

资产注入成为热点，升级换代带来增长

— 2010年军工行业专题报告

核心观点

我国军工行业面临历史性机遇。我国国防战略由维护生存安全扩展到发展安全，军工带动技术升级、产业延伸的效应非常明显。发展军工行业对我国非常重要。近20年我国国防支出高速增长，未来增长确定。国防支出的高速增长无疑将带动军事装备费用的增长，从而带动军工行业的大发展。

资产重组带来外延式扩张机会。在国防资产证券化的趋势下，军工资产进入上市公司的速度正在加快。近年来10大军工集团整合预期较为明朗的是中航工业集团和兵器工业集团，航天科工集团的整合也已经拉开序幕。

中航工业集团未来的整合方案目标是到2011年实现子公司80%的主营业务和相关资产进入上市公司，2013年前后实现中航工业集团整体上市。目前来看，子公司证券化率离80%的目标还很远，资产整合和整体上市，正逐渐进入由点到面的全面铺开阶段，预计这一进程在2010年将进入高潮。

兵器工业集团重组紧随其后，计划在未来3年多的时间内，将目前110多家成员单位重组为30多个专业化子集团，在光电领域的整合，是关注的重点。

航天科工、航天科技集团重组有局部机会。航天系列重组进程较为缓慢。主要是受制于军品涉密级别较高和研究所的组织形式。目前，航天工业集团和航天科技集团还没有向航空工业那样整体资本运作的规划，但是，卫星有效载荷等项目均有机会注入上市公司。此外，航天科技集团在卫星领域和电子领域有整合的机会。

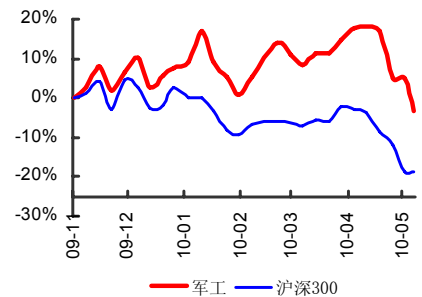
武器装备升级换代带来内涵式增长机会。我国武器装备目前新装备比例明显偏低，老旧装备规模还很大。武器装备目前处于技术提升和推陈出新的阶段，武器装备更新和提升需求又给军工行业的军品业务带来了内涵式高速增长的机会。看好有武器升级和信息化装备业务方向的相关公司，以及有新军品研制的公司。

军工板块持续是市场热点。由于资产整合预期，10年1季度基金明显增持了军工板块公司股票。以基金重仓股为样本，从绝对持股数和重仓持股基金数来看，军工板块热度增加。

投资策略：给予军工行业“推荐 A”的投资评级。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，我国的武器装备处于技术提升和推陈出新的阶段。

建议从资产注入进展情况和预期是否明确，是否受益于武器装备升级换代2个角度选择个股。资产注入仍是关注重点。已经展开资产注入的上市公司中，进展越顺利迅速的公司，而没有展开的公司中，预期越明确的公司，将成为市场追逐的热点。推荐哈飞股份、航空动力、中航重机、中国卫星等。

行业表现对比图



相关报告

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1. 世界国防军工格局.....	3
1.1 世界军事工业的地理分布	3
1.2 我国国防军工业水平较低	4
2. 我国军工行业面临历史性机遇.....	4
2.1 国防战略由维护生存安全扩展到发展安全	4
2.2 近 20 年我国国防支出高速增长，未来增长确定	4
3. 资产重组带来外延式扩张机会.....	6
3.1 中航工业集团资产整合 2010 年进入高峰期	7
3.2 兵器工业集团重组紧随其后	9
3.3 航天科工、航天科技集团重组有局部机会	9
4. 武器装备升级换代带来内涵式增长机会.....	10
5. 军工板块持续是市场热点.....	11
6. 行业投资策略和重点公司.....	11
6.1 投资策略	11
6.2 重点公司	12

1. 世界国防军工格局

世界军事工业经过冷战时期的扩张及之后的调整，经历金融危机，现在仍保持着相当大的规模，不仅分布于世界近百个国家和地区，而且覆盖了航空、航天、兵器、舰船、电子、核等多个行业，产品范围极其广泛。目前，美国、俄罗斯、英国、法国、德国、意大利、瑞典、以色列、印度和中国 10 个主要国家参与国防科研的机构超过 1000 家，军工企业超过 15000 家。

1.1 世界军事工业的地理分布

长期以来，世界军事工业在地理上的分布一直是不平衡的，从综合总体规模的大小、创新研发和研制生产能力的强弱以及在军贸市场占有份额的多少看，当前世界军事工业从强大到弱小的地理分布大致是：北美洲、欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。

美国是全球最大的军事强国和国防高新技术与武器装备最重要的发源国，代表了军事工业的最高水平和最强的综合能力。2001 年，美国的军事工业产值约 2000 亿美元，约占全球军事工业总产值的 60%，国防 R&D 经费高达 393.4 亿美元，从业人员超过 100 万。

欧洲是现在的世界军事工业中位居第二的重要地区，前苏联曾拥有世界规模最大的军事工业，至今俄罗斯的军事工业仍有 300 万从业人员，加上英、法、德、意等国，欧洲军事工业的从业人员超过全球从业人员总数的 50%。

亚洲也是世界军事工业的重要地区，虽然与欧洲相比其总体规模和水平还有一定差距，但是在位于东亚的中国和日本、南亚的印度和西亚的以色列等几个国家集中了亚洲军事工业的绝大部分，并且在航天、电子信息、核等军事工业的主要行业拥有较先进水平。

