

路永光

执业证书编号: S0730209060093

021-50588666-8030

luyg@ccnew.com

航空航天迎来战略机遇期

——军工行业 2010 年下半年投资策略

研究报告-行业策略

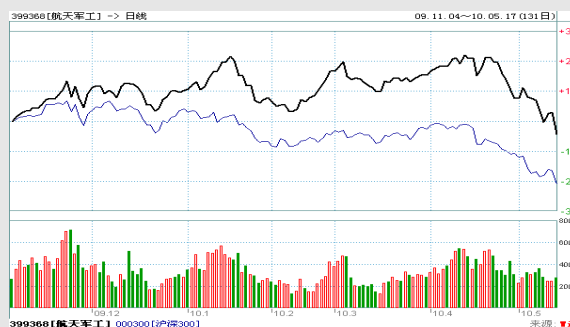
强于大市（维持）

发布日期: 2010 年 6 月 3 日

盈利预测和投资评级

股票简称	10EPS	11EPS	10PE	评级
贵航股份	0.76	0.91	23.0	增持
中航重机	0.43	0.52	27.2	增持
中国卫星	0.35	0.43	40.6	增持
航天电子	0.31	0.40	37.3	增持
航空动力	0.41	0.56	58.9	增持

军工行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20090641 国庆临近看军工: 行业或无惊喜、个股精彩纷呈
..... 09 年 6 月 11 日

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

航空航天业是我国的战略性新兴产业, 具有高度的政治、经济和科技意义; 我国核心航空产品与国外差距较大, 在国家大力发展的决心下, 将迈入战略机遇期, 发展空间广阔; 航空航天三大集团市场化改革不断深入, 上市公司并购重组的外延扩张将迎来新高潮。

投资要点:

- **航空航天业是我国的战略性新兴产业。**航空航天业事关我国国家安全, 新形势下也是我国经济转型和结构调整的重要推动力量, 它的高科技含量对拉动经济发展和推动科技进步意义非凡。
- **国家决心推动航空工业迎来战略发展机遇期。**我国在航空发动机、大飞机等方面与发达国家差距巨大。随着国家相关项目的实施、政策大力支持以及我国基础工业力量的增强, 航空工业大发展的战略机遇期来临。
- **下游需求向好, 未来空间广阔。**我国民航运输业仍处在快速发展期, 未来对飞机的需求巨大; 以第三代战机、新一代运载火箭、精确制导导弹等代表的先进军品需求旺盛。
- **集团资本化运作孕育投资机会。**航空航天上市公司都归属于中航集团、航天科技和航天科工三大集团, 上市公司的资产规模占集团整体比例不到 20%, 三大军工集团资产证券化运作进入关键时期。
- **投资策略。**选择基本面良好, 估值相对不高, 主导产品在集团地位高, 整合预期明确和发展前景广阔的个股; 在投资时机上, 结合事件驱动与估值安全相结合的操作思路。
- **重点上市公司。**中航重机 (600765): 中航工业基础装备和新能源投资平台; 航空动力 (600893): 期待工业之花的璀璨绽放; 贵航股份 (600523): 航空、汽车双轮驱动; 航天电子 (600879): 募投项目逐步达产带来新增长
- **风险提示。**行业主要风险是军品订货时机有波动、集团资产整合不确定以及相对较高的估值。

目录

1、 航空航天 - 战略性新兴产业迈入关键发展期.....	4
1.1 战略产业和科技专项的摇篮.....	4
1.2 二十一世纪是空天的世纪.....	4
1.3 我国正进入航空航天业快速发展的关键时期.....	4
2、 整体装备落后、提升空间巨大.....	5
2.1 我国军费投入相对不足.....	5
2.2 航空航天业与国外差距较大.....	6
2.3 未来发展空间广阔.....	7
2.3.1 航空市场需求潜力巨大.....	7
2.3.2 全球航天发展良好，我国进入快速发展期.....	9
3、集团资本化运作进入关键期.....	11
4、 军工集团介绍.....	11
4.1 中国航空工业集团介绍.....	11
4.2 中国航天科技集团和中国航天科工集团介绍.....	13
5、 军工行业投资策略.....	16
5.1 投资品种选择.....	16
5.2 估值及风险.....	16
6、 重点公司股份解禁时间及解禁比例.....	18
7、 风险提示.....	18
8、 重点上市公司.....	18

图表目录

图表 1: 我国主要制造业发展阶段	5
图表 2: 中国国防费支出占 GDP 和财政支出的比例	6
图表 3: 各国国防费支出占 GDP 和财政支出比例	6
图表 4: 国际航空发动机市场结构	6
图表 5: 我国太行发动机与美国类似型号比较	6
图表 6: 我国主要航空航天产品与美国比较	7
图表 7: 我国民航客运周转量及增速	8
图表 8: 我国民航货运周转量及增速	8
图表 9: 空客预测未来 20 年我国各类飞机需求量	8
图表 10: 各国人均直升机拥有量	9
图表 11: 全球卫星产业收入及增速	10
图表 12: 全球卫星产业结构变化	10
图表 13: 我国卫星发射数量	10
图表 14: 航空航天上市公司占集团比例	11
图表 15: 中航工业主要业务板块及对应上市公司	12
图表 16: 中航工业主要上市公司收入及增速	12
图表 17: 中航主要上市公司利润及增速	13
图表 18: 中航主要上市公司分季度收入	13
图表 19: 中航主要上市公司分季度利润	13
图表 20: 航天科技集团主要业务板块及对应上市公司	14
图表 21: 航天科工集团主要上市公司及对应板块	14
图表 22: 航天类上市公司收入及增速	15
图表 23: 航天类上市公司利润及增速	15
图表 24: 航天类上市公司分季度收入	15
图表 25: 航天类上市公司分季度利润	16
图表 26: 航空航天和 A 股市场历史 PE 比较	16
图表 27: 航空航天和 A 股市场历史 PB 比较	17
图表 28: 国际重点军工企业估值表	17
图表 29: 重点公司估值表	17
图表 30: 重点公司股份解禁时间及解禁比例	17

1. 航空航天－战略性产业迈入关键发展期

1.1 战略产业和科技专项的摇篮

在全球经济发展充满波动、国家不断强化经济结构调整的背景下，选择符合政策指引、顺应历史发展方向、成长确定性高、未来空间广阔的行业成为我们关注的重点，军工行业中的航空航天成为我们的首选。

航空航天业是我国的战略性产业，涉及科技专项最多。国家《高技术产业发展十一五规划》明确定位航空航天业作为重点发展产业，目前包括航空航天、信息、生物医药和生物育种、新材料、新能源、海洋、节能环保和新能源汽车等产业是我国重点发展的战略性新兴产业。国家《中长期科技发展规划纲要》提出 16 个重大专项，有 3 个涉及航空航天产业，分别是大飞机（包括发动机）、高分辨率对地观测系统、载人航天与探月工程，是涉及科技专项最多的行业之一。

作为战略性产业的航空航天业关系国家安全，具有高度的政治和军事意义，为了维护国家安全和政治需要，世界上许多国家把航空工业定义为战略性新兴产业，不遗余力进行发展。

航空航天产业经济意义同样重要，航空航天产业链长，技术先进性突出，对国民经济的带动性明显，也是人类实现梦想，跨出地球，步入太空的必然途径。日本曾作过一次 500 余项技术扩散案例分析，发现 60% 的技术源于航空工业，按产品单位重量创造的价值计算，如船舶为 1，汽车为 9，彩电为 50，计算机为 300，喷气客机为 800，航空发动机为 1400。航空航天业在更高程度上体现了一个国家科技和综合国力的总体水平。

