

军工行业

真怡

0755-82026856
zhenyi@cjis.cn

军工行业 2009 年 2 季度投资策略

看好

关注重组整合主题和事件性因素

行业基本资料

上市公司家数	29
总市值(亿元)	1400.20
占 A 股总市值	0.72%
平均市盈率	61.60

行业表现

(%)	1M	3M	6M
行业指数	22.27	56.89	56.39
上证综指	20.44	47.53	42.58



相关报告

航空航天制造行业 2008 年度投资策略
报告: 军民双发恰逢变革机遇

航空航天制造行业 2008 年中期投资策略
报告: 重组整合下的转型升级

军工行业 2009 年投资策略报告: 风险中
寻机遇、近忧下看远略

在国内外经济增速下滑背景下, 由于军品业务相对经济的弱周期性和充满想象空间的技术提升空间以及整合机会使军工行业在过去几个月内估值水平迅速提升, 但进一步提升压力加大。2 季度需要关注的是行业内的整合机会和催化剂事件促发的行情。

投资要点:

➤ 军工行业 1 季度估值提升较快, 平均市盈率水平已超过 50, 短期内进一步提升压力较大。1 季度市场对行业内个股行情充分挖掘, 事件性的催化剂较多, 如公布国防白皮书、国防费预算、索马里护航、近期的航母概念等等。但近一个月的军工板块涨幅已经接近 A 股市场平均涨幅, 明显趋淡。

➤ 关注武器装备技术升级、信息化军队建设对行业的影响。国防白皮书继续强调我国的积极防御政策, 强调信息化军队的建设方向, 并提出了军品技术水平进一步提升、装备结构调整的需求。关注与海、空军武器装备的技术提升、武器装备信息化精确化相关的公司, 如航空动力、西飞国际、洪都航空、中兵光电、新华光等。

➤ 2 季度依然需要关注行业变革带来的整合机会。中航工业集团整合机会根据各业务板块自上而下寻找, 需要持续关注各业务板块中的平台公司如哈飞股份、航空动力、西飞国际、洪都航空等; 两大航天集团、两大兵器集团及电子科技集团主要是自下而上以个体为主的整合机会, 如两大航天集团下中国卫星、火箭股份、航天科技等, 兵器集团下新华光、中兵光电和凌云股份等。

➤ 仍然长期看好军工行业。短期关注对股价有刺激作用的催化剂事件, 如 4 月份的“海上阅兵”, 相关公司如航空动力、哈飞股份等公司及船舶类上市公司; 长期关注两类公司: 一是受益于行业变革的公司, 主要有中国卫星、火箭股份、航空动力、力源液压、哈飞股份等; 二是受益于武器装备升级换代和信息化发展趋势的公司, 主要有中国卫星、火箭股份、航空动力、中兵光电、新华光等。

公司名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
中国卫星	0.30	0.56	0.71	0.84	75.67	40.54	31.97	27.02	强烈推荐
火箭股份	0.51	0.47	0.54	0.68	23.82	25.85	22.50	17.87	强烈推荐
航空动力	0.12	0.25	0.34	0.39	130.75	62.76	46.15	40.23	中性
哈飞股份	0.29	0.31	0.33	0.35	53.90	50.42	47.36	44.66	中性
洪都航空	0.46	0.29	0.36	0.67	34.70	55.03	44.33	23.82	中性
贵航股份	0.24	0.56	0.59	0.64	55.13	23.63	22.42	20.67	推荐
力源液压	0.60	0.34	0.42	0.48	30.38	53.62	43.40	37.98	中性
中航光电	0.55	0.68	0.77	0.87	40.93	33.10	29.23	25.87	中性
成发科技	0.50	0.51	0.76	0.89	40.24	39.55	26.53	22.55	推荐

目 录

1、我们的观点	4
2、行业变革下的重组整合初现端倪	4
2.1 中航工业集团自上而下寻找整合机会	4
2.2 两大航天集团自下而上分析个股	6
2.3 两大兵器集团机会也以个股为主	7
2.4 电子科技集团松散架构整合机会不清晰	8
3、信息化军队建设目标提出装备新需求	8
3.1 军费开支	8
3.2 我国武器装备需要优化结构、缩小差距	10
3.3 关注与武器装备技术升级、信息化军队建设相关的公司	12
4、民用业务	14
4.1 谨慎分析上市公司民用业务所处行业的周期性	14
4.1 短期谨慎看待周期性的民用航空制造业	15
4.1.1 全球民用航空制造业需求有下滑风险	15
4.1.2 短期内转包业务增速具有不确定性	16
4.1.3 国内支线飞机制造仍然低迷	17
4.2 我国的卫星应用产业具有相对防御性	18
5、主要公司分析	21
5.1 中国卫星- 稳步增长的防御品种	21
5.2 航空动力- 尖端制造业的代表，航空发动机的平台	21
5.3 火箭股份- 看资产注入，看长期发展	22
5.4 中航光电- 快速增长的民用业务和稳定的军用业务成为业绩增长的双保险	23
5.5 哈飞股份- 军品业务平稳，整合主题明确	24
5.6 中航光电- 军工业业务和智能型产品是公司的现在和未来	24
5.7 力源液压- 军品和投资收益将成业绩主要支撑	25
5.8 洪都航空- 高教机定型前中教机仍是公司业绩的支柱	26
5.9 成发科技- 外贸转包是长期看点也是短期隐忧	27
5.10 西飞国际- 军机生产基地之一，民机和转包业务的支柱	28
5.11 四创电子- 雷达产品和应急指挥通信系统是主要看点	28
5.12 航天通信- 需要资金助力的武器系统总装平台	29
表 1: 中国航空工业重组进行时	5
表 2: 航空工业集团下各主要单位及上市公司的产品业务	5
表 3: 航天业下上市公司的产品业务	6
表 4: 对航天体系下主要上市公司后续资产注入的推测	7
表 5: 兵装工业下的上市公司业务情况	7
表 6: 兵器工业下主要上市公司的变化和影响	8
表 7: 电子科技集团下主要上市公司情况	8
表 8: 武器装备状况	10
表 9: 全球最大 10 个常规武器进出口国家军贸份额	12
表 10: 上市公司军品业务情况	13

表 11: 筛选与武器装备技术升级、信息化军队建设相关的公司	13
表 12: 军工企业涉及民品业务领域	14
表 13: 上市公司转包业务情况	17
表 14: 国内支线飞机情况	18
表 15: 卫星产业相关上市公司	20
表 16: 盈利预测—中国卫星	21
表 17: 盈利预测—航空动力	22
表 18: 盈利预测—火箭股份	23
表 19: 盈利预测—中航光电	23
表 20: 盈利预测—哈飞股份	24
表 21: 盈利预测—中兵光电	25
表 22: 盈利预测—力源液压	26
表 23: 盈利预测—洪都航空	27
表 24: 盈利预测—成发科技	27
表 25: 盈利预测—西飞国际	28
表 26: 盈利预测—四创电子	29
表 27: 盈利预测—航天通信	30
图 1: 军工企业集团	4
图 2: 我国的军费增速与 GDP 增速	9
图 3: 我国的军费开支占 GDP 的比重和占财政支出比重	9
图 4: 2001-2007 年中国军贸进出口额占全球份额变化情况	12
图 5: 全球航空运输量与经济增长	15
图 6: 波音、空客订交货量与全球 GDP 增速	15
图 7: 中国转包业务面临的两种可能	16
图 8: 我国转包业务规模	17
图 9: 巴西航空和庞巴迪支线飞机订单和交付变化	18
图 10: 全球卫星产业收入增长状况	19
图 11: 全球卫星产业结构	19
图 12: 我国卫星发射情况	20

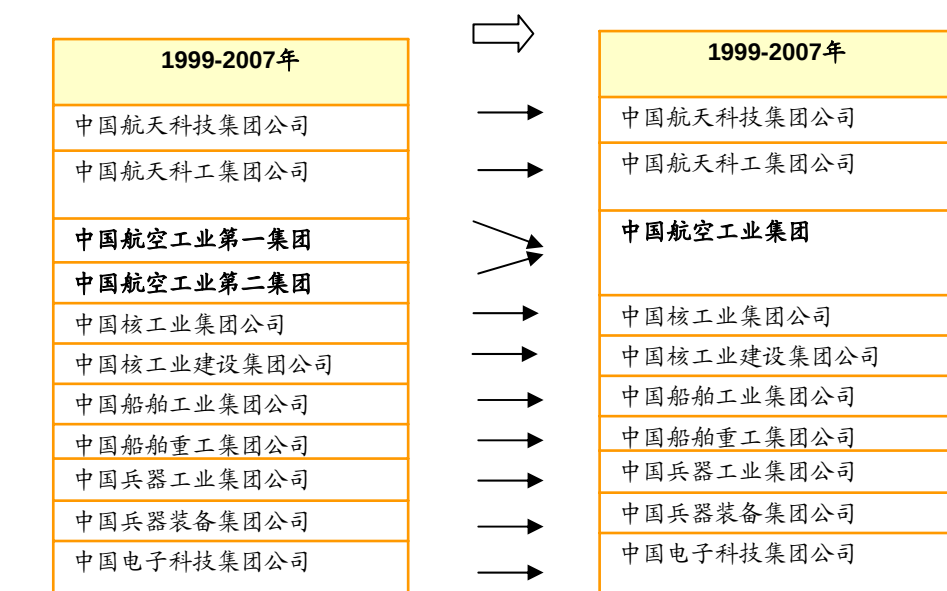
1、我们的观点

我们的观点是：军工行业估值短期内进一步提升压力较大。短期关注对股价有刺激作用的催化剂事件，如4月份的“海上阅兵”，相关公司如航空动力、哈飞股份等公司及船舶类上市公司；长期关注两类公司：一是受益于行业变革的公司；二是受益于武器装备升级换代和信息化发展趋势的公司。

2、行业变革下的重组整合初现端倪

我国99年后形成的十一大军工集团08年开始又并成了十大集团。

图1：军工企业集团



资料来源：原国防科学技术委员会，中投证券研究所

2.1 中航工业集团自上而下寻找整合机会

新中航工业集团的总经理林左鸣提出了整个中航工业集团的发展战略和远景目标，将全面实施“两融、三新、五化、万亿”的发展战略，具体是指：

融入世界航空产业链，融入区域发展经济圈；形成“品牌价值、商业模式、集成网络”三位一体；推进市场化改革、专业化整合、资本化运作、国际化开拓、产业化发展。还提出了9年1万亿的发展目标：目前中航工业集团的资产规模为3000亿元人民币，收入约1500亿元，计划在今后的9年中，集团收入规模要以每年高于20%的速度递增，在2017年跃上1万亿元的台阶。

对于专业化整合，集团将分三步走：首先是进行组织结构的整合，构建专业化子公司；其次是产业链的整合，使各子公司相互参股，以利益为纽带，形成联动，互为支撑，集约发展；第三是价值链的整合，按照价值链的相关原则，整合发展非银行金融业务、飞机租赁、航空运输等与航空工业密切相关的产业。

