

向共和国致敬

——建国 60 周年大阅兵



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

军工行业

报告日期

2009 年 1 月 23 日

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63326775

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

事件:

- 1 月 20 日, 在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上, 解放军总参谋部作战部战略规划局副局长蔡怀烈表示, 中华人民共和国成立 60 周年之际将举行国庆首都阅兵, 有关准备工作已经展开。

我们的观点:

- 我们在《重装上阵, 谁与争锋——2009 年军工行业投资策略报告》中提到的, 2009 年中国将举办建国 60 周年大阅兵, 将成为 09 年军工行业投资的重大主题。伴随困难重重的宏观经济, 动荡不安的国际局势, 2009 年天安门广场上的阅兵将向世界展示我国的国威、军威, 向世界传递中华民族自强不息的信心。
- 阅兵将进一步增强民族自豪感和凝聚力, 对社会经济发展产生深远影响。**军事力量是国家实力的集中体现, 阅兵的意义绝不仅是一场表演。前苏联解体后, 俄罗斯取消了一年一度的红场阅兵式, 直到 1996 年, 实行休克疗法的经济仍然没有摆脱危机 (GDP 下降 6%), 社会问题矛盾重重, 为了振奋人心, 克林姆林宫决定恢复红场阅兵 (这一年普京由圣彼得堡副市长升任俄罗斯总统事务管理局副局长)。1997 年, 俄罗斯经济终于停止下滑 (GDP 增长 0.4%), 社会发展出现积极迹象, 1999 年, 普京出任俄罗斯总统并开始带领俄罗斯走向大国复兴的道路。
- 60 周年大阅兵是我国新时期国防战略的缩影。**《2008 年中国的国防》白皮书再次阐述了中国奉行积极防御的国防政策, 我国国防是以保护国家主权、安全、领土完整, 保障国家发展和人民利益为使命的, 针对国际上某些大国长期以来对我国军事建设缺乏透明度的诟病, 我国以开放的态度发表国防白皮书并进行阅兵活动将有力的回击这一质疑。而军事实力的展现, 也有助于震慑国内外的不安定因素, 遏制危机和战争爆发的可能性, 更好的贯彻积极防御的战略方针。
- 60 周年大阅兵是我国军事装备建设的集中展示。**立足于打赢信息化条件下局部战争的战略要求, 以我国军事工业整体实力的提高和重点装备型号的不断完善为基础, 此次参阅的国产主战装备在性能和种类上都将超过历次阅兵。国防白皮书明确指出, 通过不断加强武器装备基础能力建设, 提高武器装备设计开发的信息化水平, 我国的武器装备供给能力已经实现了跨越式发展, 以歼 10、歼 11B 战斗机、99G 主战坦克、巨浪 2 潜射导弹为代表的新一代装备有望在阅兵中亮相。现代化武器是我军装备建设的重点, 同时也是阅兵式的亮点。
- 围绕 60 周年大阅兵的军品订单是军事工业快速发展的体现。**由于需要大量最新型号的主战装备参与阅兵式, 大阅兵对相关军品会带来一定的集中采购 (这也与我们从相关上市公司了解到的情况相符)。另外, 从最近对部分军工企业的调研中我们也获悉, 在宏观经济衰退的情况下, 军工行业仍然保持了稳定, 军工产品订单在民品大幅下滑的同时不但没有减少, 反而稳中有升, 新品收入占比不断提高, 新品立项和预研项目持续增加。随着国产高新技术武器的大量列装和更新一代装备的研发突破, 拥有核心技术的军工企业发展将持续向好。
- 60 周年大阅兵是国之盛事, 世人瞩目, 也将是军工行业投资的重大主题, 相关上市公司将具有一定的主题投资机会, 建议关注: 北方创业、航空动力、力源液压、中航光电、新华光、哈飞股份和中兵光电等。

