

推荐 (维持)

行业成长明确、资产整合机会多

2010 年 6 月 11 日

航天军工 2010 年中期投资策略

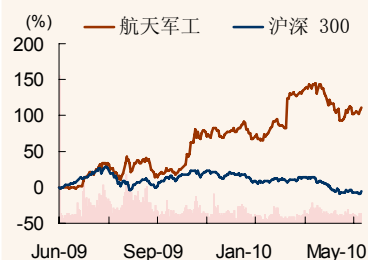
上证指数 2563

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	13	0.8
总市值 (亿元)	1126	0.6
流通市值 (亿元)	694	0.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.9	12.8	100.7
相对表现	4.6	35.7	104.7



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 2010 年度投资策略-投资中国的和平与崛起》
2009/12/06

王轶铭

0755-82960334

wangym@cmschina.com.cn

S1090210030004

本篇报告阐述了航天军工是新技术和产业升级的先锋，分析了我国航空、航天、兵器军工集团业绩和资产整合进程，指出航天军工行业成长明确，资产整合等主题机会多，维持对行业“推荐”的投资评级。

- **航天军工产业是新技术和产业升级的先锋：**中国经济高速增长的时代或将结束，未来中国经济的出路只有实施经济转型。历史证明，军工产业是新技术和产业升级的先锋。我国航天军工产业承担大飞机项目、清晰地对地观测系统等多项重大专项，北斗导航系统的建立更是发展我国卫星导航产业的先锋。
- **国防开支依然将保持稳定增长：**我国面临的国内外安全环境并没有好转，与美国的政治互信依然脆弱，我们预计国防开支增速将在 8%-13% 之间波动。尽管 2010 年国防预算增速下降，但用在装备采购的经费并没有下降。各大军工集团均受益于国防开支稳定增长。
- **航天军工主题投资机会多：**军工资产证券化后续空间广阔，航空、兵器集团注入上市公司的资产仅占集团总资产的 20% 左右，航天科技和航天科工集团这个比例在 10-13% 左右。军工集团后续资产整合的空间十分广阔。不仅仅资产整合的消息是航天军工板块的催化剂，地缘政治的突发事件、新型号试飞等都有可能给其带来主题性投资机会。
- **投资策略：**关注具备垄断性、高成长性或者具备资产整合题材的公司。下半年 ARJ21 飞机交付客户、L-15 试飞成功、中航电子复牌、珠海航展前均是关注军工股的时机，此外航空动力、哈飞股份资产注入题材和“十二五”规划出台也是良好的行情催化剂。考虑行业基本面成长前景明确和资产注入等主题投资机会丰富的背景，维持行业“推荐”的投资评级。
- **公司选择：**我们推荐中国卫星、博云新材、航空动力、中航重机，理由是他们可能在小卫星及北斗导航系统、新型功能材料、航空发动机、大型锻造件和液压件领域实现新技术突破，成为产业化的先锋。资产注入主题标的我们选择中航精机、中航电子。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
中国卫星	19.20	0.28	0.34	0.4	69	57	8	强烈推荐-A
博云新材	19.39	0.12	0.19	0.31	162	102	8	强烈推荐-A
中航重机	13.71	0.35	0.4	0.49	40	34	4	审慎推荐-A
洪都航空	33.00	0.35	0.36	0.43	95	93	6	审慎推荐-A
航空动力	28.23	0.38	0.48	0.65	74	59	4	审慎推荐-A
哈飞股份	24.08	0.21	0.29	0.34	115	83	6	审慎推荐-A
中航精机	12.26	0.18	0.25	0.34	67	49	5	审慎推荐-A
航天电子	11.74	0.25	0.28	0.39	47	42	3	审慎推荐-B
西飞国际	11.18	0.17	0.22	0.26	66	51	3	中性-A
中兵光电	13.18	0.24	0.26	0.29	55	52	5	中性-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、航天军工行业成长前景明确	5
1、国防工业是新技术和产业升级的先锋	5
2、中国国防工业在技术创新方面承担重任	5
(1) 航天军工承担多个重大科技创新项目	5
(2) 未来 10 年航空工业将不断推出新产品	6
(2) 北斗导航系统组网进入第二阶段	7
3、国防开支持续增长保证需求稳定	9
二、航天军工集团概要和资产整合分析	11
1、主要军工集团概要	11
(1) 中国航空工业集团	11
(2) 中国航天科技集团	12
(3) 中国航天科工集团	13
(4) 中国兵器工业集团	14
(5) 中国兵器装备集团	15
2、航天军工板块资产证券化逐步深化	16
(1) 航天军工资产整合空间大	16
(2) 中航工业资产整合进入攻坚阶段	17
(3) 兵器工业资产整合逐渐启动	19
(4) 航天工业资产整合等待路径突破	19
三、A 股航天军工上市公司特点和机会	20
1、航天军工 A 股上市公司投资特点	20
(1) 资产整合预期是航天军工高估值的重要原因	20
(2) 主题事件投资机会多	22
2、航天军工 A 股上市公司估值水平	22
3、主要公司投资价值分析	23
(1) 中国卫星 (600118)	23
(2) 博云新材 (002297)	24
(3) 航空动力 (600893)	25

图表目录

图 1: 试飞中的 ARJ21 涡扇支线客机	7
图 2: 洪都航空 L-15 型高级教练机	7
图 3: 北斗导航系统星座图	8
图 4: 北斗导航系统应用领域	8
图 5: 北斗卫星设备制造的产业链	8
图 6: 1978-2010 年中国国防开支	9
图 7: 中国周边热点地区	9
图 8: 中国国防开支持续稳定增长的 6 因素	10
图 9: 06-09 年中航工业集团总资产和净资产	11
图 10: 06-09 年中航工业集团主营业务收入	11
图 11: 06-09 年中航工业集团净利润和净利润率	11
图 12: 06-09 年中航工业集团剔除投资收益的营业利润	11
图 13: 06-09 年航天科技集团总资产和净资产	12
图 14: 06-09 年航天科技集团主营业务收入	12
图 15: 06-09 年航天科技集团净利润和净利润率	13
图 16: 06-09 年航天科技集团剔除投资收益的营业利润	13
图 17: 06-09 年航天科工集团总资产和净资产	13
图 18: 06-09 年航天科工集团主营业务收入	13
图 19: 06-09 年航天科工集团净利润和净利润率	14
图 20: 06-09 年航天科工集团剔除投资收益的营业利润	14
图 21: 06-09 年兵器工业集团总资产和净资产	14
图 22: 06-09 年兵器工业集团主营业务收入	14
图 23: 06-09 年兵器工业集团净利润和净利润率	15
图 24: 06-09 年兵器工业集团剔除投资收益的营业利润	15
图 25: 06-09 年兵器装备集团总资产和净资产	15
图 26: 06-09 年兵器装备集团主营业务收入	15
图 27: 06-09 年兵器装备集团净利润和净利润率	16
图 28: 06-09 年兵器装备集团剔除投资收益的营业利润	16
图 29: 军工集团 A 股上市的总市值和流通市值	17
图 30: 09 年军工集团与上市公司资产比较	17
图 31: 军工集团 A 股上市的总市值和流通市值	17
图 32: 09 年军工集团与上市公司资产比较	17
图 33: 中航工业航空制造业务板块	18
图 34: 中国兵器工业集团旗下上市公司	19
图 35: 诺斯罗普和标普 500 历史 PE 比较	21
图 36: 洛克希德和标普 500 历史 PE 比较	21
图 37: 波音和标普 500 历史 PE 比较	21
图 38: A 股航天军工股票与沪深 300 涨幅比较	22

图表目录

表 1、新技术首先应用在军事领域的案例	5
表 2: 航天军工承担的新技术突破项目案例	6
表 3: 中国航空工业未来 5-8 年部分新型号	6
表 4: 世界各国导航系统概述	7
表 5: 我国北斗导航系统分三步建设	7
表 5: 近年来涉及我国防工业资产证券化的政策	16
表 6: 中航工业旗下上市公司资本运作情况	18
表 7: 中国国防科技工业系统	20
表 8、美国航空工业的兼并（1994-1998 大于 5 亿美元的项目）	20
表 9: 国内航天军工重点上市公司估值比较表	22
表 10: 国际主要航天军工上市公司比较	23
表 11: 中国卫星财务数据和估值	24
表 12: 博云新材财务数据和估值	25
表 13: 航空动力财务数据和估值	26

一、航天军工行业成长前景明确

转型期的中国经济必须实施结构调整和产业升级。依赖出口导向型的增长模式帮助中国在改革开放后实现了近 30 年经济高速增长。目前，中国面临外需不足，劳动力价格上升的趋势，低成本出口导向型的经济模式难以为继，后续刺激经济的政策空间有限。中国经济高速增长的时代或将结束，未来中国经济的出路只有实施经济转型。实现新技术的突破，培育高技术产业，完成产业升级换代是实现经济转型的一条重要路径。

1、国防工业是新技术和产业升级的先锋

国防工业是新技术和产业升级的先锋。世界上第一个应用机床进行大规模生产的大型工厂是英国普利茅斯的海军工厂。到 1810 年，专业机床工业的奠基人莫德斯利制造的机器已经能帮助普利茅斯海军工厂每年生产 100,000 个滑轮。无线电、飞机、计算机、雷达、互联网、GPS 导航系统等等，这些与人们日常生活密切相关的产品，要么是诞生后很快就被用于军事用途，并通过军事应用发展壮大，要么就是一开始就是为军事用途发明出来，然后拓展到民用领域，例如美国互联网和 GPS 导航系统。历史已经证明，新科学技术最先得到广泛应用的领域就是国防工业，经过国防工业的实践检验，新技术和新生产模式会迅速扩散到其他国民经济领域。

表 1、新技术首先应用在军事领域的案例

编号	技术	突破时间	军事领域开始应用时间	案例简述
1	专业机床	1800 年	1802-1810 年	英国普利茅斯海军工厂为英国舰队提供大量标准件
2	无线电（马可尼）	1901 年	几乎同时	英国海军资助项目，并迅速成为主要客户
3	飞机（莱特兄弟）	1903 年	1910 年	意土战争第一次使用，两次世界大战开创了航空时代
4	雷达（瓦特）	1935 年	1939 年	第二次世界大战迅速应用
5	互联网	1969 年	同时	美军在 ARPA（阿帕网，美国国防部研究计划署）制定的协定基础上，逐步吸收美各大学、研究机构
6	GPS	1994 年	同时	从 70 年代开始建设，94 年全部建成。美国国防部研制和维护，最初是为美军提供全球定位和授时。

资料来源：招商证券研发中心整理

2、中国国防工业在技术创新方面承担重任

（1）航天军工承担多个重大科技创新项目

胡锦涛总书记在中国科学院第十五次院士大会、中国工程院第十次院士大会上的报告强调：在目前环境下，我国加快转变经济发展方式的紧迫性更加凸显出来。建设创新型国家，加快转变经济发展方式，赢得发展先机和主动权，最根本的是要靠科技的力量。要充分发挥科学技术在加快转变经济发展方式、推动经济社会又好又快发展中的重要作用，并强调要重点推动八个方面科技发展，争取尽快取得突破性进展。航天军工行业在大力发展新材料和先进制造科学技术、空间和海洋科学技术、国家安全和公共安全科学技术领域承担了多个重大科技创新项目。