1.2 21 世纪是空天的世纪

“谁控制了海洋，谁就控制了陆地；谁控制了天空，谁就控制了海洋；谁控制了太空，谁也就控制了地球”。

从人类军事发展的轨迹看，航空航天力量越来越具有决定性的作用。美军目前 90% 的军事通信、100% 的导航定位、100% 的气象信息和将近 90% 的战略情报均来自于其部署在太空的军事资源，空间优势是美国最大的军事优势之一，从不断报道的新闻事件中，从美国参与的局部地区冲突中，都可以看出美国空军和在航天领域的突出优势。21 世纪是空天的世纪，空天领域日益成为新的战略制高点和科技前沿，也成为拉动经济增长的重要推动力量之一。

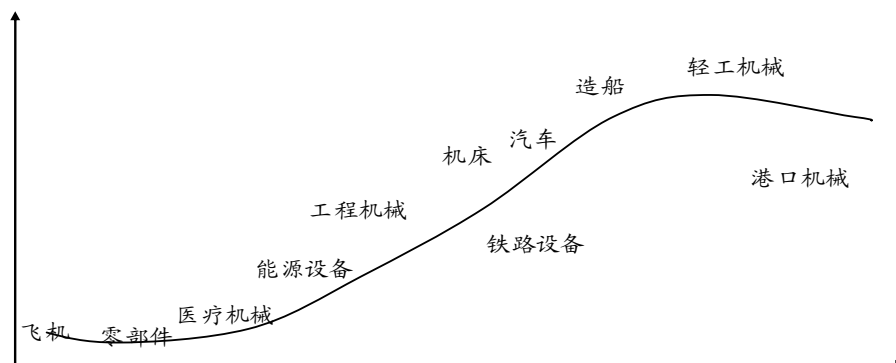
1.3 我国正进入航空航天业快速发展的关键时期

我国已经成为全球制造业大国，从我国制造业发展的路径看，从最早的彩电、冰箱到 09 年的汽车、机床等不断成为世界第一，普通产品规模越来越大，并开始显现产能过剩，竞争不断加剧的态势。

我国的航空航天业从规模上讲已经成为仅次于美国、俄罗斯的大国，但产品结构和先进程度与国外差距巨大，先进性高的新产品供给严重不足，核

心能力欠缺。由于西方对我国军工装备等高技术出口的限制，航空航天走汽车和家电引进发展的道路基本不现实，中国必须靠自己的力量发展，加大航空航天产业上的投入。

图表 1: 我国主要制造业发展阶段



资料来源：中原证券研究所

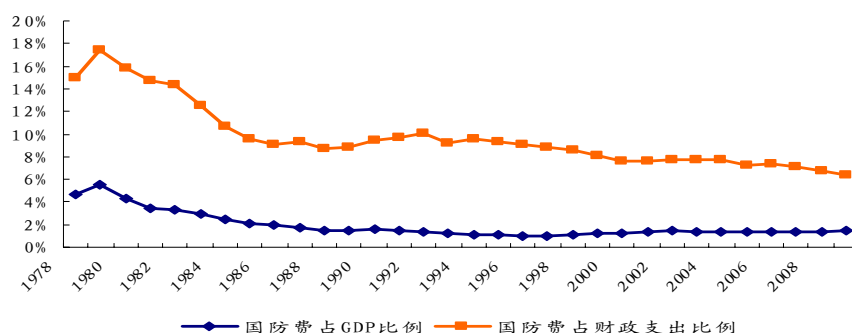
我国在07年确定发展大飞机项目，并陆续发展自己的载人航天、探月工程等项目，在政府的巨大决心和不断投入下，我们认为中国航空航天业高速发展的时代正在到来，通过发展大飞机（发动机）、第三代、四代战机、直升机、北斗导航卫星、载人航天、探月工程等重大项目，我国航空航天业将成为引领中国下一阶段发展的核心产业和我国经济发展的支柱产业之一。

2. 整体装备落后，提升空间巨大

2.1 我国军费投入相对不足

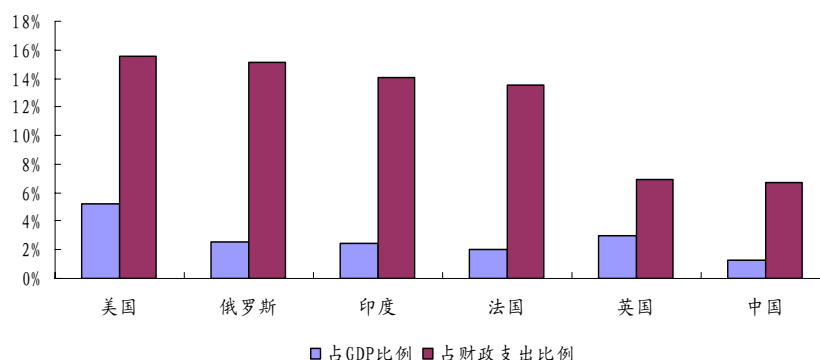
与我国经济相比，我国军工发展明显滞后，这与我国坚持防御性的国防政策密切相关，根据 2008 国防白皮书，我国奉行防御性的国防政策，坚持经济建设和国防建设协调发展的方针，随着我国经济的发展，我国军工行业也取得了较大的进步，但我国军工行业特别是航空工业与我国地位相比仍有较大的差距，由于长期投入不足，在世界范围新军事变革不断深化的进程中，我国与发达国家在军事领域中很多差距进一步拉大了。

图表 2: 中国国防费支出占 GDP 和财政支出比例



资料来源：2008 中国国防白皮书

图表 3: 各国国防费支出占 GDP 和财政支出比例



资料来源: 2008 中国国防白皮书

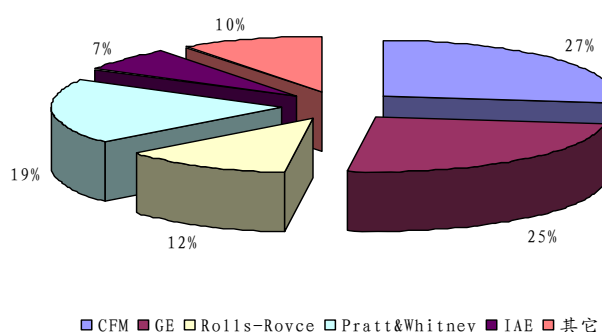
过去30年我国国防费支出呈增长态势,但从国防支出占GDP和财政支出比例看一直呈降低态势,与主要大国相比,比例严重偏低。2010年世界主要军事大国军费开支有增无减,其中美国国防预算为6800亿美元,增长9.5%;俄罗斯430亿美元,增长3.4%,俄军费开支部分的44.8%用于采购新装备。我国2010年国防预算仅为5321亿元,增长7.5%。

2.2 航空航天业与国外差距较大

我国航空航天业规模偏小。2008 年中航集团和航天科技、航天科工三家公司合计收入为 2865 亿元,而洛克希德马丁军品收入达 395 亿美元,英国 BAE 系统公司 327 亿美元、波音军品为 311 亿美元,一家公司即接近我国航空航天业总收入的水平。

核心军品欠缺,以航空发动机这个工业之花为例,CFM(GE 和法国 SNECMA 合资)、美国 GE、Pratt&Whitney,英国罗罗公司和国际航空发动机公司 IAE 五家公司占据了全球航空发动机 90% 的市场份额。在大飞机用发动机上,我国还是空白,我国国产大飞机 C919 首批发动机已确定采用 CFM 公司的发动机,09 年底签署首批 50 亿美元的订单。

