

## 中国航空与国防行业

增长前景明确 + 高资产注入潜力；首次覆盖给予“领先”评级

落后

同步

**领先**

### 首次覆盖

#### 估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	— 每股盈利 —		— 市盈率 —		— 市账率 —		股息率
				10 Oct (LC)	FY15E (Curr.)	FY16E (Curr.)	FY15E (x)	FY16E (x)	FY15E (x)	FY16E (x)	FY15E (%)
中航电子	600372 CH	买入	29.50	19.35	0.34	0.40	57.0	47.8	6.3	5.7	0.3
中航光电	002179 CH	买入	49.50	34.30	0.98	1.36	34.9	25.2	6.4	5.3	0.3
中直股份	600038 CH	中性	45.80	42.98	0.70	0.90	61.4	47.9	4.0	3.8	0.4
洪都航空	600316 CH	沽出	10.50	19.10	0.15	0.16	124.5	118.8	2.8	2.7	0.1

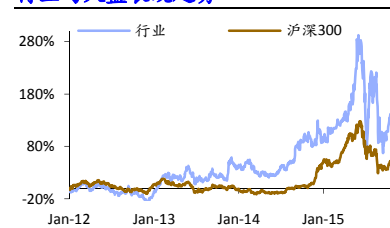
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

- **中国航空和国防工业将迎来强劲的增长前景。**在未来几年里,我们认为中国国防开支前景、中航工业集团旗下的资产注入及重组,以及民用飞机发展将会成为行业盈利上升的主要推动因素。
- **空军现代化推动增长。**随着解放军装备现代化加快,我们预测 2015-25 年用于设备升级的国防开支将录得 13.9%的复合年增长率,高于同期综合国防开支的 11.4%增速。鉴于中国空军现代化率较低(低于陆军和海军),我们认为航空设备(包括喷射式战机和飞机部件)将受惠于空军现代化。
- **民用飞机市场前景亮丽。**我们预测,在开放低空区以及放宽航线管制推动下,到 2020 年中国通用飞机保有量将增加到 5000 架,2013-2020 年复合年增长率达到 17.7%。此外,到 2034 年中国的商用飞机数目将达到 7,210 架,是 2014 年 2,570 架的接近三倍。预期 2025-2034 年,向中国交付的新飞机数目将达到 6,330 架。
- **首次调研给予“领先”评级,中航电子和中航光电“买入”评级,中直股份“中性”评级,洪都航空“沽出”评级。**我们首次覆盖的四家上市公司包括两家飞机制造商(中直股份和洪都航空)和两家部件供应商(中航电子和中航光电)。我们偏好航空电子和部件供应商,理由是它们的定价自主性较高,因此利润率和净资产回报率较佳(航空电子和部件供应商的毛利率/净资产回报率为~30%/10-20%,而飞机制造商为 6-10%/2-7%)。与飞机制造商不同,我们认为部件供应商是分享中国航空和国防工业增长的最佳标的,原因是这些公司能够全面捕捉军用和民用飞机市场的发展。我们的首推股是中航电子。中航电子是分享中国国防工业研究所改革的最佳标的。我们认为能够跑赢行业的中国航空和国防企业必须具备以下条件:1) 先进技术、2) 强大的市场地位、3) 高度资产注入潜力、4) 利润率上行潜力。我们覆盖的个股(按评级从高至低排列)为中航电子、中航光电、中直股份、洪都航空。



- 在未来几年里,我们认为中国国防开支前景、中航工业集团旗下的资产注入及重组,以及民用飞机发展将会成为行业盈利上升的主要推动因素。
- 我们给予行业“领先”评级。我们认为能够跑赢行业的中国航空和国防企业必须具备以下条件:1) 先进技术、2) 强大的市场地位、3) 高度资产注入潜力、4) 利润率上行潜力。我们覆盖的个股(按评级从高至低排列)为中航电子、中航光电、中直股份、洪都航空。

#### 行业与大盘表现趋势



资料来源: 彭博

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
电话: (852) 2977 9392

此为 2016 年 3 月 24 日发布《Visible growth outlook + high asset injection potential; initiate at Outperform》报告的译本, 详见

