧金属在国外的做法是回炉提炼，然后再与新冶炼的金属共同冶炼，供民品使用，但是国内还没有形成规模。我国目前民品的高温合金和耐蚀合金（主要应用于石油输送管道、核电管道）主要还是进口，而抚钢、宝钢的特种合金主要还是供给军方的，发展空间很大，另外，锻件的材料利用率很低，大约只有 10%，废弃的材料也较多，这样的话算下来，一年有有几万吨的特种合金废料空间。



目前中航重机下每年能控制的特种合金废料在 3000 吨以上（还不考虑军方的武器、装备报废回收，成本极低），按每吨 5 万净利来算，就是 1.5 亿净利润的级别。未来通过未来 2~4 年的培育，公司将进一步上市融资，大量买入设备，扩大产能，以期成为国内废旧金属（镍、钴、钛，并向铜、钨等其他含量合金发展）处理的龙头企业，按 30 万吨的年处理量，每公斤 5 元以上的净利（A4 级别），公司的远期净利润水平在 15 亿以上。

盈利预测和评级

公司具有新能源、军工（收入稳定）、资产注入、废旧金属回收、激光制造等概念。预计 2010、11EPS 分别为 0.47、0.75 元。按 2011 年 40 倍市盈率估值，目标价 30 元，提高评级至买入。

凌云股份：业绩高增长，冲刺百亿凌云

汽车消费普及将推动公司金属、塑料零部件业务持续成长

公司是国内最早将辊压技术应用于汽车零部件生产中的厂商之一，也是最早开发生产 PA-11 汽车压力管路总成的企业，目前是国内最大的汽车辊压件、冲压件、汽车压力管路系统总成生产基地。国内汽车消费市场整体处于很低的普及水平，长期趋势将是快速成长的。09 年上半年得益于宏观经济和消费信心企稳及政策刺激措施，汽车销量保持了连续的旺销局面，我们预计这一趋势将在 2011 年得到持续。

凌云股份作为国内汽车辊压件、冲压件及压力管路系统领域的领先厂商，将确定性受益于国内汽车消费普及的趋势。我们预计公司未来三年汽车零部件业务的复合增长率在 20% 左右，毛利率处于 24%-24.5% 区间。短期看，公司主要受限于产能的不足，但随着产能扩张的逐步完成，这一瓶颈有望得到解决。从公司新设立的子公司来看，其产品线也在做延伸的尝试。

较为典型的集中金属零部件的情况分析如下：

①冲压焊接件：主要给微型车配套，当前客户主要是哈飞和长安等企业，毛利率相对较低；

②安全零部件：公司未来要大力发展的一类产品，用于替代进口。预计今年产销超过 1000 万只。就这块业务来说，由于除了传统市场之外，今年有新的客户增量，所以增速会超过行业增速。

③车门框：技术含量较高。但是欧美车系用得较少，如帕萨特，主要原因是欧美车体为整体冲压，不需要单独的车门框。不过，日韩系普遍采用单独的车门框。使用车门框的优势在于用材较少，成本较低，而两种类型车体所对应的密封和强度性能相差无几，也不需要开很大的模具，所以追求控制成本的日韩系汽车普遍使用这个产品。

汽车零部件方面，公司主要客户对应 42 个整车厂家的 123 个车型，而且还在增加中。主要客户首先是微型车厂，比如长安、五菱、哈飞等；第二是合资轿车，比如通用、大众、福田、福特等；第三是国内品牌，比如奇瑞、长城、吉利、比亚迪等。

保险杠和防撞杆未来发展空间较大，过去很多车型都没有装，但现在行业安全标准出台后，强制要求安装。现在公司正给丰田、本田、尼桑等日系车型做方案，以替代他们当前所采用的高价格的进口产品。预计今年下半年，公司保险杠和防撞杆产品会在广州日系车配套上有所突破。



公司生产的尼龙管路，用于商用车部分占 70%以上，用于轿车占 25~30%。公司生产的尼龙管路主要是燃油管路、刹车管路和液压管路。因为环保压力，未来市场会产生新的尼龙管路的需求，比如尿素管。保守估计尿素管有 10 多亿的市场空间，公司可能会占其中一半的份额。

塑料管道受益近期扩大内需及长期城市化进程

PE 行业的竞争情况：低端产能过剩，竞争激烈。但公司定位高端，竞争对手也有几个，其中经济危机中倒闭了几个，沧州明珠、国通管业的主业和公司相关业务存在竞争。

公司的亚大商标是著名商标，公司生产的 PE 管道不仅用在西气东输工程上，还用于奥运会、世博会和中南海的给水项目上，体现出公司产品的高质量。

公司的 PE 管道直径规格为 20mm~1200mm，其中用于输送天然气的管道规格主要为 630、800mm。公司 PE 管道用于燃气和水管的比例：燃气管毛利率较高，相关产品占比 2/3；水管毛利率相对较低，占比约 1/3。

