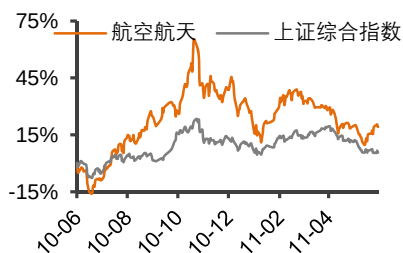


高端装备系列报告之航空装备制造业 战略布局正当时

推荐 (维持)

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

叶国际 S1060209050127
0755-22627084
yeguoji001@pingan.com.cn

张微 S1060210050002
021-33830371
zhangwei912@pingan.com.cn

■ 十二五航空装备制造迎来战略机遇期。

十二五，高端装备制造业将提到国家战略推动层面，我们认为，航空航天装备制造业全产业链都具有高端装备属性，其中航空装备制造具有更大的市场空间，未来政策支持超预期可能性大。

■ 十二五航空装备制造预计发生四个重大变化，行业迎来良好投资机会。

➤ 资产证券化进入深水区，最优质资产将上市。按中航集团规划，十二五资产证券化将深入推进；目前防务资产、发动机、直升机、航空电子及机电系统均有优质资产未上市。

➤ 我们预计行业十二五年均复合增长20-30%，行业进入快速增长期。十二五是中航集团到2017年实现万亿的关键阶段，歼10、歼11、直9等先进产品完全成熟，出口+内销将促进行业平稳增长；除上述产品外，预计航母舰载机、枭龙、L15、直8（AC311）、直10及直15等新机量产推动行业快速增长。

民机方面，十二五支线客机ARJ21预计将量产，大飞机C919将试飞，并有望带动航空转包实现年均超过40%增长；通用航空有爆发可能。

➤ 航空装备制造盈利能力将提升。国内航空装备制造业资源比较分散，盈利能力比较差，经过中航集团专业化整合并持续改进后，资产利用效率将明显提升，预计公司与国外优秀企业的盈利能力差距将逐步缩小。

➤ 将形成一批具有初步国际竞争力的航空装备制造巨头。中国航空军工研制出国际先进水平的第三代歼击机歼10，并成功试飞国际最先进水平的第四代歼击机歼20，我们认为，中国研制出世界一流的航空武器将产生世界一流的航空装备制造企业，无论在整机还是关键系统领域。

■ 市场调整带来布局低估值的优质航空装备制造股机会，我们强烈推荐中航精机、中航重机，推荐重组预期较强的航空动力、哈飞股份和中航黑豹。

股票名称	代码	股价 ¹	EPS(元)			PE			评级
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
中航精机	002013	20.73	0.21	0.65	0.83	98.7	31.9	25.0	强烈推荐
中航重机	600765	14.40	0.30	0.55	0.85	48.0	26.2	16.9	强烈推荐
航空动力	600893	15.43	0.19	0.24	0.33	81.2	64.3	46.8	推荐
哈飞股份	600038	24.59	0.32	0.38	0.42	76.8	64.7	58.5	推荐

正文目录

一、	航空装备制造-国家高端装备振兴重中之重	4
1.1	发展航空装备制造业是一国产业升级必然选择	4
1.2	航空装备是国家高端装备产业振兴重中之重	5
二、	十二五，航空装备产业发展迎来战略机遇期	5
2.1	十二五先进军机全面绽放，行业进入黄金时期	5
2.2	十二五 ARJ21 量产和 C919 试飞成亮点，民机转包存惊喜	7
2.3	十二五通用航空打破坚冰，或能爆发	9
三、	十二五航空装备制造业四大动力带来投资机会	11
3.1	资产证券化进入深水区，最优质资产上市指日可待。	11
3.2	行业进入快速增长期。	12
3.3	航空装备制造盈利能力将提升。	12
3.3	将形成一批具有初步国际竞争力的航空装备制造巨头。	13
3.4	重点推荐公司：中航精机 中航重机	14