附图 1：我国部分阅兵



1949年

检阅者：毛泽东主席

情 况：新中国成立后第一次阅兵，受阅官兵1.6万余人，火炮119门，坦克和装甲车152辆，汽车222辆，飞机17架，军马2344匹。



1950年

检阅者：解放军总司令朱德元帅

情 况：朱德总司令在国庆阅兵式上发布命令，就朝鲜战争爆发、美军乘机进驻中国领土台湾的局势，要求中国人民解放军做好战斗准备。19天后，志愿军出兵朝鲜。



1953年

检阅者：解放军总司令朱德元帅

情 况：朝鲜战争结束，中国人民志愿军代表团出现在天安门观礼台上。该次阅兵仪式上，火箭炮兵方队第一次出现在受阅队伍中，使用的是苏制“卡秋莎”火箭炮。



1954年

检阅者：国防部长彭德怀元帅

情 况：1954年第一届全国人民代表大会召开，新中国转入社会主义革命和建设新时期。受阅部队包括15个各兵种方队和一个航空兵梯队，整个阅兵历时63分钟。



1957年

检阅者：国防部长彭德怀元帅

情 况：国产喷气式轰炸机、歼击机第一次通过天安门上空接受检阅，其中有飞机在抗美援朝战争中建立过功勋。



1959年

检阅者：国防部长林彪元帅

情 况：受阅部队由15个徒步方队、14个车辆方队和6个空中梯队组成，共11018人。武器装备基本上是国产的，标志着中国军队建设取得了巨大成就。



1984年

检阅者：中央军委主席邓小平

情 况：经历了文化大革命和对越自卫反击战，改革开放的发展路线确立后举行的第一次阅兵，中央军委主席邓小平乘敞篷车检阅了部队，并在天安门城楼发表讲话。



1999年

检阅者：中央军委主席江泽民

情 况：党的第三代领导核心第一次在天安门广场检阅三军部队。此次阅兵国防科技含量增大，高科技武器装备已开始成为主战武器，且这些武器装备绝大部分为。

附图 2：60 周年有望亮相的我国最新装备



型号：99G
研制单位：北方车辆研究所
生产单位：内蒙古第一机械厂
旗下上市公司：北方创业



型号：某型轮式装甲车
生产单位：内蒙古第一机械厂
旗下上市公司：北方创业



型号：歼 10
研制单位：成飞设计研究院
生产单位：成都飞机制造集团



型号：歼 11B
研制单位：沈飞设计研究院
生产单位：沈阳飞机制造集团



型号：直 9WA
研制单位：哈飞集团
旗下上市公司：哈飞股份

资料来源：东方证券研究所

军工、风电、铁路设备多点开花

- 北方创业大股东内蒙古第一机械厂制造（集团）有限公司，是国家“一五”期间 156 个重点建设项目之一，现隶属于中国兵器工业集团公司，是我国唯一生产重型主战坦克的国防军工生产基地，被称为兵器工业的“铁骑雄兵”，也是国家特大型工业企业和 520 户重点企业之一，员工 2.1 万人。内蒙一机生产的 99G 式主战坦克代表了我国主战坦克的最高水平，它有望在 60 周年国庆阅兵中参阅，并取代 10 年前的 98 式和 88 式成为大阅兵陆战装备的亮点。
- 内蒙一机集团三分公司资产置换进公司后，上市公司拥有了抗周期的军用特种车辆配件业务，未来前景受益国防工业发展。三分公司具有很强的制造能力，依托大股东的坦克制造背景，公司在军用装甲车结构件方面独具优势。三分公司曾为国家的航空航天事业生产了 1/4 飞碟模具、神五、神六宇宙飞船回收的天线转塔、724 所天线备架，利用自身的高强度、高硬度厚装甲板热处理制造技术等发展军品业务的同时，公司目前全力打造民用现代化特殊材料结构件制造业务。
- 公司铁路车辆业务受益国家 4 万亿大规模基础设施建设。根据最新调整后的规划目标，到 2020 年我国铁路营业里程将由原来规划的 10 万公里提高到 12 万公里，总投资规模由原来的 2 万亿元增加至 5 万亿元。2008 年 10 月份以来，已经有十余个铁路新项目火速开工，新项目审批速度明显加快。据测算，2009 年将安排机车车辆购置投资 1000 亿元以上，2009 到 2010 年 2 年计划安排机车车辆购置投资 3000 亿元左右。未来 4 年内计划安排机车车辆购置投资 5000 亿元，平均每年用于机车车辆购置投资约 1250 亿元。在铁路机车行业名列前茅的北方创业将大获裨益，2007 年机车生产增长达到 30%，预计未来几年将实现更快的业务增长。
- 公司的风电塔筒系列产品虽然目前收入规模较小，但是未来凭借公司在模具和大型精密结构件方面的业务优势，市场潜力巨大。风电塔架业务发展处于上升期，塔架由于体积重，占用空间大，远程运价昂贵等原因，造成其大多只能在风能资源丰富的地区生产。内蒙古风能资源占全国陆上风能资源总量的 40%，仅包头市“十一·五”期间规划的风电装机容量就达 800 万千瓦，这就给公司风电塔架等非铁路车辆业务的发展提供了良好的机遇。
- 我们预计公司 08、09 年净利润分别为 3224 万元、6360 万元，对应 EPS 分别为 0.19 元和 0.37 元，公司军品业务具有良好成长前景和抗周期性，而随着铁路、风电等民品业务的发展，公司有超预期发展的可能，我们给予公司“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63325888 × 6096