[http://researchreport.bocomgroup.com/China\\_Aerospace\\_and\\_Defense-160324e.pdf](http://researchreport.bocomgroup.com/China_Aerospace_and_Defense-160324e.pdf)。

## 中国航空和国防工业将迎来强劲的增长前景

我们首次覆盖中国航空工业集团公司（中航工业）旗下关于航空和国防的四只股票。他们是中直股份（600038 CH）、洪都航空（600316 CH）、中航光电（002179 CH）和中航电子（600372 CH）。以上四只股票包括两家飞机制造公司（中直股份、洪都航空）和两家零件供应商（中航电子、中航光电），他们均高度涉足中国军用、民用和商用飞机的发展。我们认为三大关键因素将推动中国航空及国防工业发展。在未来几年里，我们认为中国国防开支前景、中航工业集团旗下的资产注入及重组，以及民用飞机发展将会成为行业盈利上升的主要推动因素。

在未来的几年里，中国国防开支有望录得稳定的内生性增长，并有潜在上升空间。中国的国防开支还有很大的上升空间，国防开支占 GDP 的百分比一直落后于世界平均水平。考虑到黄海、东海以及南海的主权争端问题，我们预测在未来的十年中，国防开支将会呈现两位数的增长。我们认为，中日由于钓鱼岛以及东海问题所造成的紧张关系，将会成为未来十年国防开支潜在持续增长的主要因素。根据我们预测，从 2015 年到 2025 年国防开支的复合年增长率将会是 11.4%。与此同时，由于预期中国将投入更多资金支持军队现代化建设，空军将会成为一个关键的受益领域。

在中国航空和国防工业中，中航工业集团的资产注入及重组将会起到重要的股价催化作用。中国前十家国防公司的资产总和大约是 3.3 万亿人民币，证券化率大约在 30%。2014 年，中航工业总资产位列行业第一，证券化率超过 50%。中航工业是国内最大的航空国防集团，并有资产注入的记录。我们认为在国企改革的大环境下，中航工业将仍然是十大国防企业中的资产注入先锋，因为在母公司层面仍然有许多有价值的资产（例如研究所或者其他军事资产等）。

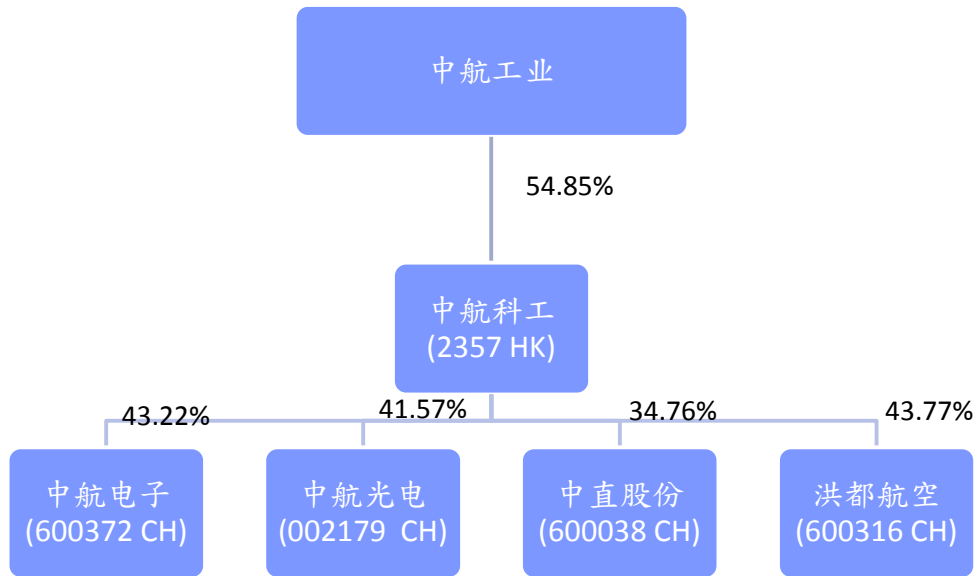
民用航空的发展刺激航空及国防业的成长。当下，我们看到了一些限制中国民用航空发展的因素。在未来几年里，开放低空区将会是推动通用飞机需求的主要因素。根据 2010 年的低空区管理改革指引，中国将逐渐向主要的航空管制区域开放低于 4000 米的低空区。我们认为完全开放低空区将会促进通用飞机的需求，特别是对于普遍用于低空飞行的直升机和固定翼飞机而言。虽然我们认为短期内收益影响可能有限，但是民用飞机（GA 和 C919）的发展能够提高行业的势头。

