

信息化武器增长前景广阔

推荐 维持评级

分析师：鞠厚林 ✉: juhoulin@chinastock.com.cn ☎: 010-66568946

1. 事件

近期，以色列军队全面进攻加沙，重创哈马斯，成为全球关注的焦点。我们从军事力量及武器装备的角度关注此事，并对军工行业的发展趋势以及军工行业上市公司的投资价值进行分析。

2. 我们的分析与判断

1)以军正规军包括陆海空三个兵种，陆军拥有坦克超过 3000 辆、装甲侦察及输送车近万辆，牵引炮、火箭炮、高炮等各有数百至上千门，地地导弹及地空导弹若干部；空军装备作战飞机 446 架，武装直升机 133 架，具有信息化作战能力。哈马斯武器装备落后，数量也有限，步兵轻武器勉强够用，重火器和压制火力寥寥无几，还有一些火箭和反坦克导弹，没有坦克、飞机和武装直升机。

2)军事装备的差异是以军制胜的重要因素，尤其是以军在精确制导武器方面具有明显优势。精确制导武器能够获取并利用攻击目标的位置、图像信息，修正自己的弹道，以准确命中目标的弹药，主要包括各式导弹、火箭弹、制导炮弹。二十世纪九十年代以来的几次局部战争中，精确制导武器占所使用武器的 70%以上，成为决定战争胜负的关键。

3)我国的航天、航空、兵器、船舶等军工集团都在发展精确制导武器，其中航天科工集团在导弹等领域具有明显的优势。近十年来，我国信息技术在军事装备上的应用，精确制导武器发展较快，不但在很大程度上提升了我国的国防实力，在国际市场上也有一定的需求，主要是部分发展中国家由于自身能力所限，有进口需求。

4)上市公司中，火箭股份、航天电器的遥测遥感元器件是精确制导系统的重要组成部分；航天通信在国内便携式导弹制造领域具有重要地位；中兵光电的火箭弹控制系统是公司最重要的业务，在国内及国际市场上具有需求潜力。此外中航光电、新华光等公司及其大股东的业务也与精确制导的发展有一定联系。

3. 投资建议

2009 年军工行业受宏观经济的影响将明显小于其它制造行业，总体上仍将保持稳定增长的态势。重点公司 2009 年平均市盈率约为 21 倍。按 25 倍市盈率测算，仍有 20%左右的上升空间，维持“推荐”评级。

重点公司方面，近期我们持续推荐的火箭股份、中国卫星、中航光电的投资价值仍有一定的上升空间，维持“推荐”评级，对航天通信、中兵光电也保持关注。

火箭股份（600879）：中长期增长趋势依然向好

公司的机电组件产品目前需求不旺，但综合电子产品仍将稳定增长。预计随着公司在建项目未来一两年内陆续建成达产，将带来新的增长动力。预计 2008-2010 年每股收益分别为 0.53、0.60 和 0.75 元。公司未来仍可能继续整合大股东的经营性资产。

表 1：火箭股份（600879.SH）关键指标预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	1369.61	1843.92	2596.71	3018.620	3685.65
EBITDA(百万元)	331.23	407.79	474.77	553.58	691.03
净利润(百万元)	219.94	276.00	285.46	326.69	410.98
摊薄 EPS(元)	0.45	0.51	0.53	0.60	0.75
PE(X)	22.85	20.90	20.72	17.12	12.92
EV/EBITDA(X)	11.88	8.93	7.97	6.28	4.38
PB(X)	3.76	2.19	2.01	1.80	1.63
ROIC	15.01%	14.53%	12.27%	13.57%	17.77%
总资产周转率	0.57	0.52	0.48	0.47	0.48

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测：

航天产业和国防投入的稳定增长是公司业绩未来持续增长的主要驱动因素，预计我国航天产业和国防投入在未来 3-5 年内将保持 15%以上的复合增长率，由于受宏观经济形势以及军品需求变化的影响，预计公司 2009 年收入增长 13%以上，其中民品成为收入增长主要动力；2010 年以后军品增速将有所加快，收入增长将达到 20%，利润也将加快增长。

我们与市场不同的观点：

市场普遍对公司部分产品需求下降表示担忧。我们认为，公司组件产品需求下降对公司整体业绩影响有限，2009 年底以后随着新项目的建成投产，将给公司带来新的业绩增长动力，因此短期的业绩压力不改变中长期的增长空间和公司投资价值。而且公司未来仍将收购大股东资产，有利于提升公司价值，

公司估值与投资建议：

按绝对法估值，公司合理估值为 13 元以上，按 2009 年 20 倍市盈率，公司合理估值为 12.4 元。综合两种估值方法，我们给予 12-13 元的估值区间，维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

如果公司对大股东资产进行整合，或者国家出台政策支持航天产业发展，将对公司股价形成推动。

主要风险因素：

如果国家对航天及军工行业的投入减少，将对公司业绩产生影响

中国卫星（600118）：两翼齐飞 成长预期明确

公司卫星制造业务和卫星应用业务在未来 2 年将保持不低于 30% 的增速，而且中长期的发展空间巨大。预计 2008-2010 年每股收益分别为 0.55、0.73 和 0.90 元。我们预计，公司继续对大股东的卫星资产进行整合，业绩将有爆发性增长。

表 2：中国卫星（600118.SH）关键指标预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入（百万元）	903.17	1012.17	1616.37	1929.92	2311.12
EBITDA（百万元）	86.80	89.43	792.23	726.17	716.02
净利润（百万元）	62.60	87.80	162.31	215.65	265.45
摊薄 EPS（元）	66.43	62.00	33.82	25.48	20.67
PE（X）	12.97	11.94	6.46	4.86	3.95
EV/EBITDA（X）	2.74	-6.69	-1.18	-2.04	-2.81
PB（X）	10.88	3.42	3.79	3.32	2.86
ROIC	-41.02%	-46.14%	-21.50%	6.06%	4.96%
总资产周转率	0.78	0.52	0.27	0.20	0.23

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测：

未来 5-10 年我国卫星产业将处于规模扩张的高潮时期，同时国家对自然灾害及资源勘探重视程度明显提高，卫星的发展和应用对国家战备日益重要。根据国外发展经验和市场规模测算，未来 3-5 年我国卫星行业将保持约 20% 的复合增长率，卫星应用产业将 35% 以上的增长率。公司处于国内小卫星研制的垄断地位，收购的卫星应用资产质地优良，我们预计未来 3 年公司业绩保持 20% 以上增长有很大保障。

我们与市场不同的观点：

市场普遍对卫星研制的增长速度和卫星应用领域的竞争存在疑虑。我们认为，我国正处于卫星规模加速扩张的黄金时期，2008 年-2010 年公司的卫星将逐步进入高潮阶段，未来的“十二·五”规划，卫星发射数量仍将大幅增长。公司的卫星应用资产是国内卫星应用领域最好的资产之一，依托五院的绝对优势，公司的卫星应用业务将在市场竞争中处于前列或龙头地位。

公司估值与投资建议：

□按绝对法估值，公司合理价值为 19.21 元；按相对法估值，我国卫星产业处于成长初期阶段按 2009 年 30 位市盈率，综合估值为 21.9 元。维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

公司将对五院资产继续整合，有利于通过外延式增长提高公司的业绩。

主要风险因素：

公司卫星应用产业面临的竞争对手较多，存在竞争的风险。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、中航光电（002179.SZ）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908