

航母航空航天 再掀军工热潮

推荐 维持评级

分析师：鞠厚林 电话：(8610) 6656 8946 邮箱：juhoulin@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091557

1. 事件

近期，市场对航母和军工行业的相关上市公司关注度提高，我们认为，市场关注航母对军工行业的巨大带动作用，也对上市公司资产整合的预期在提高。我们的主要观点如下：

2. 我们的分析与判断

(一)、军工股行情一触即发

一、资产重组加快的驱动。近 5 年来军工股的主升行情主要是军工优质资产大规模进入上市公司引发的。2006 - 2007 年的“国防资产证券化”浪潮，2009 年中航工业集团提出“两融、三新、五化、万亿”的战略和三年完成子集团整体上市的奋斗目标，以及 2010 年中航集团加速资本运作和兵器工业集团资产整合拉开大幕，都拉动军工股持续上涨，形成军工板块的主升行情，涨幅超过市场平均水平 30% - 50%。

我们预计今年下半年，军工行业的资产重组进程很可能进入新一轮高潮阶段，主要理由为：2010 年以来航天军工领域的资本运作受相关政府部门的影响，相对缓慢。根据今年的国发 37 号文件精神，和各大军工集团目前加紧内部资产清理的现状，我们认为，下半年主管部门很可能加快推进军工行业的资本运作和资产证券化工作，使军工行业的资产重组进入新的高潮，从而带动军工股投资价值和预期的大幅上升。

二、重大事件的驱动。60 周年国庆阅兵、区域性军事冲突或地区形势紧张、以及歼十、神舟等重大航天和航空领域重大项目突破，都带动了军工股呈现较大或明显的上升行情。

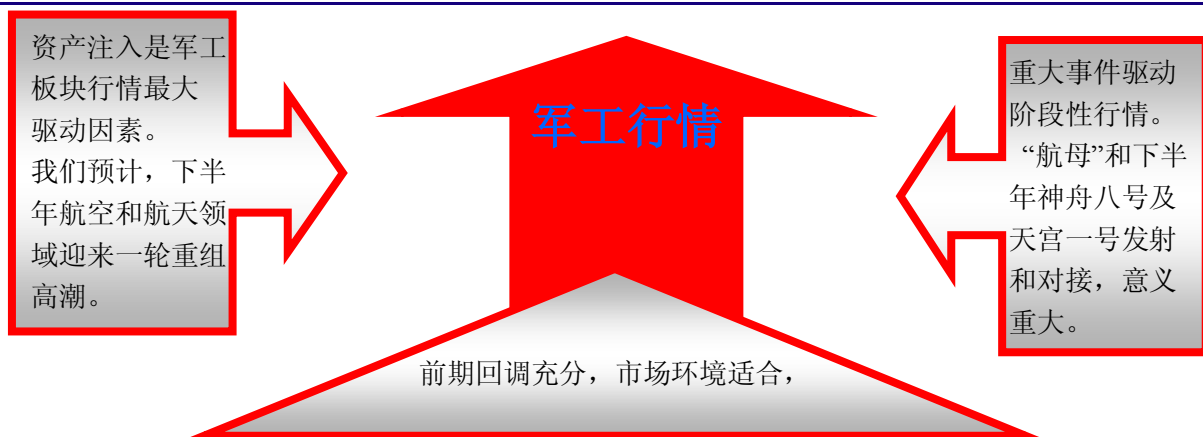
目前随着“七.一”的临近，市场对航母下水的预期迅速升温，我们认为，航母由于对军工行业拉动面广，投入金额巨大，因此对军工板块股价将产生较大的刺激作用，其影响力度将与 60 周年国庆阅兵相当。

航天领域下半年将有重大发射项目。“天宫一号”和“神州八号”的发射和对接，将对航天领域上市公司股价产生推动作用。

三、从市场的角度看，近几年来军工板块行情的发动，都是在市场处于相对低位平稳阶段。在其它行业缺少上涨动力的情况下，由于军工股题材独特、资本运作空间大、估值弹性较大的特点，容易成为市场的主要亮点，担任市场上涨的先行军。

军工板块上市公司自去年 11 月份以来经过超过半年的充分调整，重点公司股价回落 30% - 40%，明显弱于市场平均水平。目前航空航天类重点公司 2011 年平均市盈率为 50 倍左右，船舶工业上市公司 2011 年平均市盈率为 20 倍左右，基本处于近年来估值的较低水平。由于军工股行业独特，资产注入预期高，估值弹性大，未来一段时期持续走强的可能性很大。