**图表 1：交银国际覆盖的航空国防工业领域的公司概况**

公司名称	代码	评级	主营业务	观点	军工订单销售比例 (%)
中航科工	2357 HK	买入	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 直升机</li> <li>➢ 训练机</li> <li>➢ 通用飞机</li> <li>➢ 航空电子设备与配件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 航天国防工业领域中的大型企业，随着中国军、民用飞机的发展能够抓住市场机遇。</li> <li>➢ 中航工业唯一的海外平台，并且有高度资产注入潜力。</li> </ul>	~70%
中航电子	600372 CH	买入	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 航空电子设备</li> <li>➢ 非航空电子设备</li> <li>➢ 纺织机械</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 航空电子设备的领先生产者，有着稳定的增长前景。</li> <li>➢ 2016 年研究部门可能会有注入资产。</li> <li>➢ 涉足非军事类的航空电子设备制造。</li> </ul>	~80%
中航光电	002179 CH	买入	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 光电连接器</li> <li>➢ 其他电子产品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 高度涉足于非军事类的产品制造，有着很高的增长前景。</li> <li>➢ 中航工业集团以外的潜在并购机会。</li> <li>➢ 快速渗透民用市场（例如电信，电动汽车等）。</li> </ul>	~50%
中直股份	600038 CH	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 军事直升机</li> <li>➢ 民用直升机</li> <li>➢ 通用飞机</li> <li>➢ C919 和 ARJ-21 客机的部件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 中国最大的直升机制造商，其业绩伴随着国内军、民用直升机的发展而增长。</li> <li>➢ 率先受益于低空区开放的预期。</li> <li>➢ 有可能获得中航工业在军用直升机领域的资产注入。</li> </ul>	~80%
洪都航空	600316 CH	沽出	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 教练机</li> <li>➢ 通用飞机</li> <li>➢ C919 和 ARJ-21 客机的部件</li> <li>➢ 商用飞机的分包（主要是空客）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 随着潜在的教练机产品升级以及出口规模增大，先进的 L-15 训练机型号或将增长。</li> <li>➢ 受益于中国商用飞机的长期增长。（分包/C19 和 ARJ-21）</li> </ul>	~50%

