

军工行业

真怡

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	29
总市值(亿元)	1598.04
占 A 股比例(%)	0.67%
平均市盈率(倍)	74

行业表现

(%)	1M	3M	6M
军工行业	-12.09	4.96	21.09
上证指数	-2.63	0.11	24.32



相关报告

军工行业 2009 年投资策略报告：风险中寻机遇、近忧下看远略

军工行业 2009 年 2 季度投资策略报告：关注重组整合主题和事件性因素

军工行业 2009 年中期投资策略-重组题材和军品业务的防御性是行业主旋律

军工行业 2009 年中期投资策略

看好

重组题材仍在，军品业务无忧，行情趋于震荡

军工行业整体估值在 09 年 1 季度得到了迅速提升，2 季度估值提升速度已明显下降，3 季度则显现出震荡调整行情。我们长期看好军工行业是由于我国的国防工业处于成长和深刻变革时期，短期行情需要有事件性催化或行业内公司重组预期的进一步明确。

投资要点：

- 军工行业前 3 个季度事件性的催化剂较多，如国防白皮书、国防费预算、海上阅兵、航母题材、国庆阅兵等等，后续军工板块在震荡的市场行情中需要关注的催化剂事件，如新增订单、业绩预增以及重组预期的进一步明确等。
- 4 季度继续关注行业变革带来的重组整合。中航工业集团下的重组存在必然性，几大业务板块的重组思路已较清晰，需要关注各业务板块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，两大兵器集团下新华光、凌云股份、利达光电等，电子科技集团下四创电子、高淳陶瓷等。
- 关注军品业务与装备升级、信息化武器相关的公司。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，刚刚过去的国庆阅兵也显示了信息化军队未来发展趋势。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。
- 维持行业“看好”评级。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、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。

股票代码	公司名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600879	火箭股份	0.46	0.52	0.60	0.70	21.59	19.10	16.55	14.19	强烈推荐
600118	中国卫星	0.50	0.57	0.66	0.76	38.64	33.89	29.27	25.42	强烈推荐
600523	贵航股份	0.24	0.42	0.54	0.65	56.71	32.40	25.20	20.94	推荐
002179	中航光电	0.42	0.55	0.64	0.73	39.05	29.82	25.63	22.47	推荐
600765	中航重机	0.33	0.47	0.61	0.64	43.33	30.43	23.44	22.34	推荐
600391	成发科技	0.51	0.68	0.77	0.83	43.27	32.46	28.66	26.59	中性
600893	航空动力	0.27	0.36	0.44	0.51	75.11	56.33	46.09	39.76	中性
600038	哈飞股份	0.29	0.30	0.32	0.34	51.62	49.90	46.78	44.03	中性
600316	洪都航空	0.29	0.39	0.52	0.58	93.13	69.72	52.08	47.11	中性

目 录

1、我们的观点.....	4
2、关注行业变革下的重组整合.....	4
2.1 中航工业集团.....	5
2.2 航天科技集团和航天科工集团.....	7
2.3 兵器装备集团和兵器工业集团.....	8
2.4 电子科技集团.....	10
3、关注武器装备升级换代和信息化发展趋势.....	11
3.1 军费开支.....	11
3.2 我国武器装备的信息化发展目标.....	12
3.3 寻找武器升级和信息化装备相关的军工上市公司.....	14
4、民用业务.....	16
4.1 民用航空制造业.....	17
4.2 我国的卫星应用产业尚在培育期.....	19
5、主要公司分析.....	22
5.1 火箭股份-看资产注入，看长期发展.....	22
5.2 中国卫星- 卫星研制和应用业务的平台.....	22
5.3 中航光电-军民业务双核心驱动下的增长.....	23
5.4 中航重机- 军品和投资收益是业绩主要支撑.....	24
5.5 成发科技-外贸转包是长期看点也是短期隐忧.....	25
5.6 航空动力-尖端制造业的代表，航空发动机的平台.....	26
5.7 哈飞股份-军品业务平稳，整合主题明确.....	26
5.8 洪都航空-高教机定型前中教机仍是公司业绩的支柱.....	27
5.9 四创电子-雷达产品和应急指挥通信系统是主要看点.....	28
5.10 西飞国际-军机生产基地之一，民机和转包业务的支柱.....	29
5.11 航天通信-增发募资未成，未来之路扑朔迷离.....	30
表 1: 2008 年全球军工 100 强中的前 10 名.....	4
表 2: 军工企业集团的发展战略.....	5
表 3: 航空工业集团下主要上市公司重组预期.....	6
表 4: 中航工业集团上市公司 1-9 月重要重组.....	7
表 5: 航天业下上市公司的产品业务.....	7
表 6: 航天两大集团上市公司 1-9 月重要重组.....	8
表 7: 兵装工业下的上市公司业务情况.....	9
表 8: 兵器两大集团上市公司 1-9 月重要重组.....	10
表 9: 电子科技集团下主要上市公司情况.....	10
表 10: 电子科技集团上市公司 1-9 月重要重组.....	10
表 11: 武器装备状况.....	13
表 12: 上市公司军品业务情况.....	14
表 13: 筛选与武器装备技术升级、信息化军队建设相关的公司.....	15
表 14: 军工企业涉及民品业务领域.....	16
表 15: 上市公司转包业务情况.....	18

表 16: 盈利预测—火箭股份	22
表 17: 盈利预测—中国卫星	23
表 18: 盈利预测—中航光电	23
表 19: 盈利预测—中航重机	25
表 20: 盈利预测—成发科技	25
表 21: 盈利预测—航空动力	26
表 22: 盈利预测—哈飞股份	27
表 23: 盈利预测—洪都航空	28
表 24: 盈利预测—四创电子	29
表 25: 盈利预测—西飞国际	29
表 26: 盈利预测—航天通信	30
图 1: 军工企业集团	4
图 2: 中航科工的股权架构	6
图 3: 1996-2008 年全球军费开支	11
图 4: 我国的军费增速与 GDP 增速	11
图 5: 我国的军费开支占 GDP 的比重和占财政支出比重	12
图 6: 波音、空客订交货量	17
图 7: 波音和空客公司 09 年 1-9 月订单与交付量同比情况	18
图 8: 我国转包业务规模	18
图 9: 全球卫星产业收入增长状况	19
图 10: 全球卫星产业收入结构	19
图 11: 我国卫星发射情况	20

1、我们的观点

我们的观点是：整个板块国庆阅兵题材已结束，四季度整个板块在震荡的市场环境中需要继续关注的催化剂事件将会是如新增订单、业绩预增已经重组预期的明确等因素；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、关注行业变革下的重组整合

美国《防务新闻》发布的 2008 年全球军工企业 100 强排行榜（按军品销售额）的前 10 家公司中，美国公司占绝大多数。

表 1 2008 年全球军工 100 强中的前 10 名

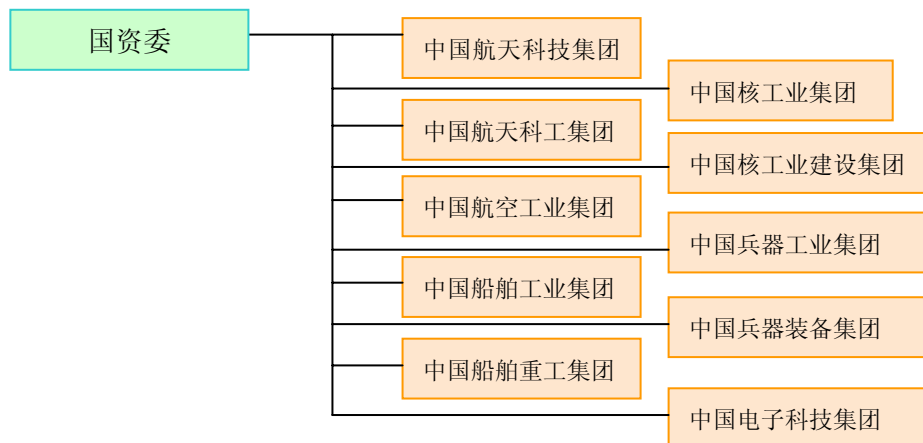
排名	公司名称	军品销售额 (亿美元)
1	Lockheed martin	395
2	英国 BAE 系统公司	327
3	Boeing	311
4	Northrop Grumman	266
5	GE	229
6	Raytheon	216
7	欧洲宇航防务公司	162
8	L-3 通信公司	110
9	意大利芬梅卡尼卡公司	102
10	United technologies	99.6