表 2: 航天军工承担的新技术突破项目案例

编号	项目名称	项目类型	主要承担行业
1	大飞机项目	国家科技重大专项	航空工业
2	高分辨对地观测系统	国家科技重大专项	航天工业
3	载人与探月工程	国家科技重大专项	航天工业
4	新型航空发动机		航空工业
5	复合材料的突破		航空航天等
6	北斗导航系统		航天工业

资料来源: 招商证券研发中心

(2) 未来 10 年航空工业将不断推出新产品

经过过去 10 年的持续投入, 中国航空工业研制、生产水平有了大幅提高。随着歼-10、歼-11 型歼击机陆续推出, 我国在歼击机研制领域明显缩小了与国外差距。太行涡扇发动机研制成功也表明一直制约我国航空工业发展水平的发动机领域, 特别是在核心机的自主研发上取得了重要突破。我们认为中国航空工业的技术能力积累已经到了一个突破的临界点。国家重大专项和产业扶持政策使我国航空工业的发展前景良好

未来 10 年航空工业将不断推出新产品。ARJ21 涡扇支线客机和 L-15 “猎鹰” 高级教练机有望成为最先投入市场的产品。目前, ARJ21 涡扇支线客机试飞工作进展顺利, 预计将在 2010 年底交付客户投入商业运营。L-15 “猎鹰” 高级教练机作为我国下一代的高级教练机市场前景良好, 估计 2010 年可以完成试飞任务。顺利的话, 在 11 月珠海航展上将获得外贸订单。除此之外, 中航工业未来 10 年内在民用客机、通用飞机、民用直升机领域推出多个型号。为了实现“万亿”的战略发展目标, 中国航空工业不仅在传统的军用航空领域保持稳定增长, 在民用航空领域将实现跨越式发展。

表 3: 中国航空工业未来 5-8 年部分新型号

编号	项目名称	概述	预计时间
1	ARJ21	涡扇支线客机	2010-2011 年
2	L-15“猎鹰”	双发高级教练机	2010-2011 年
3	新舟 700	涡桨支线客机	2015 年
4	直 15 (EC175)	6 吨级别直升机 (与欧直公司合作)	2011-2012 年
5	海鸥 300	5 吨以下水上飞机	2011-2012 年
7	蛟龙 600	四发涡桨大型水上飞机	2015-2016 年
7	“大运”	军用大型运输机	2014 年
8	C919	150 座级别涡扇客机	2016 年
9	运 9	中型战术运输机	
10	武直 10	专用武装直升机	
11	AC311	2 吨级别民用直升机	
12	AC352	5 吨级别民用直升机	
13	AC313	13 吨级别民用直升机	

资料来源: 互联网、招商证券研发中心整理

图1: 试飞中的ARJ21涡扇支线客机



资料来源: 招商证券研发中心

图2: 洪都航空L-15型高级教练机



资料来源: 招商证券研发中心

(2) 北斗导航系统组网进入第二阶段

在航天工业领域, 我们认为在未来 10 年里, 最有里程碑意义的事件就是中国北斗导航系统投入使用。它将带动我国航天产业完成从实验科学型到生产应用型转变。

北斗导航系统是全球导航卫星系统的 4 大核心供应商。中国北斗卫星导航系统(英文简称 COMPASS, 中文音译名称 BeiDou), 是中国正在实施的自主发展、独立运行的全球卫星导航系统。2007 年, ICG 确定北斗卫星导航系统与 GPS、GLONASS、Galileo 系统一起成为全球导航卫星系统 (GNSS) 核心供应商。

表 4: 世界各国导航系统概述

系统名称	国家	计划卫星数	在轨卫星数	轨道	区域
GPS	美国	24	28	MEO	全球
Galileo	欧洲	27	1	MEO	全球
GLONASS	俄罗斯	24	23	MEO	全球
IRNSS	印度	7	0	GEO	区域
Quasi-Zenith	日本	3	0	GEO	区域
北斗	中国	5GEO+30MEO	6-8	GEO/MEO	全球

资料来源: 招商证券研发中心

北斗导航系统按照“三步走”的发展战略稳步推进。2000-2003 年, 我国已经发射了 4 颗北斗导航试验卫星 (俗称北斗一代), 完成了北斗导航系统第 1 期建设。预计到 2012 年, 在轨卫星将达到 12 颗, 实现中国周边区域导航。第 3 步是到 2020 年左右, 实现全球范围导航。2010 年以来我国已经发射了第 3 和第 4 颗北斗导航卫星, 这意味着我国北斗卫星导航系统进入密集发射期。

表 5: 我国北斗导航系统分三步建设

步骤	时间节点	在轨卫星	实现功能
1	2000-2003 年	4	组成北斗卫星导航试验系统, 成为世界上第三个拥有自主卫星导航系统的国家
2	2012 年前	12	覆盖中国周边区域
3	2020 年左右	5+30	实现全球覆盖

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

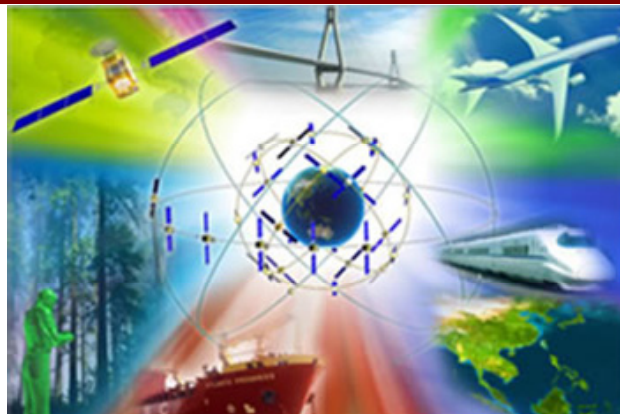
北斗导航系统建设是我国提升产业结构的具体体现。航天产业是 21 世纪最具活力和发展潜力的产业之一。我国政府希望通过北斗卫星导航系统建设，不仅建成独立自主、开放兼容、技术先进、稳定可靠的覆盖全球的北斗卫星导航系统，还要促进卫星导航产业链形成，形成完善的国家卫星导航应用产业支撑、推广和保障体系，推动卫星导航在国民经济社会各行业的广泛应用，实现国家产业结构的升级换代。

图3：北斗导航系统星座图



资料来源：招商证券研发中心

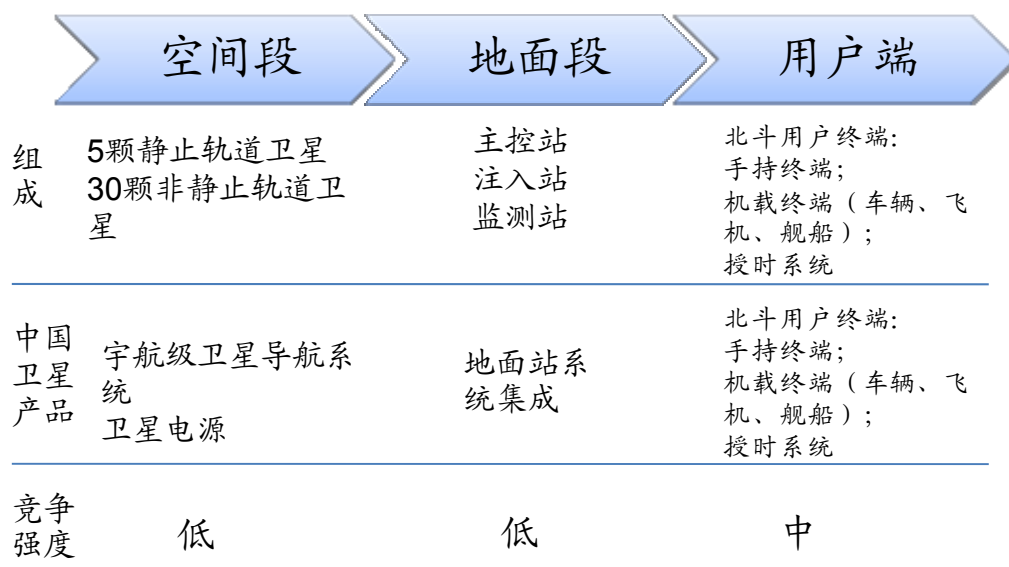
图4：北斗导航系统应用领域



资料来源：招商证券研发中心

我国北斗系统即将进入产业化的成长阶段。经过近 10 年发展，北斗产业从无到有，从零散到规模，从单一行业辐射到多个行业，初步形成了用户终端、信息服务系统、集团系统等 20 余款应用产品，40 余家研制生产厂家，7 家分理服务专业公司和国家级卫星导航定位信息服务中心，数万名科技人员的建设应用队伍，数万台年设备生产能力，数十亿元市场占有率的产业化规模。北斗卫星导航产业将成为继移动通信、互联网之后的又一新兴高科技产业。

图5：北斗卫星设备制造的产业链



数据来源：招商证券研发中心

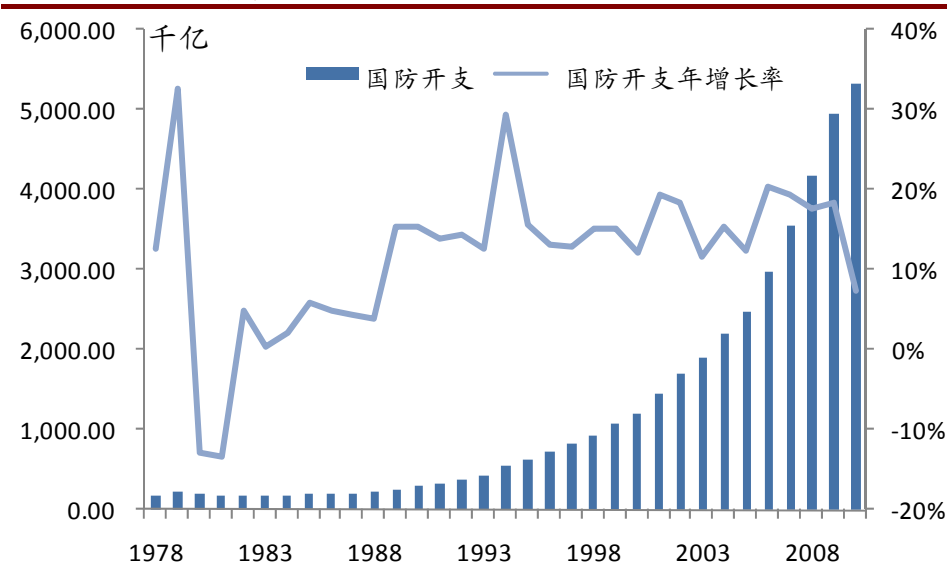
北斗二代导航系统组网加速将促进我国卫星导航市场出现爆发式增长。截止到 2008 年 12 月 31 日，入网用户突破 4 万，北斗系统累计提供定位服务 2.5 亿次，通信服务 1.2 亿次，授时服务 2500 万次，系统运行可靠性达到 99.98%。目前我国北斗系统的主要客户是政府部门，过去十年北斗一代的装备套数约 5 万套，按每台均价 1.5 万元估算，

市场规模约在 7.5 亿元左右。北斗二代导航系统投入使用后，北斗卫星导航系统的市场将出现量级上的变化，有预测显示到 2020 年，我国北斗导航市场规模将达 3000 亿。

