

日期: 2011 年 9 月 28 日

行业: 宇航及防务(A&D)行业



魏成钢

021-53519888-1974

wchg2000@sohu.com

执业证书编号: S0870510120024

坠机“罪名”昭雪, MA60 重新起飞

基本数据(1HY11)

报告日股价(元)	10.66
12mth A 股价格区间(元)	9.89/15.90
总股本(百万股)	2477.62
无限售 A 股/总股本	94.43%
流通市值(百万元)	24,940.82
每股净资产(元)	3.76
PBR(X)	2.84
DPS(Y10, 元)	不分配, 不转增

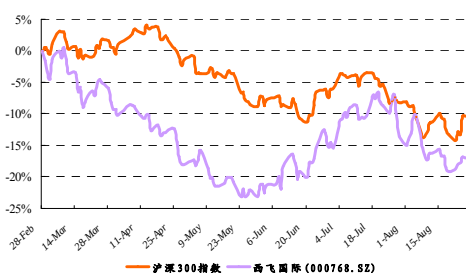
主要股东(1HY11)

西飞集团	57.07%
长盛同庆基金	1.21%
宏源证券股份有限公司	0.81%
上海市房屋维修资金管理中心	0.61%

收入结构(1HY11)

飞机产品	90.74%
铝合金型材	4.53%
装饰材料	0.22%
汽车零部件	0.08%
其他工业产品	3.72%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WCHG11-CT10

相关报告:

《西飞国际(000768.SZ)2011 年中报点评: 成本费用齐升, 盈利能力持续疲弱》

首次报告日期: 2011 年 9 月 28 日

■ 公司动态:

新华网 8 月 24 日报道: 据印度尼西亚《雅加达环球报》报道, 印尼交通部长农贝里 24 日表示, 今年 5 月印尼鸽记航空公司中国产新舟 60 飞机空难是人为操作失误导致, 最终调查报告将很快公布。

《ATW 中国新闻周刊》9 月 26 日报道: ATA 总干事兼首席执行官 Tony Tyler 已经敦促印尼采取协调一致的政策措施解决安全问题, 以摆脱 2005 年至 2010 年间记录的 33 次事故的影响。

■ 主要观点:

MA60 系列国内外运营事故的“罪”与“罚”

MA60 销售目标市场多是事故高发地。除了此次空难发生地印尼, 欧盟的“禁飞黑名单”上还有多家海外客户上榜。从已掌握的情况看, 事故原因是人为因素的可能性非常大。

国内外航线上 MA60 系列总体表现良好

当前, MA60 在东南亚、非洲、南美洲以及国内等 10 余个国家的近 200 条航线上投入运营, 整体运营状况良好。

MA60 系列准确定位于中低端市场的适用产品

凭借较低的购置成本、中等的质量和可靠性, 借助中航技在海外市场耕耘多年所建立起的遍布全球的营销网络和国家优惠出口信贷支持, MA60 系列飞机将在发展中国家/地区市场占有一席之地。

未来 20 年拥有国内外市场 500 架的需求量

综合分析未来 20 年全球和中国涡桨支线飞机市场的发展趋势及 MA60 系列的竞争优势, 初步得出到 2030 年其国内外市场需求总数将达到 500 架。

■ 投资建议:

维持“大市同步”的投资评级

按定向增发后最新股本计算公司 2011~2013 年每股收益为 0.11、0.18 和 0.21 元。在当前股价水平下, 维持对公司“大市同步”的投资评级。

一、MA60 系列国内外运营事故的“罪”与“罚”

1、MA60 销售目标市场多是事故高发地

如果说，投放国内外航线运营初期，MA60 系列涡桨支线飞机发生的事故多少与设备有关(见附表 1)。那么，后经西飞“精品工程”、“改进专项工程”的持续改进，产品品质、性能已趋于成熟，出现重大技术问题的可能性显著降低，不应为近些年人为痕迹非常明显的事故背“黑锅”。

历史经验表明，除了飞机本身，外部营运环境也是航空事故发生的重要诱因之一。实事求是的讲，包括 MA60 系列在内，现阶段国内自主研发的航空产品可拓展的海外市场还仅限于亚、非、拉等第三世界国家。而这些国家/地区普遍存在空管、气象保障条件不完善，飞行员缺乏训练、技能水平有限，航空公司运营管理水平低等种种问题，导致其国内空难事故频发。在这样的行业环境中运营，国产航空产品发生空难事故的风险无形中被放大，易于被认作引发事故的“罪魁祸首”。