图表目录

图表 1 国家科技重大专项支持领域	4
图表 2 《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》重点高端装备领域	5
图表 3 美国各型号军用飞机发展历程	6
图表 4 美国武器装备支出变化 F16 服役推动军用飞机产值快速增长	6
图表 5 中国武直 10	7
图表 6 中国第四代歼击机歼 20 (2011.1 试飞)	7
图表 7 大飞机 C919 促进国外航电巨头与国内企业合作	7
图表 8 波音预测未来 20 年全球新造民用客机市场价值 3.59 万亿美元	8
图表 9 大飞机 C919 机体部件及主要系统供应商	8
图表 10 支线飞机 ARJ21 机体部件供应商	9
图表 11 通用航空国内外发展比较	10
图表 12 美国通用飞机 20 世纪 70 年代达到交付高峰	10
图表 13 中航集团主要板块及其上市公司 防务、直升机、发动机、航电资产注入空间大	11
图表 14 国外航空装备龙头公司毛利率 20-30%	13
图表 15 国外航空装备龙头公司净利率 5-8%	13
图表 16 国内航空装备龙头公司毛利率 10-15%	13
图表 17 国内航空装备龙头公司净利率 3-5%	13
图表 18 国外航空装备上市公司 2011 年 PE 15-30 倍, PB 1.5-6 倍	14
图表 19 国内航空装备核心上市公司 PB 估值与国外同类公司比较并不高	14

一、 航空装备制造-国家高端装备振兴重中之重

1.1 发展航空装备制造业是一国产业升级必然选择

航空装备是工业制造的“皇冠”，对先进制造设备、先进制造工艺、先进材料有极高的要求，摘取这个“皇冠”是一国占领全球制造业价值链顶端的重要标志，是一国发展战略新兴产业的重要组成部分。

我国在发展航空产业的过程中，将对电子工业、数控机床、锻件制造、冶金、复合材料、通用部件、仪器仪表等领域形成巨大的需求，并推动这些原本较为薄弱的行业实现产业提升，大力发展航空装备制造业是中国目前经济发展阶段和产业发展阶段的必然选择。

我国持续把航空装备作为发展战略新兴产业的重要内容，国家科技重大专项（2006-2020）、《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中均提到要大力发展航空装备制造。

图表1 国家科技重大专项支持领域

国家科技重大专项	对应战略新兴产业
核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品	信息技术产业
极大规模集成电路制造装备及成套工艺	信息技术产业
新一代宽带无线移动通信网	信息技术产业
高档数控机床与基础制造装备	高端装备制造业
大型油气田及煤层气开发	高端装备制造业
大型先进压水堆及高温气冷堆核电站	新能源产业、高端装备制造业、新材料产业
水体污染控制与治理	节能环保产业
转基因生物新品种培育	生物产业
重大新药创制	生物产业
艾滋病和病毒性肝炎等重大传染病防治	生物产业
大型飞机	高端装备制造业、新材料产业
高分辨率对地观测系统	高端装备制造业
载人航天与探月工程	高端装备制造业、新材料产业

资料来源：科技部

图表2 《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》重点高端装备领域

航空装备：干支线飞机、通用飞机、卫星及其应用产业

轨道交通装备：客运专线、城市轨道交通装备

海洋工程装备：油气作业船舶、海上钻井平台、铺管船、吊装平台、工程作业等产品和服务

智能制造装备：数字化、柔性化及系统集成技术，比如高档数控机床

资料来源：国务院

1.2 航空装备是国家高端装备产业振兴重中之重

日本一项对 500 项技术扩散案例研究表明，60%的技术源于航空工业；如果将民用船舶业对产业拉动一元钱计算，那么家电为 45 元，汽车为 80 元，而大型客机为 800 元；同时，从投入产出效益来看，每向航空工业投入一万美元，10 年后可以产生 50-80 万美元的收益。

美国兰德公司的一项研究表明，由飞机技术派生的衍生产品的销售额，是航空产品本身销售的 15 倍。

我们认为，几乎整个航空装备产业链都是高端装备和新材料范畴，这与其它高端装备制造业对象只是传统产业的高端部分不一样，发展航空装备对一国制造业整体提升有重大意义；而且，航空装备中通用航空可以促进国内消费多元化，推动形成万亿新兴市场，促进国内消费结构提升。

因此，我们认为，航空装备是国家高端装备产业振兴重中之重。

二、 十二五，航空装备产业发展迎来战略机遇期

美国兰德公司近期有一个分析报告，《准备起飞-发展中的中国航空航天业》，我们认为报告题目恰如其分。

十二五是中航工业集团“两融、三新、五化、万亿”的攻坚阶段，2010 年中航工业集团收入约 2050 亿，2017 年要达到 1 万亿目标，意味着 2010-2017 年年均增长 25%。我们认为这个目标有些压力，但如果军机、民机（含转包）、通用航空、非航空民品四驾马车跑得顺利，达到甚至超过目标希望比较大。

