

刘 荣 86-755-82943203
liur@cmschina.com.cn
王轶铭 86-755-82960334
wangym@cmschina.com.cn

2009年12月6日

投资中国的和平和崛起

航天军工行业2010年度投资策略

工业

航天军工

推荐(上调)

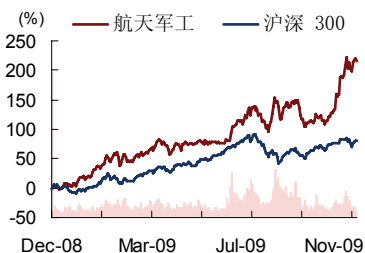
上证指数 3265

行业规模

		占比%
股票家数(只)	11	0.7
总市值(亿元)	896	0.4
流通市值(亿元)	631	0.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	42.1	75.6	222.3
相对表现	37.5	53.4	138.5



相关报告

- 1、《航天军工行业 2009 年度投资策略-成长变化中的航空航天产业》2008/12/04
- 2、《航天军工行业 2009 年 2 季度投资策略-近期以主题投资机会为主》2009/04/20
- 3、《航天军工行业 2009 年中期投资策略-行业发展良好,估值压力待缓解》2009/06/15
- 4、《航天军工行业 2009 年 4 期投资策略-阅兵之后进入调整巩固期》2009/10/20

本篇报告阐述了我国和平崛起需要强大的国防工业,分析了国防工业各子行业的发展现状和趋势。基于行业基本面不断改善和资产注入题材丰富的背景,上调对行业的投资评级至“推荐”。

- **和平崛起需要强大的国防:** 随着我国经济发展导致对外依存度提高和对外投资增长,我国国家安全的内涵由生存安全扩展到发展安全,国家利益也从原来领海、领土领空扩展到陆、海、空、天、电磁领域。要维护新时期的国家利益,实现和平崛起,就必须保证国防开支持续增长;
- **行业基本面发展良好:** 航空航天研发投入依然保持稳定增长,劳动效率不断提高。明年国家依然将实行积极财政政策,军品订单增速不会下降。航空工业市场前景良好,ARJ21 涡扇支线客机和 L-15 高级教练机均有望在 2010 年进入市场。国际转包业务明年有望实现正增长。全球卫星产业依然保持快速增长,我国航天产业化的步伐不断加快,明年航天发射将恢复到正常水平;
- **军工资产证券化进一步深入:** 中航工业旗下尚未实施资本运作的公司将继续进行资产整合。兵器工业集团继中航工业后公布了自己的发展改革规划,资产整合渐行渐近。航天工业的资产整合将会先从民用产品开始;
- **投资策略:** 关注具备垄断性、高成长性的主机制造商,具备资产注入题材的公司,以及国际航空转包业务回暖的受益公司。2010 年,ARJ21 飞机交付客户、L-15 试飞成功前是关注军工股的时机,此外资产注入题材和各行业“十二五”规划出台也是良好的行情催化剂。考虑行业基本面不断改善和资产注入题材丰富的背景,调高行业“推荐”的投资评级;
- **公司选择:** 我们坚持从技术、资本壁垒和资产注入角度选择公司,第一类公司选择中国卫星、哈飞股份、洪都航空、航空动力;第二类公司选择成发科技、中航精机、中航光电、中航电子(ST 昌河)。维持对中国卫星“强烈推荐”投资评级,维持对哈飞股份、航空动力、洪都航空“审慎推荐”投资评级。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
西飞国际	13.08	0.16	0.17	0.29	83	77	4	审慎推荐-A
洪都航空	36.21	0.29	0.48	0.50	124	75	7	审慎推荐-A
成发科技	24.58	0.51	0.70	0.81	48	35	6	审慎推荐-B
航空动力	26.77	0.27	0.37	0.46	100	72	8	审慎推荐-A
哈飞股份	19.64	0.29	0.35	0.42	67	56	5	审慎推荐-A
力源液压	22.17	0.33	0.39	0.45	67	57	4	审慎推荐-A
中航光电	21.17	0.42	0.55	0.69	51	39	6	审慎推荐-B
中兵光电	22.31	0.38	0.41	0.49	59	54	6	中性-B
航天电子	12.01	0.23	0.29	0.35	52	41	3	审慎推荐-B
中国卫星	21.86	0.50	0.58	0.71	44	38	5	强烈推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、中国和平崛起需要强大的国防工业.....	4
1、我国整体经济实力大幅提高.....	4
2、中国与世界的联系更加紧密.....	4
3、和平崛起需要强大的国防工业.....	6
二、面临变革和机遇的航天军工产业.....	9
1、研发投入和劳动生产率增速加快.....	9
2、航空工业——把握市场机遇+资产注入.....	10
3、航天工业——卫星应用产业化是趋势.....	14
4、兵器工业——资产重组预期增强.....	17
5、60 周年国庆阅兵的一些新趋势.....	18
三、航天军工 A 股投资机会分析.....	22
1、航天军工 A 股上市公司简介及投资路径.....	22
2、航天军工 A 股上市公司估值水平.....	24
3、主要公司投资价值分析.....	25
附录：中国国防工业集团控股的 A 股上市公司.....	29

图表目录

图 1: 1978-2008 年中国 GDP 的增长	4
图 2: 1978-2008 年中国的外汇储备	4
图 3: 1998-2008 年中国铁矿石进口量	5
图 4: 1978-2008 年中国原油进口量	5
图 5: 中国与世界之间的主要航海通道	5
图 6: 2002-2008 年中国对外直接投资净额（非金融）	6
图 7: 中国国家安全内涵扩大	6
图 8: 中国周边热点地区	7
图 9: 2009 年世界主要国家国防预算占 GDP 比例	7
图 10: 1978-2009 年的中国国防开支	8
图 11: 航空航天产业 R&D 支出	9
图 12: 航空航天产业全员劳动生产率	9
图 13: 2007 年中国高新技术产业研发强度	9
图 14: 70 年代以来 3 次航空运输危机	10
图 15: 波音公司对中国未来 20 年飞机需求预测	11
图 16: 空客公司对世界未来 20 年客机需求预测	11
图 17: 1993-2008 中国民用直升机架数	11
图 18: 2008 年中国民用直升机结构	11
图 19: 主要国家每百万人口人均拥有民用直升机的数量	12
图 20: 2000-2009 年空中客车公司飞机订单情况	12
图 21: 2000-2009 年空中客车公司飞机交付情况	12
图 22: 1958-2009 年波音公司飞机订单和交付情况	13
图 23: 2000-2009 年波音公司飞机逐月交付情况	13
图 24: 2006-2009 年中国航空航天产品出口欧美金额	13
图 25: 2000-2008 世界卫星产业收入情况	15
图 26: 2008 年世界卫星产业结构	15
图 27: 2000-2008 年世界卫星各子行业增速	15
图 28: 2008 年世界卫星产业结构	16
图 29: 2000-2008 年世界卫星各子行业增速	16
图 30: 中国兵器工业集团旗下上市公司	17
图 31: 国庆 60 周年阅兵中的无人机 I	18
图 32: 国庆 60 周年阅兵中的无人机 II	18
图 33: 无人机通信系统示意图	19
图 34: 国庆 60 周年阅兵中通信兵方阵	20
图 35: 国庆 60 周年阅兵中巡航导弹方阵	20
图 36: 国庆 60 周年阅兵中的空警 200 预警机	21
图 37: 国庆 60 周年阅兵中的空警 2000 预警机	21
图 38: 中国航天军工概念股投资路径	22
图 39: 过去 3 年航天军工核心板块与沪深 300 涨幅比较	23
表 1: 根据军费开支占 GDP 比例划分的三类国防发展模式	8
表 2: 中航工业旗下上市公司资本运作情况	14
表 3: 中国国防科技工业系统	22
表 4: 国内航天军工重点上市公司估值比较表	24
表 5: 国际主要航天军工上市公司比较	24
表 6: 中国卫星财务数据和估值	25
表 7: 哈飞股份财务数据和估值	26
表 8: 洪都航空财务数据和估值	27
表 9: 航空动力财务数据和估值	27

一、中国和平崛起需要强大的国防工业

2009 年是中华人民共和国建国 60 周年，天安门前规模宏大的阅兵和游行，向世界展示了新中国 60 年，特别是改革开放 30 年以来的建设成就。中国的综合国力已经提高到让世人瞩目的水平。中国的和平崛起将对 21 世纪的世界政治经济格局产生深远影响。

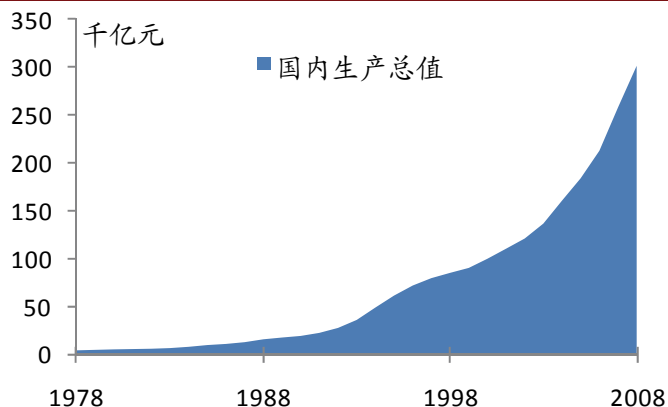
目前，中国经济依然是对外依存度高达 60% 的外向型经济，在和平崛起的大背景下，我们更不能忘记在广岛核爆炸后，一个英国人说过的话：

所谓道德与正义只有当实力相等时才能提出来讨论。这就是说：平等来源于力量，和平依赖于威慑！

1、我国整体经济实力大幅提高

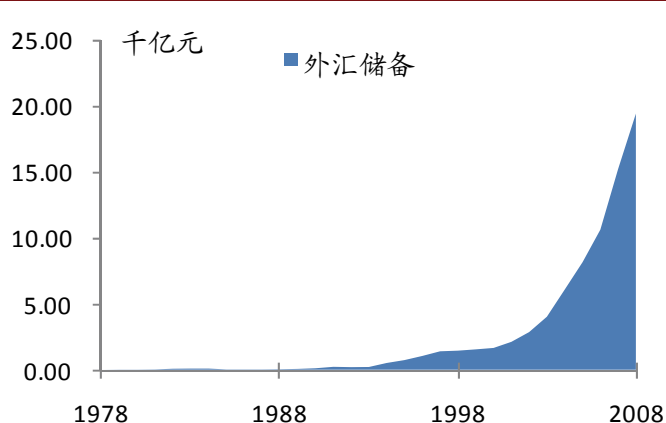
中国 GDP 总量已经是世界前三。改革开放 30 年，中国经济从弱到强，经济蓬勃发展。国家统计局数据表明，1978 年我国国内生产总值只有 3,645 亿元，在世界主要国家中位居第 10 位。2008 年，我国国内生产总值达到 30 万亿元，在世界主要国家中位居第 3 位。2009 年面临全球经济危机的影响，中国采取果断措施，全年经济依然将保持较快速度增长。

图1：1978-2008年中国GDP的增长



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

图2：1978-2008年中国的外汇储备



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

外汇储备跃居世界第一。1978 年，我国外汇储备仅 1.67 亿美元，人均只有 0.17 美元，随着我国对外经济的发展壮大，经常项目贸易盈余不断积累。1990 年外汇储备超过百亿美元，1996 年超过千亿美元，2006 年超过 1 万亿美元，达到 10,663 亿美元，超过日本位居世界第一位。截止 2009 年 9 月，中国外汇储备已经达到 2.27 万亿美元。

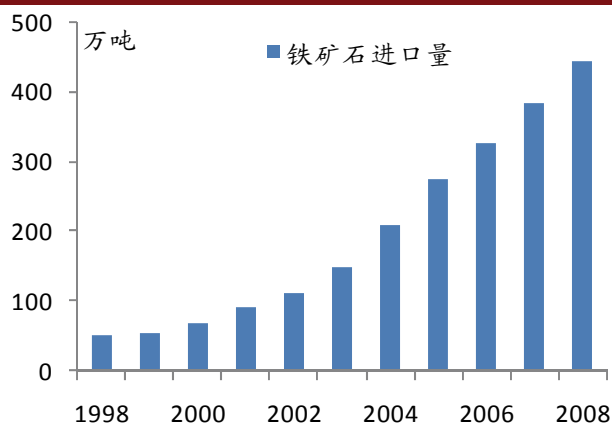
2、中国与世界的联系更加紧密

(1) 中国经济发展需要全球的资源

中国经济对全球资源的依赖程度不断上升。在中国经济取得举世瞩目成就的同时，我们不能忘记，作为全球制造大国和人口最多的发展中消费大国，中国对自然资源的需求日益增加。与我国目前经济规模相比，中国自身储备自然资源相对匮乏，特别是在战略性

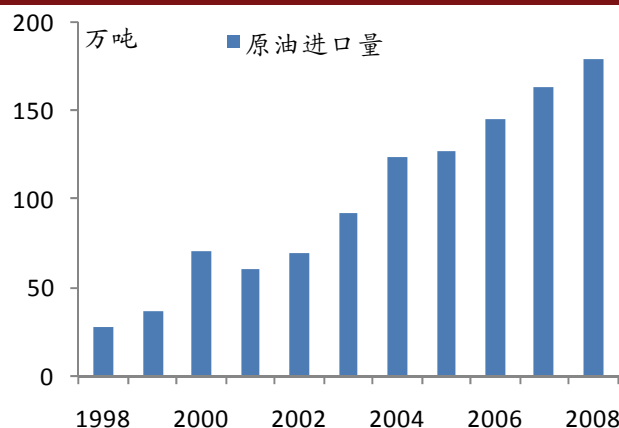
资源上，例如：石油、铁矿石、重要有色金属等资源储量都相对不足，为了保持经济发展，中国从国外进口需要的资源，中国经济对世界资源的依赖程度不断提高。