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

行业评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 1 月 22 日) 8.4

总股本/ A 股 (万股) 17323/17323

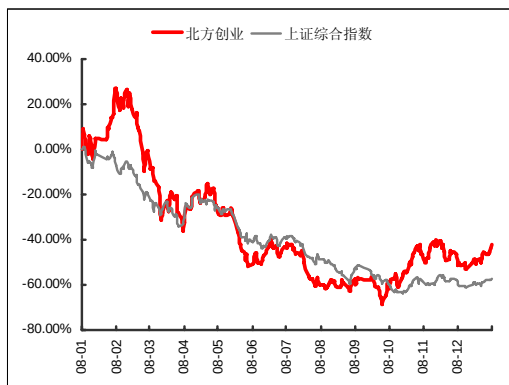
国家/地区 中国

行业 军工

报告日期 2009 年 1 月 23 日

资料来源: WIND

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.24	39.8	-40.0
相对表现 (%)	7.62	34.7	15.33

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万元)	1698.00	1756.65	2357.50	2472.50
净利润 (百万)	22.70	32.24	43.60	54.87
每股收益 (元)	0.15	0.19	0.25	0.31
市盈率(X)	56	44	23	20

资料来源: 东方证券研究所预测

航空发动机资产整合平台

- 西航集团是集航空发动机制造,航空发动机零部件外贸转包生产研发为一体的大型企业集团,参与了多个新型航空发动机的科研、制造任务,具有很强的自主创新能力,成功研制了我国第一台中等推力的加力式航空涡轮风扇发动机“秦岭”,为我国自行研制的“飞豹”歼击轰炸机提供动力设备。另外,公司还为“太行”、“昆仑”航空发动机及大功率燃气轮机提供零部件。西航集团 2007 年实现主营业务收入 38.48 亿元,同比增长了 25.5%,利润总额 6900 万元,同比增长 15%。
- **航空发动机及衍生产品业务:** 2007 年收入 19.8 亿, 占总收入 60%, 毛利率 18% (2006 年为 17.6%)。公司整机产品包括涡喷 8 (轰 6, 产量已很少)、涡扇 9——“秦岭”(歼轰 7 “飞豹”)、 涡扇 10——“太行”(歼 10、歼 11) 的燃烧室和高压涡轮、 涡喷 14——“昆仑”(歼 7、歼 8) 的高压压气机。高压压气机、主燃烧机、高压涡轮三个部件合起来称为核心机,是发动机的核心。其中主要产品是“秦岭”发动机和“太行”发动机部件。一航集团公开信息显示“秦岭”2007 年 12 月才完成生产定型(2003 年 7 月完成国产化技术鉴定), 这就意味着 2008 年秦岭才有可能进入大批量生产和列装阶段,但受制于产能和飞豹的新增数量,未来“秦岭”带来的收入增长不会太快(不太可能超过 20%)。除此之外,航空动力发动机业务还将受益于“太行”系列在歼 10 和歼 11B 上的批量装备。衍生品主要包括舰用 GT250000 燃机(乌克兰引进)燃气发生器、斯贝发动机改燃机以及派生燃机等部件生产。
- **航空发动机零部件外贸转包业务:** 2007 年收入 8.9 亿, 占总收入的 26%, 毛利率 15% (2006 年为 21%)。公司是我国最大的航空外贸转包企业,是多家世界知名发动机制造公司的近百种零件的海外唯一供应商,目前公司发动机转包产值占全球约 3.3%。经济危机导致 2008 年全球民机订单和交付量都在下滑,但已有订单仍可维持 2010 前年均约 20% 的增长。
- **非航空产品:** 2007 年收入 4.2 亿, 占总收入的 14%, 毛利率 24% (2006 年为 11%)。产品主要包括是机电商品和技术进出口、铝型材生产(按照每吨 2 万元估算,年收入约在 7000 万左右)、建筑装饰设计及施工、风力发电机制造。
- 作为我国重要的航空发动机制造企业,航空动力将在新中航的发动机子公司中成为重要的资产整合平台。西航集团承诺重组方案实施后,航空动力 2008 年、2009 年净利润率增长率将不低于 20%,如未实现相应目标,控股股东将以现金方式对差额部分予以补足,这也充分显示了西航集团对吉生未来发展的信心。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63325888 × 6096

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

行业评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 1 月 22 日) 14.88

总股本/A 股 (万股) 44234/44234

A 股市值 (百万元) 4950

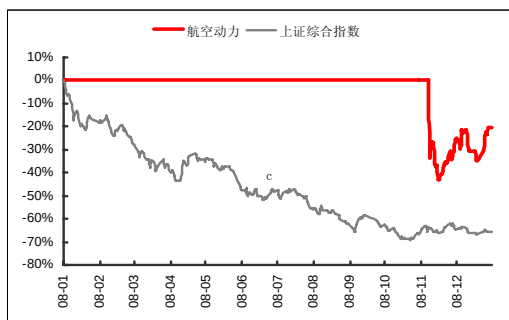
国家/地区 中国

行业 军工

报告日期 2009 年 1 月 23 日

资料来源: WIND

股价表现



评价周期 1 个月 3 个月 12 个月

绝对表现 (%) 29.50 2.12 2.12

相对表现 (%) 28.88 -3.05 53.21

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百)	3402	4056	4317	4559
净利润 (百万)	95	135	175	220
每股收益 (元)	0.19	0.27	0.35	0.44
市盈率(X)	93.1	41.4	32.9	26.2