表 1：美国《防务新闻》发布的 2008 年全球军工企业 100 强排行榜：

排名	国别	公司	军品销售额 (亿美元)
1	美国	洛克希德·马丁公司	395
2	英国	BAE 系统公司	327
3	美国	波音公司	311
4	美国	诺思罗普·格鲁曼公司	266
5	美国	通用动力公司	229
6	美国	雷神公司	216
7	欧洲	欧洲宇航防务公司	162
8	美国	L-3 通信公司	110
9	意大利	意大利芬梅卡尼卡公司	102
10	美国	联合技术公司	99.6

资料来源：《防务新闻》国都证券研究所整理

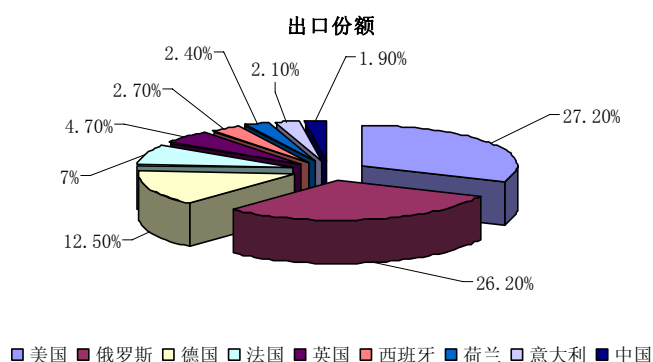
世界军事工业大型企业同样集中于北美洲和欧洲少数经济发达军事强国。十大企业集中在美国、欧洲、意大利和英国：7 家大企业全部在美国，其中的 2 家是全球规模最大军事工业企业，洛克希德·马丁公司和 BAE 系统公司；3 家在欧洲，意大利、英国各 1 家，另一家是欧洲跨国公司。

1.2 我国国防军工工业水平较低

目前,全球有近 60 个武器装备出口国,每年武器装备的军贸总额在 200~300 亿美元。世界军贸市场出口的占有份额主要分布在美国和英国、俄罗斯、德国、法国等几个国。与军贸的出口不同,世界最大的武器装备进口国和地区近年来集中于亚洲。北约和西欧国家的年购买武器装备量约占世界总额的 30%,是世界第二大武器装备进口地区。

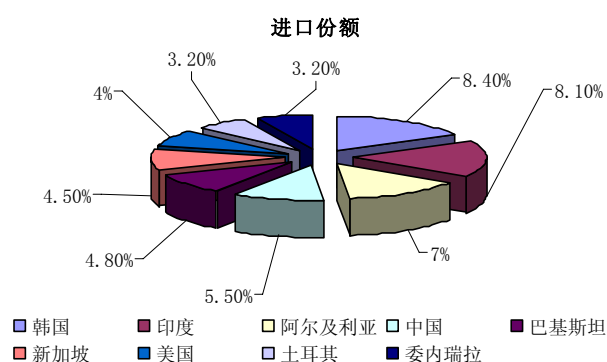
我国 2008 年军贸出口份额只有 1.9%,排名靠后;进口份额占 5.5%,排名第 4。从侧面可以看出我国的国防军工发展水平较低。

图 1: 2008 年全球 10 大军贸出口国



资料来源: SIPRI 国都证券

图 2: 2008 年全球 10 大军贸进口国



资料来源: SIPRI 国都证券

2. 我国军工行业面临历史性机遇

2.1 国防战略由维护生存安全扩展到发展安全

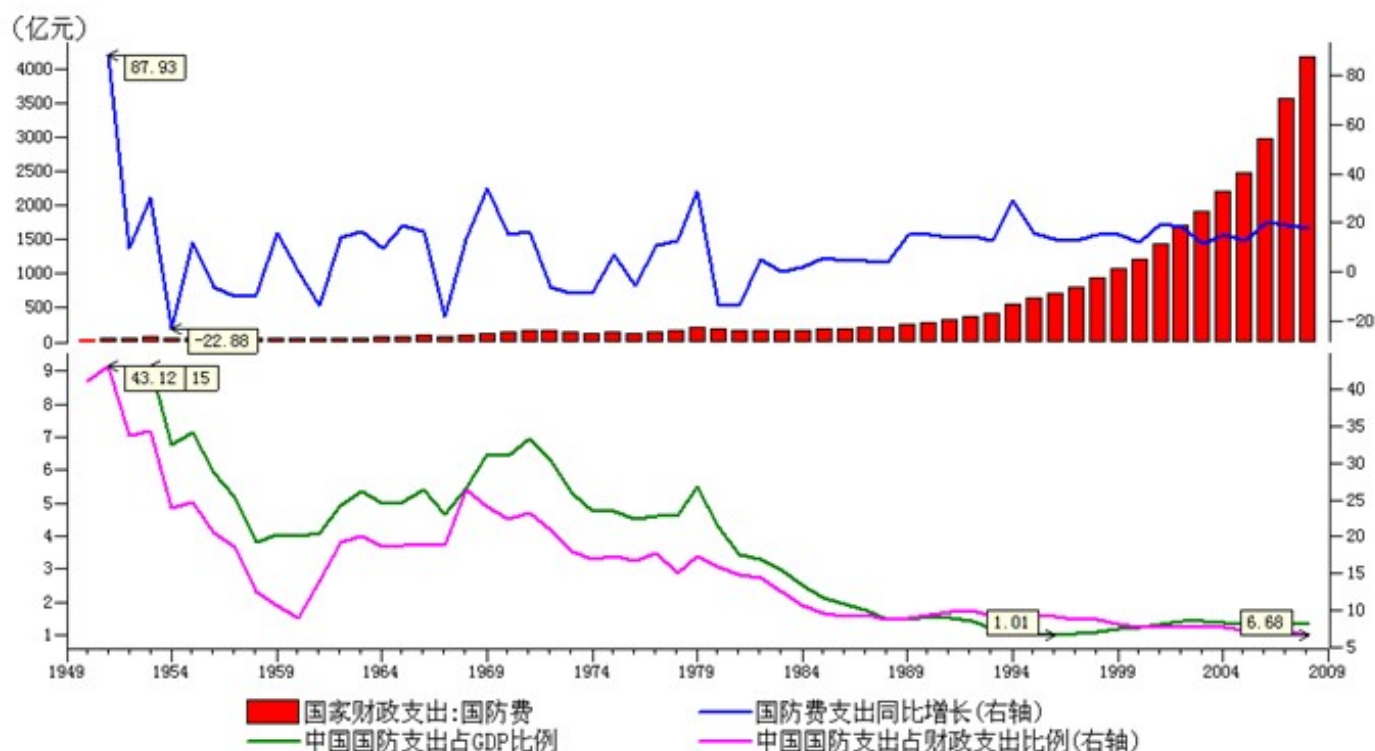
随着经济发展导致对外依存度提高和对外投资增长,我国国家安全的内涵由生存安全扩展到发展安全,国家利益也从原来领海、领土、领空扩展到陆、海、空、天、电磁领域,从而保证 GDP 实力、对外投资资产安全、获取资源、规避巨额外汇风险。