此次空难发生所在国印尼就一贯具有事故高发的“传统”。2010 年，占全球航空运输总量 1.4% 的印尼，其发生事故量却占到全球航空事故总量的 4%。2007 年 7 月 4 日，在欧盟公布的第四版不安全航空公司名单上，印尼 51 家航空公司全部被列入这份“禁飞黑名单”。今年 4 月 19 日，在最新公布的一版“禁飞黑名单”上，仅有 6 家印尼航空公司被从榜单上剔除，包括“鸽记”航空(Merpati Nusantara Airlines)在内其余 43 家公司继续全部上榜。除了印尼，欧盟的“禁飞黑名单”上还包括了 MA60 十余家海外客户中的刚果(布)、刚果(金)、吉尔吉斯斯坦、菲律宾和赞比亚。虽然无可奈何，但这也可视为国产航空产品拓展海外场所必须承受的代价。

2、“5·7” 印尼空难事故中人为痕迹非常明显

根据已有报道和所掌握的有限资料，简单还原“5·7”印尼“鸽记”航空 MA60 空难事故的经过：当地时间下午约 14:00，注册号为 PK-MZK 的 MA60 在执飞 MZ-8968 航班/SOQ 松绒(Sorong)-KNG 凯马纳(Kaimana)航线即将抵达目的地 KNG 凯马纳(Kaimana)机场准备着陆时，气象条件不佳，当地正遭遇强暴雨的恶劣天气，据称可能还有浓雾，能见度不足 2,000 米；机场没有盲降设备；降落时驾驶员未

按规定保持应有的飞行高度，进近高度过低，结果飞机在距机场跑道端头左侧约 500 米处坠入海中。尽管空难调查的最终结论还未出炉，但从上述已掌握的情况看，其与去年“8·24”国内伊春空难几乎如出一辙，人为因素的可能性非常大。即便考虑最糟糕的结果，调查发现 MA60 需为此次事故承担责任，我们认为单架飞机出现问题也并不代表整个机型都有问题。

二、国内外航线上 MA60 系列总体表现良好

1、MA60 的销售“墙内开花、墙外香”

截至 2010 年底，MA60 系列已获得订单 173 架，其中确认订单 122 架，意向订单 51 架。已向国内外客户交付 61 架。其中，国外 36 架，国内 25 架。服役初期发生的几起事故严重影响了国内航空公司和消费者的接受度，导致此后相当长时间内 MA60 系列飞机的销售都呈现“墙内开花、墙外香”的局面。2004 年首批出口津巴布韦起，迄今已获得老挝、印度尼西亚、菲律宾和缅甸适航当局颁发的型号合格证书(TC)，向遍布三大洲的十余家航空公司客户进行了交付(见附图 3)。

2、国内外航线运营的实际表现良好

当前，MA60 在东南亚、非洲、南美洲以及国内等 10 余个国家的近 200 条航线上投入运营，自交付以来的总飞行时数已超过 70,000 飞行小时，飞行起落数达到 70,000 多次，整体运营状况良好。据统计，MA60 的日均利用率接近 5 小时，单机日最高飞行小时数达到 10 小时以上。在老挝，MA60 飞机不光执飞国内航线，还有多条国际航线的飞行任务，单机飞行小时累计达到 7,500 多小时，接近大修；印尼拥有 14 架 MA60 最大机群，单机日最高飞行时间已超过 10 小时；在国内，MA60 在幸福航空的首个完整运营年度 2010 年内，累计飞行 6,458 小时，执飞 4,900 多个航班，承运 15 万旅客，客座率达到 64.66%。

三、MA60 系列准确定位于中低端市场的适用产品

1、“传统”的价格与运营成本优势

MA60 标准配置的目录价格约 1,500 万美元/架, MA600 标准配置的目录价格约 1,650 万美元/架。同为 50 座级的 ATR42-500 目录价格为 1,800 万美元/架, DASH-8 Q300 为 2,100 万美元/架, MA60 的价格比国外同类机型有 15%~30% 的优惠。MA60 所采用的涡桨发动机在巡航时的耗油率仅为 0.235 千克/客·公里, 营运成本比国外同类支线飞机低 10%~20%。在执飞高度在 5,000 米以下、航程在 90 分钟以内的航班时, 其经济性在同类飞机中是无可比拟的。

2、有较大改进的乘坐舒适性

MA60 系列飞机客舱的高度超过 1.9 米, 采用单通道、四排座的设计。目前全球在运营中的四排座涡桨支线飞机中, 2.9 米舱内宽度是前所未有的。座位前后排距达到国际标准的 32 英寸, 比较宽敞舒适。机舱窗口的侧壁空间是外凸式的, 可为靠窗乘客留出较大的侧身空间(见附图 2)。总体而言, MA60 系列的乘坐舒适性较之前的国产民用航空产品有了显著改进。不足之处是噪音, MA60 的舱内噪音要比 B-737 高出近 10 个分贝, 震动也相对较大。

