

军工

署名人: 真怡

S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	30
总市值(亿元)	2389
占A股比例(%)	0.88%
平均市盈率(倍)	62

行业表现

(%)	1M	3M	6M
军工	11.23	24.99	13.34
上证综合指数	7.58	8.6	-2.85



相关报告

军工行业 2009 年投资策略报告: 风险中寻机遇、近忧下看远略

军工行业 2010 年投资策略报告: 重组预期依然多, 军工业务看新装

军工行业 2010 年下半年投资策略报告: 关注战略新兴产业政策背景下的变革和发展

军工行业月报

看好

8 月行情火热过后估值压力较大

投资要点:

➢ 8 月份以来军工行业处于比较明显的反弹行情, 整体行情超越大盘, 军工行业的估值水平提升到 62 倍。8 月以来涨幅最大的 3 支股票为成飞集成、海特高新和北方股份, 表现最弱的 3 支股票为航天长峰、航天信息、航天动力; 1-8 月涨幅最大的 3 支股票为成飞集成、中国卫星、四创电子; 1-8 月涨幅最小的 3 支股票为西飞国际、航天通信和航天信息。本月行情的催化剂主要有航空动力、中国重工的重组复牌, 美韩、美越联合军演等。后续行业内较有催化剂作用的事件如中航电子复牌、航空航天展以及战略性新兴产业规划、低空领域政策等相关产业政策。

➢ 中报季结束, 从整个行业盈利数据来看, 好于 09 年同期, 10 年 1-6 月军工行业营业收入同比增长约 27%, 毛利率基本持平, 期间费用率下降近 1 个百分点, 归属母公司股东的净利润同比增长近 40%。从行业整体数据来看, 期间费用率的下降是营业利润和净利润增长的重要因素之一。

➢ 对于军工股的投资思路, 我们仍然是抓住两个重点: 重组分析和产业分析。

➢ 对于重组, 我们寻找重组预期较强的公司。我们以各大集团的发展战略入手, 关注各集团发展战略中整合调整思路和管理架构的变化, 按整合思路明确程度和执行难易程度排序, 我们认为依次为中航工业集团、兵器工业及兵装集团、航天科技集团和航天科工集团、电子科技集团。具有较明确重组预期的公司如中航工业下的哈飞股份、中航精机等, 兵器工业集团的新华光等, 航天科技集团的航天电子和中国卫星, 航天科工集团的航天科技、航天晨光等, 电子科技集团的四创电子。

➢ 继续关注具有新产品增长点和产业发展空间较大的公司, 我们选择航空发动机、直升机、卫星和军工电子领域作为关注的重点。

➢ 维持行业“看好”评级。军工行业调整中不断走高, 我们认为短期估值压力较大。我们认为可以长期关注: 受益于行业变革的公司, 主要有航空动力、哈飞股份、航天电子、中国卫星等等; 具有业务增长点和产业发展空间的公司, 主要有哈飞股份、航空动力、中国卫星、航天电子、四创电子等。

➢ 风险提示: 行业内公司重组路径可以分析, 但重组时间和具体方案对公司业绩的影响具有不确定性。

股票代码	重点公司	EPS09A	EPS10E	EPS11E	EPS12E	PE09A	PE10E	PE11E	PE12E	投资评级
600118	中国卫星	0.28	0.34	0.40	0.45	79.40	64.53	55.60	48.53	推荐
600879	航天电子	0.25	0.26	0.33	0.39	50.39	48.60	37.76	31.95	推荐
600893	航空动力	0.35	0.33	0.45	0.52	87.10	91.10	68.48	58.46	推荐
600038	哈飞股份	0.24	0.28	0.29	0.31	128.72	111.27	107.22	97.66	推荐
600765	中航重机	0.50	0.42	0.45	0.55	29.29	35.42	32.53	26.87	推荐
600990	四创电子	0.57	0.40	0.46	0.56	79.29	113.50	98.58	81.22	推荐
600316	洪都航空	0.56	0.57	0.60	0.73	89.71	87.02	82.92	68.91	推荐
600523	贵航股份	0.36	0.42	0.51	0.63	53.15	45.68	37.78	30.51	中性
002179	中航光电	0.44	0.36	0.42	0.50	31.92	39.49	33.59	28.36	中性

