

工程机械快速复苏 军工行业再掀波澜

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **工程机械：**行业持续复苏，下半年同比增速将由负转正，预计全年增长10%，维持“谨慎推荐”的评级。

在国家4万亿投资、宽松货币政策、房地产出现回升等因素的推动下，工程机械行业自2月份以来开始复苏，同比回落幅度逐月收窄。同时钢材价格回落降低了生产成本，企业盈利快速回升。我们预计行业全年销售增长幅度为10%左右，2010年行业增幅为15%。

工程机械产品中，挖掘机和起重机上半年复苏较快，主要原因一是这些产品与国家基建项目相关程度较高，受需求拉动明显；二是行业集中度高，竞争相对较为缓和，盈利能力回升较快

工程机械上市公司的合理市盈率为20-25倍，目前估值水平为19倍，处于合理区间的下端，维持“谨慎推荐”的评级。中联重科、徐工科技等公司的主导产品复苏前景较好，业绩增长动力充足，估值优势明显，给予“推荐”评级。

- **军工行业：**六十周年国庆阅兵将提升军工股的投资价值；资产整合的全面铺开将是推动军工股行情的持续动力，维持“推荐”评级。

六十周年国庆阅兵将推动军工股行情，我们认为，与制导武器和飞机相关的装备是阅兵的重要看点，与此相关的上市公司包括航天通信、新华光、西飞国际、洪都航空、哈飞股份、中航光电等。

军工行业的资产整合正在全面铺开。中航工业集团、兵器工业集团、南方工业集团对旗下上市公司的运作是我们关注的重点。

军工行业重点上市公司中，中国卫星、火箭股份、中航光电和新华光增长的持续性强，估值优势明显，且未来可能进行持续的资产整合，给予“推荐”的评级。

分析师

鞠厚林

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8946

相关研究

1. 2009年机械行业研究报告 08.11.10
2. 2008年下半年投资策略 08.06.26

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	股价(元)	合理估值 (元)	PE (X)			09-11EPS CAGR	ROE2008
					2008	2009	2010		
中联重科	000157	推荐	22.34	27.00	21.7	17.9	14.1	22%	30.8%
中国卫星	600118	推荐	17.54	25.30	30.3	30.8	26.0	21%	12.4%
新华光	600184	推荐	19.86	25.50	285.1	44.4	28.5	130%	2.2%
徐工科技	000425	推荐	32.98	38.50	164.9	19.6	15.5	115%	8.6%
柳工	000528	谨慎推荐	16.64	20.20	23.1	17.5	14.5	27%	12.8%

资料来源：中国银河证券研究所

分析师简介

鞠厚林 机械军工行业分析师 总监



中国银河证券机械及军工行业分析师。中国人民大学经济学士，清华大学经济管理学院 MBA。2006 年加入中国银河证券研究所，此前就职于渤海证券、国都证券。具有 5 年证券从业经验，7 年经济分析工作经验。荣获中央电视台、中国证券报、今日投资联合评选的“最佳行业分析师”奖项。

研究特色：前瞻性，善于通过对上下游行业和产业的变化前瞻性分析；关注影响公司价值的中长期驱动因素：关注管理层素质、行业属性等特征；通过建立模型进行量化分析，强调公司业绩和估值的量化分析路径通过建立模型进行量化分析，强调公司业绩和估值的量化分析路径。

2005 年以来成功的推荐了天地科技、山推股份、昆明机床、中国船舶、中国卫星、火箭股份、中联重科、厦工股份等机械军工行业重点公司。

投资概要：经济复苏和行业成长性推动持续增长

驱动因素、关键假设及主要预测：

(1) 2009 年下半年国内固定资产投资的增长，尤其是国家基建项目的增长，将推动工程机械行业呈现超预期增长，我们预计全年增幅为 10% 左右；出口需求目前处于低谷，未来可能缓慢走出底部。同时原材料价格下降将使行业生产成本降低，利润增速将高于收入增速。

(2) 预计装载机下半年力度略强于上半年，全年销售将比 2008 年下降，15% 左右，其中竞争优势突出的龙头公司可能实现正的增长；挖掘机行业下半年仍将相对看好，虽然受季节性因素的影响，环比可能出现下降，但同比保持正增长的可能性很大。以三一为代表的国内品牌将呈现较大幅度的正增长。汽车起重机下半年将持续保持良好的增长势头，增速将比上半年有所提高，全年增长速度将高于其它机械；混凝土机械下半年将快速复苏，出现较大的同比增幅，全年同比增长 8-10%。

我们与市场不同的观点：

市场普遍对工程机械，尤其是混凝土机械的复苏存在疑虑。

我们认为，房地产的复苏将拉动混凝土机械的需求，此外高铁建设也将进入混凝土机械的需求阶段，因此混凝土机械快速复苏的可能性很大，而且很有可能成为下半年增长势头最好的工程机械产品。

行业估值与投资建议：

基于行业估值模型，我们认为工程机械行业 2009 年和 2010 年市盈率分别为 23 倍和 20 倍，目前的市场估值约为 19 倍，处于合理区域的下端，给予行业“谨慎推荐”评级。

工程机械行业内部，不同产品的技术含量、市场竞争结构、成长空间和盈利能力有明显差异，我们重点看好技术含量较高、市场集中度较高、竞争相对缓和、未来成长空间较大的挖掘机、混凝土机械、起重机等，这些子行业给予 2009 年 25 倍市盈率。

行业表现的催化剂：

如果固定资产投资及房地产投资增长数据超出市场预期，将会提升投资者对工程机械的信心，推动股价上升。

主要风险因素：

未来工程机械的主要风险在于国家的经济和货币政策方面，如果建筑和房地产等领域出现过热势头，国家可能将采取限制措施，将会影响工程机械的实际需求和市场信心。

目 录

一、工程机械：下游需求回暖 行业继续快速复苏.....	1
（一）宏观经济支持工程机械快速复苏.....	1
（二）成本下降支持利润快速增长.....	2
（三）主要工程机械产品有所分化.....	3
（四）工程机械投资策略及重点上市公司.....	7
二、军工：国庆阅兵渐行渐近 军工股将再掀波澜.....	9
（一）军工行业持续增长能力突出.....	9
（二）国庆阅兵将成为股价驱动因素.....	10
（三）资产整合渐入佳境.....	13
（四）行业投资策略及重点上市公司.....	14
三、重点公司.....	15
中联重科（000157）：两翼齐飞 持续增长.....	15
中国卫星（600118）：两翼齐飞 持续增长.....	16
新华光（600184）：防务和新能源推动业绩增长.....	17

一、工程机械：下游需求回暖 行业继续快速复苏

（一）宏观经济支持工程机械快速复苏

1、上半年回升势头明显

工程机械是较为典型的周期性行业，行业的需求主要依靠基础建设和房地产行业的拉动，此钱矿山开采和国际市场对工程机械有一定需求。2009 年以来，在全球金融危机的压力下，国家采取了一系列措施，刺激经济的快速复苏，也带动了工程机械走向复苏。

一、国务院推出十大措施扩大内需，包括加快建设保障性安居工程、加快农村基础设施建设、加快铁路等重大基础建设、全面实施增值税转型改革等。十大措施的主要作用是通过扩大投资和加快结构调整，达到刺激国内需求的目的。这些措施将需要增加投入 1.18 万亿元，拉动全社会投资 4 万亿元。我们认为，政府主导的 4 万亿投资中，很大一部分与基础建设直接相关，这对于工程机械行业的需求和市场信心恢复起到了巨大的作用。