3、可接受的产品可靠性

签派率是衡量一架飞机或一个机群安全型和可靠性的关键指标。自交付以来, 运营在国内外近 200 条航线上的近 60 架 MA60 总体的技术签派率达到了 98% 以上。从往年的数据来看, MA60 在多个国家的签派率都达到 99% 以上, 可靠性比较高。据老挝航空公司统计, 西飞国际(000768.SZ)2006 年交付老挝航空公司的两架 MA60 飞机, 自投入营运以来, 派签率更是达到 99.6%。在全球同类机型中, MA60 系列以签派率衡量的产品可靠性与竞争对手确有差距, 但差距并未达到遥不可及的程度(见附图 5)。

4、广泛的适应性

MA60 系列适合 5,000 米左右高度巡航、时速 450 公里、储油可供 600 公里(航程在 90 分钟以内)以内的满载飞行, 可以在土跑道、草

皮、胶土跑道起飞着陆，这就意味着 MA60 系列可以执飞地形复杂或是不太发达边疆地区的航班任务。

凭借较低的购置成本、中等的质量和可靠性，借助中航技在海外市场耕耘多年、销售军民航空产品所建立起的遍布全球的营销网络(见附图 4)和国家优惠出口信贷支持，MA60 系列飞机将在国内及东南亚/南亚、大洋州、非洲、独联体、南美、中北美及加勒比海地区等海外发展中国家/地区市场占有一席之地。

四、未来 20 年拥有国内外市场 500 架的需求量

1、高油价和大型化趋势重新勾画支线飞机市场面貌。

始自 1990 年代初的“喷气狂热”终被近几年油价的飙升狂潮所扑灭(见附图 7)。曾经引领喷气支线飞机开创一个时代的舒适、快捷优势在步步紧逼的高油价面前已显得不那么重要。与此对照的是，涡桨飞机的燃油经济性优势在短途航线上得到凸现。在 500~600km 航线上，涡桨飞机单座运营成本可比喷气式飞机低 15~30%；在 500km 以内航线上，涡桨飞机单座运营成本较喷气式飞机甚至低 40%以上(见附图 9、10)。如果油价持续高烧不退，加之愈发严格的碳排放环保要求，2005 年起涡桨支线飞机市场的复苏就有可能演变为涡桨时代的“复辟”(见附图 11)，其重新成为航空公司首选，在 500km 以内航线上实现对 50 座喷气支线飞机的再替代。

北美航空公司工会“范围条款”(Scope Clauses)的松动和对提升燃油效率、降低成本的追求催生了全球支线飞机市场需求的另一结构性变化，那就是原来居于市场主流地位的 50 座级机型正逐渐让位于更高座级、更大型的飞机(见附图 6)。这一趋势无疑也同样在涡桨支线飞机领域上演，航空公司的签单情况明白无误的表明了这点。截至 2011 年上半年，全球两大涡桨支线飞机厂商 ATR 和 Bombardier 在手 246 架确认订单中，70 座级的 ATR72 和 Q400 占据了 95%强。50 座及以下级的机型中，仅余 ATR 42 还有 10 架订单，其他产品皆已停产。

2、全球和中国涡桨支线飞机市场远景谨慎乐观

结合全球主要商用飞机制造厂商和咨询机构的市场预测，我们预计伴随航空运输年均 4%左右的增速未来 20 年全球商用飞机交付量将达到 36,000 架。其中，支线机队的相对比重将稳定在 30%的水平上；而高油价因素将促使涡桨飞机在支线飞机中占比由当前的 33%提

升至 40%以上。考虑新增和替换需求, 20 年间全球涡桨支线飞机(≥ 30 座)的交付总量将达到 3,600 架, MA60 系列的潜在目标市场——亚洲、非洲、南美洲发展中国家市场将占据其中的 1/3(当前为 41%)。从近期市场表现看, 经历 2008 年全球性金融危机洗礼, 全球航空制造业正慢慢步入复苏, 接单情况逐渐好转, 但危机影响还远未过去。相比干线飞机厂商, 涡桨支线飞机市场复苏的基础更为脆弱, 厂商在手储备订单量仅相当于 2.2 年的交付量, 市场需求任何变动都将传导至厂商的产品交付上。

近几年国内涡桨支线飞机的市场需求状况, 只能用惨淡二字来形容。国内支线飞机保有量本就过低(见附图 13), 而就这数量有限的支线机队中涡桨飞机(≥ 30 座)所占的比重更是小的可怜(见附图 14)。自今年 8 月南航新疆公司的 5 架 ATR-72 退役后, 国内涡桨支线飞机机队就仅剩散落于奥凯、幸福和英安航空的 11 架 MA60 独撑局面。造成此种局面的主要缘于国内航空公司和消费者在适航性和舒适度方面对涡桨支线飞机的接受度低。因此, 近期的国内市场, 以 MA60 系列为代表的涡桨支线飞机的应用还将主要集中于环渤海、云贵及陕甘宁等西部地区, 用来执飞高密度的轮辐式省际“摆渡”快线航班, 其潜在的订单来源仅限于在上述地区运营的奥凯和幸福航空这类支线航空公司非常有限的市场需求。不过, 我们相信中国快速发展的航空运输市场、日益提升的国产航空产品品质及涡桨飞机本身经济性优势令这种状况不可能永远持续下去。谨慎预计未来 20 年国内航空运输量 RPK 年均复合增速为 7.0%; 支线飞机大型化趋势持续; 2030 年, 中国民航机队中支线飞机占比由当前不足 9%至少提升至 10%; 涡桨支线飞机在支线飞机机队中占比达到 15%。由此, 未来 20 年中国涡桨支线飞机的交付量(新增 + 替换)将到达 120 架。