此外,军工带动技术升级、产业延伸的效应非常明显。军工领域包含机械、电子、液压、材料、冶金、仪表、化工、民爆等多方面技术,国外有资料表明,向军工投资 1 万美元,10 年后能产出 80 万美元产值。因此,军工行业的发展对我国非常重要。

2.2 近 20 年我国国防支出高速增长,未来增长确定

从改革开放后的 80 年到 88 年,我国军费开支的增长则处于较低水平;自 1989 年到 2009 年以来,进入了恢复性增长时期,中国军费开支一直保持两位数增长。《2008 年中国的国防》白皮书显示,从 1998 年到 2007 年,我国国防费年平均增长 15.9%。

图 3：中国国防支出

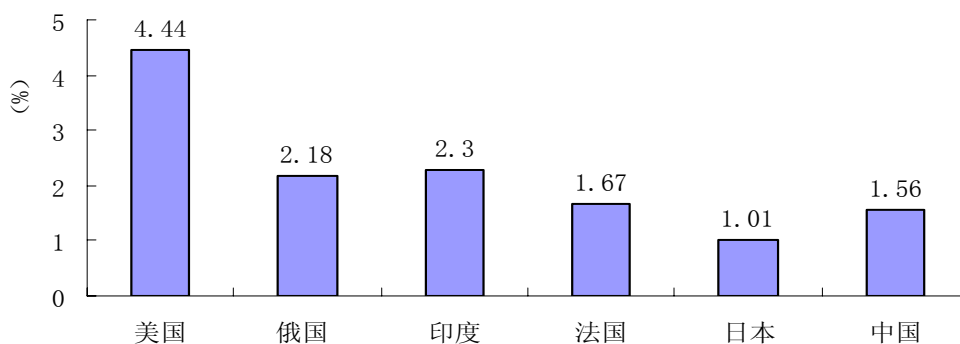


数据来源：wind 国都证券

2010 年 3 月，人大审议通过的我国国防预算增长 7.5%，增幅小于去年 14.9% 的水平，但我们认为这并不改变国防投入快速增长的趋势。首先，7.5% 的同比基数是去年的执行额，和 2009 年国防预算相比，2010 年仍同比增长 10.7%。由于去年的 4 万亿投资影响，最终军费执行额比预算高出了 3 个百分点，而往年这一数字不到 1%。其次，国防预算增速虽有下滑，但在财政中的占比不变。为控制通货膨胀，维持经济的稳定增长，政府今年财政支出的增速也大幅减缓，去年财政支出的增速是 20%，而今年是 7.5%。

