

航天产业，估值困局下的“世外桃源”

——2010年秋季宇航及防务(A&D)行业投资策略

上海证券研究所 魏成钢

2010.9



目 录

- 2010前三季度：民品业务成救世主
- 展望全年：行业景气初步回升
- 秋季投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”
- 重点公司点评

目 录

■ 2010前三季度：民品业务成救世主

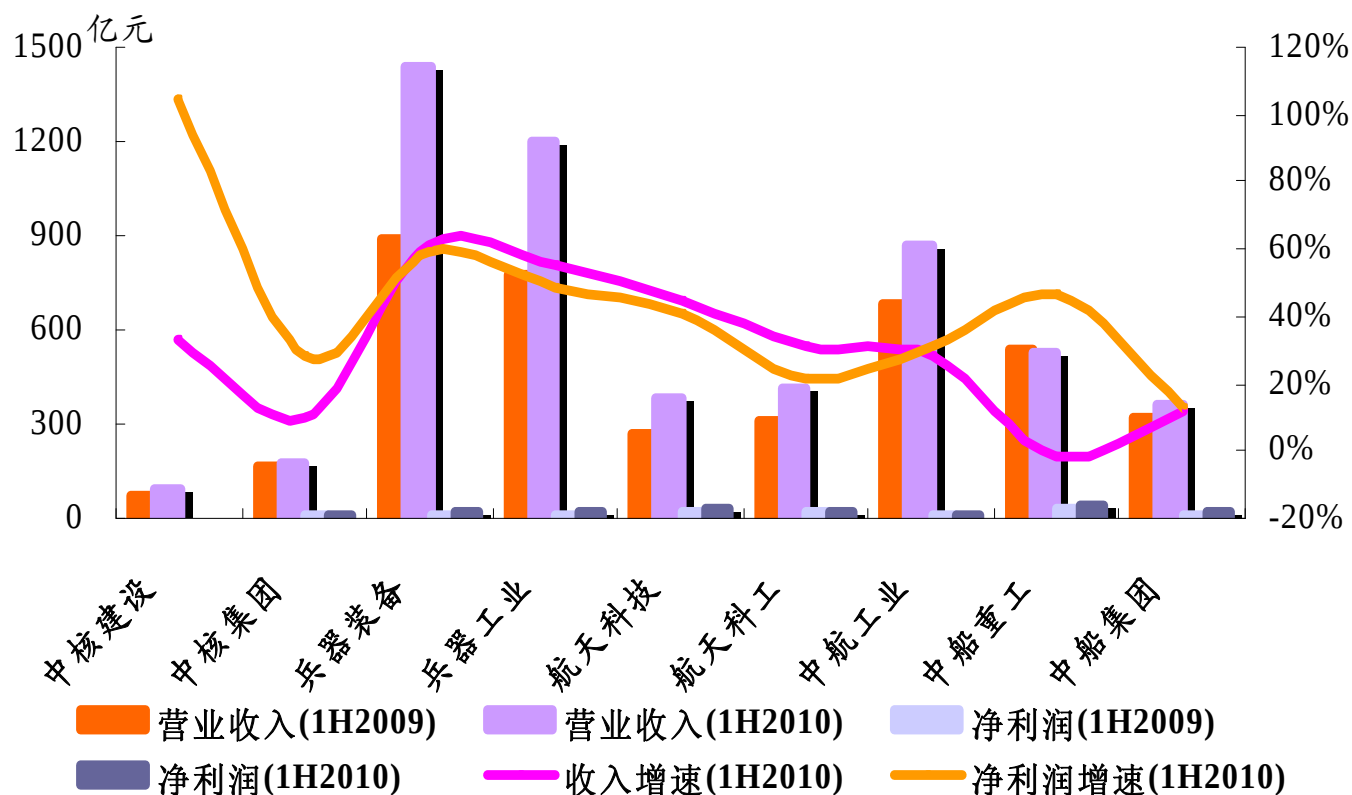
- 1.1 国防科技工业：民品推动，业绩表现可喜
- 1.2 国防防务：年初高增长注定昙花一现
- 1.3 民用航空制造：触底反弹
- 1.4 民用航天：增速持续提升