图3: 1998-2008年中国铁矿石进口量



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

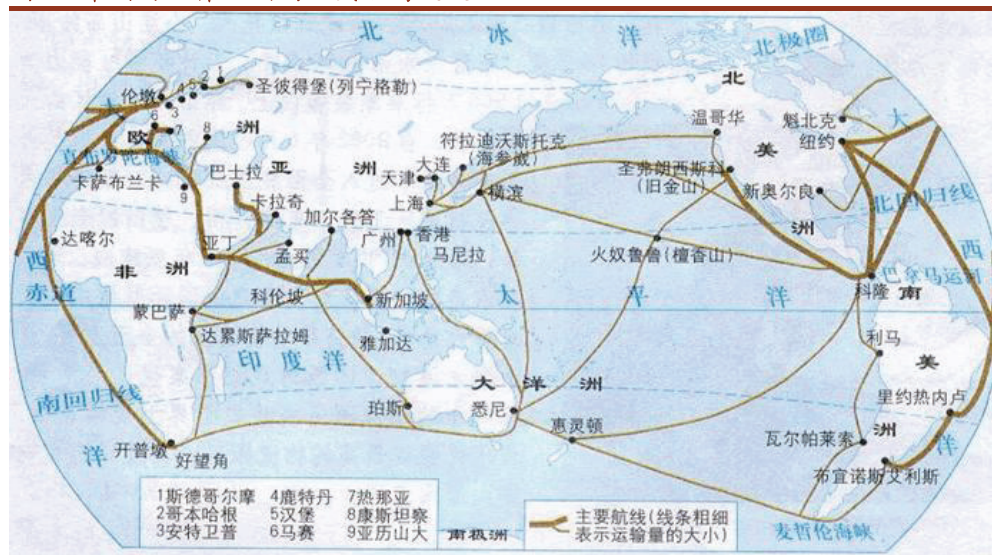
图4: 1978-2008年中国原油进口量



资料来源：国家统计局、招商证券研发中心

我国石油和铁矿石等资源进口长期保持高速增长。中国已经成为全球第二大石油消费国，根据海关数据表明，中国进口石油从1998年的2732万吨增至2008年的17,888万吨，在过去20年时间里保持了约18.6%的年复合增长率。随着下游房地产业、汽车产业等的迅猛发展，中国钢铁产量发展迅速，对铁矿石的需求也日益增强。中国于2003年成为全球第一大铁矿石进口国。海关数据表明，中国进口铁矿石及其精矿从1998年的5,177万吨增至2008年的44,356万吨，年复合增长率达到21.2%。最新数据表明，2009年上半年中国占全球铁矿石海运贸易量比重约为67%。

图5: 中国与世界之间的主要航海通道



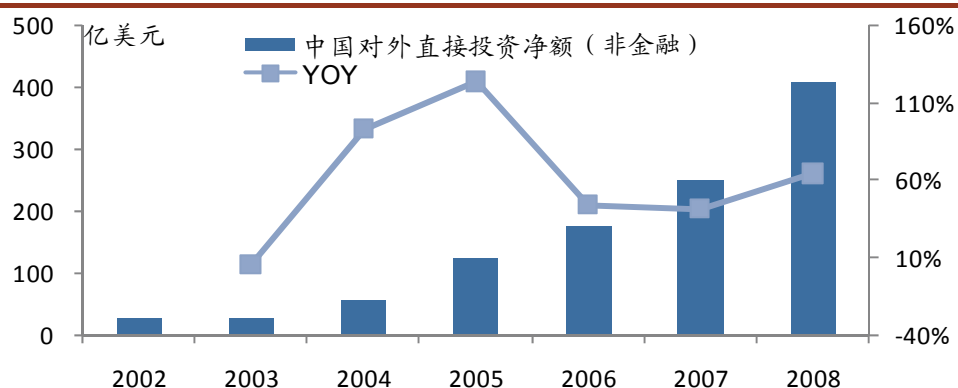
数据来源：招商证券研发中心整理

(2) 中国对外投资不断增加

经济危机使中国加快了全球投资的脚步。2002年以来，我国企业对外投资步入较快发展期。截止2008年中国对外投资(非金融)为406.5亿美元，7年间复合增长率为47.3%，总量增长超过15倍。中国巨额外汇资产以美元为主，在全球经济危机的影响下，为了

规避风险，中国加快了对外投资的步伐。仅 2009 年上半年，中国的对外投资增长了 111%，达到 559 亿美元，对外投资与吸收外资比例已升为 1：2。

图6：2002-2008年中国对外直接投资净额（非金融）



数据来源：招商证券研发中心整理

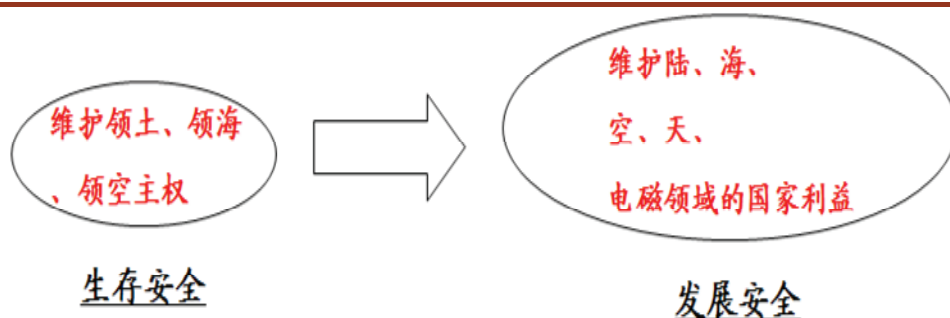
我们已经了解到中国经济持续发展依赖外部资源，以及为了获取资源和规避巨额外汇储备风险，中国对外投资日益增加的现实。那么应该就不难理解，只有建立一支更加强大的国防力量，才可以保证我们资源渠道和对外投资资产的安全，才能够维护中国不断扩大的国家利益。

3、和平崛起需要强大的国防工业

（1）经济发展改变了中国国家安全战略

中国传统安全战略是一种被动防御的战略。由于历史原因，中国过去很长一段的国家安全战略是维护国家领海、领土、领空的主权，维护国家的生存安全成为解放军长期以来的重要甚至是唯一的使命中国军队一直在准备一场发生在国境内的防御作战，执行的是一种被动防御性的国家安全战略。

图7：中国国家安全内涵扩大

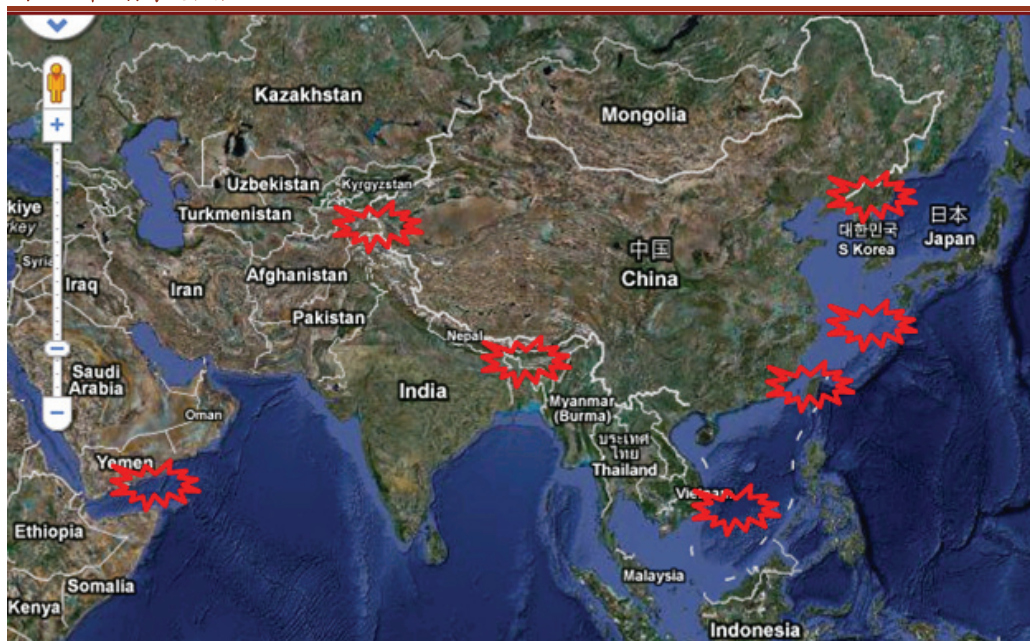


数据来源：招商证券研发中心整理

国家整体实力提高改变了国家安全的内涵。改革开放 30 年以后，中国经济水平已经有了极大发展，特别是东部沿海地区，截止 2008 年，东部沿海地区经济总量占全国 GDP54.3%。中国已经不允许战火再发生在我国境内，将多年经济建设成果毁于一旦。不仅如此，我国对外资源通道和对外投资的安全，都是关系到我国发展安全的重要课题，妥善处理包括台湾海峡、南海争端、东海油气田等一系列涉及发展安全及国家利益的地

区热点，需要中国有更加强大的国防。

图8：中国周边热点地区



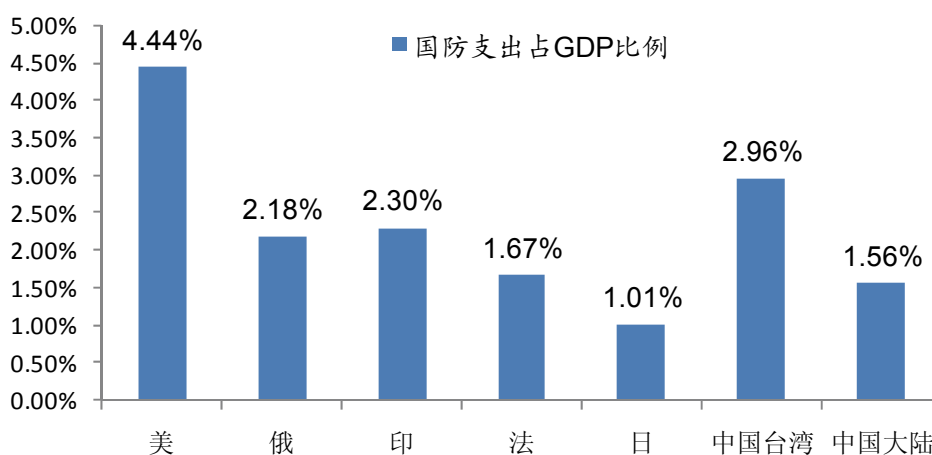
数据来源：招商证券研发中心

《2008 中国国防白皮书》指出，中国坚持把捍卫国家主权、安全和领土完整，保卫国家安全和利益放在高于一切的位置。解放军需要维护中国在陆、海、空、天、电磁领域的国家利益。

（2）国家安全战略保证国防预算的增长

我国国防开支依然处在较低的水平。在全球经济危机的情况下，2009 年，我国国防预算为 4806.88 亿元，同比依然增长 19.6%。尽管在近 10 年中基本上保持了近 16% 的复合增长率。但与世界上其他国家，特别是和大国相比，我国国防开支占 GDP 比例处于较低的水平。

图9：2009年世界主要国家国防预算占GDP比例



数据来源：招商证券研发中心

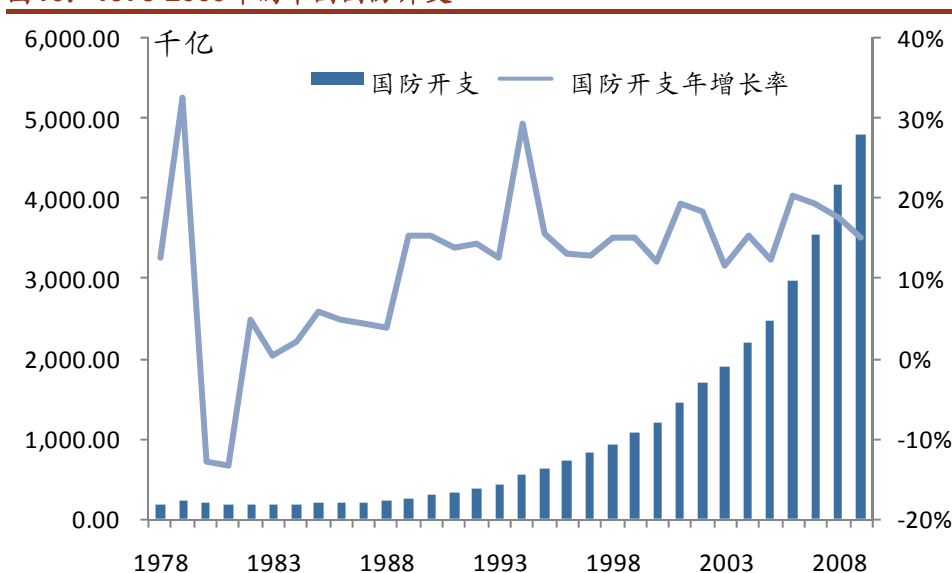
表 1: 根据军费开支占 GDP 比例划分的三类国防发展模式

类型	占 GDP 比例	国家举例
优先型	大于 10%	前苏联
滞后型	2%左右	日本、瑞士、丹麦、澳大利亚等
同步型	3%-5%	美国、英国等大多数国家

资料来源: 招商证券研发中心

国家利益不断增长要求国防建设保持同步增长。在改革开放初期,为了集中精力发展经济,我国采取军队建设为经济发展让路的安全战略,在长达 10 余年的时间里,整个国防工业处于困难时期,拉大了于世界先进水平的差距。近 10 年来,中国国防支出才进入平稳恢复增长期。根据前面的分析我们知道,随着我国经济不断发展,国家利益的内涵也不断丰富,我国国防力量建设必须与之保持同步发展。如以 2007 年为基准,假设 GDP 保持 6.5% 的平均年增长率。到 2020 年,如果我国要达到同步型国防发展模式的下限:国防开支占 GDP 比例的 3%,那么国防开支每年应保持平均 13% 的增长。