此外，国防预算相对于中国 GDP 和财政支出而言属于较低水平。横向比较各国军费占 GDP 的比例，中国是大国中相当低的。

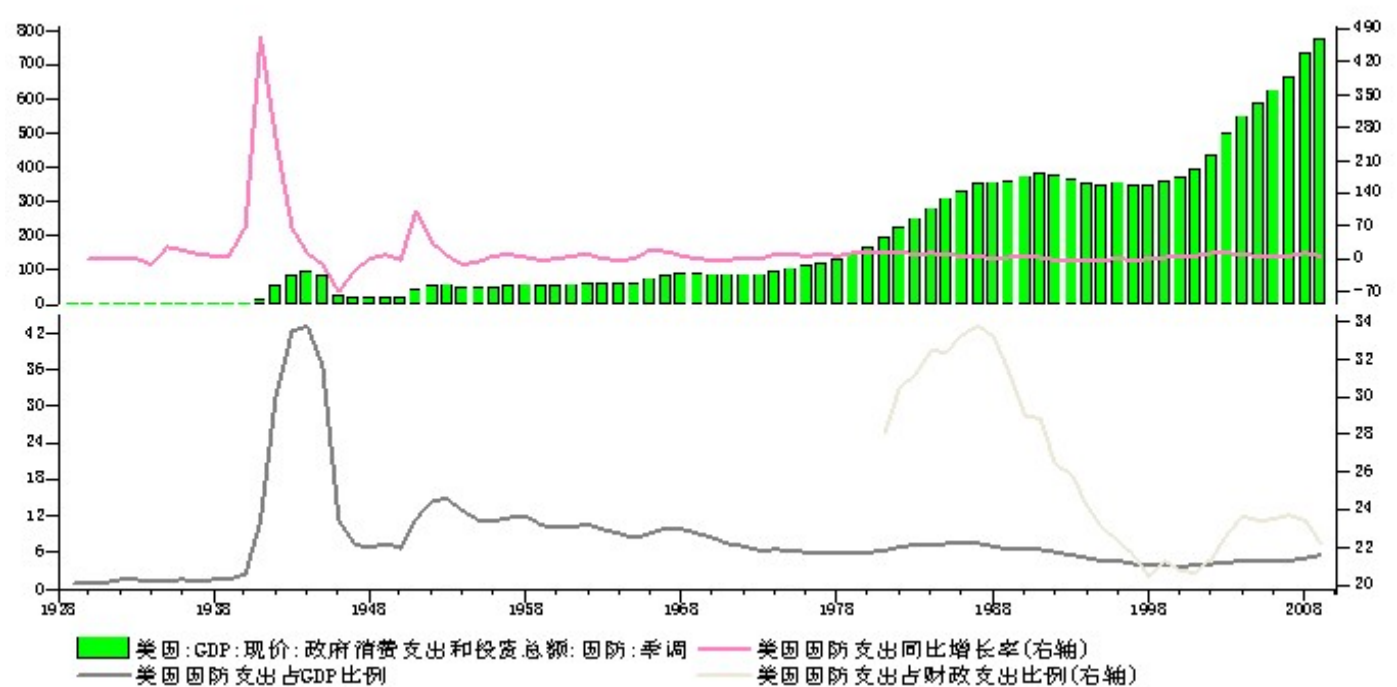
图 4：2009 年国防预算占 GDP 比例



数据来源：新华网 国都证券

中国国防预算占国民生产总值比重仅 1.4%，1989 年以来基本稳定；占当年全国财政支出预算的 6.3%，比重总体上呈下降趋势。远低于美国的 4.8%，16.6%。

图 5：美国国防支出



数据来源: wind 国都证券

从结构看，我国的国防经费主要包括人员生活费、训练维持费和装备费，这三项费用大约各占三分之一左右。装备费主要用于武器装备的科研、试验、采购、维修、运输和贮存等。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。国防支出的高速增长无疑将带动军事装备费用的增长，从而带动军工行业的大发展。

3. 资产重组带来外延式扩张机会

中国军工体系主要由 10 大集团组成，分别是：中国航空工业集团公司、中国航天科技集团公司、中国航天科工集团公司、中国兵器工业集团公司、中国兵器装备集团公司、中国船舶工业集团公司、中国船舶重工集团公司、中国核工业集团公司、中国核工业建设集团公司、中国电子科技集团公司。

表 2：10 大军工集团

10 大军工集团	归属国防工业系统	A 股上市公司（家）
中国航空工业集团公司	航空工业系统	18
中国航天科技集团公司	航天工业系统	4
中国航天科工集团公司	航天工业系统	7
中国兵器工业集团公司	兵器工业系统	5
中国兵器装备集团公司	兵器工业系统	7
中国船舶工业集团公司	船舶工业系统	3
中国船舶重工集团公司	船舶工业系统	1
中国核工业集团公司	核工业系统	1
中国核工业建设集团公司	核工业系统	0
中国电子科技集团公司	军工电子系统	3

资料来源: 公司网站 国都证券研究所整理

自从 07 年开始军工股份制改革，军工资产上市进程明显加快。2009 年 1 月，《2008 年中国的国防》白皮书显示，我国将推进军工企业战略性结构调整和专业化重组，重点扶持符合条件的优势企业整体改制上市。

与军工集团庞大的资产规模相比，目前军工行业上市公司的经营规模较小，当前整体的资产证券化率不足 20%，而且很多上市公司的资产质量欠佳。整个国防工业所拥有的资产中仍有 8 成以上未上市，包括相当大部分优质资产。

按照各大军工集团的资产整合思路，上市公司将是未来军工资产及民品业务发展的理想平台，因此未来几年大规模的军品和民品资产进入上市公司是必然趋势，这将使上市公司的基本面发生脱胎换骨的变化。在国防资产证券化的趋势下，军工资产进入上市公司的速度正在加快。

表 3：军工集团重组进程

军工集团	2009 年	2010 年
中航工业集团	完成母子公司体制建设，构建 16 大业务板块，并逐步实现整体上市	做实专业化子公司，全面推进子公司 80% 的主营业务和相关资产进入上市公司
兵器工业集团	提出按照“专业化、地域化、产研结合”的思路整合 28 个子集团	完成子集团的组建，将以第三、第四事业部的整合为先导，全面推进专业化子集团发展和资产证券化。
兵器装备集团	启动了民品业务的大整合	完成传统民品业务整合后将全面转向军工资产的整合重组
航天科工集团	完成整改，并提升了上市公司股东层级，为后续的资产证券化打下基础	围绕上市公司推进特种车、标准件、信息安全、防务等板块的重组和证券化。
航天科技集团	成立了专业化公司为推进产业化发展奠定了基础。	将从产业上下游入手，推进产业化发展