08 年中航工业集团的初步框架搭建。成立了 6 个专业子公司，资本管理事业部、防务事业部，技术研究院及 14 个管理部门。

09 年中航工业集团各子公司和业务开始进行整合。

表 1 中国航空工业重组进行时

2008 年 11 月 8 日	中航工业集团挂牌设立
2009 年 2 月 18 日	中航飞机公司设立
2009 年 2 月 26 日	中航直升机公司设立
2009 年 3 月 13 日	中航汽车工业公司设立
2009 年.....	中航发动机公司
2009 年.....	中航机载系统公司
2009 年.....	中航通用航空公司
09 年正在进行及已经完成的事件	
ST 昌河	拟置换入航空照明系统
ST 宇航	拟置换入发动机控制系统
贵航股份	拟注入航空零部件业务
东安黑豹	拟注入金城集团汽车零部件、专用车业务
洪都航空	增发注入洪都集团的飞机业务，预计将重新确定具体方案
力源液压	增发刚刚完成

资料来源：中投证券研究所

按照“专业化整合、资本化运作、产业化发展”的发展思路，一航、二航合并为航空工业集团后，将以业务和产品整理不同业务序列。对于下属的各上市公司而言，不同业务的侧重将形成不同业务的资本平台。我们认为运输机公司、直升机公司、发动机公司、中航重机的平台相对清晰，这些公司的进一步整合预计将会较快启动。

表 2: 航空工业集团下各主要单位及上市公司的产品业务

主要业务板块	业务板块下的主要单位	上市公司	主要业务定位
运输机子公司	西飞、陕飞、西安航空制动科技公司、中航起落架公司、一飞院	西飞国际	运输机、轰炸机等
通用航空子公司	贵航集团、红原锻铸、石家庄飞机制造公司、汉中飞机公司、湖北荆门特种飞机研究所等	贵航股份	目前为汽车零部件和航空零部件
		力源液压	关键基础件制造
		中航三鑫	幕墙玻璃等
直升机子公司	昌河航空、保定螺旋桨厂、中国直升机技术研究所	哈飞股份	直升机制造等
发动机子公司	沈阳黎明、西航集团、贵州黎阳、成发集团、南方动力、东安集团	航空动力	航空发动机制造等
		成发科技	目前为外贸转包业务
		ST 宇航	航空发动机控制系统
		东安动力	汽车发动机
系统子公司	中航电子、一航凯天、北京青云、航空仪表、兰州飞行控制公司、庆安集团、太原航空仪表、航宇公司等	ST 昌河	飞机照明系统等
		中航光电	电子及元器件
		中航精机	目前为汽车座椅滑轨、调角器等
防务事业部	成飞、沈飞、洪都集团	洪都航空	教练机
		成飞集成	汽车模具等

资产管理部		东安黑豹（正在重组）	拟为金城集团专用车业务
汽车子公司	哈飞汽车、昌河汽车、东安发动机等	东安动力	汽车整车及发动机业务
中航技公司		中航地产、深天马 A、飞亚达、中航技国际 H、深圳中航实业 H	贸易、房地产、液晶显示屏、手表、商业等等

资料来源：中投证券研究所整理

2.2 两大航天集团自下而上分析个股

目前航天体系大多核心资产和业务有待证券化，上市公司业务大多边缘化，股权结构也较分散。航天科技和航天科工集团之间的整合没有航空工业体系有迫切性，他们的重组故事预计在各自的体系内发生的可能性更大。

表 3：航天业下上市公司的产品业务

主要产品业务	航天科技集团			航天科工集团		
	A 股上市公司		非上市单位	A 股上市公司		非上市单位
	名称	控股股东		名称	控股股东	
卫星飞船	中国卫星 (小卫星)	5 院	5 院, 8 院			
运载火箭			1 院, 8 院			
固体火箭发动机			4 院			科工 6 院
液体火箭发动机			新 6 院			
卫星地面发射设备				航天晨光	科工 4 院	
新能源	航天机电	8 院	8 院			
工程机械配件	航天动力	新 6 院				
汽车零部件	航天机电	8 院	分散	航天晨光	科工 4 院	分散
电子、信息、元器件	火箭股份	时代电子	时代电子	航天信息	科工集团	061、066、068 基地
				航天电器	061 基地	
				航天长峰	科工 2 院	
				航天科技	科工集团 3 院	
武器系统				航天通信	科工集团	科工 2 院、3 院、4 院

资料来源：中投证券研究所

航天体系下的整合动作似乎没有航空体系的大，但航天体系两大集团内的整合并不是毫无动静。比如航天科技集团下新 6 院的成立，整合了原来分散在 1 院、6 院和 8 院的液体火箭发动机业务，建立我国航天液体动力新体系，但这部分业务短期内整体上市的可能性不大。

表 4: 对航天体系下主要上市公司后续资产注入的推测

公司	对后续注入的推测
中国卫星	推测 09 年仍有拓展小卫星研制产业链，进行并购的可能
火箭股份	推测 09 年大股东时代电子有资产注入的可能
航天科技	宣布会继续推进重组；09 年办公地址和高管均发生了变化，后续应会修改方案
航天长峰	资产注入仍不明朗
航天通信	有募资的意愿，资产注入不明朗

资料来源：中投证券研究所

2.3 两大兵器集团机会也以个股为主

兵器集团和兵装集团在军品业务领域划分上各有侧重，如轻武器系列基本在兵装集团，重武器系列则多在兵器集团；汽车、摩托车业务基本都在兵装集团，工程机械、重型装备多在兵器集团。

这两大集团的管理架构也有所不同，兵装集团下属单位相对较少，业务框架相对松散，各业务按子公司直接管理，主要有特种装备、光电、汽车摩托车等业务板块；兵器集团下属单位相对较多，将下属各单位按重型装备、化工、光电等业务类型分别划入各事业部或部门进行管理，业务框架清晰。预计未来各上市公司围绕业务板块的整合仍会继续。

表 5: 兵装工业下的上市公司业务情况

兵装集团				兵器工业集团			
上市公司	主要业务	控股股东	板块	上市公司	主要业务	控股股东	隶属事业部
建摩 B	摩托车	建设工业集团	摩托车	北方股份	矿山用车、工程机械等	内蒙北方重工	第一事业部 (重型装备)
中国嘉陵	摩托车	南方工业集团		北方创业	铁路车辆及配件、其他	内蒙一机	
ST 轻骑	摩托车及配件	兵装集团		凌云股份	汽车零部件，塑料管道	河北凌云集团	
长安汽车	汽车	南方工业汽车股份公司	汽车	-	-	北京北方车辆集团公司等等	第二事业部 (特种装备)
天兴仪表	汽车摩托车配件等	天兴仪表集团		晋西车轴	铁路车辆配件、车轴等	晋西机器集团	
天威保变	变压器等输变电设备、新能源	保定天威集团	能源设备	-	-	山西淮海机电公司等	第三事业部 (化工)
利达光电	光学元件、光敏电阻等光电产品	南方工业集团	光电产品	北化股份	硝化棉及制品等	泸州北方化学工业公司	
		武汉长江光电公司等		辽通化工	尿素等化肥	辽宁华锦集团	
西仪股份	汽车发动机连杆、军民用枪械	南方工业资产管理公司	特种装备	-	-	甘肃银光化学工业集团等等	第四事业部 (光电)
		黑龙江北方特种装备公司等		长春一东	汽车离合器等	吉林东光集团	
民生物流 (08217.HK)	汽车原材料及零部件供应链管理	长安汽车集团	物流	新华光	太阳能电池、光学玻璃 (将注入军品业务)	湖北华光新材料公司	

			其他	中兵光电	军品配套业务,军民两用智能产品,电脑绣花机,石化产品批发等	北京华北光学仪器公司	
						云南北方光电仪器公司等等	西北兵工部
			-	-	-	陕西华山机电等	
			-	-	-	各研究院所	科技部
				北方国际	国内外建安工程承包	万宝工程公司	
			-	-	-		其他

资料来源:中投证券研究所

我们认为两个集团下重型装备、光电产品业务是比较活跃的业务板块。

表 6: 兵器工业下主要上市公司的变化和影响

公司	事件	可能的影响和变化
北方创业		短期内一机集团的军品注入有难度。
凌云股份	08 年 7 月增发被否	预计还会继续推动注入资产,上次的方案应该会修改。
中兵光电	华北光学资产注入完成	由纺织服装机械向军品业务、军民两用业务转变,盈利能力增强
新华光	拟注入西光集团军品业务,并控股天达光伏	由光学玻璃业务向军品业务、新能源产业等多业务转变

资料来源:中投证券研究所

2.4 电子科技集团松散架构整合机会不清晰

电子科技集团是以原信息产业部直属的一些涉及军品业务的科研院所组建而来,其下有 47 家二级单位,各单位的业务主要包括:微波、通信、计算机、半导体等等。集团下的管理架构较松散,集团大规模整合动力不足。

表 7: 电子科技集团下主要上市公司情况

上市公司	主要业务	控股股东
四创电子	民用雷达、广电及微波通信组件,公共安全指挥通信系统等	华东电子工程研究所(38 所)
卫士通	加密设备、非密码信息安全产品、系统产品以及安全集成和安全服务	西南通信研究所(30 所)
华东电脑	各种集成解决方案、应用软件和软件产品,代理产品销售	华东计算技术研究所(32 所)