图 10: 1978-2009 年的中国国防开支



数据来源: 招商证券研发中心, 注: 09 年数据为国防预算。

国家安全战略范围的扩展要求解放军能够打赢在信息化条件下的局部战争。为实现这一目标,解放军力争在 2020 年前实现信息化条件下的新型机械化。为完成信息化和机械化的双重任务,我们预计在未来 10 年内,中国国防开支将保持稳定增长。

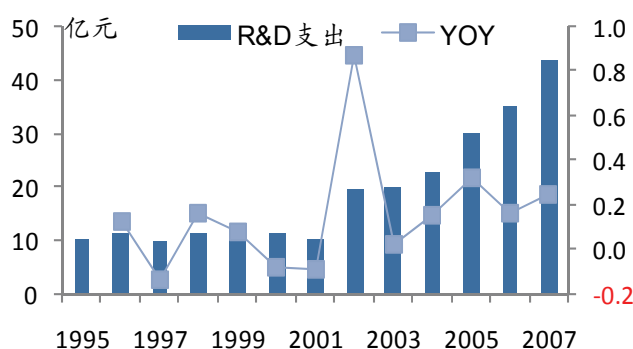
二、面临变革和机遇的航天军工产业

经过近 10 年国防支出恢复性增长, 航空航天等国防领域的研发投入有了较大幅度增长, 整个产业的劳动生产率得到提高, 在即将到来的 2010 年中, ARJ21 大型涡扇支线客机、L15 高级教练机等产品有望投入市场, 航天产业化也将进一步深入。航空工业资产证券化在 2010 年将进入深入攻坚阶段, 而在航空工业的示范作用下, 兵器、航天部门资产证券化也有望在 2010 年拉开帷幕。目前是投资航天军工产业最好的时代,

1、研发投入和劳动生产率增速加快

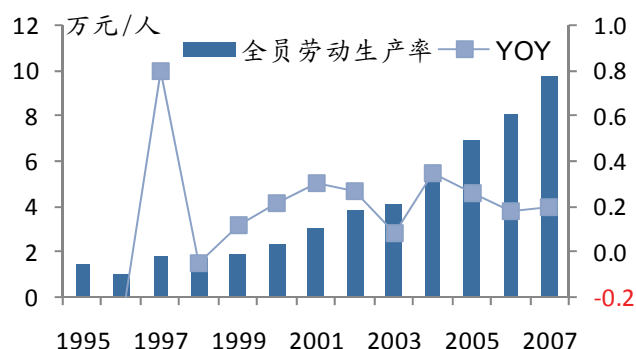
近 6 年研发支出复合增长率为 27%。航空航天产业属于高新技术产业。研发投入的力度是判断行业未来发展前景, 保证持续增长的重要指标。我国航空航天产业 1995 年的研发支出为 10.2 亿元, 到 2007 年研发支出上升为 43 亿元, 复合增长率为 12.9%。进入 21 世纪后, 我国航空航天产业的研发支出大幅上升, 如果以 2001 年的研发支出 10.5 亿为基准点, 6 年复合增长率为 27%。表明航空航天产业近几年加大了对研发投入力度。

图 11: 航空航天产业 R&D 支出



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

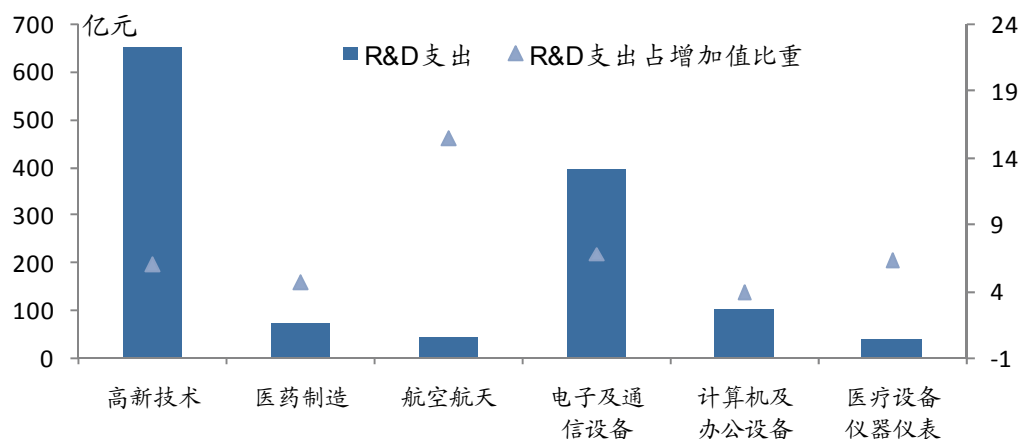
图 12: 航空航天产业全员劳动生产率



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

行业全员劳动生产率持续提高。全员劳动生产率是衡量一个行业资源利用效率的重要指标。我国航空航天产业的全员劳动生产率由 1995 年的 1.4 万元/人上升至 2007 年的 9.7 万元/人, 复合增长率为 17%。

图 13: 2007 年中国高新技术产业研发强度



数据来源: 国家统计局、招商证券研发中心。

航空航天产业的研发强度在高新技术产业中最高。我国高新技术产业 2007 年 R&D 支出额为 653 亿，航天航空行业的 R&D 支出额为 43 亿。尽管航空航天产业 R&D 支出的绝对金额在高新技术产业中不是最高的，但是我们注意到 2007 年航空航天产业 R&D 强度（R&D 支出占工业增加值的比重）为 15.3%，已经连续 3 年上升，并且是高新技术产业中最高的，表明我国航空航天产业正处在一个快速发展的上升时期。

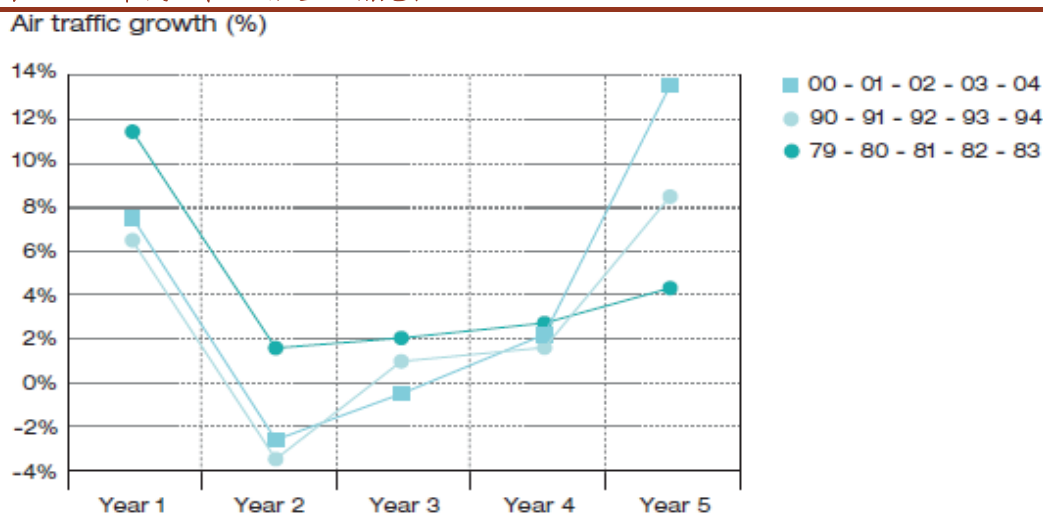
我们重申一直以来的观点：未来 10-20 年是我国航空航天产业发展的黄金时期。其发展的潜力和空间要高于整体制造业和高新技术产业。

2、航空工业——把握市场机遇+资产注入

（1）航空运输市场前景依然看好

航空运输业一般在危机周期第 2 年触底反弹。回顾 70 年代以来，全球航空运输业经历了 3 次大的调整。每次调整周期没有超过 5 年，一般在第 2 年危机开始触底反弹，第 3 年后，经过调整后的航空运输业重新赢来新的强劲增长。

图 14：70 年代以来 3 次航空运输危机

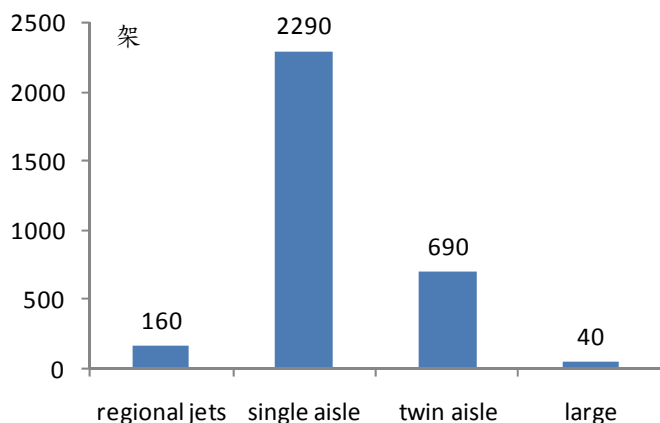


数据来源：ICAO、AirBus

国际航空巨头依然看好中国市场。中国经济在此次全球性的经济危机中率先摆脱危机的影响。国际各大航空制造业巨头十分看好中国长期航空市场需求。波音公司在最新的市场预测报告《Current Market Outlook 2008-2028》中对未来 20 年中国飞机需要量进行了预测。波音公司认为：未来 20 年中国将新增约 3180 架新飞机。其中 160 架支线飞机、2290 架单通道飞机、690 架双通道飞机和 40 架 B747 级别以上的飞机。空中客车公司在其最新的预测报告中也指出，中国在未来 20 年中需要新增 3272 架飞机，仅次于美国。

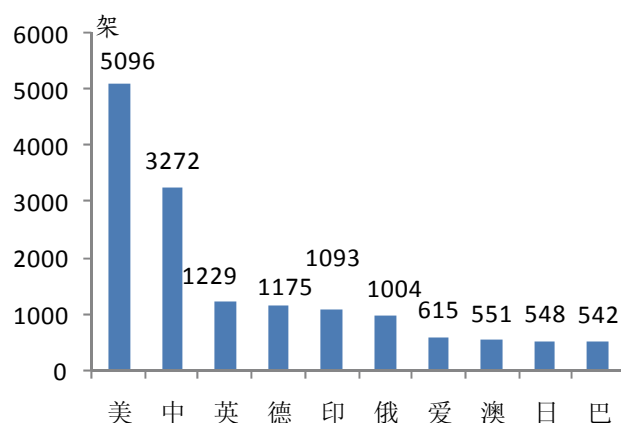
2010 年 ARJ21 有望投入市场。ARJ21 涡扇支线客机有望在 2010 年交付客户使用，这是国产客机一个重要的里程碑，西飞国际将受益。C919 国产大型客机的研制工作已经展开，预计 2016 年将投入市场，届时正是老旧飞机退役的高峰期，C919 如果抓住机遇，中国民用航空制造将实现革命性的突破。西飞国际、哈飞股份、洪都航空均参与了 C919 研制，长期有望分享中国巨大的民用航空市场。

图15: 波音公司对中国未来20年飞机需求预测



资料来源: 波音公司、招商证券研发中心

图16: 空客公司对世界未来20年客机需求预测

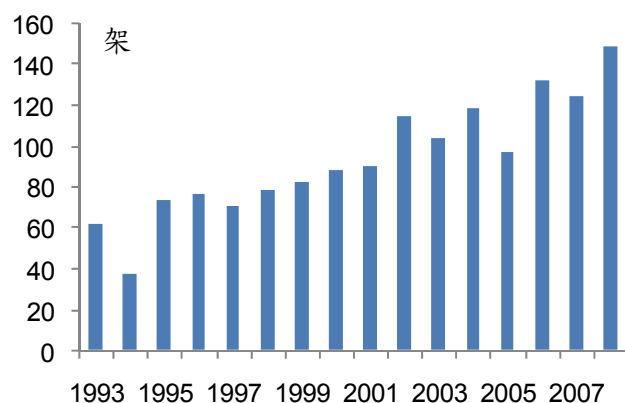


资料来源: 空中客车公司、招商证券研发中心

(2) 直升机将进入爆发增长期

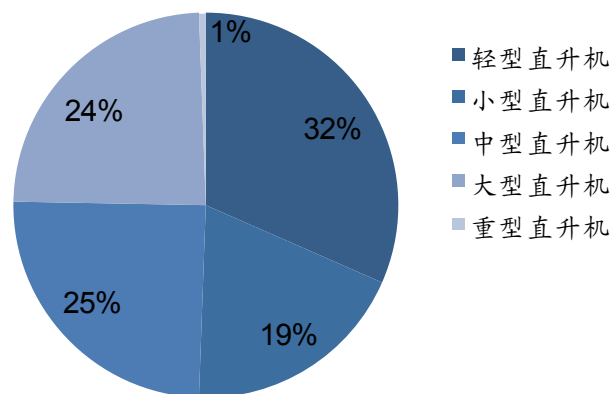
中国直升机拥有量偏少。中国直升机应用特别是在民用直升机领域才刚刚起步。尽管我国民用直升机拥有量从1993年的61架上升到2008年的141架,但是与世界其他国家相比,我国直升机拥有量依然很少。全球平均每百万口拥有民用直升机4.69架,中国平均每百万人口仅拥有0.14架直升机,不仅远低于西方发达国家的水平,也低于同为“金砖四国”巴西的3.1架。