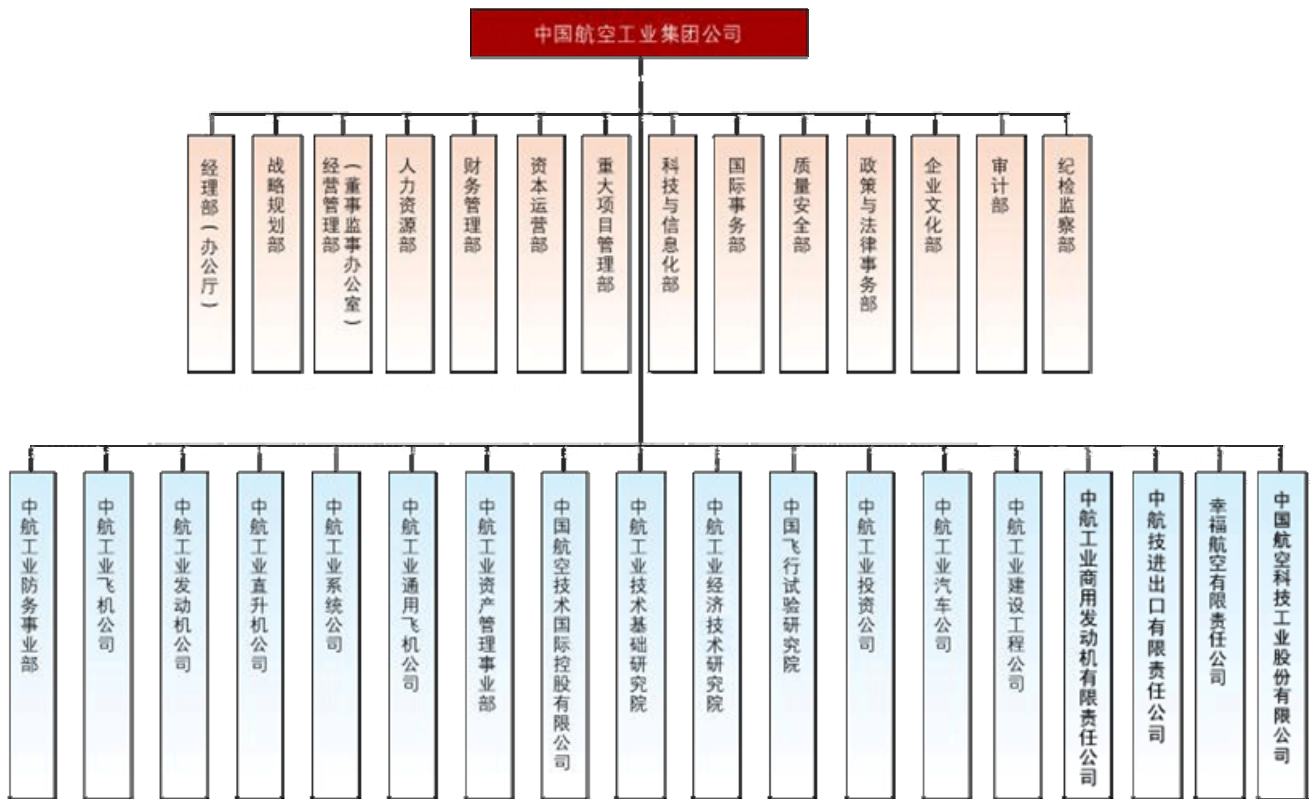
资料来源：国都证券研究所整理

近年来 10 大军工集团整合预期较为明朗的集团是中航工业集团和兵器工业集团，航天科工集团的整合也已经拉开序幕。

3.1 中航工业集团资产整合 2010 年进入高峰期

中国航空工业集团公司由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。集团公司设有防务、运输机、发动机、直升机、机载设备与系统、通用飞机、航空研究、飞行试验、贸易物流、资产管理、工程规划建设、汽车等产业板块，下辖近 200 家子公司（分公司），有 20 多家上市公司。

图 6：中航工业集团组织结构图



数据来源：公司网站 国都证券

中航工业集团的资本作在各大军工集团中走在前列。中航工业集团自 2008 年成立后就制定出规划，未来的整合方案是按业务组建相关子公司进行战略性和专业化重组。到 2011 年实现子公司 80% 的主营业务和相关资产进入上市公司，2013 年前后实现中航工业集团整体上市。目前来看，子公司证券化率离 80% 的目标还很远，2010 年将成为资产注入的攻坚阶段。

表 3：中航工业集团 6 个专业子公司证券化率

子公司	上市公司	上市公司资产规模占比	业务板块下的其他单位
中航飞机公司	西飞国际	41%	西安航空制动科技公司、中航起落架公司、陕飞、一飞院贵航集团、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
中航通用航空公司	中航重机、中航三鑫	26%	红原锻铸、安吉精铸等
中航直升机公司	贵航股份	14%	昌河航空、保定螺旋桨厂、中国直升机技术研究所
中航发动机公司	哈飞股份	22%	沈阳黎明、贵州黎阳、南方动力、东安集团、中南传动机械厂
中航系统公司	航空动力、ST 宇航、成发科技	10%	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
中航防务公司	ST 昌河、中航光电、中航精机、东安黑豹	8%	沈飞机工业集团、成飞机工业集团、洪都航空工业集团、沈阳飞机设计研究所、成都飞机设计研究所、中国空空导弹研究院、5704、5712、5722 飞机维修企业、上海航空发动机公司。

资料来源：国都证券研究所整理

中航工业集团上市公司的资产整合和整体上市，正逐渐进入由点到面的全面铺开阶段，预计这一进程在 2010 年将进入高潮。

表 4：中航工业集团 09/10 年资产注入情况：

股票简称	09/10 年资本运作项目	进度
西飞国际	拟向西飞、陕飞、中航起、西安制动增发注入航空制造类资产	2009 年董事会预案
航空动力	增发融资超过 20 个亿投入发动机批生产能力建设等项目	2010 年完成
ST 宇航	通过增发注入长航液控、贵州红林、西控公司、北京长空的航空发动机控制系统资产	完成
东安黑豹	拟向金城集团和中航投资增发购买其持有的专用汽车及其零部件制造业务资产	完成
洪都航空	拟通过增发收购收购洪都公司飞机业务及相关资产，并进行技改	获证监会批准
ST 昌河	出售汽车资产后置入上航电器、兰航机电的机载照明与控制系统资产	完成
中航光电	拟通过股权置换后成为中航科工下属控股企业	2010 年 4 月获证监会批准
贵航股份	拟通过增发注入中航标、风雷军械、天义电器等航空制造业资产	未获证监会通过
中航重机	对陕西宏远、景航炙诚、无锡卓越三家锻造企业的并购重组	完成
中航三鑫	拟向包括贵航集团在内的特定对象增发募资收购节能玻璃生产线并进行技改	完成
成发科技	拟购买的成发公司航空发动机相关零部件业务资产	董事会预案
东安动力	拟划归至新长安汽车集团，成为兵器装备集团和中航工业集团合资的汽车产业集团组成部分	通过