资料来源：中投证券研究所整理

从整个排行榜来看，在上榜的 100 家企业中，有美国企业 43 家、英国企业 11 家、俄罗斯企业 9 家，法国企业 6 家，日本企业 5 家，以色列企业 4 家。此外，近几年发展较快的巴西 Embraer 公司（第 92 位）、科威特“灵活性”公司（第 32 位）、朝鲜宇航工业公司（第 94 位）也进入了今年的排行榜。中国的军工企业尚未在此榜中，我国军工企业的规模与其他国家相比差距较大。

目前我国的军工企业中 A 股上市公司无论从资产规模还是收入规模都偏小，盈利能力也偏弱。A 股上市公司资产规模占各军工集团的总资产规模大约仅有 15% 左右，收入规模的占比也大致为 15%。我国军工企业力量过于分散，重组整合势在必行。

图 1： 军工企业集团



资料来源：中投证券研究所

十大军工企业集团下的整合大幕已经拉开，中国航空工业已于 08 年 11 月开始了大规模的重组整合，航天科技集团、兵器工业集团等均提出了各自明确的发展规划。

表 2: 军工企业集团的发展战略

集团公司	发展战略
中航工业集团	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；9年1万亿的发展目标。对于专业化整合：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；第三是价值链的整合。
航天科技集团	全面构建航天科技工业新体系，到2015年，总收入达到2500亿元。新体系横向包括产业结构、组织管理、产业能力、技术创新、人力资源、航天文化6个子体系，8个大型科研生产联合体，建设壮大卫星运营服务等航天服务业专业公司，发展壮大境内外上市公司；建设北京、上海、西安、成都、天津、内蒙古、香港（深圳）、海南8个主要基地。
兵器工业集团	用3年多的时间，把现在110多家成员单位重组为30多个专业化的子集团，其中10多个专业化子集团要打造成为在国家层面有重要地位、在市场中有重要话语权和影响力的行业领先者，最终把兵器工业打造成为世界一流的防务集团和我国重要的装备制造业与精细化工、特种化工产业基地。
航天科工集团	发展目标是建设成为一流的航天防务公司和具有国际竞争力的大型跨国企业集团。到2010年，要实现军品、民品和服务业比例向1:2:1调整；实现产值、营业收入、总资产、净资产和人均利润各翻一番，形成若干个年销售收入达数十亿元以上的民用产业标志工程；争取六个上市公司的净资产和主营收入各翻一番。事业步改革和调整的方向是“集团公司总部、四个研究院（事业部）、四个军民结合的子集团、六个上市公司、若干个专业子公司和集团成员单位”。

资料来源：中投证券研究所

2.1 中航工业集团

中航工业集团 08 年实现收入 1660 亿元，同比增长 12.31%，利润 72 亿元，同比增长 11.58%。

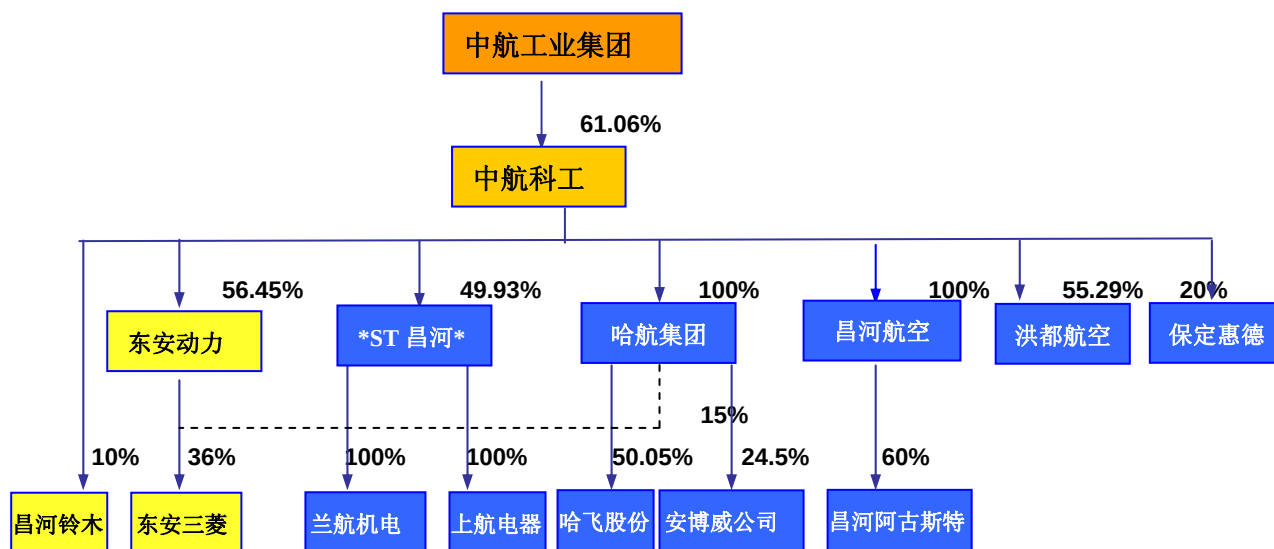
表 3: 航空工业集团下主要上市公司重组预期

主要业务板块	主要业务定位	上市公司	业务板块下的其他单位
中航飞机公司	运输机、轰炸机等	西飞国际	西安航空制动科技公司、中航起落架公司、陕飞、一飞院
中航通用航空公司	汽车零部件和航空零部件 关键基础件制造 玻璃幕墙等	贵航股份 中航重机 中航三鑫	贵航集团、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、红原锻铸、安吉精铸等
中航直升机公司	直升机制造等	哈飞股份	昌河航空（含 60%昌河阿古斯特）、保定螺旋桨厂（含 30%保定惠腾风电设备公司、75%保定惠德风电工程公司）、中国直升机技术研究所
中航发动机公司	航空发动机制造等 航空发动机控制系统 目前是外贸转包业务	航空动力 ST 宇航 成发科技	沈阳黎明、贵州黎阳、南方动力、东安集团、中南传动机械厂等
中航系统公司	飞机照明系统等 电子及元器件 目前是汽车座椅调角器等 预计将为专用车业务	ST 昌河 中航光电 中航精机 东安黑豹（正在重组）	中航电子、一航凯天、北京青云航空仪表、太原航空仪表、庆安集团、金城集团、航宇救生装备公司等等
防务分公司	教练机 目前是汽模产品和数控加工	洪都航空 成飞集成	成飞、沈飞、洪都集团、成都飞机设计所、沈阳飞机设计所、空空导弹研究院、吉林航空维修公司、长沙 5712 飞机公司、中航天水飞机工业公司、上海航空发动机制造股份公司
中航汽车工业公司	汽车整车、发动机等	东安动力**	哈飞汽车、昌河汽车
中国航空技术国际控股公司	贸易、房地产、液晶显示屏、手表、商业等等	中航地产、深天马 A、飞亚达、中航技国际 H、深圳中航实业 H、中油节能（0260.HK）	天虹商场等

资料来源：中投证券研究所

我们同时还注意到中航工业集团下的香港上市公司中航科工目前直接控股了哈航集团，间接控股哈飞股份，直接控股了*ST 昌河、昌河航空、东安动力、洪都航空。

图 2: 中航科工的股权架构



注：中航科工 09 年 9 月公告 100%哈汽集团转让给中航汽车公司。

资料来源：中航科工公告 中投证券研究所

回顾一下，09 年 1-9 月中航工业集团下的上市公司进行的重要重组有：

表 4：中航工业集团上市公司 1-9 月重要重组

公司名称	内容	进度情况
ST 昌河	置换入航空照明系统	重组完成，待下一年度报告后复牌
ST 宇航	置换入航空发动机控制系统	重组已获证监会批准
东安黑豹	注入安徽开乐 51%股权、柳州乘龙 51%股权、上航特种车公司 100%股权及金城集团下的专用车零部件事业部资产	已取得国资委批文
贵航股份	注入航空零部件业务	已取得国资委批文
洪都航空	公告增发注入洪都集团的飞机业务	正在进行
中航科工	转让 100%哈汽集团	已完成