■ 展望全年：行业景气初步回升

- 秋季投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”
- 重点公司点评

1.1 国防科技工业：民品推动，业绩表现可喜

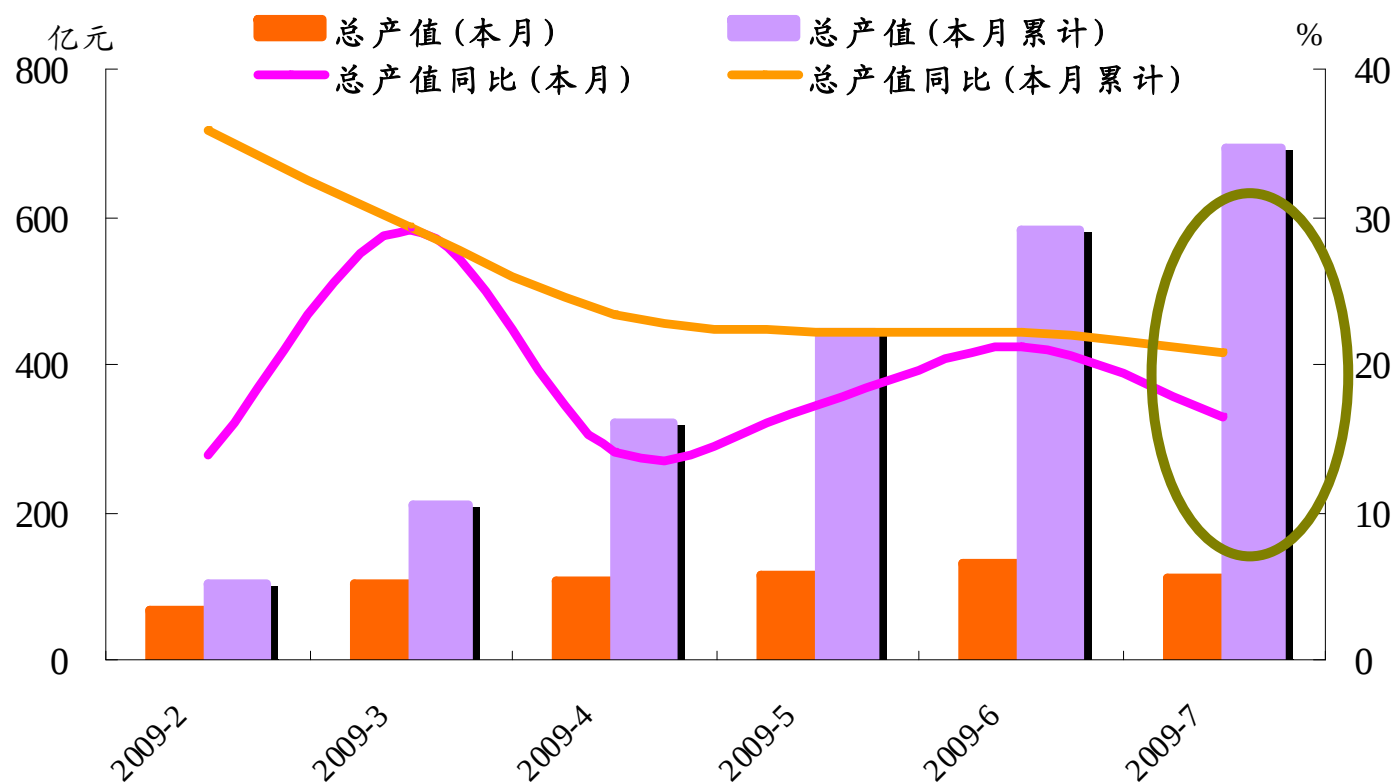
图：2010年上半年各央企军工集团业绩表现



资料来源：发改委，上海证券研究所

1.2 国防防务：年初高增长注定昙花一现

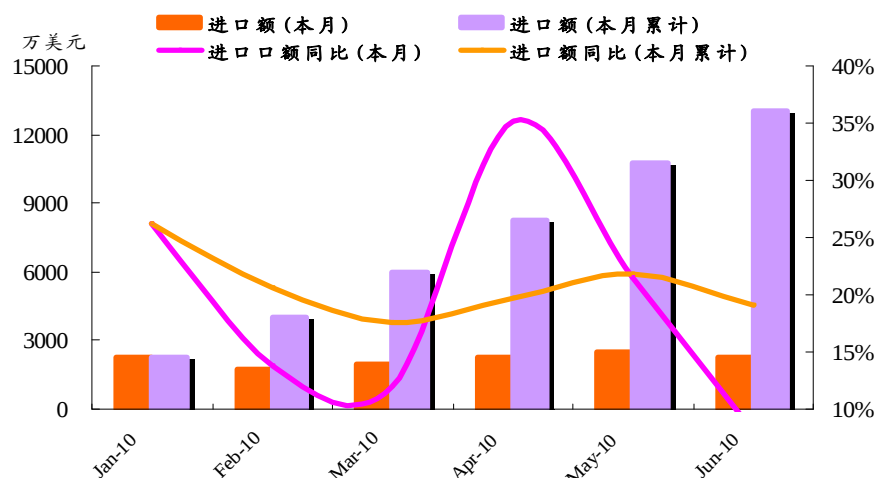
图：2010年1月~7月国内军用飞机制造及修理业产值



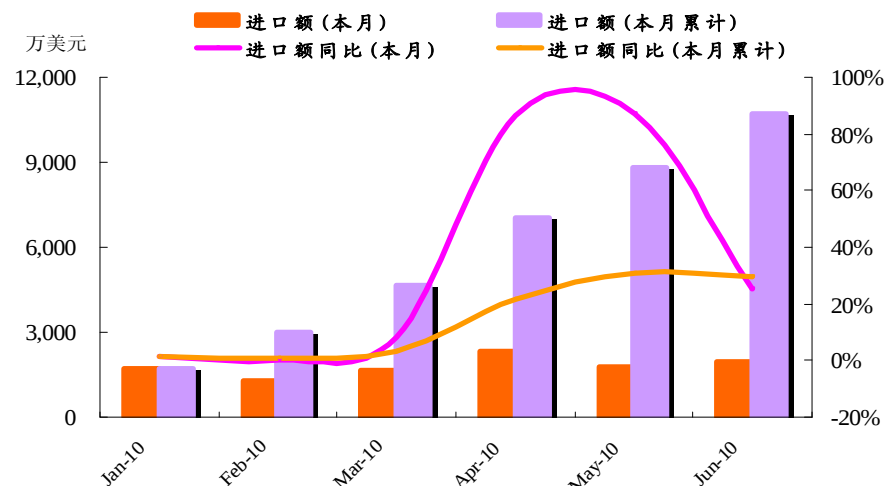
资料来源：发改委，上海证券研究所

1.3 民用航空制造：触底反弹

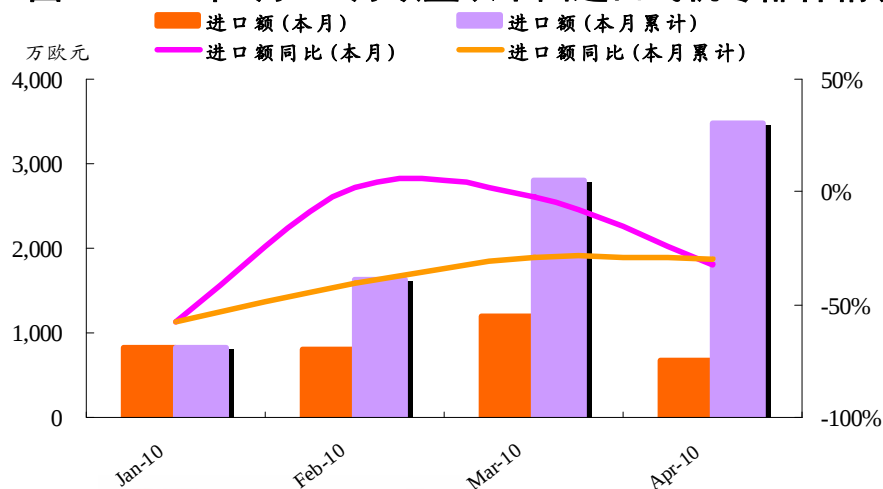
图：2010年1月~6月美从中国进口飞机零部件情况



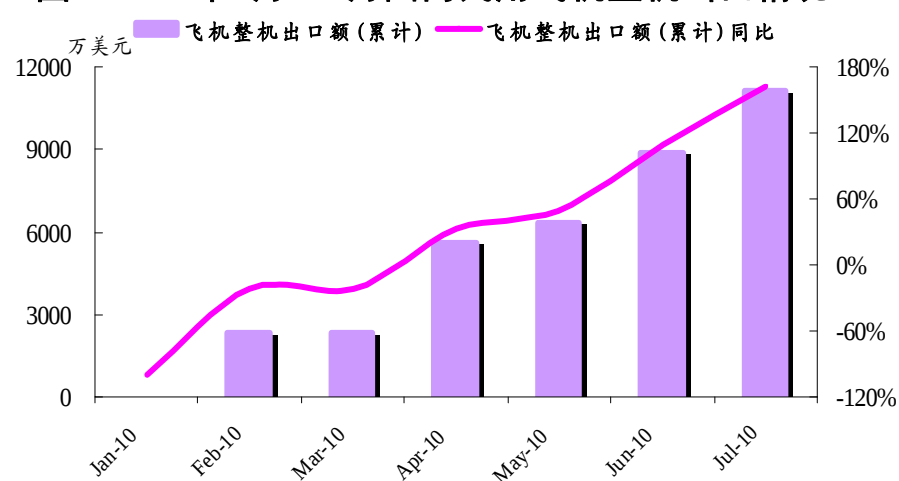
图：2010年1月~6月美从中国进口航发零部件情况



图：2010年1月~4月欧盟从中国进口飞机零部件情况

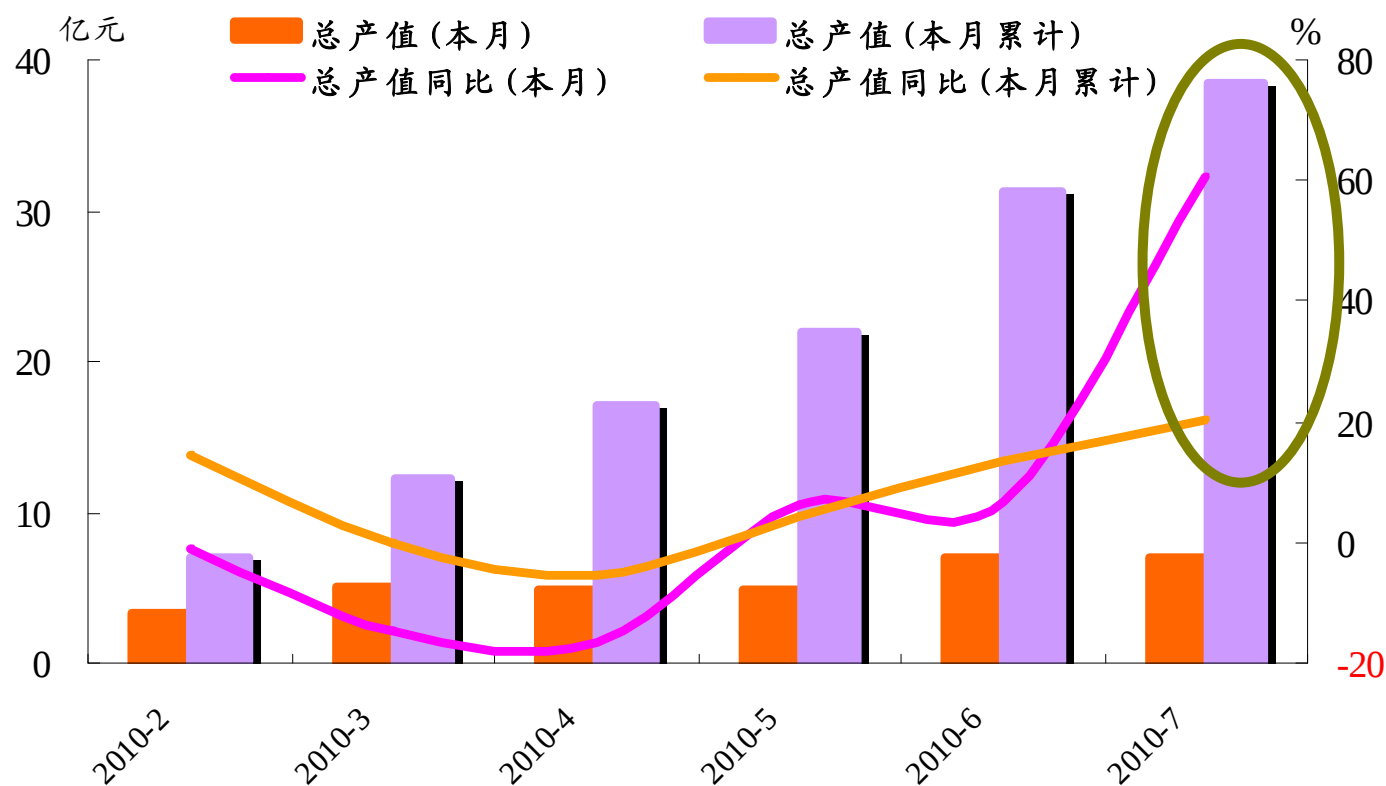


图：2010年1月~7月国内民用飞机整机出口情况



