

火箭股份（600879）：防御型品种，前景还看募投项目

增持（维持）

机械/军工

当前股价：10.92 元

报告日期：2009 年 3 月 12 日

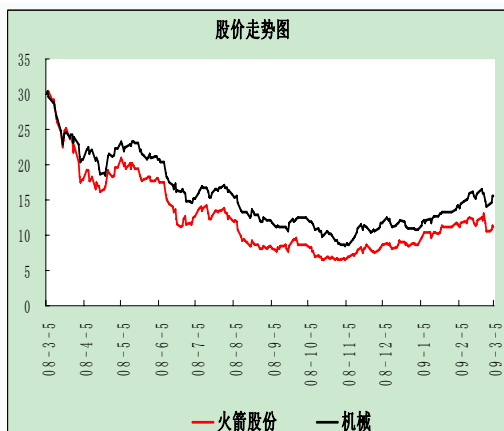
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1844	1937	2182	2465
(+/-)	34.60%	5.00%	12.70%	13.00%
营业利润	319	302	345	411
(+/-)	21.40%	-5.30%	14.31%	18.89%
归属母公司净利润	276	262	300	355
(+/-)	155.90%	-5.05%	14.28%	18.52%
每股收益（元）	0.51	0.48	0.55	0.66
市盈率（倍）	21.4	22.8	19.9	16.5

公司基本情况（2009 年 3 月 12 日止）

总股本/已流通 A 股(亿股)	5.41/4.04
流通市值（亿元）	43.81
每股净资产（元）	5.01
资产负债率（%）	48.21

股价表现（最近一年）



天相机械组

联系电话：010-66045433

邮箱：liuli002@txsec.com

- **我国航天产业已取得巨大成就，发展潜力巨大。**卫星发射成功率以及发射次数近年来已有大幅提升，目前我国商业卫星发射占全球市场份额的 7%-9%。随着海南文昌发射中心的建成，我国商业卫星发射服务规模将快速扩张，预计到 2015 年将占据全球市场份额的 20%。另外北斗二代的加速部署将带动卫星导航定位系统的发展。
- **军用机电组件订单回落，传统业务短期增速放慢。**公司是我国航天关键电子配套产品生产企业，在航天测控领域具有技术领先优势，处于行业垄断地位。由于军品订单的规模与国家航天电子领域发展规划相关性较大，业务占比 50%的综合电子业务近三年收入可保持年均 15%的增长率。业务占比 30%的机电组件业务其 08 年订单数将维持在 07 年的水平，但毛利率受产品结构调整及原材料涨价因素影响将略有下降。
- **募投项目进展顺利，看好公司长期发展前景。**募投项目中的通信对抗接收机及星载接收机生产线项目、空间动基座系统产业化项目、小型集成化飞行控制系统研制生产项目、航空航天军用特种导线项目已于 2008 年建设完毕，预计 2009 年将产生小规模收益，保守估计可增厚公司 2009 年净利润约 2000 万元。长期来看，待 8 年后募投项目全部达产则可增厚公司净利润达 4.5 亿元。
- **未来大股东优质资产注入可期。**大股东航天时代电子公司控股比例仅为 20.34%，且大股东尚有大量盈利能力较强的激光惯导资产尚未注入火箭股份。因此其将剩余的激光惯导资产注入火箭股份不仅可以扩大其持股比例，更可以提高火箭股份的盈利能力，但资产注入尚无明确时间表。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2008 年-2010 年每股收益分别为：0.48 元、0.55 元、0.66 元，按照 2009 年 3 月 12 日收盘价 10.92 元计算，对应动态市盈率水平分别为：22.8 倍、19.9 倍、16.5 倍。考虑到公司独特的行业背景、未来发展前景、以及大股东注资的预期，我们认为目前价值被严重低估，维持“增持”评级。
- **风险提示：**请投资者注意军品订单的波动风险与民用产品开拓的市场风险。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 股权结构	4
1.3 资本运作历程	5
1.4 未来大股东资产注入的推测	5
2. 全球航天产业蓬勃发展	6
2.1 卫星制造行业的发展推动发射服务业	6
2.2 全球卫星导航产业处于快速成长期	8
2.3 全球电连接器市场呈现周期性波动	9
3. 中国：航天产业已取得较大成就，且潜力无穷	10
3.1 长征系列火箭发射成功率 100%，未来将扩大对外发射规模	11
3.2 卫星导航系统将受益于政策扶持力度的加大而加快发展	11
3.3 我国电连接器行业成长速度居世界第一	12
3.4 我国航天产业未来发展计划	13
4. 公司专注航天电子领域，业务稳步扩张	13
4.1 整体经营情况良好	13
4.2 机电产品：订单短期回落，募投项目有望成为新利润增长点	14
4.3 综合电子产品：保持稳定增长局面	15
4.4 民品：行业竞争激烈，业务拓展受阻	15
4.5 募投项目进展顺利，提升公司发展潜力	16
5. 财务分析	17
5.1 偿债能力分析	17
6. 盈利预测	19
6.1 盈利预测假设	19
6.2 未来三年盈利预测	19
7. 相对估值和投资建议	20
8. 风险提示	22



图表目录

图表 1: 公司股权结构图	4
图表 2 火箭股份重大资本运作历程及股价历史走势	5
图表 3 航天时代电子公司资产分布	5
图表 4 全球航天产业收入结构	6
图表 5 各航天大国GDP增速和全球卫星产业产值增速对比	6
图表 6 全球卫星产业收入构成情况	7
图表 7: 卫星发射服务业业务收入增长情况	7
图表 8 卫星运营服务业收入构成	8
图表 9 全球卫星导航系统未来产值预测	9
图表 10 全球卫星导航系统产业链	9
图表 11 全球电连接器市场年均增长率分布	9
图表 12 全球电连接器市场 2006-2007 年下游行业需求分布	10
图表 13: 2003 年-2010 年中国卫星导航应用市场现状和预测	11
图表 14 全球电连接器市场按地区分类收入增长率	12
图表 15: 2007 年全球电连接器市场按地区分类市场份额	12
图表 16 2004 年-2008 年（预计）营业收入以及增长率	13
图表 17 募投资金项目进展情况（截止至 2009 年 3 月）	16
图表 18 偿债能力纵向以及横向分析	17
图表 19 盈利能力纵向以及横向分析	17
图表 20 成长性纵向以及横向分析	18
图表 21 变现能力纵向以及横向分析	18
图表 22 主要子公司未来三年净利润预测	19
图表 23 未来三年盈利预测表	20
图表 24 世界知名军工企业相对估值水平（截至 2009 年 3 月 9 日）	20
图表 25 国内军工行业上市公司相对估值水平（截至 2009 年 3 月 9 日）	21
图表 26 火箭股份历史市盈率走势图	21