资料来源：公司，交银国际

图表 2：交银国际覆盖的航空国防工业公司的结构图

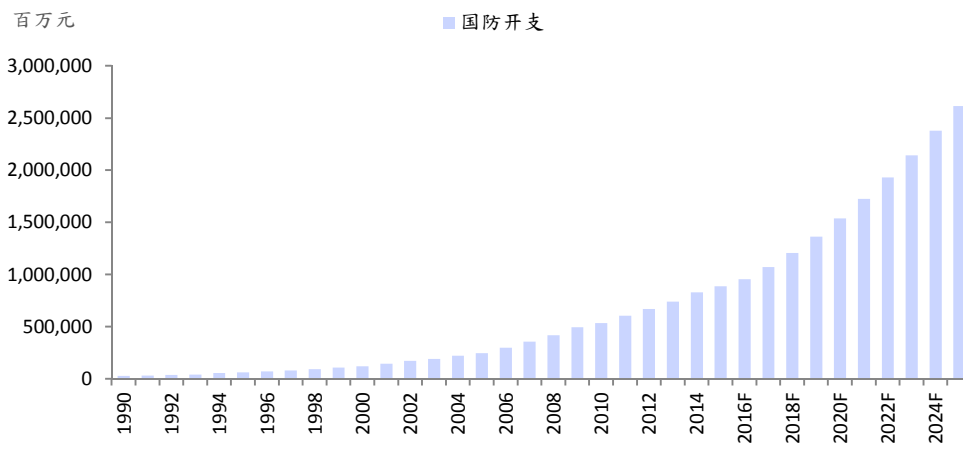


资料来源：公司，交银国际

## 中国国防开支主要用于设备研发与升级

中国国防开支与 GDP 占比处在历史最低水平。2014 年，官方宣布国防开支仅占当年 GDP 的 1.3%（SIPRI 的预测为 2%），远低于发达国家。相比之下，2014 年美国的国防支出大概占 3.5%，俄罗斯大约 4.5%，开支排前五名国家的平均支出大约在 3% 左右。

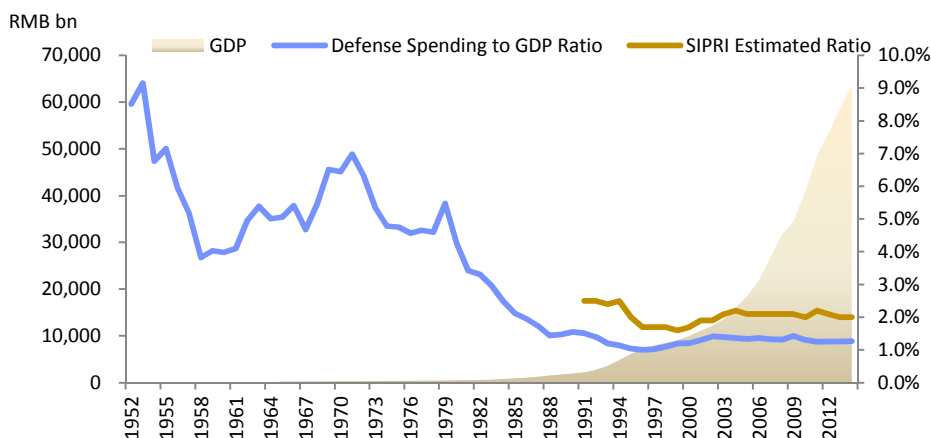
图表 3：中国国防开支



资料来源：国家统计局，交银国际

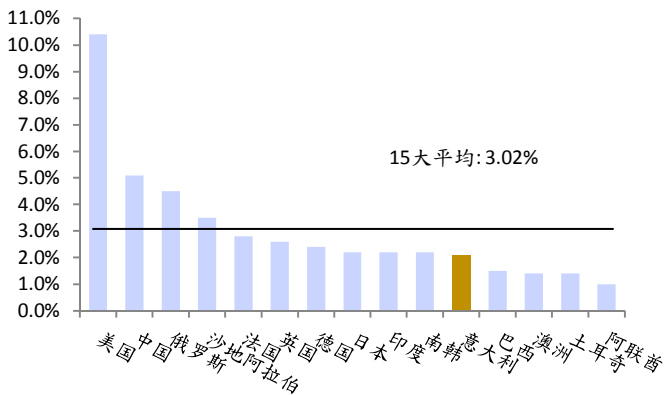
由于中国领海的紧张局势，国防开支预算骤升。中国公布 2016 年国防预算增长 7.6%。我们认为在“十三五”期间，中国将会增加设备升级与先进设备的开支。当下，32% 的国防预算用于新设备的购买。虽然中国拥有世界最大规模的军队，约 228 万人，但是装备现代化率仍然处于较低水平。我们预测到 2020 年，装备购买的开支将会占国防总开支的 37%，到 2025 年将进一步提高到 40%。我们认为中日由于钓鱼岛以及东海问题所造成的紧张关系，将会成为国防开支潜在持续增长的主要因素。根据我们预测，从 2015 年到 2025 年国防开支的复合年增长率将会是 11.4%。除此之外，中国与越南和菲律宾的海事争议越来越明显。在这样的背景下，中国渴望展现其自身的军事力量。