图 1: 军工股行情驱动因素

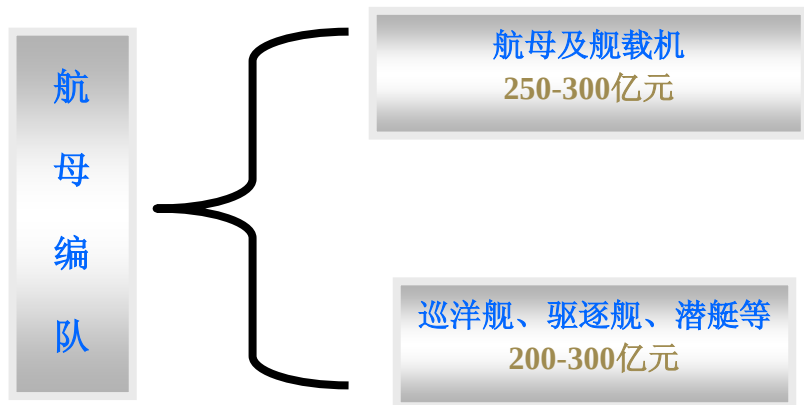


资料来源：中国银河证券研究部

(二)、航母：近期催化剂，船舶、飞机和发动机受益最大

“航母”主题是近期军工行业的最重要催化剂，由于其带动面广，必将在军工领域形成强大的牵引作用。未来几年，我国航母编队和相关装备的需求将达上千亿元，我们认为，受益领域包括船舶工业、飞机、发动机、武器装备、复合材料、卫星导航通信等。

图 2: 一个航母编队的资金投入



资料来源：中国银河证券研究部

由于军工行业的大部分资产不在上市公司，而且各大军工集团对于未来资产证券化的规划和进程不同，相关上市公司的资产注入预期也有明显差异。根据军工行业上市公司的业务结构，以及未来整合集团军工资产的可能性，我们认为船舶制造、飞机及发动机制造是受益于航母最大，上市公司价值提升最明显的板块。

武器、复合材料、卫星通信及导航也是受益于航母的领域，不过由于受益的价值量相对较小，或者由于受益的资产集中于集团层面，与上市公司关联较小，因此这些领域的上市公司受益于航母的程度有限。

船舶工业：航母及编队舰艇占航母产业链价值的 2/3，航母建造主要是由国家的两大船舶集团来完成，因此船舶工业的国家队受益空间巨大。不过，航母相关资产主要集中在集团层面，与上市公司相关度不高。两大船舶集团下属的上市公司主要包括中国船舶、广船国际、中船股份、中国重工、风帆股份，其中中国重工的部分军品业务与航母直接相关，

随着未来集团资产的持续注入，公司的军品比例有可能持续提高，未来具有较好的增长前景；中船股份公司借助于大股东江南造船集团的优势地位，业绩和股价弹性可能最大，不过公司目前业务结构不理想，盈利水平低，中长期业绩增长具有较大不确定性。

发动机：航母编队的发动机包括舰艇发动机和舰载机发动机两个方面，舰艇发动机可能以国产的燃气轮机为主，航空发动机的需求数量取决于国产舰载机的占比，需求空间很大。上市公司中，航空动力作为国内重要的航空发动机生产企业之一，将明显受益于航母舰载机的需求增长，而且该公司是国内航空发动机整体上市的唯一平台，未来受益程度更加大幅提升；同时公司的衍生产品燃气轮机在国内具有较的竞争优势，在舰艇制造领域有广阔的需求。

飞机制造：舰载战斗机、直升机、教练机等的需求将使飞机制造工业受益，战斗机的需求数量相对较大，不过主体资产在中航工业集团防务板块中，没有进入上市公司；直升机和教练机与上市公司的关联较大，但预计航母编队对其需求数量有限，对上市公司的业绩提升不会太大。因此我们认为，从航母的角度看，西飞国际、哈飞股份和洪都航空可适当关注。