1、2010 年 8 月份军工行业走势

8 月份以来军工行业处于比较明显的反弹行情，整体行情超越大盘，军工行业估值水平提升到 62 倍。

8 月以来涨幅最大的 3 支股票为成飞集成、海特高新和北方股份，表现最弱的 3 支股票为航天长峰、航天信息、航天动力；1-8 月涨幅最大的 3 支股票为成飞集成、中国卫星、四创电子；1-8 月涨幅最小的 3 支股票为西飞国际、航天通信和航天信息。

表 1 行业内主要上市公司 2010 年 8 月走势情况

证券代码	证券简称	2010 年 8 月份涨跌幅 %	相对上证指数 8 月份涨跌幅 %	1-8 月涨跌幅 %	1-8 月相对上证指数涨跌幅 %	8 月份换手率 %
002190.SZ	成飞集成	119.41	119.36	344.66	364.14	287.05
002023.SZ	海特高新	28.97	28.92	25.39	44.87	54.21
600262.SH	北方股份	25.76	25.71	14.45	33.92	159.79
600184.SH	新华光	24.45	24.40	17.67	37.15	103.19
600038.SH	哈飞股份	24.15	24.10	45.90	65.38	41.04
000901.SZ	航天科技	20.36	20.31	13.52	33.00	93.17
600391.SH	成发科技	19.15	19.10	4.09	23.56	172.01
002265.SZ	西仪股份	18.48	18.43	-14.58	4.89	187.01
600893.SH	航空动力	18.13	18.08	17.66	37.14	57.64
600501.SH	航天晨光	15.80	15.75	10.98	30.46	115.03
600677.SH	航天通信	15.61	15.57	-17.08	2.40	95.34
002013.SZ	中航精机	15.20	15.15	43.90	63.38	86.61
600316.SH	洪都航空	14.24	14.19	50.05	69.52	19.18
600879.SH	航天电子	9.97	9.92	9.78	29.26	97.79
600118.SH	中国卫星	9.48	9.43	82.41	101.89	118.01
002025.SZ	航天电器	9.12	9.07	-7.76	11.71	81.03
000738.SZ	ST 宇航	8.94	8.89	4.28	23.76	69.77
002179.SZ	中航光电	8.34	8.29	1.05	20.53	68.06
600151.SH	航天机电	5.13	5.08	16.83	36.31	73.13
600435.SH	中兵光电	4.47	4.43	-4.82	14.66	125.91
600990.SH	四创电子	3.80	3.75	74.26	93.73	29.28
600765.SH	中航重机	3.73	3.68	0.31	19.79	75.74
002151.SZ	北斗星通	3.24	3.19	28.34	47.82	52.47
000768.SZ	西飞国际	3.05	3.00	-20.07	-0.60	29.76
600967.SH	北方创业	2.60	2.55	18.12	37.60	53.49
600523.SH	贵航股份	1.81	1.76	19.99	39.47	82.97
600372.SH	*ST 昌河	0.00	-0.05	0.00	19.48	
600343.SH	航天动力	-4.17	-4.22	61.85	81.33	31.10
600271.SH	航天信息	-6.21	-6.26	-14.78	4.70	22.70
600855.SH	航天长峰	-8.63	-8.68	13.00	32.48	152.35

资料来源：WIND 中投证券研究所

2、中报情况回顾和行业资讯

2.1 中报业绩回顾

10 年 1-6 月军工行业营业收入同比增长约 27%，毛利率基本持平，期间费用率下降近 1 个百分点，归属母公司股东的净利润同比增长近 40%；10 年中期行业营运能力指标变动不大，偿债能力指标略降；经营性现金流状况低于去年同期。