1. 公司概况

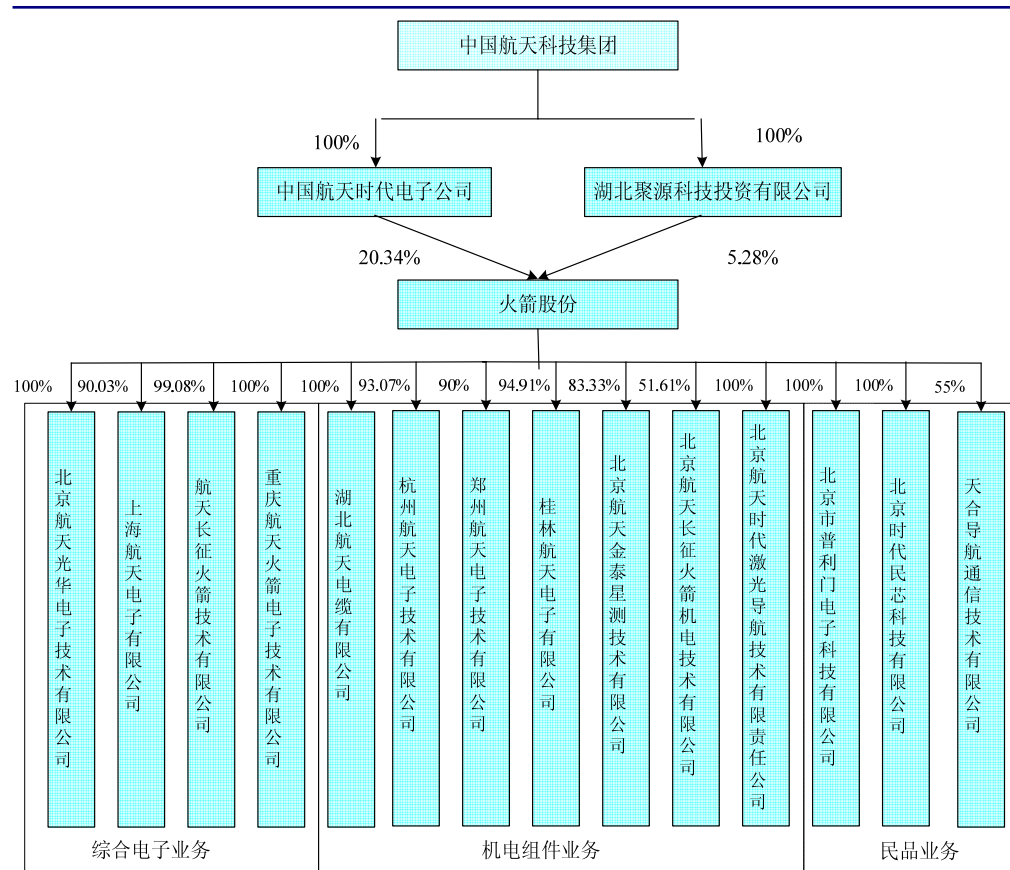
1.1 公司简介

公司前身为“武汉电缆”，经过一系列的资本运作，公司从生产电线电缆为主转变为从事航天电子测控、航天电子对抗、航天制导、航天电子元器件等产品生产和研制的高新技术企业。

目前其实际控制人为中国航天科技集团，控股股东为中国航天时代电子公司，持股比例为 20.34%。公司军品业务占比达到了 85%左右，业绩稳定，具有典型的非周期性，受宏观经济下行趋势影响不大。

1.2 股权结构

图表 1: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告 天相投资顾问

1.3 资本运作历程

图表 2 火箭股份重大资本运作历程及股价历史走势



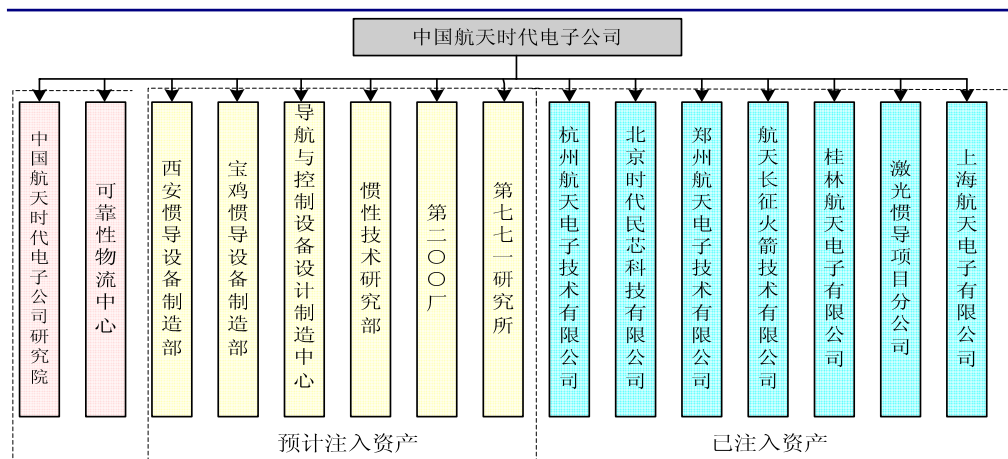
资料来源：公司公告 天相投顾

1.4 未来大股东资产注入的推测

大股东航天时代电子公司由中国航天科技集团公司所属的中国航天电子基础技术研究院、航天时代仪器公司、北京控制仪器研究所、北京微电子技术研究所、北京遥测技术研究所及北京兴华机械厂等 15 家企事业单位重组而成。拥有惯性导航技术、综合电子应用技术、计算机及软件技术、微电子技术、机电组件技术五大核心技术。具有强大的科研开发、生产制造实力，拥有测试试验、可靠性分析验证手段和健全的质量保证体系。

目前大股东航天时代电子公司控股比例仅为 20.34%，考虑到航天时代电子公司尚有大量惯导类资产尚未注入火箭股份，并且国资委近期对央企整合以及大股东增持的支持力度较大，故我们认为大股东航天时代借机将惯导类资产注入火箭股份以扩大其持股比例的可能性较大。但目前受到其他因素影响，资产注入尚无明确时间表。

图表 3 航天时代电子公司资产分布

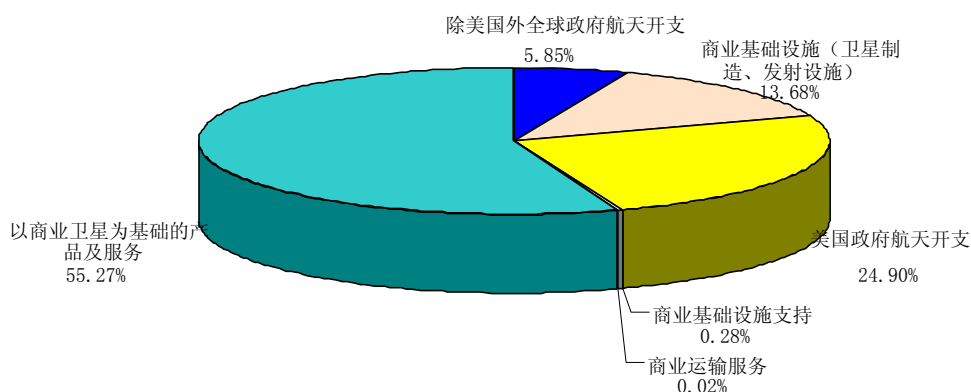


资料来源：天相投顾

2. 全球航天产业蓬勃发展

根据美国航天基金会发布的《2008 年航天报告》的估计，全球航天产业在 2007 年收入规模达到了约 2510 亿美元，较 2006 年增长 11%。其中 55% 的收入来源于商业卫星应用产业，如家庭用数字高清电视（收入占比 26%，同比增长 19%），全球定位系统（收入占比 22%，同比增长 20%）。