资料来源: 东方证券研究所预测

力源液压 600765.SH

重机资产整合平台

投资要点:

- 公司通过去年年底的增发注入集团资产,形成了四大主业发展方向,确立了我国航空重机资产整合平台的重要地位。目前已经步入二次增发注入资产和技改扩产阶段,主业高速增长和巨大的航空重机资产整合潜力是其高速增长的驱动因素。
- 今年公司利用自有资金完成的收购运营情况良好。首先是马山永红:无锡马山地区是我国散热器生产厂商的聚集地,具有很好的区域竞争优势。其产品主要供应国内大型钢厂使用的散热器。散热器制造成本的 10%~15% 为铜,目前公司散热器业务的原材料成本出现下降的趋势。二是江苏金河:江苏金河的主要业务是精密铸件和机械加工,其可为液压、汽车、机床、冶金机械、矿山机械、工程机械、军工等行业提供各类高品质铸件及其机械产品,是苏北地区最大的精密铸件生产和加工企业。收购金河有效解决了公司铸造毛坯供货不及时、质量不稳定的问题。同时江苏金河的液压件业务提升了公司液压业务的整体竞争实力。
- 液压件业务(柱塞泵/马达)军工体系的技术与质量保证为其大开了巨大的替代进口空间,下游配套行业汽车起重机、小型挖掘机等产能的迅速膨胀拉动需求高速增长。二次增发技改扩产和收购资产后,开始向整体液压传动装置与系统开发领域拓展。虽然前三季度国内工程机械市场需求萎缩,公司与起重机和混凝土搅拌机等相关的液压件业务受到影响。为了应对这一形势公司积极开拓小型挖掘机(13 吨以下)和水泥罐车等新市场。公司之前主要是受限于产能有限并没有全力争取市场订单,目前的 market 情况下,公司业务具有较大的灵活性。
- 航空锻件业务国内市场占有率约 60%,在大航空、大飞机的行业背景下,市场需求迅速膨胀。二次增发技改扩产后,公司将大力拓展民用中高端锻件和国际航空锻件外包市场,进而打开该项业务的巨大增长空间。散热器业务技术已达到国际先进水平,约 80% 出口,二次增发进行技改扩产和收购资产后,产能瓶颈将逐步得到解决。
- 我们预计公司 2008 年、2009 年净利润分别为 1.4 亿元和 2.14 亿元,对应 EPS 分别为 0.38 元和 0.42 元,给予“增持”评级。


东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63325888 × 6096

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

行业评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2009 年 1 月 22 日)

16.3 元

总股本/A 股(万股)

35867/35867

国家/地区

中国

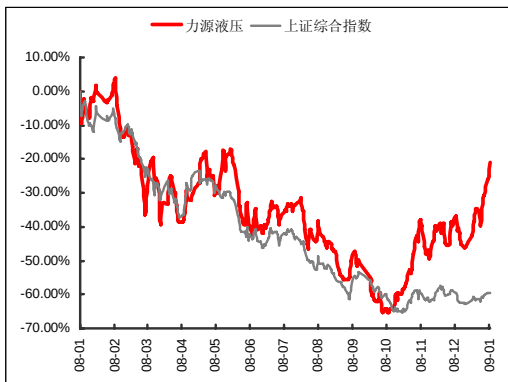
行业

军工

报告日期

2009 年 1 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	30.8	121.1	-20.9
相对表现 (%)	32.2	120.7	39.9

资料来源: WIND

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系,并且继续寻求发展这些关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

中航光电 002179.SZ

航空电子元器件资产整合平台

投资要点:

- 公司是国内较早从事专用电子连接器的企业,是目前国内规模最大的军用连接器制造企业,也是目前国内同行业中规模最大的同时具备研制和生产光、电两类连接器产品的专业化企业。
- 公司自成立以来,立足军工始终保持了稳定经营,进入新世纪后,在保证军品的基础上向民品开拓,近几年企业发展速度非常快。04 年上半年实现销售收入 5.04 亿元,同比增长 25.4%,毛利率相比一季度显著上升 5 个点至 34.51%。按照 25%所得税计算,上半年公司实现净利润 0.44 亿元,同比增长 5.51%。
- 2008 年上半年,一航兴华是最大亮点 一航兴华在航空连接器领域技术实力雄厚、毛利率甚至高于中航光电,但兴华净利率不足 2%,显著低于母公司 15%的水平。公司对一航兴华进行成功整合,上半年实现收入 1.51 亿元,同比增长 47%,利润总额 0.15 亿元,同比增长 62%,净利率大幅提升,公司通过加强管理、建立激励机制等方式对一航兴华的整合效果逐渐显现,预期一航兴华仍将是公司业绩增长的动力。
- 轻资产、轻制造、重研发 公司将 80%的制造业务采取 OEM 方式外包,小批量、多品种的快速研发能力才是公司的核心竞争力;公司研发人员近 200 人,在北京、深圳、上海设立研发中心,以贴近客户、提供快速的产品解决方案;公司已具备高达 20 万个型号连接器的研发能力,新产品占公司产品比例达三分之一以上。
- 军品业务提供稳定的现金流 公司军品业务技术实力雄厚,有稳定的成长能力和盈利能力,能为公司提供稳定的现金流。除航空领域外,公司产品在航天、舰艇、兵器、军用电子领域也具备实力。预计公司上半年军品订单增长 30%以上,而 09、10 年增长稳定。
- 民品业务大有可为、3G 是最大看点 通讯和工业是民用领域目标市场,公司到上半年已成功开拓华为、中兴、摩托罗拉、艾默生、诺基亚等高端通讯设备客户,产品品质与行业龙头泰科、富士康不相上下。未来大规模 3G 网络建设可以给公司业务带来快速增长的机遇,公司在 3G 网络建设中具有先入优势,而随着光缆替代铜缆的趋势,光器件业务空间巨大。此外公司正开拓电力、煤炭、风能、太阳能等工业连接器新领域。
- 估值具备优势、长期投资价值显现。我们预计公司 08、09 年净利润分别为 1.16 亿元、1.69 亿元,对应 EPS 分别为 0.72 元、1.04 元,公司具备稳定的成长前景,而随着 3G 等民品业务的发展,新中航航空电子元器件的整合,公司有超预期发展的可能,我们维持公司买入评级。


东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63326775

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

行业评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 1 月 22 日) 16.31 元

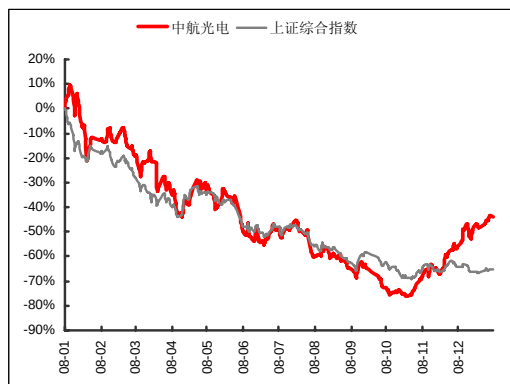
总股本/A 股 (万股) 17850/17850

国家/地区 中国

行业 军工

报告日期 2009 年 1 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	29.03	102.20	-43.74
相对表现 (%)	32.48	107.50	21.21

资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	614	817	1224	1518
主营业务利润	198	275	424	526
净利润	97	116	169	203
每股收益 (元)	0.56	0.72	1.04	1.33
市盈率 (X)	15.5	23.0	15.5	12.1

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：中航光电盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	968	958	1134	1307	主营业务收入	614	817	1224	1518
现金	575	502	421	419	主营业务成本	414	539	796	987
应收账款	179	227	351	434	主营业务税金及附加	3	3	5	5
其它应收款	6	12	19	20	主营业务利润	198	275	424	526
预付账款	11	0	0	0	营业费用	39	51	80	103
存货	121	154	236	288	管理费用	53	92	147	175
其他	76	64	107	146	财务费用	4	8	14	30
非流动资产	251	317	420	514	营业利润	103	124	183	218
固定资产	116	237	348	447	非经营性收益	6	6	8	10
无形资产	14	14	14	14	税前利润	109	130	191	228
其他	121	66	58	53	所得税	11	14	22	25
资产总计	1219	1276	1554	1821	少数股东权益	0	0	0	0
流动负债	339	304	420	501	净利润	97	116	169	203
短期借款	81	0	0	0	一航兴华净利润	4	25	32	70
应付账款	100	139	199	251	母公司净利润	99	129	185	238
其他	158	165	221	250	EPS (元/股)	0.56	0.72	1.04	1.33
非流动负债	7	5	5	5	主要财务比率				
长期借款	4	4	4	4	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
其他	3	1	1	1	成长能力				
负债合计	346	309	426	507	营业收入	17.6%	33.1%	49.8%	24.0%
股本	119	179	179	179	营业利润	35.3%	20.5%	48.2%	19.0%
资本公积	510	474	474	474	归属于母公司净	46.9%	30.0%	43.8%	28.6%
留存收益	244	313	476	662	获利能力				
归属母公司股东	873	966	1128	1315	毛利率	32.6%	34.0%	35.0%	35.0%
负债和股东权益	1219	1276	1554	1821	净利率	15.9%	15.8%	15.1%	15.7%
现金流量表					ROE	11.2%	10.9%	14.9%	15.3%
单位: 百万元					ROIC	29.9%	26.1%	27.7%	27.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力				
经营活动现金流	59	107	57	160	资产负债率	28.4%	24.3%	27.4%	27.8%
净利润	99	129	185	238	净负债比率	25.76%	1.35%	0.98%	0.83%
折旧摊销	16	9	15	22	流动比率	2.85	3.15	2.70	2.61
财务费用	4	8	14	30	速动比率	2.49	2.65	2.14	2.03
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-60	-18	-148	-98	总资产周转率	0.67	0.66	0.87	0.90
其它	1	-21	-10	-32	应收账款周转率	4	4	4	4
投资活动现金流	-95	-76	-118	-116	应付账款周转率	4.21	4.50	4.70	4.38
资本支出	78	112	118	116	每股指标				
长期投资	-18	-36	0	0	(元)				
其他	-35	0	0	0	每股收益(最新)	0.56	0.72	1.04	1.33
筹资活动现金流	460	-105	-20	-45	每股经营现金流	0.33	0.60	0.32	0.89
短期借款	39	-81	0	0	每股净资产(最新)	4.89	5.41	6.32	7.36
长期借款	-24	0	0	0	估值比率				
普通股增加	30	60	0	0					