十二五，军机、民用客机与转包、通用航空同时存在战略发展机遇。

2.1 十二五先进军机全面绽放，行业进入黄金时期

十二五除成熟机型歼 10、歼 11 外，四代机歼 20 已进入试飞阶段，据海外媒体估计，大型运输机、新型轰炸机也有望试飞，此外，还有航母舰载机、武直 10、直 15 将进入量产阶段，军机有望形成全系列先进战机局面。

中国三代机数量还比较少，据美国国防情报局估计，到 2010 年中国三代战机的数量不超过 600 架，包括歼 10、歼 11、飞豹及进口的苏 27、苏 30；美国一线战机约 3600 架。

观察美国的三代机发展里程，我们认为，先进战机更新换代将推动军机进入持续快速增长的黄金时期。

美国第三代战机 F15、F16 及 F18 分别于 1974、1979 和 1983 年服役，三种战机量产推动美国军用飞机 10 余年快速发展，美国主力战机 F16 生产总量超过 4000 架，C130 “大力神” 运输机总产量超过 2000 架，C17 “空中霸王” 运输机生产量超过 200 架。

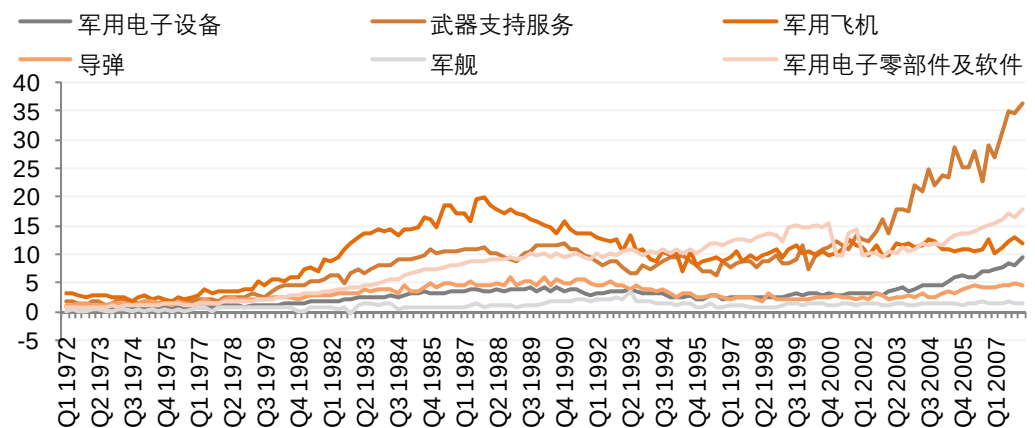
图表3 美国各型号军用飞机发展历程

年份	1949	1954	1956	1958	1959
服役机型	F86	F100	F102、C130	F104、F105	F106
年份	1962	1967	1970	1972	1974
服役机型	F4	F111	C5	F14	F15
年份	1979	1983	1993	1997	2005
服役机型	F16	F18、F117	C17	B2	F22

资料来源：平安证券研究所整理

一代新的战机会推动军机产业大发展，F15、F16、F18 等三代战机服役推动美国 20 世纪 70 年代末到 80 年代军机产值快速增长。

图表4 美国武器装备支出变化 F16服役推动军用飞机产值快速增长



资料来源：Datastream

尽管中国并不奉行美国的全球进攻战略，但随着中国经济规模的强大，防止分裂及保护中国海外利益要求越来越迫切，以中国目前较少的先进战机而言，未来具有很大的发展空间。

我们认为十二五中国军用飞机发展阶段相当于美国 20 世纪 80 年代，由于军机全方位突破，甚至比美国这个阶段的增长更为迅速。

图表5 中国武直10



资料来源：中华网

图表6 中国第四代歼击机歼20（2011.1试飞）



资料来源：中华网

2.2 十二五 ARJ21 量产和 C919 试飞成亮点，民机转包存惊喜

十二五民机转包业务有望成倍增长

促进十二五转包大发展有两个因素：

一是随着国内民用飞机需求持续旺盛和传统机体转包产品质量的不断提升，波音和空客将加大在中国的采购量。

2010 年中国航空转包业务量估计约 10 亿美元，波音计划在未来几年内将在华采购额提高至 30 亿美元；空中客车在华采购额由 2005 年 3450 万美元增加至 2010 年超过 2 亿美元，5 年复合增长率超过 42%，预计未来也将持续快速增长。