3、未来 20 年拥有国内外市场 500 架的需求量

我们认为 MA60 系列基于自身竞争优势在中低端市场的准确定位, 可确保在亚洲、非洲、南美洲发展中国家市场继续保有当前的 30%市场占有率, 而在国内涡桨支线飞机市场则可占据半壁江山。结合上面未来 20 年全球及中国涡桨支线飞机市场的分析, 初步得出到 2030 年 MA60 系列国内外市场需求总数将达到 500 架。

由于 50 座级的 MA60/600 已不符合市场的主流需求, 适应大型化趋势, 西飞国际计划于 2015 年推出全新设计、面向国际市场的 70 座级机型——MA700, 作为新舟(MA)系列中代表未来新一代涡桨支线飞机国际水平的高端产品, 与 MA60、MA600 构成低中高全覆盖的完整产品系列。在此基础上, 中航工业集团提出到 2017 年新舟(MA)

系列成为全球涡桨支线飞机市场的主流机型，市场份额由当前的 10% 提升至 40% 以上。如果这一目标能够实现无疑将显著拓展新舟(MA) 系列的市场需求空间，西飞国际(000768.SZ)借此也将由市场补缺者跻身全球涡桨支线客机市场主流厂商的行列。

五、投资建议

维持“大市同步”的投资评级

公司年初计划全年交付 10 架 MA60/600，截至目前已完成 12 架的交付任务，超过原定目标，我们预计全年交付量将达到 15 架左右。根据上面我们对全球涡桨支线飞机市场发展前景和 MA60 系列接单趋势的分析并结合当前在手储备订单情况，未来 2 年 MA60/600 的年交付量当可保持在 10 架左右的水平上。

综合对公司军品及航空转包业务经营走势的分析预测，同时假定公司 2010 年上半年启动的非公开发行股份购买资产的重大资产重组年内可实施。考虑资产注入带来的业绩增厚，按可比口径计算 2011 ~ 2013 年公司营收预计分别增长-9.75%、16.99%和 13.55%。按定向增发后最新股本计算公司 2011 ~ 2013 年每股收益更新为 0.11、0.18 和 0.21 元。在当前股价水平下，维持对公司“大市同步”的投资评级。

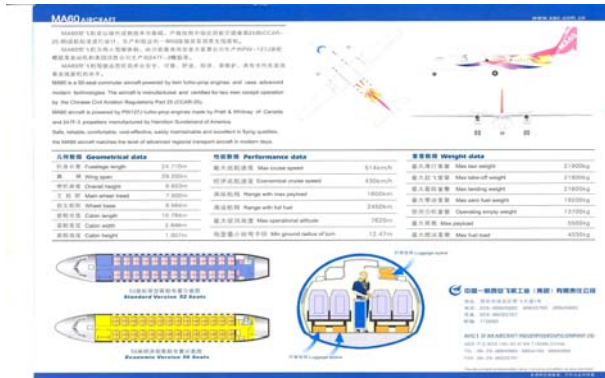
■ 业绩预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,534.45	13,280.55	14,973.15	17,002.49
年增长率(%)	28.09%	-6.72%	12.75%	13.55%
归属于母公司的净利润	345.56	297.63	466.40	555.44
年增长率(%)	19.49%	-51.75%	56.70%	19.09%
每股收益(元)	0.14	0.11	0.18	0.21
PER(X)	66.54	82.74	52.80	44.34

注：2010 年后有关指标按增发后总股本 2,653.83 百万股计算

附录:

图 1: MA60 的技术指标



资料来源: 上海证券研究所

图 2: MA60 52 座标准型的客舱布置



资料来源: 上海证券研究所

图 3: MA60 系列的客户分布



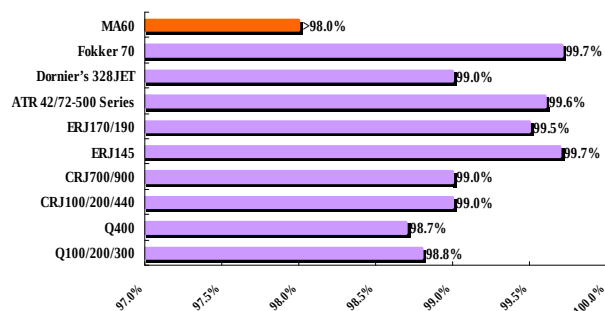
资料来源: 上海证券研究所

图 4: 中航技海外营销网络



资料来源: 中航技, 上海证券研究所

图 5: 全球各型号支线飞机的技术签派率比较



资料来源: 上海证券研究所

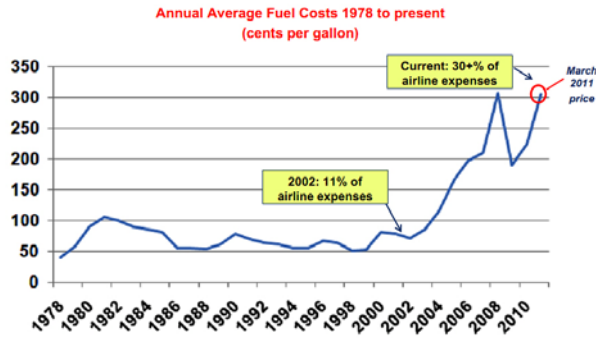
图 6: 欧洲支线飞机机队单机座位数的变化



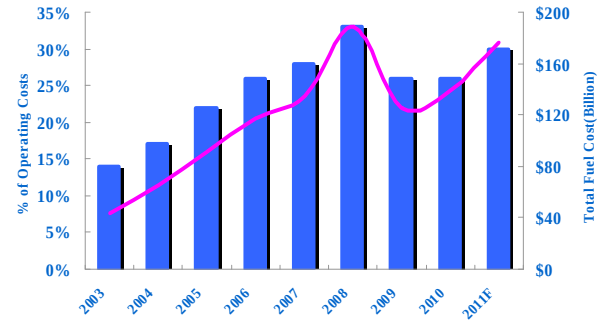
资料来源: ERA, 上海证券研究所

图 7: 1978 ~ 2010 年航油价格(美分/加仑)波动情况

图 8: 2003 ~ 2011 年全球航空公司燃油成本占比



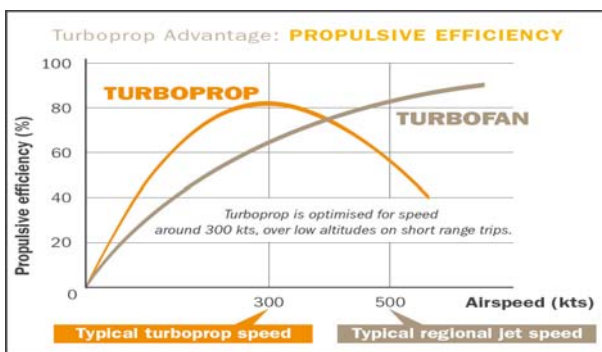
资料来源: IATA, 上海证券研究所



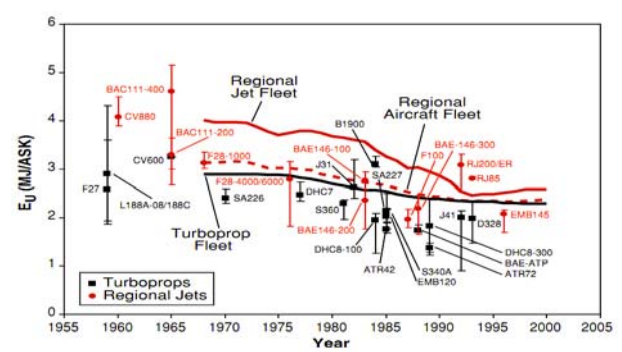
资料来源: 上海证券研究所

图 9: 涡桨与涡扇发动机推进效率对比

图 10: 涡桨支线飞机与喷气支线飞机燃油效率的比较



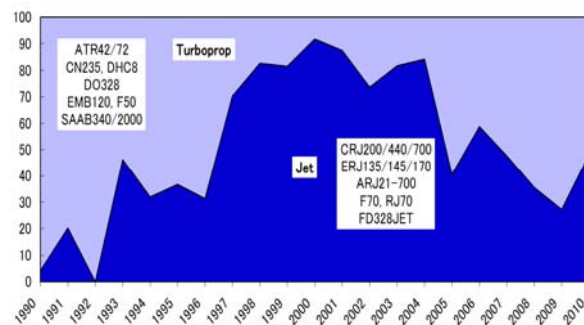
资料来源: ATR, 上海证券研究所



资料来源: MIT, 上海证券研究所

图 11: 全球 20~79 座支线机队中涡桨飞机所占比重

图 12: 各机构对未来 20 年全球商用飞机市场预测



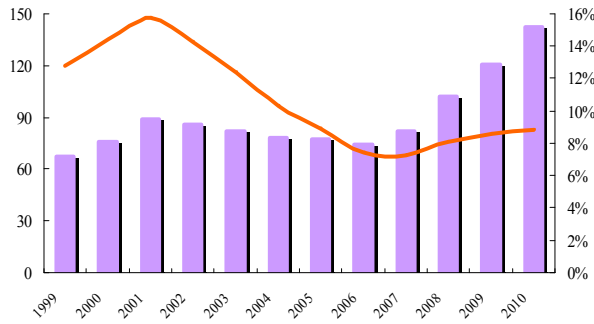
资料来源: Ascend, 上海证券研究所

机构名称	预测期	预测期内年均复合增长率	预测期内年均复合增长率	预测期内年均复合增长率	预测期内年均复合增长率
Airbus	2011-2020	全球RFP年均复合增长率4.0%	20座以上支线飞机2036架, 小型支线飞机421架, 大型支线飞机1,047架, 最大型支线飞机1,131架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架	-
Boeing	2011-2020	全球RFP年均复合增长率5.1%, 中国RFP年均复合增长率5.6%	大型支线飞机1,047架, 中型支线飞机1,047架, 小型支线飞机1,047架	大型支线飞机1,047架	大型支线飞机1,047架