图表 4: 国际航空发动机市场结构



资料来源: 中原证券研究所

在军用发动机方面,我国最先进的太行发动机与国外同级别的发动机装

备部队时间相比晚了 20 年，且现在仍不能大规模装备。战斗机整体装备水平仍是机械式操作的二代喷气式飞机为主，而配有先进火控和远程雷达，能够全天候作战的电传操作三代机数量不足，隐身性较佳的四代战机则还在研制中。在系统工程方面与国外差距更大，我们在侦察，轰炸，对地攻击，电子战，预警，联合指挥等多个方面和美国、俄罗斯相比都有不小的距离。

图表 5：我国太行发动机与美国同型号比较

发动机	国内	国外
发动机型号	太行	美国 F110
配套机型	歼 10/11	F15/F16
开始服役	2006	1987
维护时间	3000 小时	可达 15000
推质比	7.5	7.57
涡轮前温度 (K)	1747	1750
全加力推力 (dN)	13200	13227

资料来源：中原证券研究所

图表 6：我国主要航空航天产品与美国比较

装备品种	我国状况	美国状况
战斗机	以二代战机为主，少量三代战机，发动机仍是瓶颈，雷达等落后	以三代机为主，部分四代；先进的信息处理系统和武器控制系统
运输机	100 多架，以中轻型的运 7、运 8 和运 12 为主，伊尔 76 进口等	2000 多架，其中大型运输机 450 多架，C17 最大起飞重量 265 吨
战斗直升机	以中轻型为主，10 吨以上重型很少，依赖进口，1000 多架，WZ10 不成熟	直升机 5000 多架，轻中重型齐全，体系完善
导弹	部分领域处于先进水平，制导精度落后	综合导弹防御体系，精确制导程度高
火箭卫星	火箭可靠性较高，但大吨位能力不够；卫星体系尚不完善，应用落后	已发展新型运载火箭，大直径、大运载能力；GPS 系统成熟，精度高

资料来源：中原证券研究所

2.3 未来发展空间广阔

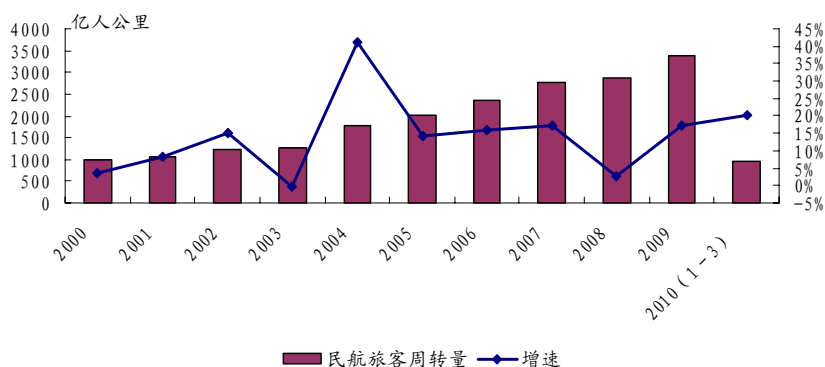
军工行业整体上是军民一体、军民结合的，我国军工行业发展也提出寓军于民的发展思路。从军民两个市场看，我国航空航天业目前都面临着良好的发展机遇。

2.3.1 航空市场需求潜力巨大

民航是增速最快的运输业。随着我国经济的快速发展，过去十年，民航

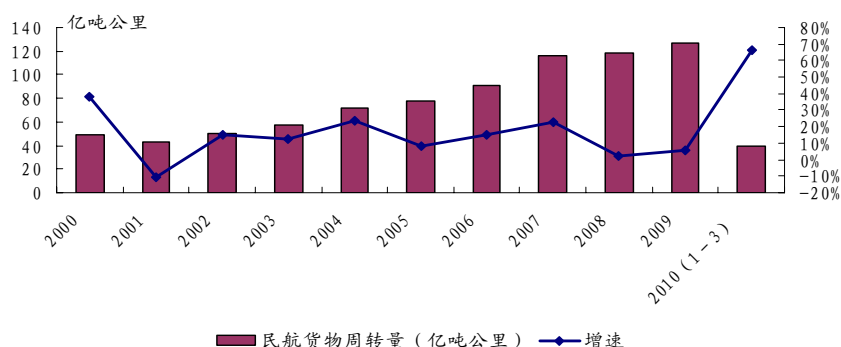
运输成为增速最快交通运输业。2000-2010 年一季度民航运输旅客周转量年平均增速为 14.05%，而同期铁路、公路、水运增速分别为 6.32%、8.29%、-3.30%；同期全社会货运周转量平均增速为 10.85%，而民航货运周转量增速为 17.98%，都快于公路、铁路、水运方式的增速。

图表 7：我国民航客运周转量及增速



资料来源：wind

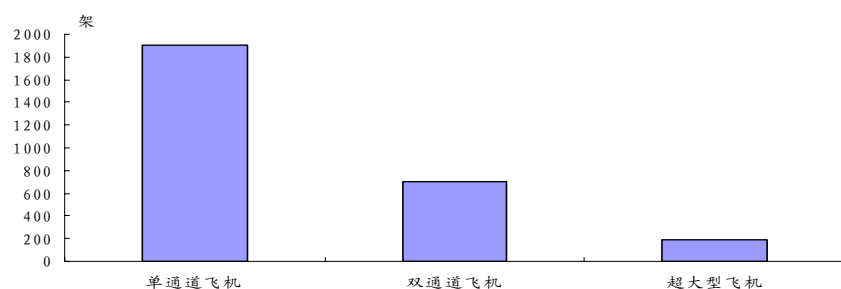
图表 8：我国民航货运周转量及增速



资料来源：wind

波音公司预测中国航空业未来二十年需求新飞机将超过3777架,规模达到3900亿美元。空中客车除了对我国需求预测外,还预测亚太地区未来20年新增民用飞机(包括客机和货机)需求量将达到8000多架。

图表 9：空客预测未来 20 年我国各类飞机需求量



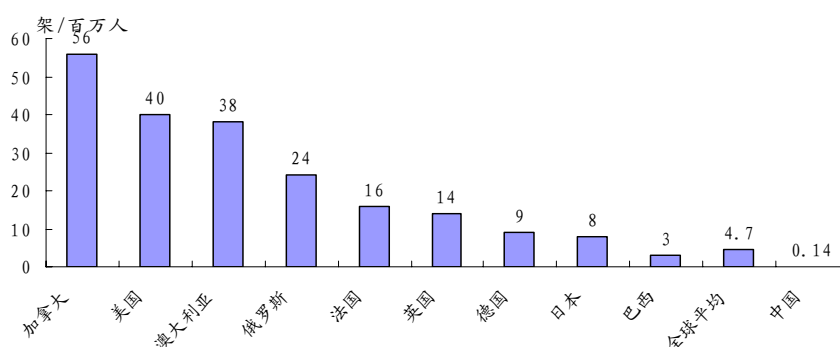
资料来源：中原证券研究所

支线飞机未来需求潜力巨大。与快速发展的民航运输相比，我国支线航空发展非常滞后，支线航空周转量占民航市场的总量只有3%左右，08年我国支线飞机仅有104架，占我国1961架民航飞机的5%，而美国和欧洲地区的支线飞机占比分别为43%和36%。

通用航空需求潜力可观。通用航空是指除军事、警务、海关缉私飞行和公共航空运输飞行以外的航空活动，包括工业、农业、林业、渔业气象探测等方面的活动。通用飞机包括直升机、活塞飞机、涡桨和喷气飞机。目前全球有34万架通用飞机，仅美国就有22.2万架，加拿大、巴西均超过1万架，而我国由于低空管制的原因，通用航空器总数仅900余架，差距非常之大。中航工业预测随着我国低空空域的开放，未来15年我国通用飞机需求量将突破1.5万架。