图表 4：中国历年国防开支以及与 GDP 的占比



资料来源：国家统计局，国际和平研究所，交银国际

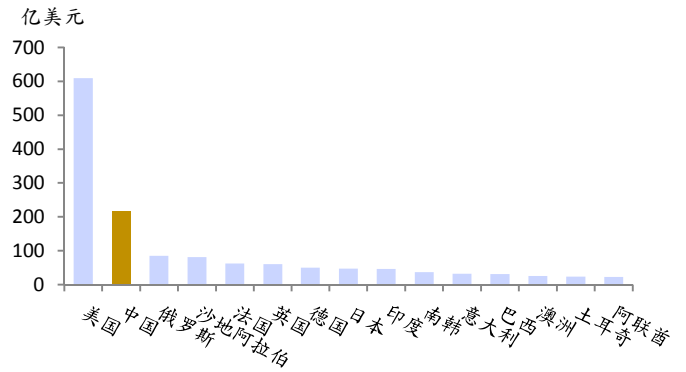
图表 5：世界国防开支前 15 名国家与 GDP 占比



资料来源: 国际和平研究所, 交银国际

注: 中国国防开支是基于国际和平研究所的估算。

图表 6：世界国防开支前 15 名的国家

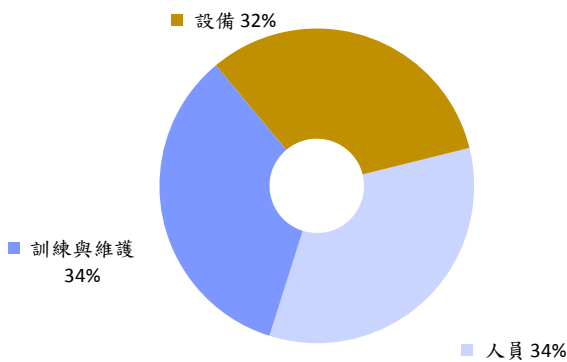


资料来源: 国际和平研究所, 交银国际

注: 中国国防开支是基于国际和平研究所的估算。

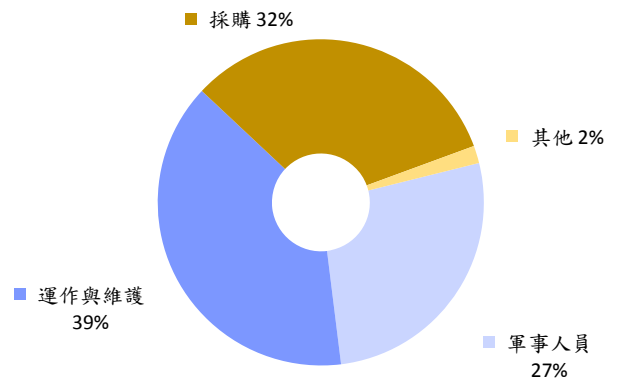
解放军装备现代化进程将成为未来十年发展的焦点。我们认为在“十三五规划”期间，中国将会增加设备升级与先进设备的开支。这将是加速中国军队现代化建设的一个关键时期。近期的解放军裁员同样预示着中国将进入加速建设军队现代化的进程。当下，32%的国防预算用于新设备的购买。虽然中国拥有世界最大规模的军队，约 228 万人，但是装备现代化率仍然处于较低水平。大多数先进军事相关零件及核心组件是由外国进口（例如飞机引擎、传感器等）。我们预测到 2020 年，装备购买的开支将会占国防总开支的 37%，到 2025 年将进一步提高到 40%。

