



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

简 评

中国：军工

《2008年中国的国防》白皮书点评

中金公司研究部

联系人：王黎明 wanglm@cicc.com.cn

分析员：罗 炜 luowei@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

2009年1月21日

事件：

2009年1月20日，我国发布了《2008年中国的国防》白皮书。该白皮书一方面继承了以往的结构，对我国面临的安全形势、国防政策等进行了阐述，另一方面也新增了若干章节，分别将军队各大军种的历史和发展建设情况进行了阐述。

简评：哈飞股份将受益于直升机产业的发展

整体上，白皮书对我国安全形势、国防政策的阐述与2006年的国防白皮书基本一致。在阐述各兵种近两年建设发展情况中最大的变化是强调了全面加强陆军航空兵建设。陆军航空兵主要装备武装直升机、运输直升机和勤务直升机，除了担任相关军事任务之外，还担任抢险救灾的空中输送和勤务保障等任务。在汶川大地震后的抗震救灾过程中，我国直升机、特别是大中吨位直升机数量少的问题也暴露无遗。全面加强陆军航空兵的建设，加快大中吨位直升机的研制势在必行。目前，上市公司中仅哈飞股份从事军民用直升机业务，将从中受益。由于我们并没有覆盖哈飞股份，我们并没有给予哈飞股份相关的投资评级。

对我国面临的国际、地区安全形势的判断变化不大，强调了台海局势的改善

与2006年的国防白皮书相比，2008年的国防白皮书对我国周边地区以及全球面临的安全形势的判断没有太大的变化，整体而言还是认为和平和发展是主流、但安全威胁因素不断出现。与2006年相比，最大的不同是对台海局势的分析有了较大的变化，2008年的国防白皮书提出两岸关系得到改善，台海局势发生积极变化。



表 1：2006、2008 年国防白皮书对安全形势的判断

《2006年中国的国防》	《2008年中国的国防》
对全球安全形势的判断 世界大战和大国全面对抗在较长时间内可以避免 国际社会安全威胁日趋综合化、多样化和复杂化，天下仍不太平 军事竞争加剧、一些发达国家加大军事投入，许多发展中国家加强军队建设	对全球安全形势的判断 世界性全面大规模战争在较长一段时间内可以避免 地区动荡扩散、热点问题增多、局部冲突和战争此起彼伏 国际军事竞争更加激烈、一些大国加大国防投入、一些发展中国家提升军力
对亚太安全形势的判断 亚太地区安全形势保持基本稳定 亚太地区安全中的复杂因素继续增多	对亚太安全形势的判断 亚太地区安全形势总体稳定 亚太地区安全仍存在较多不确定因素
对我国安全形势的判断 中国的安全环境总体有利 反对和遏制“台独”分裂势力的斗争复杂严峻 中国的安全仍面临不容忽视的挑战	对我国安全形势的判断 中国的安全环境继续有所改善 台海局势发生重大积极变化，两岸关系得到改善 中国仍面临长期、复杂、多元的安全威胁与挑战

资料来源：新华网

我国的国防政策没有发生变化

2008 年的国防白皮书中依然提出我国奉行防御性的国防政策，三步走的发展战略和国防政策的基本内容没有发生变化。

表 2：我国的国防政策没有发生变化

《2006年中国的国防》	《2008年中国的国防》
奉行的国防政策 我国奉行防御性的国防政策	奉行的国防政策 我国奉行防御性的国防政策
国防的三步走发展战略 到2010年前打下坚实基础 2020年前后有一个较大的发展 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	国防的三步走发展战略 到2010年前打下坚实基础 2020年前基本实现机械化、信息化取得重大进展 21世纪中叶基本实现国防和军队现代化
国防政策的基本内容 维护国家安全统一、保障国家发展利益 实现国防和军队建设全面协调可持续发展 加强以信息化为主要标志的军队质量建设 贯彻积极防御的军事战略方针 坚持自卫防御的核战略 营造有利于国家和平发展的安全环境	国防政策的基本内容 维护国家安全统一、保障国家发展利益 实现国防和军队建设全面协调可持续发展 加强以信息化为主要标志的军队质量建设 贯彻积极防御的军事战略方针 坚持自卫防御的核战略 营造有利于国家和平发展的安全环境

资料来源：新华网



强调了陆军航空兵的发展

2008 年的国防白皮书与以往最大的不同就是增加了若干章节专门对各个军种的历史、现状和发展建设情况进行了阐述。通过与 2006 年的对比可以看出，陆军、海军、空军的发展思路是一贯的，其中陆军航空兵的发展在 2008 年被进一步强调。事实上，在汶川地震后的抗震救灾中，我国直升机数量少、应用落后的问题暴露无遗，第一时间前往灾区的直升机数量远远不能满足需求。全面加强陆军航空兵建设，推进我国直升机产业的发展势在必行。