资料来源：国都证券研究所整理

3.2 兵器工业集团重组紧随其后

兵器工业集团成为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。兵器工业集团计划在未来 3 年多的时间内，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。兵器工业集团在光电领域的整合，是我们关注的重点。

表 5：兵器工业集团 09/10 年资产注入情况：

股票简称	09/10 年资本运作项目	进度
新华光	拟注入西光集团的防务资产，红塔创投和云南工投的云南天达光伏股权	方案未过会
中兵光电	通过融资投资于远程控制技术、光电稳瞄、场景观测平台、智能机器人等项目	进行中
长春一东	拟向吉林东光、制动器厂、一汽集团、雷岩投资等增发收购汽车零部件业务资产	董事会预案
银河动力	通过资产置换和增发置入江南机器军工制造业务，成为我国第一家弹药类军工上市公司	中止

资料来源：国都证券研究所整理

3.3 航天科工、航天科技集团重组有局部机会

航天系列重组进程较为缓慢。原因主要是：1. 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，2. 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。

目前，航天工业集团和航天科技集团还没有向航空工业那样整体资本运作的规划，但是，卫星有效载荷等项目有机会注入上市公司。此外，航天科技集团在卫星领域和电子领

域有整合的预期。航天科技集团拥有宇航系统、导弹武器系统、航天技术应用产业以及航天服务业四大类，其中宇航系统及航天技术应用是集团的主体和核心业务，下属的上市公司中国卫星和航天电子近年来资本运作，提高了资产质量和运营效率，未来这两家公司仍将分别是集团整合卫星资产和电子资产的平台，具有较大的价值提升空间。

表 6：其他集团 09/10 年资产注入情况：

集团	股票简称	09/10 年资本运作项目	进度
航天科工集团	航天长峰	拟将所持有的北京航天数控系统有限公司 95.28% 股权转让给中国航天科工防御技术研究院	进行中
	航天科技	向三院增发购买航天科工惯性技术、航天时空科技及北京航天海鹰星航机电设备公司的股权	完成实施

资料来源：国都证券研究所整理

4. 武器装备升级换代带来内涵式增长机会

我国军队发展的战略目标是在 2010 年前打下坚实基础，2020 年前后有一个较大的发展，到 21 世纪中叶基本实现建设信息化军队、打赢信息化战争的战略目标；坚持以机械化为基础，以信息化为主导，推进信息化机械化复合发展，实现军队火力、突击力、机动能力、防护能力和信息能力整体提高。目标的实现需要有相适应的武器装备体系。

表 7：我国武器装备和技术水平

股票简称	09/10 年资本运作项目
战略武器	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
常规武器	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
关键技术	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

资料来源：国都证券研究所整理

我国武器装备目前已经基本形成了以第三代武器装备为骨干、以第二代武器装备为主体的装备体系，但我国武器装备的总体水平与世界发达国家相比还有较大的差距，还不能完全适应维护国家安全统一、更好地履行国际义务的需要。表现在：新装备比例明显偏低，老旧装备规模还很大。武器装备目前处于技术提升和推陈出新的阶段，武器装备更新和提升需求又给军工行业的军品业务带来了内涵式高速增长的机会。

武器装备的提升还是要依靠军工企业的支撑，由于我国军工企业尚处于成长初期，武器装备技术升级也正是支撑军品业务增长的动力。此外，目前国家出台国防动员法草案，企业事业单位参与重要国防产品研发等将享受补贴或者其他政策优惠，研究、开发阶段提到了享受补贴的范围内，这对推进新军品的研发、创新有利。

看好有武器升级和信息化装备业务方向的相关公司。看好产品方向为我国装备需求发展方向的公司如航空动力、哈飞股份、洪都航空等总装；以及关键部件总装业务公司，受益于装备升级的配套业务的公司有：中航电子、ST 宇航、中航重机、中兵光电、航天电子等；以及有新军品研制的公司：航空动力、哈飞股份、西飞国际、洪都航空、中兵光电等。

表 8：有新军品研制的公司

主要上市公司	重要的新军品题材
洪都航空	L15高级教练机
哈飞股份	Z15直升机、大型飞机复合材料结构等
航空动力	第三代发动机、大型运输机发动机等
西飞国际	大型军民用运输机
中兵光电	制导炸弹及其他新型弹药、稳瞄吊舱等
中国卫星	北斗二代导航终端、授时系统等
四创电子	军用航管雷达
贵航股份	配套军用航空标准件
中航重机	配套军用航空锻铸件等
中航光电	配套军用航空光电连接器
ST宇航	配套军用航空发动机控制系统

资料来源：国都证券研究所整理

5. 军工板块持续是市场热点

整体来看，10 年 1 季度基金明显增持了军工板块公司股票。以基金重仓股为样本，从绝对持股数和重仓持股基金数来看，军工板块热度增加。

资产整合预期强烈的哈飞股份重新进入基金公司的配置范围，有 1 家持有，配置股份占流通股本的比例为 9%。中国卫星作为国内卫星应用产业的践行者，一季度继续受到基金增持，有 4 家基金增持，增持股份 2015 万股，合计持有股份占流通股本的 13.49%，环比增加 12 个百分点。航天电子、贵航股份、中航重机、成发科技也同样收到基金的增持。