资料来源：中投证券研究所

2.2 航天科技集团和航天科工集团

航天科技集团 07 年突破 600 亿元，实现利润 50 亿元；航天科工集团 08 年收入超过 600 亿元。

航天科技集团和科工集团的业务相对较分散，且相对于航空工业集团来说，专业性整合和产业化发展的路线不够清晰。借助资本市场发展上市公司平台作用的力量也稍弱，较多的上市公司的业务主导方向不清晰，盈利能力也尚待提高。

表 5：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	
	A 股上市公司	非上市单位

	名称	直接控股股东	
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
液体火箭发动机			新 6 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
电子、信息、元器件	火箭股份	时代电子	时代电子
武器系统			062 基地等等
主要产品业务	航天科工集团		
	A 股上市公司		非上市单位
	名称	直接控股股东	
	航天发射地面辅助设备	航天晨光	南京晨光集团
汽车	航天晨光	南京晨光集团	科工 4 院
固体火箭发动机			科工 4 院、066 基地等
防伪税控系统	航天信息	科工集团	科工 6 院
军民电子元器件、电机等	航天电器	061 基地	科工 2 院、3 院、061 基地、068 基地
计算机等	航天长峰	科工 2 院	
将转变为智能控制领域业务	航天科技	科工 3 院	
武器系统	航天通信	科工集团	科工 2 院、3 院、4 院等等

资料来源：中投证券研究所

航天科工集团下的航天长峰和航天科技终于落定了直接控股单位，分别为科工 2 院和 3 院，这有利于加强这两家公司的管理和控制，并有利于下一步可能的资产注入，促进科工集团下属的科研院所的改制和科研成果的产业化。

09 年 1-9 月航天两大集团下的上市公司进行的重要重组并购等有：

表 6：航天两大集团上市公司 1-9 月重要重组

公司名称	内容	进度
航天科技	拟以 11.13 元/股向控股股东航天三院发行股份数 2800 多万股， 购买 3 公司股权	正在进行
航天动力	以总股本 1.85 亿股为基础 10 配 3 股，拟募集资金 5.8 亿用于 西安航天华威化工生物工程有限公司、西安航天泵业有限公司、 宝鸡航天动力泵业公司 3 公司的增资	股东大会已通过
航天机电	拟向全体股东按每 10 股配售 3 股的比例配售股份，募集资金 18.377 亿元用于增资内蒙神舟硅业等项目。	配股已获证监会批准

资料来源：中投证券研究所

2.3 兵器装备集团和兵器工业集团

兵器工业集团 08 年实现收入 1450 亿元，同比增长 10%，利润 45 亿元，

同比增长 15.4%；兵器装备集团 08 年收入 1513 亿元，同比增长 7.33%，利润总额 45.9 亿元，同比增长 6.45%。

兵器装备集团下的上市公司主要在民品业务领域，目前只有西仪股份涉及军品，这与兵器装备集团的军品以轻武器为主有关；兵器工业集团下的上市公司中也只有 3 家涉及军品领域。

表 7：兵装工业下的上市公司业务情况

兵器装备集团			
上市公司	主要业务	控股股东	板块
建摩 B	摩托车	建设工业集团	摩托车
中国嘉陵	摩托车	南方工业集团	
ST 轻骑	摩托车及配件	兵装集团	
长安汽车	汽车	南方工业汽车股份公司	汽车
天兴仪表	汽车摩托车配件等	天兴仪表集团	
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
利达光电	光学元件、光敏电阻等	南方工业集团	光电产品
		武汉长江光电公司、湖南华南光电等等	
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
		黑龙江北方特种装备公司等	
民生物流(08217.HK)	汽车原材料及零部件供应链管理 服务	长安汽车集团	物流
兵器工业集团			
上市公司	主要业务	控股股东	隶属事业部
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）
北方创业	铁路车辆及配件、少量军品	内蒙一机	
凌云股份	汽车零部件，塑料管道	河北凌云集团	
-		北京北方车辆集团公司等等	
晋西车轴	铁路车辆配件、车轴等	晋西机器集团	第二事业部（特种装备）
-		山西淮海机电公司等等	
北化股份	硝化棉及制品等	泸州北方化学工业公司	第三事业部（化工）
辽通化工	尿素等化肥	辽宁华锦集团	
-		甘肃银光化学工业集团等等	
长春一东	汽车离合器等	吉林东光集团	第四事业部（光电）
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	
中兵光电	军品配套业务，军民两用智能产品，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	
-	-	陕西华山机电等	西北兵工部
-	-	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

兵器工业集团准备用 3 年多的时间，把现在 110 多家成员单位重组为 30 多个专业化的子集团。我们认为兵器工业集团可能将是继中航工业集团之后将在整个集团范围进行较大规模重组的军工企业集团。兵器工业集团内相对活跃的业务板块为光电业务，兵器工业集团下第四事业部的上市公司重组一直在进行中。

09 年 1-9 月兵器两大集团下的上市公司进行的重要重组并购等有：

表 8：兵器两大集团上市公司 1-9 月重要重组

公司名称	内容	进度
新华光	公司拟以 6.28 元/股的价格向西光集团、红塔创投、云南工投发行 10438 万股购买西光的防务标的及三家持有的天达光伏 46.71% 的股权	正在证监会审核中
天兴仪表	正与有关方筹划涉及公司的重大资产重组事项，于 9 月 22 日停牌	待公告
长春一东	因公司正在筹划重大资产重组事宜，自 2009 年 9 月 23 日起停牌	待公告

资料来源：中投证券研究所

2.4 电子科技集团

电子科技集团 2008 年收入 360 亿元，实现利润 36 亿元。电子科技集团下有 47 家二级单位，主要是研究所性质的单位，下属的上市公司只有 4 家，未来可能会推动更多的单位改制、进行资本化运作。

表 9：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）
高淳陶瓷	将变为微波电子产品、交通电子系统、信息系统集成	南京电子技术研究所（14 所）

资料来源：中投证券研究所

09 年 1-9 月电子科技集团下的上市公司进行的重要重组并购等有：

表 10：电子科技集团上市公司 1-9 月重要重组

公司名称	内容	进度
高淳陶瓷	拟资产置换并向十四所、国睿集团有限公司、商翠云等 5 名自然人非公开发行股票购买与微波、信息技术相关业务	正在进行
四创电子	已收购大股东的航管二次雷达技术；拟收购控股股东华东所持有的合肥华耀电子工业有限公司 90.83% 的股权	董事会决议通过

资料来源：中投证券研究所

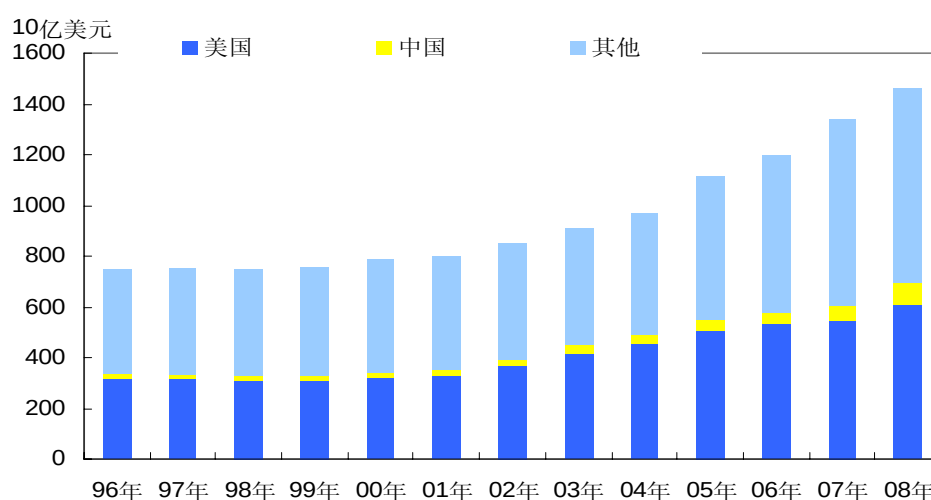
3、关注武器装备升级换代和信息化发展趋势

3.1 军费开支

当前世界经济格局是呈现一体化的发展趋势，而军事格局则仍向多极化的方向发展。目前世界和平与发展与局部动荡和两极分化严重、世界发展的多极化趋势与超级大国单极化追求、世界各种文明之间融合与对抗这三大矛盾使世界军事格局一直处在不断变化之中。