二是 C919 会促进航空电子和机电系统转包业务的大发展，由于对国外供应商参与 C919 有合资要求，国内与全球航电巨头合资的企业差不多确定下来，这些企业将通过转包进入技术含量更高的全球航空电子与航空机电供应链，我们预计十二五民机转包中来自于航电分系统转包业务会带来惊喜。我们预计到 2015 年国内航空转包业务量有望超过 50 亿美元，年均复合增长约 40%。

图表7 大飞机C919促进国外航电巨头与国内企业合作

外资企业	合作对象	合作内容
霍尼韦尔	中航飞行自动控制研究所	飞控计算机
	东安发动机公司	辅助动力装置
	博云新材	机轮刹车系统
	中航成都凯天（中航电子）	大气数据和惯性基准系统
GE	陕西航空电气（中航精机）	发电及配电系统
麦克韦尔柯林斯	电子科技集团下属航电公司	通信和导航系统
	中航上海航空测控技术研究所	客舱核心系统（CCS）
	中航雷达与电子设备研究院	综合监视系统（CISS）
派克宇航	中航金城集团	液压、燃油
	中航商飞	作动系统
伊顿	上海飞机制造厂	燃油、液压管理系统
	上海航空电器（中航电子）	驾驶舱组件

资料来源：国际航空

十二五民机亮点：支线客机 ARJ21 预计将开始量产，大飞机 C919 将试飞。

ARJ21 计划于 2011 年完成适航认证并开始交付客户，目前 ARJ21 有 240 架订单；大型客机 C919 将于 2014 年首飞，2016 年投放市场。

ARJ21 为 90 座的单通道支线飞机，波音预测未来 20 年全球支线客机需求为 1920 架，目前 ARJ21 的主要竞争对手为加拿大庞巴迪公司的 CRJ 系列飞机和巴西航空公司生产的 EMBRAER 系列飞机，尽管市场容量不大，ARJ21 将成为中国民机发展的曙光，推动国内航空工业进一步发展。

大飞机 C919 预计十二五期间首飞，未来需求空间大

C919 为 150 座级的单通道干线客机，波音和空客 60% 的订单分别来自 150 座级的 B737 系列和 A320 系列。

波音预测未来 20 年全球单通道客机需求超 2 万架，民用客机总市场容量 3.59 万亿美元，其中中国需求 3500-4000 架，超过 60% 为 150 座级干线飞机，价值 4800 亿美元，因此 C919 的市场空间广阔。

图表8 波音预测未来20年全球新造民用客机市场价值3.59万亿美元

	新交付量（架）	机种市场份额	2009 年机队数量	2029 年机队数量
大型客机	720	2	800	960
双通道客机	7,100	23	3,500	8,260
单通道客机	21,160	69	11,580	25,000
支线客机	1,920	6	3,010	2,080
总计	30,900	100	18,890	36,300

资料来源：Boeing

ARJ21 和 C919 主要航电系统和发动机从国外采购，机体国内制造，估计外购部分占整个飞机成本约 50%，国内制造、人工成本及其他费用占成本的另 50%，国内相关配套件供应商会受益。

图表9 大飞机C919机体部件及主要系统供应商

C919 机体部件及主要系统供应商				
国外供应商				
飞控系统	霍尼韦尔	派克	汉胜	穆格
航电系统	GE	罗克韦尔柯林斯	霍尼韦尔	
起落架系统	霍尼韦尔	利勃海尔		
机上娱乐系统	泰累兹			
防冰系统	汉胜			
照明系统	古德里奇	伊顿		
环控系统	利勃海尔			
燃油系统	派克宇航			
液压系统	伊顿			
电源系统	汉胜			
发动机	CFM			
水/废水系统	卓达			

国内供应商

机头	成飞	
雷达罩	济南特种结构研究所	
RAT 舱门、应急舱门	商飞	
翼梢小翼	商飞	航天科工
前缘缝翼及后缘襟翼	西飞	昌飞
前机身及中厚机身	洪都	
中机身(含中央翼盒)	商飞	西飞
外翼盒段	西飞	
扰流板及副翼	西飞	航天科工
起落架舱门、机身整流罩	哈飞	
后机身尾锥	沈飞	航天科工
后机身前段、吊挂、垂尾、APU 舱门	沈飞	
平尾	中国商飞	
内饰	香港未来国际航空	