图表 4 全球航天产业收入结构



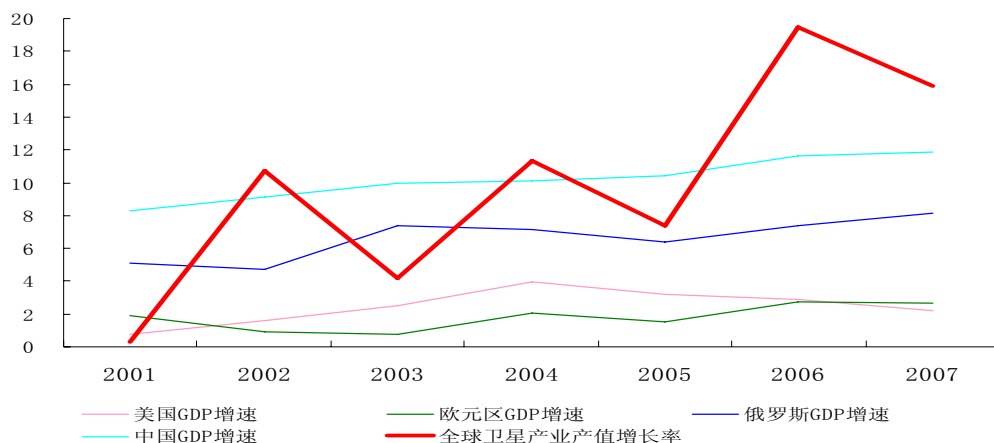
资料来源：《2008 Space Report》

根据火箭股份的业务分类，我们下面对卫星发射服务、全球卫星导航、电连接器生产等行业进行分别介绍。

2.1 卫星制造行业的发展推动发射服务业

在全球卫星产业中，可以分为四大部分：卫星制造、发射服务、地面设备制造、卫星运营服务。由于卫星产业其独特的行业特征以及应用领域，周期性较弱，近年来处于高速成长期。

图表 5 各航天大国 GDP 增速和全球卫星产业产值增速对比

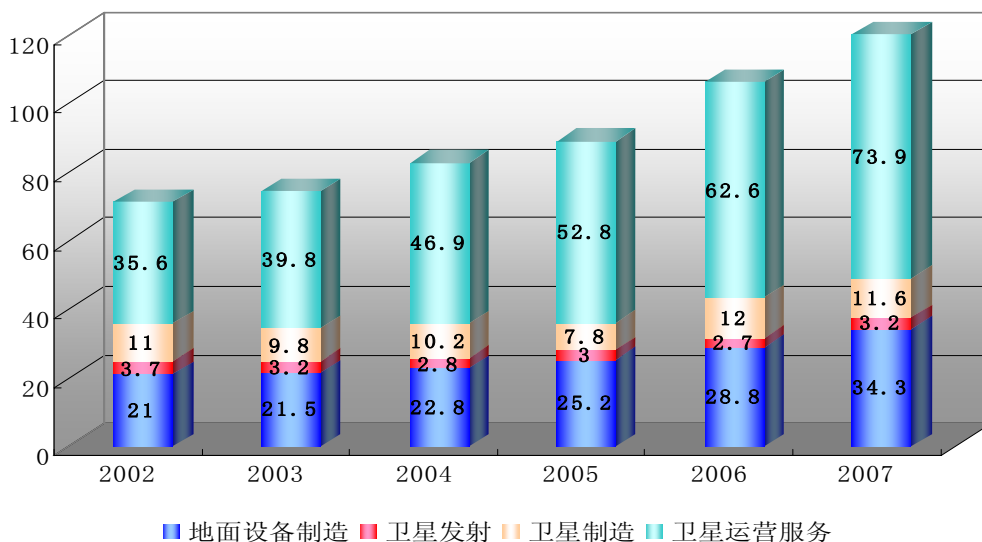




资料来源: bloomberg、sia、天相投顾问

图表 6 全球卫星产业收入构成情况

单位: 十亿美元



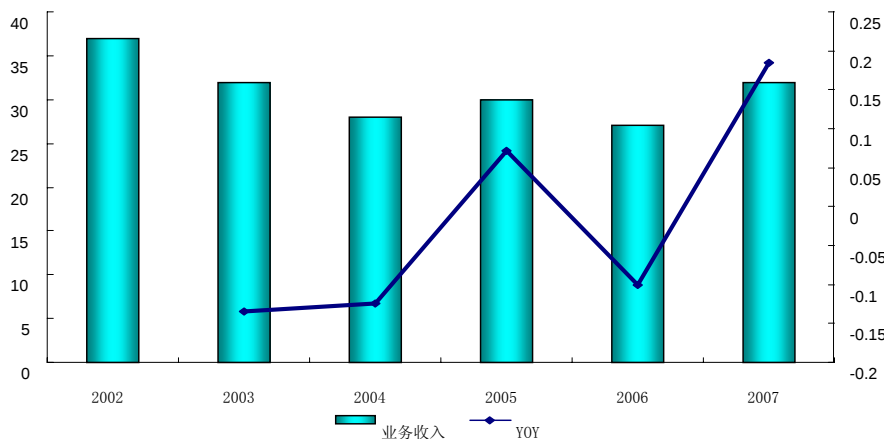
资料来源:《2007 年全球卫星产业状况报告》, 天相投资顾问

卫星制造行业包括卫星部件、分系统制造以及整星装配。2007 年全球卫星制造业收入达 116 亿美元, 与 2006 年相比略有下降。虽然 2007 年发射卫星的数目较 2006 年略有增长, 但微小卫星占比有所增加, 这就可以解释为何卫星发射数目增加, 但是卫星制造收入却下降。据美国卫星产业协会/Futron 公司发布《2007 年全球卫星产业现状》的统计分析, 2007 年世界各国共发射 102 枚卫星, 比 2006 年增加了一枚。

卫星制造行业的增长将会促进卫星发射产业的增长, 卫星发射服务业包括发射服务、发射装备的部件和分系统制造、发射装备的整机装配等业务, 其 2007 年业务收入达到了 32 亿美元, 同比增长 19%。其中 47% 的收入来源于商业需求, 53% 的收入来源于政府采购。

图表 7: 卫星发射服务业收入增长情况

单位: 亿美元



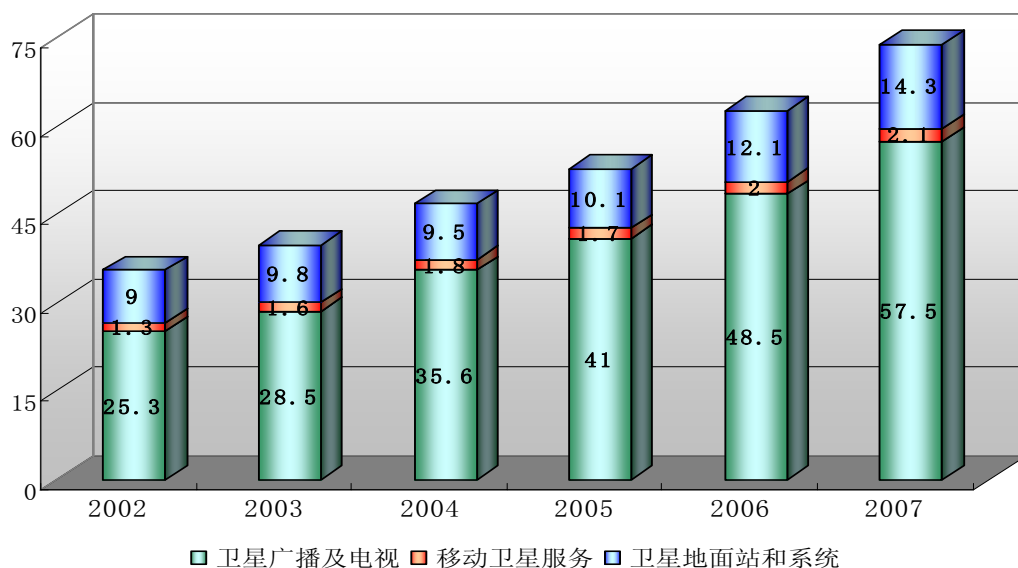
资料来源:《2007 年全球卫星产业状况报告》, 天相投资顾问

2.2 全球卫星导航产业处于快速成长期

全球卫星导航属于卫星运营领域，该领域包括卫星广播、卫星电视、移动卫星服务、卫星地面站和系统。2007 年全球卫星服务业收入创历史新高，达 739 亿美元，同比增长 16%，而 2006 年的增幅为 19%，表明卫星服务业连续保持强劲增长的势头。并且其业务占比最大，从 2002 年的 51% 上升到 2007 年的 60%。目前卫星运营业务带动整个卫星产业的发展，市场化程度以及行业集中度较高。