资料来源:中投证券研究所整理

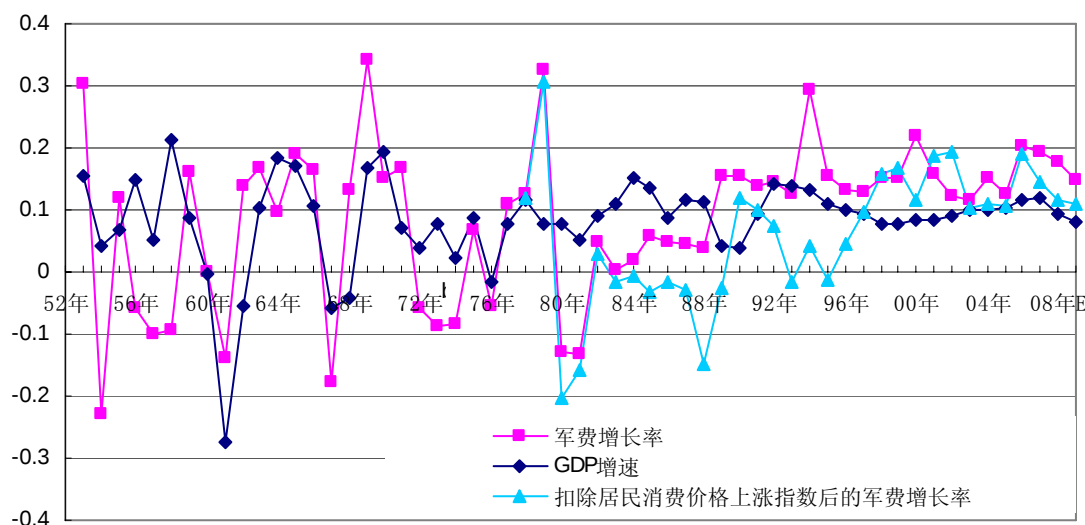
3、信息化军队建设目标提出装备新需求

3.1 军费开支

2009 年中国国防费预算为 4806.86 亿元人民币,比上年的预算执行数增

加 624.82 亿元人民币，增速为 14.9%。这个增速基本符合我们上一次的年度策略报告的预期。

图 2： 我国的军费增速与 GDP 增速

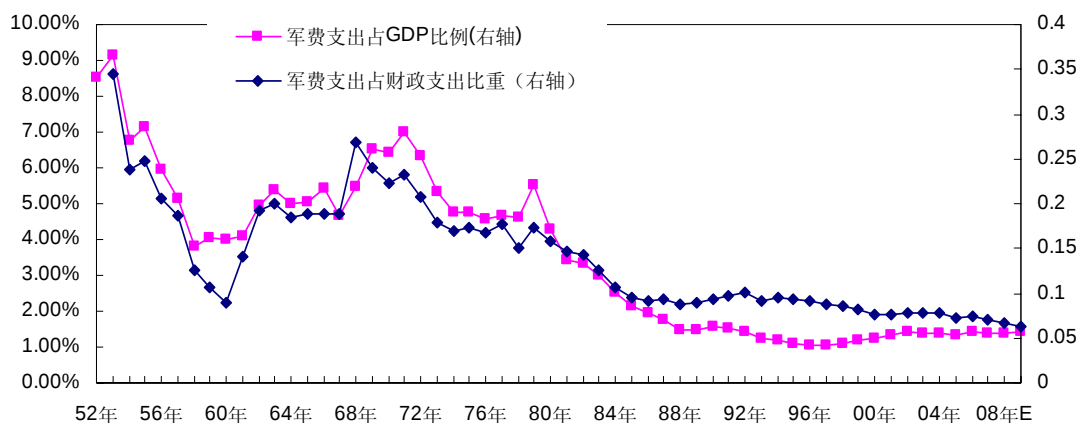


资料来源：国家统计局、中经网 中投证券研究所

我们认为军费开支变化轨迹的决定因素是国防政策和战略思想。09 年 1 月份发布的《2008 年中国的国防》白皮书强调了中国国防政策的基本内容是贯彻积极防御的军事战略方针。

我国的国防费占财政支出的比重不大，按 09 年预算，约为 6.30%，占国家财政支出的比重总体上仍呈下降趋势。国防费占 GDP 比重约为 1.3%，有缓慢上升趋势。我国国防费的绝对额和占 GDP 比重与其他国家相比仍然很低。

图 3： 我国的军费开支占 GDP 的比重和占财政支出比重



资料来源：国家统计局 中投证券研究所

有什么样的国防政策决定了国家对军队建设的需求，进而将决定对装备和人员训练的需求。

国防白皮书说明了我国国防和军队现代化建设的“四大”战略构想：推进国防和军队信息化、统筹经济建设和国防建设、深化国防和军队改革、走跨越式发展的道路。

从信息化建设、国防和军队的改革、已经跨越式发展的构想中可以看出，国家队军队的军种规划、装备都提出了很高要求：加紧构建中国特色现代化武器装备体系。坚持自力更生、自主创新，优先发展适应一体化联合作战需要的信息化武器装备，有重点有选择地改造升级现有装备。

需要建立不同军种的装备体系特点：

陆军：建立快速机动、立体突击的陆军装备体系，由区域防卫型向全域机动型转变；合理压缩规模；部队编成向小型化、模块化、多能化方向发展；

海军：确立战略军种的地位，建立海空一体、适应近海防卫作战的海军装备体系；提高近海综合作战能力、战略威慑与反击能力，逐步发展远海合作与应对非传统安全威胁能力，推动海军建设整体转型。

空军：战略军种地位，空地一体、攻防兼备的空军装备体系；

二炮：战略部队。核常一体、射程衔接的第二炮兵地地导弹装备体系，不首先使用核武器政策，贯彻自卫防御核战略。

各军种形成综合集成、一体化发展的电子信息装备体系。

我们看好海、空军武器装备进一步的技术提升，相关上市公司有航空动力、西飞国际、洪都航空；同时武器装备信息化也是军队现代化发展战略目标的具体内容之一，相关上市公司有中兵光电、新华光等。

3.2 我国武器装备需要优化结构、缩小差距

现代战争成为信息化战争，主要体现在作战平台信息化技术、弹药信息化、指挥手段信息化，其追求的基本理念之一就是能量释放的有效性，军队规模和结构则是影响资源转化为能量的重要因素。

我国军队规模从 50 年代的 600 多万经历几次裁减后到 2005 年 230 万的规模，仍居世界各国首位；其中，陆军规模约占 70%，海军 10%，空军 17%，其他约为 3%。我国军队的兵力结构中陆军比例需要进一步下降，陆军装备需要精良化；而海、空军比例仍有提升空间，对应的装备也需要增加。三军协同作战能力、单兵作战能力无不与武器装备密切相关。

在武器装备上，在陆军装备上将更需要精良，信息化单兵是发展趋势；海、空军装备需要继续优化结构，进一步缩小技术差距。

表 8：武器装备状况

武器类别	技术状况	总装相关		
		上市公司	配套相关上市公司	非上市公司
轻武器	7.62mm、5.8mm 枪族同先进水平	西仪股份		兵装集团下属单位
主战坦克	准三代：88C 式；第三代：96 式、99 式高低搭配		北方创业、中兵光电、新华光（拟收购的西光）	兵器集团下属单位
直升机	引进吸收型为主，自主创新型产品较少，2-6 吨级的轻、中型直升机较多，10 吨以上的重型直升机型号很少，15 吨以上的直升机依赖进口	哈飞股份		昌河航空、东安集团、南方动力、保定厂等

战斗机, 教练机等	第二代和二代半战机仍为主要的装备, 第三代战机刚刚批量生产, 发动机的研制仍是瓶颈之一	洪都航空	航空动力、成发科技、ST 昌河(重组后)、ST 宇航(重组后)、贵航股份、力源液压、中航光电	成飞、沈飞、贵州云马、双马、沈阳黎明、贵州黎阳以及众多配套单位等等
运输机, 轰炸机等	国内生产运输机产品型号稀少, 运 7、运 8、运 12、轰 6 等机型较老, 均属于轻型或中型飞机, 起飞重量 100 吨以上的大型运输机尚依赖进口	西飞国际	航空动力、ST 昌河(重组后)、ST 宇航(重组后)、贵航股份、力源液压、中航光电	陕飞集团等
舰船	较多是 70 年代设计的老舰, 比如旅大级驱逐舰和江湖级护卫舰, 技术水平较低; 90 年代补充了俄制现代级、旅海级、旅沪级驱逐舰以及江卫 I 级和江卫 II 级护卫舰等一批新一代的现代化舰艇, 实现了高低搭配; 尚无航母装备		航空动力	中船集团、中船重工集团下属单位
炸弹	形成以精确制导炸弹为主, 非制导炸弹为辅的趋势		新华光(拟收购的西光)	航空工业集团、航天科技集团下属单位
火箭炮	WS-1, WS-2, PHL96, A100 等多管火箭炮射程远, 逐步采取制导火箭弹, 实现远程精确打击能力		中兵光电	航天科技集团、兵器集团下属单位
近程导弹	精度、抗干扰能力等性能与世界先进水平接近	航天通信		航天科技集团、航天科工集团、航空工业集团其他下属单位
中远程导弹	已达到军事发达国家 20 世纪 90 年代中后期水平, 部分型号已达到同期国际先进水平		火箭股份、航天电器	航天科技集团、航天科工集团下属单位

资料来源: 中投证券研究所整理

在战略武器方面, 各类战略与战术导弹的总体水平已达到军事发达国家 20 世纪 90 年代中后期水平, 部分型号已达到同期国际先进水平;

在常规武器方面, 以新一代主战坦克、反坦克武器、导弹驱逐舰、新型战机、机动远程战略导弹等为代表的一批高新技术武器装备的研制缩小了我国常规武器装备水平与世界先进水平之间的差距, 但战斗机等主要武器与先进水平之间大约有一代到一代半的差距;

在关键技术方面: 发动机、航电、卫星定位系统的应用、高分辨率遥感技术、重型直升机、大型运输机系统等方面仍然差距较大, 造成差距的因素有设计试验和工艺水平、基础材料、基础电子等。

目前, 我们还处于从机械化和半机械化向信息化军队过渡的时期, 而 2020 年才会发生质的飞跃, 在这十几年的时间里, 我们要实现进一步的技术提升和大规模装备换装。

我国自 90 年后一直是军贸进口大国, 07 年军贸进口份额仍居榜首。

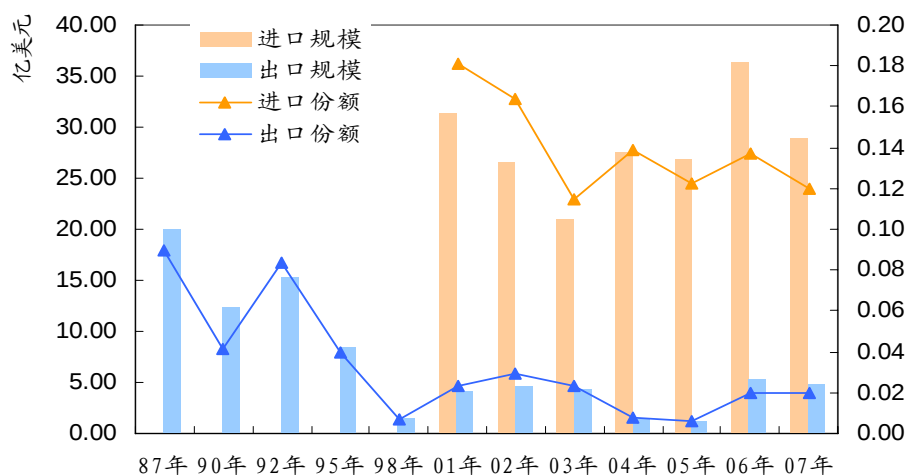
表 9：全球最大 10 个常规武器进出口国家军贸份额

出口国	出口份额%	进口国	进口份额%
USA	30.2	China	13.7
Russia	28.9	India	9.5
Germany	8.6	Greece	6.8
France	8.3	UAE	6.6
UK	4.2	South Korea	3.6
Netherlands	3.0	Australia	3.2
Italy	2.4	Israel	3.2
China	2.0	Egypt	2.9
Sweden	1.8	Turkey	2.8
Israel	1.6	Iran	2.4

资料来源：SIPRI 年鉴 2007 中投证券研究所

我国军贸进口份额一直处较高水平，进口规模和份额均远高于出口。

图 4：2001-2007 年中国军贸进出口额占全球份额变化情况



资料来源：SIPRI 年鉴 中投证券研究所

我国军贸进口武器主要涉及大型运输机、直升机、战斗机及机上导弹、涡轮/涡扇/涡桨发动机、驱逐舰、潜艇及舰上导弹、舰用发动机、雷达等，军贸进口来源主要为前苏联体系下的俄罗斯和乌克兰以及德、法等国。

我国军贸出口武器主要是战斗机、教练机、反舰导弹、防空和反坦克导弹、护卫舰等；军贸出口方向主要是巴基斯坦、埃及等发展中国家。

随着我国与俄罗斯、乌克兰以及其它国家的合作以及自身的不断积累，我国军事技术得到了提升，逐渐开始推出自己较先进的武器装备以替代对进口的依赖。

我们认为我国在军事技术上的突破将带来军品供给能力提升，将会出现更多的进口替代，更重要的是提升装备的更新速度；另外也有提升出口规模的可能。

3.3 关注与武器装备技术升级、信息化军队建设相关的公司

由上节分析，我们认为武器装备技术升级、信息化军队建设应是能支撑军品业务增长的动力和发展方向。故我们看好与此相关的业务方向，并寻找与此

相关的上市公司。

我们分析了行业内上市公司军品业务方向、毛利率水平、军品收入增速：

表 10：上市公司军品业务情况

公司	军用产品	军品产业链位置	08 年军品业务收入比重	07 年军品毛利率	08 年军品毛利率	05-08 年军品收入增速
中国卫星	小卫星制造	总装	56%	约 10%	10%	36%
火箭股份	航天电子及武器系统配套	元器件、系统级产品	约 80%	39%	37%	23%
航天电器	军用连接器、继电器、微特电机	元器件	约 90%	49%	49%	13%
中兵光电	火箭弹远程控制系统、稳瞄系统、火控系统	二、三、四级系统配套产品	约 75%	33%	41%	4%
航空动力	秦岭发动机、舰用燃机整机、太行、昆仑发动机零部件	关键部件总装、部件	58%	18%	18%	16%
力源液压	航空用液压件、换热装置、锻件	部件、基础件和毛坯件	39%	35%	34%	17%
中航光电	军用光电连接器	元器件	54%	46%	43%	15%
洪都航空	初教 6、JL8、K8 教练机	总装及零部件	约 45%	28%	25%	11%
西飞国际	飞豹歼轰机、轰六	总装	70%	13%*	9%	13%
哈飞股份	Z9 直升机	总装	66%	11%	11%	14%
西仪股份	军用枪械	总装	约 25%	35%	35%	约 15%
航天通信	单兵导弹及导弹武器系统集成、军用通信设备	总装	19%	37%	36%	10%
北方创业	坦克等重型装备结构主体	零部件	10-15%	-	11%	-
贵航股份	航空电器开关（将注入航空标准件、挂架、继电器等）	零部件	10%（注入后约 40%）	约 40%	40%	（注入的军品增速>50%）
成发科技	发动机零部件	零部件	0.51%	5.9%	18%	-90%

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

我们从军品业务方向中筛选出具有武器装备技术升级、信息化军队建设方向特点的公司，并从中选出收入比重相对较大（收入占比大于 30%）的公司；其次，我们认为军品业务毛利率水平较高（大于 15%）则相应的军品具有一定的技术壁垒和行业壁垒，可以称之为技术型产品，这样的军品对公司业绩有一定的支撑作用；除了前几个特点，军品业务收入增速较快（大于 15%）的公司，应该作为技术型公司的首选。

表 11：筛选与武器装备技术升级、信息化军队建设相关的公司

公司	业务方向	08 年军品业务收入比重	军品业务毛利率	05-08 年军品收入增速
中国卫星	√	√	√*	√
火箭股份	√	√	√	√
航空动力	√	√	√	√
贵航股份	√	√	√	√
中航光电	√	√	√	
中兵光电	√	√	√	

航天电器	√	√	√	
力源液压	√	√	√	
洪都航空		√	√	
西飞国际		√		
哈飞股份		√		

*基于卫星研制业务的特殊性，我们也将中国卫星选入高技术壁垒的范围。

资料来源：中投证券研究所

4、民用业务

4.1 谨慎分析上市公司民用业务所处行业的周期性

军工企业上市公司民用业务所处行业非常分散，大多行业并无显著的抗周期性。

在全球经济衰退、国内经济增速下滑的情况下，工程机械、航空制造、纺织等行业的内外需求下滑。我国出台的扩大内需的刺激政策对工程机械、铁路建设等行业又将起着重大的影响，但大多行业的走势仍具有不确定性。

我们建议谨慎分析众多民用行业的周期性。

表 12：军工企业涉及民品业务领域

公司名称	民品业务					
	民用航空制造		卫星应用		其他民品	
	具体业务	收入占比	具体业务	收入占比	具体业务	收入占比
中国卫星			地面设备制造、卫星电视上行站运营业务等	44%		
火箭股份			民用集成电路、石油勘探设备配套、电缆等	约 20%		
中航光电					通信设备、铁路机车等配套连接器	约 40%
航天电器					通信等配套连接器、石油行业用电机	约 10%
航空动力	外贸转包（包括燃气轮机零部件）	约 35%			铝合金型材等	3%
力源液压	少量外贸转包	-			工程机械液压配件、民用换热器、燃气轮机成套等	59%
中兵光电					军民两用无人机、无人车、电脑绣花机、液化气等批发	约 25%
洪都航空	少量外贸转包	-			通用航空服务等	约 3%
西飞国际	支线飞机及外贸转包	13%			铝合金装饰材料等	3%
成发科技	外贸转包（包括燃气轮机零部件）	>99%				
哈飞股份	民用直升机及少量外贸转包	约 30%				

航天通信				轻纺织品及外贸	约 80%
西仪股份				汽车发动机连杆、机床及配件	约 75%

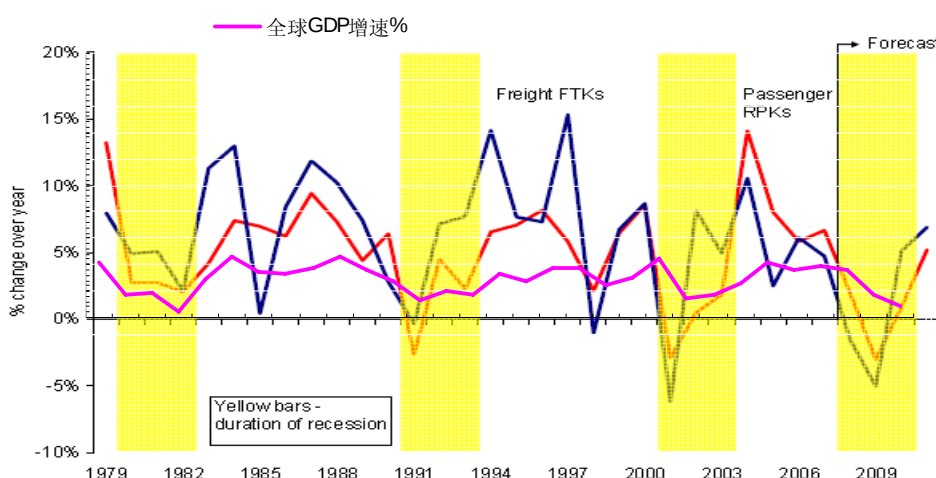
资料来源：中投证券研究所

4.1 短期谨慎看待周期性的民用航空制造业

4.1.1 全球民用航空制造业需求有下滑风险

全球航空运输业与经济增速相关性较强。全球航空运输业在经济环境不景气、商务旅游需求下滑的背景下呈现出下滑态势。

图 5：全球航空运输量与经济增长

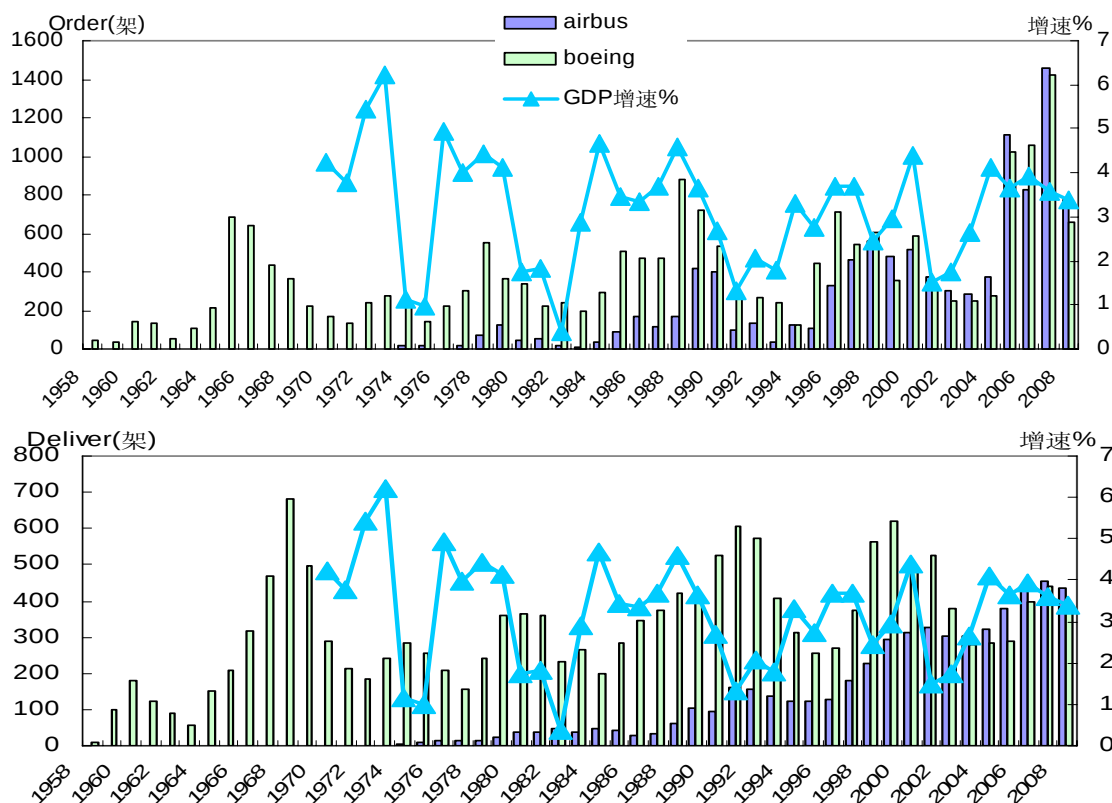


资料来源：ICAO, IATA 中投证券研究所

正是由于民航飞机的需求与民航运输业、经济增速的相关性，民航制造业的发展也呈现周期性特征。经济增速下滑的背景下，民航运输业的景气下降，民航飞机制造商订单将大幅下降，同时原有订货将会延期交货甚至撤销订单。

波音和空客均公布了 08 年飞机订单及交付情况：波音空客新增订单 08 年均大幅下降，下降幅度分别为 53%和 47%；而飞机交付量则下降幅度不大，下降幅度分别为 15%和 4%。预计 09 年新增订单量仍将低迷，交付量将继续下滑，2010 年交付量下滑幅度将较大。

图 6：波音、空客订交货量与全球 GDP 增速



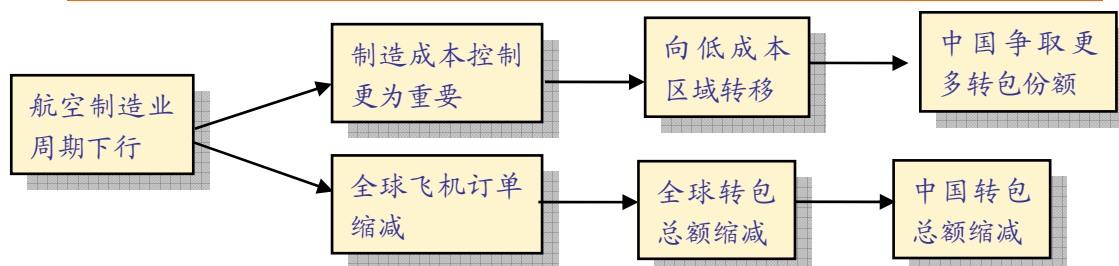
资料来源: Boeing ,Airbus 网站, 中投证券研究所

作为民航飞机的一个关键部件,发动机的交付量波动与民航飞机的交付量波动基本一致。即 2007 年的订单量应该是本轮周期的一个高点,08 年开始订单量开始下滑,而交付量则预计会随后进入衰退期,预计交付量将在 2010 年出现较大幅度的下滑。

4.1.2 短期内转包业务增速具有不确定性

在全球航空制造业处于周期下行阶段中,全球民用客机订单缩减,转包业务总额缩减是必然;另一方面,控制成本成为飞机生产商首要考虑的问题,国际飞机制造商将航空零部件生产向中国等低成本国家的大量转移应该是必然趋势。

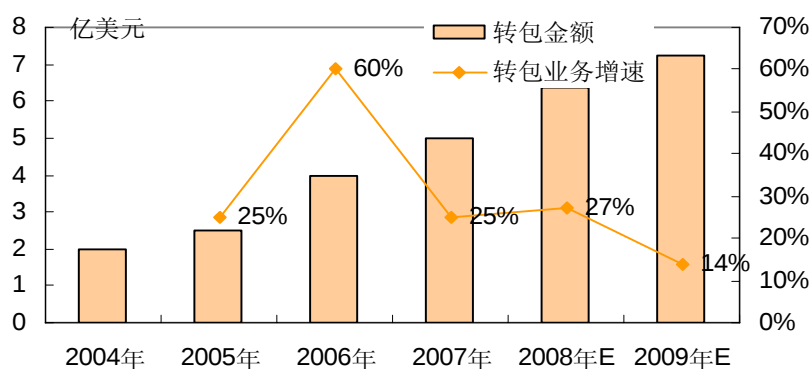
图 7: 中国转包业务面临的两种可能



资料来源: 中投证券研究所整理

我们认为 09 年整机制造商全球发包业务总额缩减因素与向中国等低成本国家大量转移的因素综合下来,09 年我国航空转包业务增速可能将下滑为 14%左右;2010 年增速下滑幅度可能更为剧烈。

图 8：我国转包业务规模



资料来源：国防科工委 中投证券研究所

我国转包业务大多集中在航空工业体系中，其中航空制造类上市公司转包业务量较大，增长显著的主要有：西航集团、成发科技、西飞国际。

表 13：上市公司转包业务情况

	截至 2008 年末 (万美元)	08 年末占公司 总收入比重	备注
航空动力	19800	35%	拟借壳 S 吉生化
西飞国际	13000	9%	上市公司 (含成飞和沈飞民机)
成发科技	10000	77%	上市公司
沈阳黎明	约 4000		非上市公司
上飞集团	约 3500		非上市公司
哈飞股份	约 300	可忽略	上市公司
洪都航空	约 100	可忽略	上市公司

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

4.1.3 国内支线飞机制造仍然低迷

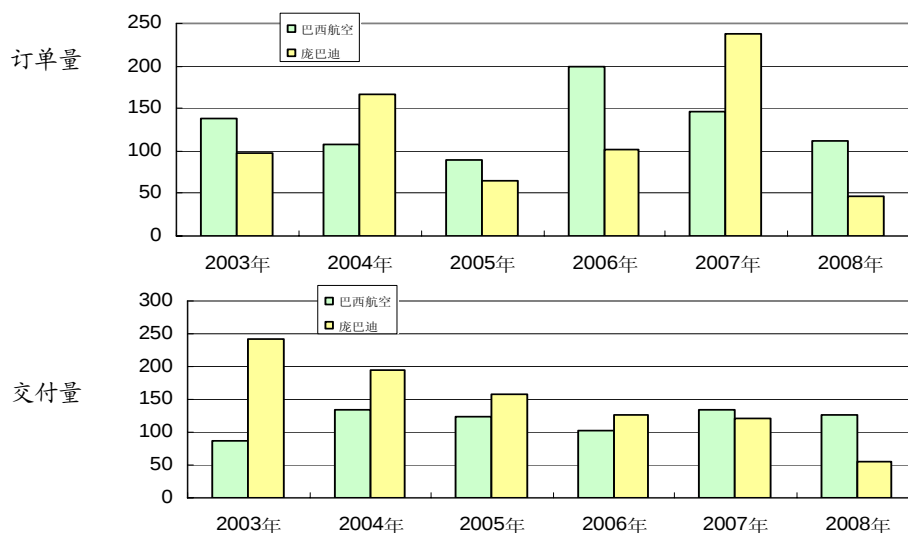
目前我国航空运输市场发展很不均衡。支线航空基础设施建设是支线航空市场发展的一个重要基础。我国目前有约 150 个民用机场，具有“东密西疏”和“干支机场层次不够清晰”的特点。

按照十一五规划和到 2020 年的规划，到 2020 年，中国民航运输机场总数将达到 244 个，形成北方、华东、中南、西南、西北五大区域机场群，新增机场大多位于中小城市，多为支线机场。支线机场的建设为支线航空运输的发展创造了条件。

根据中国航空工业集团的预测，未来 20 年需要补充的支线飞机约为 993 架左右；庞巴迪公司则预测未来 20 年中国需要 20-149 座的飞机约 2064 架，这个座级范围与大型客机有所交叉；巴西航空预测未来 20 年中国需要 20-120 座级的飞机约 800 架。

这些预测均反映的是一个较长时间段的市场预测，而对于当前全球经济形势恶化的情形下，全球航空运输业的景气周期步入下行阶段，支线航空市场也不例外。因此，对于支线航空制造业，也将遭遇订单取消或下滑、交付延迟等情况。庞巴迪和巴西航空的支线飞机 08 年交付量订单均大幅下降，交付量下滑幅度小于交付量下滑幅度。

图 9：巴西航空和庞巴迪支线飞机订单和交付变化



资料来源：中国国防科技信息网，中投证券研究所

目前，全球支线飞机市场主要被巴西航空公司和加拿大庞巴迪公司两家公司瓜分。我国支线飞机产品缺乏，已经形成量产规模的仅有新舟 60、ERJ145（合资生产），尚未形成丰富的产品系列，产品的成熟度也有待市场的检验，这需要较长的时间。

表 14：国内支线飞机情况

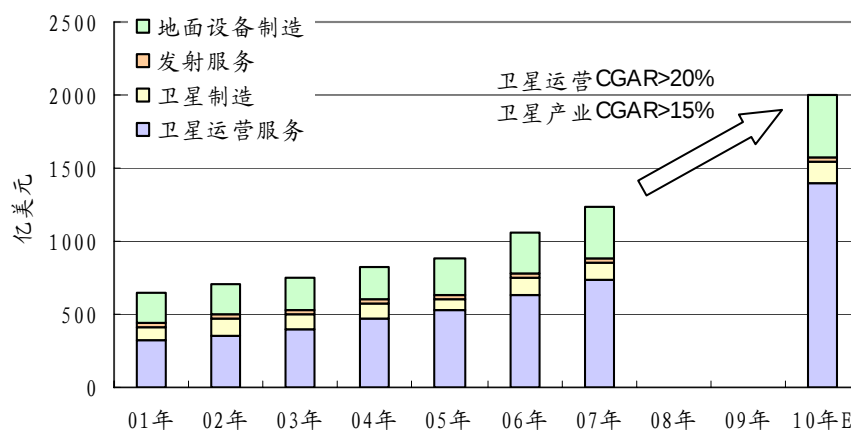
机型	状况	08 年末累计确定订单	08 年末尚未交付的确定订单	涉及上市公司	备注
新舟 60	已量产	66 架	52 架	西飞国际	
新舟 600	在研，完成首飞	2 架		西飞国际	
新舟 700	研制启动			西飞国际	
ERJ145	已量产	66 架	53 架	哈飞股份	与巴航、哈飞集团合资
ARJ21-700	在研，完成首飞	126 架	126 架	西飞国际	上飞总装
ARJ21-900	研制启动			西飞国际	上飞设计、总装

资料来源：中投证券研究所

4.2 我国的卫星应用产业具有相对防御性

根据 Futron 的统计，2007 年卫星应用产业规模达 1230 美元，运营服务业的收入占卫星产业总收入的 59%；有专家预测到 2010 年，全球卫星产业的市场规模将超过 2000 亿美元，其中卫星服务业占到 70% 以上。

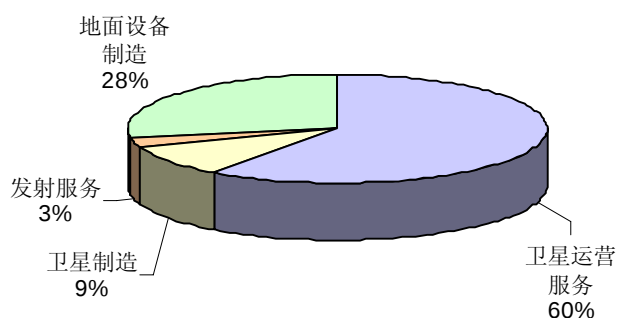
图 10: 全球卫星产业收入增长状况



资料来源:《2008 年全球卫星产业状况报告》

全球卫星产业在卫星运营服务方向产业化程度较高,在整个卫星产业中占比达 60%。全球卫星产业 2001 年至 2007 年产业收入平均增长率 11.4%;运营服务平均增长 14.7%,最为显著。

图 11: 全球卫星产业结构



资料来源:《2008 年全球卫星产业状况报告》

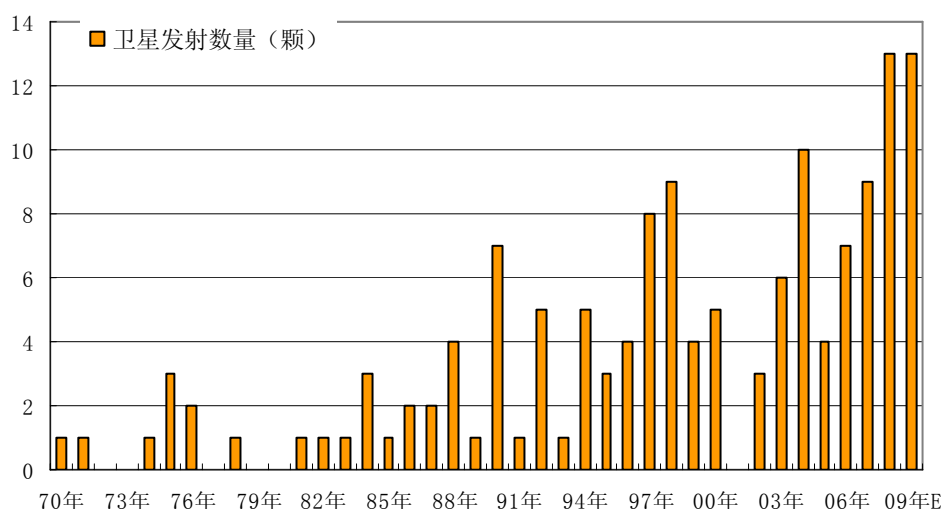
卫星运营服务包括广播电视、固定卫星业务、移动卫星业务,其中的广播电视业务收入从占比(78%)和增长率(18%)都拥有绝对优势地位,其次是以宽带、私营网络、遥感、转发器协议等业务为主的固定卫星业务(占比 19%,增长率 18%)。

2007 年比 2006 年卫星发射服务增长约 19%,表明 07 年发射的卫星比 06 年的多,但卫星制造业收入略有下降,是因为微小卫星发射数量占全球卫星发射总量的比例增高,因为每颗微小卫星的造价都比大卫星低得多。据 Futron 统计 2007 年全球共发射了 102 个航天器,其中有 16 颗是微小卫星,而 2006 年发射的 101 个航天器中只有 9 颗是微小卫星。

我国航天业发展 50 年以来,初步发展形成了返回式遥感、通信广播、气象、科学与技术试验、地球资源、导航定位 6 个应用卫星系列,逐步应用于经济、科技、文化、教育和国防等各个领域。

从历史各年的发射情况可以看到,95 年后中国进入了卫星发射较密集的阶段,08 年我国发射了 13 颗卫星。中国航天科技集团 2009 年预计将发射 13 颗卫星,与 08 年数持平。

图 12: 我国卫星发射情况



资料来源：中投证券研究所整理

十一五期间我国将研制近 100 颗空间飞行器，其中包括通信广播卫星、地球资源卫星、返回式卫星、气象卫星、导航卫星和科学试验卫星六大系列，将建立由 60 至 70 颗卫星组成的空间信息系统。故，我们认为 09、10 年我国卫星发射高峰依然会延续。

在运营服务方向上尚未形成产业规模，地面设备制造、运营服务仍然多为政府主导，尚未真正市场化。特别是运营服务，就目前已发射的直播卫星而言，我国仍以解决覆盖问题为主。

在我国航天十一五规划中对我国航天产业发展能力提出了：航天制造业总体水平得到提升；初步建成天地统筹、地面协调的卫星地面系统和应用系统，空间应用水平和效益显著提高；卫星运营服务与发射服务、对外贸易服务水平进一步提高。发展通信、导航、遥感等卫星及其应用，形成空间、地面与终端产品制造、运营服务的航天产业链，产业结构进一步优化。

根据国家对卫星产业发展的总体目标，到 2020 年，建立基本满足国民经济建设、社会发展和公共安全需求的卫星应用体系，建成通信、导航、海洋、气象、环境与减灾、水利、国土、农业、林业、远程教育等 10 个以上稳定运行的业务系统；建成高分辨率对地观测系统、北斗卫星导航系统，资源一号卫星系列、海洋卫星系列、风云气象卫星系列和环境与灾害监测小卫星星座并在轨稳定运行，通信广播卫星可连续稳定地提供服务，新一代大型运载火箭投入使用；卫星地面设备国产化率达 80%，形成若干家大型卫星应用企业为核心的企业群体，卫星应用产业年均增速达 25%；形成产业链，完成应用卫星和卫星应用由试验应用型向业务服务型转变，卫星应用产业成为我国高新技术产业的重要组成部分。

在当前经济景气度下行的环境下，除了面向大众的导航终端产品外，我国的卫星产业基本上可以认为是较有防御性的产业。国内与卫星产业关联度较大的上市公司不多，我们建议关注涉及卫星应用领域的上市公司。

表 15: 卫星产业相关上市公司

公司名称	卫星应用	卫星研制及配套*
------	------	----------

中国卫星	地面设备、导航、通信、数据链等设备及上行站	V
北斗星通	特定用户终端设备	
*卫星研制及配套业务一般作为军品业务		

资料来源：中投证券研究所

5、主要公司分析

5.1 中国卫星- 稳步增长的防御品种

实力雄厚的大股东—航天科技集团空间技术研究院，占有国内卫星研制90%以上市场。公司是小卫星研制业务领军企业，100%占有国内工程应用小卫星市场，是控股股东卫星研制和应用的平台，仍有资产注入的预期。

我们认为公司卫星研制业务 09-11 年卫星研制业务增速平稳，预计卫星交付量不会出现跨越式增长；卫星应用业务包括导航产品、地面站系统集成、图像传输等业务，增速预计将有所下滑，但仍会高于卫星研制业务，预计 09-11 年卫星应用业务复合增长率约为 17%。卫星应用业务 20-30%毛利率水平高于卫星研制业务 10%左右的毛利率。我们预计随着公司卫星应用业务的不断拓展，卫星应用业务占比将继续增大，综合毛利率水平将有继续提升的空间。

09-11 年 EPS 为 0.69、0.80、0.91 元，EPS 复合增长率约为 15%。

表 16：盈利预测—中国卫星

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1994	2290	2553	2754
同比(%)	31%	15%	11%	8%
归属母公司净利润（百万元）	176	202	235	268
同比(%)	33%	15%	16%	14%
毛利率(%)	15.5%	15.8%	16.2%	16.7%
ROE(%)	12.0%	12.2%	12.4%	12.4%
每股收益(元)	0.60	0.69	0.80	0.91
P/E	37.98	32.95	28.43	24.88
P/B	4.57	4.02	3.52	3.08
EV/EBITDA	24	22	19	16

资料来源：中投证券研究所

5.2 航空动力-尖端制造业的代表，航空发动机的平台

西航集团借助 S 吉生化完成航空产品及其他非航产品的整体上市成为“航空动力”，未来航空工业集团的航空发动机业务将会在航空动力这个平台上逐步证券化。西航集团将拥有公司 65.61% 的股权，成为公司绝对控股股东。

航空发动机制造是技术壁垒高、研制周期长、投入大的尖端产业，军用发动机整机制造技术仅有 5-6 个国家拥有，中国也在其中；民用发动机整机制造在全球范围内处于寡头竞争状态，中国参与生产链中的转包环节。

根据公告的备考模拟会计报表，航空产品（包括军用发动机和转包业务）占总收入的 90%以上，主营业务集中度较高。04-07 年的收入增长 20%以上，

其中军用航空发动机产品增长超过 25%，外贸转包收入增长超过 30%，预计 08-10 年军用发动机收入增长为 8%，转包收入增长约 15%；综合毛利率水平较稳定；但期间费用率超过 15%，管理效率提升空间较大。

预计公司 08-10 年的 EPS 为 0.24、0.34、0.39 元，EPS 复合增长率为 25%。公司业绩增长除收入增长、毛利率稳定作为原动力外，09-10 年人民币升值幅度减弱的假设等因素也将成为公司业绩提升的原因。

风险因素：外贸业务增速有受到全球民用航空制造业订单下滑影响的风险。

表 17：盈利预测—航空动力

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	1327	3940	4555	5037
同比(%)	12%	16%	16%	11%
归属母公司净利润（百万元）	27	111	152	174
同比(%)	181%	34%	38%	14%
毛利率(%)	17.4%	17.9%	18.0%	18.0%
ROE(%)	4.1%	7.5%	9.3%	9.6%
每股收益(元)	0.12	0.25	0.34	0.39
P/E	131.78	62.63	45.55	39.83
P/B	5.44	4.67	4.24	3.83
EV/EBITDA	29	13	11	10

资料来源：中投证券研究所

5.3 火箭股份-看资产注入，看长期发展

公司背景：公司是中国航天关键电子配套产品生产企业，是航天科技集团全资子公司-中国航天时代电子公司产业化和市场化的平台，目前拥有航天电子产品技术垄断地位，控股股东-航天时代电子公司有资产注入的预期。

公司主要业务范围：航天配套电子产品，分为电子元器件和单机及系统级产品。其中电子元器件以桂林、杭州、郑州子公司为主要生产基地，单机及系统级产品主要以航天长征火箭技术公司及上海子公司为核心开展航天遥测系统、传感产品、卫星导航和通信产品的研制开发以及军民用激光惯导产品等。

军品业务中的航天遥测遥控系统产品仍然是公司的主要收入来源，主要有长征火箭、上海航天和重庆航天公司，约占总收入的 45%，主要为星、箭、船、弹配套，保持平稳增长的态势，毛利率水平稳定；08 年元器件业务未出现 07 年全面下降的状况，基本维持 07 年规模，这部分业务约占 15%，业务增速一般；航天军用配套仪表规模约占 15%，业务增长平稳；激光惯导产品主要为武器和运载火箭配套，预计增速较快，但规模尚小，不到收入的 5%；军用导线项目由湖北航天电缆公司开展，但目前湖北公司仍以普通电缆为主，这部分业务约占公司总收入 9%左右，小于 20%的毛利率水平远低于其他产品的毛利率；军用导线规模近总收入的 1%，尚在试生产阶段，技术尚需进一步稳定。

民品业务中天合导航的车载和手持导航仪产品面临激烈竞争，收入大幅缩减，08 年这部分业务亏损已成定局，预计 09 年维持缩减后的水平；其他民品如石油测斜仪、集成电路等均增速平稳。