以直升机为例，08年我国民用直升机为141架，平均每千万人拥有1.1架，而全球每千万人拥有量为47架，差距明显。中航直升机公司预测我国2018年直升机需求量为1440架，未来20年需要3000架，潜力可观。

图表 10：各国人均直升机拥有量



资料来源：中原证券研究所

国际转包和出口转好。国际转包业务也是我国航空制造业收入的一个主要来源，目前每年全球国际转包的总价值超过280亿美元，而我国仅有6亿多美元，规模较小。2009年受金融危机影响，转包业务出现下滑，但从波音和空客目前在手订单和发展趋势看，我国参与国际转包的收入 and 市场份额也将不断提升。

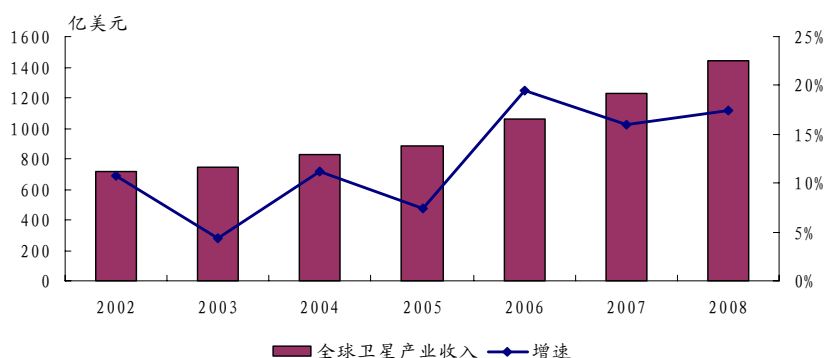
我国航空制造业国际市场占比较低，发展潜力较大，比如我们的枭龙战机，价格比同类产品便宜1/3，L-15高级教练机价格在1500-2000万美元，比国外同类产品便宜20%左右，而其训练成本明显低于同类产品，性价比突出。歼十价格也低于国际同类产品，国际竞争力明显，符合部分发展中国家的需求。

2.3.2 全球航天发展良好，我国进入快速发展期

2008年全球卫星产业收入1444亿美元，增长19%，其中卫星运营、地面设备、卫星制造和发射分别为840亿、460亿、105亿和39亿美元。2003-2008

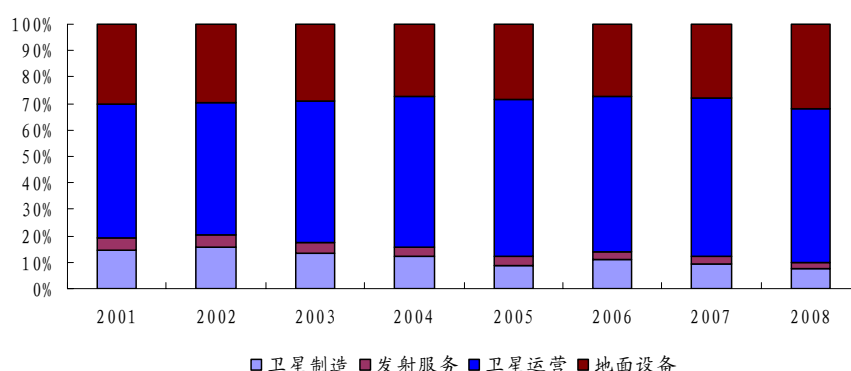
年全球卫星产业收入年均增长14%，其中卫星服务收入增长了16%，卫星发射数量下降，但由于价格上升，发射业务收入依然增长了20%，地面设备增长了34%，成为增长最快的板块。

图表 11: 全球卫星产业收入及增速



资料来源: SIA 中原证券研究所

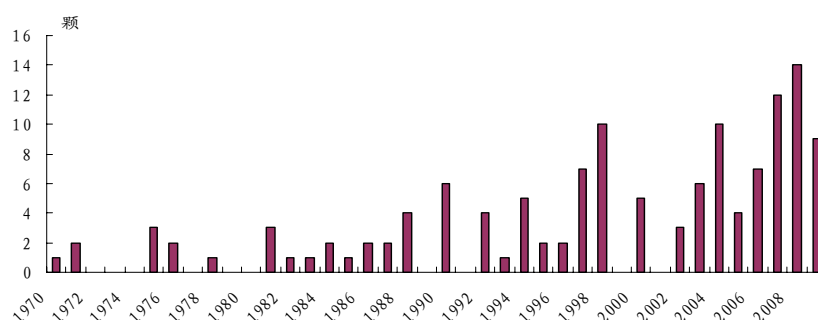
图表 12: 全球卫星产业结构变化



资料来源: SIA 中原证券研究所

中国火箭技术不断进步，目前已实现从常温到低温推进、串联到捆绑、一箭一星到一箭多星、发射卫星到发射载人飞船、发射地球卫星到发射月球卫星的跨越发展，已具备发射低地球轨道、太阳同步轨道、地球同步转移轨道等不同轨道各类有效载荷及深空探测器的能力。根据我国航天发展规划看，航天发射将进入密集期。

图表 13: 我国卫星发射数量



资料来源：中原证券研究所

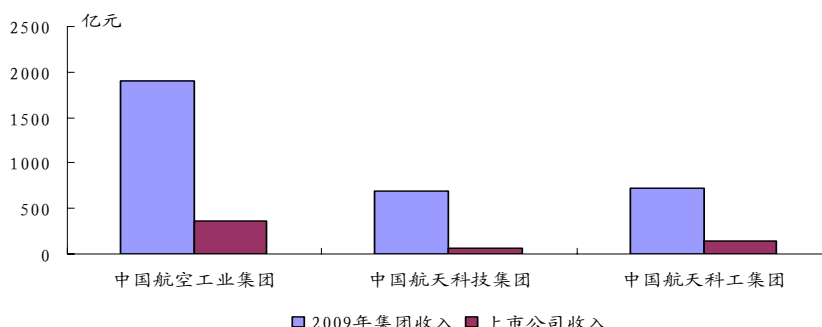
未来中国的北斗系统将建成自己的导航卫星体系，北斗计划到2012年发射10颗以上卫星，建成覆盖亚太地区的导航系统，到2020年建成包括5颗静止轨道和30颗非静止轨道组成覆盖全球的导航系统。随着该系统的发展和完善，我国卫星应用产业也将获得大发展。

中国航天国际化进程不断提速。过去20年中国已有7种型号的“长征”火箭进行了30次国际商业发射，为14个国家和地区发射商业卫星36颗并提供6次搭载服务，今年以来，中国航天又先后同老挝、玻利维亚签署卫星项目在轨交付合同与协议，中国航天同国际用户签署的卫星在轨交付项目已达6个，并实现了卫星整星出口突破。

3. 集团资本化运作进入关键期

我国航空航天上市公司分别隶属于中国航空工业集团、中国航天科技集团和中国航天科工集团三家集团公司，2009年三家公司合计实现收入3322亿元，增长16.5%，三家集团旗下A股上市公司合计收入589亿元，增长13.4%，占比17.7%。

图表 14：航空航天上市公司收入占集团比例



资料来源：wind

市场化改革和借助资本市场发展是几大军工集团确定的发展目标。目前在资本化运作方面目标最明确和推进力度最大的是中航集团，中航集团08年成立时提出用3年时间实现集团80%的业务和资产上市，按照该计划集团的资产注入和整合将在今年下半年和明年进入关键时期。航天科技集团提出2010年启动有关公司上市工作、开展资本重组；航天科工集团提出2010年成立重大资产重组项目办公室，加大公司股份制改造力度。