08 年以美国次贷危机开始的金融风暴席卷了全球，而 08 年全球军费支出达 1.464 万亿美元，仍然以 4% 左右的增速增长。

图 3： 1996-2008 年全球军费开支



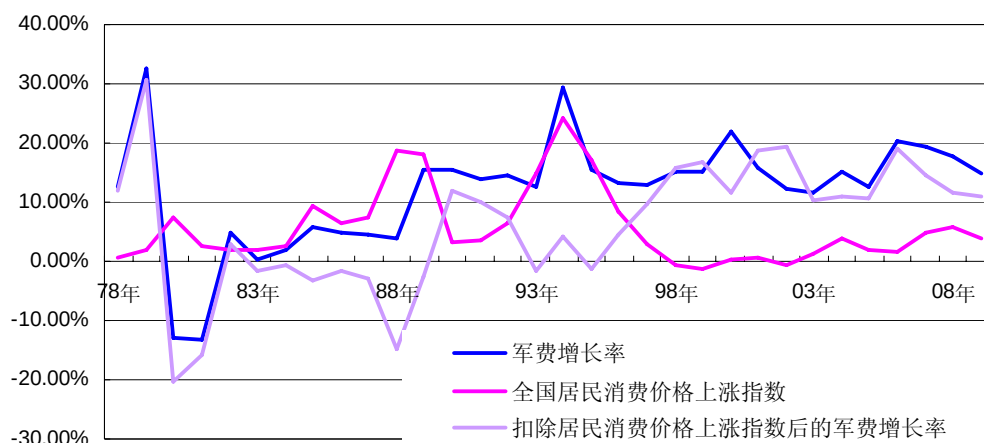
资料来源：SIPRI

美国依然是全球军费开支的最大户，约占全球军费开支金额的 40% 以上，据 SIPRI 的统计和估算，2008 年，中国的军费开支金额位居全球第二位，但与美国相比，军费开支金额不在一个数量级上，占全球军费开支的比重约为 5.8%。中国国防费总额、军人人均数额，仍低于世界一些主要大国的水平。

《2008 中国的国防》中指出，2007 年中国的年度国防费相当于美国的 7.51%、英国的 62.43%。军人人均数额是美国的 4.49%，日本的 11.3%，英国的 5.31%，法国的 15.76%，德国的 14.33%。

从中国今年发生的朝核、中印边界、菲律宾领海基线法案等等事件使中国处在争端的包围之中。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%。

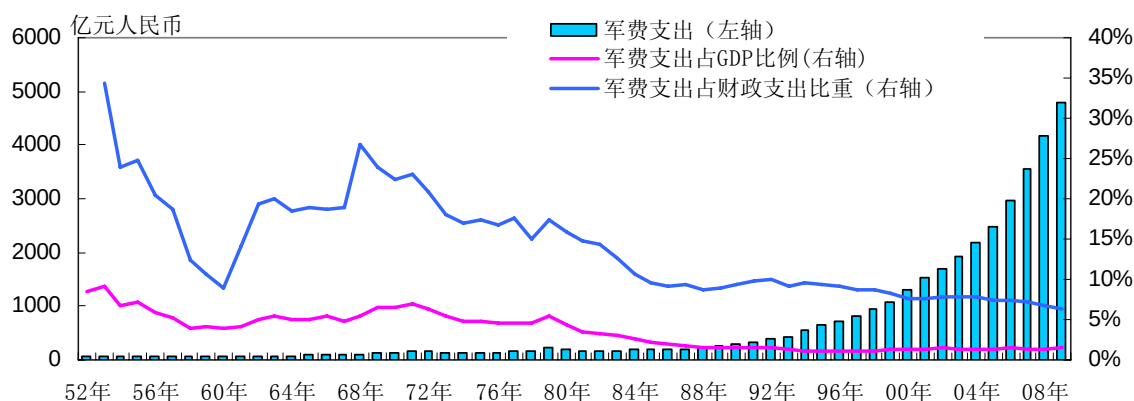
图 4： 我国的军费增速与 GDP 增速



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 5： 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

从国防费的人员生活费、训练维持费和装备费三项主要构成来看，约有 1/3 的国防费用用于武器装备费，2/3 的国防费用用于军队生活、训练等维持性开支。

3.2 我国武器装备的信息化发展目标

国防白皮书中提出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。对于不同军种，提出了不同的编制规划和装备体系特点：

陆军的发展方向强调全域机动，装备也以快速机动、立体突击为基本要求；

海军的发展方向由过去的近海防御扩展到远洋防卫，从距海岸不远的“黄水”走向“蓝水”，在装备体系上则要形成海空一体、有远程攻击力的装备体系；

空军为适应“攻防兼备”的新发展方针，装备的发展则要适应空地结合、攻防兼备的需要；

二炮作为国家强大的战略打击和核反击力量，发展目标是建设核常兼备、射程衔接的地地导弹装备体系。

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；而海、空军比例仍有提升空间。三军协同作战能力、单兵作战能力需要进一步提升。

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。

今年的国庆阅兵充分展示了我军武器装备基本体系，显示出我国的武器装备高低搭配、诸兵种互相渗透、协调发展；体现出我国装备的机械化程度，装备基本上都采用轮式车辆或履带式底盘；体现了我国武器装备的信息化趋势。

表 11：武器装备状况

武器类别	技术状况	总装相关	配套相关上	
		上市公司	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	北方创业、中兵光电、新华光(拟收购的	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	西光)	兵器集团下属单位
直升机			航空动力、成发科技、ST 昌河(重组后)、ST 宇航(重组后)、贵航股份、中航重机、中航光电	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		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		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(为舰配套动力)新华光(拟收购的西光)	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		中兵光电	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			航天科技集团、兵器

	步采取制导火箭弹，实现远程精确打击能力		集团下属单位
			航天科技集团、航天
			科工集团、航空工业
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	集团其他下属单位
	已达到军事发达国家 20 世纪 90 年代中后期水平，	火箭股份、航	航天科技集团、航天
中远程导弹	部分型号已达到同期国际先进水平	天电器	科工集团下属单位

资料来源：中投证券研究所整理

总的说来，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，我国常规武器装备水平与世界先进水平之间的差距在逐步缩小，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、基础材料、基础电子等。

对于我国武器装备技术水平的提升，我国一般以引进吸收和自主研发两种方式。我国自 90 年后一直是军贸进口大国，04-08 年军贸进口份额居榜首，出口份额位于 5 名之外。

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。

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，预计到 2020 年我们将实现武器装备的技术提升和大规模装备换装。

3.3 寻找武器升级和信息化装备相关的军工上市公司

我国的国防事业目前处于稳定发展的状态，但军工企业尚处于成长初期，武器装备技术升级、信息化军队建设的需求也正是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。

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 12：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	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%	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%	37%	23%
航天电器	军用连接器、继电器、微特电机	元器件	约 90%	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%	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、零部件	58%	18%	16%
中航重机	航空用液压件、换热装置、锻件	部件、基础件和毛坯件	39%	34%	17%
中航光电	军用光电连接器	元器件	54%	43%	15%
洪都航空	初教 6、JL8、K8 教练机	总装及零部件	约 45%	25%	11%
西飞国际	飞豹歼轰机、轰六	总装	55%	9%	13%
哈飞股份	Z9 直升机	总装	66%	11%	14%
西仪股份	军用枪械	总装	约 25%	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%	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	航空电器开关等（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%	（拟注入军品 06-08 增速约 35%）
成发科技	发动机零部件	零部件	0.51%	18%	-90%
四创电子	军用雷达配套	零部件	约 15%	约 20%	-
航天晨光	军用特种车、武器发射加注系统	总装、系统	约 20%	约 25%	-
*ST 昌河	航空机载照明与控制系统产品	系统配套及零部件	重组后约 65%	约 40%	-
ST 宇航	航空动力控制系统产品	系统配套及零部件	重组后约 80%	约 35%	-
新华光	精确制导武器系统等	总装、系统配套	重组后约 55%	约 20%	-