资料来源：东方证券研究所

光电龙头，军民结合

投资要点

- 大股东西光集团是兵器集团核心资产，光电业务实力雄厚。西光集团始建于 1953 年，是兵器集团下属的核心光电企业，具备很强的光电应用技术综合性科研开发能力，现有西光高科技产业园区、朝阳工业园区、嘉兴光电产业园区等产业园区，防务业务形成了光电综合武器系统集成、精确制导装置系列、航空火控系列、地面火控系列等主导产品，民用产品领域，形成了大地测量仪器、红外测温仪等系列产品。2007 年集团销售收入超过 11 亿元，盈利能力迅速增强，净利润率从 2005 年的 2.2% 提高到 2007 年的 5.4%，近两年净利润复合年增长率达到 60%。
- 拟增发后注入的光电防务业务在国内具有优势地位，盈利潜力大，市场前景广。增发后公司将以总装总成武器系统和精确制导装置系列产品为主导，成为航空、地面火控产品系列的高科技武器系统专业制造商，集团注入的防务资产年净利润在 8000 万元。西光集团在航空头盔瞄准具和激光制导方面具有独特优势：研制成功的先进军用飞机和直升机头盔瞄准具拥有自主快速搜索、识别定位、并跟踪目标能力。可以控制空空导弹快速指向目标，离轴发射，响应速度快；装备我国新型武装直升机的激光导引头，抗干扰能力强，制导精度高。随着三代战机和新式武装直升机的批量列装，公司产品前景广阔。
- 云南天达产能释放助推公司业绩。新华光未来绝对控股子公司云南天达是我国最早从事太阳能电池片、电池组件、光伏发电系统及成配套产品研究、制造的高新技术企业，产品性能处于国内领先地位。2007 年底，天达已具备年产 60MW 的能力，预计 2009 年将达到 100MW，届时收入可达 10 亿元，净利润 5000 到 6000 万，公司目标是 2010 年进入全球光伏太阳能前 10 名。在我国 4 万亿投资中新能源是一个重要方向，公司太阳能业务具备长期稳健发展的前景。
- 光学玻璃业务通过产品结构调整提高盈利能力。新华光是全球重要的光学玻璃生产制造中心，具有年产 6800 吨光学玻璃产品的生产能力，产业链覆盖面更广，规模和成本优势突出，国内市场占有率约为 30%。近几年，公司中高档产品产量已大幅上升，高附加值和高盈利产品正逐渐成为公司的主导产品。目前公司正在重点进行高档光学玻璃下游产品生产与市场开发。公司 2007 年投资建设的数码类特种光学材料 08 年将开始产生收益，业绩有望继续增长。
- 随着增发注入防务资产盈利能力的提高，云南天达产能的释放，在 2009 年增发完成后，我们预计 2009、2010 年公司实现净利润 1.26、1.51 亿元，对应摊薄后每股收益 0.57、0.67 元，我们给予增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63326775

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 1 月 22 日) 11.1

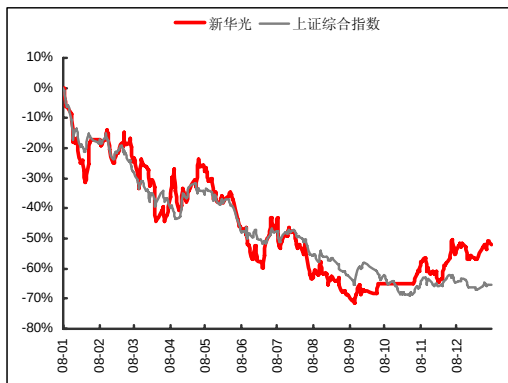
总股本/A 股 (万股) 10500/10500

国家/地区 中国

行业 军工

报告日期 2009 年 1 月 23 日

股价表现



评价周期 1 个月 3 个月 12 个月

绝对表现 (%) 17.68 62.67 -39.15

相对表现 (%) 19.08 62.23 21.68

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	427	931	1645	1890
净利润 (百万)	158	10.8	1283	1508
每股收益 (元)	0.07	0.10	0.57	0.67
市盈率(X)	155.0	108.5	19.0	16.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