1.4 民用航天：增速持续提升

图：2010年1月~7月国内航天器制造业产值



资料来源：发改委，上海证券研究所

目 录

■ 2010前三季度：民品业务成救世主

■ 展望全年：行业景气初步回升

2.1 国防科技工业：经营状况同比回升成定局

2.2 国防防务：增速回落至10%左右

2.3 民用航空制造：转包将好于预期，OEM、MRO复苏

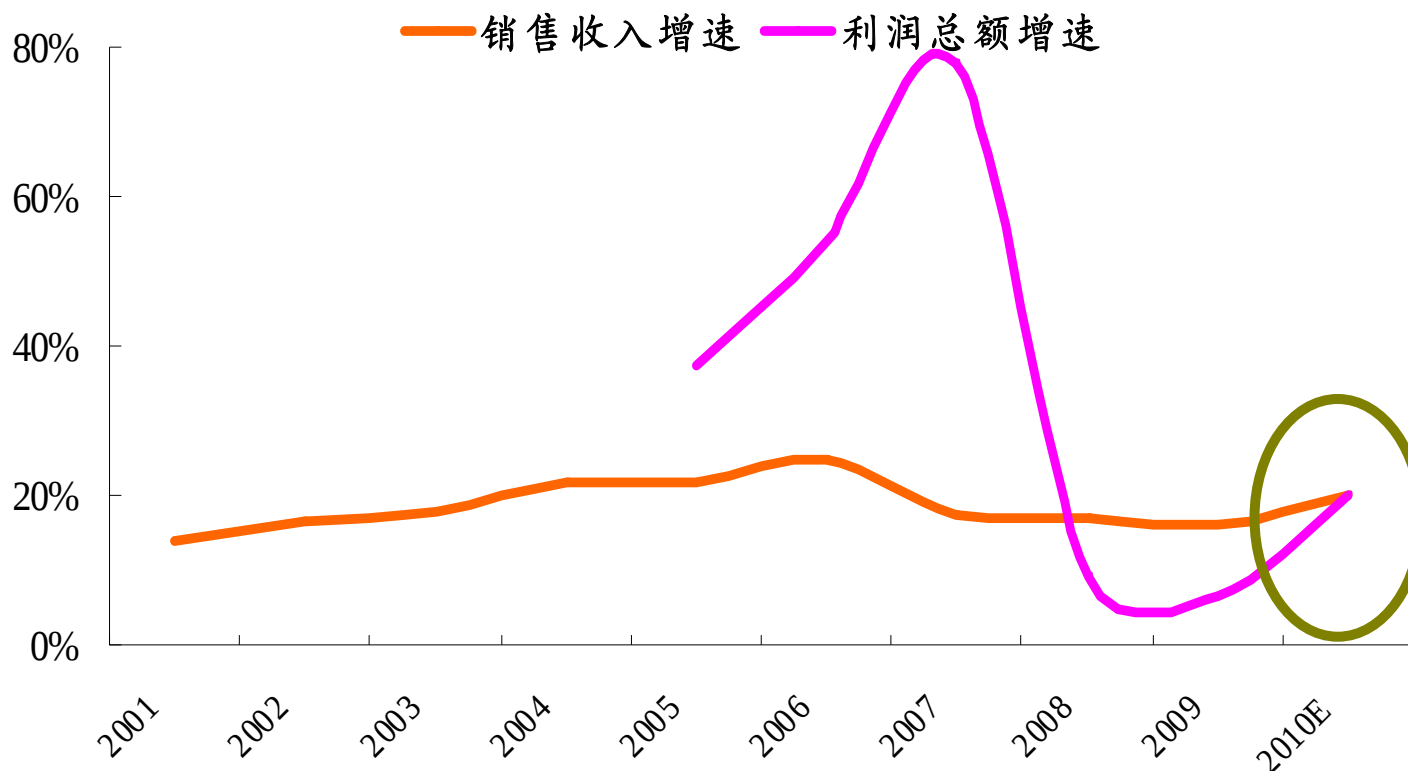
2.4 民用航天：迎来高密度发射期

■ 秋季投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

■ 重点公司点评

2.1 国防科技工业：经营状况同比回升成定局

图：2001~2010年国防科技工业销售收入和利润总额增速变化



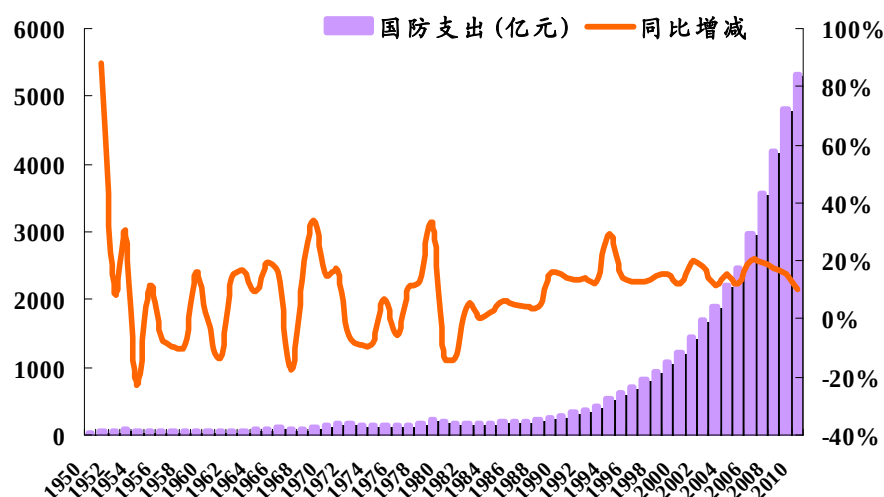
资料来源：国防科工局，上海证券研究所

2.2 国防防务：军品销售增速在10%左右

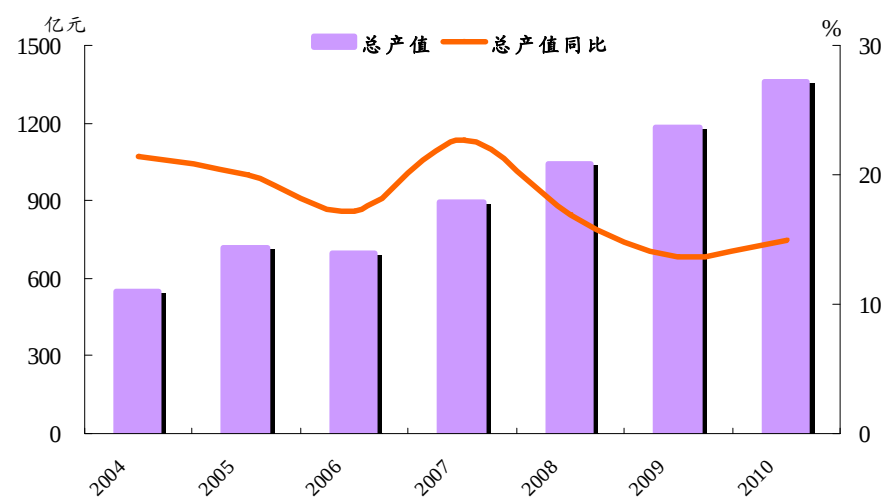
■ 再简单不过的逻辑：需求决定业绩增速

政府单一用户，国防预算/支出变化决定军品业务的表现。持续21年的国防支出高增长周期现拐点，10%的预算增速为全年的军品销售定调。2010年军用航空制造及维修业产值增长预计在15%左右。