3、国防开支持续增长保证需求稳定

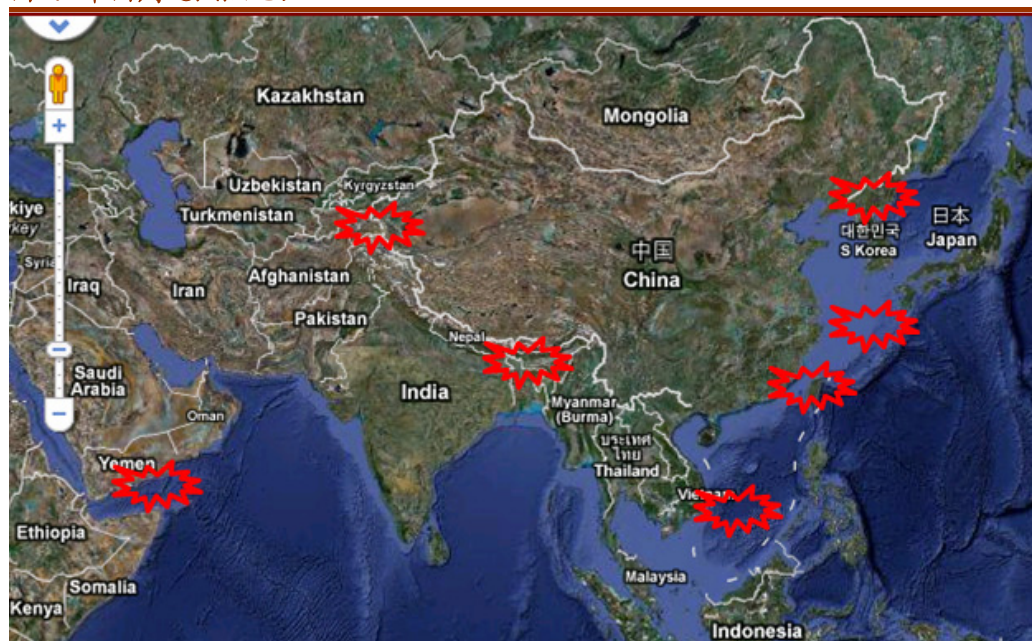
航天军工产业作为新技术突破和产业升级的先锋需要经费和市场的支持。众所周知，航天军工目前的最大客户和需求方就是政府。国防开发的持续稳定增长将决定航天军工行业的长期景气度。我们认为在目前国际政治形势下，中国国防开支将保稳定增长。

图6：1978-2010年中国国防开支



数据来源：招商证券研发中心

图7：中国周边热点地区



数据来源：招商证券研发中心

中国与美国的政治互信度依然很低。中国作为一个正在崛起的大国，很难与传统的世界头号强国美国保持多高的政治互信度。这一点是不难理解的，中美交流中始终有三大障

碍：第一条是对台军售；第二条是美军军舰在中国的南海和东海对我们抵近，进行高强度的侦察和巡逻；第三条是美国国会 2000 年通过的，“2000 年国防授权法”以及后来的《迪莱修正案》。在这样的背景条件下，中国国防开支出现大幅下降的可能性不大。

6 大理由支持中国国防开支持续增长。我国周边的安全态势并没有明显好转，国家主权和领土完整面临台独、藏独、疆独的威胁。朝鲜地区、东海问题、南海问题等热点地区的局势依然复杂。面对全球新军事变革的要求，我国国家安全概念维护国家领土主权变为保证国家发展安全，军队使命不仅要应对传统安全威胁，还要应对非传统领域的安全威胁。此外，国家经济实力的提高，物价水平的提高，补偿前期国防开支的不足均要求我国国防开发保持长时期的稳定增长。我们预计未来 5-10 年，中国国防支出的增长幅度将保持在 8%-12% 左右。

图8：中国国防开支持续稳定增长的6因素



数据来源：招商证券研发中心

国防开支重心的变化使得航天军工企业受军费开支增速下降的影响较小。2010 年中国国防费预算为 5321.15 亿元，比上年预算执行数增加 371.16 亿元，增长 7.5%。尽管 2010 年国防预算的增幅出现明显下降，但是我们注意到在阐述国防经费的用途上，与以前的说法出现了微妙的变化。以前我国在解释中国军费开支增长的原因时，经常说是提高军人的生活待遇，但 2010 年则强调中国增加的国防预算主要用于支持推进中国特色军事变革，提高军队应对多种安全威胁，完成多样化军事任务的能力，保证军队各项改革需要，即我国国防开支重心向提高军队能力和装备水平提升倾斜。我们估计国防开发重心的变化使得航天军工企业受军费开支增速下降的影响较小。

我们认为航天军工产业将在经济结构调整、科技产业升级方面发挥更大的作用。来自政府的订单能够保证航天军工企业有稳定的收入增长预期。我国航天军工行业有明确的成长预期。

二、航天军工集团概要和资产整合分析

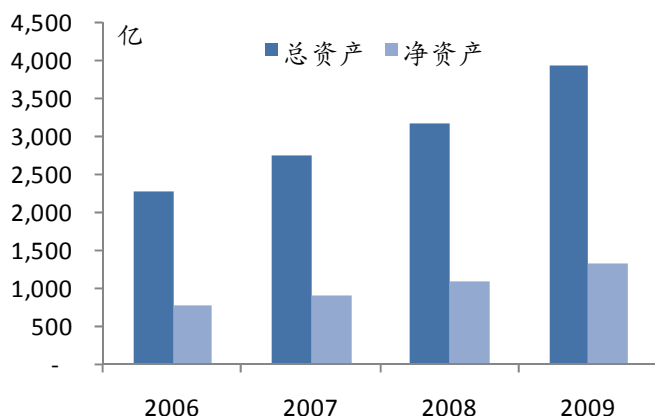
从 20 世纪 90 年代开始，我国国防工业各大集团的旗下公司陆续开始登陆 A 股市场，到目前为止，国防工业各集团旗下控股的 A 股上市公司有 49 家（详见附录）。2007 年开始，原国防科工委、国资委、发改委颁布了一系列国防工业体制改革的文件，为军工资产进入上市公司铺平了道路。在最近 5 年内，投资航天军工上市公司的一个重要理由就是国防工业的资产整合。下面我们将重点介绍航空工业、航天工业、兵器工业的军工集团并分析各集团资产整合现状和机会。

1、主要军工集团概要

（1）中国航空工业集团

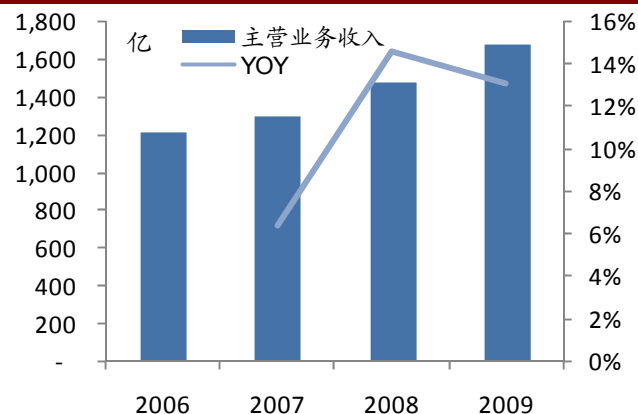
中国航空工业集团公司是由国资委管理的国有特大型企业，历史上经过多次组织机构调整，在 2008 年由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。下辖近 200 家子公司（分公司）、有 20 多家上市公司。中航工业的产品包括是我国歼击机、轰炸机、运输机、教练机、通用飞机、直升机、航空发动机以及机载航电和机电系统。

图9：06-09年中航工业集团总资产和净资产



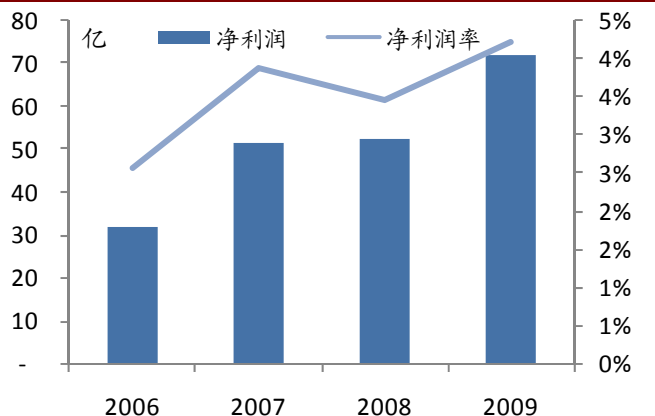
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图10：06-09年中航工业集团主营业务收入



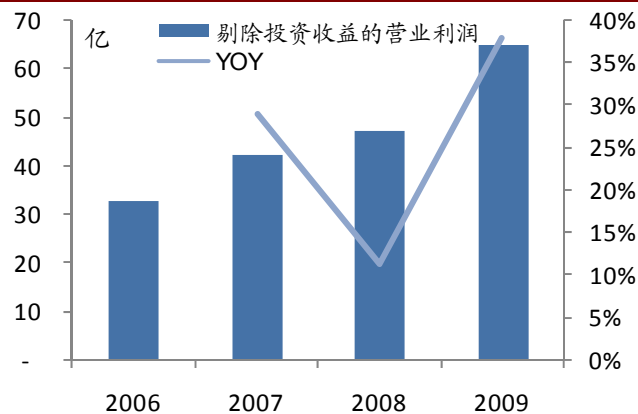
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图11：06-09年中航工业集团净利润和净利润率



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图12：06-09年中航工业集团剔除投资收益的营业利润



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

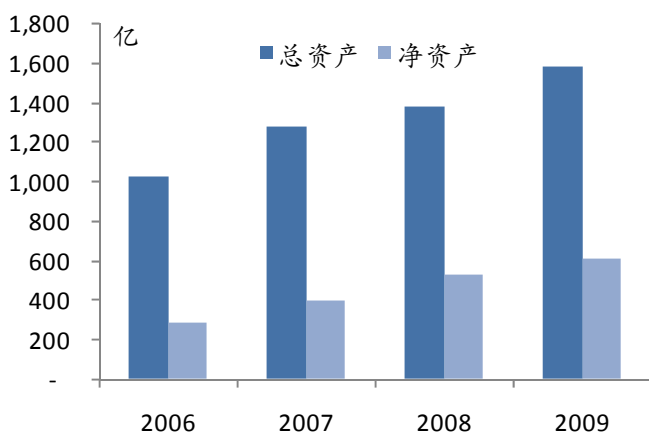
过去 3 年中航工业资产和利润复合增长率在均 20% 以上。增长水截止 2009 年底，中航工业总资产约 3,900 亿元，净资产 1,700 亿元，3 年的复合增长率约为 20%。实现营业收入 1,720 亿元，净利润约 72 亿元。为了关注公司制造业务的增长水平，我们参考了剔除投资收益的营业利润增长，中航工业剔除投资收益的营业利润从 06 年的 33 亿增加到 09 年的 65 亿，保持了 25% 的复合增长率。

国防开支、新产品、资本市场的作用是中航工业集团持续增长的重要因素。我们认为新产品在业务结构中占比提高，以及资本市场对中航工业的影响是集团利润率水平逐年提高的重要原因。由于中航工业在 09 年才将汽车业务转给兵器装备集团，08 年汽车业务的不佳表现影响了集团整体表现，但军品业务受益于国防支出的稳定增长，保证了中航在 08 年糟糕的经济条件下，剔除投资收益的营业利润仍然有 11% 的增长。