4. 军工集团介绍

4.1 中国航空工业集团

中国航空工业集团是我国航空工业发展的主导力量，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，员工约 40 万人。2009 年首次进入美国《财富》杂志世界 500 强企业排名第 426 位，是我国首家进入世界 500 强的军工企业。中航集团 2009 年收入 1910 亿元，增长 14%，利润 97 亿元，增长 32%。

中航集团 07-09 年收入复合增长率 13.7%，利润增速 22.2%。按中航集团规划 2017 年收入达到一万亿元，未来几年年均增速需达到 25%，发展将进入加速时期。

中航集团旗下六大核心业务板块及对应上市公司情况如下：

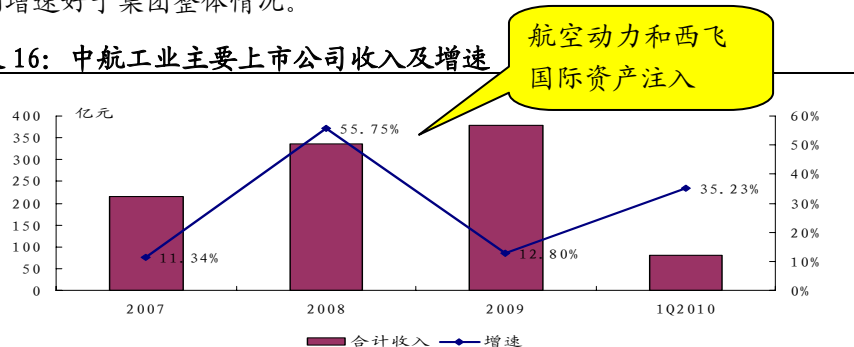
图表 15：中航工业主要业务板块及对应上市公司

板块	主要产品	下属公司	板块资产状况	上市公司
中航发动机	发动机及零部件	沈阳黎明、西航发动机集团、南方航空动力、贵州黎阳、成都发动机集团、中航商发等	资产 510 亿元、收入 200 亿元	航空动力、成发科技、st 宇航；合计收入 76 亿元，资产 148 亿
中航防务	航空武器装备，包括战斗机、教练机、无人机及导弹	沈飞集团、成飞集团、洪都、沈阳飞机设计所、成飞研究所、空空导弹研究院、长沙 5712 公司、上海航空发动机公司、天水飞机工业公司、吉林航空维修公司	资产 500 亿元，收入 300 亿元	洪都航空、成飞集成；合计收入 17 亿、资产 41 亿元
中航飞机	大型运输机及零部件	西飞集团、陕飞集团、中航起落架、西航制动、第一飞机设计院	资产 335 亿元，注册资金 120 亿元	西飞国际；收入 82 亿，资产 170 亿
通用航空	通用飞机、无人机、教练机、特种飞行器、航空机载设备、特种车辆等	贵航集团、汉中航空工业、石家庄飞机工业、特种飞行器研究所、中国民机开发公司等	资产 300 多亿，收入 130 亿	贵航股份、中航重机、中航三鑫，合计收入 63 亿，资产 108 亿
中航直升机	直升机	直升机设计研究所、哈飞集团、昌河飞机集团、保定螺旋桨厂	资产 200 亿元，收入 60 亿元	哈飞股份收入 21 亿，资产 27 亿
系统公司	飞行控制、惯性导航、雷达、光电探测、电源、液压及各类元器件	中航航空电子有限公司、西安飞行自控研究所、金城集团、宇航救生装备等	资产 434 亿，收入 270 亿，2017 年收入挑战 2000 亿元	中航光电、st 昌河、中航精机，收入 18 亿，资产 41 亿

资料来源：中原证券研究所

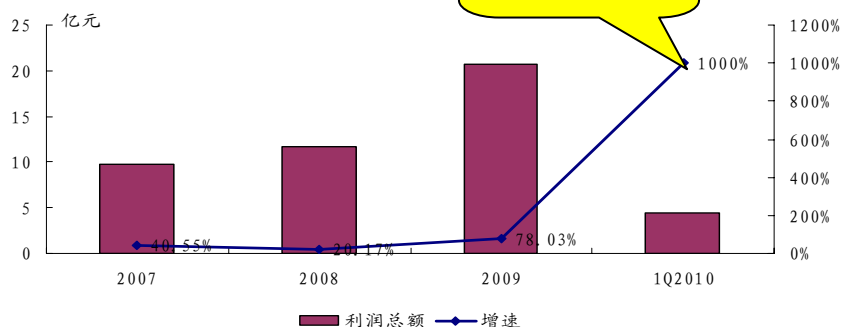
借助收购和资产注入的外延式扩张，中航集团旗下上市公司整体收入和利润增速好于集团整体情况。

图表 16：中航工业主要上市公司收入及增速



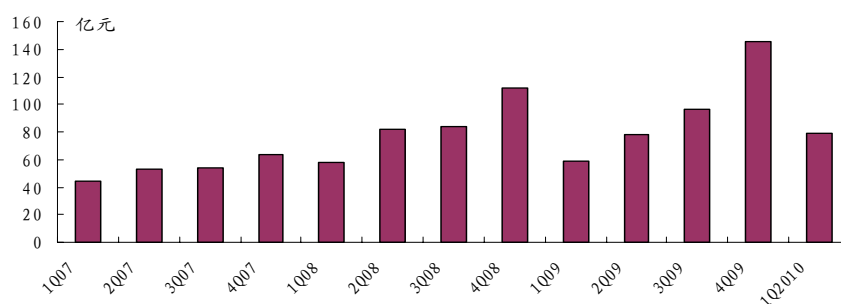
资料来源：wind

图表 17: 中航主要上市公司利润及增速



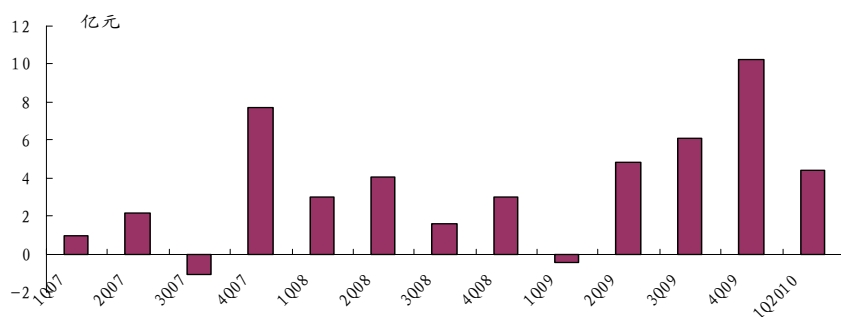
资料来源: wind

图表 18: 中航主要上市公司分季度收入



资料来源: wind

图表 19: 中航主要上市公司分季度利润



资料来源: wind

4.2 中国航天: 中国航天科技集团和中国航天科工集团

中国航天科技集团是我国主要从事运载火箭、人造卫星、载人飞船和战略、战术导弹武器系统的研究、设计、生产和发射任务的单位。拥有“神舟”、“长征”等著名品牌, 现有人员 12 万人。集团管理结构除职能处室外, 由各研究院(科研生产联合体)、专业公司构成。