图：1950～2010年中国国防预算/支出情况



图：2004～2010年国内军用飞机制造及修理业产值



资料来源：发改委，国家统计局，上海证券研究所

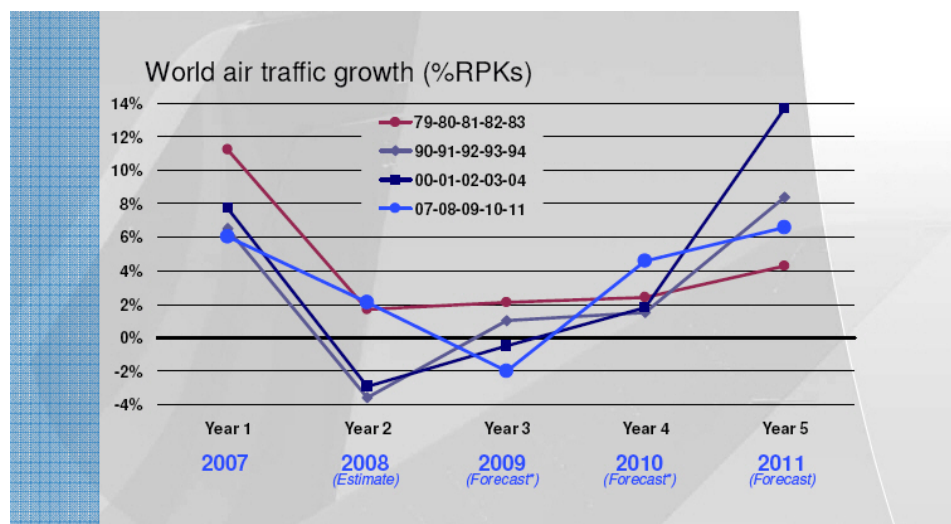
2.3 民用航空制造：转包将好于预期，OEM、MRO复苏

■ 全球干线飞机交付量预计持平或小幅缩减

主要厂商产量安排上的理性、有节制，令本轮行业景气波动未呈现以往大起大落的特点。国内转包业务的表现因此好于预期。

■ 2010年前三季度国内航空运输表现远超预期，国内航空维修(MRO)业受其拉动进一步复苏。

图：过去30年行业景气周期全球航空运输业的表现



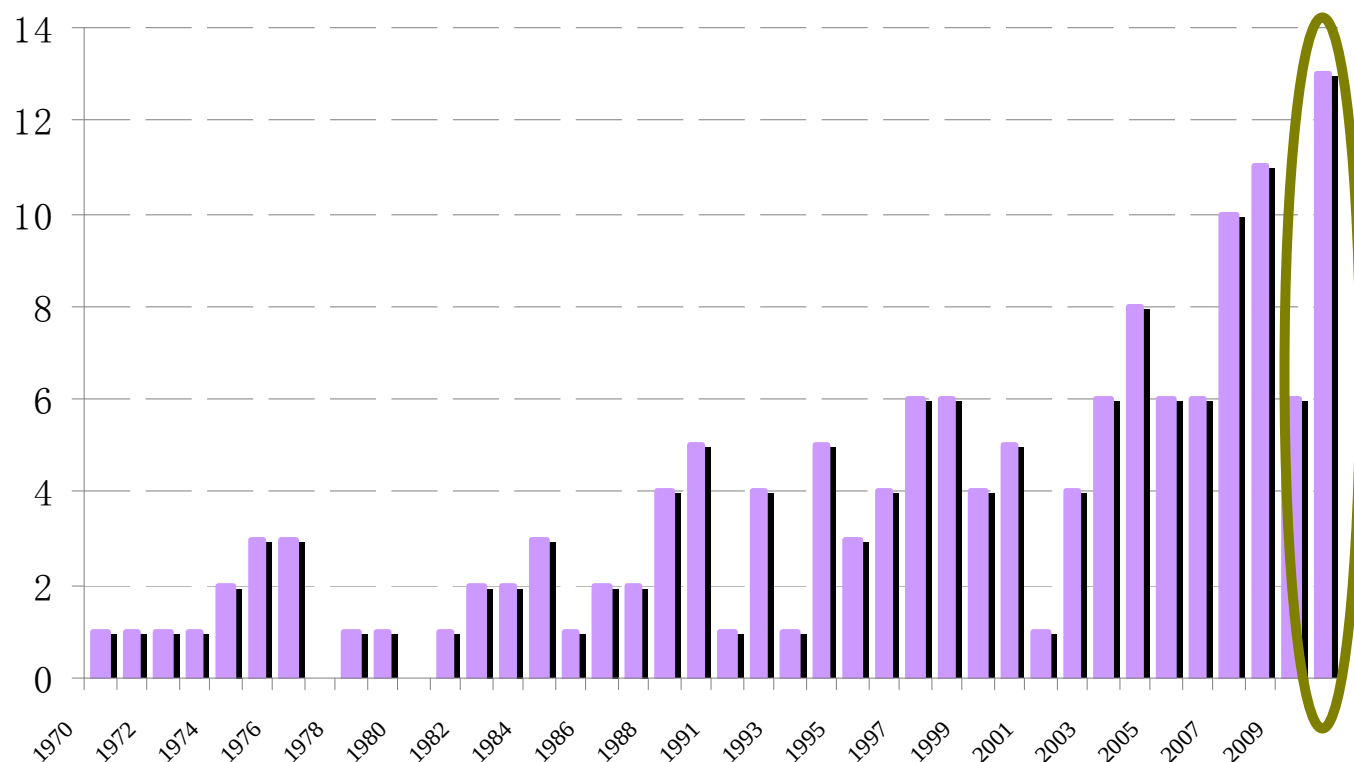
图：1990~2009年空客手持订单与年交付量对比



2.4 民用航天：迎来高密度发射期

- 全年发射次数在13次左右，创历史新高
- 国内航天制造业产值增速20%，超出年初预测

图：1970～2010中国航天发射活动统计



资料来源：发改委，国家统计局，上海证券研究所

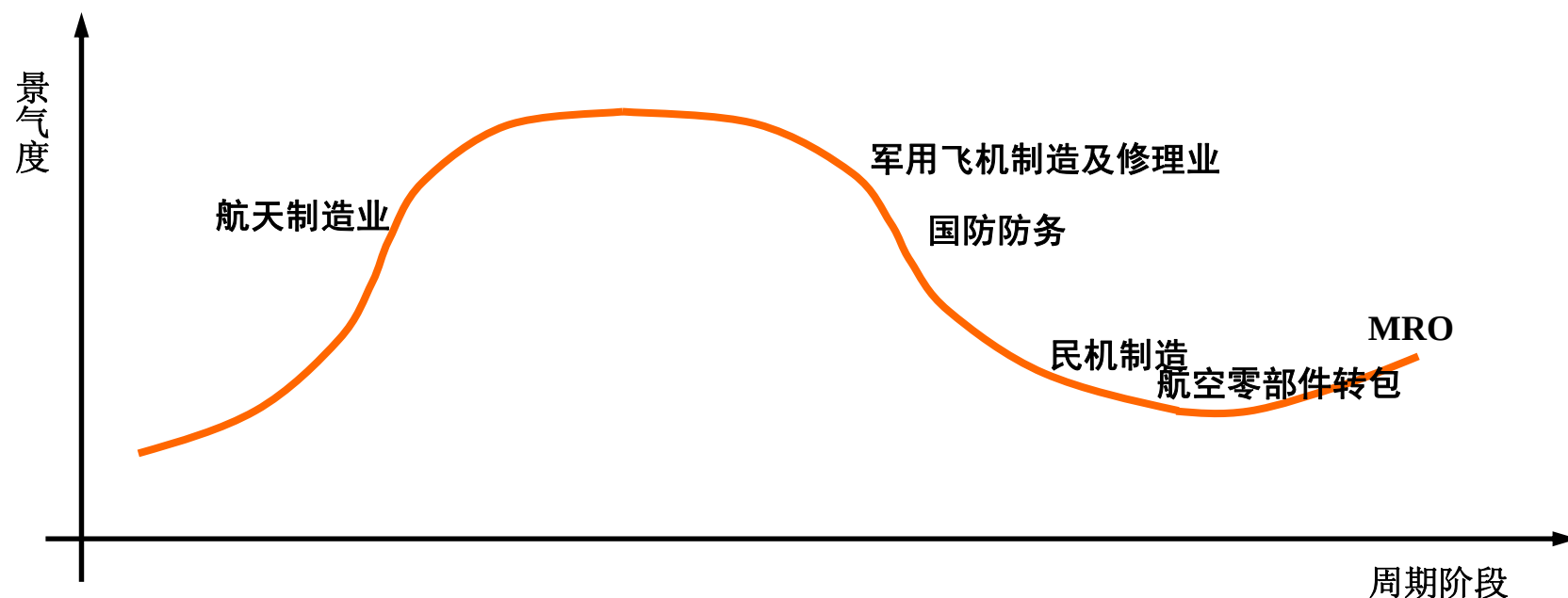
目 录

- 2010前三季度：民品业务成救世主
- 展望全年：行业景气初步回升
- 秋季投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”
 - 3.1 行业投资评级：中性
 - 3.2 投资策略：追寻超预期成长，化解估值困境
 - 3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”
- 重点公司点评

3.1 行业投资评级：中性

■ 细分子行业所处景气阶段

前面回顾了2010年前三季度各子行业的运营情况，并对全年行业经营走势进行了预测。这里我们着眼于行业景气波动周期这一更长的时间段，对各子行业当前所处的景气阶段做一概括。



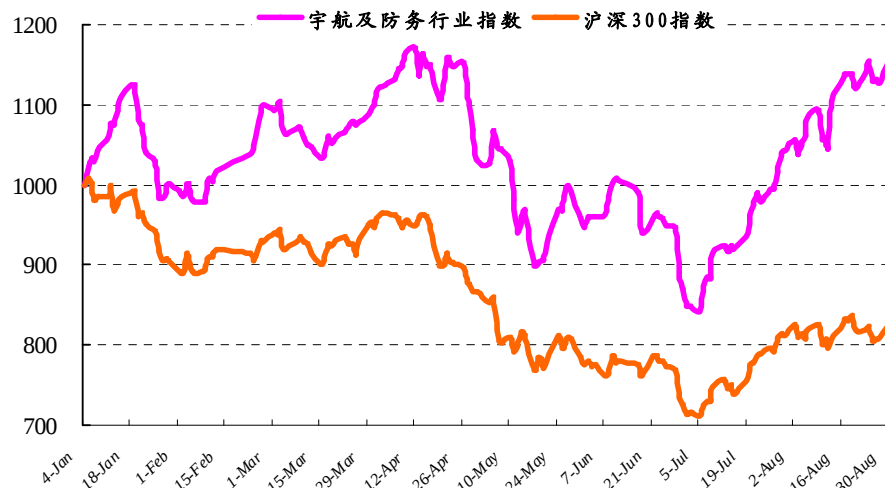
资料来源：上海证券研究所

3.1 行业投资评级：中性

■ 行业估值与评级

行业重点跟踪公司走势耀眼，年内平均涨幅超越市场约30个百分点。当前行业估值定价也远超市场平均水平。在行业整体正处长期景气回落阶段的背景下，高估值的困局从内生成长难以找到破解动力，行业“中性”评级维持不变。