(2) 中国航天科技集团

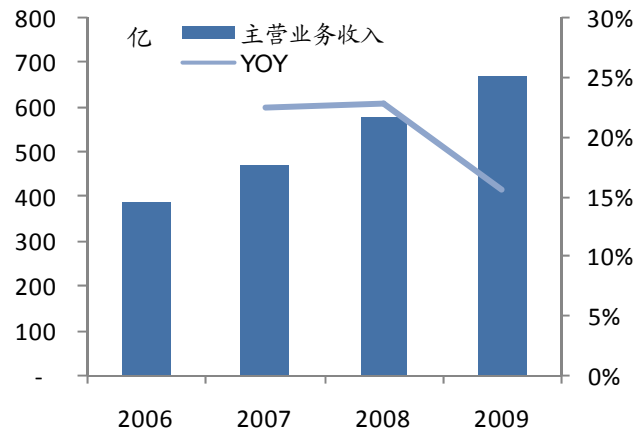
中国航天科技集团公司是在原中国航天工业总公司所属的部分企事业单位的基础上组建成立的国有特大型企业，是国家授权的投资机构，由中央管理。公司主要研制、生产、经营航天运载器、航天器、各类战略战术导弹以及卫星地面应用系统等各类航天产品；专营国际商业卫星发射服务；“长征”系列运载火箭和“东方红”卫星平台是集团知名品牌。集团负责是我国载人航天和探月工程、北斗导航系统的建设，是中国航天产业的核心企业集团。

图 13: 06-09 年航天科技集团总资产和净资产



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 14: 06-09 年航天科技集团主营业务收入



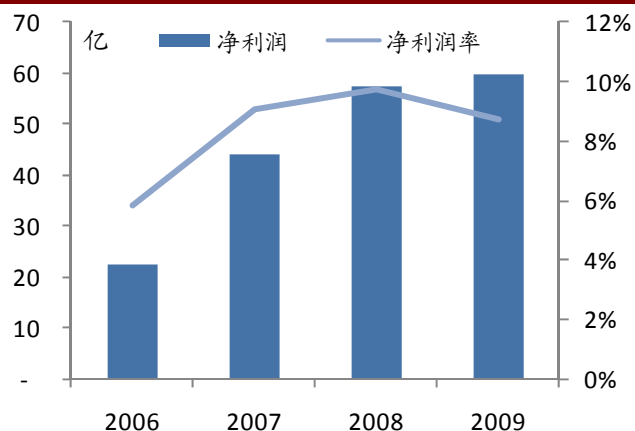
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

09 年业绩增速放缓或另有原因。截止 2009 年底，航天科技集团总资产约 1,573 亿元，净资产 723 亿元，净资产 3 年的复合增长率约为 29%。实现营业收入 688 亿元，净利润约 60 亿元。航天科技集团 09 年剔除投资收益的营业利润约为 45 亿元。在过去 3 年保持约 24% 的复合增长率。我们也注意到，科技集团 2009 年营业收入和利润指标的增速均明显放缓，我们认为这并不是需求下降导致，由于航天活动有高风险的特点，联想到 2009 年我国航天发射任务仅 4 次，低于预期，我们推测是某些偶发性的事件导致 09 年业绩增速放缓，预计 2010 年航天科技集团将恢复原来的发展速度。

航天科技集团 10% 的净利润率高于其他军工集团。航天科技集团净利润率为 10% 左右，高于航空、兵器等军工集团。其中一个重要原因就是航天科技集团主要生产运载火箭和各种型号卫星，目前仍是单件生产，许多产品研制就是生产，因此价格遵循我国科研型号项目的定价原则，即完全成本在加上 5% 的利润和 5% 的不可预见费用。而航空、兵

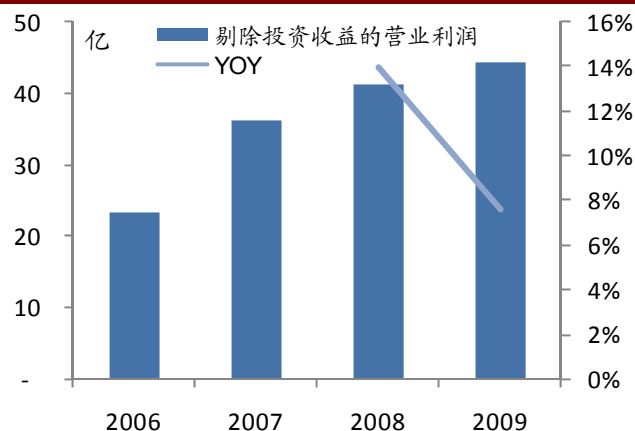
器等集团大部分是批量生产的产品，定价遵循完全成本加 5% 的利润原则。

图 15: 06-09 年航天科技集团净利润和净利润率



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 16: 06-09 年航天科技集团剔除投资收益的营业利润

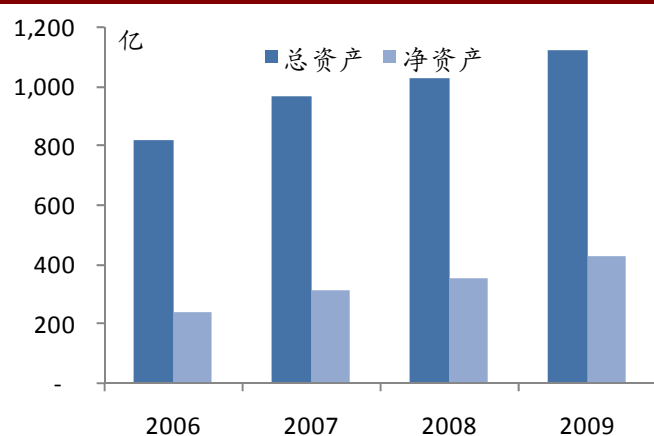


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

(3) 中国航天科工集团

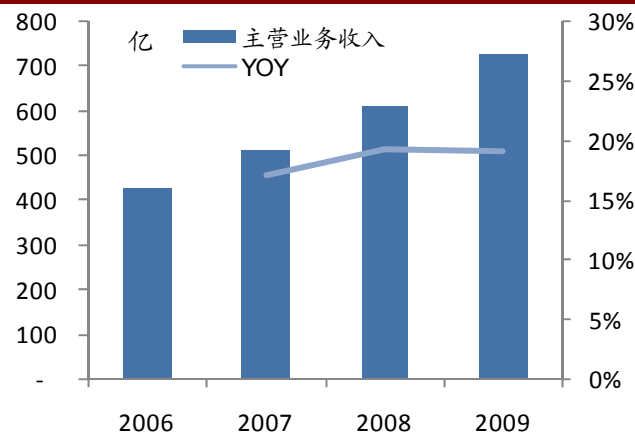
中国航天科工集团公司是在原中国航天工业总公司所属部分企业单位的基础上组建的国有特大型企业。航天科工集团业务主要可以划分为航天防务、信息产业及装备制造业三大板块。航天防务是航天科工集团的基业，集团已经覆盖地对地战术/战略导弹、飞航式反舰导弹、巡航导弹等中国导弹武器市场的主要领域。集团在信息产业领域主要集中在系统集成及软件开发与测评、卫星应用，装备制造领域的主要业务集中于特种车及汽车零部件、专用装备及系统装备制造、光机电基础产品及材料。

图 17: 06-09 年航天科工集团总资产和净资产



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

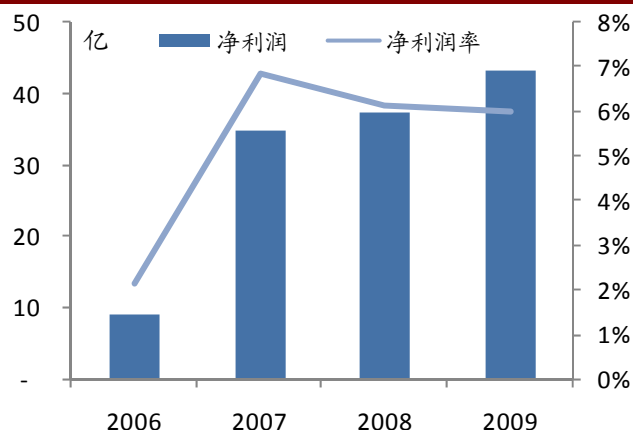
图 18: 06-09 年航天科工集团主营业务收入



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

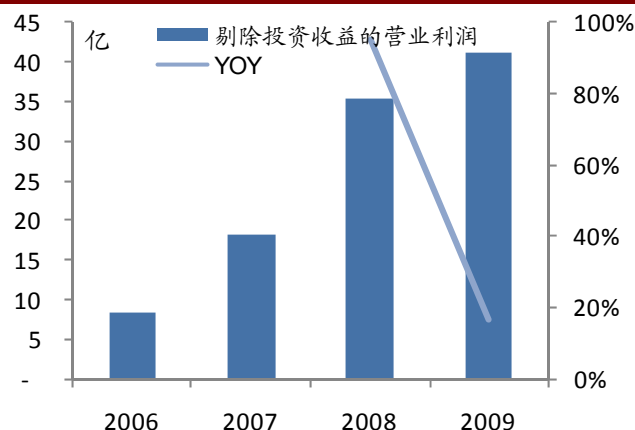
航天科工集团的业绩保持稳定增速。截止 2009 年底，航天科工总资产约 1,118 亿元，净资产 423 亿元，净资产 3 年复合增长率约为 21%。实现营业收入 725 亿元，净利润约 43 亿元。航天科工集团 09 年剔除投资收益的营业利润约为 41 亿元。2010 年航天科工集团将大力实施军民融合战略，着力推进航天防务、信息产业、装备制造这三大主业的发展，2010 年集团计划实现收入 850 亿元，同比增长 17%，实现利润超过 50 亿元，同比增长 25%。

图19: 06-09年航天科工集团净利润和净利润率



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图20: 06-09年航天科工集团剔除投资收益的营业利润

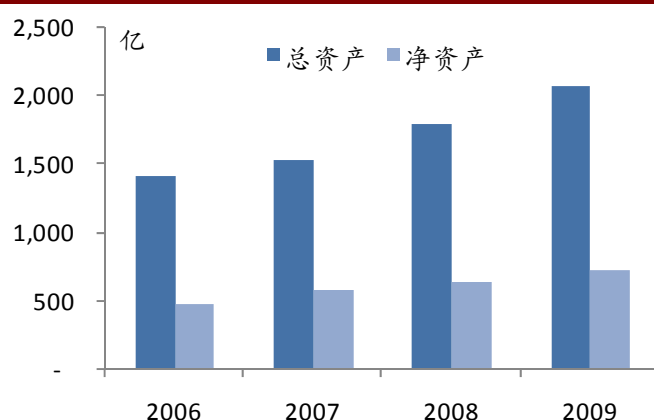


资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

(4) 中国兵器工业集团

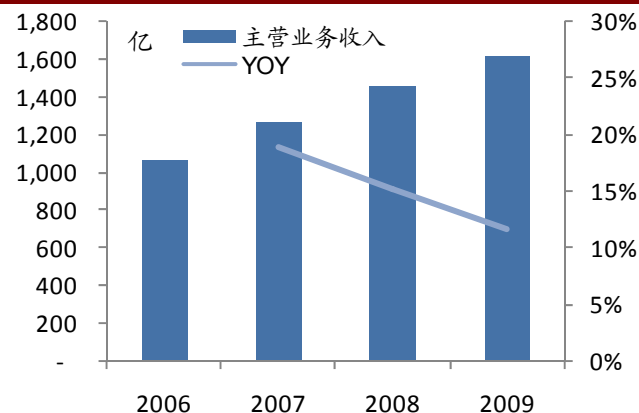
中国兵器工业集团公司是在原中国兵器工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型国有企业，是国家授权投资机构，按国家控股公司方式运行。公司拥有成员单位133家。