图表 8 卫星运营服务业收入构成

单位：十亿美元

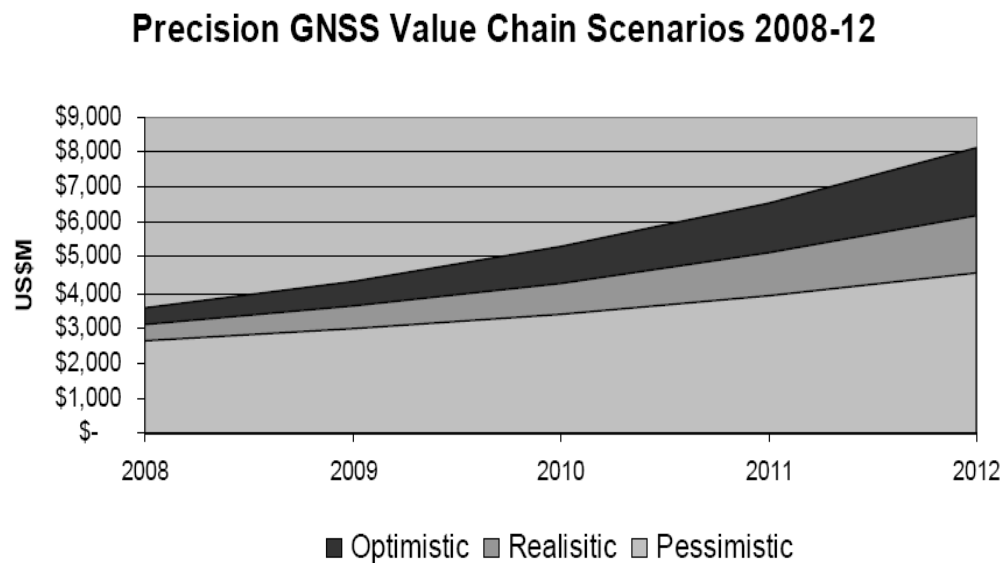


资料来源：资料来源：《2007 年全球卫星产业状况报告》，天相投资顾问

目前世界上投入正式运行的卫星导航定位系统有美国的 GPS 系统、俄罗斯的 Glonass 系统和我国的北斗卫星导航定位系统（北斗一代）。其中 GPS 的应用最为广泛，占到全球应用的 95% 以上。鉴于民用需求的巨大与旺盛，为了摆脱对美国 GPS 系统的依赖，打破美国对全球卫星导航产业的垄断，欧盟在 2002 年提出建设 Galileo 系统，俄罗斯则计划在 2010 年全面恢复 Glonass 系统，我国在 2006 年对外公布建设我国新一代北斗卫星导航定位系统，卫星导航定位产业步入了一个多系统并存、多技术融合的发展新阶段。

据市场研究公司 ABI Research 最新发表的研究报告称，全球卫星导航系统(GNSS：主要指现有的美国 GPS 系统、俄罗斯的 Glonass、中国新一代北斗卫星导航定位系统及欧盟正在建设的 Galileo 系统) 2008 年产值大约 30 亿美元，且预计到 2012 年产值将达到 60-80 亿美元，年均增长率达到 19-23%。

图表 9 全球卫星导航系统未来产值预测



资料来源：ABI Research 《GNSS Precise Positioning Markets 2008-2012》

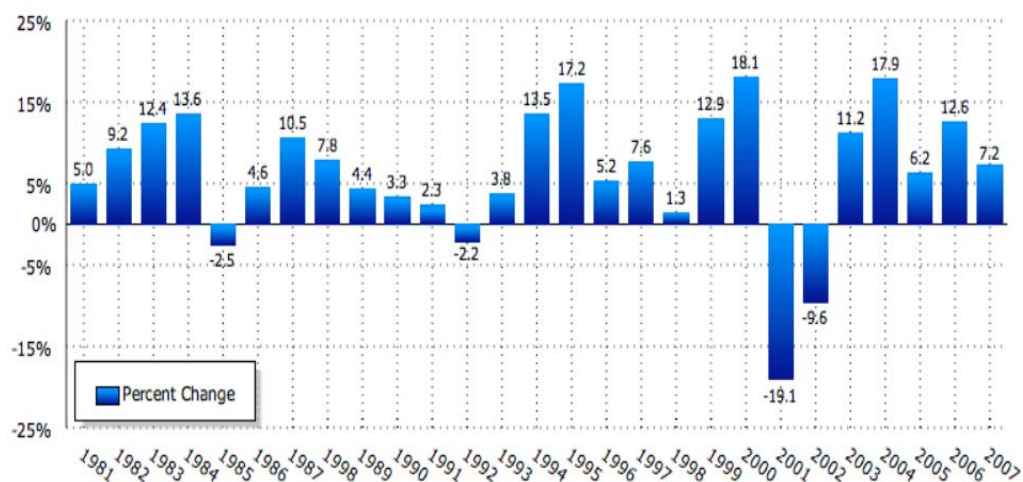
图表 10 全球卫星导航系统产业链



资料来源：北斗星通招股说明书

2.3 全球电连接器市场呈现周期性波动

图表 11 全球电连接器市场年均增长率分布

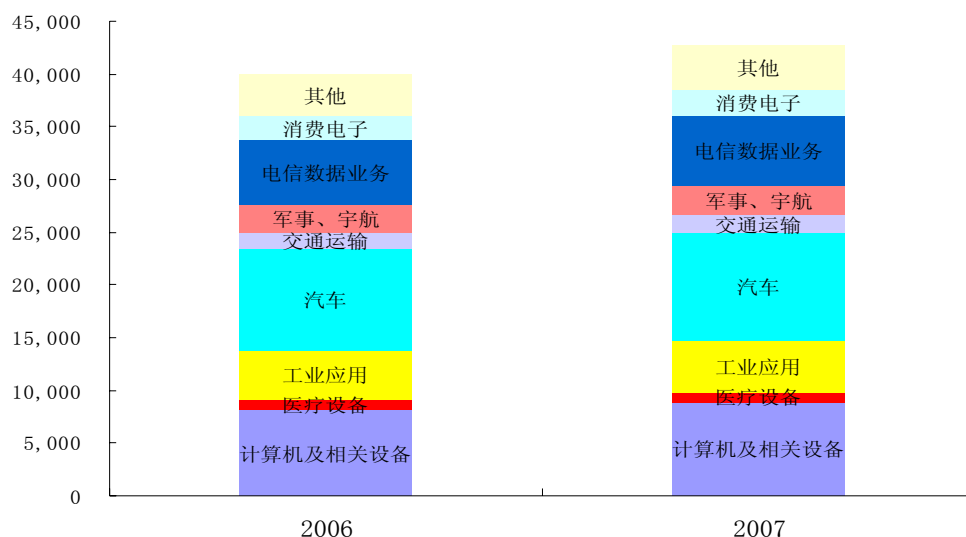


资料来源：Bishop and Associates 《WORLD CONNECTOR STATISTICS REGIONS - PRODUCTS - MARKETS 1999 - 2012》

从上图中可以看出，全球电连接器市场增长情况自 1981 年-2007 年呈现出周期性的波动，其中 2001 年、2002 年出现了较大的下滑，主要是受到国际通讯产业整体下滑的影响。预计 2008 年、2009 年该行业将出现增速下滑，甚至负增长的可能，主要原因是 2008 年以来全球经济不景气所导致的其下游行业汽车、通讯、计算机行业低迷，对电连接器需求下滑所致。

图表 12 全球电连接器市场 2006-2007 年下游行业需求分布

单位：百万美元



资料来源：Bishop and Associates 《WORLD CONNECTOR STATISTICS REGIONS - PRODUCTS - MARKETS 1999 - 2012》

3. 中国：航天产业已取得较大成就，且潜力无穷

据专业人士介绍，太空产业的直接投入产出比例约为 1: 2，而相关产业的带动辐射则可达 1: 8 至 1: 14，这是回报极为丰厚的投资。据报载，当年“阿波罗 11 号”

登月成功，拉动了美国经济增长 2 个百分点，创造了 80 万个就业机会。

3.1 长征系列火箭发射成功率 100%，未来将扩大对外发射规模

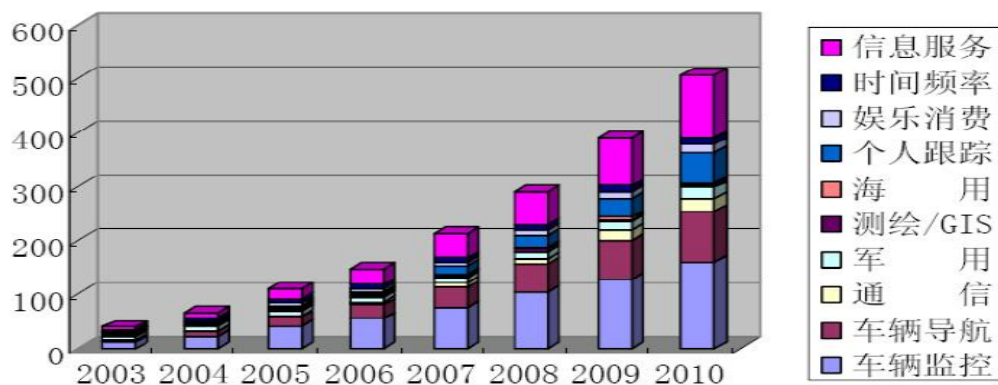
1969 年至 1996 年间，中国共发射长征系列航天火箭 53 枚，平均每年发射 1.89 枚，达到了 79.25% 的发射成功率。1997 年至今，中国发射了长征系列航天火箭 72 枚，平均每年发射 6 枚，达到了 100% 的发射成功率。虽然近年来发射成功率、发射次数都有了明显的提高，但是由于受制于发射场地有限、火箭制造技术相对落后以及美俄的压制，我国航天技术与美俄等军事强国相比较为落后。2008 年全球航天器发射次数共计 60 次：俄罗斯 25 次，美国 13 次，而中国仅为 11 次，目前我国的国际商业卫星发射全球市场份额为 7%-9%。