中航国际	2011-2020	全球RFP年均复合增长率4.9%, 中国RFP年均复合增长率7.4%	12座支线飞机1,047架, 18座支线飞机1,047架, 24座支线飞机1,047架, 30座支线飞机1,047架, 40座支线飞机1,047架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架
Bankers Trust	2011-2020	-	-	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架
Ernst & Young	2011-2020	全球RFP年均复合增长率5.2%, 中国RFP年均复合增长率7.2%	120-200座支线飞机1,047架, 200座以上支线飞机1,047架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架
ATP	2011-2020	全球RFP年均复合增长率5.2%	-	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架
中航工业	2011-2020	全球RFP年均复合增长率5.2%, 中国RFP年均复合增长率7.1%	110座支线飞机1,047架, 130座支线飞机1,047架, 200座支线飞机1,047架, 240座支线飞机1,047架, 400座支线飞机1,047架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架
Capgemini	2011-2020	全球RFP年均复合增长率7.0%	-	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架	30-60座1,402架, 70-120座1,402架, 130-150座1,402架
Boeing	2011-2020	全球RFP年均复合增长率4.0%	30座支线飞机1,047架, 40座支线飞机1,047架	大型支线飞机1,047架	-

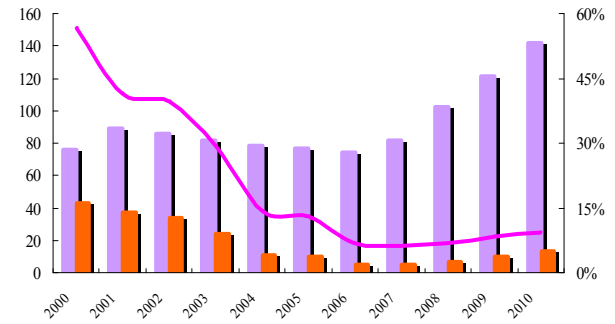
资料来源: 上海证券研究所

图 13: 国内支线飞机保有量及占民航机队比重

图 14: 国内支线飞机机队涡桨飞机所占比重



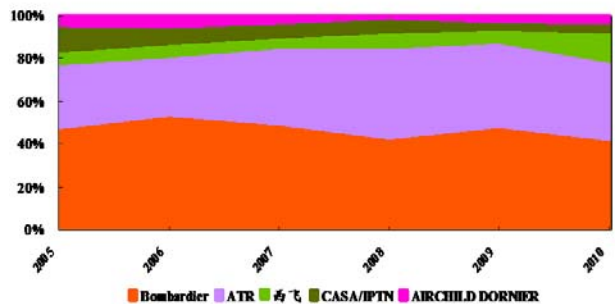
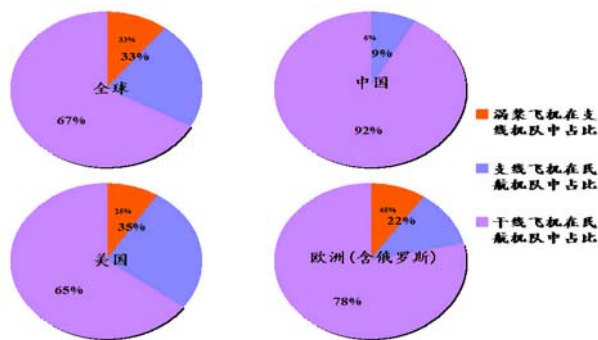
资料来源：民用航空局，上海证券研究所



资料来源：民用航空局，上海证券研究所

图 15: 全球各国民航机队和支线机队构成比较

图 16: MA60 的全球市场占有率(以交付量计)