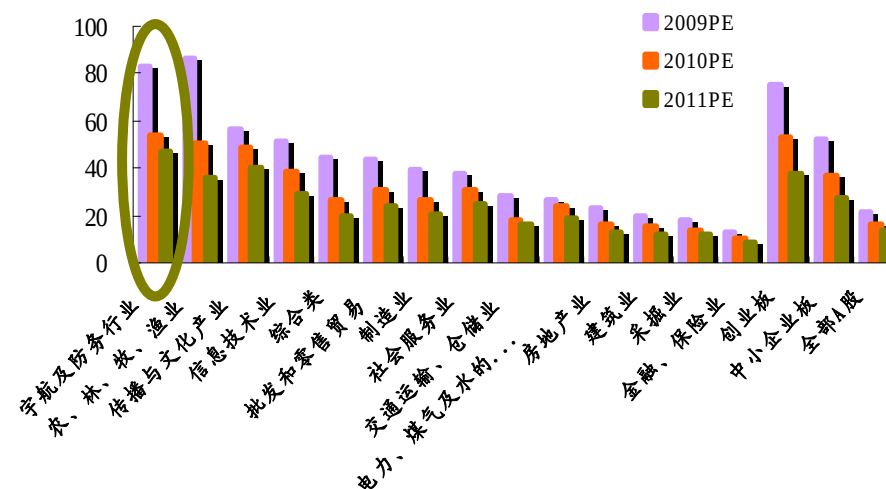
图：2010年迄今宇航及防务(A&D)行业市场表现



资料来源：Wind，上海证券研究所



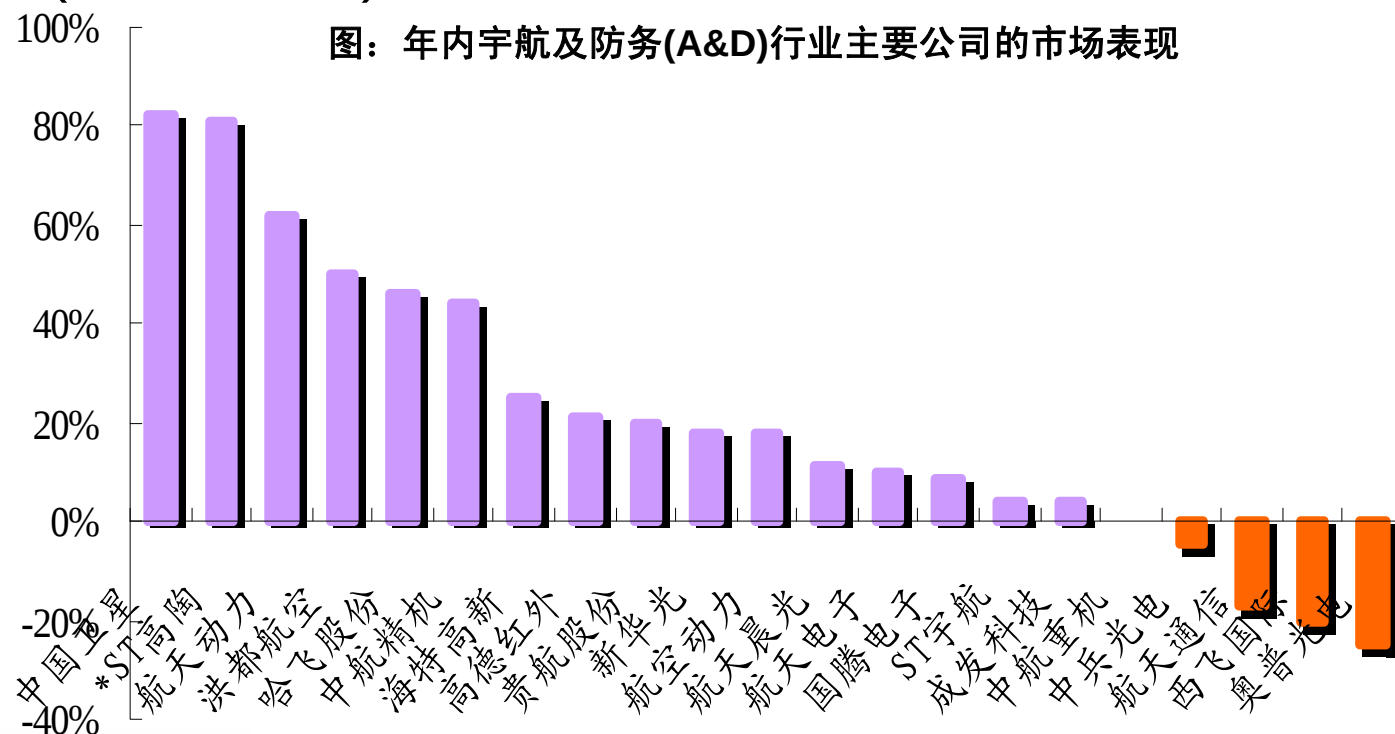
图：宇航及防务(A&D)行业与其他行业估值比较



3.2 投资策略：追寻超预期成长，化解估值困局

■ 2010：股价的兴奋点来自于超预期的内外部成长

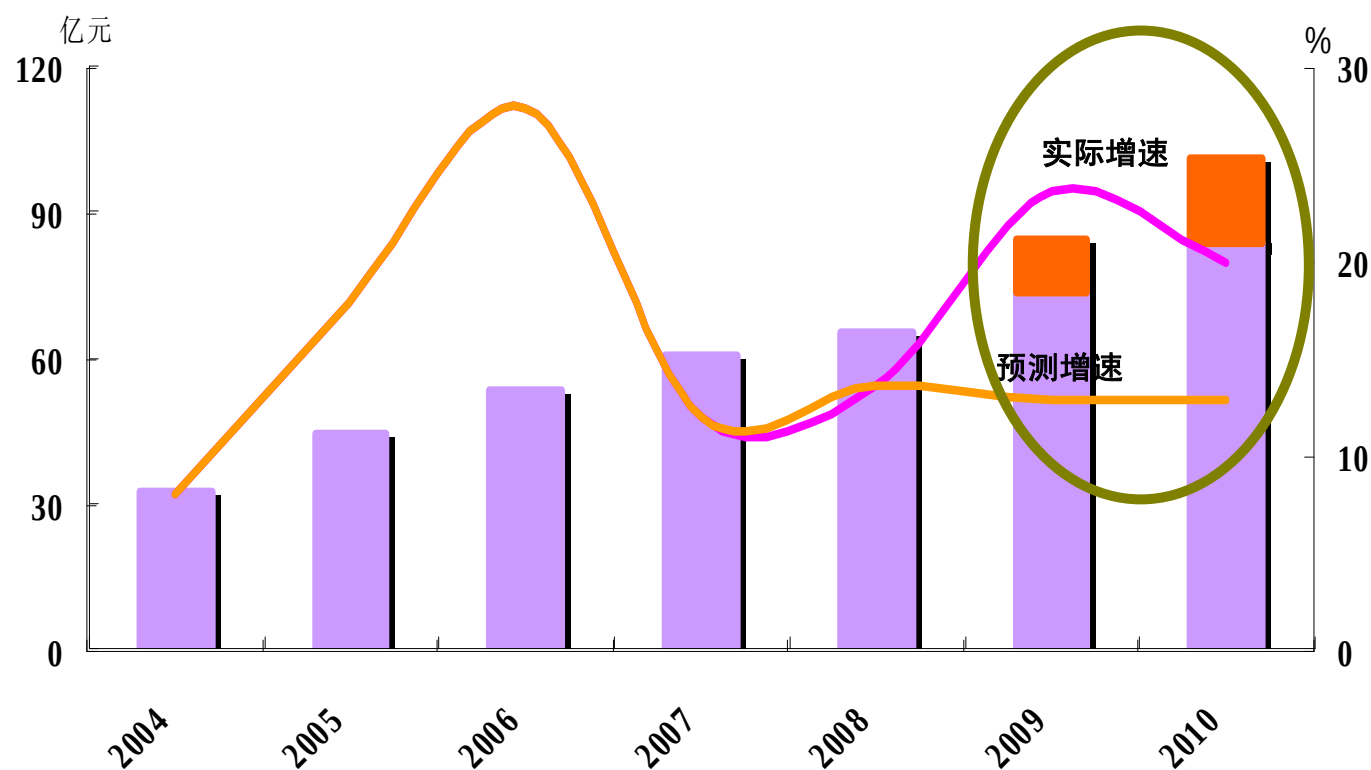
超预期的成长是市场追逐的永恒热点，行业重点跟踪公司年内的市场表现再次印证了这一点。中国卫星(600118.SH)、洪都航空(600316.SH)等涨幅居前的公司都未脱离这一范畴。



3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的世外桃源

■ 航天工业景气度超预期的持续高烧

图：2004～2010年国内航天制造业预测产值与实际产值



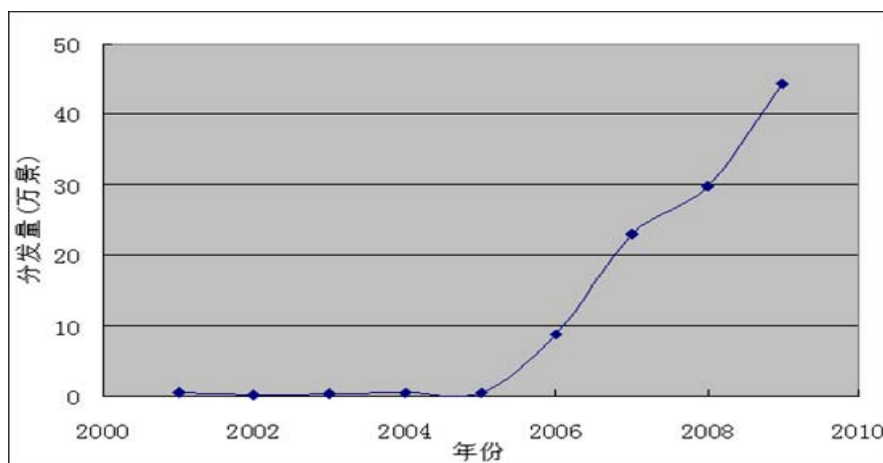
资料来源：上海证券研究所

3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

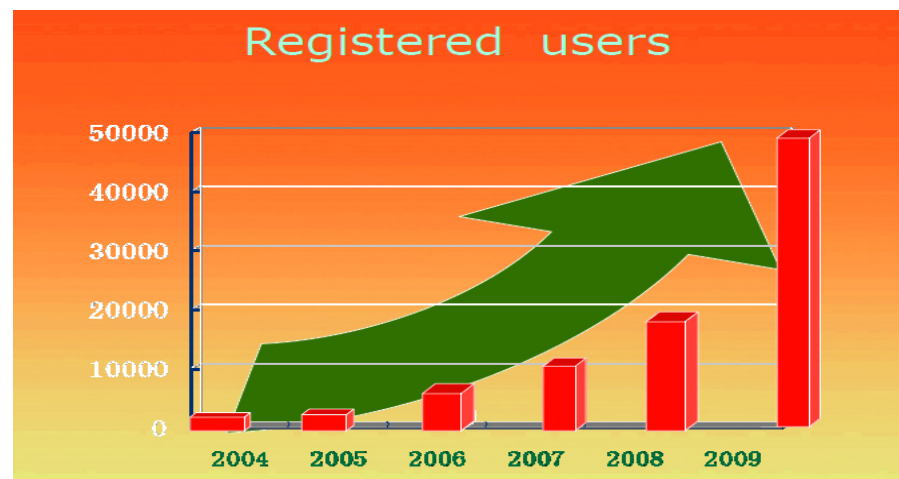
■ 明确可见的庞大应用需求