图17: 1993-2008中国民用直升机架数



资料来源: 中国民航、招商证券研发中心

图18: 2008年中国民用直升机结构



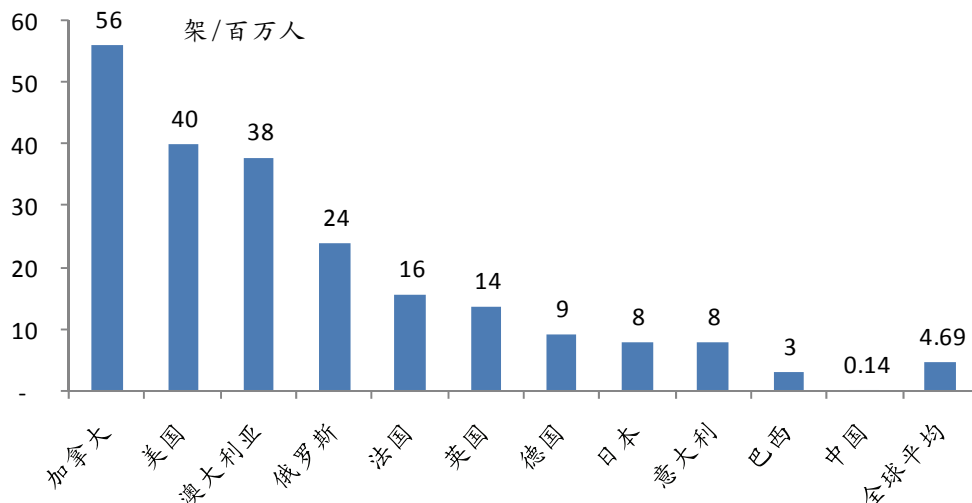
资料来源: 中国民航、招商证券研发中心

中国直升机潜在市场需求达1000架以上。一般认为一个国家每百万人直升机拥有量与其人均GDP呈正相关关系,中航直升机公司测算结果表明我国在2018年的民用直升机市场需求量为1,440架。欧洲直升机公司也认为在目前条件下,到2015年中国需要300架民用直升机,如果低空空域管制放开,市场需求将上升到1000架以上。尽管估算方法和数据来源导致预测结果各有差异,但一致预期表明中国存在庞大的直升机潜在市场需求。

导致潜在需求不能释放的原因正在发生转变。08年汶川大地震后,暴露出中国直升机数量严重不足的问题,这引起了中国政府高度重视。我们发现,制约中国民用直升机发展的主要原因开始逐渐发生转变。目前,严格的空域管制政策出现放松迹象,低空空域放开将在黑龙江和广东地区试点,西安也开放了数条航线供通用航空使用;政府的4万

亿投资加快了民航机场建设，不断完善为直升机通用航空服务的基础设施；中航直升机公司也加快了研制适合中国市场民用直升机的步伐。

图19：主要国家每百万人口人均拥有民用直升机的数量



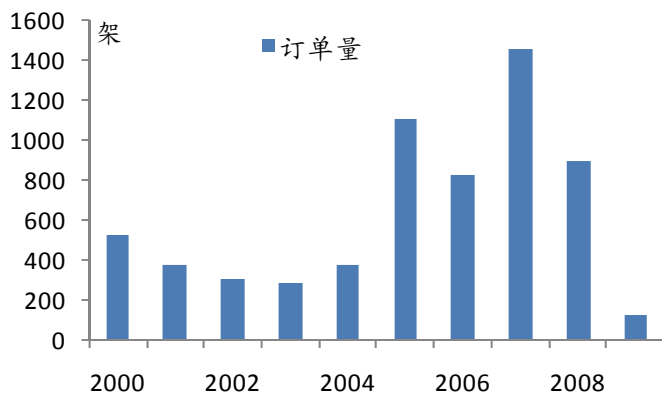
数据来源：招商证券研发中心

我们认为，随着新型号研制完成，以及配套政策的落实，在未来 2-3 年内，中国直升机产业即将进入快车道，出现井喷式的发展。哈飞股份（600038）在完成资产整合后，将在我国直升机制造领域形成垄断，发展空间十分巨大。

（3）国际转包将触底反弹

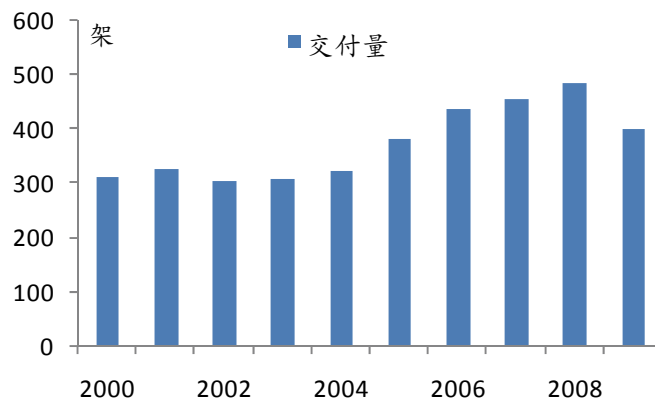
国际航空制造巨头飞机交付稳定。空中客车公司近几年飞机交付量稳定在 400 架左右，波音公司剔除 08 年工人罢工的影响，交付情况稳定在每月 30-40 架左右。波音公司和空客公司手中都有大量的在手订单，其中波音公司未完成订单有 3145 架，空客公司未完成订单为 4471 架，足够这两家公司交付 6 年以上。

图20：2000-2009年空中客车公司飞机订单情况



资料来源：空客公司，注：09 年为 1-10 月数据

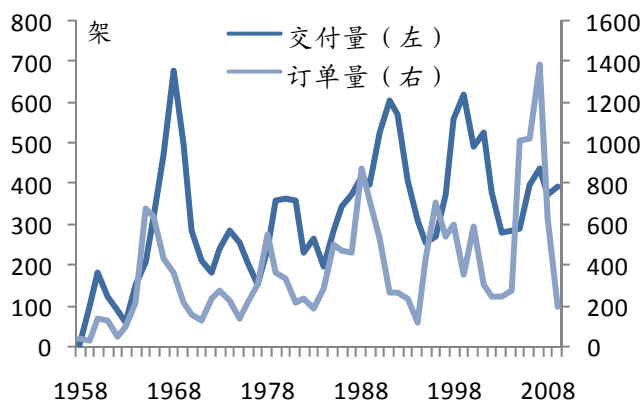
图21：2000-2009年空中客车公司飞机交付情况



资料来源：空客公司，注：09 年为 1-10 月数据

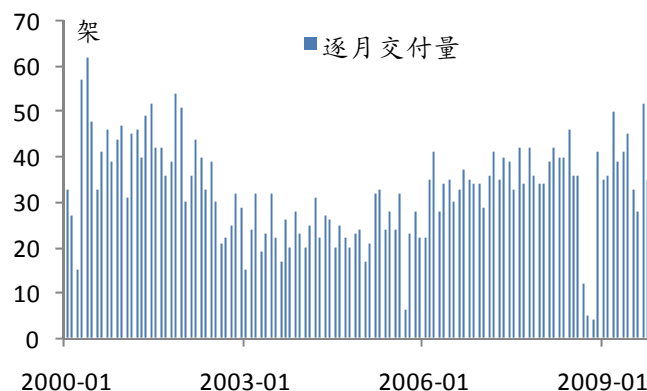
交付高峰一般在订单高峰的 2-3 年以后。根据历史经验，一般飞机的交付高峰出现在订单高峰的 2-3 年后，波音和空客公司的上一个订单高峰出现在 2007 年，2010 年可能是下一个交付高峰。

图22: 1958-2009年波音公司飞机订单和交付情况



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

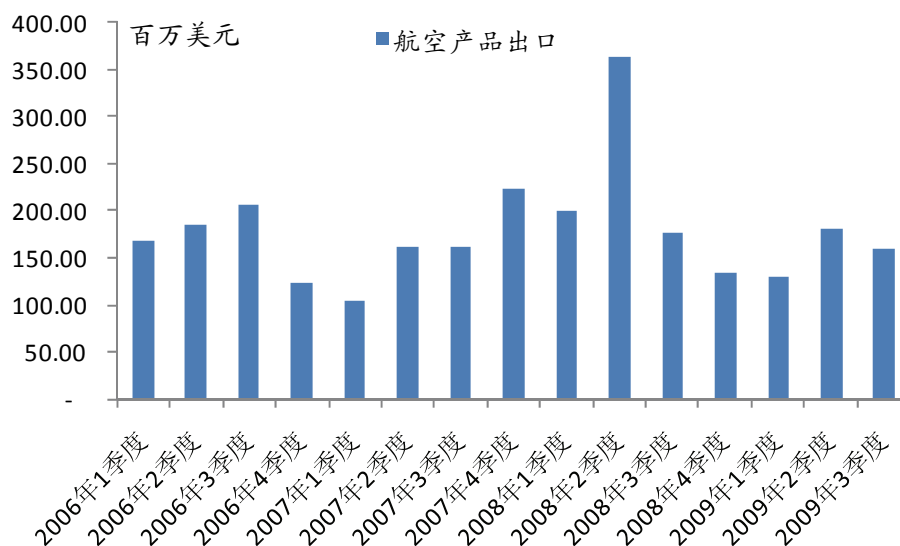
图23: 2000-2009年波音公司飞机逐月交付情况



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

海关数据显示我国航空转包订单开始回升。我国航空制造业外贸转包业务主要是出口欧洲和美国。海关统计数据 displays, 我国对欧美的航空产品结束了连续 3 个季度的下降趋势, 出现触底的态势。

图24: 2006-2009年中国航空航天产品出口欧美金额



数据来源: 海关总署、招商证券研发中心

国际航空制造业巨头飞机交付保持稳定, 经过去库存化后, 2010 年国际巨头面临补库存的压力, 并且 2010 年飞机交付数量可能会出现增加, 我们预计 2010 年航空外贸转包业务会出现 10%-15% 的回升。航空动力、成发科技、西飞国际、哈飞股份均可受益。

(4) 2010 年资产整合进入攻坚阶段

2010 年中航工业资产整合将进一步深化。2009 年中航工业旗下共有 9 家公司实施了资本运作, 其中包含尚未完成的西飞国际资产注入、航空动力增发和洪都航空的增发。09 年航空工业上市公司主题投资机会为投资者带来良好的回报。2010 年, 中航工业的资产整合将继续稳步推进。中航直升机公司、中航系统公司、中航发动机公司有望成为 2010 年资本运作较频繁的子公司。

表 2：中航工业旗下上市公司资本运作情况

股票代码	股票简称	所属板块	09 年资本运作项目 (含正在运作项目)	2010 年后续资 本运作概率	垄断 程度
600038.SH	哈飞股份	中航直升机公司	无	高	高
002013.SZ	中航精机	中航系统公司	无	高	低
002179.SZ	中航光电	中航系统公司	置换进入港股中航科工	高	中等
600391.SH	成发科技	中航发动机公司	无	高	中等
600372.SH	*ST 昌河	中航系统公司	注入上海机电、兰州万里，航空照明等电子资产	中等	中等
600316.SH	洪都航空	中航防务公司	增发，注入洪都集团飞机资产	中等	高
002190.SZ	成飞集成	中航防务公司	无	中等	低
600893.SH	航空动力	中航发动机公司	增发	中等	高
600523.SH	贵航股份	通用飞机公司	注入风雷公司、天义电器、中航标	中等	中等
000768.SZ	西飞国际	中航飞机公司	注入中航飞机旗下：陕飞、中航制动、中航起落架	低	高
000738.SZ	ST 宇航	中航发动机公司	注入发动机控制资产	低	中等
600765.SH	中航重机	通用飞机公司	实施增发、收购陕西宏远锻造	低	中等
600760.SH	东安黑豹	汽车	注入部分特种车	低	低
000050.SZ	深天马 A	物流、商贸			低
000026.SZ	飞亚达 A	物流、商贸			低
000043.SZ	中航地产	物流、商贸			低
002163.SZ	中航三鑫	通用飞机公司			低
600178.SH	东安动力	汽车	资产划拨，已经转到兵器装备长安汽车		低