资料来源：国际航空

图表10 支线飞机ARJ21机体部件供应商

研制单位	ARJ21 研制部件
上海飞机制造厂	平尾和总装
西安飞机工业(集团)有限责任公司	中机身&机翼
成都飞机工业(集团)有限责任公司	机头
沈阳飞机工业(集团)有限公司	后机身挂架&垂尾和方向舵
济南特种结构研究所	雷达罩

资料来源：国际航空

2.3 十二五通用航空打破坚冰，或能爆发

所谓通用航空，包括航拍机、警用机、森林灭火机、农用喷药飞机、私人公务机等各种小型飞机，一般而言，民航航班飞行高度为 10000 米左右，而 4000 米以下正是通用航空最为活跃的区域。

上市公司涉足通用飞机有哈飞股份（民用直升机）、洪都航空（农用飞机），直升机造价高，潜在受益更大一些，但短期产品显不足；潜在受益的有作为中航通飞上市平台的贵航股份，中航通飞短期通飞产品也不足，收购美国西锐将大为改观，贵航股份目前没有通航飞机业务。

通用航空，十二五启航。

2010 年 12 月，国务院、中央军委发布《关于深化低空空域管理改革的意见》，2011 年 3 月中国民航总局局长李家祥表示，中国低空空域开放试点在吉林、广东、黑龙江基础上将进一步扩大到湖南、湖北、广西、内蒙古东部广大地区，并争取于 2015 年实现低空空域全面开放。

按《意见》的总体部署，中国低空空域开放将按照试点、推广、深化三个阶段逐步改革，即 2011 年前在局部地区改革试点，2011 年至 2015 年底前在全国推广试点，2016 年至 2020 年进一步深化改革。

2011 年 3 月中航通飞宣布收购全球第二大通用飞机制造企业美国西锐，初步解决了短期国产通用飞机不足的困境，通航开放将有米下锅。

通用航空孕育万亿市场

当前全球通用飞机总数近 40 万架。其中，通用航空最发达的美国拥有通用飞机超过 22.5 万架；美国供通用航空使用的机场 19983 个，巴西有 2498 个机场。

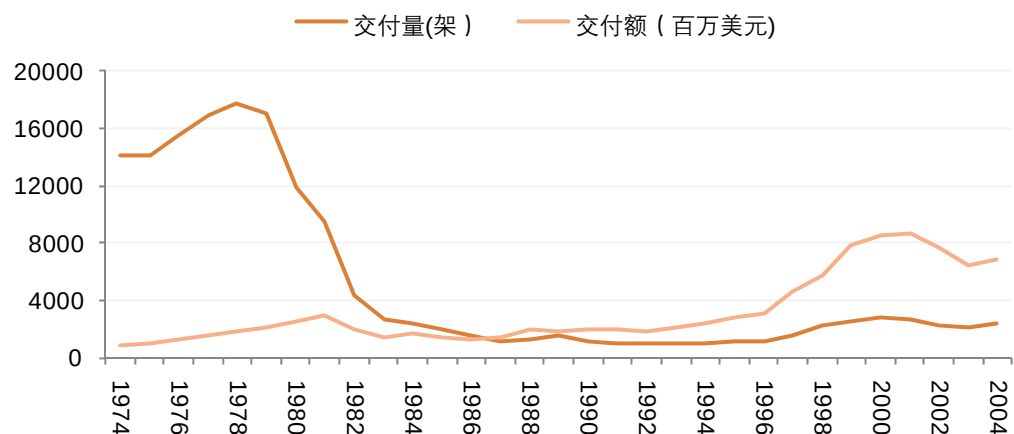
图表11 通用航空国内外发展比较

	中国	美国	加拿大	澳大利亚	巴西
面积/万平方公里	960	963	1000	770	851
人口/亿	13	2.99	0.326	0.2	1.89
通航飞机数量	907	224000	31018	11117	10310
通航飞机年飞行小时	260000	27705000	4500000	1695000	1500000
通用航空机场数量	398	19983	1700	461	2498

资料来源：平安证券研究所整理

截至目前，我国通用飞机总数仅为 1000 余架，通用飞机占全部航空器的 13% 左右，年产值约 18 亿元人民币。而美国拥有 22 万架通用飞机，整个产业年产值 1500 亿美元，其中通用飞机制造业 80 亿美元。