表 3：各军种的发展建设情况

《2006年中国的国防》		《2008年中国的国防》	
陆军		陆军	机动作战、立体攻防，逐步推进由区域防卫向全域机动转变 重点加强战役战术导弹、地空导弹部队和特种部队
	炮兵、防空兵陆续列装野战防空导弹、侦查预警雷达、火控系统 优先发展陆军航空兵、轻型机械化部队和信息对抗部队		加快发展陆军航空兵、轻型机械化部队和信息对抗部队
陆军航空兵		陆军航空兵	
重点加强快速投送、精确打击、远程突击和保障能力建设		全面加强火力突击、机降作战、空中机动和空中勤务支援等能力训练，积极参加防空维稳、封边控边、抢险救灾和联合军演等行动	
海军		海军	增强近海海域整体作战能力，把信息化作为战略重点 建造新型国产潜艇、驱逐舰、护卫舰和飞机
	按照近海防御战略要求，把信息化作为战略重点 加强新一代武器装备建设		
空军		空军	
建设一支攻防兼备的信息化空中作战力量 重点发展新型战斗机、防空反导武器、指挥自动化系统等装备		加快实现由国土防空型向攻防兼备型转变 发展新型战斗机、防空反导武器、加强指挥控制系统建设	

资料来源：新华网

哈飞股份将受益于直升机产业的发展

我国直升机产业从仿制苏联开始，经过多年开展，初步具备了自主研发能力，也初步形成了行业格局，核心企业包括哈飞、昌飞两家总装企业，其中仅哈飞上市。

哈飞股份是我国“一五”期间 156 项重点工程之一，是我国建设的第一批航空制造企业。目前公司主要产品直 9 系列是我国改进型号最多，应用最广的多用途直升机平台，产品销售收入占公司收入的 80%。哈飞股份将受益于直升机产业的发展。由于我们并没有覆盖哈飞股份，并没有给予哈飞股份相关的投资评级。



表 4: 我国现役的直升机

型号类型	生产单位	最大起飞重量 (吨)	用途	列装时间
SA341/342	法国宇航	1.9	反坦克	1988
SA321	法国宇航	13.0	舰载多用途	1966
S-70	美国西科斯基	9.2	多用途	1984
米8/17	苏联米里	11.0	多用途	1991
EC120	哈飞	1.8	多用途	n.a.
直8	昌飞	13.0	多用途	1989
直9	哈飞	3.9	多用途	1982年后

资料来源: 中华网军事频道

我们没有正式覆盖哈飞股份, 所附是 Wind 上资本市场关于哈飞股份主要财务指标的预测平均值以及其股价走势图。

近期股价表现与主要财务指标

(单位: 百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
			市场平均预测值		
营业收入	2,004	2,144	2,323	2,578	2,924
(+/-%)	36%	7%	8%	11%	13%
营业利润	100	104	109	123	137
EBITDA	131	131	148	161	165
归属母公司净利润	97	97	101	123	143
(+/-%)	17%	1%	4%	22%	16%
ROE(%)	8.4	8.2	7.9	8.3	8.6
每股经营现金流 (元)	0.14	-0.55	2.49	-1.50	2.14
每股收益 (元)	0.29	0.29	0.30	0.37	0.42
每股净资产 (元)	3.38	3.65	3.90	4.19	4.51
市盈率	39.66	39.35	37.85	31.10	26.84
市净率	3.36	3.11	2.92	2.71	2.52

	A股
当前股价	人民币11.36
股票代码	600038.CH
日成交量 (百万股)	2.3
52周最高价/最低价	人民币29.24/7.00
发行股数 (百万股)	337
其中: 流通股 (百万股)	168
主要股东 (持股比例)	哈尔滨航空工业 (集团) 有限公司 (50.05%)



资料来源: Wind



附表：航空航天企业估值表

公司名称	股价	市值	市盈率			市净率		
	2009-1-20	(百万美元)	08E	09E	10E	08E	09E	10E
国内								
成发科技	14.77	284	28.96	29.88	27.80	3.46	3.24	2.97
洪都航空	14.58	752	45.58	37.65	29.39	2.63	2.50	2.35
哈飞股份	11.36	560	37.85	31.10	26.84	2.92	2.71	2.52
西飞国际	15.08	2,483	46.59	42.79	36.89	1.93	1.85	1.76
航天电器	7.15	345	22.43	17.51	14.11	2.16	1.94	1.73
火箭股份	10.33	817	21.13	17.75	14.13	1.99	1.81	1.65
平均值			32.94	29.12	24.46	2.43	2.27	2.09
中值			28.96	29.88	27.80	2.16	1.94	1.76
国外								
GENERAL ELECTRIC	13.96	146,522	7.33	10.04	9.93	1.12	1.16	1.13
ROLLS-ROYCE GROU	317.50	8,149	8.94	9.26	9.05	1.49	1.36	1.26
GOODRICH	38.24	4,707	7.63	7.62	7.33	1.64	1.41	1.26
LOCKHEED MARTIN	82.16	32,914	10.63	10.49	9.45	3.26	2.73	2.37
BOEING CO	42.46	31,116	9.33	7.44	7.62	3.35	2.55	2.12
RAYTHEON CO	52.67	21,809	13.05	11.48	10.60	1.72	1.57	1.51
GENERAL DYNAMICS	54.59	21,282	8.84	8.08	7.80	1.51	1.33	1.13
UNITED TECH CORP	51.10	48,576	10.43	10.72	10.31	2.26	2.05	1.90
EADS NV	13.29	14,000	7.91	7.77	8.88	0.79	0.74	0.71
MTU AERO ENGINES	19.04	1,282	5.16	6.00	6.03	1.49	1.29	1.14
平均值			8.92	8.89	8.70	1.86	1.62	1.45
中值			8.84	8.08	8.88	1.51	1.36	1.26

资料来源：公司数据，彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。