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

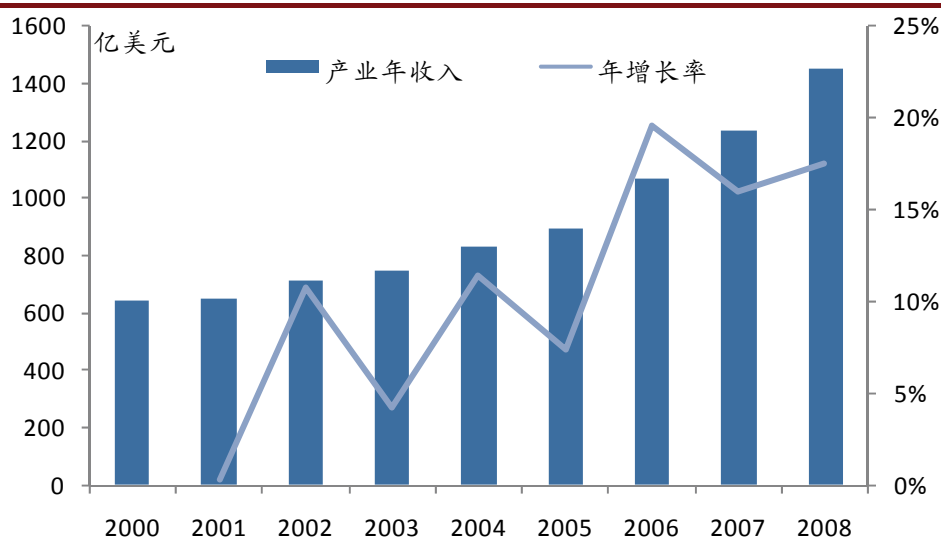
2010 年我们预计哈飞股份、中航精机、中航光电、成发科技实施资本运作的概率较高，值得投资者重点关注。如果中航资产整合提速，那么航空动力、洪都航空、贵航股份也有可能持续进行资产注入。

3、航天工业——卫星应用产业化是趋势

(1) 全球卫星产业依然保持持续增长

08 年全球卫星产业保持 19% 的增长速度。航天产业是 21 世纪最具活力和发展潜力的产业之一。08 年全球陷入经济危机中，在这样的经济背景下，2008 年全球卫星产业依然实现收入 1,444 亿美元，同比增长 19%。2007 年全球卫星产业增速为 16%，08 年增长速度比 07 年高 3 个点，充分说明经济危机对航天产业的影响较小。考虑到西方发达国家在 70 年代就进入了航天产业的应用期，而我国是在 21 世纪刚刚才由航天科学试验阶段进入航天应用阶段，我们有理由相信在未来 20 年里面，中国航天产业具有较高成长性。

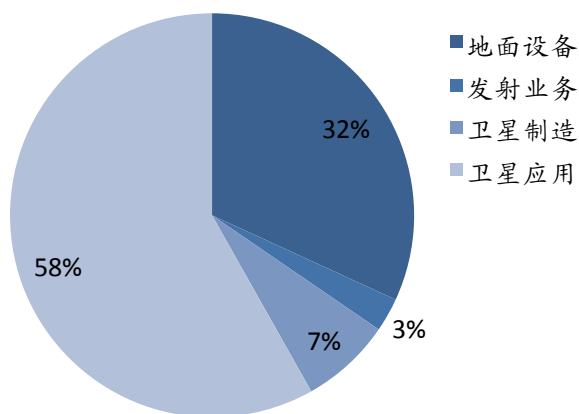
图25: 2000-2008世界卫星产业收入情况



数据来源: SIA、招商证券

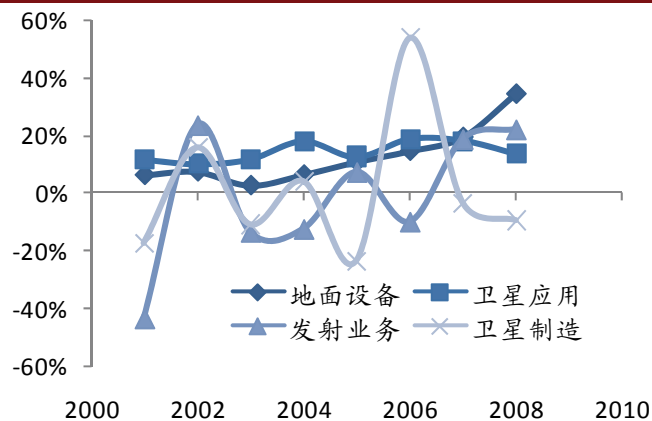
地面设备和卫星应用子行业依然是成长较快。地面设备 08 年实现营业收入 460 亿美元，同比上升 34%，增速是各子行业中最快的。卫星应用业务在 08 年实现收入 840 亿美元，占全行业收入的 58%，是卫星产业中规模最大的子行业，同时还保持了同比 16% 的较高增速。

图26: 2008年世界卫星产业结构



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

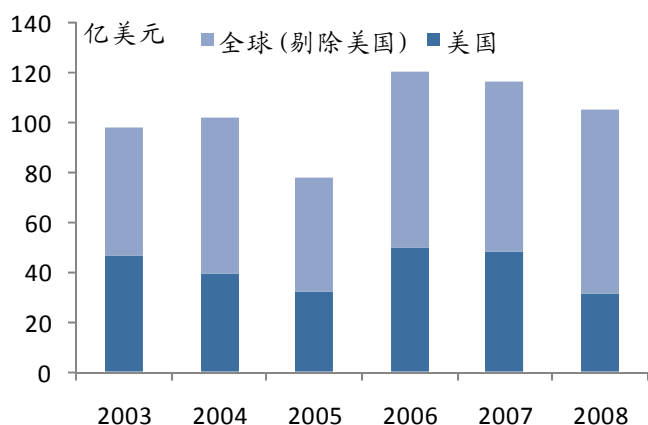
图27: 2000-2008年世界卫星各子行业增速



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

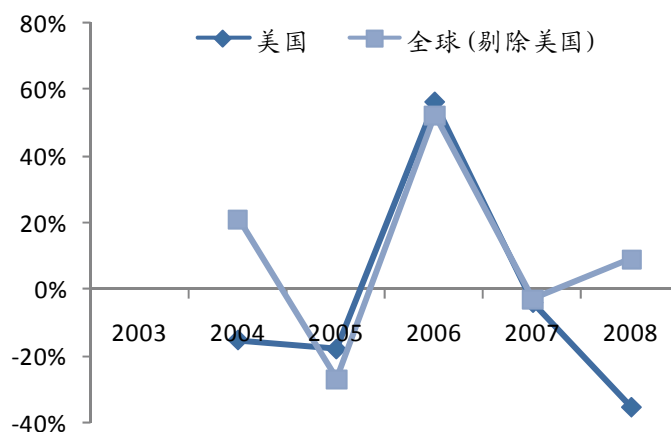
全球卫星制造业务出现分化。08 年卫星制造业务实现收入 105 亿美元，比 07 年下降了 11 亿美元。尽管全球卫星制造业务出现了轻微下滑，但剔除美国卫星制造业务下滑的影响，世界其他国家的卫星制造业务有 9% 的增长。

图28: 2008年世界卫星产业结构



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

图29: 2000-2008年世界卫星各子行业增速



资料来源: 国家统计局、招商证券研发中心

美国政府也表示, 尽管五角大楼和情报部门的官员们一直将小卫星视为第二选择, 但金融危机迫使人们改变看法, 开始接受将小型、简单的系统用于国家安全任务。政府希望转变卫星制造业的商业模式, 简单的小型卫星已经开始进入五角大楼和情报系统体系, 向战场指挥员交付经济可靠的系统。

我们认为, 地面设备和卫星应用业务保持快速增长和小卫星逐渐受到青睐的趋势没有改变。

(2) 航天产业化的步伐将加快

2010 年我国航天发射次数将大幅提高。2009 年由于某些原因, 我国航天发射次数下降为 4-5 次, 远远低于年初预测的 16 次。由于航天发射活动是具备高风险的特点, 出现短暂的波动是不能避免的。我们也高兴的注意到, 09 年 8 月后, 我国航天发射逐步恢复, 09 年推迟的发射活动将使 2010 年的发射活动出现明显增加。

卫星有效载荷技术产业化项目标志我国航天产业化的步伐加快。中国卫星大股东——中国空间技术研究院投资 25 亿元, 为期 3 年的空间飞行器有效载荷研制和产业化项目于 09 年 11 月在西安开工建设。是我国目前最大的。项目建成后, 将会直接改变我国有效载荷系统由单个生产向批量生产的格局, 满足我国 10 年内各类空间飞行器有效载荷系统需求, 大大增强我国民用航天的技术研发实力, 提升我国中长期气象预报、自然环境灾害预警、国土资源勘探、导航定位的科技水平, 推进民用航天技术普惠于民, 增进中国参与国际航天市场的竞争力, 促进我国由航天大国向航天强国迈进。

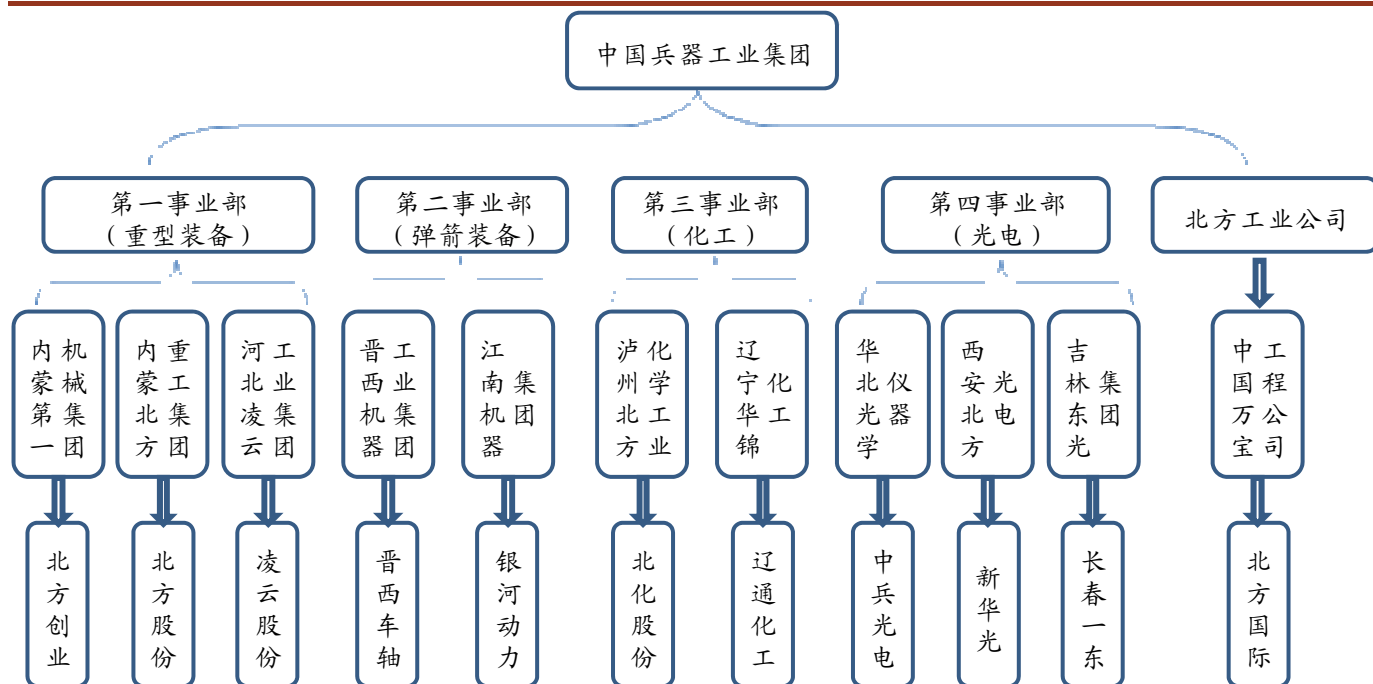
(3) 资产证券化将从民用项目开始

航天工业资产证券化将首先从民用项目开始的原因主要有两点: 首先, 航天系列的军品一般涉密级别较高, 注入上市公司存在一定困难, 其次, 航天工业许多核心资产是研究所的形式, 研究所作为事业单位如何注入上市公司还没有切实可行的操作路径, 而民用项目大多数一开始就是按公司化运作, 注入上市公司的可能操作性较强。目前, 航天工业尚没有向航空工业那样整体资本运作的规划, 但是, 我们预计在未来 2 年内, 例如卫星有效载荷等项目均有机会注入上市公司。

4、兵器工业——资产重组预期增强

兵器工业集团提出 5 年发展战略。2009 年，兵器工业集团提出未来 5 年集团公司要实现主营业务收入突破 3000 亿元，兵器工业 2008 年收入为 1460 亿元，这意味着从现在到 2013 年，集团营业收入年复合增长率为 15.5%。除了收入规模扩大之外，集团还规划在这 5 年左右时间内，使净资产收益率、全员劳动生产率、总资产周转率高于国防科技工业平均水平、达到中央企业平均水平。

图30：中国兵器工业集团旗下上市公司



数据来源：兵器工业集团网站、招商证券研发中心

“专业化重组、产研结合重组、区域化重组”成为兵器工业集团的行动准则。为实现集团 5 年发展战略，兵器工业集团将资本重组放在重要地位。在未来 3 年多的时间内，兵器工业集团计划将目前 110 多家成员单位重组为 30 多个专业化子集团，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。

兵器工业集团成为继中航工业集团之后第二个宣布了未来中长期发展和改革规划的大型军工集团。我们认为，兵器工业集团将在未来 3 年加快资产整合步伐，为投资者带来新的投资机会。

5、60 周年国庆阅兵的一些新趋势

60 周年国庆阅兵首次出现在阅兵方阵中的装备，为分析我军装备发展的新动向，以及未来国防工业发展的新趋势提供了直接依据。我们认为，首次参阅的无人机部队、卫星通信部队、巡航导弹部队、预警机部队显示了解放军为提高信息化条件下整体作战能力的努力。提高我军作战平台的信息化程度和各作战平台之间信息共享和系统集成能力将是我国国防工业未来发展的重点。