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，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，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，应重点关注（未来军品业务的增幅决定于这些公司新品批产的进度等因素）。

表 13：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	√	√	√	
中航重机	√	√	√	

洪都航空	√	√	√	
*ST 昌河	√	√	√	
ST 宇航	√	√	√	
新华光	√	√	√	
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

军工企业上市公司民用业务所处行业非常分散，如有汽车、工程机械、民用航空制造、通信、新能源等领域。

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、汽车、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。

表 14：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%
中航重机	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、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%
新华光				太阳能电池组件、玻璃等	重组后 45%
*ST 昌河	少量外贸转包	约 10%		电子、机电等杂项	约 25%
ST 宇航	外贸转包	约 10%		汽车、工程机械等	约 10%

资料来源：中投证券研究所

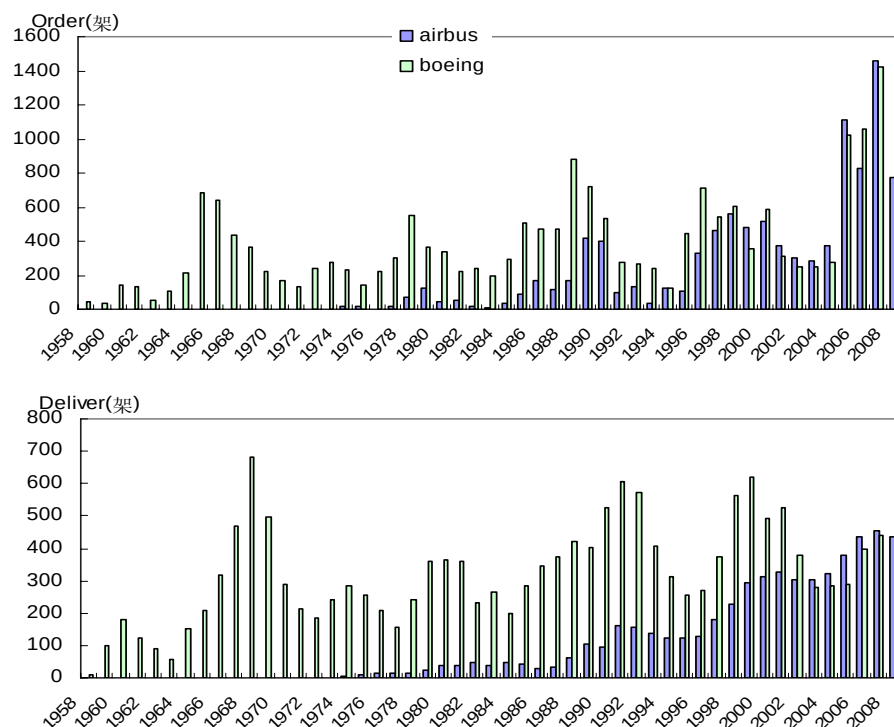
4.1 民用航空制造业

国际航协进一步调整了前期的预测，与 2008 年相比，09 年世界航空客运需求将下降 4%，货运需求将下降 14%，与前期的需求预测数有所改善，但全球航空运输业今年亏损将达到 110 亿美元。预期今年亏损加剧的主要原因是需求的下降和油价的攀升。

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%，大幅下降主要从 08 年 3 季度开始；飞机交付量则下降幅度不大，下降幅度分别为 15%和 4%。

图 6：波音、空客订交货量

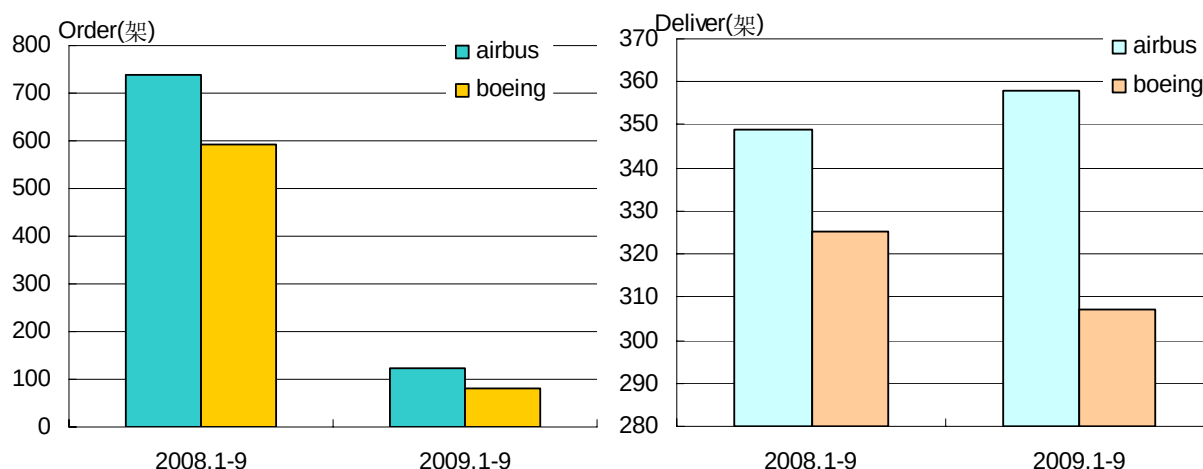


资料来源：Boeing ,Airbus 网站，中投证券研究所

09 年 1-9 月波音、空客的订单情况显示，波音、空客订单量分别由上年同期的 591、737 架下滑为 79 架和 123 架；1-9 月交付量则与上年同期相比差异

不大，波音交付 307 架，与上年同期相比略降 6% 左右，而空客则交付 358 架，比上年同期还略增 3% 左右。我们认为民用飞机制造行业尚未到最坏的时候，预计 2010 年后飞机订单量仍会较低迷，而交付量将会有较大幅度的下滑。

图 7： 波音和空客公司 09 年 1-9 月订单与交付量同比情况

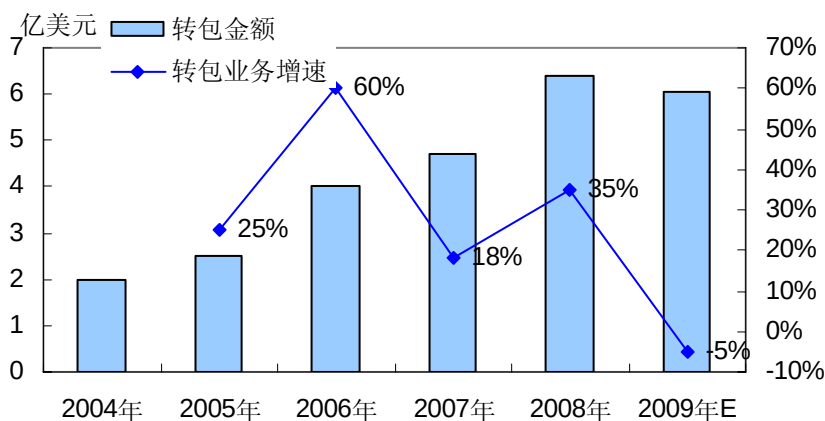


资料来源：Airbus, Boeing、中投证券研究所

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；但同时考虑国际飞机制造商将航空零部件生产向中国等低成本国家大量转移是必然趋势。

这两个因素综合下来，我们认为 09 年我国航空转包业务增速可能将下滑；2010 年增速情况可能更差。

图 8： 我国转包业务规模



资料来源：原国防科工委 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，其中上市公司主要有航空动力、成发科技、西飞国际等。

表 15： 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	09 年转包预计 增速	备注
航空动力	19800	35%	-15%	上市公司