我国目前的四个卫星发射中心分别是：正在建设中的海南文昌卫星发射中心、酒泉、西昌、太原四大航天发射中心。海南文昌发射中心预计将于 2014 年建成，预计将会大大缓解我国卫星发射场地的限制，并执行对外商业卫星发射服务，预计到 2015 年前后，我国将占据国际商业卫星发射市场 20% 左右的市场份额。

3.2 卫星导航系统将受益于政策扶持力度的加大而加快发展

图表 13：2003 年-2010 年中国卫星导航应用市场现状和预测

单位：亿元



资料来源：中国全球定位系统技术应用协会咨询服务中心 2005 年报告

根据中国全球定位系统技术应用协会信息咨询服务中心统计与预测，我国卫星导航定位市场由 2000 年前不足 10 亿元发展到 2005 年的 120 亿元左右，到 2010 年将会达到 500 亿元的产值，年增长速度高达 50% 左右。

目前我国从事卫星导航定位的企业约有 1,000 多家，主要以开发应用企业为主。大多数为人数在 50 人以下的小企业，只有少数企业人数超过 100 人，企业的年营业额在 1,000 万以上的企业约占总数的 15%，行业集中度较低，竞争激烈。

我国卫星导航应用市场下游行业占比较大的领域为车辆监控，其次为信息服务业和测绘应用。预计随着我国汽车行业和信息服务业的快速发展，将会极大的刺激卫星导航系统的需求。

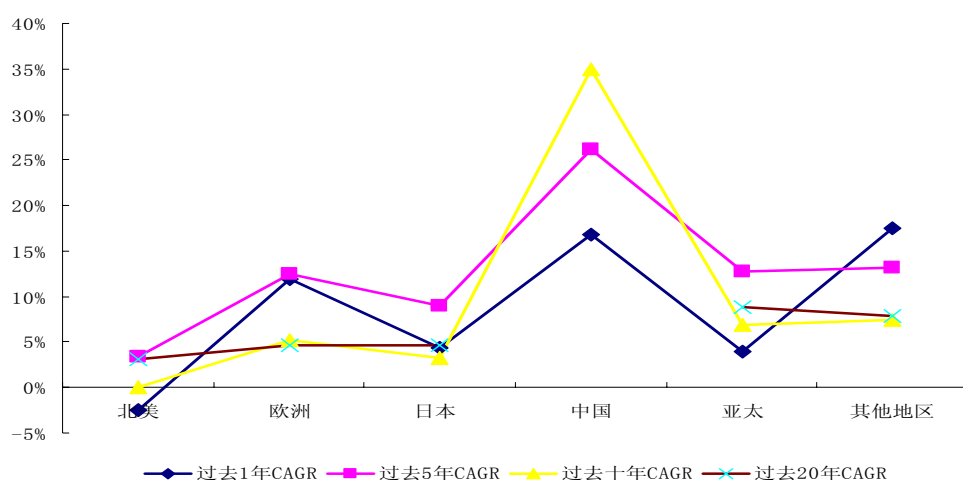
政策方面，《2006 年中国的航天》中明确提出：“完善‘北斗’导航试验卫星系统，启动并实施‘北斗’卫星导航系统计划。发展卫星导航、定位与授时的自主应用技术和产品，建立规范的、与卫星导航定位相关的位置服务支撑系统、大众化应用系列终端，扩展应用领域和市场”；2006 年 8 月信息产业部发布的《信息产业科技发展

“十一五”规划和 2020 年中长期规划纲要》中将“卫星导航地面系统及接收机、用户终端及新一代导航技术和产品的关键技术、导航、测控基础性产品的关键技术、导航、测控技术与其他专业技术融合的关键技术”列为发展重点。

3.3 我国电连接器行业成长速度居世界第一

根据 Bishop and Associates 提供的数据，我国的电连接器市场产值在 2007 年达到了 70.2 亿美元，较 2006 年增长 16.8%，市场份额达到了 16%。同时在过去的五年内，收入年均增长率为 26.1%，而在过去的十年内，年收入平均增长率为 34.9%。和美、日、欧相比，是成长最快的国家。

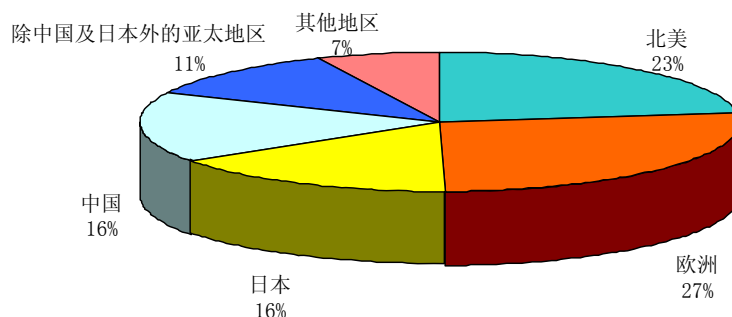
图表 14 全球电连接器市场按地区分类收入增长率



资料来源：Bishop and Associates 《WORLD CONNECTOR STATISTICS REGIONS - PRODUCTS - MARKETS 1999 - 2012》

图表 15：2007 年全球电连接器市场按地区分类市场份额

2007 年全球电连接器市场产值共计 4282 亿美元



资料来源：Bishop and Associates 《WORLD CONNECTOR STATISTICS REGIONS - PRODUCTS - MARKETS 1999 - 2012》



3.4 我国航天产业未来发展规划

根据国防科工委发布的《中国航天“十一五”规划》中指出的，我国在 2006 年-2010 年间要启动并实施重大科技工程包括：

- 载人航天工程

突破航天员出舱活动以及空间飞行器交会对接重大技术，建立具有一定应用规模的短期有人照料、长期在轨自主飞行的空间实验室。开展载人航天工程的后续工作。

- 月球探测工程

工程将分三期实施。“十一五”期间将重点实施一期工程，实现绕月探测，发射我国首颗月球探测卫星，对月球资源的分布规律和月球表面进行全球性、整体性与综合性探测，并对地月空间环境进行探测。同时，将深入开展二、三期工程论证，并适时启动工程研制工作。

- 高分辨率对地观测系统。

研制、发射新型极轨和静止轨道气象卫星、海洋卫星、地球资源卫星、环境与灾害监测预报小卫星；开展立体测图卫星等新型遥感卫星关键技术研究。初步形成全天候、全天时、多谱段、不同分辨率、稳定运行的对地观测体系，实现对陆地、大气、海洋的立体观测和动态监测。

- 北斗卫星导航系统。

在 2010 年前，通过对北斗导航试验系统进行完善，满足我国及周边地区用户对卫星导航系统的需求，并进行全球系统组网和试验工作，逐步扩展为全球卫星导航系统。同时，推动卫星导航系统在空中交通管理、城市智能交通和通信等领域的应用。

2009 年前后我国将再发射 12 颗北斗导航定位卫星上天，2010 年北斗导航定位系统即可为我国及周边地区提供基本服务预计到 2020 年北斗二代将部署完毕。

- 新一代运载火箭工程。

完成 120 吨级液氧/煤油发动机和 50 吨级氢氧发动机研制工作。按照“无毒、无污染、低成本、高可靠、适应性强、安全性好”的基本原则，开展新一代运载火箭基本型工程研制工作。在“十一五”期间掌握关键技术，适时完成基本型工程研制，形成近地轨道可覆盖 10 吨至 25 吨、地球同步转移轨道可覆盖 6 吨至 14 吨的运载能力。