哈飞股份 600038.SH

直升机资产整合平台

投资要点:

- 哈飞是国家“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。公司是中国两大直升机制造企业之一，承担着国内主要的军民用直升机生产任务。本次 512 地震，哈飞生产的直 9 和集团租用的米 26 在抗震救灾中发挥了极其重要的作用。
- 公司现有主要产品直 9 系列是我国改进型号最多，应用范围最广的多用途直升机平台。经过 20 多年的努力，哈飞直 9 的国产化程度已经超过 90%。目前军用直 9 是我国陆军航空兵的主力机型，产品销售占公司收入的 80%，该产品订单在“十一五”剩下的几年间将保持稳定，可能略有增长。公司在直 9 基础上通过技术改造研制成功的 H410 和 H425 型直升机还拥有可观的民用和国际市场前景。
- 新产品和业务将保证公司“十二五”期间业绩的稳健增长。公司控股股东哈飞集团目前有 2 款起飞重量介于 5 至 10 吨之间的中型直升机处于研发阶段，“十一五”后有望成为直 9 的替代产品。另外，凭借在直升机制造方面的领先地位，哈飞在我国未来新型直升机的批量生产中将承担大量工作。哈飞集团与欧直共同研制的 EC175 直升机，也已正式进入市场，目前已经获得超过 120 架订单。
- 哈飞是国内最大的复合材料构件设计、生产基地，未来转包生产业务前景看好。1981 年，公司建成国内第一条航空复合材料生产线，经过技术改造，其复合材料生产面积到 2007 年已达近 7 万平方米。作为国内航空复合材料生产龙头，哈飞已获得波音、空客、贝尔等多个国际航空产品制造商的转包生产业务，并投资 3000 万元入股（10%）天津空客 A320 项目，未来将为 A320 提供复合材料零部件。而在我国大飞机项目中，由于机体结构的 30~40%将采用复合材料，哈飞集团成为“大飞机”五大主制造商之一。
- 新中航成立后宣布直升机将是较快进行整合的三个子公司之一，作为直升机领域唯一的上市公司，哈飞股份将成为重要的直升机资产整合平台。哈飞之外，新中航下属的直升机制造企业还有昌飞集团，昌飞是我国主要直升机制造企业，其直 8、直 11 已经批量列装部队，武直 10 则有望成为我国未来的主力武装直升机。另外，昌飞与阿古斯特公司成立了合资公司进行 CA109 直升机的总装生产、维修和国内销售，昌河飞机工业集团为 A109 生产机身和尾梁。CA109 是国际上性能最高的轻型双发直升机，拥有良好的发展前景，奥运会期间中央电视台和北京公安局分别购买了 1 架和 2 架 CA109 投入航拍和警用。
- 综合考虑以上因素我们预计哈飞今明两年的 EPS 分别为 0.34 和 0.41 元，年复合增长率 21%，对应目前股价市盈率分别为 40.2 倍和 33.5 倍，我们给予中性评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚

军工及电子行业首席分析师

8621×63325888 × 6096

chengang@orientsec.com.cn

王天一

军工行业助理分析师

8621×63325888 × 6126

wangtianyi@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 1 月 22 日)

13.26

总股本/A 股 (万股)

33735/33735

国家/地区

中国

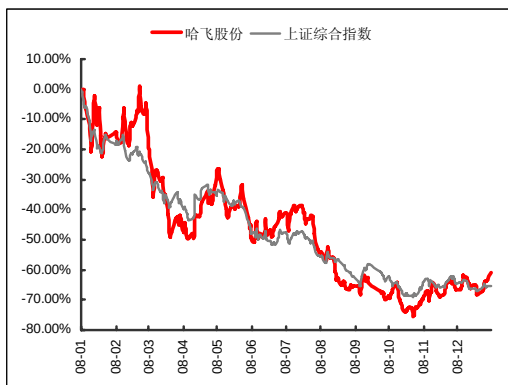
行业

军工

报告日期

2009 年 1 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	16.88	30.56	-59.13
相对表现 (%)	20.33	35.86	5.82

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	2144	2466	2737	3010
营业利润 (百万)	104	119	136	148
净利润 (百万)	97	112	128	139
每股收益 (元)	0.29	0.33	0.38	0.41
市盈率(X)	35.7	30.9	27.0	25.1