表 1：军工行业主要上市公司

上市公司	主要产品（军民品情况）	控股股东及业务情况	集团公司
中国卫星	卫星研制、应用。其中军用 60%，民用 40%。	航天五院，卫星及航天器研制及应用，其中军用近 50%。	航天科技
航天电子	军品 75%，连接器、传感器等。	航天时代电子，军用及民用电子产品，军队及宇航占 2/3。	
航天动力	民品 25%，电缆、钻井测斜仪等	航天六院，主要产品是火箭发动机，民品包括动力配件等。	
航天机电	电机、泵、传动产品等。大部分民用，少部分军用	航天八院，主业是“火箭弹船”。航天民品基地，包括光伏业务，汽车部件等。	
航天长峰	太阳能及汽车部件，民品		
航天长峰	军品为军用计算机等，占 25%。 民品为医疗机械、机床等，目前正在注入安防产品。	航天二院，战略导弹为主。民品包括信息产品，数控系统，特种器件等。	航天科工
航天通信	军品为便携导弹，通信产品等，占 35%，民品包括纺织、商品流通等。	航天科工集团，主业导弹武器，民品超过 50%，包括信息产品、电力及石油设备等	
航天晨光	专用车 1/3 左右，民品包括波纹管，压力容器等。	晨光集团军品为导弹，民品为车辆，管类、掘进机等	
航天电器	连接器、继电器占 70%以上（军用和民用），其它民品为电机。	贵州航天工业公司，军民用电子器件、电池、电机等。	
航天科技	航空航天器占 1/3，汽车和石油仪约 1/2，还有设备等。	飞航技术研究院，飞船导弹基地，民品包括改装车、程控交换机、复合管等。	
航空动力	航空发动机及衍生品占 60%以上，转包占 20%以上，其它。 目前注入黎阳、南方。	西安发动机集团公司，主营为发动机，燃气轮机，还包括压力容器、仪器等机械产品。	中航工业
西飞国际	战机、轰炸机、支线客机及部件生产为主。国际转包	西飞集团，飞机、航空部件生产等。	
哈飞股份	直升机及部件生产占 90%。	哈飞集团，航空产品，机械	

洪都航空	航空产品 90%（教练机等）。	洪都集团，航空产品，机械
中航精机	汽车部件 90%。资产注入在进行	航空救生所，航空座椅，救生设备等。
中航电子	航空电子系统及产品，军品为主。	中航科工，飞机及部件。
中航光电	电连接器，其中 40%用于航空，其余用于铁路、电力、电信。	中航工业集团，航空产品及其它产品
贵航股份	汽车部件。	贵航集团，通用飞机及机械
中航重机	锻造及液压产品（军、民），新能源业务。	中航重机集团，锻铸业务及其它加工。
中航黑豹	专用车占 40%以上，其余为农用车、商品车及部件。	金城集团，航空及民用机电液压产品。
中航动控	发动机控制及部件占 80%，其余为转包等。	西航动控，航空动力控制，及专用装备。
成发股份	发动机部件占 70%，（以转包为主），房地产占 30%。	航空发动机为主，也包括汽车和摩托发动机。
成飞集成	主要是民品，汽车模具、数控加工等。进军锂电池项目。	成飞集团，航空产品为主，机械、电子等。
北方创业	铁路车辆占 2/3，结构件和锻件等 1/3（军品为主）。	一机集团，坦克及重型车辆，其中民品数量较大。
北方股份	矿用及相关装备。	北方重工，重型机械加工。
光电股份	军工占 60%（包括导弹发射车，火炮，制导系统等），其余为光学产品和光伏产品。	兵器集团 北方光电，军工产品为主。
中兵光电	包括火箭炮、无人机无人车等占 60%以上，其余为能源化工产品。	中兵导航控制科技集团，主营武器装备、机电、激光等。

资料来源：中国银河证券研究部

总体上看，我们认为中国重工、航空动力是“航母”的最大受益者；此外，广船国际、哈飞股份、西飞国际、中国卫星、洪都航空也将受益于航母主题。

（三）、航空领域：资产证券化面临新的高潮

2009 年以来，中航工业集团的资本运作持续推进，随着集团对内部资产梳理的加快和经验积累，主要子集团的资本运作已经进入后半程加速阶段，集团的目标是 2012 年前实现 80% 的资产分板块整体上市。2010 年中航工业收入约 2050 亿元，同比增长 20%，利润约 105 亿元，同比增 15%。

根据目前的运作情况，中航工业各大业务板块中，发动机、航电、直升机、机电仍有较大的整合空间，整合思路也相对明确，其中我们最看好航空发动机、航电和直升机领域的资产运作前景。通飞也有一定的整合空间，但市场空间预期不明确，民机、重机、特种车辆等板块的整合空间已经不大，防务板块资产质量好，证券化率低，市场一致看好，但由于敏感性高，目前不能寄予较高期望。

航空发动机：是中航工业集团思路最明确明确，运作最快的板块之一。黎阳、中航南方、黎明未来将进入到航空动力的发展思路基本确定，已经上市的成发科技、中航动控未来与航空动力“三合一”也是必然趋势，我们认为航空动力面临的整合空间很大，从目前情况看，其运作进程也将较快。