4. 公司专注航天电子领域，业务稳步扩张

4.1 整体经营情况良好

图表 16 2004 年-2008 年（预计）营业收入以及增长率

单位：万元



资料来源：公司公告

公司主要从事航天电子测控、航天电子对抗、航天制导、航天电子元器件等产品的生产和研制。业务主要分为军用综合电子业务、军用机电组件业务、民品业务，目前其军用综合电子业务占比约为 50%，军用机电组件业务占比约为 35%，民品业务占比约为 15%。

公司近年来营业收入呈现快速增长的趋势，2004 年-2008 年年复合增长率为 30%，其中 2007 年较 2006 年大幅增长的原因在于 2007 年 6 月火箭股份完成了大股东航天时代相关资产的收购，合并报表编制范围发生变化所致。

另外，我们还可以发现其毛利率水平自 2005 年起是逐年下降的，主要是由于军用航天电子产品市场竞争加剧，原材料价格上升，电子元器件产品处于升级换代阶段。另外，民用导航产品的经营前景亦不乐观，民品导航产品市场竞争对手众多、公司的生产成本较高、管理机制和思想观念与市场脱节。

4.2 机电产品：订单短期回落，募投项目有望成为新利润增长点

在航天型号研发生产的产业链中，公司从事的机电组件产品处于航天设备研制的基础位置，受益于航天型号研制任务的增加，公司该领域产品在 2005 年、2006 年一直呈现快速增长态势，进入 2007 年后，受型号研制生产周期波动的影响，国家对航天机电组件产品、电连接器和继电器等基础元器件产品需求增速放缓，导致公司该领域产品需求量下降。

目前机电产品的生产主体主要为杭州航天电子有限公司、郑州航天电子有限公司、桂林航天电子有限公司、业务占比为 35% 左右。预计该项业务收入在 2008 年不会出现像 2007 年明显下滑的局面，但是由于受到产品结构升级换代、原材料价格上涨的影响，净利润会出现小幅下降。

募投项目方面，微小型电连接器以及特种宇航级电连接器项目将于 2009 年产生效益，故我们预计机电组件业务 2009 年的盈利情况将好于 2008 年。



4.3 综合电子产品：保持稳定增长局面

综合电子产品包括航天测控通信、卫星导航应用、有效载荷、航天专用传感器、专用芯片等，经营主体为航天长征火箭技术有限公司。

● 航天测控系统

综合测控系统是导弹与运载火箭、飞船、卫星系统中不可或缺的重要组成部分。在导弹与运载火箭、飞船研制阶段，测控与通信系统用于获取飞行试验中火箭（导弹）系统的工作状态参数和环境数据，为确定火箭（导弹）性能或进行故障分析提供依据。

目前火箭股份在我国航天综合测控领域占有 80% 的市场份额，其生产的综合测控类产品广泛用于航天遥测、遥控。此外在工业现场、低压配电监控、石化行业、气象行业中，综合测控技术对现场设备运行状态的实时监控，实现了数据在人员、控制中心和设备间的互通互传，以及电网自动化，为合理配置供电设备，侦测并排除险情提供了重要保证。

● 卫星导航

卫星导航可分为民用卫星导航和军用卫星导航，军用卫星导航领域处于有限竞争状态，公司目前已掌握 GPS/GLONASS/北斗卫星接收机关键核心技术，并开发出自主知识产权的接收机 ASIC 芯片和 OEM 主板，是目前为数不多的几家能提供 GPS 和 GPS/GLONASS 系统集成完整解决方案的企业之一。公司为北斗二代用户机的研制生产单位，预计北斗二代在 2009 年前后将部署 12 颗星，在 2020 年将全部部署完毕。故卫星导航业务的发展速度取决于北斗二代的部署以及国家军事装备水平。

● 航天传感器

航天传感器是公司重要支柱产品之一，目前由公司开发研制的温度、压力、振动、冲击和液位等各种类型传感器大量用在运载火箭和飞船上。随着对传感器要求的不断提高，以及机电一体化技术、MEMS 技术、智能化技术及多传感器信号融合处理技术等方面的飞速发展，公司将重点开展基于 MEMS 技术的微传感器、微机械振梁式加速度计、基于总线技术的传感器技术、传感器智能化技术、固态薄膜压力传感器与 SOI 高温微硅压力传感器技术、多传感器复合技术的研制开发，以及航天飞行器用基于 MEMS 技术的组合导航系统、磁致伸缩液位测量系统等技术的研制开发。

● 遥控遥测

产品的主要代表有：运载火箭发射无线电遥测系统、卫星飞船测控分系统、多目标遥测遥控与外测综合性测量系统、卫星遥感地面接收站、星载温控系统、星载高密度磁记录器、星载固态存储器、星载专用通信转发器、航天测控通信加密系统等。

募投项目方面，上航电子的通信对抗接收机、星载接收机项目已于 2008 年开始产生效益，但北京地区的航天电子产品产业化项目将要在 2011 年产生效益。空间动基座、航空航天军用特种导线项目也将于 2009 年陆续产生效益。

综合以上分析，考虑国家对于军品毛利率控制较为严格，毛利率提升的空间有限。且该项业务订单规模与国家航天器发射计划紧密相关，故在我国航天器发射次数基本稳定的前提下，未来综合电子业务收入年均增长率约为 15%，净利润年均增长率将保持在 10% 左右。

4.4 民品：行业竞争激烈，业务拓展受阻

公司民品业务主要包括集成电路设计、封装、测试，钻井测斜仪以及民用导航产品，业务收入占比约为 15%。

集成电路设计、封装、测试生产主体为时代民芯公司，该公司近几年发展较快，

收入规模及盈利增长较为明显。

钻井测斜仪的生产主体为北京普利门机电高技术公司，在行业中处于领先地位，但是该产品应用范围有限，大多用于石油、天然气的开采，故虽然盈利稳定，但业务收入贡献较小。

民用导航产品主要为车载 GPS 导航仪，经营主体为天合导航技术有限公司，该公司在 2008 年由于行业竞争对手众多、成产成本上升、管理机制与市场脱节等诸多不利因素影响，出现了亏损，公司目前已实施了积极的整改措施，预计随着汽车行业的复苏以及公司民品经营体制的健全，民用 GPS 导航仪将重新步入正轨。

4.5 募投项目进展顺利，提升公司发展潜力

图表 17 募投资金项目进展情况（截止至 2009 年 3 月）

单位：万元

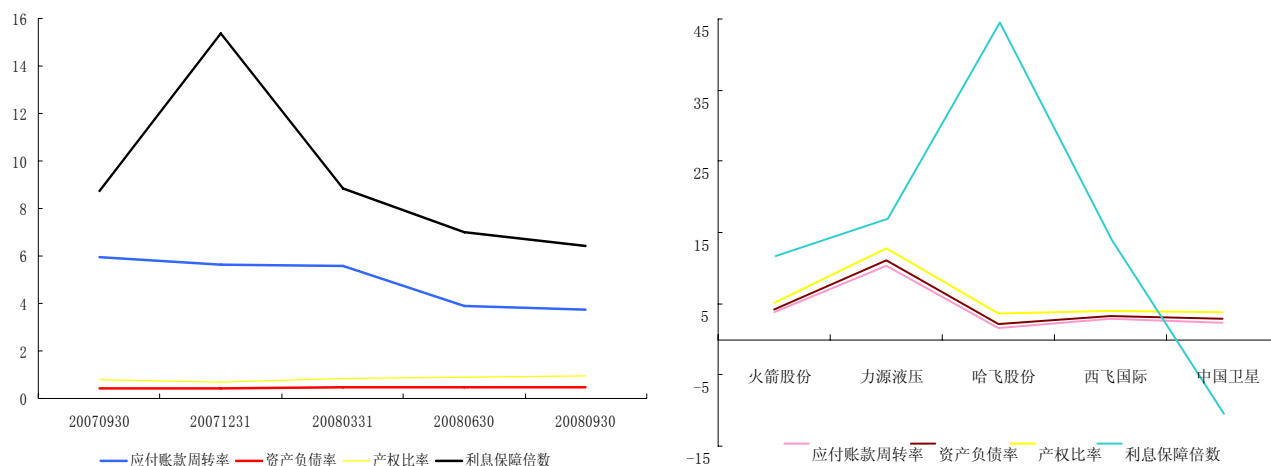
承诺投资项目	募集资金承诺投资总额	投入进度	达到预定可使用状态日期	达产年销售收入	达产年后年均净利润	达产年
收购中国航天时代电子子公司部分资产	28,310	100%	07.06.30			--
通信对抗接收机生产线项目和星载接收机生产线项目	10,000	100%	08.12.31	18500	4033	--
微小型电连接器科研生产建设项目	8,000	63%	09.12.31	12016	3064	--
微小型继电器产业化建设项目	6992	--	11.06.30	8400	4107	第七年
特种宇航级电连接器专业研制和批产保障条件技改项目	6,860	100%	09.06.30	30000	2576	第四年
航天电子信息产品产业化项目	40,000	33%	10.06.31	96594	19121	--
空间动基座系统产业化项目	7,500	100%	08.12.31	29000	4746	第五年
小型集成化飞行控制系统研制生产项目	4,650	100%	08.12.31	70000	4561	第八年
智能卡模块封装项目	1584	--	09.12.31	2800	356	第二年
航空航天军用特种导线项目	1,661	100%	08.06.30	4000	1077	--