从行业整体数据来看，期间费用率的下降是营业利润和净利润增长的重要因素之一。而在去年中期，期间费用增速较大抑制了营业利润增速。

表 2 10 年中报军工行业盈利能力、成长性、运营能力及偿债能力同比变化情况

净资产收益率同比变动百分点	毛利率同比变动百分点	期间费用率变动百分点	营业收入增长率	营业利润增长率	归属母公司股东的净利润增长率	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益增长率
0.7	-0.02	-0.94	27.46%	47.00%	39.58%	57.53%
存货周转率变动 (1次)	应收帐款周转率变动 (1次)	总资产周转率变动 (1次)	流动比率变动	速动比率变动	资产负债率变动百分点	经营性现金流增长率
0.17	0.04	0.02	-0.01	0.03	-0.23	-62.99%

资料来源：WIND 中投证券研究所

在统计的 30 家行业内公司中，收入增长的共有 23 家，超去年同期 19 家增长的情况，其中增速在 30%及以上的有 13 家，这也超过了去年同期数据；净利润增长有 22 家，也多于去年 19 家净利增长的情况，其中增速超过 30%的有 14 家，去年增速超过 10%的也就 14 家；行业内超过一半的个股中期每股收益高于 09 年同期数，其中，超出 30%以上的有 12 家，这个数据少于净利增长的家数主要是部分公司送转股后摊薄的结果。

业绩同比增长的原因较多，但我们注意到收入增长、毛利率提升及费用率降低的因素居多，而由于投资收益、坏账冲回等及重组因素的增长并不是太多。由于行业内企业军品业务结算周期等因素，中期业绩的情况不一定代表全年的趋势，我们仍需关注后续基本面的变化。

表 3 09 年中期经营状况

证券代码	证券简称	股本同 比增幅 %	EPS		每股经营活动现金流			10 年 1-6 月收入增 幅%	10 年 1-6 月净利润 增幅%	影响中期业绩的主要因 素
			1-3 月 EPS	1-6 月 EPS	中期同 比增幅 %	中期现 金流	中期同比增 幅%			
000768.SZ	西飞国际	0.00	0.00	0.05	337.67	-0.45	0.00	34.72	337.37	上年计提坏帐准备、毛 利率提升、飞机交付较 多
000901.SZ	航天科技	12.90	0.01	0.15	10.76	-0.2	-233.33	50.40	10.77	
002013.SZ	中航精机	30.00	0.07	0.10	-7.14	0.14	151.79	47.55	20.74	
002023.SZ	海特高新	56.89	0.06	0.10	-33.33	0.02	300.00	-12.77	5.47	
002025.SZ	航天电器	0.00	0.09	0.17	13.33	-0.02	-300.00	29.93	10.87	
002151.SZ	北斗星通	0.00	0.08	0.19	-24.00	-0.63	-672.73	-0.54	-22.28	