图表12 美国通用飞机20世纪70年代达到交付高峰



资料来源：平安证券整理

目前，全球约有 40 个国家的 160 家至 190 家企业从事通用飞机研制和生产，其中规模较大的约 30 家至 50 家。

我们认为中国低空空域政策开放到一定时点会带来通用航空的爆发，如日本在 1986 年的时候民航业大变革，国家允许企业和个人购买飞机和运营，民航政策放开后，日本人在两年间订购了 2000 架私人飞机。

一般小型通航飞机造价 200-500 万不等，直升机造价一般超过 1000 万，公务机则非常昂贵，造价一亿以上。

预计到 2020 年中国有望成为全球第一大经济体，比照国外发展水平，通用航空飞机数量预计可以超过 2 万架，平均按 500 万元单价计算，市场容量 1000 亿元，国外通用航空飞机对整个产业链（包括机场建设、培训、维修、通航服务等）的拉动经验值为 1: 10，因此初步估计未来十年通用航空产业链有一万亿市场容量。

目前通用飞机大部分为进口飞机，国产飞机所占比例不足 40%。2011 年 3 月 1 日，中航通飞宣布收购美国西锐公司(全球第二大通用飞机制造企业)100%的股权，这也是中国航空工业首次并购欧美发达国家飞机整机制造企业，充分表现出中国通用航空的发展潜力和雄心，我们认为收购西锐有利于实现国际先进通用飞机的国产化进程，加快国内通用航空发展步伐。

三、 十二五航空装备制造业四大动力带来投资机会

3.1 资产证券化进入深水区，最优质资产上市指日可待。

中航工业规划三年完成主要资产上市，十二五前期中航工业的优质资产仍将证券化，尽管具体时点存在很大不确定性，但资产注入仍值得期待。

目前防务资产、发动机、直升机、航空电子及机电系统均有优质资产未上市。防务资产中成都飞机工业公司和沈阳飞机工业公司资产均未上市，我们认为除外销的枭龙资产外，其它资产上市不确定性很大；发动机资产中，生产“太行”发动机的沈阳黎明资产还没有上市；直升机资产中，昌河直升机资产还未上市；航空电子及机电系统未上市优质资源也较多。

优质资产注入将会给相关上市公司带来投资机会。

图表13 中航集团主要板块及其上市公司 防务、直升机、发动机、航电资产注入空间大

中航集团主要子板块	板块上市公司	上市公司核心企业	企业主要产品
防务板块	洪都航空	洪都航空	教练机
	成飞集成	成飞集成	汽车模具、锂电新能源
运输机	西飞国际	西安飞机工业公司	轰6、飞豹
		陕飞	运8
		西安航空制动科技	飞机起落架系统
发动机	航空动力	西安航空发动机	秦岭发动机、太行发动机核心系统
		贵阳黎明发动机公司	涡喷13等
		南方航空动力机械	直升机发动机
	中航动控		发动机控制系统
	成发科技	成都飞机工业公司	航空发动机转包
航空机载设备与系统	中航电子	中航凯天电子	航空大气数据设备
		千山航空电子	航空数据记录仪

		兰州飞行控制有限责任公司	飞行控制设备
		陕西华燕航空仪表有限公司	飞行控制设备
		陕西宝成航空仪表有限责任公司	惯性导航设备
	中航精机	陕西航空电气有限责任公司	航空电源系统
		庆安集团有限公司	航空悬挂系统
		贵阳航空电机有限责任公司	航空二次电源系统
	中航黑豹	安徽开乐、柳州乘龙、上海特种汽车	专用车
	中航光电	中航光电	光电连接器
直升机	哈飞股份	哈飞集团	直9、直15
通用飞机	贵航股份	贵航股份	汽车零部件
重机与核心零部件	中航重机	陕西宏远锻造	航空整机锻件
		贵州安大锻造	航空发动机锻件
		保定惠腾	风电叶片
		力源液压	民用液压件
		河北上大	贵重金属再回收

资料来源：相关上市公司公告

3.2 行业进入快速增长期。

中航工业 2017 年目标 1 万亿元收入，2010 年约 2050 亿，十二五将是中航工业关键发展阶段，年均复合增长 20-30%，我们认为最主要的贡献将来自于军机的全面发展。