资料来源：公司公告

5. 财务分析

5.1 偿债能力分析

图表 18 偿债能力纵向以及横向分析

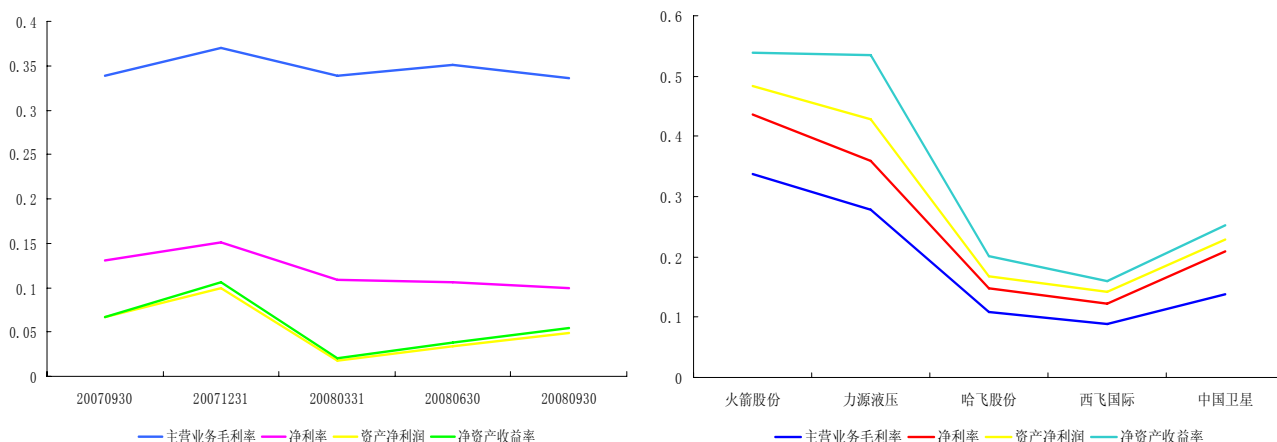


资料来源：公司公告 天相投顾

公司的应付账款周转率、利息保障倍数在最近的一年内呈现逐渐下降的趋势，主要是由于公司军品结算收付款项大多在年底进行，并且和军工行业其他重点上市公司相比，仍然保持了行业平均水平。

资产负债率、产权比率在最近一年基本维持不变，故我们认为公司的资本结构较为稳定。和行业其他公司相比，资产负债率和产权比率处于中游水平，因此我们认为火箭股份的偿债能力维持在正常水平。

图表 19 盈利能力纵向以及横向分析



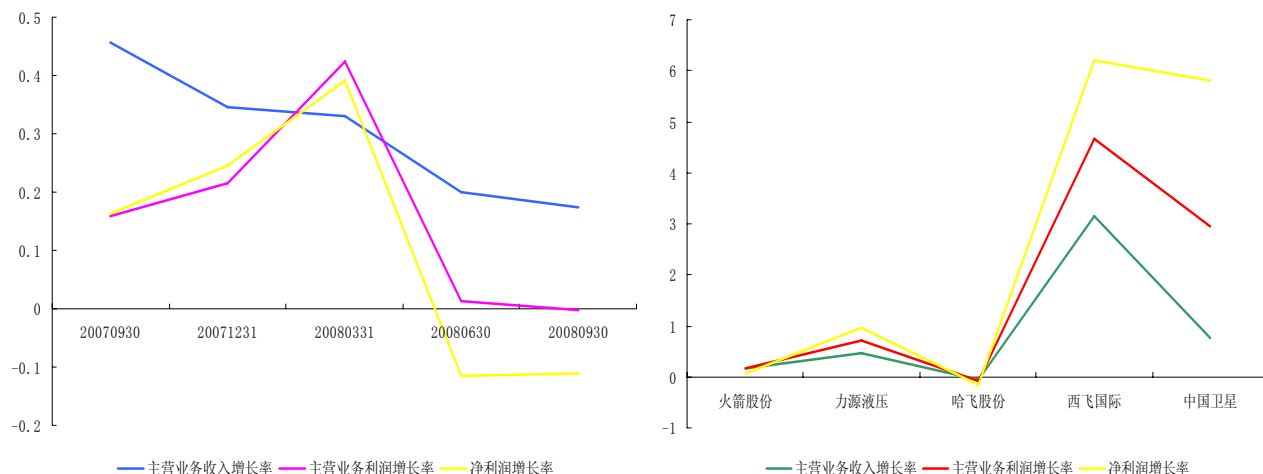
资料来源：公司公告 天相投顾

公司近一年来主营业务毛利率维持在 35%左右，但是净利率却呈现明显下滑的趋



势，主要是由于公司的费用率显著提升所致，但是考虑到公司的毛利率、净利率、资产利润率、净资产收益率明显高于军工类重点上市公司平均水平，故我们认为火箭股份的盈利能力水平较高。

图表 20 成长性纵向以及横向分析

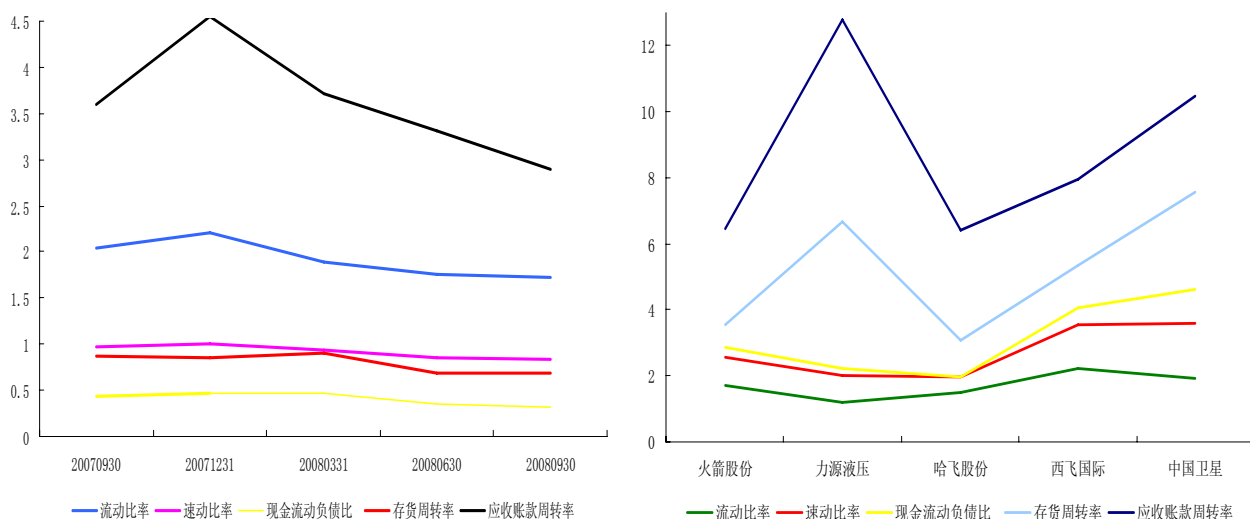


资料来源：公司公告 天相投顾

公司的营业收入增长率、净利润增长率、营业利润增长率在最近的一年呈现出显著下降的趋势，主要是由于公司的电子元器件产品遭遇军品订单波动的不利影响，另外公司的费用率一直居高不下也是导致营业利润和净利润下降速度快于营业收入下降速度的主要原因。