今年，我国将取代日本成为全球第二大经济体，这等体量经济规模所蕴育的航天应用需求潜力可想而知。近年来，航天应用三大细分领域——卫星通信、卫星遥感、卫星导航定位市场的迅猛扩张之势清晰可见。以卫星遥感、卫星导航定位领域为例，国内市场表观消费量的年均增速超过50%，而被抑制的潜在需求膨胀速度更为可观。

图：2000～2010年我国陆地卫星数据发放量



图：2004～2009年中国“北斗”导航系统入网用户数



资料来源：上海证券研究所

3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

表：国内各部门对卫星产品的需求情况

部门	需求	卫星类型	“十二·五”需求
气象局	天气预报，为军事气象和航空、航海等专业气象服务，动态监测各类突发灾害性天气，研究全球环境变化	极轨、静止轨道气象卫星、温室气体观测卫星	6
民政部、国家减灾委	重大自然灾害的遥感监测预警、灾情评估与救助	环境与灾害监测预报小卫星	5~6
环境保护部	环境污染控制、生态环境质量状况监测、管理、预警		
地震局	地震监测、预报	地震电磁探测卫星	3
海洋局	海洋环境立体监测	海洋水色卫星、海洋动力环境卫星、海洋监视监测卫星	7
测绘局	测绘测图	立体测图卫星	3
	重力测量	重力场测量卫星	
国土资源部	农业、林业、水资源调查、农作物估产、测绘、地质环境监测、城市规划与管理，矿藏资源调查，生态环境调查与监测，铁路、高速公路、管道、高压线路选线，区域性工程地质勘察、动态监测	光学、雷达遥感卫星	2
中国科学院	空间天文、空间物理与太阳系探测、微重力科学、空间生命科学	天文卫星、空间微重力科学试验卫星、行星探测器/着陆器、载人航天工程	