600038.SH	哈飞股份	0.00	0.00	0.07	45.04	0.25	565.60	14.33	44.95	费用率和减值损失率降低
600118.SH	中国卫星	100.00	0.08	0.12	-40.00	-0.31	50.00	30.13	16.67	
600151.SH	航天机电	0.00	0.02	0.09	342.86	-0.16	-622.33	247.56	335.62	光伏电池、汽车零部件业务爆发式增长
600271.SH	航天信息	0.00	0.17	0.44	29.41	0.12	-71.43	39.65	31.27	防伪税控机和税控收款机收入增长，费用率降低
600316.SH	洪都航空	0.00	0.08	0.15	33.01	-0.62	-509.45	-3.72	33.04	投资收益大幅增加
600343.SH	航天动力	0.00	0.02	0.05	46.81	-0.23	67.42	40.46	46.71	液力变矩器和电机收入增长
600391.SH	成发科技	0.00	0.01	0.20	-41.18	0.77	-21.11	3.45	-40.78	毛利率下滑
600435.SH	中兵光电	67.18	0.02	0.14	0.00	-0.03	-50.00	53.39	66.90	并入河南万象和泰兴航联以及伊春矿业
600501.SH	航天晨光	0.00	0.01	0.08	40.11	0.19	171.43	10.02	31.48	投资收益大幅增加
600523.SH	贵航股份	0.00	0.05	0.17	-15.00	0.11	-57.69	47.11	-13.77	投资收益、营业外收入较上年同期减少
600677.SH	航天通信	0.00	-0.05	0.02	450.00	-0.72	-220.58	55.80	444.95	纺织和贸易收入大增，且胜诉后预计损失冲回
600765.SH	中航重机	50.00	0.15	0.17	-15.00	-0.35	-52.65	34.10	-6.22	投资收益减少，费用率和所得税率上升
600855.SH	航天长峰	0.00	-0.03	-0.04	-2.43	-0.02	-208.96	-11.40	-2.80	
600879.SH	航天电子	50.00	0.04	0.09	-42.00	-0.41	-26.33	9.26	-9.88	毛利率下降
600893.SH	航空动力	23.16	0.05	0.16	6.67	-0.61	22.38	22.44	29.75	
600967.SH	北方创业	0.00	0.07	0.18	26.81	0.66	379.04	21.20	26.73	
600990.SH	四创电子	100.00	0.02	0.10	48.87	-0.19	81.37	-1.39	35.30	毛利率有所提升
000738.SZ	ST 宇航	137.01	0.03	0.06	496.88	0.17	7291.30	-4.42	-3.14	
600372.SH	*ST 昌河	18.20	0.06	0.13	1200.00	-0.03	-164.60	-57.47	1178.20	上年同比数据中含亏损的汽车业务
600184.SH	新华光	0.00	0.02	0.09	200.00	-0.22	-139.82	63.85	196.50	光学玻璃和太阳能电池收入大增，光学玻璃毛利率提升显著
002179.SZ	中航光电	50.00	0.09	0.17	-22.73	-0.27	-196.43	9.78	14.48	
002265.SZ	西仪股份	0.00	0.00	0.00	-92.50	0.02	-33.33	29.57	-92.71	毛利率下降
600262.SH	北方股份	0.00	0.08	0.20	43.97	0.46	17.68	19.07	44.01	三项费用率下降
002190.SZ	成飞集成	60.00	0.05	0.10	-33.33	0.12	9.09	17.66	11.20	

资料来源：WIND 中投证券研究所

2.2 行业资讯

(1) 洪都“猎鹰”加力型下线

8月15日下午，06架“猎鹰”高教机（加力型）即L15实现总装下线，交付试飞站。

“猎鹰”06架是为满足战斗入门训练状态设计技术鉴定要求而研制的。该型机配装了AI-222K-25F加力发动机，机头加大加长，座舱改为前舱“一平

三下”、后舱“三下”，并对其他系统和结构进行适应性改进。值得一提的是，06 架航电系统的软件部分是洪都自行设计的产品，目前正在试验室调试。06 架计划在 9 月份首飞。

在同一天，洪都集团表示，“猎鹰”将正式进入小批生产阶段。小批生产飞机以 2009 年实现首飞的 05 架状态（AJT 状态）为基础，对机体结构、起落架装置、燃油系统、航电系统等进行适应性更改，并计划于今年 12 月 30 日完成飞机改进优化和数字化设计。

（2）国内首款轻型水陆两栖飞机——“海鸥”300 飞机 01 架机总装下线

8 月 4 日上午 11 时许，国内首款轻型水陆两栖飞机——“海鸥”300 飞机 01 架机在中航工业石飞总装下线。

01 架“海鸥”300 飞机总装工作的完成，标志着飞机即将进入首飞前的地面检查、试验和机务准备工作阶段。目前，02 架“海鸥”300 飞机已经通过全机静力平衡 ID 工况 67%极限载荷试验，标志着“海鸥”300 飞机已经达到试飞强度要求；03 架“海鸥”300 飞机总装工作正在抓紧进行，近期将展开全机共振试验。