图表 20: 航天科技集团主要业务板块及对应上市公司

板块	主要产品	未上市资产情况	上市公司
中国运载火箭技术研究院	长征系列运载火箭、航天技术应用及服务	下属10个研究所	航天通信 (HK)
航天动力技术研究院	固体火箭发动机	/	
中国空间技术研究院	卫星及载人航天器、卫星应用	空间飞行器总体设计、控制系统、电子系统、环境、通信、集成电路等	中国卫星
航天推进技术研究院	液体火箭发动机	/	航天动力
四川航天技术研究院	火箭武器、汽车零部件、液压支架等	/	
上海航天技术研究院	航天零部件、汽车零部件等	/	航天机电
中国航天电子技术研究院	惯性导航、遥测遥控、航天计算机及软件、微电子、机电组件	各类导航系统、计算机与集成电路、惯性器件、遥测产品等	航天电子
中国航天空气动力研究院	飞行器气动外形优化设计平台，高速船、无人机等产品	/	

资料来源：中原证券研究所

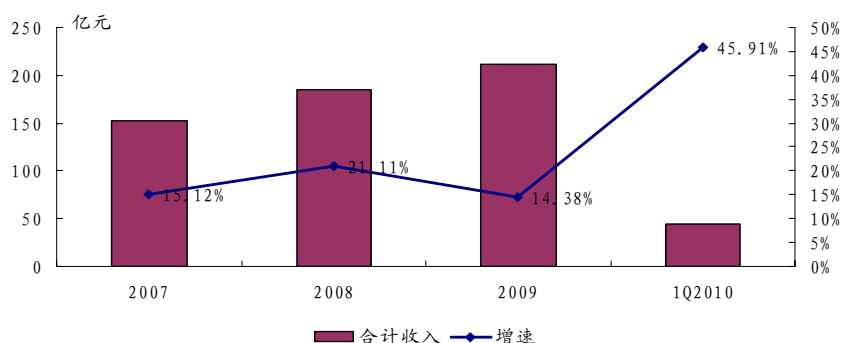
中国航天科工集团是我国主要从事防空导弹系统、飞航导弹系统、固体运载火箭及空间技术产品等技术开发和研制生产，现有人员 10 万人。中国航天科工旗下主要上市公司如下：

图表 21: 航天科工集团主要上市公司及对应业务板块

上市公司	直接大股东	主要产品	直接大股东其它产品
航天信息	航天科工集团公司	软件开发、税控机	/
航天晨光	航天科工运载技术研究院、晨光集团	特种车	地地导弹武器系统、固体运载火箭等
航天电器	贵州航天工业公司	连接器、继电器、电机	脉动换成缓冲器、卫星通信车、永磁电机、液力变速器等
航天长峰	航天科工防御研究院	医疗器械、电子信息、机床	多种飞行器和大型系统工程
航天科技	航天科工飞航技术研究院	汽车电子仪表、航天产品、环保产品	飞航导弹、雷达电子设备、红外激光设备、各种动力系统等
航天通信	航天科工集团公司	纺织机械、通信服务等	/

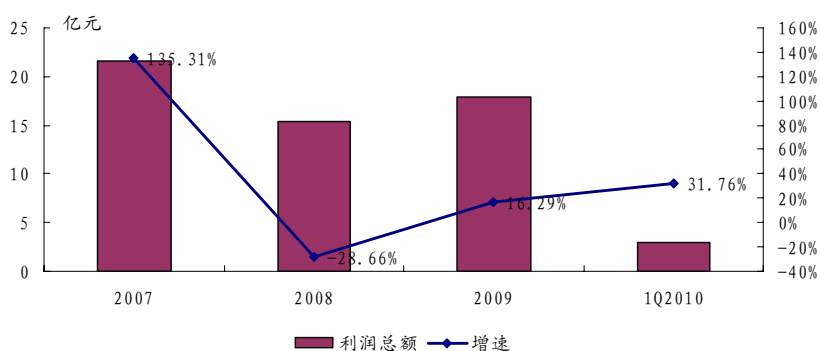
资料来源：中原证券研究所

图表 22: 航天类上市公司收入及增速



资料来源: wind

图表 23: 航天类上市公司利润及增速



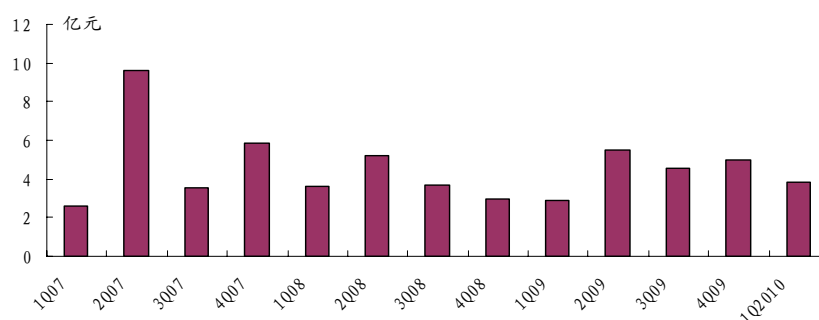
资料来源: wind

图表 24: 航天类上市公司分季度收入



资料来源: wind

图表 25: 航天类上市公司分季度利润总额



资料来源: wind

5. 军工行业投资策略

5.1 投资评级及品种选择

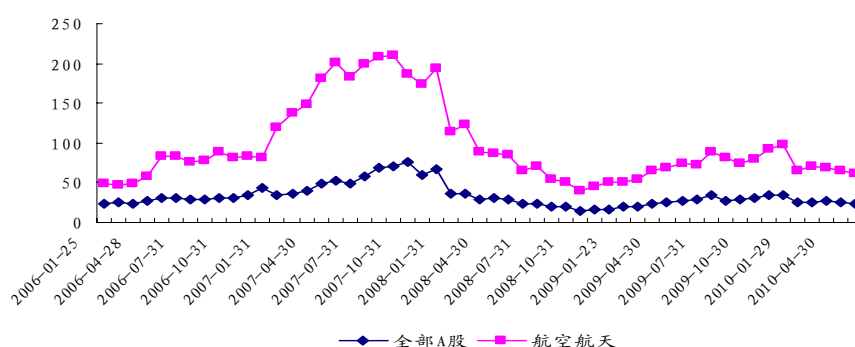
我们维持航空航天业“强于大市”的投资评级。品种选择从战略角度应关注拥有核心军工产品,未来发展空间广阔,在集团地位突出的公司。战术上要考虑公司估值水平的高低、重组的可能性的及潜在获益程度,同时结合市场走势灵活操作。目前我国军工企业逐步进入整合的关键时期,根据美国军工发展的经验看,整合阶段的军工企业普遍具有估值高,波动大的特点,把握能力较高的投资者可以获得高收益。从集团的角度看,中航工业资本化运作确定性较高,航天科技和航天科工相对滞后。

长期看我们认为航空发动机的航空动力、中航飞机的西飞国际、直升机的哈飞股份、卫星平台的中国卫星等都具有长期投资价值,短期结合估值和注入情况,我们看好中航重机、贵航股份、航天电子等。

5.2 估值与风险

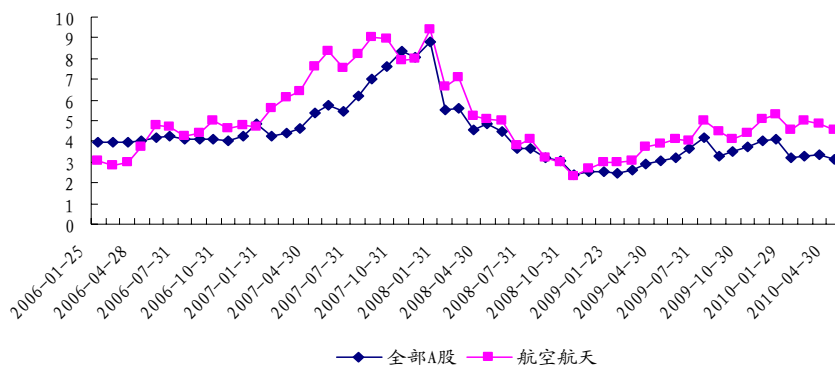
航空航天整体估值较高,但从战略角度看,高估值有其合理性,一是航空航天业正面临着跨越式大发展的机遇,二是我国军工业正处在大整合的进程中。目前航空航天板块估值情况如下:

图表 26: 航空航天和 A 股市场历史 PE 比较



资料来源: wind

图表 27: 航空航天和 A 股市场历史 PB 比较



资料来源: wind

图表28 国际重点军工企业估值表

单位: 美元, 倍

公 司	股价	2009EPS	2010EPS	2009PE	2010PE	PB	PS
BOEING CO	69.68	1.67	3.87	41.7	18.0	17.7	0.8
UNITED TECHNOLOGIES	71.03	4.33	4.67	16.4	15.2	3.4	1.3
LOCKHEED MARTIN	81.31	7.64	7.3	10.6	11.1	7.7	0.7
GENERAL DYNAMICS	71.77	6.22	6.57	11.5	10.9	2.2	1.0
ROCKWELL COLLINS	61.7	3.47	3.55	17.8	17.4	6.7	2.2
GOODRICH	74.22	4.27	4.38	17.4	16.9	3.1	1.3
平均				19.2	14.9	6.8	1.2

资料来源: Bloomberg 股价为5月18日股价

图表29: 重点公司估值分析表

单位: 元, 倍

公司	每股收益			每股净资产		收盘价		市盈率		市净率	投资评级
	09A	2010E	2011E	1Q2010		09E	2010E	2011E	1Q2010		
中航重机	0.34	0.43	0.52	3.25	12.29	36.63	28.58	23.63	4.31	增持	
贵航股份	0.36	0.76	0.91	4.81	17.59	48.87	23.14	19.33	3.88	增持	
航空动力	0.28	0.41	0.56	6.72	24.15	84.98	58.90	43.13	3.92	增持	
哈飞股份	0.24	0.34	0.38	3.98	20.37	85.44	60.20	53.12	5.67	/	
航天电子	0.25	0.31	0.40	3.98	11.16	44.71	36.13	27.90	3.25	增持	
中国卫星	0.28	0.35	0.43	2.32	14.26	51.33	40.55	33.06	6.71	增持	
西飞国际	0.13	0.17	0.21	3.68	10.89	85.48	64.59	50.86	3.27	/	
洪都航空	0.56	0.60	0.77	5.62	31.91	57.28	53.22	41.57	6.05	/	
平均						61.84	45.66	36.58	4.63		

资料来源: 中原证券研究所 注: 股价为2010年5月18日收盘价

6、重点公司股份解禁时间及解禁比例

图表30: 重点公司股份解禁时间及解禁比例

股票名称	解禁时间	解禁股数 (亿股)	解禁股类型	占流通股本 比例%	占总股本 比例%
中航重机	2010.12.27	4.03	定向增发	107.72	51.86
贵航股份	2010.09.14	0.11	股改限售	7.61	3.7
贵航股份	2011.01.24	0.45	定向增发	31.89	15.52
贵航股份	2011.09.14	0.93	定向增发	65.89	32.06
航空动力	2011.01.05	1.02	定向增发	69.95	18.81
航空动力	2013.11.20	2.61	定向增发	178.17	47.9
航天电子	2010.06.08	0.19	定向增发	3.2	2.39
航天电子	2011.02.14	1.85	股改限售	30.57	22.86

资料来源: wind

7、风险提示

- **资产注入不能达到预期的风险。**航空航天板块整体估值较市场高出一倍左右,存在着较强的资产注入预期,但具体公司资产注入的时机以及具体的注入方案不确定,如果达不到预期则有回落风险。
- **民品行业竞争激烈及部分原材料成本上升。**多数军工上市公司都是军品民品混合生产,利用军工技术向民品延伸助于公司扩大规模,分享经济发展的成果,但部分民品领域竞争激烈,盈利能力较低,且在原材料成本上涨的情况下,可能造成盈利能力降低。

8、重点上市公司

我们重点推荐中航重机(600765)、航空动力(600893)、贵航股份(600523)、航天电子(600879)4家上市公司。

中航重机 (600765): 中航工业基础装备和新能源投资平台

增持 (首次)

估值区间: 12.9 - 18.2 元

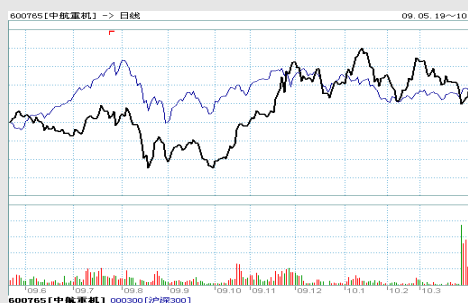
市场数据 (2010 年 05 月 18 日)

收盘价 (元)	12.29
一年内最高/最低 (元)	26.30/11.51
沪深300 指数	2771.35
市净率 (倍)	4.31
流通市值 (亿元)	46.37

基础数据 (2010 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	4.93
每股经营现金流 (元)	-0.29
毛利率 (%)	28.91
净资产收益率 (%)	2.99
资产负债率 (%)	55.29
总股本/流通股 (万股)	51866.88/24970.00
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是中航集团旗下从事航空锻件、液压件和新能源投资的平台, 航空锻造实力强大; 新能源投资前景广阔, 公司目前已签订项目合同丰富; 不断整合中航集团内外相关资产, 外延扩张能力突出。

投资要点:

- **公司航空锻造实力强大。**航空锻件占公司收入和利润的 67% 左右, 公司是中航工业锻件的主要供应商, 国内占比 65%, 公司的航空锻件在航空发动机领域应用最多, 发展空间看好。公司在航天和兵器工业占有约 20% 的份额。
- **液压产品市场空间广阔。**公司前身是力源液压, 液压板块目前占比 16% 左右。公司是国内液压龙头企业之一, 主要用于各类机械领域, 国内液压产品发展空间广阔、替代潜力较大。
- **新能源投资前景良好。**公司目前是中航集团新能源投资的平台, 除了拥有中航惠腾 20% 的股权外, 签署的新能源发电和垃圾发电项目较多, 凭借良好设备制造能力和集团支持, 发展前景看好。
- **散热器和燃气轮机将保持稳定发展。**公司散热器竞争实力也较强, 下游应用领域较多, 未来有望保持稳定发展。燃气轮机在冶金、石油等节能环保领域有望取得较大发展。
- **给予公司“增持”评级。**过去几年公司通过持续并购实现了快速增长, 07-09 年收入和利润增速分别达到 42.1% 和 49.8%。我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.43 元和 0.52 元, 对应 PE 分别为 28.6 倍和 23.8 倍, 估值处于军工行业低端, 给予“增持”评级。
- **风险提示。**原材料成本上升、新能源投资受政策影响较大、外延扩张不确定。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	18.08	28.61	38.5	46.2
增长比率 (%)	26.76	58.19	34.6	20
净利润 (亿元)	1.71	2.61	3.38	4.06
增长比率 (%)	52.54	52.54	29.5	20
每股收益 (元)	0.22	0.34	0.43	0.52
市盈率 (倍)	56.4	37	28.6	23.6

航空动力 (600893): 期待工业之花的璀璨绽放

增持 (首次)

估值区间: 20.5 - 30.0 元

市场数据 (2010 年 5 月 18 日)

收盘价 (元)	24.15
一年内最高/最低 (元)	33.02/18.01
沪深 300 指数	2771.35
市净率 (倍)	3.92
流通市值 (亿元)	35.52