表 9：军工板块基金重仓股 2010 年一季度和 2009 年 4 季报比较

增减持 情况	股票名称	2010 年 1 季度			2009 年 4 季度		
		占流通 A 股比例 %	持股数 (万股)	持有该股基金 数	占流通 A 股比例 %	持股数 (万股)	持有该股基金 数
新增	哈飞股份	9	1516	1	0	0	0
	中国卫星	13.49	2315	5	1.75	300	1
	航天电子	0.74	447	3	0.41	250	1
增持	中航重机	6.56	1637	5	17.18	1541	3
	成发科技	6.32	454	2	5.07	364	1
	贵航股份	1.05	148	2	0.95	134	2
	洪都股份	3.08	1087	5	3.24	1144	4
减持	航空动力	3.6	527	3	4.25	623	5

资料来源：基金年报、季报 国都证券研究所整理

6. 行业投资策略和重点公司

6.1 投资策略

军工板块增长确定、和宏观经济周期关系较小。从历史行情走势来看，军工板块走势一直强于大盘，尤其是在大盘上涨阶段，军工板块的涨幅更是显著高于大盘的涨幅，而在大盘下跌的过程中，军工板块也表现出了较好的抗跌性。

一段时间内，市场难有大的整体大幅持续上涨行情，但在国内外经济形势总体向好的大预期下，中短期内大盘多会呈震荡格局，在这一大环境中，以资产注入为投资主线的军工板块更具备投资优势，将会是 2010 年全年的投资热点，给予军工行业“推荐 A”的投资评级。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，我国的武器装备处于技术提升和推陈出新的阶段。

建议从资产注入进展情况和预期是否明确,是否受益于武器装备升级换代 2 个角度选择个股。资产注入仍是关注重点。已经展开资产注入的上市公司中,进展越顺利迅速的公司,而没有展开的公司中,预期越明确的公司,将成为市场追逐的热点。推荐哈飞股份、航空动力、中航重机、中国卫星等。

表 10: 军工行业上市公司重要指标一览 (2010-5-10)

证券代码	证券简称	前收 盘价	总市值 (亿)	EPS2009	EPS2010E	EPS2011E	PE2009	PE2010E	PE2011E	PB
600038.SH	哈飞股份	22.5	80.32	0.32	0.33	0.34	71.43	69.10	65.94	5.98
600072.SH	中船股份	14.7	55.78	0.22	0.24	0.24	66.40	61.61	61.79	4.07
600118.SH	中国卫星	16.16	116.34	0.60	0.34	0.42	27.14	46.96	38.52	7.12
600150.SH	中国船舶	65.16	465.31	5.00	3.96	3.86	13.04	16.47	16.89	3.19
600184.SH	新华光	22.51	23.87	0.10	0.54	0.70	221.56	41.61	32.16	6.68
600271.SH	航天信息	17.67	161.50	0.71	0.85	1.00	24.99	20.71	17.72	4.44
600316.SH	洪都航空	34.48	118.43	0.45	0.56	0.73	76.57	61.57	47.23	5.97
600343.SH	航天动力	18.49	32.54	0.08	0.16	0.18	223.04	112.61	101.43	6.61
600391.SH	成发科技	25.34	29.95	0.68	0.45	0.59	37.38	56.78	42.86	5.32
600435.SH	中兵光电	13.15	100.98	0.40	0.30	0.33	32.91	44.49	39.60	5.03
600495.SH	晋西车轴	16.06	27.03	0.46	0.48	0.77	35.17	33.67	20.99	2.01
600523.SH	贵航股份	21.31	59.00	0.59	0.77	0.90	35.90	27.78	23.68	4.25
600677.SH	航天通信	9.58	31.48	0.06	1.00	0.34	173.55	9.54	28.41	4.02
600685.SH	广船国际	22.14	116.89	1.22	1.15	1.20	18.19	19.27	18.41	3.52
600765.SH	中航重机	24.3	123.86	0.47	0.65	0.79	51.29	37.43	30.80	4.90
600850.SH	华东电脑	21.09	33.90	0.04	0.06	0.11	600.85	360.51	200.48	13.53
600879.SH	航天电子	13.53	112.00	0.31	0.31	0.38	44.29	43.57	35.96	3.69
600893.SH	航空动力	29	152.65	0.29	0.41	0.54	100.62	70.27	53.38	4.17
600967.SH	北方创业	12.5	21.52	0.29	0.33	0.38	43.55	37.66	33.01	2.39
600990.SH	四创电子	33.03	40.03	0.51	0.41	0.49	64.74	81.17	67.38	11.64
000727.SZ	华东科技	9.95	33.22	(0.03)	0.13	0.27	(325.16)	75.21	37.27	7.28
000768.SZ	西飞国际	12.09	301.77	0.10	0.17	0.19	121.75	71.58	62.48	3.31
000777.SZ	中核科技	21.86	41.49	0.21	0.34	0.52	102.48	63.90	42.37	7.21
000901.SZ	航天科技	15.39	34.33	0.23	0.30	0.33	65.80	51.01	47.11	5.41
002013.SZ	中航精机	13.57	23.81	0.27	0.24	0.27	50.52	56.59	50.84	5.42
002025.SZ	航天电器	12.15	40.26	0.36	0.43	0.54	33.42	27.94	22.53	3.28
002179.SZ	中航光电	20.31	53.04	0.55	0.54	0.66	37.08	37.76	30.81	4.87
002190.SZ	成飞集成	17.6	22.12	0.30	0.40	0.47	58.34	43.97	37.45	4.22
002246.SZ	北化股份	13.47	26.12	0.12	0.20	0.22	112.06	69.04	62.02	4.40
002265.SZ	西仪股份	10.35	27.12	0.06	0.08	0.11	172.50	133.55	96.46	5.04