二、房地产行业呈现复苏。房地产是工程机械的重要下游行业，工程机械 30%以上的需求来自于该行业，2008 年以来至 2009 年初，国房景气指数持续下降，房地产行业投资意愿不强。第 2 季度以来，房地产行业呈现复苏的趋势，国房景气开始向上，商品房销售面积的连续 3 个月出现了较大幅度的回升。商品房新开工面积和土地购置面积摆脱了下降的趋势，行业也出现快速增长。我们认为，在房地产行业的复苏，推动了工程机械产品，尤其是混凝土机械摆脱前期持续下降的趋势，未来面临持续复苏的可能性很大。

三、为了配合经济的快速复苏，国家实施了宽松的货币政策。2009 年以来银行信贷资金快速增长，市场资金充足，提升了经济领域的有效需求。对工程机械而言，这一点尤为重要，因为工程机械的销售有 1/3 以上是通过按揭实现的，部分产品如挖掘机等，按揭的比例达 70% 以上，因此信贷的宽松政策对工程机械的复苏十分重要。

四、在国家财政和货币政策的支持下，国内固定资产投资呈现较高的增长。2009 年 1 季度，全社会固定资产投资 28129 亿元，同比增长 28.6%，新开工项目 52905 个，计划总投资 22659 亿元，增长 87.7%。铁路、水力设施、道路运输是固定资产投资增长较多的行业，也是带动工程机械需求的主要力量。

图 1：我国固定资产投资增长

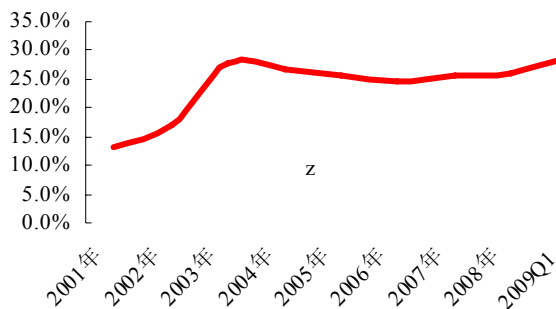
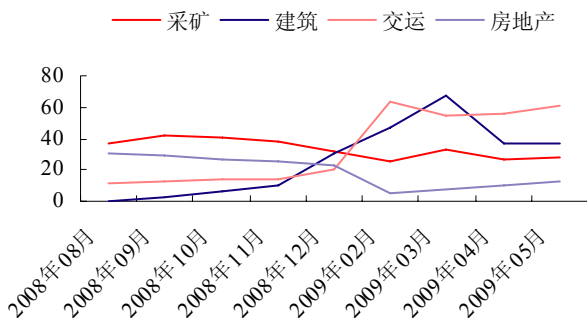


图 2：工程机械下游投资增长率 (%)



资料来源: 国家统计局

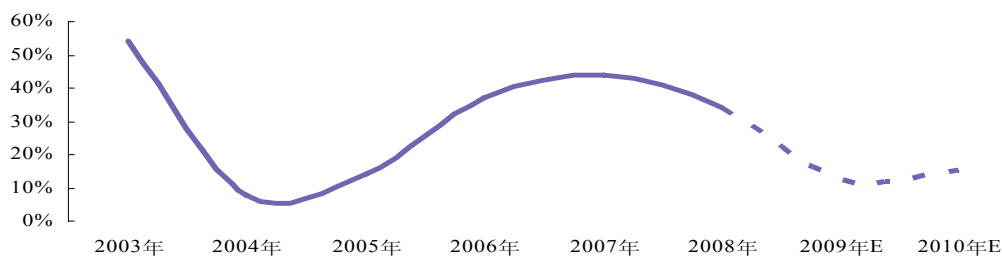
资料来源: WIND

在国内需求大幅回升的同时, 工程机械的国际市场依然较为低迷。2009 年 1 季度我国工程机械出口 18.6 亿美元, 同比下降 34.7%。2 季度出口市场依然没有明显的好转。我们认为, 由于出口金额占行业销售的比例不高, 因此对行业的总体影响有限, 但对前期出口比例较高的产品应保持谨慎。

总体上看, 由于国内需求的旺盛, 工程机械的强劲复苏态势基本形成。未来随着国家继续推行积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 项目配套资金将有效落实, 地方重点建设项目也将大规模展开, 工程机械行业面临持续的复苏。此外房地产行业投资增长将为工程机械的需求增加新的动力。

由于 2008 年下半年工程机械销量的基数相对较小, 我们认为, 2009 年下半年工程机械行业将出现明显的同比正增长, 行业全年销售金额的增长率为 10%左右, 2010 年行业继续保持升势, 预计增长幅度为 15%。

图 3: 工程机械销售增长趋势



资料来源: 中国银河证券研究所

(二) 成本下降支持利润快速增长

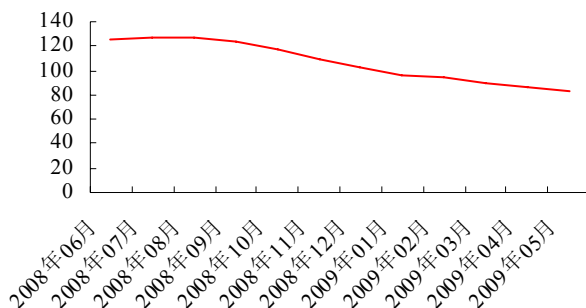
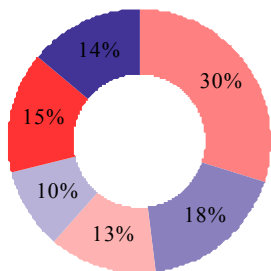
工程机械的生产成本在很大程度上取决于钢材等原材料价格的变化, 总体上看, 直接钢材和间接钢材占工程机械生产成本的比例约为 33%。由于不同产品的单价不同, 钢价变动对产品毛利率的影响程度也不同, 对装载机、推土机的影响大于挖掘机、起重机等。

2008 年下半年以来, 钢材价格持续下行, 累计下降幅度超过 35%, 对于缓解工程机械的经营压力起到了一定作用。

图 4: 工程机械生产成本构成

图 5: 钢材价格回落有利于工程机械降低生产成本

■ 钢铁 ■ 其它材料 ■ 人工 ■ 电力等 ■ 折旧 ■ 其它



资料来源：中国银河证券研究所

资料来源：WIND

根据工程机械行业的惯例，生产厂家一般要有 3-6 个月以上的钢材存货，因此目前钢材的低价将使工程机械行业下半年的生产成本降低。在行业持续复苏的背景下，生产成本的降低将使企业盈利加快增长。我们预计 2009 年工程机械行业盈利的增长幅度为 20% 左右。

不过由于钢材价格下半年可能会有所回升，因此我们认为，2010 年工程机械的生产成本将不会继续下降。

（三）主要工程机械产品有所分化

1、装载机：复苏明显 但难言乐观

装载机是使用较为广泛的土方机械，主要用于基础建设和房地产建设的土方装运作业，矿山开采也有一定的需求。与挖掘机相比，装载机的技术含量偏低，功能较为单一，优势在于作业量大，价格相对便宜。