石飞隶属于通飞公司，目前主要产品为小鹰轻型飞机等。

（3）回顾今年以来卫星发射情况

8 月 24 日 15 时 10 分，我国在酒泉卫星发射中心用长征二号丁运载火箭成功地将天绘一号卫星送入预定轨道。此次发射的天绘一号卫星是由五院东方红卫星有限公司抓总研制，主要用于执行科学研究、国土资源普查、地图测绘等诸多领域的科学试验任务。承担此次发射任务的长征二号丁运载火箭由八院研制。

8 月 10 日，遥感 10 号卫星，发射的卫星和火箭均由中国航天科技集团公司所属的上海航天技术研究院研制。遥感卫星十号主要用于科学实验、国土资源普查、农作物估产及防灾减灾等领域；

按照“三步走”的发展战略，北斗卫星导航系统将于 2012 年前具备亚太地区区域服务能力；2020 年左右，建成由 30 余颗卫星、地面段和各类用户终端构成的、覆盖全球的大型航天系统。

8 月 1 日，第 5 颗北斗 2 号，卫星和运载火箭分别由中国航天科技集团公司所属中国空间技术研究院和中国运载火箭技术研究院研制；

6 月 2 日，第 4 颗北斗 2 号；

1 月 17 日，第 3 颗北斗 2 号。

3、投资建议

军工行业由于催化剂因素较多，调整中不断走高，我们认为短期估值压力较大。后续行业内较有催化剂作用的事件如后续中航电子复牌、年底的航展以及战略性新兴产业规划、航空航天十二五规划、低空领域政策等相关产业政策。

维持行业“看好”评级。我们认为可以长期关注：受益于行业变革的公司，主要有航空动力、哈飞股份、航天电子、中国卫星等等；具有业务增长点 and 产业发展空间的公司，主要有哈飞股份、航空动力、中国卫星、航天电子、四创电子等

表 4 重点公司分类

股票代码	重点公司	EPS 09A	EPS 10E	EPS 11E	EPS 12E	PE09A	PE10E	PE11E	PE12E	10-12 CAGR	投资评级
600118	中国卫星	0.28	0.34	0.40	0.45	79.40	64.53	55.60	48.53	15%	推荐
600879	航天电子	0.25	0.26	0.33	0.39	50.39	48.60	37.76	31.95	23%	推荐
600893	航空动力	0.35	0.33	0.45	0.52	87.10	91.10	68.48	58.46	25%	推荐
600038	哈飞股份	0.24	0.28	0.29	0.31	128.72	111.27	107.22	97.66	7%	推荐
600765	中航重机	0.50	0.42	0.45	0.55	29.29	35.42	32.53	26.87	15%	推荐
600990	四创电子	0.57	0.40	0.46	0.56	79.29	113.50	98.58	81.22	18%	推荐
600316	洪都航空	0.56	0.57	0.60	0.73	89.71	87.02	82.92	68.91	12%	推荐
600523	贵航股份	0.36	0.42	0.51	0.63	53.15	45.68	37.78	30.51	22%	中性
002179	中航光电	0.44	0.36	0.42	0.50	31.92	39.49	33.59	28.36	18%	中性
600435	中兵光电	0.24	0.29	0.32	0.36	61.44	51.56	45.72	41.27	12%	中性
600391	成发科技	0.37	0.44	0.59	0.71	66.17	54.55	41.14	33.95	27%	中性
600501	航天晨光	0.15	0.22	0.23	0.27	84.25	55.88	53.96	45.33	11%	中性
600967	北方创业	0.26	0.32	0.36	0.38	56.69	45.79	40.89	38.50	9%	中性
000768	西飞国际	0.17	0.21	0.30	0.35	69.93	57.29	39.92	34.52	29%	中性
600677	航天通信**	0.03	0.42	0.26	-0.03	338.47	24.74	40.17	-	-	中性

**航天通信 2010、2011 年的业绩为考虑补偿费后的业绩。

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

真怡, 中投证券研究所机械/军工行业分析师, 工学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

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