（1）我军无人机将进入应用推广期

军用无人机应用前景广阔。无人机是军用无人驾驶飞机的简称。是一种使用遥控设备或自备程序控制装置操纵的不载人飞机。目前，军用无人机主要执行侦察、监视、通信、反潜、骚扰、诱惑、靶机、校正弹道、军事测绘、电子对抗和对地攻击，特别适合执行危险性大的任务。未来无人机还将执行包括空战在内的作战任务，应用前景广阔。

图31：国庆60周年阅兵中的无人机I



资料来源：招商证券研发中心

图32：国庆60周年阅兵中的无人机II



资料来源：招商证券研发中心

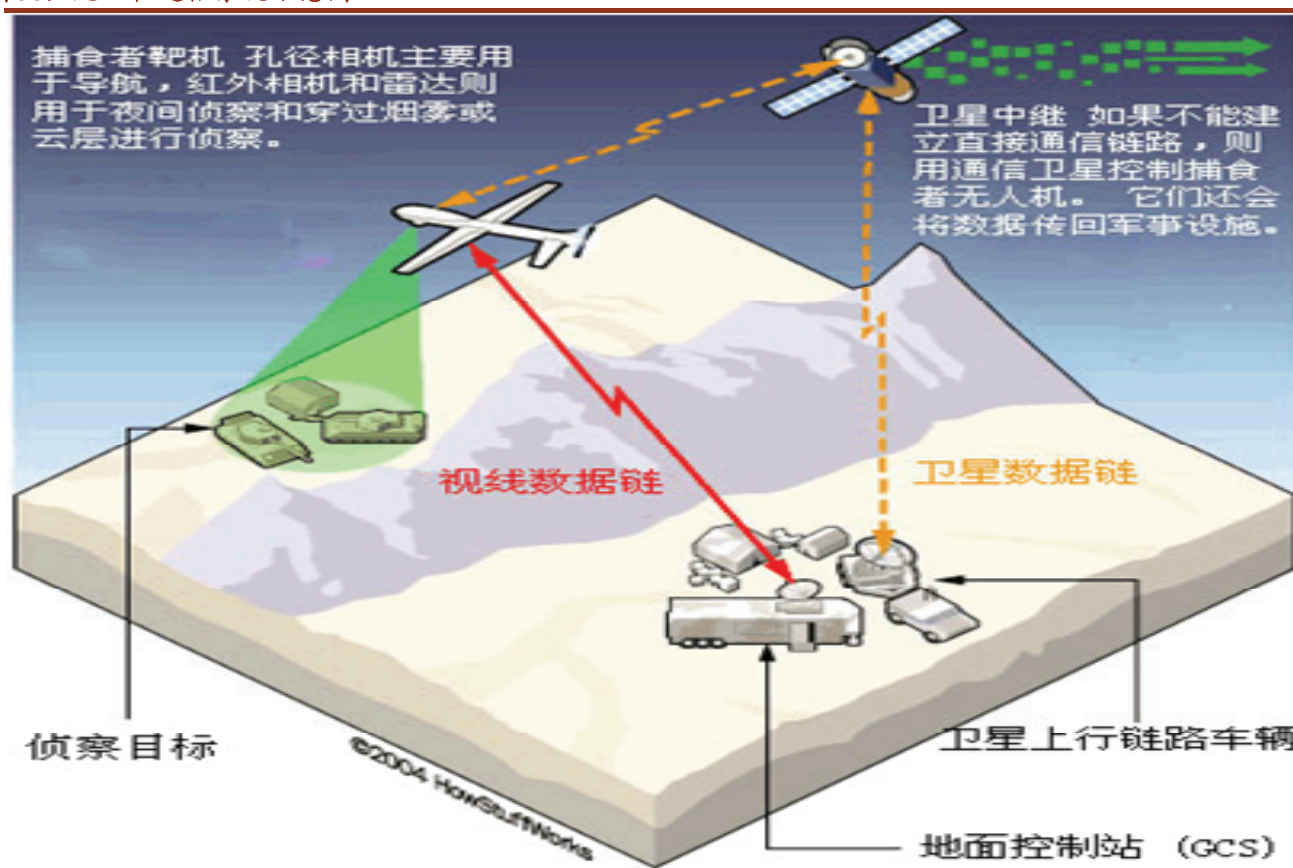
解放军无人机部队已进入推广应用阶段。国庆 60 周年大阅兵上展出侦察无人机和多用途无人机，表明无人机在我军应用领域不断扩大。解放军的无人机研制可以上溯到上世纪 70 年代，最开始只是执行空中靶机任务。进入 21 世纪后，我军无人机发展很快，不仅可以执行空中侦察、火力校对等任务，新型号还实现了侦察数字和图像信息的同步传输，可成倍提高我军战斗力水平。我军现役无人机属于战术级无人机，未来我军无人机将向大型、长航时、攻击型发展。

数据链系统和相关产品是无人机系统的重要组成部分。无人机的使用需要一整套专用的装置和设备，无人机与这些设备和装置构成一个完整的系统，即无人机系统。该系统包括若干架无人机、机外遥控站、数据链系统、通信系统、起飞和回收装置等。无人机通过数据链系统和卫星系统接收指挥中心的指令，实现与指挥中心的数据交换，从而完成既定的作战任务。中国卫星（600118）的数据链产品、动中通指挥车产品、小卫星制造业务已经受益于我军无人机部队的快速发展。

复合材料是无人机机体结构件的主要制造材料。国外目前研制的无人机以复合材料和传统铝合金的混合结构为主。如“捕食者”、“全球鹰”等均是如此。其中“全球鹰”的机翼和尾翼由石墨/环氧复合材料制造，尽管机身仍采用传统铝合金，但复合材料占结构重量的 65%。我国无人机正在实现系列化，大型化、长航程的无人机是未来发展方向，

执行任务也将由传统的航空侦察、数据通信等支援任务扩展为对地攻击、空战格斗等攻击性任务。可以预见，复合材料在我军新型无人机上的使用比例将进一步提高。哈飞股份（600038）的航空复合材料加工技术在国内处于领先水平，必然在我国无人机发展过程中起到更重要的作用。

图33：无人机通信系统示意图



数据来源：招商证券整理

我们认为，中国卫星（600118）、哈飞股份（600038）将受益于未来 10 年我国无人机快速发展。

（2）卫星通讯显示我军信息化程度提高

通信兵装备方阵展示我军信息化建设成果。解放军通信兵部队在 1949 年开国大典上以步兵身背电台徒步通过天安门广场。60 年后，以 10 台卫星通信车、10 台散射通信车、2 台勇士指挥车组成的人民解放军通信兵装备方阵通过天安门广场。通信兵以装备方阵的形式首次参见国庆阅兵反映了解放军信息化建设的巨大成就。

卫星通信是战场信息化建设的重要组成部分。信息网络是构成信息化战场的核心，信息传输又是保障信息网络效能发挥的关键环节。卫星通信以其全天候、全地域、全方位的信息传输保障，将以无与伦比的独特优势支撑起未来的信息化战场。卫星通信能够把各种战场侦察监视手段获取的情报信息，实时传送到指挥所、部队和武器平台，使占有信息优势的一方更加耳聪目明。

图34：国庆60周年阅兵中通信兵方阵



资料来源：招商证券研发中心

图35：国庆60周年阅兵中巡航导弹方阵



资料来源：招商证券研发中心

卫星通信车产业将受益于我军 C⁴ISR 系统的建立和完善。我军计划在 2020 年实现信息化条件下的新型机械化，构建和完善中国自己的 C⁴ISR 系统是未来 10 年的发展方向。通信系统是 C⁴ISR 系统的神经，在美国战略 C⁴ISR 系统中，有通用和专用的 40 多个通信系统，这些通信系统构成纵横交错的网络，就象人体内的神经一样，将大脑的各种指令传给肢体，同时又将反馈信息有效地传给大脑。卫星通信车是组成国防卫星通信系统必不可少的节点，本次参加国庆阅兵的卫星通信车均是我国自行研制生产的装备。在上市公司中，中国卫星（600118）、航天电子（600879）旗下相关产品均长期受益于我军 C⁴ISR 系统的建立和完善。

我们看好中国卫星（600118）、航天电子（600879）在军事卫星通信领域的发展潜力。

（3）巡航导弹表明我国精确打击能力提高

巡航导弹部队首次参见国庆阅兵。长剑-10 陆射巡航导弹是在本次阅兵中出现的全新武器。该型导弹服役表明我军精确打击能力有了实质性提高。从最近几次局部战争来看，巡航导弹主要集中在战争初期使用，由于有打击精度高，打击目标方向灵活的优点，巡航导弹适合于需要打击敌指挥所、防空阵地、通信中心、雷达站、后勤补给中心等关键目标。长剑-10 巡航导弹丰富了我军精确打击火力的配备，必将改变我军未来的战争模式。

我国精确打击武器研制能力明显提高。美国战斧巡航导弹从 1971 年立项到 1982 年服役经历了 11 年，我们估计，中国的巡航导弹项目应该开始于上世纪末。按照我军的惯例，公开展示的武器表明该型武器已经进入批量列装阶段。经过 10 余年的发展，长剑-10 巡航导弹的列装不仅是我军武器库中增加了一款新的作战装备，也意味着我国国防工业在小型涡扇喷气发动机、制导技术、发射技术、弹上计算机、侦察遥感、数据通信等技术方面都取得了实质性的突破，并且具备了将各个分析系统整合成为一种整体作战平台的能力。尽管本次展示的仅仅是陆射型的巡航导弹，我们有理由估计，舰射型和空射型的巡航导弹已经在研制过程中。

目前，我国 A 股市场并没有直接负责巡航导弹总装的上市公司，但航天科技（000901）的控股股东有相关资产。随着军工资产证券化的深入，未来依然存在注入的可能。

（4）大型预警机提升信息化综合作战能力

预警机成为解放军战斗力的倍增器。预警机集空中预警、指挥、控制、通信和电子战等功能于一身，是空中活动雷达站和空中指挥中心，是现代战争重要的武器装备。通过历次高科技局部战争中的优异表现，预警机的作用已经得到世界各国认同。解放军装备预警机后，不仅可以提高空中预警能力，还可以有效的实施空中引导、火力控制、制导与情报分析，通过预警机可以将各个相对孤立的作战单位整合为高效、统一的整体。预警机已经成为人民解放军战斗力的倍增器。

图36：国庆60周年阅兵中的空警200预警机



资料来源：招商证券研发中心

图37：国庆60周年阅兵中的空警2000预警机



资料来源：招商证券研发中心

国产大型运输机将是新型预警机的平台。我们注意到，参加国庆 60 周年阅兵的空警 2000 型预警机使用的平台是俄罗斯的伊尔 76 型运输机。美国 E-3 系列共生产了 68 架，仅美国空军就装备了 34 架。目前，空警 2000 预警机装备数量约在 4 架左右，远远不能满足我国国防战略需要。制约我国装备空警 2000 的一个重要因素就是载机平台受制于人。我国正在研制国产大型运输机，研发以国产大运为载机的大型预警机是未来我国预警机发展的趋势。西飞国际（000768）、航空动力（600893）分别作为我国大型运输机的主要研制单位和大运发动机的制造单位，未来成长空间广阔。

舰载预警机是战术预警机的下一个发展目标。预警机既有战略预警机，也有战术预警机。战略预警机的代表是美国的 E-3C、俄罗斯的 A-50、中国的空警 2000，战术预警机的代表是美国的 E-2 系列。我国的空警 200 也是一种战术预警机，其载机平台是国产的运 8 飞机，制造企业是中航飞机公司旗下的陕西飞机制造公司。目前，我国正在研制自己的航空母舰，根据美国经验，舰载预警机是航空母舰编队关键的作战系统。我们预计研制舰载预警机是我国战术预警机下一个发展目标。我们预计陕西飞机制造公司将通过资产注入的方式进入西飞国际（000768）。

随着国产大中型运输机的研制成功，预警机将更多的出现在解放军装备序列中，发挥更大作用。西飞国际（000768）、航空动力（600893）将受益于我国未来预警机的发展。