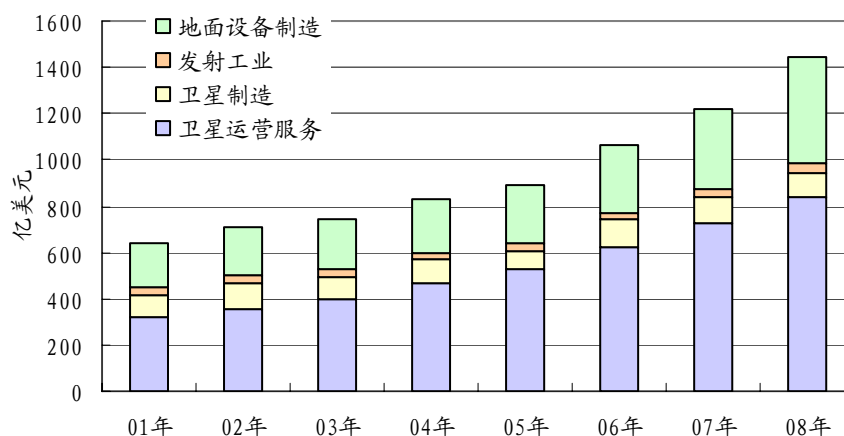
西飞国际	13000	9%	-	上市公司（含成飞和沈飞民机）
成发科技	10000	77%	-5%	上市公司
沈阳黎明	约 4000		-	非上市公司
上飞集团	约 3500		-	非上市公司
哈飞股份	约 300	可忽略	-10%左右	上市公司
洪都航空	约 100	可忽略	-	上市公司

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

4.2 我国的卫星应用产业尚在培育期

卫星产业协会（SIA）发布《2009 卫星工业状态报告》。全球卫星产业 2008 年总收入为 1444 亿美元，收入增长 19%。全球卫星产业 2003-2008 年增长率为 14.2%。

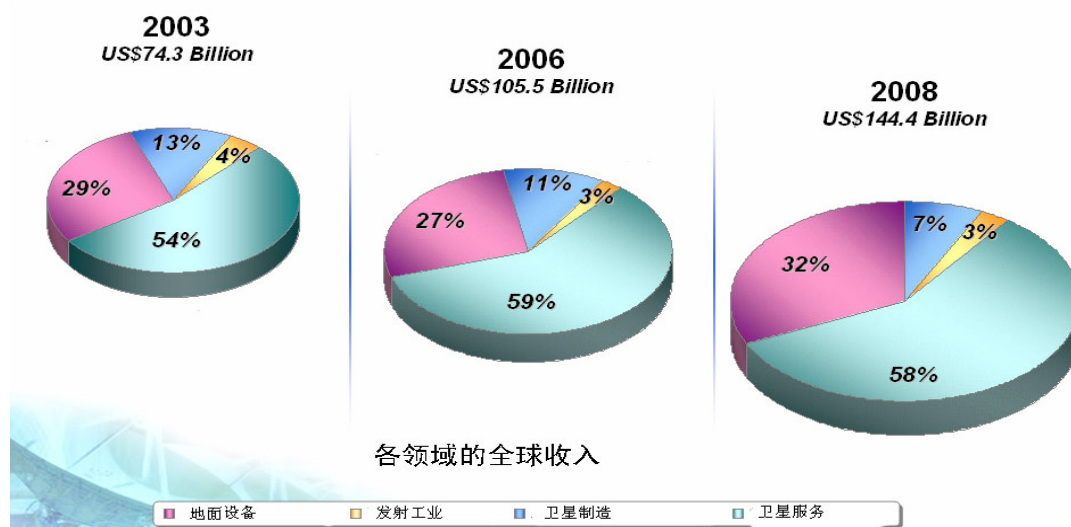
图 9：全球卫星产业收入增长状况



资料来源：《2009 年全球卫星产业状况报告》

卫星产业包括卫星服务、卫星制造、发射工业、地面设备。其中卫星服务包括：移动、固定、遥感、广播；卫星制造包括：卫星制造、元件及子系统建造；发射工业包括：发射服务、载具制造；地面设备包括：网络设备、用户设备等。

图 10：全球卫星产业收入结构



资料来源：《2009 年全球卫星产业状况报告》

2008 年卫星服务收入以 16% 的比率保持稳定增长，2008 年总收入达 840 亿美元。其中，卫星电视收入为 673 亿美元，约占卫星服务收入的 80%。

2008 年卫星制造收入稍有下降，因为卫星发射数量较少，08 年全球发射了 94 颗卫星，而 07 年则发射了 102 颗。

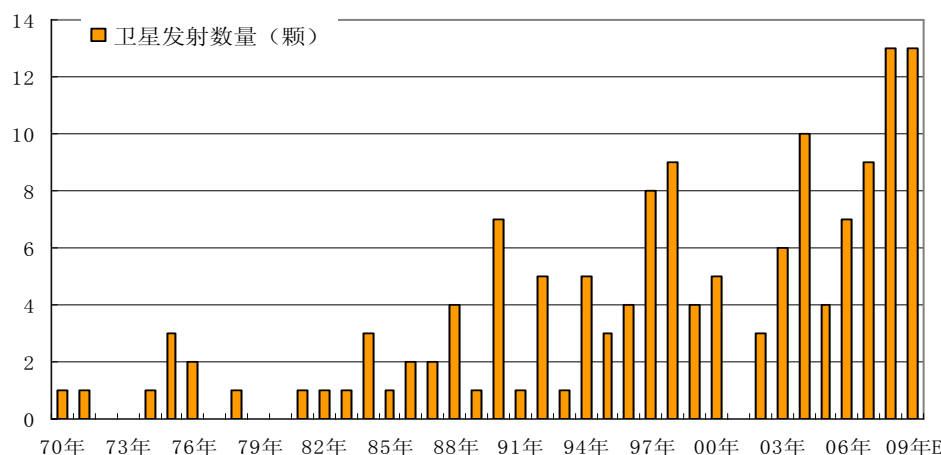
发射工业收入从 2007 年到 2008 年增加了 20%，尽管发射次数减少，但发射价格有所提高。

2008 年地面设备收入增长速度最快，为 34%，大大超过 2007 年 19% 的增速。收入规模为 460 亿美元，仅次于卫星服务。主要收入来自面向用户的产品，包括卫星电视设备、宽带、移动卫星及 GPS 设备。

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 11：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。

我国在卫星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。09 年 4 月中国卫通并入航天科技集团公司，这使航天科技集团在卫星运营和制造产业链一体化的优势会更加明显，这将有利于卫星应用产业的发展；我们认为下一步将会解决卫星运营空间段和地面段运营分离的问题，将打造空间段-地面运营网络-节目源-设备供应商-设备维修服务等一系列完整的产业链。

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。

在当前经济增速下滑的环境下，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受经济形势影响较小的产业。国内与卫星产业关联度较大的上市公司不多，如中国卫星和北斗星通等。

5、主要公司分析

5.1 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。

目前军品业务依然是公司主要的收入和利润来源，约占收入的 80%，细分产品较多，增速各有不同。其中，为星、箭、船及武器配套的测控组件占军品业务 50%左右，预计 09 年这部分业务将有 25%左右的增速，也是公司收入增长的主要动力；激光惯导、武器配套仪器仪表业务约占军品业务 25%，预计 09 年增速平稳；电子元器件占军品业务的 17%，09 年增速仍较缓慢；其他军品如集成电路、芯片等所占比重较小。

民品业务约占公司业务收入的 20%。民品业务规模均不大。其中，民用普通电缆收入约占民品业务的 40%，民用芯片和集成电路约占民品业务的 35%，石油测斜仪器约占 15%，由于市场竞争环境、需求等因素，这几部分业务 09 年增速较缓甚至下滑；08 年拖业绩后腿的导航产品预计 09 年规模将有所收缩。

预计公司 09-11 年 EPS 为 0.32、0.39、0.45 元，EPS 复合增长率约为 18%。

表 16：盈利预测—火箭股份

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2330	2709	3063	3522
同比(%)	15%	16%	13%	15%
归属母公司净利润（百万元）	250	263	316	366
同比(%)	-9%	5%	20%	16%
毛利率(%)	32.6%	32.1%	32.8%	33.1%
ROE(%)	8.9%	8.6%	9.3%	9.8%
每股收益(元)	0.46	0.32	0.39	0.45
P/E	32.20	30.66	25.51	22.02
P/B	2.87	2.63	2.38	2.15
EV/EBITDA	19	17	13	11