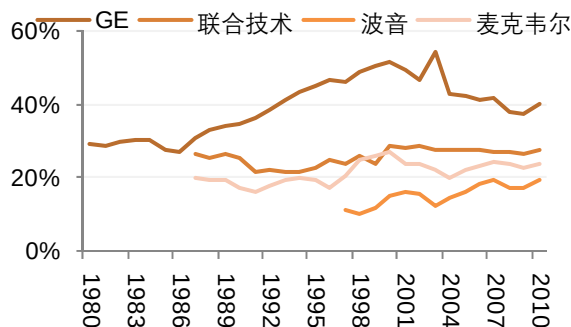
十二五歼 10、飞豹、歼 11、直 9 等先进产品完全成熟，出口+内销将促进行业平稳增长；除上述产品外，预计航母舰载机、出口型歼击机枭龙、高级教练机 L15、改进后的直 8（民用型号 AC311）、武装直升机直 10 及中欧联合研制的直 15 等新机将量产。

新型歼击机歼 20 于 2011 年 1 月试飞，估计十二五可能还有其它新型机型（如新型运输机）试飞。民机方面，十二五支线客机 ARJ21 预计将量产，大飞机 C919 将试飞，C919 会推动国内飞机航电系统转包业务取得突破进展；通用航空开放也将对民用直升机、通用飞机需求增加，构成航空产业持续发展的另一个支柱。

3.3 航空装备制造盈利能力将提升。

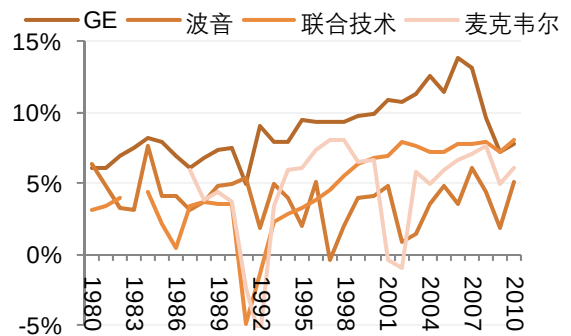
国外航空装备重点公司净利率一般 5%-8%，毛利率 20%-30%。

图表14 国外航空装备龙头公司毛利率20-30%



资料来源：中国人民银行

图表15 国外航空装备龙头公司净利率5-8%

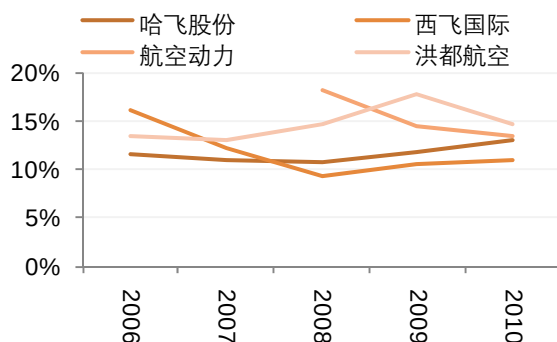


资料来源：CEIC, 平安证券研究所

国内航空装备制造核心企业净利率一般 3%-5%，毛利率 10%-15%，我们认为国内人员工资等成本更低，至少可以达到国外企业的盈利水平，预期中航集团专业化整合将显著提升管理效率，促进业绩持续改善。

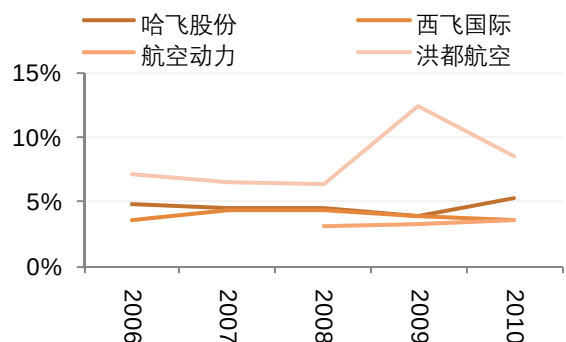
国内整机制造、发动机领域盈利能力与国外差距最大，提升空间也最大。

图表16 国内航空装备龙头公司毛利率10-15%



资料来源：中国人民银行

图表17 国内航空装备龙头公司净利率3-5%



资料来源：CEIC, 平安证券研究所

3.3 将形成一批具有初步国际竞争力的航空装备制造巨头。

中国航空军工研制出国际先进水平的第三代歼击机歼 10，并成功试飞国际最先进水平的第四代歼击机歼 20，十二五中国有望研制出达到国际先进水平的全系列军机(包括歼击机、运输机、轰炸机等)，我们认为，中国研制出世界一流的航空武器将产生世界一流的航空装备制造企业，无论在整机还是关键系统领域。