图21: 06-09年兵器工业集团总资产和净资产



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图22: 06-09年兵器工业集团主营业务收入

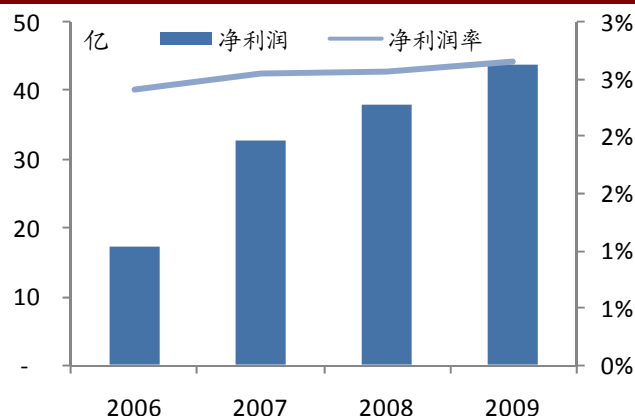


资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

兵器工业集团承担坦克装甲车辆、火炮、导弹、炮弹等军品的研制、生产任务，同时开发民品，在机械、化工、光电特别是重型汽车、工程机械、动力传动、精细化工等领域具有雄厚的技术实力和开发、制造能力。

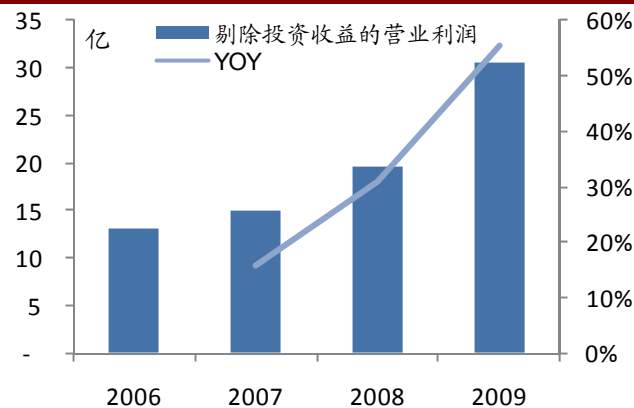
兵器工业截止2009年底，兵器工业集团总资产约2,059亿元，净资产723亿元，3年的复合增长率约为14%。实现营业收入1,650亿元，净利润约44亿元。兵器工业09年剔除投资收益的营业利润约为30亿元。在过去3年保持了约30%的复合增长率。公司计划2010年主营业务收入要达到2,000亿元，同比增长23%，实现利润60亿元以上，同比增长约20-23%。全员劳动生产率，EVA同比要增长15%以上。

图23: 06-09年兵器工业集团净利润和净利润率



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图24: 06-09年兵器工业集团剔除投资收益的营业利润

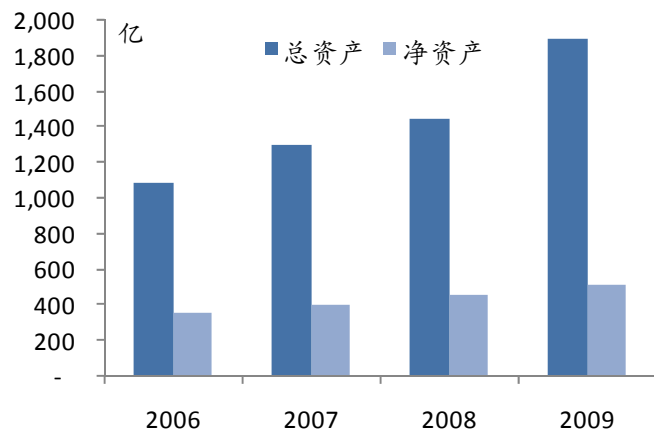


资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

(5) 中国兵器装备集团

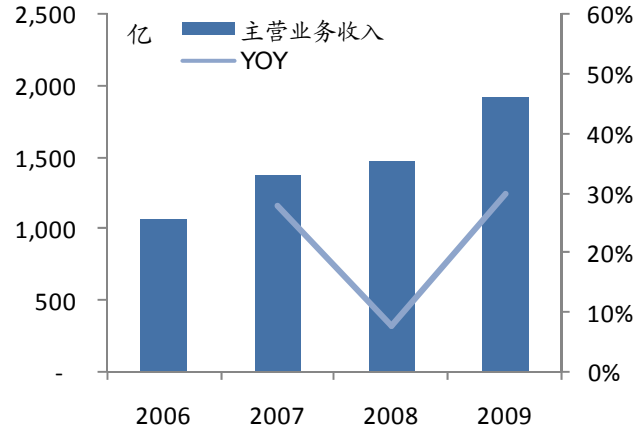
中国兵器装备集团公司（对外名称中国南方工业集团公司）是在原中国兵器工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型国有企业、是国家授权机构和资产经营主体。集团公司拥有包括长安汽车有限责任公司、嘉陵集团有限责任公司在内 76 个成员单位。

图25: 06-09年兵器装备集团总资产和净资产



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图26: 06-09年兵器装备集团主营业务收入



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

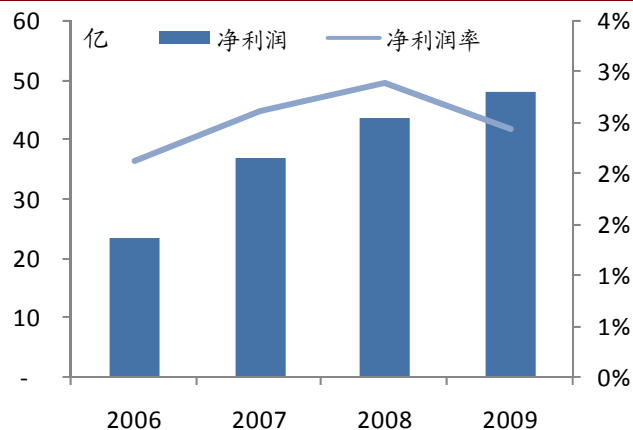
目前,公司已初步形成了“军民结合,以车为主,全面发展”的格局,以火炮系统、轻武器及其他单兵武器系统、弹药等产品为主的军品科研生产体系,是我国国防建设的重要力量,在军转民上已形成了以汽车、摩托车及其零部件为代表的支柱民品体系。

汽车、摩托车收入占兵器装备集团收入 57%,集团业绩受经济环境影响较大。截止 2009 年底,兵器装备集团总资产约 1899 亿元,净资产 723 亿元,3 年的复合增长率约为 14%。实现营业收入 1650 亿元,净利润约 44 亿元。兵器工业 09 年剔除投资收益的营业利润约为 30 亿元。在过去 3 年保持了约 30%的复合增长率。由于历史原因,汽车和摩托车收入占兵器装备集团营业收入的 57%左右,因此集团经营业绩受经济周期影响相对大一些。因此,2008 年营业收入增速下降,而 09 年营业收入和利润水平出现大幅提升。

兵器装备集团提出“211”战略。2009 年,中国兵器装备集团公司提出“211 战略”,

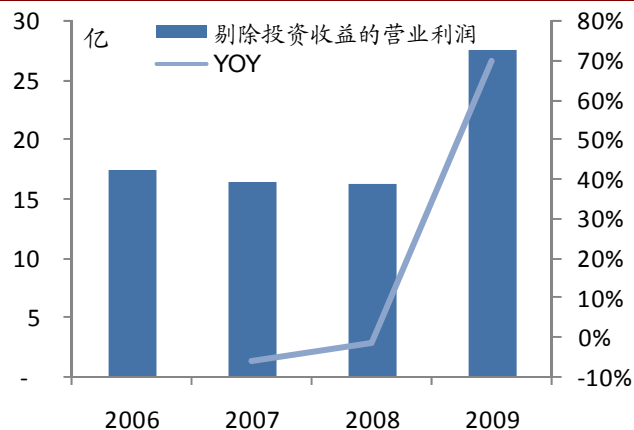
争取到 2015 年，在 2009 年的基础上实现利润翻两番，达到 200 亿元以上，员工人均收入翻一番，达到 6 万元以上。营业收入翻一番，达到 3800 亿元，做强做大军品、车辆、新能源、装备制造四大主业板块，全面打造具有国际竞争力的军民结合型企业集团。

图27：06-09年兵器装备集团净利润和净利润率



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图28：06-09年兵器装备集团剔除投资收益的营业利润



资料来源：公司公告、招商证券研发中心

2、航天军工板块资产证券化逐步深化

（1）航天军工资产整合空间大

2007 年以来，原国防科工委、国资委、发改委颁布了一系列关于军工企业股份制改造的政策，启动了新一轮的国防科技工作投资体制改革。在这样的大背景下，各大军工集团开始将军工资产注入上市公司，并希望通过资产证券化的过程，充分发挥资本平台的融资功能，提高效率，实现资源的优化配置。

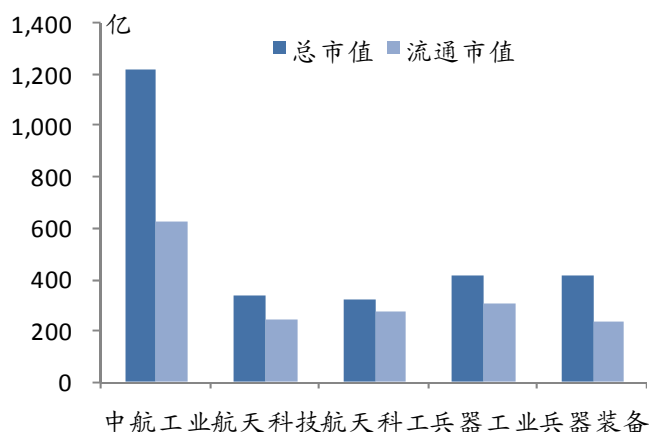
表 5：近年来涉及我国国防工业资产证券化的政策

政策文件	颁布时间	颁布部门	涉及领域
《军工企业股份制改造实施暂行办法》	2007 年	科工委	投资体制改革制度设计
《国防科工委关于非公有制经济参与国防科技工业建设的指导意见》	2007 年	科工委	投资体制改革制度设计
《深化国防科技工业投资体制改革的意见》	2007 年	科工委	投资体制改革制度设计
《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》	2007 年	科工委 发改委 国资委	投资体制改革制度设计
《关于推进军工企业股份制改造的指导意见》	2007 年	科工委 发改委 国资委	投资体制改革制度设计

资料来源：相关政府网站，招商证券研发中心

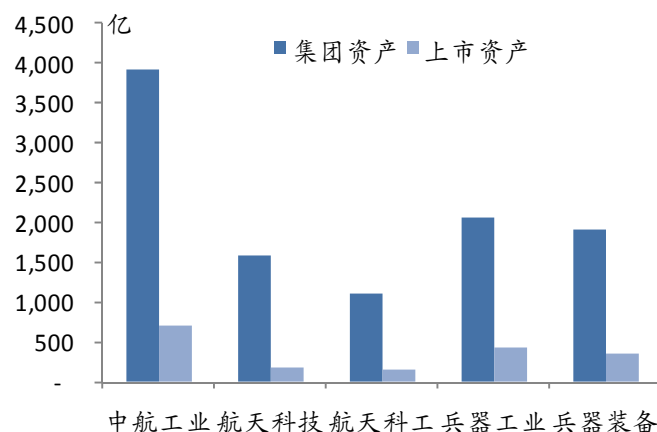
航空工业在此轮资产整合浪潮中率先启动。中航工业明确提出了“专业化整合、资本化运作”的思路，并提出“三年子公司层面上市，五年整体上市”的目标。目前，中航工业旗下 A 股上市公司的总市值约 1,219 亿元，流通市值约 624 亿。上市公司总资产约 710 亿，营业收入约 357 亿，约占集团总资产和营业收入的 20%。