随近年城市、农村基础设施投入增加，及塑料管道相对于其他管道应用比例的上升，国内塑料管道产量保持了快速增长态势。公司是国内最早提供 PE 燃气管道产品开发、生产、施工、维护一体化全程服务的企业，公司负责和参与了 20 多项国家标准的制定，建立了 2 个国家级实验室，技术实力国内领先。公司的塑料管道业务主要是 PE 燃气管道，市场占有率约达 70%。

国家扩大内需十项政策措施出台，尤其是加快民生工程、基础设施、生态环境建设及灾后重建等措施，都将推动公司塑料管道业务重新步入快速增长轨道。长期看，国内城市化、生态环境改良的趋势将推动塑料管道业务需求持续增长。综合短、长期因素，我们预计公司 09-11 三年的塑料管道业务能保持 15%的复合增长率，毛利率将处于约 20.5%水平。

集团其它汽车零部件资产有望注入上市公司

在军工资产改组上市政策推动下，凌云集团 07 年计划定向增发注入德尔福沙基诺凌云驱动轴公司、沙基诺凌云驱动轴（芜湖）公司、阔丹—凌云汽车胶管公司股权和凌云箱体公司等资产，完成集团经营性资产的整体上市。后因证券市场大幅度下跌、计划增发价远远高于二级市场价格，公司于 08 年 7 月放弃增发计划。

我们判断在央企资产整体上市、军工资产证券化进程加快的大背景下，凌云集团的德尔福等汽车零部件股权资产在中、短期内仍很有可能注入上市公司，尤其是国内汽车消费市场步入新一轮快速增长期、证券市场逐渐企稳为集团提供较好操作时机。

简单按 07 年中期净利润的 2 倍估计 09 年净利润（08 年行业因素可能导致利润下滑、09 年将回升），仅计算德尔福及阔丹凌云公司股权注入，将新增约 31 万净利润，占 08 年归属母公司股东净利润的 32%；同时德尔福公司的利润率水平（约 20%）明显高于凌云股份。如实现相关资产注入，将拓宽上市公司汽配产品线宽度、打开新的盈利成长空间，同时短期内能有效提高上市公司的盈利水平。

盈利预测、估值及投资建议

凌云集团对未来做了百亿的规划。即到“十二五”末期，通过充分挖掘现有生产能力和优化市场布局，实现五年翻番，销售收入超过 80 亿元；通过科技创新，拓展市场区域化格局，不断扩大规模力争达到 90 亿元；通过凌云股份再融资，进一步提升核心能力，聚焦市场需求、整合社会资源，推进项目建设，实施低成本并购



扩张等综合手段，全力打造“百亿凌云”。

公司希望今年完成增发。虽然增发项目建设期都为 1~2 年，但是都已经提前在建了（比如防撞杆热处理生产线，因为等不及增发资金，就先用自有资金购买了），今年下半年开始将陆续产生效益。我们对公司的未来发展十分看好，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别 0.93、1.18、1.50 元。我们给予公司现有业务 30X 2010 年 PE，反映公司较强的细分市场成长前景及接近汽车业平均的目标 PE，对应股价 27.9 元，考虑大股东资产注入可能性及潜在 EPS 增厚效应，上浮目标价 10%，即对应目标价 30.70 元，给予“买入”评级。

风险分析

周期性带来的不确定性

虽然军工行业整体受经济周期影响相对较小，但在“军转民”等领域，经济周期的影响依然存在。如果出现经济增长放缓或衰退，军工行业也将会受到影响，公司盈利能力将下降。

周边环境对军费支出进而影响上市公司业绩

我们预计军费未来三年会保持 15% 的增长，但是如果周边环境缓和，军费支出的变数犹在。军费支出将直接影响到以军品为主营业务的公司的收入和业绩。

民品竞争加剧

由于军工上市公司有些从事民品研制，所涉领域较多，部分产品面临激烈的市场竞争。这些民品项目如在市场竞争中受到冲击，将会影响相关公司整体效益，给公司带来一定的经营风险。

汇率风险

有些公司对外贸易业务量较大，人民币汇率攀升可能对其出口业务构成一定压力。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

冯福章：北京科技大学机械工程博士，机械行业分析师，研究铁路设备、航空制造及机械基础件。具有较扎实的机械行业背景和较全面的工程科学知识，善于从公司所在细分行业的发展、公司产品属性和市场空间等多维度剖析公司前景，言他人所未言。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。