图表 7：2015 年中国国防开支结构图



资料来源: 美国国防部, 交银国际

图表 8：2015 年美国国防开支结构图



资料来源: 美国国防部, 交银国际

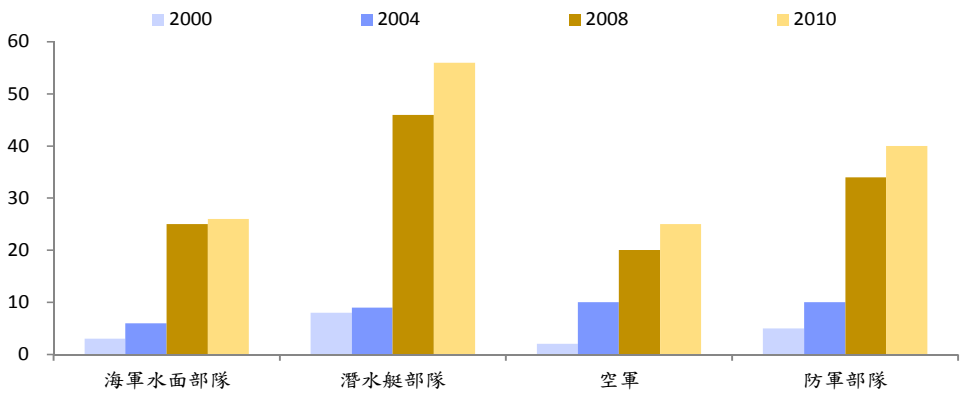
图表 9：中国国防开支以及 GDP 占比

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
国防开支	602,791	669,192	741,062	808,288	886,898	954,302	1,068,819	1,207,765	1,364,774	1,535,371	1,722,686	1,929,409	2,141,644	2,377,225	2,614,947
同比	13%	11%	11%	9%	10%	8%	12%	13%	13%	13%	12%	12%	11%	11%	10%
人数	204,949	227,525	251,961	274,818	301,545	314,920	342,022	374,407	409,432	460,611	516,806	559,529	599,660	665,623	706,036
同比	13%	11%	11%	9%	10%	4%	9%	9%	9%	13%	12%	8%	7%	11%	6%
训练及维修费用	198,921	227,525	251,961	274,818	301,545	324,463	363,398	410,640	464,023	506,672	568,487	655,999	728,159	784,484	862,933
同比	13%	14%	11%	9%	10%	8%	12%	13%	13%	9%	12%	15%	11%	8%	10%
设备购置	198,921	214,141	237,140	258,652	283,807	314,920	363,398	422,718	491,319	568,087	637,394	713,881	813,825	927,118	1,045,979
同比	13%	8%	11%	9%	10%	11%	15%	16%	16%	16%	12%	12%	14%	14%	13%
国防开支	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
人数	34%	34%	34%	34%	34%	33%	32%	31%	30%	30%	30%	29%	28%	28%	27%
训练及维修	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	33%	33%	34%	34%	33%	33%
设备购买	33%	32%	32%	32%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	37%	37%	38%	39%	40%

资料来源：国家统计局，国际和平研究所，交银国际预测

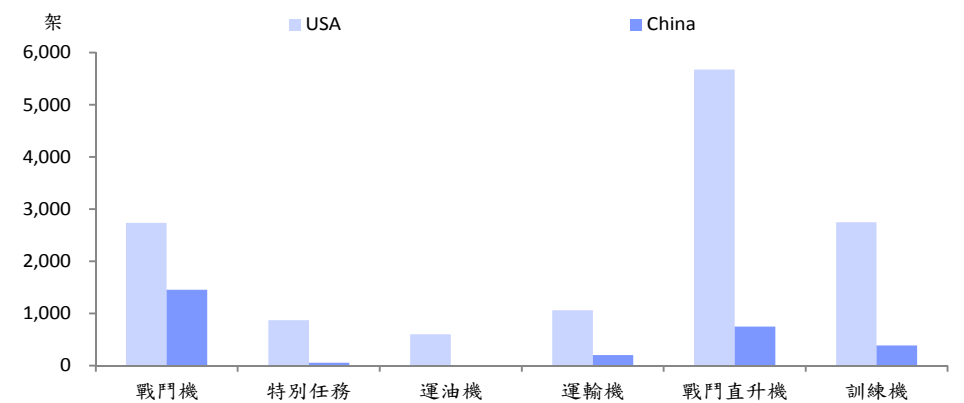
预计中国空军现代化率将增长。我们认为中国国防开支将较多用于购买空军设备。这是因为空军的现代化率与其他部队相比较低。中国过去主要采取内陆国防政策，陆军的发展是过去军队建设的核心点。然而，由于领海的紧张局势，我们预测未来几年军队建设的重点将会从陆军转移到海军和空军。事实上，近几年中国已经开始加速研发新型空军装备，特别是国产引擎和新型飞机的研制。中航工业是国内唯一的军用飞机供应商。因此，该集团将会受益于先进飞机研制、升级方面国防开支的增长。