3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

表：国内各部门对卫星产品的需求情况(续)

部门	需求	卫星类型	“十二·五”需求
大学、科研院所等科研机构	对新技术、新设备、新材料以及新应用领域进行飞行试验	技术试验卫星	> 5
科技部			
卫星研制机构			
中国直播卫星公司、国家广电总局	宽带接入	宽带多媒体卫星	
	卫星电视	直播卫星	≥ 3
	数字音频广播	音频广播卫星	
	移动多媒体广播(手机电视)	移动多媒体广播卫星	
	卫星移动通信	移动通信卫星星座	
	远程教育、远程医疗、灾害应急通信	公益性通信卫星	
农业部	空间“育种”，空间技术在农业科技领域的应用	空间“育种”卫星	
军方	侦察	遥感卫星、电子侦察卫星	≥ 15
	战略/战术通信	军事通信卫星	≥ 2
	导航定位	导航定位卫星	15
中国无线电运动协会	业余无线电(频率的)空间通讯	业余无线电通信卫星	

资料来源：上海证券研究所

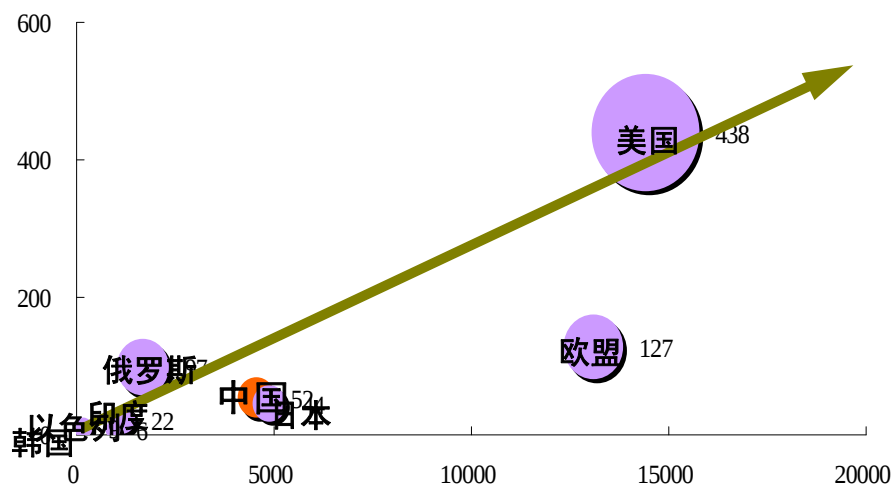


3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

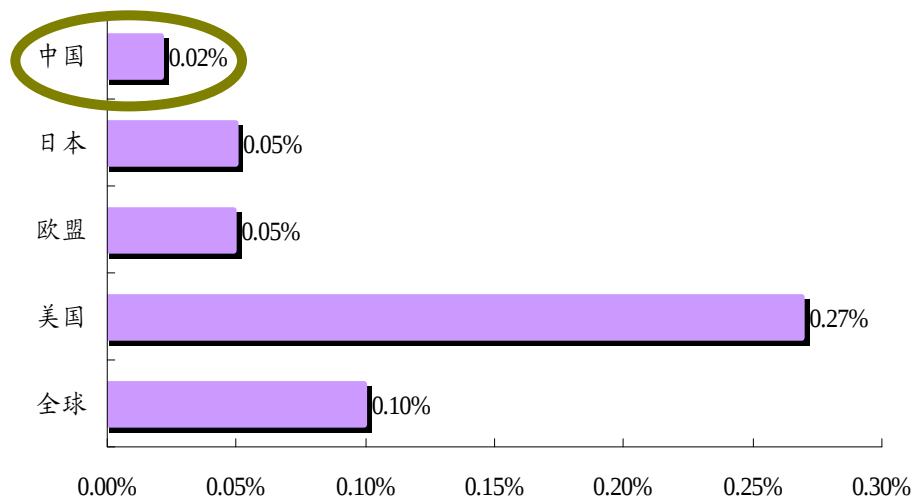
■ 供给相对滞后，空间基础设施显薄弱

以其他航天强国为标杆，我国航天基础工业的规模仍有限，空间基础设施薄弱，滞后于应用需求的发展。这就要求航天产业链的上游和中游环节有个快速的发展期，来匹配下游巨大的潜在需求空间，实现航天工业产业链各环节全面、高速成长。

图：主要航天大国在轨卫星相对拥有量



图：主要航天大国航天工业产值占GDP比重



资料来源：上海证券研究所

3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

■ 政策、规划推动作用开始发酵

《航天发展“十一五”规划》

《“十一五”空间科学发展规划》

《2050年空间科技发展路线图》

《国家空间信息基础设施建设与应用“十一
一五”规划》

。 。 。 。 。 。

■ 重大科技专项集中性全面展开

载人航天工程二期

探月工程二期

“北斗”卫星导航系统

高分辨率对地观测系统

。 。 。 。 。 。

多项推动因素集中
作用，形成共振，
催生高速发展期

■ 行业产业能级适时提升

应用卫星批量进入稳定化业务运行阶段：FY、BD。 。 。 。 。 。

高性能卫星平台入役：DFH-4、CAST2000、FY-3。 。 。 。 。 。

发射场改造升级：西昌3号工位、太原9号工位

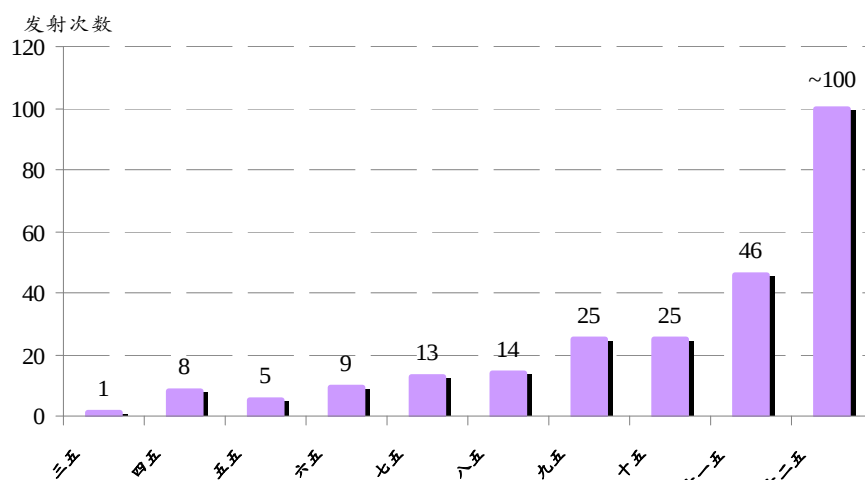
。 。 。 。 。 。

3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

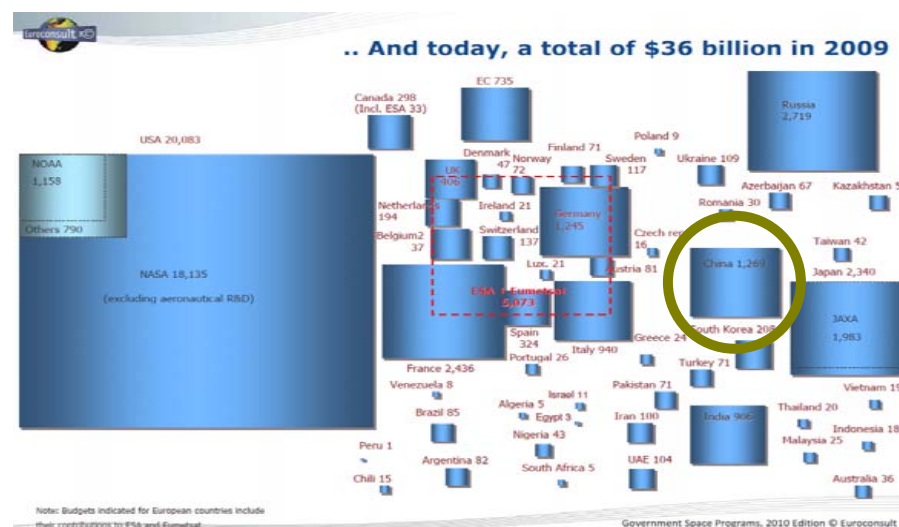
■ “十二·五”发射次数倍增，预算投入年均15%递增

预计“十二·五”期间我国将进行近百次航天发射活动，同比增长近一倍。目前，我国每年用于航天领域的预算投入占国防支出的比重为4%。到2020年，这一比例预计将提升至6~8%，10年间航天领域经费投入的增速将达15%左右。而空间基础设施的日益完备将带动下游航天应用领域呈现更迅速的增长。

图：各五年计划发射活动统计与预测



图：全球各国民用航天预算投入情况



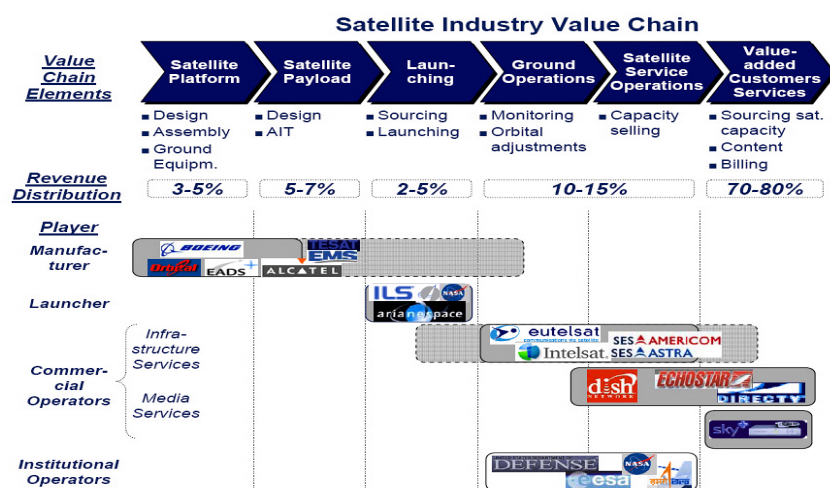
资料来源：CNSA，Euroconsult，上海证券研究所

3.3 投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”

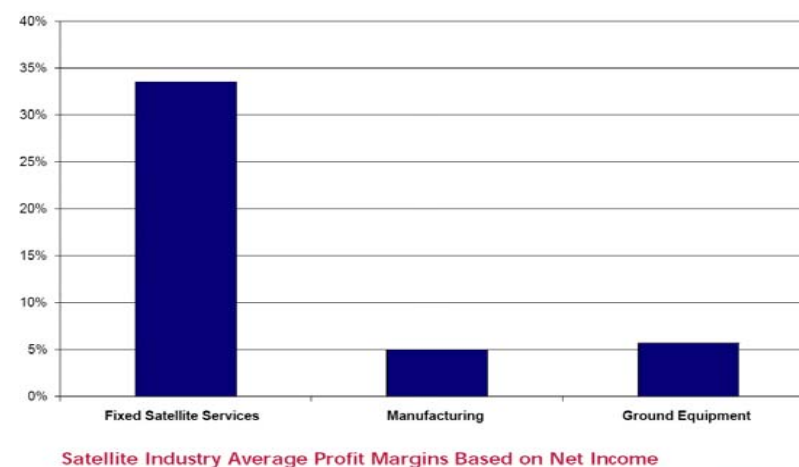
■ 产业链各环节全面受益，下游应用领域尤甚

依据各国航天工业的发展经验，中游的地面设备研制和下游航天应用服务是真正的产业利润攫取者，尤其是卫星通信、遥感、导航定位等航天应用服务业，占据了产业大部分的市场容量和利润空间，是产业发展的最大受益者。而上游的航天器制造和发射无疑则是最先体现产业发展成果的环节。

图：航天工业产业链各环节价值分布情况



图：航天工业产业链各环节盈利能力比较



资料来源：NASA，上海证券研究所

目 录

- 2010前三季度：民品业务成救世主
- 展望全年：行业景气初步回升
- 秋季投资主题：航天产业，估值困局下的“世外桃源”
- 重点公司点评
 - 4.1 重点跟踪公司业绩预测与与相对估值
 - 4.2 重点公司点评

4.1 重点跟踪公司

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
哈飞股份	600038	30.69	0.24	0.30	0.29	128.72	101.95	104.09	7.76	大势同步
中国卫星	600118	22.06	0.28	0.35	0.43	79.40	63.13	51.86	9.21	跑赢大势
洪都航空	600316	49.98	0.44	0.50	0.55	113.96	100.78	90.71	3.21	大势同步
航天动力	600343	20.67	0.08	0.11	0.30	256.01	191.94	69.25	4.71	大势同步
成发科技	600391	24.20	0.37	0.44	0.50	66.17	55.00	48.40	5.40	大势同步
中兵光电	600435	14.71	0.34	0.36	0.40	61.44	40.86	36.78	5.41	跑赢大势
航天晨光	600501	12.24	0.15	0.20	0.23	84.25	61.20	53.22	3.87	大势同步
贵航股份	600523	19.13	0.36	0.37	0.42	53.15	51.70	45.55	3.88	跑赢大势
航天电子	600879	12.58	0.25	0.29	0.32	50.39	43.38	39.31	3.41	跑赢大势
航空动力	600893	30.49	0.28	0.36	0.43	107.28	84.69	70.91	4.52	大势同步
西飞国际	000768	12.15	0.13	0.16	0.21	95.37	75.94	57.86	3.32	大势同步
中航精机	002013	15.16	0.18	0.22	0.25	82.83	68.91	60.64	5.65	大势同步
海特高新	002023	16.34	0.19	0.23	0.28	87.51	71.04	58.36	5.21	大势同步
奥普光电	002338	38.65	0.51	0.62	0.70	76.23	62.34	55.21	5.27	大势同步

资料来源：Wind，上海证券研究所；股价以8月31日收盘价计

4.2.1 航天电子(600879.SH)

跑赢大市

- 投资逻辑：行业超预期发展+航天分系统的龙头厂商
- 业绩即将步出谷底
今年为业绩低谷，募投项目明年起出力，提供实质性业绩贡献。
- 大股东资产注入预期
控股股东航天电子技术研究院仍有相当规模的优质资产未上市。

估值优势

表 公司业绩预测简表

项目	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,525.70	2,832.13	3398.55
EPS(元)	0.25	0.29	0.32
PE(倍)	50.39	43.38	39.31

资料来源：Wind，上海证券研究所



4.2.2 中国卫星(600118.SH)

跑赢大市

■ 投资逻辑：A股唯一全产业链分享行业超预期发展的标的

■ 覆盖全产业链的业务组合

卫星研制与卫星应用业务两翼齐飞，星“芯”相映。

■ 不断进行相关多元化的外部扩张

大股东与实际控制人众多优质资产，公司不断外部扩张的举措。

■ 风险因素

卫星制造、发射高风险的属性；子公司增多带来经营管控风险。

项目	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,406.77	2,946.63	3,556.73
EPS(元)	0.28	0.35	0.43
PE(倍)	79.40	63.17	51.86

资料来源：Wind，上海证券研究所



4.2.3 哈飞股份(600038.SH)

大市同步

■ 投资逻辑：资产注入预期+远期前景

■ 大股东资产注入预期

中航工业集团三年整体上市计划2010年进入攻坚阶段。

■ 眼光放长远

国内通用航空领域潜力无限，政策破冰2~3年内成行。

■ 风险因素

短期估值不便宜

表 公司业绩预测简表

项目	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,096.76	2,421.44	2,330.36
EPS(元)	0.24	0.30	0.29
PE(倍)	128.72	101.95	104.09

资料来源：Wind，上海证券研究所



投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数5%
中 性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨 慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数5%

声明与承诺

分析师承诺

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。