图29: 军工集团A股上市的总市值和流通市值



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

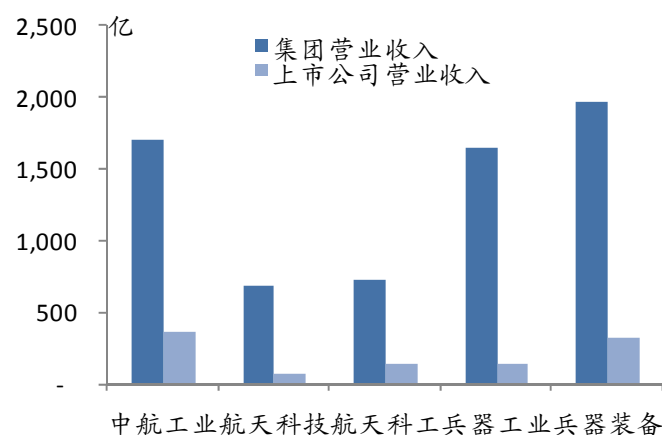
图30: 09年军工集团与上市公司资产比较



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

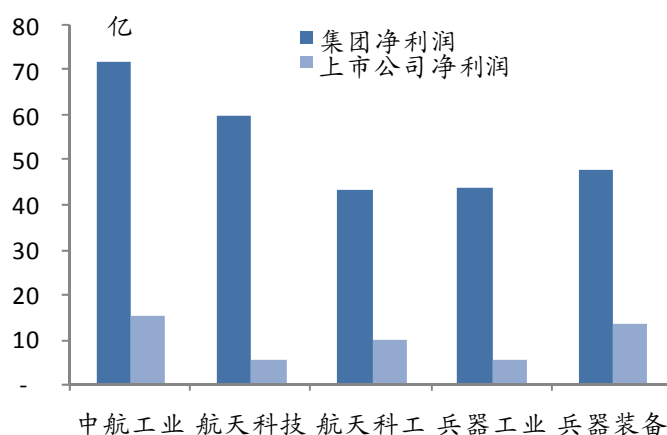
后续资产整合为航天军工上市公司的外延式发展成为可能。到目前为止, 中航工业也仅完成了约 20% 的资产注入工作。兵器工业集团尽管上市公司资产占总资产比例为 21%, 但营业收入占比仅为 9%。航天科技和航天科工集团上市公司资产占集团总资产的比力也只有 11%、13%。各军工集团大部分核心军品制造任务仍然不在上市公司中, 大量未注入上市公司的后续资产, 为 A 股航天军工上市公司通过后续资产注入实现外延发展提供了机会。

图31: 军工集团A股上市的总市值和流通市值



资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

图32: 09年军工集团与上市公司资产比较



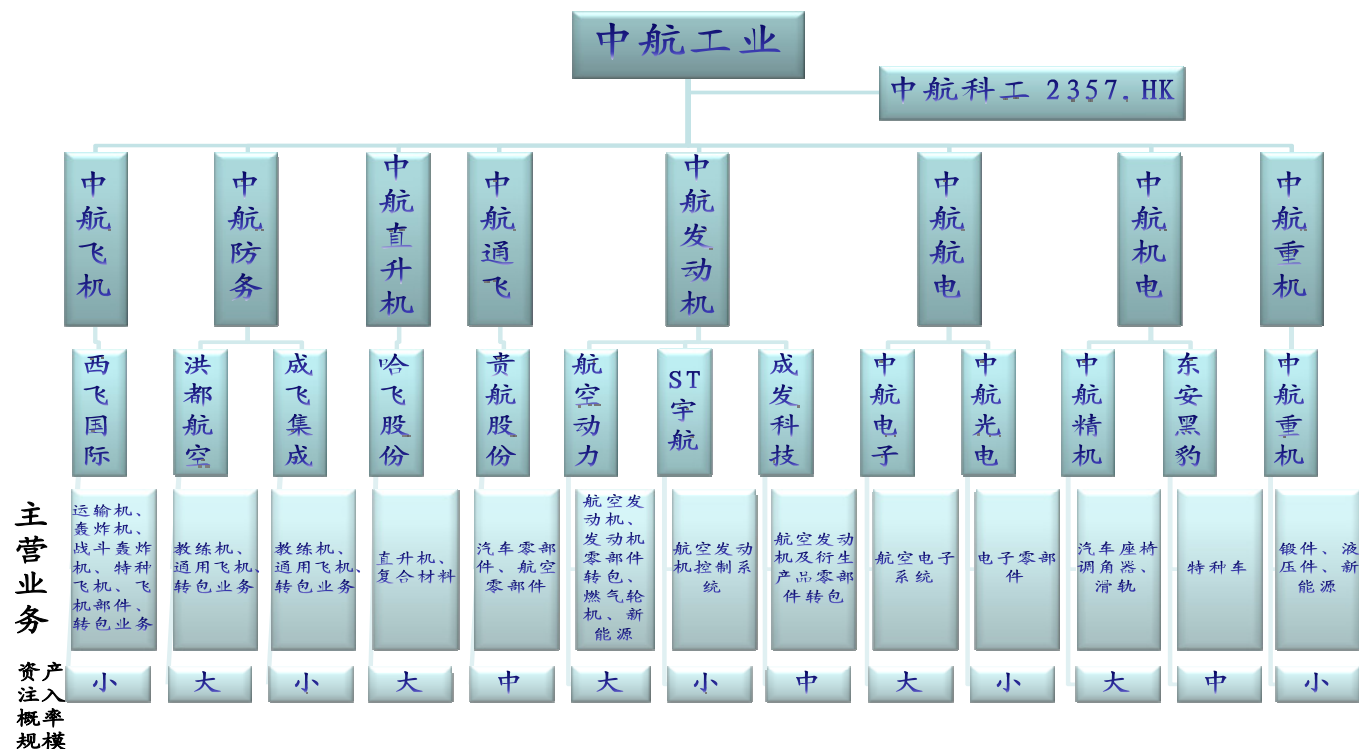
资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

(2) 中航工业资产整合进入攻坚阶段

中航工业集团资产整合进入攻坚阶段。中航工业已经通过西飞国际 (000768) 基本实现了中航飞机公司的整合。原来中航系统公司被分为中航航电和中航机电两家公司, 中航航电旗下有中航电子 (600372) 和中航光电 (002179), 中航机电旗下有中航精机 (002013) 和东安黑豹 (600760)。中航精机 (002013) 有成为中航机电平台的可能。中航航电正在实施中航电子的资增发项目, 中航电子注入 6 家航电企业后, 中航航电公司的资产也基本整合完毕。随着部分子公司资产整合后, 剩下的上市公司争取对集团资源的争夺更加激烈, 可以说, 2010 年中航工业的资产整合进入攻坚阶段。

市场下跌或有助于实施资产注入。2010 年发动机公司旗下的航空动力（600893）和直升机公司旗下的哈飞股份（600038）都有可能实施资产注入，只是股价处于市场和公司间的博弈状态，如果市场下跌反而增加资产注入可能性。

图33：中航工业航空制造业务板块



数据来源：公司网站、招商证券研发中心

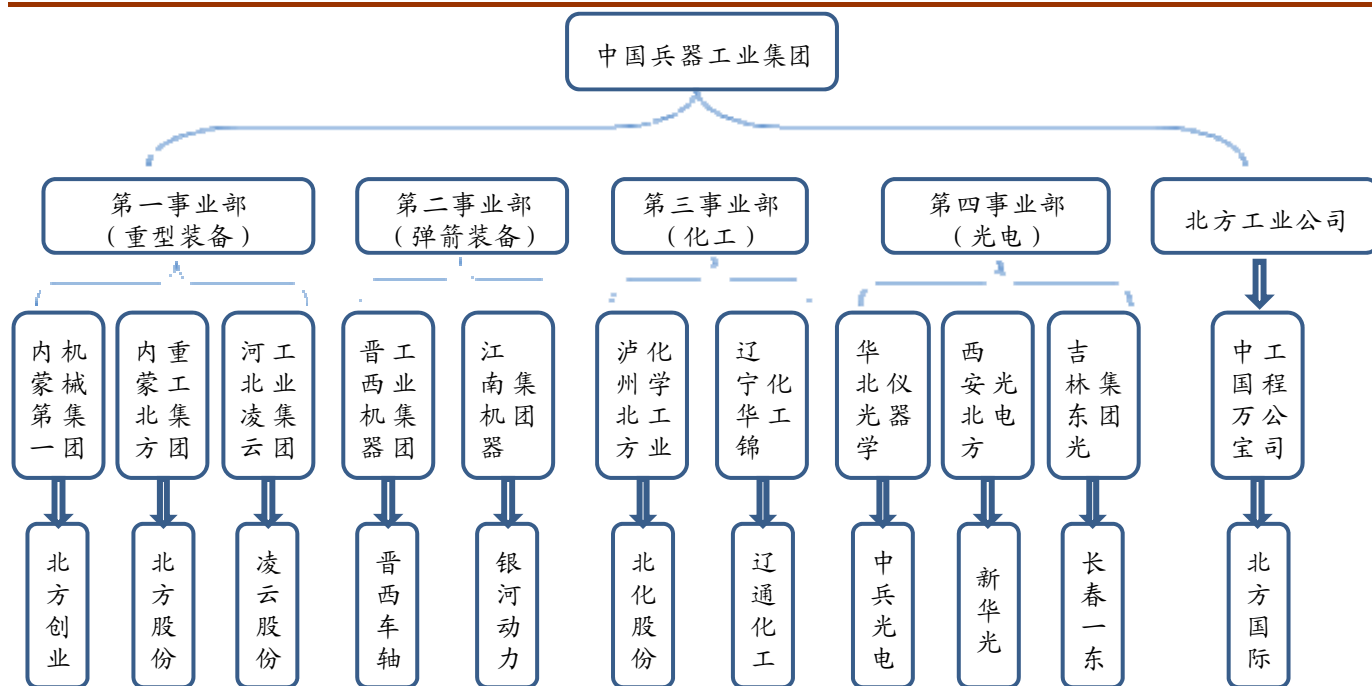
表 6：中航工业旗下上市公司资本运作情况

股票代码	股票简称	所属板块	09-10 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
2357.HK	中航科工	中航工业	置换汽车资产，注入中航光电；收购航电资产	高	高
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	低	中等
600391.SH	成发科技	中航发动机公司	增发，收购	高	中等
600372.SH	中航电子	中航系统公司	注入上海机电、兰州万里，后续继续注入 6 家航空电子资产	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	低	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	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
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