图表 10：中国人民解放军装备现代化率



资料来源：国际和平研究所，美国国防部，交银国际

图表 11：中美军用飞机数量比较



资料来源：Flight Global，交银国际

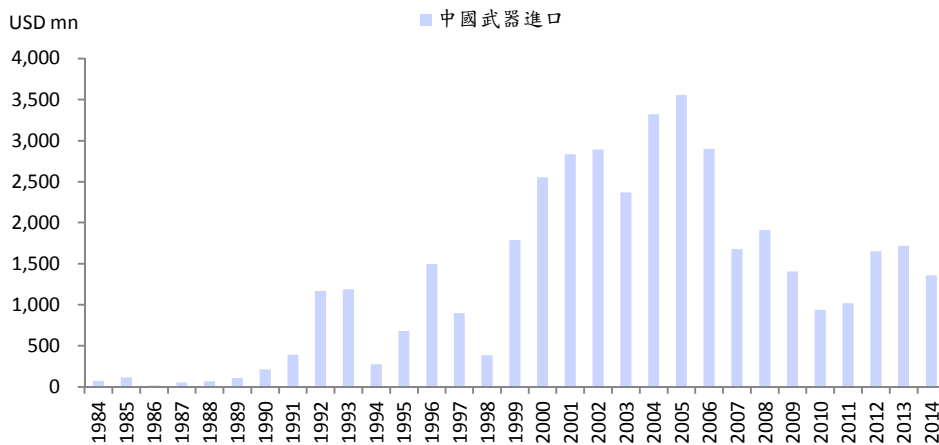
图表 12：中国军用飞机一览

类型	型号	总承包商	备注	D/T/P	引擎	首飞
战斗机		J-7 沈阳，成都，贵州飞机工业集团	基于俄国 MiG-21 生产的第三代战斗机	P	WP-7 / WP-13	01/1966
		J-8 沈阳飞机工业集团	第二代战斗机	P	WP-7	07/1969
		FC-1 成都飞机工业集团，深圳中航集团	全天候多用途战斗机	P	WS-13	08/2003
		J-10 成都飞机工业集团设计研究所	第三代轻型超音速全天候多用途战斗机	P	AL-31FN/WS-10A/B	03/1998
		J-11/Su-27 沈阳飞机工业集团，苏霍伊航空集团	基于苏-27 基础上生产的多用途战斗机	P	WS-10	06/1905
		J-15 成都飞机工业集团	舰载战斗机	T	WS-10	07/1905
		J-20 成都飞机工业集团设计研究所	双倍加强的隐形战斗机	T	WS-15	3/2014
		J-31 沈阳飞机工业集团	第五代战斗机，类似于美国的第二代 F-35 闪电战机	T	RD-93	10/2012
轰炸机		H-6 西安飞机工业集团	基于俄罗斯 Tu-16 制造的双引擎喷气式轰炸机	P	D-30K P 2	9/1959
		JH-7 西安飞机工业集团	自主研发的超音速海陆攻击机	P	Rolls-Royce Spey Mk.202/ WS-9A	12/1988
直升机		Z-8 昌河飞机工业集团	基于法国 SA321 大黄蜂制造的中型高承载直升机	P	WZ-6	12/1985
		Z-9 哈尔滨飞机工业集团	基于法国 SA365 基础上生产的多用途直升机	P	WZ-8A	1/1992
		Z-10 昌河飞机工业集团	具备反坦克及空对空能力的攻击型直升机	P	WZ-9	4/2003
		Z-11 昌河飞机工业集团，中国直升机设计研究所	基于法国 AS350 基础上生产的多用途直升机	P	WZ-8D	10/2000
		Z-15 哈尔滨飞机工业集团，欧洲直升机公司	与欧洲直升机公司生产的 EC175 相同类型的中型运输直升机	P	PT6C-67E	12/2009
		Z-19 哈尔滨飞机制造公司	Z-9 的改进型中国侦查攻击直升机	P	WZ-8C	07/1995
教练机		K-8 洪都航空	中级双座喷气式教练机兼轻型攻击机	P	Garrett TFE731-2A-2A turbofan	11/1990
		L-15 洪都航空	超音速教练机兼轻型攻击机	P	Ivchenko Progress AI-222K-25/F	3/2006
特殊用途		Y-8/Y-9 陕西飞机集团	中型中程运输机	P	WJ-6	12/1974
		Y-20 西安飞机工业集团	大型军事运输机	D	Soloviev D-30KP-2/ WS-18	1/2013