资料来源: 东方证券研究所预测

附表：哈飞股份盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2088	2446	2420	2683	营业收入	2144	2466	2737	3010
现金	291	500	536	634	营业成本	1910	2194	2428	2694
应收账款	119	314	345	312	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	6	5	7	7	营业费用	28	27	33	35
预付账款	14	26	35	30	管理费用	117	134	149	164
存货	1658	1601	1498	1700	财务费用	-1.0	10	7	-12.1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	12	12	12	12
非流动资产	337	299	285	267	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	108	97	101	102	投资净收益	26	31	29	30
固定资产	197	192	181	167	营业利润	104	119	136	148
无形资产	0	-0.3	-0.4	-0.6	营业外收入	2	3	3	2
其他	33	9.9	3.1	-1.7	营业外支出	2	1	2	2
资产总计	2425	2745	2705	2950	利润总额	104	120	137	148
流动负债	1193	1434	1285	1425	所得税	7	8	9	10
短期借款	0	347	0	0	净利润	97	112	128	139
应付账款	777	824	948	1054	少数股东损益	0	0	0	0
其他	416	263	337	371	归属母公司净利润	97	112	128	139
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	132	154	170	163
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.29	0.33	0.38	0.41
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1193	1434	1285	1425	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	337	337	337	337	营业收入	7.0%	15.0%	11.0%	10.0%
资本公积	625	625	625	625	营业利润	4.1%	14.1%	14.5%	8.1%
留存收益	269	348	457	562	归属于母公司净利润	0.8%	15.5%	14.2%	7.9%
归属母公司股东权益	1232	1311	1420	1525	获利能力				
负债和股东权益	2425	2745	2705	2950	毛利率	10.9%	11.0%	11.3%	10.5%
现金流量表					净利率	4.5%	4.6%	4.7%	4.6%
单位: 百万元					ROE	7.9%	8.6%	9.0%	9.1%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	12.6%	12.2%	18.5%	17.4%
经营活动现金流	-185	-124	396	102	偿债能力				
净利润	97	112	128	139	资产负债率	49.2%	52.3%	47.5%	48.3%
折旧摊销	28	25	26	28	净负债比率	0.00%	24.17%	0.00%	0.00%
财务费用	-1	10	7	-12	流动比率	1.75	1.71	1.88	1.88
投资损失	-26	-31	-29	-30	速动比率	0.33	0.57	0.70	0.67
营运资金变动	-299	-249	255	-26	营运能力				
其它	15	9	8	4	总资产周转率	0.94	0.95	1.00	1.06
投资活动现金流	-2	30	13	17	应收账款周转率	7	10	7	8
资本支出	19	10	10	10	应付账款周转率	2.60	2.74	2.74	2.69
长期投资	0	-11	4	1	每股指标 (元)				
其他	17	30	27	28	每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.33	0.38	0.41
筹资活动现金流	-2	303	-374	-21	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.5	-0.4	1.17	0.30
短期借款	0	347	-347	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.65	3.88	4.21	4.52
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	35.7	30.9	27.0	25.1
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.82	2.65	2.45	2.28
其他	-2	-44	-27	-21	EV/EBITDA	23	20	18	19
现金净增加额	-190	209	36	98					

资料来源：东方证券研究所整理

后记

黄仁宇在《中国大历史》中写到：“纵使事实之衍化对我们个人不能如意，或者在短时看来为荒谬不合理，可是把这些情事前后连贯，又从超过人身经验的角度看去，则它们有其意义；最低限度，这些事迹使我们知道我们生命旅途之原委。”很多事情，我们站在目前的时点，并不能深入其究，但站在历史的角度，却能深明其理。现在我们看军工行业的发展和改革，如果不站在过去 50 年的筚路蓝缕，又怎知今天的一切？

昨晚看的《中国航空报》讲了一个小故事：“军转民后的 20 年，1998 年，在航空总公司（注：后来分拆为中国一航和中国二航，2008 年又重新合并成中国航空工业集团）和辽宁省解决黎明公司（注：中国最大的飞机发动机生产企业）严重亏损问题联合现场办公会上，当黎明公司领导汇报到要坚持贯彻‘军民结合，军品第一’时，时任辽宁省长闻世震，猛然打断汇报，这位东北大汉操着雄浑的声音发问：‘你们黎明公司都到这个地步了，还军品第一，那民品第几？吃饭第几’现场一片静寂……”。2007 年黎明研发的“太行”发动机实现了我国在第三代发动机上的关键突破

戊子将去，己丑即来，这是我们农历今年的最后一篇报告。在过去的一年里，不论几许风雨，我和我的团队一直坚持为您提供最优秀的军工行业研究。非常感谢您对我们一直以来的关注，向您和您的家人表示最诚挚的新年问候。

分析师承诺

陈 刚：军工&电子行业首席分析师

王天一：军工行业助理分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn