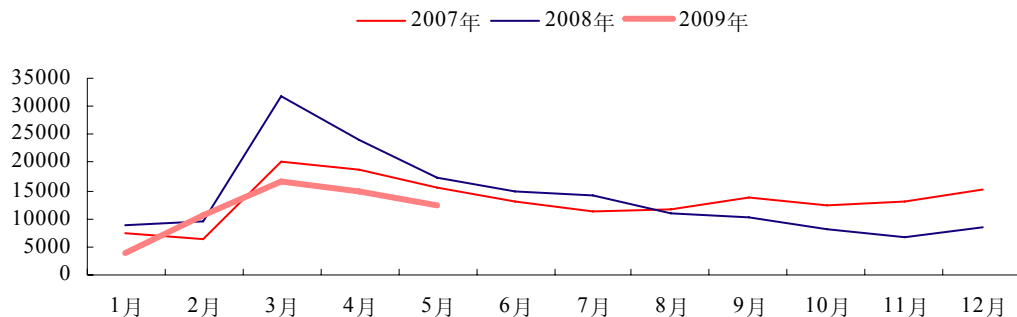
装载机是我国发展相对成熟的工程机械产品，国内企业的产品已经能满足国内市场的需要。装载机生产厂家较多，市场集中度低于其它工程机械行业。近几年来，由于主要厂家产能持续扩张，装载机行业的产能相对过剩，从而导致行业竞争格外激烈，价格竞争和产能利用率不高是行业面临的主要问题，尤其是在 2008 年下半年行业景气下降时，这些问题更为突出。

2009 年 2 月份以来，由于受国家经济刺激政策的推动，加上季节性因素的影响，装载机销量呈现明显的复苏，其中 2 月份销量同比呈现正的增长，3-5 月份，行业虽然延续复苏态势，但同比下降幅度仍较大，明显弱于挖掘机等其它土方机械。

2009 年 1-5 月，装载机行业总销量约为 5.9 万台，同比增幅为-35%，下降幅度呈现明显的逐月收窄态势。

图 6：装载机行业月销量变化

单位：台



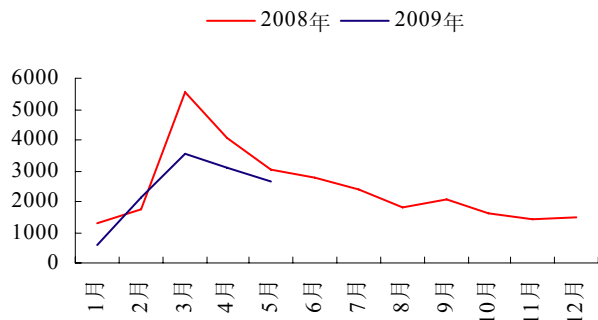
资料来源: 中国银河证券研究所

2009 年以来装载机出口增速大幅下降, 到目前仍没有明显的好转。出口占销售总额的比例由前两年的 10% 下降到 5% 左右。5 月份装载机出口 753 台, 同比下降 55%, 与前几个月没有大的变化。

主要生产企业中, 柳工作为装载机的龙头企业, 在生产规模、技术水平及管理能力方面都有明显的优势。2009 年以来在行业复苏的过程中, 柳工销量增速明显高于行业平均水平, 市场份额持续提升。5 月柳工销量为 2665 台, 同比增速为 -11.64%, 好于行业平均的 -27%。

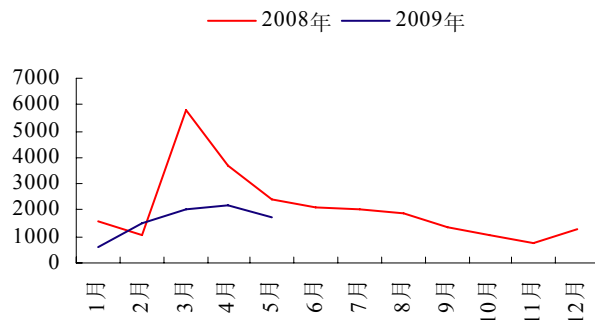
与柳工相比, 厦工的表现有一定差距。2009 年以来, 除 2 月份增速高于行业平均外, 其余四个月均低于行业平均增速。5 月销量为 1702 台, 同比增速为 -30%, 略低于行业平均水平。

图 7: 柳工装载机销量变化 单位: 台



资料来源: 中国银河证券研究所

图 8: 厦工装载机销量变化 单位: 台



资料来源: 中国银河证券研究所

下半年, 装载机行业的复苏仍将持续, 不过由于销售旺季已过, 而且装载机被挖掘机替代的趋势仍将持续, 因此, 我们预计装载机全年销售将比 2008 年下降, 预计下降幅度为 15% 左右, 其中竞争优势突出的龙头公司可能实现正的增长。

盈利能力方面, 由于装载机对钢材价格的波动的敏感程度较高, 因此在钢材成本下降的情况下, 装载机行业的盈利增长要明显好于收入增长。

2、挖掘机: 复苏好于预期 内资品牌高速增长

挖掘机也是土方机械的主力品种, 具有挖掘和土方装运两大功能, 主要应用于国家基建项

目、矿山开采和房地产行业等。与装载机相比，挖掘机的技术含量和产品价格高，但功能强大，综合性价比比较好。因此在发达国家挖掘机与装载机的比例为 2: 1，我国挖掘机发展相对落后，目前与装载机的比例约为 1: 2。

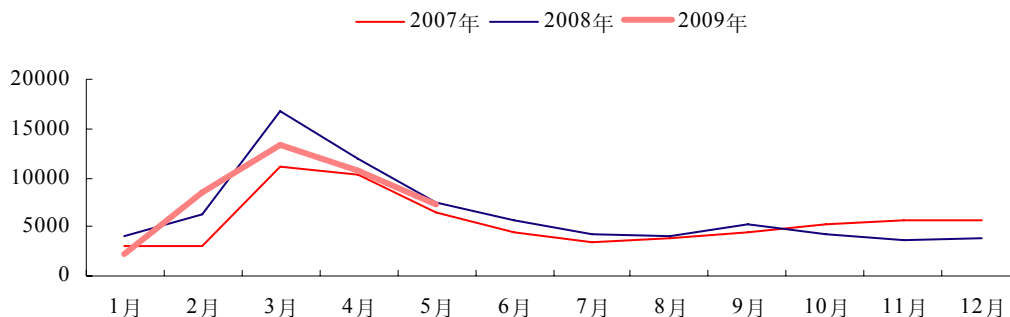
从行业竞争结构看，我国目前挖掘机市场主要由外资品牌占据。近年来韩系、日系及美系等外资品牌一直占据国内 80%以上的市场份额。2006 年以来以三一和柳工为代表的国内挖掘机企业开始高速增长，尤其是三一挖掘机近两年来增长率超过 50%，使国内品牌的市场占有率明显提高，不过根据 2008 年的数据，外资品牌的市场占有率仍保持为 80%左右。

国内挖掘机保有量约为 40 万台，2008 年行业总销售近 10 万台，其中国内生产的有 7.6 万台，其余为进口的新挖掘机和二手挖掘机。

2009 年 2 月份以来，由于受国家经济刺激政策的推动，加上季节性因素的影响，挖掘机行业销量大幅回升，同比呈现正增长，3-5 月，虽然同比为负增长，但回落幅度不大且呈现出明显的收窄趋势，其中 5 月份的销量与去年同期基本持平，是土方机械中复苏态势最好的，显示出挖掘机行业具有很强的成长动力。

图 9：挖掘机行业月销量变化

单位：台



资料来源：中国银河证券研究所

在挖掘机的复苏过程中，国内品牌的强劲增长是行业的一大亮点。在 1 季度行业同比下降的情况下，主要国内品牌都呈现增长，国产品牌占有率达到 26%，比 2008 年提高约 4 个百分点。其中三一的销量增长 120%，远远高于行业平均水平。

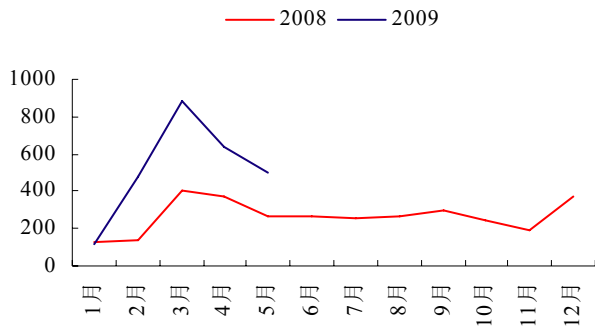
5 月份三一挖掘机继续高速增长，销售 493 台，同比增长 110%。柳工挖掘机 5 月份虽然同比下降 16%，但 1-5 月的累计销量仍为正增长，明显好于行业总体水平。

图 10：三一挖掘机月销量变化

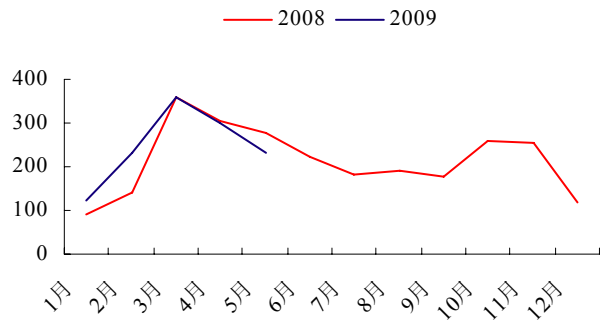
单位：台

图 11：三一挖掘机月销量变化

单位：台



资料来源: 中国银河证券研究所



资料来源: 中国银河证券研究所

内资品牌挖掘机的高速增长, 主要动力是对外资品牌替代进程的加快, 2009 年 1-5 月, 外资品牌的销量增速持续低于行业平均水平, 其中 5 月份主要外资厂商合计销售挖掘机 4859 台, 同比下降 9.9%。

基于经济持续复苏、基础建设继续快速的判断, 我们认为下半年挖掘机行业仍将看好, 同比保持正增长的可能性很大, 以三一为代表的国内品牌将继续超过行业平均水平。

3、起重机: 需求持续向好

起重机主要应用于交通、水利、港口、油田等基建领域, 以及冶金、石化、电力等重工业领域, 应用范围比较广泛。起重机行业的技术壁垒较高, 近年来国内的徐重、浦沅在技术上不断突破, 快速发展, 不但在汽车起重机领域占据了市场主导地位, 在履带起重机的市场份额也持续增长。

汽车起重机是起重机行业的主导产品, 目前徐重和中联浦沅占据 75%左右的份额, 北起、长起、秦起等也是行业的重要参与者, 此外三一近年来开始进军汽车起重机行业, 销量持续高速增长, 目前已经进入行业前列, 增长势头不容忽视。

2009 年的经济复苏过程中, 起重机, 尤其是汽车起重机是复苏势头最好的工程机械产品。2009 年 1 季度起重机(包括履带起重机、汽车起重机、随车重机和轮胎起重机)合计销售 7056 台, 同比下降 4.4%, 其中 3 月份销售 3000 多台, 环比增长 50%以上, 同比增长 9%, 显现出良好的复苏势头。1-5 月汽车起重机累计销量为 11187 台, 同比增长 1.62%。

我们认为, 汽车起重机复苏较好主要原因在于其用途广泛, 与铁路、港口、水利等重大项目的关联程度高, 预计下半年汽车起重机将保持良好的增长势头, 同比增长速度将比上半年有所提高。

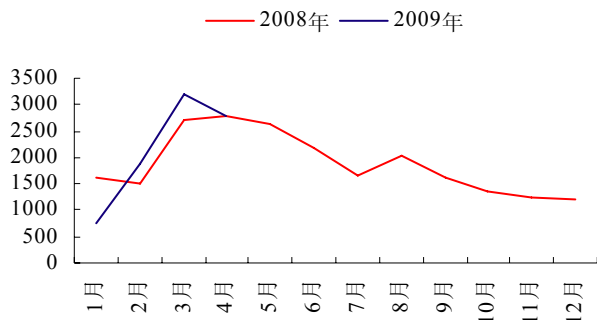
履带起重机由于前两年出口比例偏高, 2009 年受国际市场的影响较明显, 出口一直较为低迷, 虽然国内需求的快速增长在一定程度上弥补了出口需求的不足, 但总体上履带起重机的复苏势头明显弱于汽车起重机。我们预计履带起重机销量的持续复苏要依赖国际市场需求的回暖, 预计 2009 年底可能会加快复苏。

图 12: 汽车起重机月销量变化

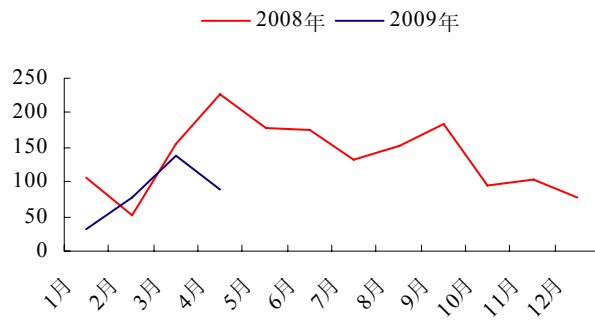
单位: 台

图 13: 履带起重机月销量变化

单位: 台



资料来源：中国银河证券研究所



资料来源：中国银河证券研究所

4、混凝土机械：期待快速复苏

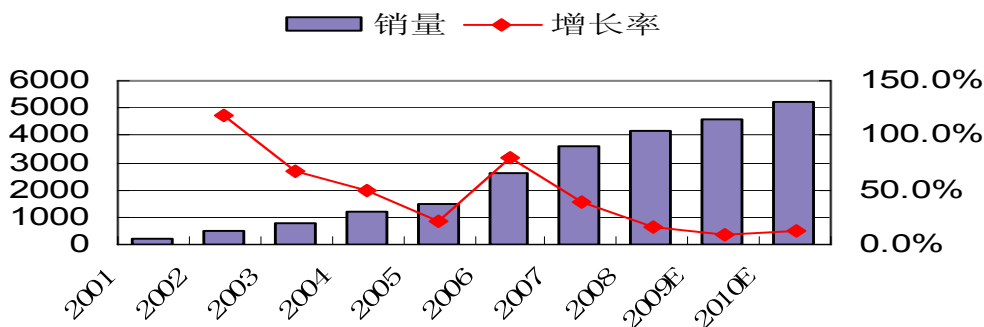
混凝土机械包括混凝土泵车、拖泵、搅拌站、运输车等，其中销售金额最大的是混凝土泵车，泵车主要用于房地产、铁路、及桥梁建设等方面。我国的混凝土泵车起步晚，但发展十分迅速，由1999年的50台发展到2008年的3000多台，年均复合增长率超过70%。目前我国混凝土泵车生产企业约十家，主要包括三一重工、中联重科、湖北建机、辽宁海诺、安徽星马等，其中三一重工和中联重科的产销量占80%以上。

2009年1季度，受金融危机及房地产低迷的影响，混凝土机械销量同比出现明显下降。2季度以来，在国家宏观经济政策和高铁等项目的拉动下，混凝土机械出现大幅反弹，尤其是5月份，泵送机械不但环比持续增长，同比也出现了正增长。

我们认为，混凝土机械下半年可能是工程机械中增长态势最好的品种，主要驱动力因素为：一、房地产行业的投资力度将加大；二、随着高铁项目的进展，将进入混凝土机械的需求阶段。我们预计混凝土机械下半年将出现较大增长，全年同比增长8-10%。

图14：混凝土机械销量增长趋势

单位：台



资料来源：中国银河证券研究所

（四）工程机械投资策略及重点上市公司

我们看好工程机械行业2009年下半年的投资机会，主要原因如下：一、在基建、房地产等行业将持续复苏的推动下，工程机械需求将持续增长；由于去年下半年基数较低，因此行业的同比增速将明显好于上半年。二、钢材成本处于低位，行业盈利增长将继续高于收入增长。

三、我国的工程机械行业仍处于成长期，技术进步和进口替代有较大的空间。四、行业的国际市场空间巨大，工程机械是我国较早参与国际竞争的行业之一，企业的国际竞争意识较强，有可能是下一个大规模走出国门的行业。2008 年全球工程机械 50 强有 7 家中国企业，徐工、三一、中联等都榜上有名，因此我们认为，工程机械的中长期价值显著。

不过工程机械的不同产品和技术含量、市场结构、成长空间等方面有明显的差异，我们重点看好挖掘机、混凝土机械、起重机等子行业，与这些产品相关的上市公司应重点关注。

根据工程机械行业的成长性和盈利能力测算，行业的合理估值水平为 20-25 倍市盈率，其中成长性和盈利能力较好的公司按 25 倍市盈率。目前工程机械重点上市公司 2009 年市盈率为 19 倍左右，处于合理水平的下端区域。

与国际同行业相比，我国工程机械公司的盈利能力估值偏高，但成长性估值具有明显优势。综合上述估值结论，我们给予“谨慎推荐”的评级。

图 15: 工程机械行业盈利能力/估值比较模型

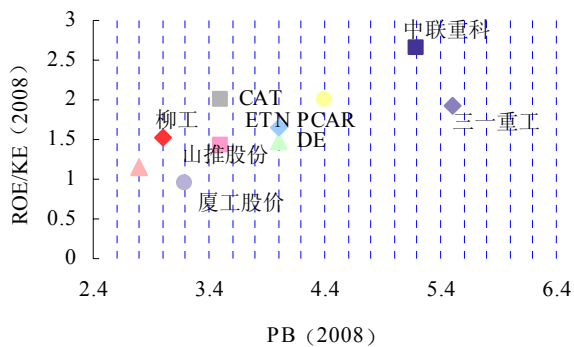
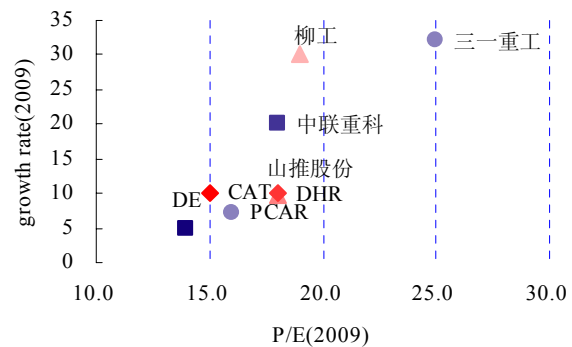


图 16: 工程机械行业成长能力/估值比较模型



资料来源: BLOOMBERG; 中国银河证券研究所

资料来源: BLOOMBERG; 中国银河证券研究所

表 1: 国际市场工程机械行业估值指标

公司代码	总市值 (百万美元)	市盈率 2009E	市净率 2008	净资产收益率 2008	资本回报率 2008
CAT	25460	15.6	3.4	24.1	9.2
DE	20560	14.1	3.0	17.9	6.3
DHR	8232	16.8	2.9	12.9	10.6
PCAR	7986	14.5	2.8	23.1	10.5
ETN	6856	18.6	3.0	15.8	11.0
PH	5632	18.2	2.9	12.0	10.1
DOV	4885	17.0	2.5	11.7	10.1
ITT	4554	18.8	3.2	14.2	12.8

资料来源: BLOOMBERG

根据图 15 和图 16 的估值比较，中联重科具有明显的综合估值优势，而且公司的产品结构较好，我们给予“推荐”的评级。此外徐工科技在完成起重机资产的收购后，其产品结构、成长性和盈利能力也具有明显优势，给予“推荐”的评级。

表 2: 工程机械重点上市公司相对估值

公司名称	投资评级	股价 (06.30)	EPS (2009E)	EPS (2010E)	EPS (2011E)	PE (2009E)	PE (2010E)	ROE2008
中联重科	推荐	22.34	1.25	1.58	1.86	17.9	14.1	30.8%
山推股份	谨慎推荐	11.01	0.72	0.85	1.03	15.3	13.0	17.4%
徐工科技	推荐	32.98	1.68	2.13	2.56	19.6	15.5	8.8%
三一重工	谨慎推荐	28.77	1.14	1.35	1.61	25.2	21.3	19.1%
柳工	谨慎推荐	16.64	0.95	1.15	1.41	17.5	14.5	12.9%
厦工股价	谨慎推荐	7.3	0.2	0.43	0.56	36.5	17.0	10.60

资料来源: WIND; 中国银河证券研究所

二、军工：国庆阅兵渐行渐近 军工股将再掀波澜

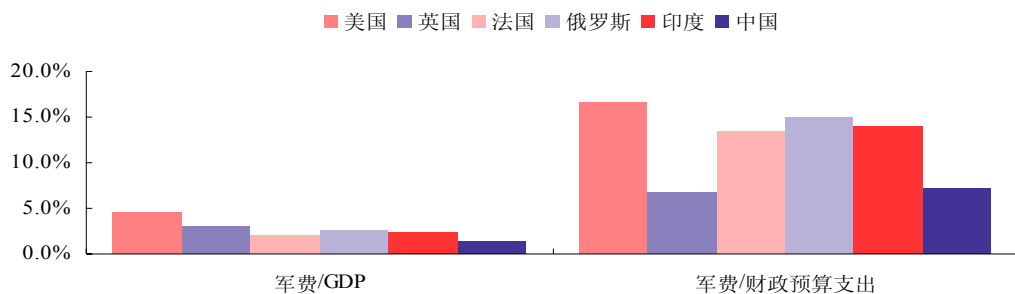
（一）军工行业持续增长能力突出

我国军费将保持稳定增长。1979 年到 1989 年，中国国防费平均每年下降 5.83%，国防实力的提升相对较慢。随着国际形势的变化以及我国经济地位的迅速提升，我国国防力量加快建设，近年来，我国军费增速基本保持在 15%-17% 的水平，2008 年我国军费预算为 4177.69 亿元，比上一年增长 17.6%。

目前我国军费增长仍处于补偿期，但与我国经济实力的增长相比仍处于偏低水平。2003 至 2007 年，中国国防支出年均增长 15.8%，明显低于同期财政收入年均增长 22.1% 的水平。

与其他国家相比，我国军费投入占 GDP 与财政支出的比例也有明显的差距。根据 2007 年的数据，我国军费投入占 GDP 与财政支出的比例仅为其他国家的 50% 左右。

图 17：军费占比国际比较



资料来源: 人民网

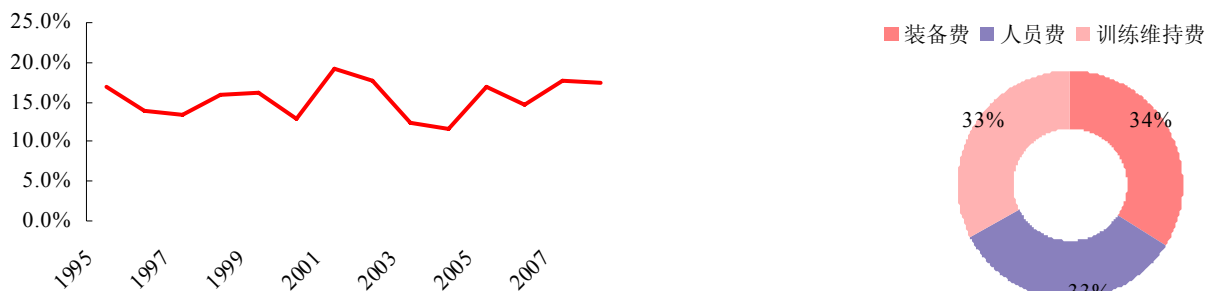
未来 10 年是我国国防实力增强的关键时期, 预计国防支出的增速在一定时期内不会低于目前水平。因此我们预计未来 3-5 年军费投入的增长有望保持 17% 左右的增长率。

军事装备将是军费增长的重点。从全球范围内看, 各国的国防投入都把军事装备作为投资的重点。目前欧美及亚洲的主要军事国家用于装备方面的支出占国防支出的比例达到 45% 左右。

我国装备费用支出在国防费用中的比重将保持上升的趋势。我国的国防费用支出中, 人员生活费、活动维持费和装备费大约各占 1/3 的比例, 2003 年以来, 人员生活费的比重有所下降, 装备比重费和活动维持费的比重有所上升。2004 年装备费的支出比重为 34%, 略高于其它两项支出的水平, 但与其它国家相比仍然偏低。我们预计这一比例在一定时期内将持续提高。

图 18: 我国国防费增长

图 19: 我国国防费用构忧



资料来源: 人民网

资料来源: 人民网

(二) 国庆阅兵将成为股价驱动因素

1、国产新装备将大量展现

备受海内外关注的 60 周年阅兵大典离我们越来越近。此次阅兵将重点展示中国特色武装力量体系建设的成果, 以军队力量为主, 以国产现役主战装备为主。我们预计, 在国防力量从机械化向信息化跃进的大背景下, 大量的国产信息化新装备将出现在受阅队伍中。

上世纪九十年代以来, 我国发展了一大批具有国际先进水平的信息化武器装备。此次参与阅兵的各军兵种都将展示先进的武器装备, 坦克、战车、火炮、各种导弹以及空军的歼击机、强击机、轰炸机、直升机等武器装备等都将在阅兵仪式上展现英姿, 其中将有许多新型武器装备首次亮相, 包括歼-10 战机、新型主战坦克、远程火箭炮、无人机、洲际导弹等都有可能在阅兵式上精彩亮相。

表 3: 我国军队装备水平

兵种	发展状况及装备水平
陆军	装甲兵
	加强了信息系统与武器平台一体化建设, 发展重型、两栖、轻型等机械化部队。
	炮兵
	陆续列装远程多管火箭炮、大口径自行加榴炮等一批先进武器装备和新型弹药, 发展三级作战指挥系统, 初步构建起全程精确火力打击体系。
	防空兵
工程兵	陆续装备一批性能先进的野战防空导弹、新型雷达和情报指挥系统, 逐步建立完善侦察预警、指挥控制、信息对抗与火力拦截一体的对空作战体系。
	构建专业化与多能化相结合、平时与战时相结合的工程保障力量体系, 形成了较强的全程伴随保障、快速破障、综合防护、反恐排爆和抢险救灾能力。
	防化兵
海军	发展新型防护力量, 初步建立起一体化的核化生预警侦察监测、防护指挥和防护体系。
	潜艇部队
	具备水下反舰、反潜、布雷和一定的核反击能力。
	舰艇部队
空军	形成了以新型导弹驱逐舰、护卫舰为代表的水面打击力量, 具备海上侦察、反舰、反潜、防空、布雷等作战能力。
	航空兵
	形成了以对海攻击飞机为代表的空中打击力量, 具备侦察、反舰、反潜、防空作战能力。
二炮	陆战队
	形成了以两栖装甲车为代表的两栖作战力量, 具备两栖作战能力。
装备了一批较先进的信息化装备和空空、空地精确制导弹药, 改进现役装备电子信息系统, 完善情报预警、指挥控制和通信基础网络。基本形成以第三代飞机和地空导弹为骨干, 以第二代改进型飞机和地空导弹为补充的主战武器装备体系。	
已形成核常兼备、固液并存、射程衔接、战斗部种类配套的武器装备体系, 装备各种型号的核导弹和常规导弹。	

资料来源: 2008 国防白皮书 中国银河证券研究所整理

2、关注制导武器和飞机相关上市公司

制导武器: 制导武器已成为现代武器中的中坚力量, 其技术水平基本上代表国家的军事实力和武器装备的总体水平。我国也拥有较强的导弹研发能力和较为完善的导弹生产体系, 尤其在反巡航导弹方面, 我国的技术已相当先进。

图 20: 1999 年国庆阅兵的导弹方队



资料来源: 人民网

近年我国陆续展出的一些新型号导弹，如 C705 导弹武器系统、C602 新型远程反舰导弹、P12 战术导弹系统、神鹰 400 制导火箭武器系统、FL-3000N 舰艇自卫防御导弹等武器系统等多款新型导弹武器系统，这些导弹武器在很大程度上代表了我国导弹技术的最新成果和发展方向。

制导炸弹也是近年来发展较快制导武器。中国航空工业集团公司的 LT-2 型激光制导炸弹和“雷石—6”制导滑翔炸弹，在一定程度上代表了国内的最新成果。

战机：长期以来，我国空军战斗机部队的传统主力机型是 J6 和 J7，近年来这些机型的改进型在技术水平、作战能力方面虽然有所提高，但仍不能与第三代战斗机正面对抗。

中航工业集团成功研制歼-10 战斗机，标志我国军用飞机取得突破性进步的标志。歼-10 战斗机是中国自主研发的新一代多用途战斗机，采用了全新电子系统、电传操作等大量新设计、新技术和新工艺。在紧急短距起飞，空中机动，超低空突防，对地攻击等方面超过西方第三代战机。目前歼-10 战机已经开始批量装备部队，未来将成为中国空军和海军航空兵进入 21 世纪的主要装备。

歼-10 战机有优良的作战性能，有效提高中国空军防卫作战能力。根据实战演练，两架歼-10 战斗机和四架模拟的敌机进行了一个对抗的较量。结果，歼-10 都是先敌发现，先敌锁定，先敌开火。

图 21：歼-10 战机



资料来源：人民网

图 22：歼-10 海军型



资料来源：人民网

歼-10 战机研制项目是 1986 年启动的，经过 20 年的时间，这个型号战斗机的研制成功，也实现了中国军机从第二代向第三代的历史性跨越，该飞机的水平已经是国际上先进国家装备当中的先进水平。未来歼-10 将与引进苏-27 和苏-30，形成轻重高低搭配，成为中国空军和海军航空兵 21 世纪的主要装备。

以歼-10 系列飞机研制成功并批量装备部队为标志，实现了中国军用战斗机从第二代向第三代的历史性跨越。同时我国航空工业也实现了军用航空发动机从第二代向第三代的跨越，中国空空导弹实现了从第三代向第四代的跨越。

上市公司：与导弹和制导武器相关的上市公司包括航天通信（生产便携式导弹）、新华光（拟注入资产包括精确制导武器系统、精确制导导引头等）。此外航天长峰近期公告，长峰集团拟将其持有的上市公司全部股权无偿划转给其上级单位中国航天科工防御技术研究院，因此我们认为，航天长峰与导弹领域间接相关。

与军用飞机相关的上市公司主要是中航工业集团下属的公司，包括西飞国际、洪都航空、哈飞股份、贵航股份、力源液压等。此外中兵光电的无人机项目也值得关注。

上述公司在军工板块中占据重要的地位，也将是未来我国军工行业发展的重要资本平台。我们认为，此次国庆阅兵，将使投资者对国防工业的发展速度和未来空间有全新的理解，从而对军工行业上市公司的投资价值有更深刻的认识。

（三）资产整合渐入佳境

军工行业的资产整合和整体上市，目前正在逐渐进入由点到面的全面铺开时期。对于各大军工集团在资本运作方面的思路 and 状态，我们的基本判断的观点如下：

中航工业集团：积极推进。中航工业集团下属的主要子公司相继成立，下一步的工作是各公司理顺资产关系、然后再将主要的经营性资产注入上市公司，争取 3 年左右的时间实现主要业务板块分别整体上市。

表 4： 中航集团资本运作的主要板块及相关公司

业务板块	相关单位	上市公司
飞机研发	沈飞设计院、成飞设计院和西飞自控研究所	无
飞机制造	沈飞、西飞、成飞、上飞	西飞国际
发动机制造	西航、成发、南方航空动力	航空动力、成发科技、ST 宇舰
直升机	哈飞集团、昌河集团	哈飞股份、
教练机	洪都集团、贵航集团	洪都航空
机、电产品	贵航、上航、中航集团	力源液压、中航光电
航空救生	中航救生研究所	中航精机
车辆	昌河集团	昌河股份
民用燃气轮机	中航世新燃气轮机公司	无
地产	深圳中航等	中航地产

资料来源：中国银河证券研究所

目前航空工业下属上市公司中，ST 昌河、ST 宇航、贵航股份等公司的资产运作正在进行之中。我们认为，直升机公司和系统公司的资本运作值得关注。

航天科技集团：稳步推进。2005 年以来，航天科技集团在资本市场的运作一直在稳步推进。中国卫星和火箭股份的资产整合工作较为顺畅。我们认为，中国卫星和火箭股份未来分别成为集团卫星资产和电子器件资产运作平台的可能性较大，未来的资本运作将持续进行。

航天科工集团：期待突破。航天科工集团由于资产的敏感程度较高，大规模的资本运作比较谨慎，上市公司中，除航天信息外，其余几家公司的资产质量和盈利能力缺乏吸引力。不过前期航天科技的资产重组（未成功）以及 2009 年 5 月航天长峰的股权划转，使市场对航天科工集团优质资产进入上市公司充满期待。

兵器工业集团：优质资产优先上市。根据国务院国资委对兵工集团的产业定位，重型车辆与装备、特种化工和光电材料与器件是其未来发展的三大支柱产业。

近两年兵器集团对其下属经营性资产的资本运作明显加快。集团下属资产规模庞大，涉及众多领域，根据集团的整体运作思路，成长性好、盈利能力强的优质资产将率先进入上市公司。集团光电局下属的光电类资产信息化程度高、盈利能力高、持续成长能力强。是集团的优质资产，可能成为集团资本运作的重要领域。此外，重型车辆与装备、特种化工也有可能进行资产整合。

上市公司中，光电局下属的新华光和中兵光电的资产注入大幅提升了上市公司的投资价值，未来仍有持续整合的预期。

表 5：兵器集团部分下属光电资产

企业名称	主要业务	下属上市公司
西安北方光电	精确制导武器系统、精确制导导引头、航空显控信息装备产品、地面显控信息装备等。	新华光。
江苏曙光光电	激光测距仪、微光等光学产品。	无
华北光学	制导与控制技术、光电子技术、火控技术。	中兵光电
北方湖光光电	火控系统长镜和夜视产品。	无
河南平原光电	微光夜视仪、红外成像仪等	无
西安应用光学	跟踪导引、稳像技术等。	无

资料来源：中国银河证券研究所

南方工业集团：蓄势待发。2009 年以来中国南方工业集团对其下属的上市公司整合有加快的趋势。长安汽车宣布回购 B 股，天兴仪表的实际控制人拟发生变更。我们认为，未来大规模的资产重组可以预期，上述两家公司以及摩托车领域的上市公司值得关注。

（四）行业投资策略及重点上市公司

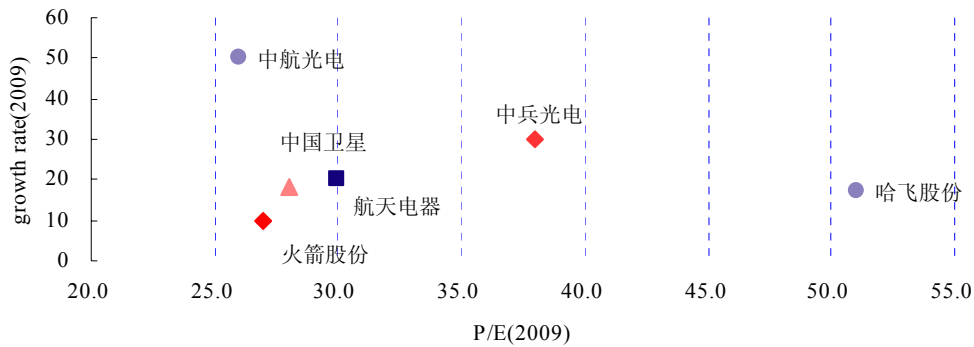
目前军工行业重点上市公司的平均市盈率为 30 倍左右，高于市场平均水平，主要原因：一是行业的战略地位突出，持续成长能力强，估值倍数偏高是合理的；二是近年来军工行业资本运作加快，重点公司未来有可能成为集团资产的整合平台，因此市场给予一定的估值溢价。

根据对行业成长性和盈利能力的测算，并考虑我国军工行业的发展阶段，我们认为，军工行业 30-35 倍市盈率是合理的

上市公司方面，基于军工行业上市公司成长能力/估值比较模型，中国卫星、火箭股份、中航光电成长性好、具有估值优势；火箭股份的市盈率偏低，增长稳定，具有估值吸引力；此外新华光完成对大股东资产的收购后，资产质量和盈利能力将大幅提高；我们给予上述四家军工公司“推荐”的评级。

此外，考虑到国庆阅兵和资产注入预期的因素，我们建议重点关注哈飞股份、西飞国际、中兵光电等。

图 23：军工行业上市公司成长能力/估值比较模型



资料来源: BLOOMBERG; 中国银河证券研究所

表 6: 军工行业上市公司盈利预测及评级

公司名称	评级	股价	EPS(2008)	EPS(2009)	EPS(2010)	PE(2009)	PE(2010)	ROE(2008)
火箭股份	推荐	13.57	0.46	0.5	0.62	27.1	21.9	8.9%
中国卫星	推荐	18.16	0.5	0.59	0.7	30.3	24.5	12.1%
航天电器	谨慎推荐	10.6	0.3	0.37	0.46	28.6	23.0	9.0%
中航光电	推荐	16.7	0.42	0.64	0.79	26.1	21.1	11.8%
中兵光电	谨慎推荐	18.79	0.38	0.49	0.58	38.3	32.4	16.2%
航天通信	谨慎推荐	10.3	0.04	0.15	0.3	68.7	34.3	1.7%
西飞国际	谨慎推荐	10.88	0.16	0.21	0.28	51.8	38.9	4.5%
哈飞股份	谨慎推荐	16.19	0.29	0.34	0.40	47	40	7.6%
新华光	推荐	20.96	0.07	0.45	0.7	46.6	29.9	2.1%

资料来源: WIND 中国银河证券研究所

三、重点公司

中联重科 (000157): 两翼齐飞 持续增长

公司是国内工程机械行业的龙头企业之一,在混凝土机械和起重机领域都占据行业第二的位置,这两大业务是公司业绩持续增长的主要动力。近年来公司在产品多元化及向国际市场进军等方面取得突破,为公司业务的持续增长注入动力。预计公司 2009 年-2011 年每股收益分别为 1.25 元、1.58 元和 1.86 元。

表 7: 中联重科 (000157.SZ) 关键指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	8973	13548	15886	18946	21730
销售收入增长率	92.7%	51.0%	17.3%	19.3%	14.7%
净利润(百万元)	1333	1569	1901.25	2403.2	2829.1
净利润增长率	176.4%	17.70%	21.18%	26.40%	17.72%
摊薄 EPS(元)	1.65	1.03	1.25	1.58	1.86
PE(X)	13.5	21.7	17.9	14.1	12.0
PB(X)	4.7	6.7	4.8	3.6	2.8
PS(X)	1.9	2.5	2.1	1.8	1.6
ROE(%)	34.6%	30.8%	26.9%	25.4%	23.1%

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:

经济的复苏,尤其是国家基建项目的大量开工,以及房地产行业的复苏是公司业绩增长的主要驱动因素。我们预计起重机行业下半年将持续复苏,公司的增长速度将好于行业平均水平;混凝土机械将受益于房地产行业和高铁项目的拉动,全年将呈现正增长。在上述假设的基础上,我们测算公司的收入增长 17%, 利润增长 20%以上。

我们与市场不同的观点:

市场普遍对混凝土机械的复苏存在疑虑。我们认为,房地产的复苏将拉动混凝土机械的需求,此外高铁建设也将进入混凝土机械的需求阶段,因此,混凝土机械快速复苏的可能性很大,有可能成为下半年增长势头最好的工程机械产品。

公司估值与投资建议:

按绝对法估值,公司合理价值约为 27 元;按相对法估值,2009 年给予 20-25 倍市盈率,公司合理估值为 25-31 之间,维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂:

公司产品与房地产投资关联度较大,如果房地产投资数据向好,将支持公司股价上行。

主要风险因素:

公司收购的 CIFA 公司 2009 年经营形势不好,有可能给公司业绩增长带来压力。

中国卫星 (600118): 两翼齐飞 持续增长

公司卫星制造业务和卫星应用业务在未来 2 年将保持 20%的增速,而且中长期的发展空间巨大。预计 2009-2011 年每股收益分别为 0.59、0.70 和 0.88 元。我们预计,公司将继续对大股东的卫星资产进行整合,支持业绩增长。

表 8: 中国卫星 (600118.SH) 关键指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
--	-------	-------	-------	-------	-------

销售收入(百万元)	1012	1994	2315	2682	3195
销售收入增长率	12.1%	97.0%	16.1%	15.9%	19.1%
净利润(百万元)	87.8	176	207.68	246.4	309.76
净利润增长率	40.26%	100.46%	18.00%	18.64%	25.71%
摊薄 EPS(元)	0.39	0.6	0.59	0.7	0.88
PE(X)	46.6	30.3	30.8	26.0	20.6
PB(X)	3.3	3.7	3.8	3.4	2.5
PS(X)	5.3	2.7	2.8	2.4	2.0
ROE(%)	7.2	12.1	12.5	12.9	12.1

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：

我国卫星产业处于规模扩张的高潮时期，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略日益重要。预计未来 3-5 年我国卫星制造将保持约 15%-20% 的复合增长率，卫星应用产业将 30% 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% 左右增长率。

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，2009 年-2011 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。

公司估值与投资建议：

□按绝对法估值，公司合理价值为 25.3 元；按相对法估值，我国卫星产业处于成长初期阶段按 2010 年 30 倍市盈率，合理估值为 21 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：

公司业务的发展在很大程度上取决于国家对卫星产业的政策，如果相关政策发生变化，将对公司业务产生影响；卫星应用产业面临的竞争对手较多，存在竞争的风险。

新华光（600184）：防务和新能源推动业绩增长

公司将收购西光集团的精确制导武器系统、精确制导导引头、航空显控信息装备产品、地面显控信息装备等四大产品系列，基本实现西光集团防务资产的整体上市。公司还将收购西光集团、红塔创投等持有的天达光伏股权。资产注入将使公司的业务扩展至防务、光伏太阳能、光电材料与器件三大领域。预计 2009-2011 年每股收益分别为 0.45 元、0.70 元和 0.90 元，维持“推荐”评级。

表 9：新华光（600184.SH）关键指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	427.35	750.14	1896.97	2225	2698.4
销售收入增长率	116.0%	75.5%	152.9%	17.3%	21.3%
净利润(百万元)	7.06	7.84	93.26	146.1	188.1
净利润增长率	5.00%	11.05%	1089.54%	56.66%	28.75%
摊薄 EPS(元)	0.07	0.07	0.45	0.7	0.9
PE(X)	285.1	285.1	44.4	28.5	22.2
PB(X)	6.2	6.1	3.7	3.3	2.9
PS(X)	4.9	2.8	2.2	1.9	1.5
ROE(%)	2.2	2.1	8.3	11.5	12.9

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 年我国军工产业仍将稳定增长，武器装备的信息化仍有较大发展空间，公司的防务资产具有持续的成长能力。新能源行业在我国正处于成长的初期阶段，未来 3 年将是发展的黄金时期，公司的太阳能业务是兵器集团新能源的重要平台，未来 3 年将加速成长。我们预计，公司防务业务未来 3 年保持 15%以上的增长，太阳能将保持 30%以上的增长，公司 2009 年-2011 年每股收益分别为 0.45 元、0.70 元和 0.9 元。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为军工行业的成长性不突出。我们认为军工行业中与信息化相关的公司未来增长将明显高于行业平均水平。新华光完成增发收购后，将拥有西光集团的核心防务资产，信息化程度高，未来将持续快速增长，而且公司还可能继续整合光电局的优质资产。

公司估值与投资建议：

□按绝对法估值，公司估值为 25.53 元；按相对法估值，估值为 24.5 元。我们给予的合理估值为 25 元，维持“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

国庆阅兵，有利于投资者对公司业务的进一步认识，从而支持股价上升。

主要风险因素：

公司太阳能业务面临的产业政策和环境具有一定不确定性。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

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，并不构成对客户的投资建议，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