资料来源：中投证券研究所

5.2 中国卫星- 卫星研制和应用业务的平台

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。

我们预计卫星研制业务增速继续保持稳定，卫星交付和研制任务的承接由于基数已经抬高，09 年预计将不会出现激增；公司卫星应用业务主要由航天恒星科技有限公司和航天恒空间技术应用有限公司及航天东方红卫星信息技术有限公司承担，卫星应用成为公司业绩的另一支撑，预计 09-11 年卫星应用业务复合增长率约 20%。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 0.56、0.66、0.76 元，EPS 复合增长率约为 17%。

表 17：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	2252	2533	2814
同比(%)	31%	13%	12%	11%
归属母公司净利润（百万元）	176	197	231	269
同比(%)	33%	12%	17%	16%
毛利率(%)	15.5%	15.7%	16.2%	16.6%
ROE(%)	12.0%	12.1%	12.4%	12.6%
每股收益(元)	0.50	0.56	0.66	0.76
P/E	38.79	34.58	29.48	25.36
P/B	4.67	4.19	3.67	3.20
EV/EBITDA	25	23	19	16

资料来源：中投证券研究所

5.3 中航光电-军民业务双核心驱动下的增长

公司是国内最大的军用连接器生产单位，直接控股股东是中航工业集团。公司产品广泛应用于航空、航天、舰船、兵器、电子等军工领域，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；民用连接器业务选择了中高端业务领域如通信电源、铁路、电力设备等，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。

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。

我们预计 09-11 年公司军民品业务增速将出现分化：军品业务增速平缓，民品业务增速相对较快；由于产品结构的原因及材料价格因素，预计综合毛利率稳中有降。我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.52、0.60、0.68 元，EPS 复合增长率约为 15%

表 18：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	1282	1554	1850
同比(%)	29%	19%	21%	19%

归属母公司净利润（百万元）	112	139	161	182
同比(%)	13%	24%	16%	13%
毛利率(%)	33.0%	33.4%	32.9%	32.4%
ROE(%)	11.7%	12.8%	13.7%	14.3%
每股收益(元)	0.42	0.52	0.60	0.68
P/E	39.24	31.65	27.32	24.09
P/B	4.60	4.05	3.74	3.44
EV/EBITDA	22	21	17	15

资料来源：中投证券研究所

5.4 中航重机- 军品和投资收益是业绩主要支撑

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%。

锻造业务军品增长、毛利率稳定是公司业务最大的支撑；公司目前正在开拓民用业务，外贸转包业务 09 年将会快速提升，预计 09 年全年增速达 100%以上，涉及领域有航空产品、风电轴承座等，但外贸转包业务规模偏小，仍处于发展初期。

液压业务 09 年预计较 08 年基本持平，一方面公司军品温和增长和农机产品开始放量激增，另一方面工程机械内外贸均有不同程度的下滑，其中内贸产品下滑幅度相对较小，约在 10%左右，外贸产品下滑幅度则较大，公司外贸产品占比较小，对公司业绩影响相对较小。

散热器业务 09 年显著下滑趋势已经明确，按照中报情况，散热器下滑近 50%，其中，外贸业务下滑超过 50%，内贸业务则稍好于外贸业务，军品业务则温和增长。第 3 季度公司散热器业务缓慢恢复。公司仍然维持原有客户关系，并力争开拓更多的业务领域，比如医疗设备等。预计 2010 年外贸业务将止跌并有所回升。

中航世新业务状况上半年不稳定，公司一直开拓的冶金行业高能余气燃机发电项目由于冶金行业目前的景气状况不好而受到影响，但节能减排是大势所趋，09 年下半年可能将有公司销售的产品和承接的工程开始运营结算，对后续项目的承接有示范效应；公司将开拓风电设备、垃圾发电设备等新能源领域安装工程，与燃机集团的新能源电厂运营形成产业链，与中航工业新能源领域的整体布局相适应。

投资收益 09 年有下滑风险。风电设备市场进入了众多厂商激烈竞争的格局，风电设备产品价格是影响被投资单位惠腾风电设备公司利润增长的主要因素。

我们预计公司 09-11 年 EPS 为 0.39、0.44、0.50 元，EPS 复合增长率约

为 14%。

表 19: 盈利预测—中航重机

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1808	1879	2076	2458
同比(%)	27%	4%	10%	18%
归属母公司净利润(百万元)	171	200	231	260
同比(%)	59%	17%	15%	13%
毛利率(%)	23.8%	24.9%	24.8%	24.8%
ROE(%)	17.9%	7.3%	7.8%	8.1%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.44	0.50
P/E	43.35	37.01	32.17	28.48
P/B	7.76	2.71	2.50	2.29
EV/EBITDA	24	22	19	17

资料来源: 中投证券研究所

5.5 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。

09 年上半年外贸业务收入出现了 10% 的下降,预计全年降幅约为 5%; 其它业务依然维持低迷状态; 内贸业务虽然出现大幅提升,但占比太小,且在未来 2 年内不具有持续性,内贸业务仍以 6 号航空发动机零部件为主,并有少量的新产品试制,新产品的批产短期内不可能实现。

集团公司的 8 号工程研制任务将决定集团公司航空发动机业务未来发展方向,也将成为公司未来的业务增长动力。房地产业务只是公司的副业,但在 09-10 年内对公司的收入和利润将是一个支撑。

假设 09-10 年房地产项目分别售出 50%、32%,2010 年完成销售,调整公司 09-11 年 EPS 为 0.68、0.73、0.65 元,预计 09 年 0.68 元业绩中约有 50% 为房地产业务贡献。

表 20: 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	1159	950	768
同比(%)	32%	30%	-18%	-19%
归属母公司净利润(百万元)	67	90	96	85
同比(%)	2%	34%	7%	-12%
毛利率(%)	24.7%	23.7%	25.5%	27.2%
ROE(%)	12.2%	14.1%	14.0%	11.7%
每股收益(元)	0.51	0.68	0.73	0.65
P/E	43.39	32.32	30.20	34.18
P/B	5.30	4.55	4.21	4.00
EV/EBITDA	18	16	15	16

资料来源：中投证券研究所

5.6 航空动力-尖端制造业的代表，航空发动机的平台

公司的控股股东—西航集团是国内航空发动机主要生产基地之一，公司作为中航工业集团航空发动机的平台地位明显。

公司军品占总收入 55%以上，主要分为整机、部件和维修服务三类业务。

公司航空发动机及衍生品具体包括发动机整机、维修服务和零部件，由于舰船用燃机、第三代飞机发动机的较高增速以及维修服务业务进入高峰期等因素，预计 09 年这部分业务收入增速将约为 33%；外贸转包业务的下滑已成定局，预计 09 年全年公司转包业务下滑约 20%，2010 年后随着 ARJ21 批量，公司的 RSP 项目将进入收获期，下滑趋势将有所缓解；非航产品业务的大力开拓使公司在一定程度上抵减了外贸转包业务下滑的风险。

公司拟向不超过 10 名机构投资者增发不超过 1.2 亿股，募集资金净额不超过 20 亿元。募集资金拟用于军用第三代航空发动机零部件生产能力建设、航空零部件转包生产线改造、舰船用及工业用燃气轮机生产能力建设、斯特林太阳能发动机生产及示范工程。目前公司资产负债率高达 75%以上，每年发生 2 个多亿的利息费用。募集资金如果及时到位，首先将减轻公司的经营负担，降低财务费用。

我们暂不考虑增发带来的影响，预计 09-11 年 EPS 为 0.35、0.41、0.55 元，EPS 复合增长率约为 25%。

表 21：盈利预测—航空动力

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	4169	4869	5509	6316
同比(%)	23%	17%	13%	15%
归属母公司净利润（百万元）	118	155	179	242
同比(%)	43%	31%	16%	35%
毛利率(%)	18.3%	18.2%	17.8%	18.0%
ROE(%)	7.8%	9.3%	9.7%	11.6%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.41	0.55
P/E	76.05	57.90	50.00	37.10
P/B	5.94	5.39	4.86	4.30
EV/EBITDA	18	16	14	12

资料来源：中投证券研究所

5.7 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，拥有除军机的武器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。