(3) 兵器工业资产整合逐渐启动

图34：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

兵器工业集团资产整合思路逐步清晰，计划用 3 年多时间把 110 个左右的子公司按照“专业化、地域化、产研结合”的思路整合为 28 个子集团，并从中打造十几个在国家层面有重要地位、在市场上有重要话语权和影响力的行业领先者。基于此，2009 年兵器工业集团对组织架构进行了调整，撤销了第三、第四事业部，成立了若干个专业化工子集团，例如：以中兵光电为平台的惯导公司，以新华光为平台的光电公司。我们预计下半年，兵器工业集团仍将推进银河动力重组，与徐工科技的资本运作也是集团重点任务。

(4) 航天工业资产整合等待路径突破

航天工业资产注入上市公司的进程慢于航空工业和兵器工业，目前，航天科技集团在上市公司里的资产约 168 亿，仅占航天科技集团总资产的 11%。上市公司 09 年营业收入和净利润分别为占集团的 10%、9%。航天科工集团在上市公司里的资产约 151 亿，占航天科工集团总资产的 13%。航天工业资产证券化程度最低的一个重要原因是：航天工业以研究所为主，研究所作为事业单位进入上市公司有一系列的制度约束。我们相信，随着时间推移，航天工业资产证券化趋势不可逆转。换句话说，航天企业的资产注入预期会随着时间推移，越来越强，导致公司的估值水平是一个上升趋势。

三、A 股航天军工上市公司特点和机会

1、航天军工 A 股上市公司投资特点

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（详见附录）。航天军工在 A 股上市的有以下特点：1、估值水平较高；2、主题投资机会多；

表 7：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

（1）资产整合预期是航天军工高估值的重要原因

军工板块的估值普遍高于普通制造业的股票。A 股市场上，主机制造并有资产注入预期的公司动态 PE 可以到 80-100 倍左右，例如洪都航空、哈飞股份。而在 08 年的熊市最低点的时候，航天军工板块的估值水平也在 35-40 倍左右。我们认为我国正处在国防工业资产证券化的过程中，资产整合预期是航天军工板块估值高的重要原因。

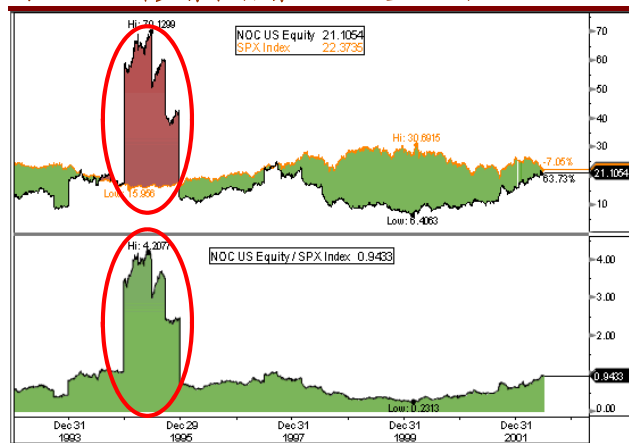
表 8、美国航空工业的兼并（1994-1998 大于 5 亿美元的项目）

并购方	被并购方	价值（亿美元）	时间
Loral	IBM Federal Systems	15.75	1994.3
Northrop	Grumman	21.00	1994.3
Lockheed	Martin Marietta	>90.00	1995.3
Rolls-Royce	Allison Gas Turbine	5.25	1995.3
Loral	Unisys Defense Operation	8.62	1995.5
E-Systems	Raytheon	23.00	1995.6
Northrop Grumman	WE System	36.00	1996.3
Lockheed Martin	Loral	95.00	1996.4
Boeing	Rockwell Aerospace & Defense	30.25	1996.12
Boeing	McDonnell Douglas	133.00	1997
Raytheon	Texas Instruments Defense Business	29.50	1997
GM	Hughes Defense Business Raytheon	95.00	1997
GEC	Tracor	14.00	1998

资料来源：招商证券研发中心整理

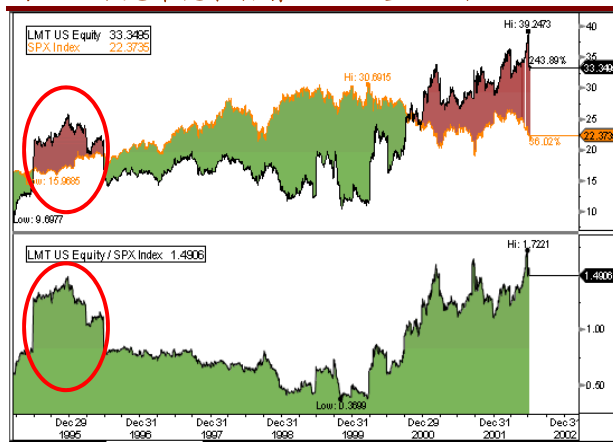
为了更好的理解资产重组对公司估值水平的影响，我们回顾了美国在 1993 年开始的国防工业大规模合并重组浪潮，在 1994-1998 年间，大于 5 亿美元的并购项目就有 13 起。在资产重组预期强烈的时候，美国航空航天上市公司，例如：波音、洛克希德、诺思罗普等公司的 PE 水平无一例外高于市场基准(此处选择标普 500 指数作为市场基准)。

图35：诺斯罗普和标普500历史PE比较



资料来源：Bloomberg、招商证券研发中心

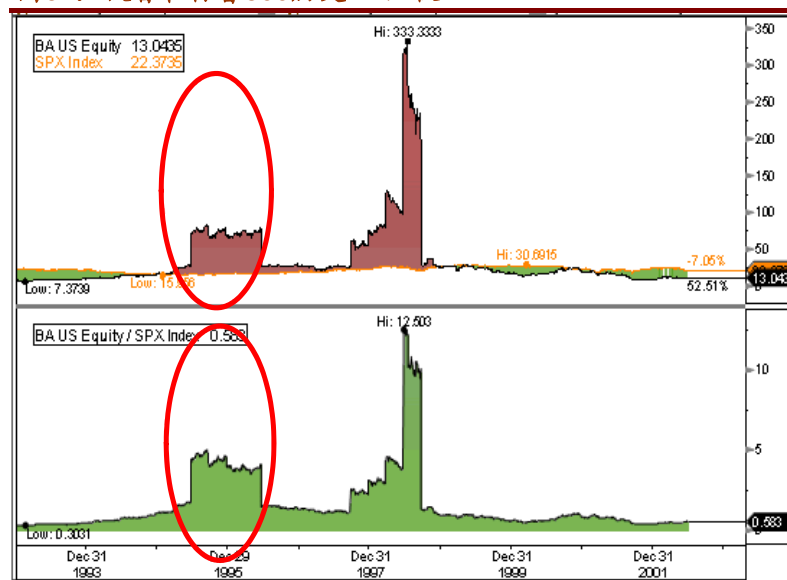
图36：洛克希德和标普500历史PE比较



资料来源：Bloomberg、招商证券研发中心

波音公司在 1996 年底收购 Rockwell Aerospace & Defense，公司的 PE 水平在 1996 年间维持在 60-80 倍，是当时标普 500 平均 PE 的 3-5 倍。在 1997 年收购麦道公司期间，甚至到达市场标准 14 倍，这样一个惊人的高度。无独有偶，洛克希德公司在在马丁公司期间，PE 也到过 25 倍，是标普 500 平均 PE 的 1.5 倍。诺斯罗普 1996 年初收购 WE System 的前夕，公司 PE 也到过 70 倍左右，是标普 500 平均 PE 的 4 倍。

图37：波音和标普500历史PE比较

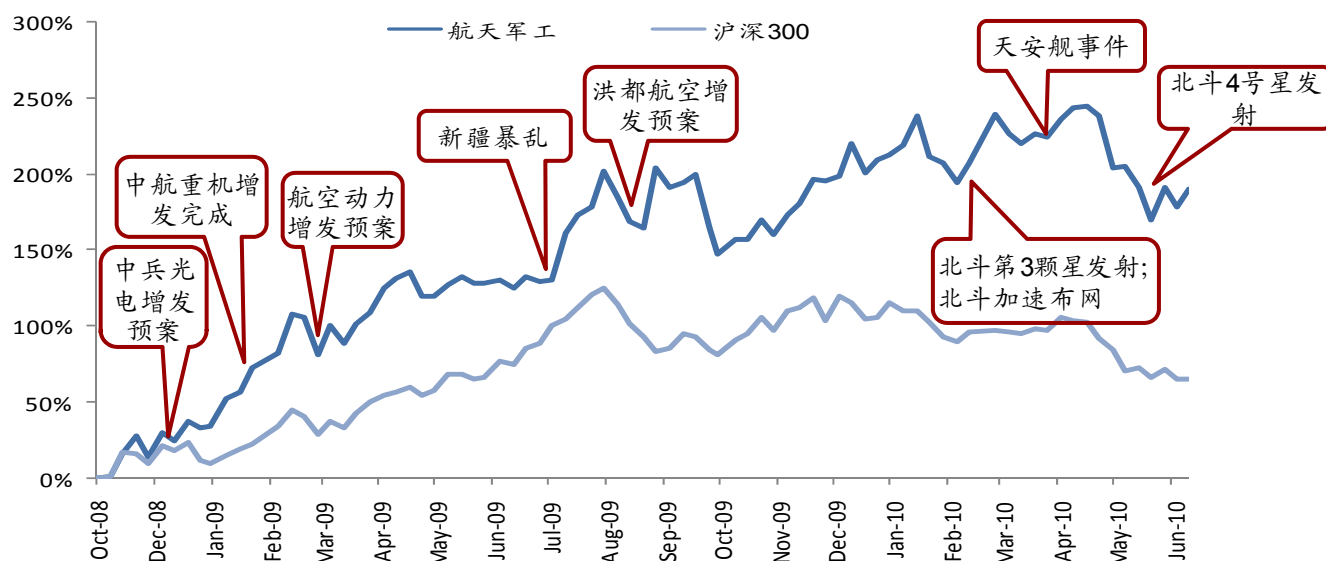


数据来源：招商证券研发中心

根据前面的分析我们认为，即便在美国市场上，当航天国防企业有明确的资产重组预期时，市场还是倾向于给出高于市场基准的估值水平。因此，A 股市场上有资产注入预期的航天军工上市公司估值为市场平均估值的 2-3 倍是可以理解的。

(2) 主题事件投资机会多

图38: A股航天军工股票与沪深300涨幅比较



数据来源: 招商证券研发中心

A股航天军工板块的主题投资机会比较多。我国国家安全形势复杂,国内面临台独、疆独、藏独的威胁,周边热点地区比较多,例如朝鲜问题、中日东海争端、南海主权之争,美国在我国周边保持军事压迫态势。航天军工类的上市公司主要客户就是军方,因此当出现突发事件或热点地区局势紧张时刻,航天军工板块或将有主题性投资机会。在09年新疆暴乱和10年朝韩天安舰事件发生时,都出现航天军工板块行情。此外,当军工上市公司有增发融资和资产注入的需求时,都会给航天军工板块带来主题性投资机会。下半年可能的股价催化剂:航空动力、哈飞股份实施增发;中航电子复牌;美军航母进入黄海演习;珠海航展;L-15获得大额订单;其他突发性危机事件。