由于力源液压、西飞国际和中国卫星在 2007 年都有大规模的资产注入，故在军工行业中各上市公司的成长性比较不适用。

图表 21 变现能力纵向以及横向分析



资料来源：公司公告 天相投顾

由于军工企业有年底集中结算货款的特点，故公司的应收账款周转率在 07 年 12 月份时为最高，该比率虽然在其他报告期有所下降，但也处于正常状态。流动比率、速动比率、现金流动负债比、存货周转率在各报告期基本稳定。

同军工企业其他公司相比，火箭股份的各项体现变现能力的指标均处于行业较低水平，但是处于正常状态。

6. 盈利预测

6.1 盈利预测假设

- 综合电子业务占比50%，收入年均增长率约为15%，净利润年均增长率约为10%。
- 机电组件业务占比为35%，营业收入与07年持平，净利润08年同比略降，但考虑到募投项目带来的效益，预计2009年该业务盈利情况将会出现好转。
- 考虑到公司本年度扩大投资力度，利用自有资金追加投资，财务费用率将会出现一定程度的增长。
- 北京地区子公司的高新技术企业认证工作全部完成后，预计2008年-2010年所得税率按照15%计算。
- 假设国家对航天领域的资金投入政策不会出现较大波动，军品订单稳定。

6.2 未来三年盈利预测

图表 22 主要子公司未来三年净利润预测

业务分类	重要子公司	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
综合电子业务	航天长征火箭技术有限公司	13028	16346	17981	18880	20768
	上海航天电子有限公司	2106	2670	3100	3084	3392
	合计	15134	19016	21081	21964	24160
机电组件业务	桂林航天电子有限公司	3076	2399	2279	2165	2057
	杭州航天电子技术有限公司	883	616	580	499	449
	郑州航天电子技术有限公司	4866	3611	3200	3611	3611
	合计	8825	6626	6059	6275	6117
民品业务	北京时代民芯科技有限公司	753	1418	1500	1418	1418
	天合导航	675	458	-200	500	500
	合计	1428	1876	1300	1918	1918
合计		25387	27518	28440	30157	32195

资料来源：公司公告 天相投顾



图表 23 未来三年盈利预测表

单位: 万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	136,961	184,392	193,667	218,198	246,474
增长率	---	34.60%	5.00%	12.70%	13.00%
毛利率	40.78%	36.95%	35.64%	35.65%	36.29%
营业税金及附加	131	316	350	400	500
销售费用	4,879	5,317	6,778	7,637	8,627
管理费用	21,847	27,320	27,694	31,202	35,246
财务费用	2,941	2,262	4000	4,000	4,000
期间费用率	21.66%	18.93%	19.87%	19.63%	19.42%
资产减值损失	190	962	19	44	49
投资收益	416	-35	50	50	50
营业利润	26,281	31,915	30,223	34,547	41,072
营业利润率	19.20%	17.30%	15.61%	15.83%	16.66%
增长率	---	21.40%	-5.30%	14.31%	18.89%
加: 营业外收入	131	737	400	500	600
减: 营业外支出	153	157	380	400	500
利润总额	26,259	32,496	30,243	34,647	41,172
利润率	19.20%	17.60%	15.62%	15.88%	16.70%
减: 所得税	3,829	4,540	4,536	5,197	6,176
实际税负比率	14.60%	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	22,430	27,956	25,707	29,450	34,996
净利润率	16.40%	15.20%	13.27%	13.50%	14.20%
减: 少数股东损益	436	357	-500	-500	-500
归属母公司净利润	10,785	27,600	26,207	29,950	35,496
增长率	---	155.90%	-5.05%	14.28%	18.52%
总股本(万股)	54,069	54,069	54,069	54,069	54,069
每股收益(元)	0.2	0.51	0.48	0.55	0.66

资料来源: 公司公告 天相投顾

7. 相对估值和投资建议

图表 24 世界知名军工企业相对估值水平(截至 2009 年 3 月 9 日)

代码	简称	最新收盘价	当前市盈率	市净率	净资产收益率
BA	Boeing	31	5.54	3.34	59.29%
LMT	Lockheed Martin	58.24	7.70	8.04	36.35%
GD	General Dynamics	36.31	5.91	1.40	19.19%
RTN	Raytheon	33.81	8.31	1.49	21.81%
NOC	Northrop Grumman	34.35	6.52	0.94	10.44%
PCP	Precision Castparts	48.61	6.84	1.47	28.7%

LLL	L-3 Comm Hldgs	57.63	8.26	1.17	13.39%
TXT	Textron Inc	3.98	1.24	0.41	29.85%
COL	Rockwell Collins	27.85	6.66	2.96	45.49%
GR	Goodrich	30.01	5.76	1.77	21.18%
FLIR	Flir systems	18.87	14.63	3.18	26.75%
ATK	Alliant techsys	62.43	8.26	3.32	34.23%
SPR	Spirit aerosys-A	8.46	4.45	0.91	27.94%
DRS	DRS technologies	80.35	18.34	1.88	10.48%

资料来源: bloomberg 天相投资顾问

图表 25 国内军工行业上市公司相对估值水平 (截至 2009 年 3 月 9 日)

代码	简称	08 年 EPS(元)	PE	PB	ROE
000768	西飞国际	0.35	76.29	2.84	2.91
002023	海特高新	0.2	29.29	2.14	4.94
600038	哈飞股份	0.27	56.78	3.78	3.47
600118	中国卫星	0.6	33.07	4.18	7.27
600316	洪都航空	0.4	43.45	3.1	4.13
600391	成发科技	0.51	39.16	5.04	7.74
600435	中兵光电	0.75	37.36	7	16.03
600501	航天晨光	0.1	62.35	2	2.79
600765	力源液压	0.42	38.17	5.59	11.22
	加权平均		50.29	3.34	
600879	火箭股份	0.48	20.17	2.15	5.55

资料来源: 天相投资顾问

图表 26 火箭股份历史市盈率走势图



资料来源: 天相投资顾问



综合以上图表分析，我们认为火箭股份的估值水平被严重低估，理由如下：

- 和西方已经发展成熟的军工企业相比，我国航天军工产业尚处于起步阶段，发展空间巨大，成长性较强。近年来军工企业的发展受到国家政策扶持以及财政资金的支持力度不断提高，军工资产资本化进程加快，投资者对军工行业的发展预期较高，因此国内军工行业整体市盈率水平相对较高是可以理解的。
- 和国内其他军工类重点上市公司相比，火箭股份的市盈率处于最低水平，且远远低于行业平均水平。另外，纵观火箭股份的历史市盈率走势图，我们可以发现该股目前的市盈率处于历史较低水平。因此，该股估值水平明显偏低。
- 预计公司 2008 年-2010 年每股收益分别为：0.48 元、0.55 元、0.66 元，按照 2009 年 3 月 12 日收盘价 10.92 元计算，对应的动态市盈率水平分别为：22.8 倍、19.9 倍、16.5 倍。考虑到公司独特的行业背景、未来的发展前景、以及大股东注资的预期，我们认为其价值被严重低估，保守估计公司股价合理的价值应该在 15-16 元之间，维持“增持”评级。

8. 风险提示

- 公司面临军品订单波动的风险，特别是电连接器订单的波动以及产品升级换代的风险。
- 未来业绩前景很大程度上取决于募投项目的进展程度，由于募投项目的建设期和达产期时间跨度较大，故未来市场需求的不确定性因素较大。
- 未来大股东资产注入尚无明确的时间表。

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：100032
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：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014