公司目前最主要的产品就是 Z9 型直升机，约占公司收入的 85%以上。目前近 20 亿的年收入规模是 01 年-06 年的连续高增长形成，产品规模基本上到达了顶峰状态，新产品的推出尚需时日，因而收入继续高增长的动力不足。09 年预计的关联交易同比下降的幅度较大，我们推测这与今年初军方订货计划有关，随着后续的调整计划，我们认为 09 年仍有可能基本维持 08 年规模。

公司的新产品主要是 Y12F、Z15 等，研制任务主要是集团内，但研制成功后的批量制造总装将均在公司。其中 Y12F 是公司原有 Y12 的改进型，预计将于 2010 年定型取得适航证；Z15 是由中法各投资 50%联合研制的 7 吨级民用直升机，预计 09 年底将在法国首飞，2011 年定型。目前，Z15 已拥有 150 架订单，其中国内订单 15 架。

公司的转包业务主要为波音、空客加工复合材料结构，目前已形成了国内最大的复合材料产品生产基地。09 年初还参股了中法合资的复合材料制造中心有限公司，将生产 A350XWB 的复合材料零部件。哈飞工业集团作为国产大型客机机体供应商之一，公司也必将会在复合材料结构方面参与国产大型客机的研制生产。

考虑到公司 09 年投资收益下降 50%以上，则公司 09-11 年 EPS 为 0.31、0.33、0.35 元，EPS 复合增长率约为 6%。

表 22：盈利预测—哈飞股份

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2218	2290	2402	2452
同比(%)	3%	3%	5%	2%
归属母公司净利润（百万元）	99	106	111	118
同比(%)	1%	7%	5%	6%
毛利率(%)	10.8%	11.6%	11.6%	11.7%
ROE(%)	7.6%	7.5%	7.4%	7.2%
每股收益(元)	0.29	0.31	0.33	0.35
P/E	51.23	47.75	45.38	42.90
P/B	3.89	3.60	3.34	3.10
EV/EBITDA	34	33	31	29

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，但目前 5 号机刚刚首飞，后续还有多项飞行试验，其定型时间具有不确定性。

近期公司接连公告签订大单,对公司 09-11 年业绩均有利好。我们预计 09-11 年公司航空产品增速约为 17%。

公司重新推出增发方案,仍然是拟收购洪都集团的全部飞机资产,这对公司的长期发展有利。

假设 L15 在 2010 年小批量投产,公司 09-11 年 EPS 为 0.34、0.44、0.48 元, EPS 复合增长率约为 19%。

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	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1590	1497	1809	1953
同比(%)	-11%	-6%	21%	8%
归属母公司净利润(百万元)	103	137	184	203
同比(%)	-11%	34%	34%	11%
毛利率(%)	14.6%	17.9%	19.7%	20.0%
ROE(%)	6.0%	7.4%	9.0%	9.0%
每股收益(元)	0.29	0.39	0.52	0.58
P/E	93.13	69.72	52.08	47.11
P/B	5.56	5.15	4.68	4.26
EV/EBITDA	58	45	33	30

资料来源:中投证券研究所

5.9 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,是我国军民用电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。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。

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。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;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;公司刚刚向大股东收购的航管二次雷达技术丰富了公司雷达产品类别,但该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。

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,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该业务在 09 年仍保持增长。

公司公告拟收购控股股东华东所持有的合肥华耀电子工业有限公司 90.83%

的股权，将进一步优化公司产品业务结构、扩大公司业务规模，有利于公司提升业绩。

暂未考虑收购华耀公司，假设航管一次雷达在 09 年有订单突破，预计公司 09-11 年 EPS 为 0.45、0.53、0.61 元，复合增长率约 17%。

表 24: 盈利预测—四创电子

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	303	353	421	479
同比(%)	38%	17%	19%	14%
归属母公司净利润（百万元）	22	27	31	36
同比(%)	10%	23%	17%	16%
毛利率(%)	22.6%	24.5%	25.2%	25.8%
ROE(%)	6.3%	7.2%	7.9%	8.6%
每股收益(元)	0.37	0.45	0.53	0.61
P/E	122.83	99.82	85.13	73.48
P/B	7.71	7.16	6.73	6.31
EV/EBITDA	70	49	39	33

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。

公司控股子公司西飞铝业公司 1.26 亿元的账款协议到期后未按期收回，铝业公司按其金额的 70%计提了坏账准备，影响公司净利润约 5600 万元。

预计公司 09-11 年 EPS 为 0.13、0.17、0.18 元，EPS 复合增长率约为 20%。

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	8215	9333	10336
同比(%)	332%	-12%	14%	11%
归属母公司净利润（百万元）	389	315	413	452
同比(%)	324%	-19%	31%	9%
毛利率(%)	9.3%	9.9%	10.1%	10.0%
ROE(%)	4.4%	3.0%	3.8%	4.0%
每股收益(元)	0.16	0.13	0.17	0.18
P/E	82.02	101.43	77.20	70.65

P/B	3.62	3.05	2.93	2.81
EV/EBITDA	47	54	37	32

资料来源：中投证券研究所

5.11 航天通信-增发募资未成，未来之路扑朔迷离

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。这些民品业务均在 08 年出现不同程度的毛利率下滑、增速下滑等不利情况，我们认为 09 年民品业务收入仍然缺乏增长动力。09 年中报的综合毛利率下降、三项费用率上升以及投资收益同比大幅减少再加上收入下降使公司 09 年上半年营业利润亏损 2000 多万元，3438 万的营业外收入使得公司净利润未出现亏损。但这一非经常性损益项目的非持续性也使公司业绩具有不确定性。

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。军品收入占比约为总收入的 17%，毛利却占 59%。

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。我们认为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。

预计公司 09-11 年 EPS 为 0.06、0.06、0.07 元。

表 26：盈利预测—航天通信

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	3581	2795	2901	3017
同比(%)	5%	-22%	4%	4%
归属母公司净利润（百万元）	12	18	18	24
同比(%)	-98%	56%	0%	29%
毛利率(%)	10.3%	11.1%	11.4%	11.8%
ROE(%)	1.5%	2.3%	2.2%	2.8%
每股收益(元)	0.04	0.06	0.06	0.07
P/E	281.10	179.76	179.59	139.25
P/B	4.18	4.09	4.00	3.89
EV/EBITDA	26	31	24	21

资料来源：中投证券研究所

股票代码	重点公司	EPS 08A	EPS 09E	EPS 10E	EPS 11E	PE08A	PE09E	PE10E	PE11E	09-11 CAGR	投资评级
600879	火箭股份	0.46	0.52	0.60	0.70	21.59	19.10	16.55	14.19	19%	强烈推荐
600118	中国卫星	0.50	0.57	0.66	0.76	38.64	33.89	29.27	25.42	16%	强烈推荐
600523	贵航股份	0.24	0.42	0.54	0.65	56.71	32.40	25.20	20.94	11%	推荐
002179	中航光电	0.42	0.55	0.64	0.73	39.05	29.82	25.63	22.47	14%	推荐
600765	中航重机	0.33	0.47	0.61	0.64	43.33	30.43	23.44	22.34	14%	推荐
600391	成发科技	0.51	0.68	0.77	0.83	43.27	32.46	28.66	26.59	-	中性
600893	航空动力	0.27	0.36	0.44	0.51	75.11	56.33	46.09	39.76	25%	中性
600038	哈飞股份	0.29	0.30	0.32	0.34	51.62	49.90	46.78	44.03	6%	中性
600316	洪都航空	0.29	0.39	0.52	0.58	93.13	69.72	52.08	47.11	19%	中性
600990	四创电子	0.37	0.43	0.54	0.62	121.89	104.88	83.52	72.74	17%	中性
600435	中兵光电	0.38	0.39	0.46	0.50	53.53	52.15	44.22	40.68	13%	中性
000768	西飞国际	0.16	0.15	0.18	0.20	80.50	85.87	71.56	64.40	18%	中性
600967	北方创业	0.20	0.27	0.30	0.33	53.55	39.67	35.70	32.45	11%	中性
600501	航天晨光	0.11	0.12	0.16	0.21	86.64	79.42	59.56	45.38	35%	中性
600677	航天通信	0.04	0.07	0.11	0.15	252.25	144.14	91.73	67.27	14%	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 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 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。

免责声明

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

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434