预计 08、09、10 年 EPS 分别为 0.43、0.47、0.54 元，EPS 复合增长率

约 13%。

表 18: 盈利预测—火箭股份

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1844	2164	2347	2682
同比(%)	47%	17%	8%	14%
归属母公司净利润(百万元)	280	235	259	297
同比(%)	28%	-16%	10%	15%
毛利率(%)	36.9%	33.6%	33.7%	33.7%
ROE(%)	10.6%	8.2%	8.4%	8.8%
每股收益(元)	0.51	0.43	0.47	0.54
P/E	23.82	25.85	22.50	17.87
P/B	2.16	1.98	1.84	1.69
EV/EBITDA	13	13	11	10

资料来源: 中投证券研究所

5.4 中航光电-快速增长的民用业务和稳定的军用业务成为业绩增长的双保险

公司直接控股股东是中航工业集团, 是国内最大的军用连接器生产单位, 广泛应用于航空、航天、舰船、兵器、电子等军工领域; 在民用连接器业务中选择中高端业务领域如通信电源、铁路、电力设备等。公司上市后控股了沈阳兴华航空电器公司, 在军用连接器研制生产能力上得到了加强。

公司军用连接器产品占收入比重为 54%, 毛利率水平高达 45% 以上, 基本稳定; 民用连接器产品收入比重达 41%, 04-07 年收入复合增长率超过 40%, 毛利率水平约为 25%。

高端连接器行业具有一定的技术和资金壁垒, 公司业务的主要看点在于公司作为专业高端连接器生产单位, 具有一定的技术优势, 对高端连接器小批量、多品种的研制要求能够做到快速设计研制和调整生产。

公司业务的另一看点在于公司民用连接器业务中通信电源约占民用业务收入的 70%, 铁路约占 7%, 电力设备约占 3%。随着 3G 项目的推进, 通信设备行业的迅猛发展以及国家加快通讯、铁路、电力等基础设施建设, 公司将在未来的这些行业发展过程中受益。

预计 09-11 年公司军用连接器收入平稳增长; 民用连接器产品收入复合增长率约 30%。我们预测公司 09-11 年 EPS 分别为 0.83、0.97、1.10 元, 09-11 年 EPS 复合增长率为 15%。

表 19: 盈利预测—中航光电

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1077	1368	1655	1966
同比(%)	29%	27%	21%	19%
归属母公司净利润(百万元)	112	148	172	196
同比(%)	13%	33%	16%	13%

毛利率(%)	33.0%	33.4%	32.9%	32.4%
ROE(%)	11.7%	13.5%	14.4%	14.9%
每股收益(元)	0.63	0.83	0.97	1.10
P/E	35.90	27.06	23.31	20.54
P/B	4.21	3.65	3.35	3.07
EV/EBITDA	20	18	15	13

资料来源：中投证券研究所

5.5 哈飞股份-军品业务平稳，整合主题明确

哈飞股份是从事中国生产军民用直升机和固定翼飞机整机生产的航空制造业公司，也是国内两大军用直升机整机生产基地之一，拥有除军机的军械加装和试飞以外的较完整的业务链，也是中航工业直升机业务的整合平台，资产整合预期较明确。

军用直升机是主要收入来源，约占收入的 80%以上，前 3 年军机收入复合增长率约 30%，目前增长阶段已由前 3 年的高速增长进入了平缓增长阶段，预计 08-10 年增长率约为 10%；民用航空产品的需求将随着我国低空领域政策的逐步开放才会出现较大增长。

复合材料结构件加工技术优势使公司在转包业务中占有一席之地，波音 787 长期翼身整流罩全球唯一供应商、与空客合资设立复合材料制造中心的框架协议等带来近期收益和远景希望。预计 08-10 年收入复合增长率约 10%，但这部分业务规模尚小。

参股支线飞机合资公司-安博威公司 ERJ 支线飞机订单任务排到 2010 年，07 年收入达 9.11 亿，净利润 0.96 亿元，按照公司 24.5%的股权比例，安博威公司对公司有 27%的业绩贡献，预计 08-10 年的贡献仍能继续。

08-10 年的 EPS 分别为 0.31、0.33、0.35 元，EPS 复合增长率为 7%。

表 20：盈利预测—哈飞股份

主要财务指标	2007E	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	2144	2342	2590	2855
同比(%)	9%	9%	11%	10%
归属母公司净利润（百万元）	97	103	110	118
同比(%)	5%	6%	7%	7%
毛利率(%)	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
ROE(%)	7.9%	7.7%	7.6%	7.6%
每股收益(元)	0.29	0.31	0.33	0.35
P/E	53.90	50.42	47.36	44.66
P/B	2.97	2.74	2.53	2.34
EV/EBITDA	25	23	21	20

资料来源：中投证券研究所

5.6 中兵光电-军工业务和智能型产品是公司的现在和未来

公司直接控股股东-北京华北光学仪器有限公司是中国兵器工业集团公司全资子公司。公司主营业务已由电脑绣花机等纺织服装自动化设备变为以军品

配套及军民两用产品为主，电脑绣花机等民品设备及液化气石化产品批发等业务为辅，而未来公司的业务多元化趋势明显。

公司目前军品业务收入将占 85%，主要是武器的远程控制系统、稳定瞄准系统、火控系统等。其中，远程控制系统是军品业务的主要贡献者，其收入占军品业务收入的 65% 以上，毛利占 80% 以上，预计这部分产品有增速下滑的风险；稳瞄系统和火控系统产品由于有新产品开始配套，预计将出现明显增长；智能机器人产品如无人车、无人机等是公司正重点开拓的项目，借助与全球三大无人车生产企业之一的德国 Robowatch 机器人技术有限公司深度合作，公司无人车业务于 2009 年开始贡献收入；无人机业务拟与南非公司进行合作，开拓军民领域。

公司原有业务-电脑绣花机等纺织服装自动化设备已处于市场竞争压力日益加增的时期，07、08 年收入出现负增长以及成本压力等各方面原因已经出现亏损。预计电脑绣花机业务 09 年将继续低迷，但下滑的幅度将有所减弱。

化工液化气业务在 09 年除了继续增长外，还将增加成品油的批发业务，假设取得成品油批发资质，预计化工业务总的收入规模 09 年将达 8 亿元，这部分业务的毛利率预计约为 10% 左右。

公司经过资产注入和转增股本后，股本由原来的 1.44 亿扩为 4.45 亿股，不考虑公司后续的募资增发，则 09-11 年为 0.39、0.44、0.49 元，09-11 年 EPS 复合增长率为 12%。

表 21：盈利预测—中兵光电

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1151	1744	2074	2288
同比(%)	-8%	52%	19%	10%
归属母公司净利润（百万元）	167	173	196	219
同比(%)	34%	3%	13%	12%
毛利率(%)	33.0%	23.5%	22.1%	22.2%
ROE(%)	16.0%	14.2%	13.9%	13.9%
每股收益(元)	0.38	0.39	0.44	0.49
P/E	47.84	46.27	40.88	36.60
P/B	7.67	6.58	5.67	5.09
EV/EBITDA	17	15	13	11

资料来源：中投证券研究所

5.7 力源液压- 军品和投资收益将成业绩主要支撑

公司是中航工业集团军民用关键基础件、重机系统集成、新能源投资整合的平台。07 年完成的增发收购使公司主要业务由原来单一的民用液压件业务转变为以军民用液压件、锻件、换热器及燃机等多方向多领域业务；08 年收购了铸造、民用散热器和燃机动力集团，增加了新能源领域的投资；公司将进一步整合关键基础件资源，形成更强的技术和市场优势。

公司军品业务收入占比 35% 以上，其中锻件业务 80% 以上为军品，液压和换热器业务中军品比重均约为 20%。军品业务的稳定增长成为公司 09 年业务

的稳定器。

民品业务中锻件收入规模尚小，但由于高端领域技术壁垒和中国成本优势等因素增长趋势明显；液压件国内民用业务比重较大，民用领域中占比约 80% 的工程机械配套件，预计 09 年规模与 08 年基本持平；民用散热器业务收入中风电占比 34%、空压机 25%、工程机械等 29%，约 55% 为外贸订单，全球基础制造业向中国转移趋势明显，但同时受到国内外需求下降的影响，公司订单受影响的程度具有不确定性；燃机成套业务受到下游客户的影响，项目实施延缓，造成收入的不稳定，但这并不是长期趋势；对惠腾风电设备公司的投资收益将是公司业绩增长的一个主要支撑。

假设公司 09 年开始以权益法核算对惠腾风电设备公司的股权投资。我们预测公司 08-10 年的摊薄后 EPS 为 0.45、0.46、0.51 元，EPS 复合增长率为 7%。

表 22：盈利预测—力源液压

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	1427	1842	2093	2343
同比(%)	41%	29%	14%	12%
归属母公司净利润（百万元）	108	161	237	266
同比(%)	38%	50%	47%	12%
毛利率(%)	28.1%	26.2%	27.1%	27.0%
ROE(%)	12.2%	15.8%	9.8%	10.1%
每股收益(元)	0.60	0.45	0.46	0.51
P/E	30.40	40.49	39.84	35.58
P/B	3.70	6.41	3.91	3.61
EV/EBITDA	32	22	17	14

资料来源：中投证券研究所

5.8 洪都航空-高教机定型前中教机仍是公司业绩的支柱

公司主要业务为基础教练机、通用飞机的整机研制和生产，航空外贸及其它航空零部件的加工，还涉及通用航空服务等业务。其关联方洪都集团是我国实力雄厚的教练机、强击机、农林机生产基地，也是我国海防导弹的生产基地。

公司是国内飞机整机制造唯一一家“厂所合一”模式的企业，目前产品形成了初-中级教练机产品系列，成为公司最主要的主营收入和利润来源，所占比重 90% 以上；公司高级教练机 L15 是国内唯一的第三代教练机，第三代高级教练机的高机动和多用途将适应我国军机换代的训练需求和可能的作战需求；也将作为一个强劲竞争力参与国际竞争，是公司未来重要的利润点。08 年 5 月的再次首飞，标志着该机型的研制又向前跨越了一大步，但后续还有多项飞行试验，但其定型时间具有不确定性。

公司 08 年提出的洪都集团飞机业务整体上市的增发方案预计 09 年将重新修改，修改的内容预计包括增发价格、规模等。

预计 2010 年 L15 产量达 10 架，毛利率 20% 左右；不考虑增发；暂按 25% 计算企业所得税，则公司 08-10 年的 EPS 为 0.29、0.36、0.67 元，08-10 年 EPS 复合增长率为 50%。

主要风险 L15 定型量产时间的不确定对公司的盈利影响较大。

表 23: 盈利预测—洪都航空

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1783	1722	1890	1897
同比(%)	202%	-3%	10%	0%
归属母公司净利润(百万元)	116	102	127	235
同比(%)	64%	-12%	24%	86%
毛利率(%)	13.1%	13.0%	13.5%	21.5%
ROE(%)	6.2%	5.3%	6.3%	10.6%
每股收益(元)	0.46	0.29	0.36	0.67
P/E	34.70	55.03	44.33	23.82
P/B	2.50	2.43	2.31	2.12
EV/EBITDA	20	22	19	10