三、航天军工 A 股投资机会分析

1、航天军工 A 股上市公司简介及投资路径

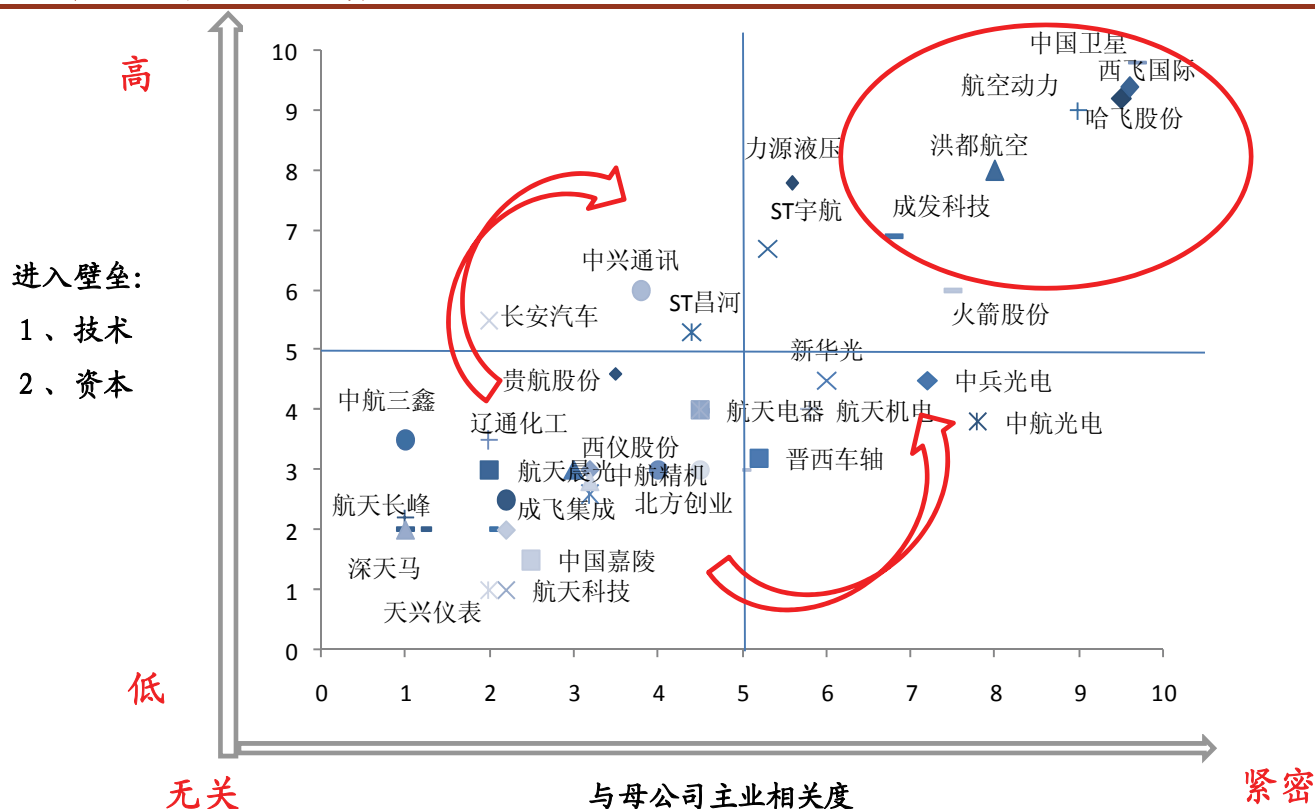
国防工业各集团目前控股约 49 家 A 股上市公司。从 20 世纪 90 年代开始，我国国防工业各大集团的旗下公司陆续开始登陆 A 股市场，到目前为止，国防工业各集团旗下控股的 A 股上市公司有 49 家（详见附件）。

表 3：中国国防科技工业系统

国防工业子系统	原隶属部门	目前行业组织	A 股上市公司(家)
航空工业系统	原隶属国家 3 机部（航空工业部）	中国航空工业集团公司	18
航天工业系统	原隶属国家 7 机部（航天工业部）	中国航天科技集团公司	4
航天工业系统	原隶属国家 7 机部（航天工业部）	中国航天科工集团公司	7
兵器工业系统	原隶属国家 5 机部（兵器工业部）	中国兵器工业集团公司	5
兵器工业系统	原隶属国家 5 机部（兵器工业部）	中国兵器装备集团公司	7
船舶工业系统	原隶属国家 6 机部（船舶工业部）	中国船舶工业集团公司	3
船舶工业系统	原隶属国家 6 机部（船舶工业部）	中国船舶重工集团公司	1
核工业系统	原隶属国家 2 机部（核工业部）	中国核工业集团公司	1
核工业系统	原隶属国家 2 机部（核工业部）	中国核工业建设集团公司	0
军工电子系统	多来自原国家 4 机部即电子工业部	中国电子科技集团公司	3

资料来源：招商证券研发中心

图 38：中国航天军工概念股投资路径

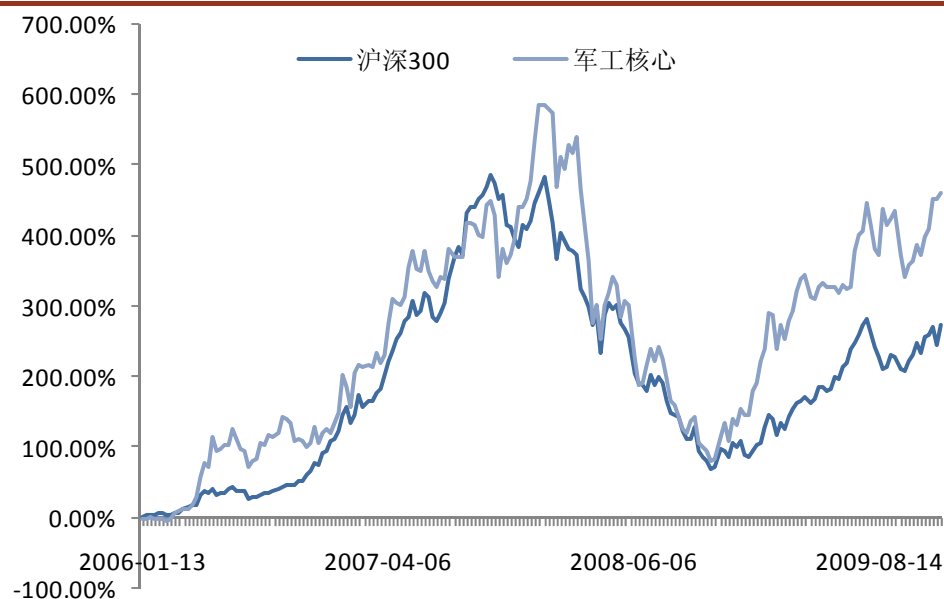


我们认为，与母公司军工产品相关度越高，越容易在市场上保持垄断，也更受益于国家

的国防开支和研发投入，应该享有更高的溢价。行业进入壁垒高的企业，例如技术水平要求很高、需要长时间的技术积累、资本投入大的企业也更容易形成垄断地位，也应该享受一定的估值溢价。我们依据公司经营业务与集团军工产品的相关程度和产业的进入壁垒对目前 A 股上市有军工概念的上市公司进行分类。

主机制造企业和资产注入是两条投资主线。根据我们的分析逻辑，在右上角象限的主机制造企业既与集团军品的相关程度紧密，同时又有很高的技术和资本进入壁垒，可以享受高溢价。左下角的上市公司只能享有其所在行业的估值水平，但可以通过资产注入提升估值溢价，即通过将集团资产注入到上市公司。通过注入资产，要么可以提高与军品的相关程度，要么可以提高行业的进入壁垒，都可以提高投资价值。

图39：过去3年航天军工核心板块与沪深300涨幅比较



数据来源：招商证券整理

2010 年航天军工投资思路：从行业基本面来卡，2010 年我国依然实行积极财政政策，国防预算保持在 13% 是可能的，因此军品订单，特别是高科技含量的产品增发可以维持在 13% 以上的水平。民品方面，ARJ21 支线客机将交付使用，外贸转包也将出现增长，民用航天产业化也日益进步。此外航空工业资产整合逐步深化、兵器工业集团的资产整合思路也逐渐成型。考虑行业基本面不断改善和资产注入题材丰富的背景，以及航天军工股在牛市中，特别是牛市前、后段跑赢大盘的概率较大。调高行业“推荐”的投资评级。

我们建议关注具备垄断性、高成长性的主机制造商，有资产注入题材的公司，以及国际航空转包业务回暖的受益公司。新产品交付市场前是关注军工板块的好时机，此外 2010 年是制定我国“十二五”计划的关键一年，各行业的规划出台和重大资产重组都有可能成为行情的催化剂。

按主机制造企业选择的标的是：中国卫星、哈飞股份、洪都航空、航空动力。

按主题投资选择的标的是：成发科技、中航精机、中航光电、中航电子（ST 昌河）。

2、航天军工 A 股上市公司估值水平

表 4：国内航天军工重点上市公司估值比较表

股票名称	最新收盘价	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM %)	市值(亿)
西飞国际	13.08	0.16	0.17	0.29	83.3	76.9	45.1	3.7	1.8%	324
洪都航空	36.21	0.29	0.48	0.50	124.2	75.4	72.4	7.0	7.7%	128
成发科技	24.58	0.51	0.70	0.81	48.3	35.1	30.3	5.8	14.1%	32
航空动力	26.77	0.27	0.37	0.46	100.4	72.4	58.2	7.7	8.6%	118
哈飞股份	19.64	0.29	0.35	0.42	67.2	56.1	46.8	5.2	7.6%	66
中航重机	22.17	0.33	0.39	0.45	67.2	57.1	48.9	4.4	7.2%	115
中航光电	21.17	0.42	0.55	0.69	50.6	38.6	30.7	5.6	11.8%	57
中兵光电	22.31	0.38	0.41	0.49	59.4	54.4	45.5	5.8	14.8%	111
航天电子	12.01	0.23	0.29	0.35	51.9	41.4	34.3	3.4	7.4%	97
中国卫星	21.86	0.50	0.58	0.71	43.9	37.7	30.6	5.1	12.5%	77
平均					70.0	57.6	44.2	4.7	8.1%	1126

资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 40：航天军工行业历史PEBand

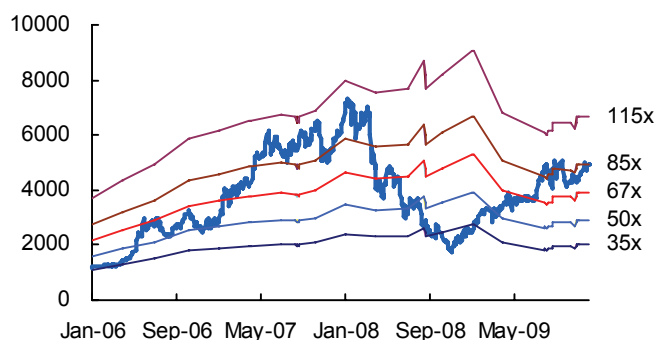
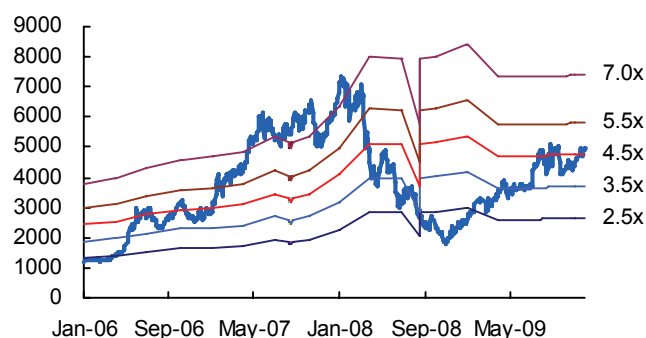


图 41：航天军工行业历史PBBand



- 说明：1、资料来源于招商证券研发中心；
 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；
 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 5：国际主要航天军工上市公司比较

股票名称	国家	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM%)	市值 (亿)
BOEING	US	3.70	1.45	4.31	31.08	37.01	12.48			39
EADS NV	NE	2.87	0.85	0.93	12.15	13.83	12.70	0.99	13.04	14
UNITED TECHNOLOGIE	US	5.00	4.11	4.56	14.72	16.35	14.77	3.09	25.16	63
LOCKHEED	US	8.05	7.59	7.40	10.40	10.21	10.47	9.45	50.78	29
NORTHROP	US	-3.77	5.17	5.55	10.32	10.62	9.89	1.31	-8.53	17
GE DYNAMICS	US	6.21	6.19	6.50	10.68	10.79	10.27	2.08	22.54	26
HONEYWELL	US	3.79	2.92	2.67	11.89	13.58	14.85	2.99	34.03	30
BAE SYSTEMS	GB	0.92	0.40	0.42	10.90	8.20	7.98	2.41	26.44	20
FINMECCANICA	IT	1.90	1.25	1.40	11.15	8.88	7.89	1.14	10.10	10
RAYTHEON	US	4.06	4.83	4.98	10.90	10.68	10.36	1.91	15.46	20
BOMBARDIER I	CA	0.57	0.40	0.41	9.39	10.95	10.76	2.20	39.49	8
LORAL SPACE	US	-35.13						2.16	-163.79	1

敬请阅读末页的免责声明

THALES SA	FR	4.22	1.42	3.07	22.73	23.69	10.97	1.60	14.30	10
ORBITAL SCIENCES	US	1.05	0.62	0.79	16.33	20.42	16.07	1.73	13.98	1

资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

3、主要公司投资价值分析

(1) 中国卫星 (600118)

公司数据链产品受益于我军无人机部队的发展。本次国庆阅兵首次展示我国无人机部队, 公司数据链产品是无人机与卫星和指挥所之间实施数据传输、交流的关键系统。公司数据链产品在 08 年开始量产, 09 年预计保持 30% 以上的增长速度。

公司动中通产品提高通信部队的卫星通讯能力。公司动中通产品在卫星通信市场上约占 30% 的市场份额, 主要面对政府特定用户。随着我军信息化程度的不断提高, 公司的动中通产品将保持稳定增长。

公司在我国小卫星制造领域具备垄断优势。小卫星是现代卫星产业发展的趋势。我国小卫星在我国海洋监测、环境保护、防灾减灾的领域发挥越来越重要的作用。我们估计 09 年公司计划争取 10 颗以上订单。如果可以实现计划, 公司在研小卫星数目将上升到 25 颗左右。与 08 年相比可以保持 20% 的增幅。

公司受益于我国北斗导航系统的迅速发展。公司卫星导航产品分为两大类: 宇航级产品和北斗导航终端。宇航级产品受益于航天发射的增加。北斗 2 代导航计划 2015 年完成 30 颗卫星组网工作, 目前公司 2 代导航产品已经生产出样机, 我们估计在客户的招标评审中, 公司应该可以进入前 3。随着北斗 2 代系统布网完成, 未来几年公司在北斗导航终端市场收入将增长迅速。