资料来源: wind 国都证券研究所整理

6.2 重点公司

6.2.1 中航重机: 重组预期+锻造、液压、新能源 3 大业务增长点

公司是中航工业集团中航通用公司旗下军民用关键基础件、重机系统集成、新能源投资整合的平台。07 年增发收购使公司业务范围由单一的液压业务拓展为锻造、液压、散热器、燃气轮机、新能源投资等五大业务。

2009 年 12 月底完成了对陕西宏远、景航炙诚、无锡卓越三家锻造企业的并购重组。将增强公司的锻造业务生产能力,扩大锻造业务市场份额,提高锻造业务盈利能力,增强核心竞争力。

液压业务有重组预期。公司将加大对集团内外相关液压资源的的并购整合,整合一批重点液压企业,尽快形成完整的液压产业链,推动液压产业向系统集成化方向发展,强势打造一个液压产业平台。

公司参股惠腾风电设备公司 20%的股权，惠腾风电主要开发、制造系列化的风力发电机组风轮叶片及风力发电机组相关的各种复合材料产品，是我国种类最全、产能最大的专业化风轮叶片制造商，已经报证监会上市，未来能够很大程度增大中航重机业绩。

6.2.2 哈飞股份：面临直升机高成长和资产整合双重机遇

公司主要产品为 Z9 系列直升机、Y12 轻型多用途飞机、H425 型直升机、HC120 直升机、EC120 直升机机体，航空产品复合材料制造、转包生产国外大部件等。

资产注入预期。公司是中航工业集团中航直升机公司旗下唯一的上市公司，根据中航工业直升机公司“三年改革建基业”规划，2009 年整合直升机产业资源，2010 年进行深层次专业化整合，实施资本化运作，实现整体上市。直升机板块资产相对简单，拥有中国直升机设计研究所、哈尔滨飞机工业集团、昌河飞机工业集团和保定螺旋桨厂等直升机资产。哈飞股份公司作为直升机板块唯一的上市公司，整合昌河直升机设计所和昌河飞机工业集团直升机资产的预期最为明确，我们预计在运输机和机载系统板块整合完成后，直升机板块的整合将很快提上日程。

目前我国军用直升机保有量为 400 架左右、民用直升机保有量不足 200 架，同 2010 年 2000 架直升机需求相比，存在巨大的缺口，低空领域的严格管制是限制直升机行业发展的主要因素。目前低空领域开放飞行已在陕西率先试行，预计随着低空领域的逐步放开，我国民用直升机的需求将呈现爆发式增长。

航空复合材料制造中心未来前景看好。哈飞空客复合材料制造中心由哈飞集团公司、哈飞股份和空客共同出资成立。主要为空客提供产品，目前空客飞机出货量已成为全球第一。大飞机机体结构的 30%至 40%将采用复合材料。哈飞凭借在复合材料研发方面的优势，与西飞、沈飞、成飞、陕飞并肩成为“大飞机”五大主制造商之一。复合材料中心未来前景看好。

6.2.3 航空动力：航空发动机平台

公司作为航空发动机制造的龙头公司，也是中航工业承诺的航空发动机主机制造的唯一资产整合平台，主要产品是航空发动机及其衍生产品、航空发动机零部件外贸转包产品、非航空产品制造业务。

资产注入预期。公司重组上市时，中航工业承诺其为航空发动机主机制造的唯一资产整合平台。目前在公司外的隶属于中航发动机整机业务的公司主要有沈阳黎明、贵州黎阳和南方航空动力机械，该部分的资产大概为公司资产的 2-3 倍，按照中航集团资产整合的时间表，预计 2010 年-2011 年将进入资产整合的实施阶段。

国内民机制造业为未来发展提供巨大空间。作为国内航空发动机核心发展平台，公司必将成为国产大飞机项目中受益最大的上市公司之一。而除了大客之外，大运、通用飞机等也为公司相关业务发展提供了广阔的市场空间。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。我国航空发动机未来的增量主要体现在我国第三代飞机的装备上。我国第三代飞机的发动机目前主要还是以前期进口发动机为主，国产发动机替代进口发动机是必然趋势。

非航空产品成为公司一个新的增长点。2009 年公司制定了《非航空产品发展纲要》，

确定了非航空产品在公司发展中的战略地位。公司长期以来在新能源领域的技术及资金的投入，为促进公司非航空民品快速发展奠定了坚实的基础，2009 年末，公司研制的首台斯特林太阳能发动机，机械性能试车一次成功，预计 10 年将会批量生产。

6.2.4 中国卫星：卫星应用业务增长前景广阔

公司是航天科技集团下以小卫星研制和卫星应用为主要业务的高垄断性航天核心资产，随着产业链延伸，正在构建由小卫星研制、地面基础设备制造和卫星运营服务组成的完善卫星产业链。

北斗二代导航系统的建立对公司业绩增长将产生重大影响。北斗二代导航系统的建立对公司业绩增长将产生重大影响，中国卫星应用产业尤其是军用和特定行业用户需求将在 2011 年爆发。根据我国北斗发射计划，2012 年我国将实现亚太区域组网，初步形成自主导航体系。按照行业惯例，一般地面设备的需求爆发期在组网完成之前一年，也就是说基于北斗二代的需求将在 2011 年开始进入到爆发期。作为卫星应用产业的国家队，中国卫星将直接受益。北斗二代的技术升级以及行业需求升级主要体现在卫星导航、授时等方面。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
陈薇	衍生产品	chenwei@guodu.com	苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com