基础数据 (2010 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	6.72
每股经营现金流 (元)	-0.49
毛利率 (%)	13.43
净资产收益率 (%)	0.81
资产负债率 (%)	55.13
总股本/流通股 (万股)	54478.66/14646.02
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

以大飞机和中国商发的成立为标志, 中国发展大型航空发动机的决心不容低估; 三代战机的装备、外贸转包及民用航空等下游需求不断向好, 空间巨大; 中航发动机资产整合渐行渐近。

投资要点:

- **中航发动机资产整合平台。**公司是我国第一台大推力涡轮喷气发动机、第一台涡轮风扇发动机、第一台舰用燃气轮机燃气发生器的研制生产单位, 按中航工业规划, 未来成为中航工业发动机唯一上市资产平台。
- **航空发动机产品稳定增长。**航空发动机占公司主营收入的 60% 左右, 09 年增长 31.6%, 增势良好。
- **外贸转包产品逐步复苏。**外贸转包产品占公司 09 年收入的 18.1%, 受金融危机影响, 下降 16%, 09 年公司新接订单 4.14 亿美元, 创历史新高, 2010 年将逐步恢复增长。
- **化解高估值还看资产注入。**目前中航集团发动机板块三家上市公司收入和资产规模占中航发动机公司的 30% 左右, 作为发动机资产的确定整合平台, 集团内部的沈阳黎明、贵州黎阳和南方机械等资产有望先行整合进公司。
- **给予公司“增持”评级。**航空发动机跨越式发展的时期即将到来, 公司作为航空发动机资产的整合平台, 未来前景非常看好, 我们预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.41 元和 0.56 元, 对应 PE 分别为 58.9 倍和 43.1 倍, 估值相对偏高, 但考虑发动机的战略意义和潜在注入, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**资产注入不确定、海外市场复苏可能有反复、估值相对较高。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	41.69	51.26	58.95	69.56
增长比率 (%)	214.06	22.96	15	18
净利润 (亿元)	1.18	1.55	2.25	3.03
增长比率 (%)	332.47	32.27	45	35
每股收益 (元)	0.22	0.28	0.41	0.56
市盈率 (倍)	115.42	87.87	58.90	43.13

贵航股份（600523）航空、汽车双轮驱动

增持（首次）

估值区间：18.5 - 27.3 元

市场数据（2009 年 05 月 18 日）

收盘价（元）	17.59
一年内最高/最低（元）	26.87/12.09
沪深300指数	2771.35
市净率（倍）	3.88
流通市值（亿元）	24.32

基础数据（2009 年 03 月 31 日）

每股净资产（元）	4.81
每股经营现金流（元）	-0.08
毛利率（%）	21.66
净资产收益率（%）	1.07
资产负债率（%）	35.99
总股本/流通股（万股）	28879.38/14051.66
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

联系人：马嵌琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

报告关键要素：

公司汽车零部件业务保持稳定发展；公司收购集团的航空资产计划将继续推进，收购后公司将成为航空和汽车并重的业务架构。公司是中航通用航空的重要整合平台，通用航空在我国发展空间巨大。

投资要点：

- **目前主业仍以汽车零部件为主。**公司09年收入18.11亿元，增长23.7%，其中汽车零部件15.81亿元，增长27.31%，占比84.0%，航空产品1.39亿元，下降5.71%，占比7.68%。
- **过去五年稳健增长。**2005-2009年公司收入年均增长32.1%，净利润年均增长63.55%，是增长最为稳健的军工企业之一。预计公司的汽车业务仍将保持稳定增长。
- **资产重组继续进行、航空业务成为发展重点。**公司在09年年报中明确提出加快资产重组步伐，一季报中提出继续积极推动收购贵州风雷航空军械公司、贵州天义电器和中国航空工业标准件制造公司三家公司100%的股权。收购完成后公司航空业务占比将提升到40%。
- **成为中航通用航空平台。**公司是中航工业旗下通用航空板块的主要公司，从目前运作看，公司有可能成为中航旗下通用飞机和通用零部件的运作平台。我国通用航空与国外发展差距较大，随着低空管制的放松，我国通用航空市场有望迎来快速发展期。
- **给予公司“增持”评级。**假设今年完成上述三家公司股权收购情况下，我们预计公司2010-2011年EPS为0.76元和0.91元，对应PE分别为23.0倍和19.2倍，处于军工行业的最低端，给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**汽车行业竞争加剧、并购进程不确定、原材料成本上涨。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（亿元）	14.63	18.11	31.69	38.03
增长比率（%）	44.86	23.74	75	20
净利润（亿元）	0.69	1.04	2.18	2.62
增长比率（%）	80.15	51.01	110	20
每股收益（元）	0.24	0.36	0.76	0.91
市盈率（倍）	72.83	48.32	23.01	19.17

航天电子 (600879): 募投项目逐步达产带来新增长

增持 (维持)

估值区间: 12.4 - 16.5 元

市场数据 (2010 年 05 月 18 日)

收盘价 (元)	11.16
一年内最高/最低 (元)	16.10/6.31
沪深 300 指数	2771.35
市净率 (倍)	3.25
流通市值 (亿元)	67.97

基础数据 (2010 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	3.74
每股经营现金流 (元)	-0.23
毛利率 (%)	29.56
净资产收益率 (%)	1.04
资产负债率 (%)	48.64
总股本/流通股 (万股)	81104.08/60628.94
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20090815 火箭股份中报点评: 短期业绩有压力、长期趋势仍向好.....2009 年 8 月 6 日

联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是我国航天电子产品的主要制造商, 将受益于航天发射领域活动增多; 公司航天军品占比较高, 募投项目不断投产带来新的增长点; 作为大股东航天时代电子的整体上市平台, 未来资产注入预期强烈。

投资要点:

- **军品占比较高的航天电子龙头。**公司是从事航天电子测控、航天电子对抗、航天制导等航天产品的主导制造商, 公司在相关领域具有较强技术优势, 军品占比达到 80%, 除了航天领域外, 09 年公司的机电组件和激光导航系统进入中国商飞供应商目录。
- **卫星发射进入高峰期。**09 年受卫星平台故障影响, 我国卫星发射落后于计划, 根据我国北斗以及载人及探月发展规划, 未来几年卫星发射将进入密集期, 航天电子也将从中受益, 业绩进入快速增长期。
- **众多建设项目陆续达产, 后续增长可期。**公司 07 年募投项目有航天电子信息产品产业系列项目、通信对抗接收机、星载接收机、特种宇航级电连接器、小型集成化飞行控制系统, 空间动基座系统、航天军用特种导线等项目陆续建成和达产, 按公司增发时的预计全部项目建成达产后年收入将达 25 亿元, 净利润接近 4 亿元, 公司新一轮增长有望启动。
- **资产注入可期。**公司目前的资产仅占大股东航天时代电子公司的 50% 左右, 而大股东持股比例仅 20.33%, 集团的惯导和微电子两类优质资产尚未上市, 根据公司历史上五次资产重组情况看, 大股东通过注入资产提高持股比例概率较高。
- **维持公司“增持”评级。**我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.31 元和 0.40 元, 对应 PE 分别为 37.3 倍和 28.7 倍, 估值处于军工行业低端, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**军品受到压制, 采购价格继续下降; 民品领域竞争激化; 资产注入进程不确定

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	23.3	25.3	29.10	34.91
增长比率 (%)	15.29	8.4	15	20
净利润 (亿元)	2.5	2.02	2.53	3.28
增长比率 (%)	-9.09	-19.1	25	30
每股收益 (元)	0.31	0.25	0.31	0.40
市盈率 (倍)	37.63	46.57	37.26	28.66

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。