维持“强烈推荐-A”投资评级: 我们认为我国航天产业进入应用期后, 公司在导航、对地观测、数据传输等卫星应用领域将出现新的快速增长。在公司传统的小卫星制造领域将继续保持垄断。国家对航天产业持续投入保证了公司高成长性, 理应给予公司更高的估值溢价, 我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别是 0.58、0.71、0.90, 按 11 年 35 倍 PE, 未来 6 个月目标估值区间为 27-31 元。维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 6: 中国卫星财务数据和估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1012	1994	2313	2703	3228
同比增长	12%	97%	16%	17%	19%
营业利润(百万元)	108	206	240	295	368
同比增长	42%	91%	16%	23%	25%
净利润(百万元)	88	176	205	252	314
同比增长	40%	100%	17%	23%	25%
每股收益(元)	0.30	0.60	0.58	0.71	0.89
PE	65.7	43.9	37.7	30.6	22.1
PB	3.6	4.0	4.2	3.8	3.4

数据来源: 招商证券研发中心

(2) 哈飞股份 (600038)

公司经营业绩保持稳定。直 9 系列产品 08 年营业收入为 19 个亿, 占公司营业收入 86%, 政府采购的稳定性保证公司受经济危机的影响较小。09 年公司营业收入的增长主要来自于政府采购追加订单。我们认为, 原材料价格下降也有助于公司毛利率提高, 人民币汇率稳定和银行利率下降将改善 09 年公司的期间费用。

公司将在 2011 年进入高速成长期。公司与欧洲直升机公司合作的 6 吨直升机项目 Z15 计划于 2011 年取得欧洲适航证, 公司与欧直公司在该项目上分别投资 50%, 目前约有 150 架左右确认订单, 合同金额约 120-135 亿美元。公司与空中客车公司合资的复合材料中心项目, 也将随着 A350XWB 型飞机在 2011 年进入样机和工程总装阶段, 开始进入增长期。此外, 2011 年是我国“12 五”计划的第一年, 政府订单也将增加。

2010 年资产注入是大概率事件。公司作为直升机公司旗下的唯一上市公司, 资产注入预期明确。我们预计公司在 2010 年实施资产注入的可能性很大。目标资产可能包括: 景德镇昌河直升机公司和保定惠腾。

表 7: 哈飞股份财务数据和估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2144	2218	2329	2678	3374
同比增长	7%	3%	5%	15%	26%
营业利润(百万元)	104	110	128	154	190
同比增长	4%	5%	17%	20%	23%
净利润(百万元)	97	99	118	142	175
同比增长	1%	1%	20%	20%	23%
每股收益(元)	0.29	0.29	0.35	0.42	0.52
PE	53.4	67.2	56.1	46.8	29.7
PB	5.4	5.1	4.8	4.5	4.1

数据来源: 招商证券研发中心

维持“审慎推荐-A”投资评级。我们预测公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.35、0.42、0.52 元。国防军工上市公司资产注入预期强烈时, 市场一般给与较高的估值溢价。公司将在未来 2 年才开始进入快速发展期, 看好公司长期价值。维持“审慎推荐-A”的投资评级, 目标价 22-24 元。

(3) 洪都航空 (600316)

K8 是一款最畅销的中级教练机。在 09 年 3 季度, 公司连续签下三个大合同, 分别是 60 架 K8 教练机和总装生产线合同、18 架 K8 销售合同、10 架 K8 销售合同。K8 教练机是洪都航空的重要出口产品。根据公开的资料估计, 累计出口订单约 240 架, 已经交付约 180 余架, 尚有近 50 架左右没有交付。加上公司新签订单, 在手订单增加为近 140 架。该合同保证了公司在 L-15 高级教练机投产前, 航空产品可以保持稳定增长, 避免了营业收入的波动。

L-15 高级教练机有望明年完成试飞。目前 L-15 高级教练机试飞状况良好, 已经完成了约 50% 以上的试飞科目, 如果试飞顺利, 将会转场到西安阎良的试飞院做最后的定型试飞。公司派遣 L-15 高级教练机参加 11 月在迪拜举行的航展, 取得圆满成功。如果 L-15 高级教练机在 2010 年中完成定型, 将对公司 2010 年业绩的产生积极影响。

公司多个募投项目有良好市场前景：L-15 是面向 21 世纪的下一代高级教练机，我国通用飞机广阔的市场潜力为 N5B 飞机提供良好的成长空间。我们看好募投项目中公司的 L-15 高级教练机项目、N5B 农林多用途飞机项目、新型初级教练机项目。我们建议长期战略投资者积极参与公司增发，分享中国航空制造业的黄金成长期。

表 8：洪都航空财务数据和估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1783	1590	1908	3053	3969
同比增长	55%	-11%	20%	60%	30%
营业利润(百万元)	131	116	190	258	346
同比增长	68%	-12%	64%	36%	34%
净利润(百万元)	116	103	168	229	306
同比增长	41%	-11%	64%	36%	34%
每股收益(元)	0.46	0.29	0.48	0.50	0.67
PE	78.7	124.2	75.9	72.6	54.2
PB	4.8	7.4	6.9	3.7	3.6

数据来源：招商证券研发中心，注：10、11 年按增发后股本摊薄计算

维持“审慎推荐-A”投资评级。我们预测公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.48、0.50、0.67 元。考虑公司是防务事业部的资产整合平台，未来有资产重组的可能，应该享受更高溢价。公司将在未来 2 年将进入快速发展期，看好公司长期价值。维持“审慎推荐-A”的投资评级。

(4) 航空动力 (600893)

发动机主机制造是核心竞争力。公司主要产品“秦岭”涡扇发动机、“太行”涡扇发动机的关键零部件在我军重要的主战装备。未来大型运输机的发动机也将是公司主要产品。此外在航空发动机基础上衍生出来的燃气轮机系列也是公司未来重要的增长点。随着我国航母计划的实施，公司舰载燃气轮机将出现跨越式的发展。

增发项目提升公司长期竞争力。公司计划通过非公开发行募集不超过 20 亿元投资太行发动机零部件、发动机转包、燃气轮机项目，现已经获的证监会通过。我们看好募投项目的前景，公司实施增发同时也是短期主题性的投资机会。

表 9：航空动力财务数据和估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1327	4169	4794	5417	6419
同比增长	12%	214%	15%	13%	19%
营业利润(百万元)	65	147	199	314	474
同比增长	46%	126%	36%	58%	51%
净利润(百万元)	27	118	163	257	388
同比增长	181%	332%	38%	58%	51%
每股收益(元)	0.12	0.27	0.37	0.46	0.69
PE	230.6	100.4	72.7	58.6	38.8
PB	9.5	7.8	7.3	3.9	3.6

数据来源：招商证券研发中心，注：10、11 年按增发后股本摊薄计算。

发动机公司主机制造的唯一资本平台。公司在借壳上市时，中航工业承诺公司将是发动机公司旗下唯一的从事发动机主机制造的资本平台，未来发动机公司旗下的其余几家主

机制造企业均将装入航空动力。

维持“审慎推荐-A”投资评级：航空发动机是飞机制造业的心脏。产业进入技术和资本壁垒高，公司拥有航空发动机制造的核心竞争力。公司通过转包业务已经融入世界航空发动机产业链，随着产业转移的深化，公司将保持稳定持续增长。我们预测公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.37，0.46，0.69 元。考虑发动机制造的高技术和高资本的垄断性，以及公司作为发动机主机制造资本平台，后续资产注入预期明确，给予一定估值溢价。6 个月的目标区间为 28-30 元，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

参考报告：

- 1、《航天军工行业 2009 年度投资策略-成长变化中的航空航天产业》2008/12/04，指出我国航空航天产业进入成长期，分析 09 年投资策略。
- 2、《航天军工行业 2009 年 2 季度投资策略—近期以主题投资机会为主》2009/04/20，指出 2 季度以主题投资为主，对国防工业集团进行概述。
- 3、《航天军工行业 2009 年中期投资策略—行业发展良好,估值压力待缓解》2009/06/15，按资本和技术壁垒，以及与军工资产关联程度对 A 股市场上航天军工股进行划分。
- 4、《航天军工行业 2009 年 4 期投资策略—阅兵之后进入调整巩固期》2009/10/20，介绍了 60 周年国庆阅兵出现的新趋势。

附录：中国国防工业集团控股的 A 股上市公司

证券代码	证券简称	主要产品类型	首次上市日期	总资产 (亿元)	军品相 关度	所属集团
000768.SZ	西飞国际	飞机制造及零部件、铝合金、装饰材料	1997	139	高	中航工业
600765.SH	中航重机	动力机械、发动机设备、风泵机械	1996	28	中等	中航工业
002013.SZ	中航精机	横向附件	2004	6	低	中航工业
600523.SH	贵航股份	发动机设备、横向附件、空调器具	2001	20	中等	中航工业
002179.SZ	中航光电	电子元器件、通信终端设备	2007	18	中等	中航工业
002190.SZ	成飞集成	专用设备与零部件	2007	6	低	中航工业
000050.SZ	深天马 A	电子元器件、显示设备	1995	54	低	中航工业
000026.SZ	飞亚达 A	奢侈品、物业出租和管理	1993	14	低	中航工业
000043.SZ	中航地产	商业地产、物业出租和管理、住宅楼盘	1994	48	低	中航工业
600038.SH	哈飞股份	飞机制造、航空零部件	2000	29	高	中航工业
600316.SH	洪都航空	飞机制造	2000	33	高	中航工业
000738.SZ	ST 宇航	发动机控制系统	1997	6	中等	中航工业
600372.SH	*ST 昌河	航空机电系统	2001	22	中等	中航工业
002163.SZ	中航三鑫	建筑钢结构、装饰材料	2007	14	低	中航工业
600893.SH	航空动力	航空发动机及零部件	1996	69	高	中航工业
600760.SH	东安黑豹	轻型卡车、重型农业机械、专用车	1996	9	低	中航工业
600391.SH	成发科技	航空发动机零部件转包	2001	15	中等	中航工业
600118.SH	中国卫星	小卫星制造及卫星应用	1997	29	高	航天科技
600151.SH	航天机电	新能源、发动机设备、空调器具	1998	25	低	航天科技
600343.SH	航天动力	电气仪器仪表、风泵机械等	2003	9	低	航天科技
600879.SH	航天电子	低压电器、电子测量仪器、电子元器件	1995	53	中等	航天科技
600501.SH	航天晨光	压力容器、重型卡车与专用车等	2001	27	低	航天科工
600677.SH	航天通信	电信增值服务、	1993	27	低	航天科工
600855.SH	航天长峰	医疗设备、诊断治疗设备、制药机械	1994	8	低	航天科工
000901.SZ	航天科技	电气仪器仪表、电子元器件、空调器具	1999	4	低	航天科工
002025.SZ	航天电器	低压电器类、电子元器件	2004	17	低	航天科工
600271.SH	航天信息	行业专用软件、智能商用设备	2003	47	低	航天科工
000063.SZ	中兴通讯	通信设备、软件、移动通讯设备与配件	1997	509	低	航天科工
600877.SH	中国嘉陵	电动车、发动机设备、摩托车	1995	34	低	兵器装备
600178.SH	东安动力	汽车	1998	34	低	兵器装备
002265.SZ	西仪股份	汽车配件、	2008	8	中等	兵器装备
000625.SZ	长安汽车	轿车、客车、轻型卡车、专用车	1997	155	低	兵器装备
000710.SZ	天兴仪表	传动设备、电气仪器仪表	1997	3	低	兵器装备
002189.SZ	利达光电	电子元器件、光学辅材、光学设备	2007	7	低	兵器装备
600435.SH	中兵光电	光电系统、导航系统、	2003	21	高	兵器工业
600495.SH	晋西车轴	横向附件、重型卡车与专用车	2004	11	中等	兵器工业
600148.SH	长春一东	车身设备、发动机设备、制动设备	1998	6	低	兵器工业
600184.SH	新华光	光电系统、半导体太阳能光伏等	2003	12	高	兵器工业
600967.SH	北方创业	铁路设备、输电设备、压力容器、冶金机械、重型卡车与专用车、专用设备与零部件	2004	23	中等	兵器工业
600262.SH	北方股份	轻型工程机械、重型建筑工程机械、重型卡车与专用车、专用车	2000	26	低	兵器工业
000059.SZ	辽通化工	氮肥、无机化工原料、有机化工原料	1997	174	低	兵器工业

600482.SH	风帆股份	变电设备、低压电器类、电动车、合金、蓄电池	2004	26	低	中船重工
600072.SH	中船股份	船舶(配件)及其维修、民用建筑、压力容器	1997	23	一般	船舶工业
600685.SH	广船国际	船舶(配件)及其维修、建筑钢结构、民用建筑、轻型工程机械、散货航运	1993	103	一般	船舶工业
600150.SH	中国船舶	船舶(配件)及其维修、发动机设备、冶金机械、重型建筑工程机械	1998	450	一般	船舶工业
000777.SZ	中核科技	风泵机械	1997	8	低	中核工业
600562.SH	高淳陶瓷	高能物理设备、电子元器件、民用雷达、3G 天线等	2008		一般	电子科技
600990.SH	四创电子	变电设备、电子元器件、航空零部件、通信终端设备	2004	5	一般	电子科技
600850.SH	华东电脑	软件、计费结算系统、系统集成服务、行业专用软件	1994	8	低	电子科技

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名；2009 年《证券市场周刊》水晶球奖机械行业最佳分析师第一名。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，航天、军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。