国内航空装备制造企业与国外航空装备巨头收入、市值的差距将逐步缩小。

图表18 国外航空装备上市公司2011年PE 15-30倍，PB 1.5-6倍

	美元市值	PE			PB
	(单位: 百万)	10PE	11PE	12PE	10PB
波音	53665.2	15.5	17.9	13.8	17.3
联合技术	75692.2	16.1	15.9	13.3	3.4
庞巴迪股份有限公司	12059.6	11.5	14.6	15.0	2.4
欧洲宇航防务集团公司	12026.0	25.6	39.1	12.4	1.6
通用动力	25805.7	10.4	10.0	9.0	2.0
劳斯莱斯集团	6915.7	21.3	20.6	12.1	2.9
霍尼韦尔	43702.6	16.9	17.7	12.2	4.8
赛峰公司	8163.2	50.0	53.8	12.6	2.3
古德里奇	10861.2	19.2	17.3	13.5	3.3
达索航空公司	4942.9	22.8	26.5	17.9	1.4
巴西航空工业公司	5591.7	15.6	13.8	12.1	1.7
精密铸造 (Precision Cast parts)	21355.6	19.0	21.1	17.4	3.0
罗克威尔克林斯	9038.3	16.5	16.0	12.7	6.2
新加坡科技工程有限公司	7203.1	21.1	17.4	15.4	6.4
哈利伯顿	43920.6	19.9	20.1	12.5	3.6
Saab AB	2345.8	29.9	22.3	10.5	1.1
德事隆	5814.6	34.3	26.3	11.6	2.2

资料来源: bloomberg

图表19 国内航空装备核心上市公司PB估值与国外同类公司比较并不高

	美元市值	PE			PB
	(单位: 百万)	10PE	11PE	12PE	10PB
西飞国际	4108.3	87.0	83.2	47.4	3.2
洪都航空	3393.7	117.3	159.6	90.2	4.1
航空动力 ¹	3452.6	82.3	65.1	48.7	2.4
哈飞股份	1338.9	80.3	67.7	60.8	6.7
中航重机 ²	2025.2	63.1	27.5	17.8	3.3
中航精机 ³	1638.8	124.9	31.0	24.3	2.5

注1、2、3均为经过调整，考虑了目前正在进行的资产注入情况

资料来源: wind，平安证券研究所

3.4 重点推荐公司：中航精机 中航重机

十二五航空装备制造业进入大发展阶段，行业具有良好投资价值，短期我们强烈推荐估值水平比较低、安全边际高的中航精机和中航重机，并建议重点关注有资产注入预期的哈飞股份、航空动力和中航黑豹。

■ 中航精机

航空机电系统核心上市公司，武器（发射）操纵控制系统及装置、武器地面综合保障系统、航空电源和发动机点火系统主要供应商，预期未来航空救生系统会注入。

首次注入资产后公司民品有空调压缩机、粮食机械（高平方筛）、电动汽车动力总成及汽车座椅调角器等。

注入资产过去 8 年实现年均 20%以上复合增长，部分公司实现年均约 30%复合增长。
目前股价对应 2011 年约 29-32 倍，未来三年预计可以实现 25%以上复合增长，后续有资产注入预期，“强烈推荐”

■ 中航重机

中国的“Precision Cast parts ”（美国航空精密铸锻核心企业，市值 213 亿美元）。

涉足三大高端装备制造业务：航空整机及发动机铸锻件（航空）、工程机械和小型农用机械液压系统（智能装备之核心基础零部件）、激光成形装备和先进制造装备（智能制造），另两项业务—风电叶片和贵重金属回收受国家政策支持的“朝阳”产业。

受益于军机和民机发展，十二五新型大飞机如量产将对航空铸锻需求有爆发增长。一架支线飞机铸锻件重量预计是歼 10 的 2.5 倍，一架大飞机铸锻件重量是歼 10 的 4.5 倍，一架大型运输机铸锻件重量将是歼 10 的 10 倍！

（歼 10 起飞重量约 18 吨，歼 11 起飞重量约 22 吨，飞豹起飞重量约 28 吨；新的机型 ARJ21 起飞重量 45 吨，C919 起飞重量 80 吨，如果国产大型运输机研制成功，参照美国 C17 和俄罗斯 伊尔 76 的标准，其起飞重量将在 200 吨左右）

有进一步整合中航集团铸锻资产及先进航空材料可能。

目前股价对应 2011 年约 26 倍 PE，未来五年预计可以实现 30%以上年均复合增长，“强烈推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257