资料来源：RAA，ERA，上海证券研究所

资料来源：Ascend，上海证券研究所

附表 1: MA60 系列国内外运营事故一览

时间	所属航空公司	事故发生地	事故概况
2000 年 6 月 22 日	武汉航空公司	汉口王家墩机场	降落时，错误进入强雷雨，受微下击暴流袭击，失去控制并坠地。机上 38 名旅客和 4 名机组人员无人生还，并造成地面 7 人死亡。
2002 年 8 月 7 日	武汉航空公司	宜昌三峡机场	机场训练降落时忘记放起落架，飞机以机腹着陆，无人员伤亡，但飞机严重受损。
2006 年 8 月 9 日	赞比亚空军	宜昌三峡机场	训练降落时以 40 节速度冲出跑道 20 多米，陷入草坪的软泥中，无人员伤亡、飞机无损伤。
2008 年 10 月 25 日	老挝航空公司	巴克赛机场	飞机滑出跑道，无人员伤亡、飞机无损伤。
2009 年 1 月 11 日	菲律宾飞龙航空 (Zest Airways)	菲律宾阿克兰省卡蒂克兰机场	飞机降落时起落架撞击护栏，飞机急剧左偏在水平空转 180 度后撞上机场水泥墙。2 人重伤，25 人轻伤(含地面 3 人)，飞机报废。
2009 年 6 月 25 日	菲律宾飞龙航空 (Zest Airways)	菲律宾长滩岛机场	顺风降落时接地偏晚，速度偏快，冲出跑道，冲上草地，无人伤亡。
2009 年 11 月 3 日	津巴布韦航空公司	津巴布韦哈拉雷机场	起飞滑跑过程中撞上入侵跑道的一头疣猪，左侧主起落架坍塌，左机翼和左发动机受损，飞机滑出几百米，冲出跑道。左翼严重弯曲，左侧螺旋桨损坏，桨叶撞到机身左边。机身因为螺旋桨桨叶撞击和在跑道滑行

而严重受损。

2010 年 7 月 14 日	印尼 鸽 记 航 空 (Merpati Nusantara Airlines)	印尼 马 塔 兰 市 机 场	客舱电路短路取消航班
2011 年 2 月 19 日	印尼 鸽 记 航 空 (Merpati Nusantara Airlines)	印尼 古 邦 机 场	准备调头起飞时从左侧偏离跑道，没有人员受伤。
2011 年 3 月 18 日	玻利维亚 TAM 航空 公司	玻利维亚 鲁 雷 纳 瓦 克 机 场	降落过程中起落架系统失效无法放下，飞机被迫机腹着陆，无人员伤亡，飞机严重损坏。
2011 年 5 月 7 日	印尼 鸽 记 航 空 (Merpati Nusantara Airlines)	印尼 西 巴 布 亚 省 凯 马 纳 机 场	降落过程中坠海，飞机断成两截沉入海底，机上 27 人全部遇难。
2011 年 7 月 26 日	印尼 鸽 记 航 空 (Merpati Nusantara Airlines)	印尼 东 努 省 (East Nusa Tenggara) 西 芒 加 莱 县 (West Manggarai) 拉 布 安 峇 佐 镇 (Labuan Bajo) 科 摩 多 (Komodo) 机 场	降落时撞到跑道指示灯，致使轮胎爆胎

资料来源：上海证券研究所

附表 2：公司损益简表及预测 (单位：百万元)

指标名称	2010A	2011E	2012 E	2013 E	2014E
营业总收入	10,534.45	12,798.22	14,973.15	17,002.49	18,638.72
营业成本	9,382.60	11,111.03	12,891.58	14,624.86	16,046.30
营业税金及附加	8.63	19.20	22.46	25.50	27.96
销售费用	416.49	255.96	299.46	340.05	372.77
管理费用	359.65	998.26	1,122.99	1,275.19	1,397.90
财务费用	-5.07	34.61	57.82	50.43	57.01
资产减值损失	20.04	30.00	30.00	30.00	30.00
投资收益	21.06	25.00	27.50	30.25	33.28
营业利润	373.16	371.98	576.35	686.70	740.06
营业外收入	64.58	20.00	22.00	23.10	23.10
营业外支出	4.83	3.00	5.00	5.00	5.00
利润总额	432.90	388.98	593.35	704.80	758.16
所得税费用	55.69	58.35	89.00	105.72	113.72
净利润	377.21	330.63	504.35	599.08	644.43
少数股东损益	31.65	33.00	37.95	43.64	50.19
归属于母公司所有者的净利润	345.56	297.63	466.40	555.44	594.25
摊薄 EPS(元)	0.13	0.11	0.18	0.21	0.22