资料来源: 中投证券研究所

5.9 成发科技-外贸转包是长期看点也是短期隐忧

公司控股股东成发集团是我国四大航空发动机制造企业之一, 拥有从零部件到航空发动机部装、总装及试车等完整制造体系。公司业务以外贸航空发动机和燃气轮机零部件加工为主。

对于外贸转包, 目前全球航空运输行业受需求影响而景气度下行, 全球民用航空制造企业订单量预计将开始出现萎缩, 原有订单有取消和延迟的风险。中国取得的转包订单占全球订单份额尚小, 且中国的成本优势仍然存在, 我们认为外贸转包业务依然会有增长, 但前几年 50% 以上高速增长趋势可能会有所改变, 预计增速将放缓。我们预计 09-11 年这部分业务收入复合增长率为 20%;

公司军品业务老产品几乎下降为零, 新产品尚在研制期, 距离规模化生产为时尚早; 其他民品业务则也受经济环境影响, 预计增幅不大, 预计军品业务和其他民品业务将维持目前规模; 则 08-10 年总收入的复合增长率为 20%; 公司在 09-11 年将分期确认房地产项目收入, 对公司保持业务规模增速作出贡献。

假设 09-11 年房地产项目分别售出 30%、30%、22%, 公司 09-11 年 EPS 为 0.76、0.89、1.04 元, EPS 复合增长率约为 17%。

主要风险在于外贸业务增速有受到全球民用航空制造业订单下滑影响的风险。

表 24: 盈利预测—成发科技

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	892	1140	1319	1479
同比(%)	32%	28%	16%	12%
归属母公司净利润(百万元)	67	100	117	136
同比(%)	2%	49%	18%	16%
毛利率(%)	24.7%	24.9%	24.9%	24.9%
ROE(%)	12.2%	15.4%	16.4%	17.2%
每股收益(元)	0.51	0.76	0.89	1.04

P/E	39.55	26.53	22.55	19.43
P/B	4.83	4.09	3.70	3.34
EV/EBITDA	17	14	12	10

资料来源：中投证券研究所

5.10 西飞国际-军机生产基地之一，民机和转包业务的支柱

公司控股股东-西飞集团是我国主要轰炸机、歼轰机的研制生产基地。公司是军用歼击轰炸整机制造商，也是国内转包和飞机结构件加工能力的支柱；公司是中航工业集团下运输机子公司的平台。公司军机主要有轰六、“飞豹”等，民用飞机主要有新舟 60 等。

整机业务：公司军用飞机收入是收入的最重要来源，约占 60-70%。公司在 08 年年报中披露了 09 年经营计划和 09 年向关联方销售产品金额，预计收入数和反映军品任务的关联交易数均下降约 15%，预计 09 年军机业务有下滑风险；新舟 60 由于民用航空运输市场景气下行，交付有所延迟，09 年计划交付 20 架。

零部件业务：ARJ60 将在 09 年交付 5 架份零部件；转包业务也将受到全球民用航空运输市场下滑的影响，有增速下滑的风险。

不考虑转增股本，预计公司 09-11 年 EPS 为 0.35、0.41、0.45 元，EPS 复合增长率约为 14%。

表 25：盈利预测—西飞国际

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	9359	8756	10322	11431
同比(%)	332%	-6%	18%	11%
归属母公司净利润（百万元）	389	390	461	505
同比(%)	324%	0%	18%	9%
毛利率(%)	9.3%	9.8%	10.0%	10.0%
ROE(%)	4.4%	4.2%	4.8%	5.0%
每股收益(元)	0.35	0.35	0.41	0.45
P/E	65.59	65.50	55.31	50.54
P/B	2.90	2.77	2.64	2.51
EV/EBITDA	36	36	28	24

资料来源：中投证券研究所

5.11 四创电子-雷达产品和应急指挥通信系统是主要看点

公司控股股东是中国电子科技集团下的华东电子工程研究所，是我国军民雷达的主要研制单位之一。公司目前的主要业务为气象雷达和航管雷达、微波通信组件业务、公共安全应急指挥通信系统等。

雷达产品仍是公司的主要收入和利润来源，约占公司收入的 50%，毛利的 75%以上。气象雷达：国家气象局新一代气象雷达布网基本完成，后续的需求主要是对雷达网的增补；军民机场对新一代测雨雷达的需求正逐步增长；全国风廓线仪观测网的建设将形成风廓线雷达的需求。公司拥有国内多普勒气象雷达约 25%-30%的市场份额，风廓线雷达具有明显的技术优势。航管一次雷达：国内军民航空管制系统正逐步由程序管制向雷达管制转变，航管一次雷达成为军民机场必不可少的装备，而目前国内民用机场多使用进口航管雷达。公司的航管

一次雷达正在申请国内民航总局航管雷达使用许可资质,军用航管一次雷达处于寡头竞争状态。

公共安全应急指挥通信系统将逐步成为公司的另一个利润增长点。“十一五”期间,我国将基本形成纵向到底、横向到边的自然灾害救助应急预案体系。08年公司在应急指挥通信系统业务上有了较大突破,先后取得了 8000-9000 万的订单。

微波通信组件业务靠内需拉动保持增长。主要包括高频头、射频微波组件等产品。这部分业务中的出口产品在 08 年受到了较大影响,而由于卫星电视“村村通”、微波有源电路和无源电路等需求的提升将使这部分业务在 09 年仍保持增长。

关于控股股东的航管二次雷达注入,我们认为等待的时间不会太长。但华东电子工程研究所的航管二次雷达技术在国内并不具有绝对优势,这部分业务到底能给公司带来多大的业绩还需要市场检验。电子科技集团管理架构的相对松散,各个厂所的业务整合动力不足。公司无论是资产规模还是收入规模都远小于控股股东,未来的整合空间很大,但需要时间和大股东推动。

我们预测公司 08-10 年 EPS 为 0.35、0.40、0.59 元,复合增长率约 30%。

表 26: 盈利预测—四创电子

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	219	285	321	373
同比(%)	-22%	30%	13%	16%
归属母公司净利润(百万元)	20	21	23	35
同比(%)	-1%	5%	13%	49%
毛利率(%)	28.3%	26.8%	26.8%	29.2%
ROE(%)	6.0%	6.0%	6.5%	8.9%
每股收益(元)	0.33	0.35	0.40	0.59
P/E	60.30	56.86	49.75	33.73
P/B	3.11	2.98	2.83	2.63
EV/EBITDA	31	28	24	18

资料来源: 中投证券研究所

5.12 航天通信-需要资金助力的武器系统总装平台

公司直接控股股东-中国航天科工集团公司是国家国资委直接管理的特大型中央企业,主要业务是军工生产(各类导弹武器产品和宇航产品)、航天器、通信及电子设备、专用汽车及零部件、专用设备制造、航天工程及技术服务。

公司业务逐步由轻纺产品和进出口贸易为主转变为军用产品为主、轻纺产品和进出口贸易为辅,这一业务特征在公司 2004 年收购沈阳航天新乐公司后尤为明显。公司的业务发展重心已经确定为军品业务,对于轻纺产品和进出口贸易,公司将不再投入更多的精力和资金。而 08、09 年这部分业务可能会对公司业绩有一定的拖累。

公司的军用产品主要是近距防御型导弹如单兵便携式导弹等、导弹武器系统集成、军用通信产品等。尽管 2007 年军品所占主营收入比重约为 16%，但主营业务利润比重达 56%。目前公司军品订单饱满，生产能力受限。

公司于 08 年 9 月公告了非公开增发项目由于股价的大幅调整而失效。原计划募集资金大部分用于军品业务的技改和扩产，由于增发失败，这些项目预计将有选择性的实施，并且将根据资金的情况陆续进行，资金来源主要依靠银行贷款。正如我们一直提示的公司主要风险在于此次增发进程，我们认为这次增发失败对公司未来 3 年的业绩影响较大，公司的业绩增长及业务发展将出现不确定因素。

公司 08-10 年的盈利预测为 0.12、0.15、0.21 元，EPS 复合增长率约 30%。

表 27：盈利预测—航天通信

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	3398	3518	3892	4304
同比(%)	26%	4%	11%	11%
归属母公司净利润（百万元）	622	46	58	75
同比(%)	81%	-93%	25%	30%
毛利率(%)	10.5%	10.7%	11.1%	11.7%
ROE(%)	69.4%	4.9%	5.7%	6.8%
每股收益(元)	1.78	0.12	0.15	0.21
P/E	4.97	73.75	59.00	42.14
P/B	2.27	2.14	2.00	1.85
EV/EBITDA	14	12	9	7

资料来源：中投证券研究所

股票代码	重点公司	EPS 07A	EPS 08E	EPS 09E	EPS 10E	PE07A	PE08E	PE09E	PE10E	08-10 CAGR	投资评级
600118	中国卫星	0.30	0.56	0.71	0.84	75.67	40.54	31.97	27.02	22%	强烈推荐
600879	火箭股份	0.51	0.47	0.54	0.68	23.82	25.85	22.50	17.87	21%	强烈推荐
600893	航空动力	0.12	0.25	0.34	0.39	130.75	62.76	46.15	40.23	25%	中性
600038	哈飞股份	0.29	0.31	0.33	0.35	53.90	50.42	47.36	44.66	7%	中性
600316	洪都航空	0.46	0.29	0.36	0.67	34.70	55.03	44.33	23.82	50%	中性
600523	贵航股份	0.24	0.56	0.59	0.64	55.13	23.63	22.42	20.67	7%	推荐
600765	力源液压	0.60	0.34	0.42	0.48	30.38	53.62	43.40	37.98	19%	中性
002179	中航光电	0.55	0.38	0.39	0.44	40.93	33.10	29.23	25.87	13%	中性
600391	成发科技	0.50	0.51	0.76	0.89	40.24	39.55	26.53	22.55	17%	推荐
600435	中兵光电	0.28	0.38	0.39	0.44	64.14	47.84	46.27	40.88	10%	中性
000768	西飞国际	0.15	0.32	0.36	0.49	151.07	70.81	62.94	46.24	25%	中性
600990	四创电子	0.33	0.35	0.40	0.59	60.30	56.86	49.75	33.73	30%	中性
600677	航天通信	1.78	0.12	0.15	0.21	4.97	73.75	59.00	42.14	30%	中性
600967	北方创业	0.19	0.18	0.22	0.26	53.63	56.61	46.32	39.19	20%	中性

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推 荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中 性：预期未来 6~12 个月内股价变动 $\pm 10\%$ 以内

回 避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中 性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看 淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

真怡，工学硕士，中投证券研究所军工行业分析师。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳	北京	上海
深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518048	邮编：100031	邮编：200041
传真：(0755) 82026711	传真：(010) 66276939	传真：(021) 62171434