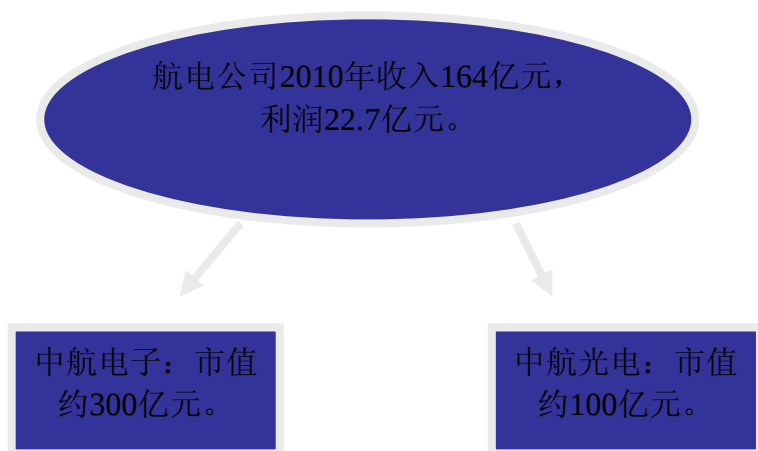
今年上半年航空发动机等列入国家重大专项，并加大资金投入被提上议事日程，如果得到落实，未来若干年，国家将投入上千亿元资金发展航空发动机，同时，将进一步提高该领域的资产整合预期。基于以上分析，我们重点看好航空动力的发展前景。

航电系统：航电公司 2010 年实现营业收入 164.9 亿元，同比增长 16.7%，占集团公司营业收入的 8%；实现利润总额 22.7 亿元，同比增长 24.7%，占集团公司利润总额的 21.4%；实现 EVA18.1 亿元，同比增长了 11.7%，占集团公司 EVA 的 45.2%。我们预计 2011 年航电公司将实现收入 183- 200 亿元，实现利润 23.8- 26.1 亿元。

航电板块上市公司有中航电子，中航光电的业务也属于航电领域。近两年来中航工业集团成功地对中航电子进行两次资产注入，使中航电子成为航电领域的重要资本运作平台。根据 2010 年数据中航电子收入 8 亿元，加上并购的资产，我们估算其收入规模将超过 30 亿元。中航光电 2010 年收入为 15 亿元。总体上看，航电系统未上市资产的经营规模为上市公司的 2.7 倍以上，上市公司通过资产收购提高投资价值的空间很大。

我们认为，航电板块上市公司的战略地位和技术含量高，盈利能力强，成长空间广阔，资本运作空间较大，中航电子和中航光电两家公司可重点看好。

图 3：中航航电公司及下属上市公司



资料来源：中航工业；中国银河证券研究部

直升机：直升机的资产较为清晰，包括哈飞集团、昌飞集团和中国直升机研究所，哈飞股份作为唯一的上市公司，整合直升机资产的可能性很大，哈飞股份的经营规模可能扩大 1 倍以上。同时，直升机作为国家重点发展的战略产品，发展前景广阔，将在未来较长时期内保持较快增长。中航工业南方 2011 年 1 至 5 月份航空发动机交付创历史新高，同比增长 44%，预示了直升机制造的增长正在加快。

综上所述，我们重点看好航空发动机领域、航电领域、直升机领域的资产整合，而且这三个领域面临的巨大发展空间，成长能力将明显好于其它领域。推荐航空动力、中航电子、中航光电和哈飞股份。

（四）、航天领域：面临重大发射 期待资本运作突破

今年下半年我国将发射“天宫一号”和“神州八号”，完成飞船与空间舱的交汇对接，并且发射短期有人照料的空间实验室，实现航天领域的关键突破。预计这一事件对中国卫星等航天军工股的投资价值将产生较大推动。

资产重组方面，集团正在努力运作，期待顺利推进。6 月中旬集团会议，积极推进“十二五”期间集团公司以上市公司为核心的资源重组和再融资工作，推动集团公司的资产证券化工作等。

我们重点看好中国卫星和航天电子。

中国卫星：随着卫星应用产品的规模化和系列化，以及北斗导航卫星的应用，中国卫星的业绩目前处于加速增长的初期；卫星应用产品和小卫星研制潜在数亿美元的需求意向，使公司未来具有业绩大幅超出预期的可能。

3. 投资建议

航天军工行业上市公司重点上市公司 2011 年市盈率平均为 45 倍左右，处于近两年来的底部区域。由于军工行业上市公司具有资产注入预期强、战略定位高、成长空间巨大等特点，因此我们认为目前军工行业重点上市公司面临的股价风险较小。同时由于未来军工资产证券化可能加快，市场对航母的预期等因素，军工股整体面临新一轮上涨行情，我们给予“推荐”的评级。重点推荐的公司包括：中国重工、哈飞股份、中国卫星、中航电子、中航光电以及航空发动机领域的上市公司。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鞠厚林，机械军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：中国卫星（60118.SH）、航天电子（600879.SH）、光电股份（600184.SH）、中国南车（601766.SH）、天马股份（002122.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：021-58219701

深圳广州地区联系：0755-82830129