资料来源: Wind, 上海证券研究所; 2010 年后指标为考虑资产注入交易的备考预测值

附表 3: 宇航及防务(A&D)行业重点公司相对估值比较

公司名称	股票代码	货币	股价	EPS			PER			PBR
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	
江南红箭	000519.SZ	CNY	10.21	0.06	-0.03	0.01	170.10	-351.13	780.67	5.61
中航动控	000738.SZ	CNY	11.34	0.18	0.23	0.26	63.24	49.30	42.87	4.46
西飞国际	000768.SZ	CNY	9.28	0.14	0.11	0.18	66.54	82.74	52.80	2.47
中航精机	002013.SZ	CNY	18.31	0.16	0.55	0.62	113.03	33.54	29.68	8.23
海特高新	002023.SZ	CNY	12.87	0.20	0.25	0.31	65.06	51.48	41.52	3.86
奥普光电	002338.SZ	CNY	42.13	0.60	0.68	0.76	70.11	61.75	55.26	5.61
高德红外	002414.SZ	CNY	18.88	0.47	0.57	0.64	40.45	33.30	29.31	2.38
国腾电子	300101.SZ	CNY	30.90	0.41	0.37	0.48	76.15	84.42	63.81	6.01
哈飞股份	600038.SH	CNY	22.58	0.35	0.43	0.32	63.66	52.61	69.97	5.33
中国卫星	600118.SH	CNY	21.04	0.30	0.35	0.43	70.79	60.81	49.38	7.90
光电股份	600184.SH	CNY	30.28	0.42	0.46	0.53	72.16	65.22	57.13	6.48
洪都航空	600316.SH	CNY	23.15	0.20	0.23	0.27	113.56	102.21	85.74	3.65
航天动力	600343.SH	CNY	14.79	0.10	0.18	0.23	146.87	84.18	64.78	3.37
中航电子	600372.SH	CNY	30.43	0.16	0.62	0.71	185.68	49.17	42.76	7.64
成发科技	600391.SH	CNY	19.81	0.26	0.63	0.73	77.35	31.22	27.15	2.26
中兵光电	600435.SH	CNY	9.24	0.27	0.12	0.13	34.60	74.69	68.83	3.24
航天晨光	600501.SH	CNY	9.63	0.18	0.22	0.25	53.24	44.36	38.75	3.40
贵航股份	600523.SH	CNY	13.93	0.35	0.42	0.47	39.80	33.33	29.71	2.61
ST 高陶	600562.SH	CNY	35.72	0.18	0.74	0.81	198.69	48.35	43.96	9.80
航天通信	600677.SH	CNY	10.26	0.36	0.56	0.08	28.86	18.38	135.40	3.52
中航重机	600765.SH	CNY	10.39	0.30	0.35	0.40	35.12	29.69	25.93	2.84
航天电子	600879.SH	CNY	9.56	0.20	0.17	0.20	47.78	56.21	46.84	2.46
航空动力	600893.SH	CNY	14.22	0.19	0.23	0.26	74.06	61.97	55.56	4.02
国内市场样本均值							69.24	52.81	46.89	4.66
中航科工	2357.HK	HKD	2.31	0.15	0.12	0.14	15.30	19.25	16.15	1.41
香港市场样本均值							15.30	19.25	16.15	1.41
Boeing Co.	BA.US	USD	62.37	4.49	4.21	5.23	13.89	14.81	11.93	9.76
Honeywell International Inc.	HON.US	USD	45.00	2.61	3.96	4.45	17.24	11.38	10.12	2.92
Lockheed Martin Corp.	LMT.US	USD	72.49	8.03	7.50	8.65	9.03	9.67	8.38	7.40
Raytheon Co.	RTN.US	USD	41.26	4.94	5.02	5.53	8.35	8.22	7.46	1.43
Northrop Grumman Corp.	NOC.US	USD	53.27	6.91	6.88	7.07	7.71	7.75	7.53	1.22
EADS NV	EAD.FP	EUR	21.59	0.68	0.85	1.72	31.75	25.37	12.54	1.55
FINMECCANICA SPA	FNC.IM	EUR	5.38	0.71	0.50	0.73	7.58	10.80	7.37	0.45
DASSAULT AVIATION SA	AM.FP	EUR	615.00	26.40	35.74	39.09	23.30	17.21	15.73	1.40

BOMBARDIER INC	BBD/B.CN	CAD	3.87	0.42	0.47	0.56	9.21	8.27	6.92	5.61
ROLLS-ROYCE GROUP	RR.L	GBP	6.11	0.29	0.45	0.49	21.05	13.72	12.36	2.41
General Dynamics Corporation	GD.US	USD	58.18	6.88	7.18	7.66	8.46	8.10	7.60	1.51
United Technologies Corp.	UTX.US	USD	72.42	4.82	5.46	6.08	15.02	13.27	11.91	2.90
国际市场样本均值							14.38	12.38	9.99	3.21

资料来源: Wind, BLOOMBERG, 上海证券研究所; 股价以 9 月 29 日收盘价计

分析师承诺

分析师 魏成钢

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。