2、航天军工A股上市公司估值水平

表9: 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	09EPS	10EPS (E)	11EPS (E)	09PE	10PE	11PE	PB	ROE (TTM %)	市值(亿)
西飞国际	11.18	0.17	0.22	0.26	65.8	50.8	43.0	3.1	3.6%	277
洪都航空	33.00	0.35	0.36	0.43	94.8	92.6	76.5	5.9	11.2%	116
博云新材	19.39	0.12	0.19	0.31	161.6	102.1	62.5	7.7	5.4%	41
航空动力	28.23	0.38	0.48	0.65	74.3	58.8	43.4	4.2	4.6%	154
哈飞股份	24.08	0.21	0.29	0.34	114.7	83.0	70.8	6.0	5.9%	81
中航重机	13.71	0.35	0.40	0.49	39.5	34.0	27.9	4.2	12.2%	107
中航精机	12.26	0.18	0.25	0.34	67.0	48.5	36.3	4.7	8.7%	20
中兵光电	13.18	0.24	0.26	0.29	55.1	51.6	44.9	4.9	8.1%	98
航天电子	11.74	0.25	0.28	0.39	47.0	41.9	30.0	3.1	6.5%	95
中国卫星	19.20	0.28	0.34	0.40	68.6	57.3	48.0	8.3	12.2%	135
平均					65.2	54.1	43.5	4.3	7.6%	1126

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 39: 航天军工行业历史PEBand

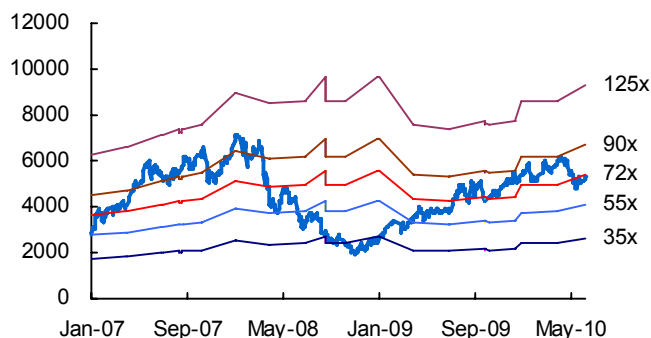
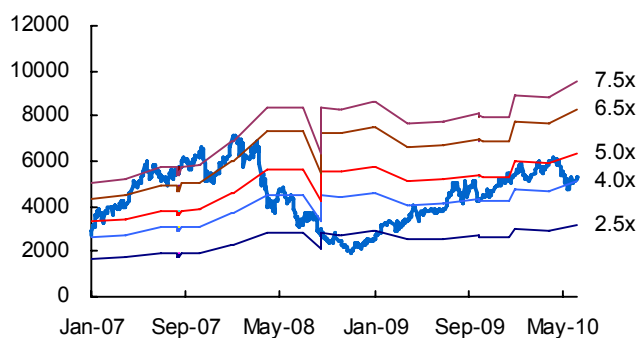


图 40: 航天军工行业历史PBBand



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 10: 国际主要航天军工上市公司比较

股票名称	国家	10EP S(E)	11EP S(E)	09PE	10PE	11PE	PB	PS	市值(亿 美元)	最新价
BOEING CO	US	3.9	4.8	32.5	16.2	13.0	18.0	0.8	706	62.6
HONEYWELL	US	2.5	3.0	12.3	16.5	13.6	3.9	1.1	484	41.0
GE DYNAMICS	US	6.6	7.0	10.1	9.7	9.0	2.4	1.0	371	63.6
NOR GRUMMAN	US	6.0	6.9	10.5	9.7	8.4	1.6	0.6	282	58.3
RAYTHEON	US	5.0	5.3	10.0	10.2	9.6	2.1	0.9	274	51.0
BAE SYSTEMS	GB	0.4	0.4		7.4	7.3	2.7	0.6	291	319.9
ROLLS-ROYCE	GB	0.4	0.4	4.9	15.3	13.9	2.4	0.9	184	590.5
FINMECCANICA	IT	1.2	1.3	6.0	7.7	7.0	0.9	0.2	170	9.0
LOCK MARTIN	US	7.3	7.8	9.5	10.7	10.1	7.8	0.7	487	78.1
EMPRESA	BZ	0.4	0.8	7.5	26.2	11.9	1.5	0.8	58	9.4
EADS NV	NE	0.6	1.0		26.7	16.6	1.4	0.3	518	17.1

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)

小卫星制造和卫星应用业务均保持增长。卫星制造领域,新介入的卫星电源业务在 2010 年约新增 1 个亿左右的收入,小卫星制造由于订单增加和卫星单价的上升继续保持 15% 左右的增长。卫星应用领域仍然以数据和图像传输业务增长最快,未来 2-3 年依然可以保持 30% 左右的增速。导航业务随着北斗 2 代组网加速,收入增速将提高到 20% 左右。

北斗导航即将进入产业化快速成长阶段:目前,北斗入网用户突破 4 万,累计提供定位服务 2.5 亿次,通信服务 1.2 亿次,授时服务 2500 万次,系统运行可靠性达到 99.98%。我国北斗系统主要客户是政府部门,估计终端装备套数约 5 万套,按每台均价 1.5 万元估算,市场规模约在 7.5 亿元左右;随着北斗系统第 2 阶段组网完成,北斗导航系统将进入产业化快速成长阶段;

公司产品涉及北斗设备制造产业链的大部分环节:尽管北斗导航卫星基于“东方红”大

卫星研制平台，但公司配套研制宇航级导航系统和卫星电源。公司同时为北斗导航系统建设地面站。在用户端领域，公司旗下星地恒通、西安恒星、北京恒星三家公司均有终端产品进入了特殊用户的采购名录；

公司作为设备制造商率先受益北斗导航系统组网：我们认为未来十年内，设备制造商最先开始从北斗卫星导航系统受益，覆盖多个产业链环节的公司有望获取更多市场份额。公司首先受益北斗系统组网加速。仅特定用户导航终端的市场规模保守估计有 80-100 亿左右，按目前公司占 30% 市场份额估算，公司将新增收入 30 亿左右，预计 2011 年北斗二代用户终端就可以产生收益；

重申“强烈推荐-A”投资评级：航天产业是 21 世纪最具活力的行业，公司随着北斗系统加速布网，长期增长性十分确定，公司拥有高垄断性航天核心资产，随着改革深入，资产整合预期不断增强，估值水平将推移逐步提高。预计 10、11、12 年 EPS 分别是 0.35、0.43、0.53 元，公司应该享受高于平均水平的估值，上调 6 个月目标价为 22-25 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 11：中国卫星财务数据和估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1994	2407	2926	3517	4308
同比增长	97%	21%	22%	20%	22%
营业利润(百万元)	206	216	283	347	435
同比增长	91%	4%	31%	22%	25%
净利润(百万元)	176	196	245	300	376
同比增长	100%	12%	25%	22%	25%
每股收益(元)	0.10	0.14	0.35	0.43	0.53
PE	185.0	138.2	55.2	45.1	36.0
PB	22.3	16.7	7.5	6.8	6.0

数据来源：招商证券研发中心

(2) 博云新材 (002297)

航空刹车片新产品投入市场保持未来增速：尽管航空刹车片 09 年增速只有 6%，但这块业务在 2010-2012 年将进入高速增长。主要原因是：空客 A320 配套的碳碳刹车片最迟 2011 年将产生收入。为配套第 3 代战机的碳碳刹车副也将投入使用。配套波音 737 的粉末冶金刹车片将进入国航、东航等新市场；

汽车刹车片订单超预期保证公司高速成长：受益国内汽车市场繁荣。该业务 09 年收入 5,221 万元，同比增 37%，超出我们预期。出口业务订单量也超预期，Brakes USA 的供货量将由 2010 年 40 集装箱增加到 2013 年 375 集装箱，销售额由 0.2 亿元增至 1.7 亿元。高毛利率环保型汽车刹车片占比提高带动整体利润率水平提升。预计汽车刹车片将在未来 3 年保持 60-70% 复合增长率；

航天复合材料和高性能模具材料也将保持增长：我国航天活动在 09 年出现意外下滑后将恢复增长，公司航天复合材料业务也将恢复稳定增长。公司高性能模具材料已经逐步被市场认可，正处在一个逐步增长阶段；

航空刹车副的国际合作是新看点：公司掌握大飞机刹车副研制的核心技术。在我国投入巨资研发大飞机的背景下，公司正积极联系国际航空制造巨头联合竞标参与大飞机项目。如果成立合资公司，公司不仅可以加快在国内航空市场的进口替代步伐，还将为公司产品获得国际适航认证奠定更好基础；

维持“强烈推荐-A”投资评级：在我国经济结构调整大背景下，公司业务符合国家大力扶持新材料产业的战略，及航空、汽车国际产业转移趋势。环保刹车片已经获得国际认可，刚刚开始高速增长期。此外，公司与国际航空制造巨头合作项目也十分值得期待。像公司这样掌握核心技术，在高速成长期的中小板公司应该给予更高估值水平，预计 10、11、12 年 EPS 为 0.19、0.31、0.46 元，6 个月目标区间为 20-22 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 12：博云新材财务数据和估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	164	173	228	362	533
同比增长	-1%	5%	32%	59%	47%
营业利润(百万元)	27	21	46	76	117
同比增长	-19%	-22%	119%	68%	53%
净利润(百万元)	25	26	40	66	99
同比增长	-9%	2%	55%	64%	51%
每股收益(元)	0.12	0.12	0.19	0.31	0.46
PE	164.3	160.6	103.3	63.2	41.9
PB	6.3	3.9	7.4	6.8	6.1

数据来源：招商证券研发中心

(3) 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。

航空发动机及衍生产品保持稳定增长：公司航空发动机主要产品是配套歼轰 7 的秦岭发动机和“太行”的关键零部件，航空衍生产品主要是工业和舰用燃气轮机 QD280/QC280。由于我军军事训练强度提高，对航空发动机需求量增加，此外，秦岭发动机维修业务和舰用燃气轮机新增订单也是公司业绩得保证。2010 年航空发动机及衍生产品依然将保持 15-18% 的增长；

航空外贸产品出现复苏趋势：我们在 2010 年度策略报告中预测，今年我国航空企业外贸转包业务将出现复苏反弹。根据 1 季度的情况，公司航空发动机外贸转包业务已经出现了明显的复苏趋势。09 年尽管在交付上出现明显下滑，但 09 年新签订单约 4.7 亿美元，创历史新高。10 年的 1 季度公司交付情况良好，同比上升 50% 以上。航空外贸产品复苏是 1 季度业绩增长的重要原因，同时也为公司实现 2010 年全年计划打下良好基础，预计 2010 年公司航空外贸转包将超过 2008 年 2 亿美元的水平；

发动机公司主机制造的唯一资本平台，仍在等待资产注入合适时机：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，公司增发完成后，第一步可能注入的资产标的是株洲南方集团和贵州黎阳集团。公司目前仍在耐心等待合适的注入时机。近期市场下调，反而有利于公司实施资产注入公司在借壳上市时。

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。

表 13: 航空动力财务数据和估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4169	5126	6050	7253	8703
同比增长	214%	23%	18%	20%	20%
营业利润(百万元)	147	182	259	332	443
同比增长	126%	24%	42%	28%	33%
净利润(百万元)	118	155	206	264	352
同比增长	332%	31%	33%	28%	33%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.38	0.48	0.65
PE	105.9	99.3	74.6	58.2	43.7
PB	8.3	4.2	4.1	3.9	3.7

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。

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。
- 5、《航天军工行业 2010 年度投资策略-投资中国的和平与崛起.doc》2009/12/6, 介绍了 2010 年投资策略, 给予航天军工“推荐”投资评级。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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，机械军工行业分析师，曾获 2009 年《新财富》机械行业最佳分析师第一名（小组）。

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。