

军工行业

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)	3010
占A股比例(%)	1.30%
平均市盈率(倍)	72

行业表现

(%)	1M	3M	6M
军工行业	1.38	8.67	13.28
上证指数	2.50	11.55	17.11



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 2011 年投资策略-十二五规划主题下关注技术提升和成长性

军工行业 2011 年 2 季度投资策略

看好

调整行情中静待机会, 关注军民结合带来的产业发展空间

投资要点:

➤ 今年以来军工行业走势基本跟随大盘呈现出震荡行情, 也是近期行情中调整幅度较大的行业, 目前的估值水平大约为 72 倍。我们认为短期内行业受市场环境风格的影响依然有调整压力, 但我们对军工行业依然是中长期看好的观点, 深幅调整将带来比较好的买入机会。我们认为技术提升和市场化推进将是延续军工行业未来发展的动力, 我们关注重组, 更关注公司所处产业未来的发展空间。

➤ 军工行业作为具有国家战略地位的行业, 肩负维护国家国土和经济利益的安全责任。近年来全球由于经济、资源等因素产生的纷争一直不断, 朝韩、日俄、印巴等等问题在中国周边形成了纷争的包围圈。无论是利比亚这样的战争事件还是地震这样的非战争事件, 自主技术的精良军事装备技术不可或缺。十二五规划以及刚刚发布的《2010 年中国的国防》白皮书提出加强国防和军队现代化建设。在国内军费开支处于恢复性增长阶段的基本趋势下, 空、海装备和信息化技术是我国军队的发展趋势, 故我们看好符合这一趋势的军品业务, 比如新一代的航空装备、海军装备、陆航装备及相应的电子、机电系统配套集成业务。

➤ 军民结合为军工行业带来无限广阔的市场空间, 我们依然重点关注军工行业中具有较大成长空间的三个细分产业: 通用航空、航空发动机、卫星产业。低空空域逐步开放为通用航空产业打开发展空间; 发动机关键技术提升带来军用需求的释放, 也为未来民用奠定技术基础; 十二五末近百颗卫星在轨运行, 形成较完备的卫星体系, 将为包括卫星导航在内的卫星应用创造巨大空间。

➤ 我们认为今年后续军工行业的催化剂主要有战略新兴产业规划细则等政策、周边军事局势、行业的重组事件等。军工企业承担国家重大项目任务, 是国家高端装备制造业一大支柱, 一直受到国家政策扶持, 后续发布的高端装备制造业规划及其细则将带来更多利好产业发展的政策环境; 对于行业的重组整合, 除了政策因素, 我们继续关注各大军工集团的架构重组思路, 把握整合趋势。

➤ 当前市场环境下, 短期内我们认为高估值水平的军工行业将会遭遇调整, 但我们依然维持行业中长期“看好”观点。调整带来投资机会, 我们建议选择有业绩支撑或成长空间以及具明确重组预期的公司如哈飞股份、航空动力、中国卫星、航天电子、中航重机、成发科技等等。

股票代码	公司名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600765	中航重机	0.34	0.36	0.50*	0.65*	59.15	55.74	40.22	30.94	推荐
600391	成发科技	0.37	0.36	0.42*	0.56*	63.70	65.88	56.06	41.91	推荐
002013	中航精机	0.24	0.21	0.71*	0.82*	121.67	137.86	40.77	35.30	推荐
600893	航空动力	0.32	0.38	0.47*	0.54*	101.90	86.37	70.06	60.55	推荐
600038	哈飞股份	0.24	0.35	0.41	0.44	112.17	75.90	66.04	60.83	推荐
600118	中国卫星	0.28	0.30	0.33	0.39	82.32	77.55	69.24	59.72	推荐
600879	航天电子	0.25	0.20	0.22	0.25	53.36	66.70	60.64	53.36	推荐
002179	中航光电	0.44	0.40	0.47	0.57	52.23	57.45	48.89	40.32	推荐
600990	四创电子	0.57	0.38	0.52	0.56	54.49	82.55	59.81	55.00	中性

1、主要观点

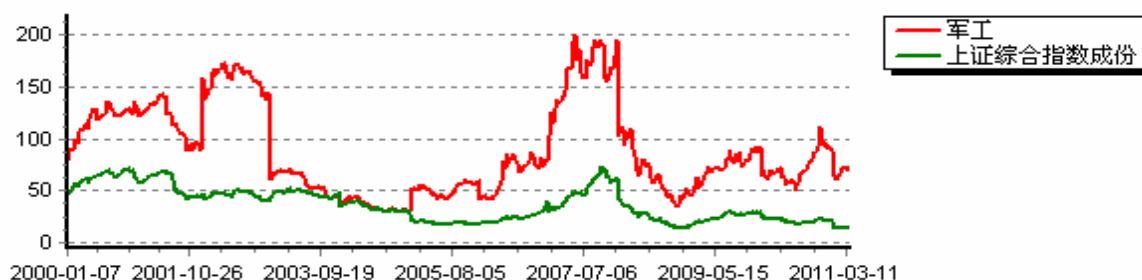
我们的观点是：看好符合国防信息化发展方向、利于装备技术提升的军品业务，比如新一代的航空装备、海军装备、陆航装备及相应电子、机电系统配套集成业务；特别关注军工行业中具有较大成长空间的三个细分产业：直升机、航空发动机、卫星产业。对于行业的重组整合，我们关注各大军工集团的架构重组思路和整合大趋势，我们关注重组，更关注公司所处产业未来的发展空间。

2、军工行业市场表现

军工行业拥有核心战略地位，整个行业目前处于成长期，军工上市公司具有业务增长点和整合重组预期，这是行业具有高估值的主要原因。

军工行业上市公司整体估值水平一直高于市场平均水平，目前的估值水平处于多年来估值的中间水平。

图 1：2000 年以来军工行业估值水平与上证综指估值水平比较

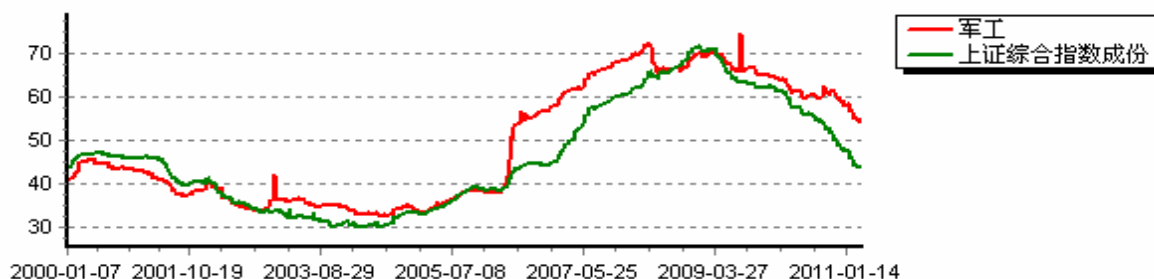


资料来源：WIND 中投证券研究所

今年以来军工行业走势基本跟随大盘呈现出震荡行情，整体弱于大盘，目前的估值水平大约为 72 倍（静态）。今年以来行业内约有 2/3 的股票弱于大盘，涨幅较大的主要有 ST 昌河、中航光电、洪都航空等，跌幅居前的主要有中兵光电、中航精机、航天动力等。

我们从历史数据来看，军工行业年化波动率与上证综指的年化波动力对比，军工行业在多数时间上的年化波动率变化趋势相同，变化幅度大于上证综指。

图 2：2000 年以来军工行业与上证综指年化波动率对比



资料来源：WIND 中投证券研究所

我们认为短期内行业受市场环境风格的影响依然有调整压力，但深幅调整将带来比较好的买入机会。我们认为今年后续行业的催化剂主要有战略新兴产业规划细则等政策陆续推出、周边军事局势、行业的重组事件等。

3、有利的产业政策环境

3.1 高端装备制造业规划有望在上半年出台

今年我们首先关注的是将陆续发布的战略新兴产业规划、十二五规划，这将带来利好于产业发展的政策环境。国家发改委副主任彭森年前曾表示，未来战略性新兴产业将分“三步走”。第一阶段，到2015年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业升级的作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重达到8%左右；第二阶段，到2020年，战略性新兴产业的增加值占国内生产总值的比重达到15%左右；第三阶段，到2030年，战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展水平达到世界先进水平，为经济社会可持续发展提供强有力的支撑。

近期，战略新兴产业发展部际协调小组第四次会议原则通过了《战略性新兴产业发展“十二五”规划(框架)》和《国务院办公厅关于加快培育和发展战略性新兴产业重点工作分工方案(代拟稿)》。后续将会起草《战略性新兴产业发展“十二五”规划》(初稿)，并在广泛征集意见后报送国务院审批。还将推进七大领域专项规划编制工作，抓紧制定战略性新兴产业指导目录，尽快建立统计指标体系，落实《决定》提出的财税、信贷、土地、进出口等相关政策措施。七项战略新兴产业将分别发表各自的“十二五”规划，确定中期发展目标。

工信部部长近期接受媒体采访时认为，相关战略性新兴产业规划实施细则将在两会后上报国务院，预计今年上半年可以出台。高端装备制造、新材料、新能源汽车与新一代信息技术产业发展规划均由工信部牵头制定。其中，高端装备制造发展规划主要由工信部装备司牵头编制，包括航空装备工业、卫星产业、轨道交通设备制造业、海洋工程装备制造、智能装备制造业等几大领域。据媒体报道，其中的高端装备制造业规划已经制定完成，有望在上半年出台。

3.2 回顾近期发布的两个有利于重组的政策

去年国务院和中央军委联合发布的37号文《关于建立和完善军民结合寓军于民武器科研体系的若干意见》，进一步提出要深化军工企业改革：“除关系国家战略安全的少数企业外，要以调整和优化产权结构为重点，通过资产重组、上市、相互参股、兼并收购等多种途径推进股份制改造，依法妥善安置职工。鼓励符合条件的社会资本参与军工企业股份制改造。按照现代企业制度的要求，完善公司法人治理结构。”提出了我国国防科技工业的发展目标：“用三至五年时间，基本实现国防科技与民用科技、国防科技工业与民用工业的互通、互动、互补”；“培育合格的市场竞争主体，军工企业股份制改造基本完成，军工科研院所改革取得积极进展”。

国家税务总局发布《国家税务总局关于纳税人资产重组有关增值税问题的公告》(国家税务总局公告2011年第13号，以下简称13号文)一文，对纳税人资产重组有关增值税问题作出重大调整。13号文规定，纳税人在资产重组过

程中，通过合并、分立、出售、置换等方式，将全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、负债和劳动力一并转让给其他单位和个人，不属于增值税的征税范围，其中涉及的货物转让，不征收增值税。这对于重组方是一大利好。

4、看好空、海装备和信息化军队发展趋势

军工行业作为具有国家战略地位的行业，肩负维护国家国土和经济利益的安全责任。十二五规划建议中继续提出加强国防和军队现代化建设。

3月31日发布的《2010年中国的国防》白皮书中阐述了中国目前面临的国内外局势：经济全球化、世界多极化、社会信息化进程不可逆转，和平、发展、合作的时代潮流不可阻挡，但国际战略竞争和矛盾也在发展，全球性挑战更加突出，安全威胁的综合性、复杂性、多变性日益明显。国际军事竞争依然激烈。主要国家加紧调整安全和军事战略，加快军事改革步伐，大力发展军事高新技术。中国坚持综合安全、合作安全、共同安全的理念，奉行互信、互利、平等、协作的新安全观，全面维护国家政治、经济、军事、社会、信息等各领域安全。在这次白皮书中强调了中国参与共同营造国际安全环境的观点。

我们国家总的国防政策仍然是积极防御，白皮书还重点介绍了各军种的现代化建设要求：

表 1：军队建设要求

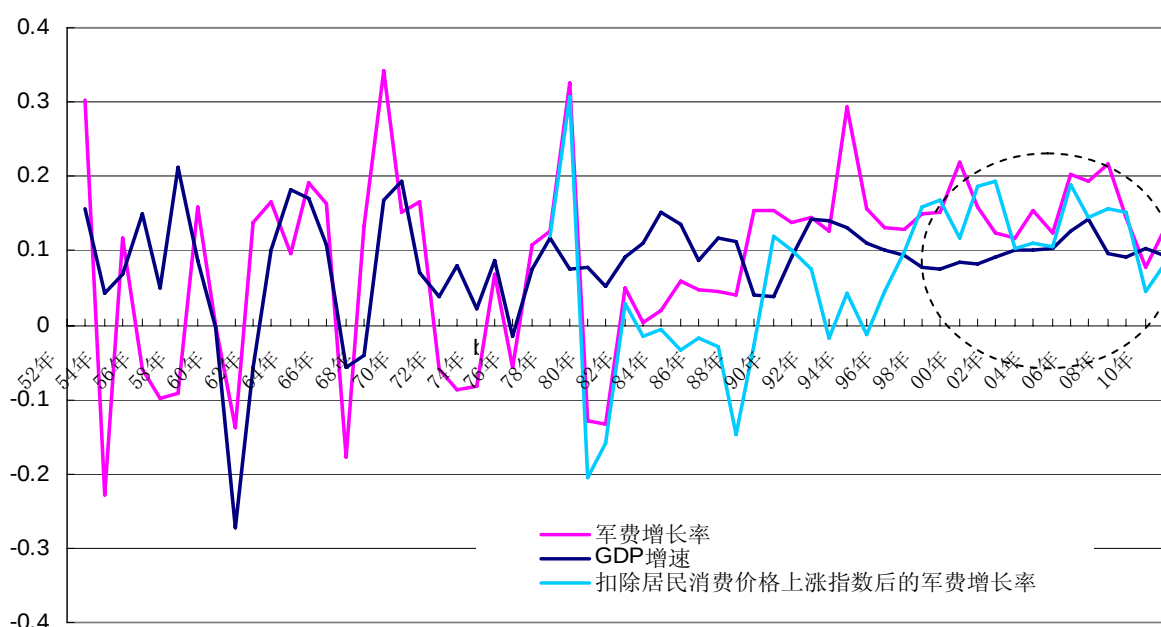
军种	建设战略或原则	装备建设内容	装备体系要求	部队编制
海军	近海防御，增强战略威慑与反击能力，发展远海合作与应对非传统安全威胁能力	按计划补充部分新型潜艇、护卫舰、飞机和大型保障舰船；形成与武器装备发展相协调的岸基保障体系；加快海上后勤保障平台建设，大型万吨级制式医院船以及救护艇、救护直升机装备部队	形成以新型潜艇、水面舰艇和对海攻击飞机为骨干的海上作战装备体系	北海、东海和南海 3 个舰队，舰队下辖舰队航空兵、保障基地、舰艇支队、水警区、航空兵师和陆战旅等部队
空军	攻防兼备，加强空中进攻、防空反导、战略投送的作战力量体系建设	陆续装备预警机、第三代作战飞机等先进武器装备。	形成以新型作战飞机、地空导弹武器系统为骨干的制空作战装备体系	沈阳、北京、兰州、济南、南京、广州、成都 7 个军区空军和 1 个空降兵军。军区空军下辖航空兵师、地空导弹师(旅、团)、高炮旅(团)、雷达旅(团)、电子对抗团(营)等，航空兵师下辖航空兵团和驻地场站
陆军	机动作战、立体攻防，加快主战装备数字化升级改造、新型武器平台成建制换装，远程机动与综合突击能力显著增强。	装甲兵 ：数字化部队建设； 炮兵 ：信息化程度较高的武器装备和新型弹药； 防空兵 ：发展新型雷达、指挥信息系统和中高空地空导弹； 陆军航空兵 ：向主战突击型转变，改进武装、运输和勤务直升机能， 工程兵 ：抢险救灾应急专业力量， 防化兵 ：全时空、全地域核生化防护保障能力	形成以直升机、装甲突击车辆、防空和压制武器为骨干的陆上作战装备体系	18 个集团军和部分独立合成作战师(旅)。集团军由师、旅编成，分别隶属于沈阳、北京、兰州、济南、南京、广州、成都 7 个军区

二炮	战略威慑和防卫，核常兼备，加强安全体系建设 具有快速反应、有效突防、精确打击、综合毁伤和生存防护能力	形成以中远程地地导弹为骨干的地地导弹装备体系
----	---	------------------------

资料来源：《2010 年中国的国防》白皮书 中投证券研究所整理

98 年以来国内的军费开支增长首先是弥补过去装备发展需求的欠缺。我国军费开支增速继续维持在恢复期的增速水平；用于采购武器装备的费用占军费开支的比重仍将保持在 1/3 左右，其余 2/3 的国防费用于军队生活、训练等维持性开支。2011 年的国防费预算为 6011 亿元，增速达 12.67%，大于上年军费 7.78% 的增速。我们认为一方面是上年增速水平较以前年度有所下降，另一方面这一增速水平也是国内国防费恢复性增长的需要。

图：我国的军费增速



资料来源：国家统计局、中经网 中投证券研究所

我国的国防费占财政支出的比重不大，按 11 年预算，约为 6%，占国家财政支出的比重总体上仍呈下降趋势。据估算，国防费占 GDP 比重约为 1.3%，基本平稳。国务院新闻发言人李肇星说，尽管中国有 13 亿多人口，国土面积大，海岸线长，但是中国国防投入在世界上相对较低。

我们认为在这样有限增长的国防费的使用上，除了适当的人员开支增加外，军事训练和装备建设的倾向性更明显。未来战争的特点之一是电子战，信息战。未来十年，电子干扰、雷达警戒、电子支援、对抗系统的研发和生产将是世界范围军方需求的重点。从我国各军种的现状和发展方向来看，海、空军是发展重点，海、空、天和信息化战争装备是武器装备发展的重要发展方向，这也是我国装备技术差距较大的部分。无论是利比亚这样的战争事件还是地震这样的非战争事件，我们深刻意识到自主技术的精良军事装备技术不可或缺。

在国内军费开支处于恢复性增长阶段的基本趋势下，空、海装备和信息化

技术是我国军队的发展趋势，故我们看好符合这一趋势的军品业务，比如新一代的航空装备、海军装备、陆航装备及相应电子、机电系统配套集成业务。

表：武器装备的主要相关公司

武器类别	总装相关上市公司	主要配套零部件或系统相关上市公司	非上市公司
舰船		航空动力、中国重工	中船集团、中船重工集团下属单位
直升机	哈飞股份	中航动控、航空动力	昌航、东安集团、保定螺旋桨厂等
战斗机		航空动力、成发科技、ST 昌河、中航精机*、中航动控、	成飞、沈飞、贵州云马、双阳、沈阳黎明、贵州黎阳等配套单位
运输机、预警机等	西飞国际（含陕飞）	中航重机、中航光电	
导航通信终端、数据链设备、雷达、红外等电子装备	中国卫星、四创电子、国腾电子、北斗星通、航天电子、欧比特、高德红外等		航天两大集团、中航工业集团、兵器工业集团、电子科技集团
火箭炮		中兵光电	航天科技集团、兵器集团下属单位
近程导弹	航天通信、江南红箭、新华光		航天两大集团、中航工业集团
中远程导弹		航天电子、航天电器	航天两大集团下属单位
主战坦克		北方创业	兵器一机集团、北方重工集团等等
轻武器	西仪股份		兵装集团下属单位

资料来源：中投证券研究所整理

5、看好军民结合、产业空间大的细分领域

武器装备的技术提升无止境，而装备采购则是分批次、有限的和相对谨慎的。作为高端装备制造的支柱之一的军工行业只有把高精尖的技术应用到民用领域，才能更有效的使军工行业规模化、效益化发展，军民结合才能为军工行业带来无限广阔的市场空间。十二五规划重点提出了发展现代化工业体系，提高产业核心竞争力，其中包括了改造提升制造业、培育战略新兴产业、构建综合交通体系、改革空域体制、发展海洋经济等等。

我们关注这个行业内各个细分产业的发展空间、技术发展方向、业务增长点等内生增长的因素，寻找具有巨大成长空间的产业和公司。我们依然重点关注军工行业中具有较大成长空间的三个细分产业：通用航空、航空发动机、卫星产业。低空空域逐步开放为通用航空产业打开发展空间；发动机关键技术提升带来军用需求的释放，也为未来民用奠定技术基础；十二五末近百颗卫星在轨运行，形成较完备的卫星体系，将为包括卫星导航在内的卫星应用创造巨大空间。

从通用航空产业链来看，涉及的上市公司主要有：

表 2：通用航空产业链相关公司

产业链	上市公司	主要非上市公司
空管设备	四创电子、川大智胜	...
机场专用车	威海广泰、航天晨光	
直升机设计		中航直升机研究所
直升机、教练机、轻型飞机 整机制造	哈飞股份、洪都航空、西 飞国际等	昌河航空
直升机发动机及传动系统	航空动力	东安集团、中南传动公司
旋翼、发动机控制等配套	中航动控、中航精机等	保定螺旋桨厂
直升机维修	海特高新	各主机厂等
通用航空运营	中信海直、洪都航空（控 股 2 个通用航空公司）	近百家

资料来源：中投证券研究所整理

我国航空发动机产业链的相关上市公司包括：

表 3 发动机产业链主要相关公司

产业链	产业链	相关上市公司
发动机研发设计	燃气涡轮研究院	
	沈阳航空发动机研究所	
	株洲航空动力机械研究所	
	航空动力控制系统研究所	
发动机整机及传动系统	沈阳黎明航空发动机集团	
	西安航空发动机集团	航空动力*
	贵州黎阳发动机公司	
	南方航空工业集团	
	成都发动机集团	成发科技
	东安发动机集团	
	常州兰翔机械厂	
	中南传动机械厂	
发动机控制系统	西安航空动力控制公司	中航动控
	北京长空机械公司	
	长春航空液压控制公司	
	贵州红林机械公司	
上游		
发动机锻件毛坯		中航重机

资料来源：中投证券研究所整理

卫星产业链主要相关上市公司有：

表 4：卫星产业链相关公司

产业链	上市公司	非上市公司
卫星运营	上行站：中国卫星	空间段运营：航天卫通公司、鑫诺卫 星、亚太卫星*；广播电视节目传输： 中广影视卫星公司
卫星发射	-	酒泉、西昌、太原及筹建中的文昌卫 星发射中心

卫星研制	中国卫星	航天科技集团 5 院、8 院
地面站设备制造	中国卫星	其他
导航用户终端制造	中国卫星、北斗星通、合众思壮、国腾电子	江苏新科电子等等
导航系统集成	航天电子、中国卫星、北斗星通、国腾电子	
导航芯片	航天电子、中国卫星、北斗星通、国腾电子	
导航地图等	四维图新	凯立德、瑞图万方等

资料来源：中投证券研究所整理

6、投资策略

维持行业“看好”评级，我们认为短期内行业受市场环境风格的影响依然有调整压力，但我们对军工行业长期看好，深幅调整将带来比较好的买入机会。

我们建议选择有业绩支撑或成长空间兼具明确重组预期的公司如哈飞股份、航空动力、中国卫星、航天电子、中航重机、成发科技等。

股票代码	重点公司	EPS09 A	EPS10 A (E)	EPS11 E	EPS12 E	PE09A	PE10 A(E)	PE11E	PE12E	10-12 CAGR	投资评级
600765	中航重机	0.34	0.36	0.50*	0.65*	59.15	55.74	40.22	30.94	25%	推荐
600391	成发科技	0.37	0.36	0.42*	0.56*	63.70	65.88	56.06	41.91	15%	推荐
002013	中航精机	0.24	0.21	0.71*	0.82*	121.67	137.86	40.77	35.30	-	推荐
600893	航空动力	0.32	0.38	0.47*	0.54*	101.90	86.37	70.06	60.55	20%	推荐
600038	哈飞股份	0.24	0.35	0.41	0.44	112.17	75.90	66.04	60.83	5%	推荐
600118	中国卫星	0.28	0.30	0.33	0.39	82.32	77.55	69.24	59.72	15%	推荐
600879	航天电子	0.25	0.20	0.22	0.25	53.36	66.70	60.64	53.36	14%	推荐
002179	中航光电	0.44	0.40	0.47	0.57	52.23	57.45	48.89	40.32	22%	推荐
600990	四创电子	0.57	0.38	0.52	0.56	54.49	82.55	59.81	55.00	10%	推荐
000768	西飞国际	0.17	0.21	0.23*	0.27*	68.82	55.71	50.87	43.33	16%	中性
600501	航天晨光	0.15	0.22	0.26	0.30	96.73	65.95	55.81	48.37	17%	中性
600523	贵航股份	0.36	0.42	0.51	0.63	65.22	55.90	46.04	37.27	22%	中性
600435	中兵光电	0.24	0.27	0.31	0.40	56.21	49.96	43.52	33.73	15%	中性
600967	北方创业	0.26	0.32	0.36	0.38	63.81	51.84	46.08	43.66	9%	中性
600316	洪都航空	0.56	0.20	0.32	0.34	59.04	165.30	103.31	97.24	4%	中性
600677	航天通信***	0.03	0.36	0.54	0.27	438.00	36.96	24.33	48.67	-	中性

*中航精机、航空动力、成发科技、中航重机、西飞国际 11-12 年 EPS 为考虑重组后数据。

**除北方创业、贵航股份和航天晨光外，其余各股 10 年数据均为年报数据。

***航天通信 2011-2012 年考虑征地补偿收入。

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, 工学硕士, 中投证券研究所机械/军工行业分析师。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434