资料来源: Flight Global, Global Firepower, 交银国际

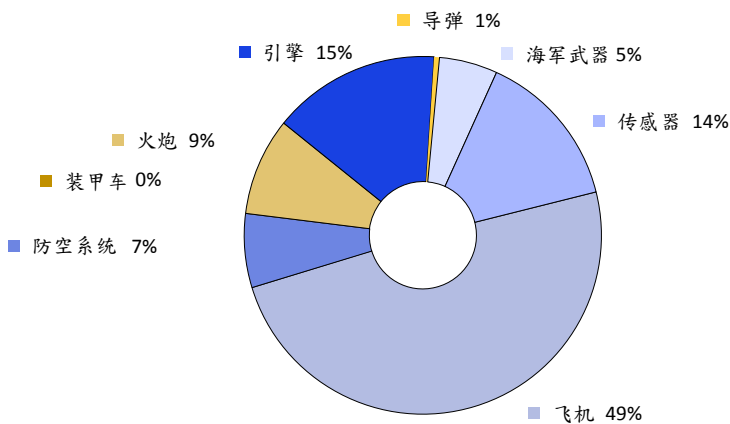
中国计划增加军事装备国产化率，尤其针对先进装备。过去，中国的军事装备通常进口自海外，主要是由俄罗斯、法国和乌克兰制造的先进飞机以及引擎。然而，我们认为未来中国将会增加军事装备国产化比例，特别是核心装备领域，例如引擎和传感器等。我们预测更多的国防开支将用于新装备的研发，这将会缩小中国与西方国家技术上的差距。中航工业宣布旗下的中航动力（600893 CH）、成发科技（600391 CH）和中航动控（000738 CH）已经确认，在经过与政府相关的重组之后，中航工业或将不再是他们的控股股东。这是飞机引擎制造业重组的一部份。过去，中国的战斗机依赖于俄罗斯制造的引擎。虽然中国自主研发了战机引擎 WS-10 和 WS-13，但其性能却始终落后于国外产品。重组的目的是重塑中国商用及军用引擎制造业的科研能力。未来，我们认为随着国产化率上升和国防开支的重点从人员转移到装备，空军领域核心装备（例如飞机引擎和航空电子设备）的研发开支将会上升。

图表 13：1984 年到 2014 年中国军用装备进口金额



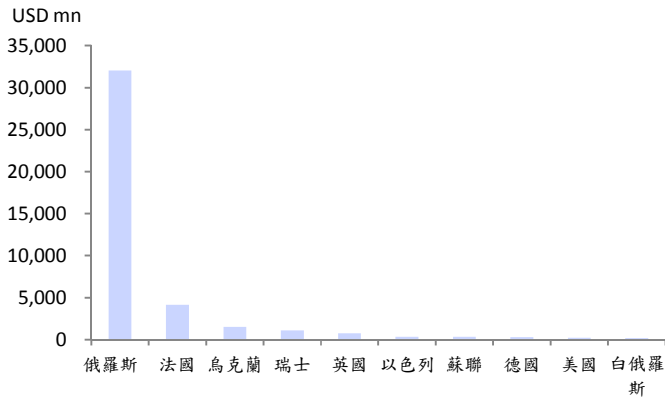
资料来源：国际和平研究所

图表 14：过去 31 年中国军用装备进口种类结构图



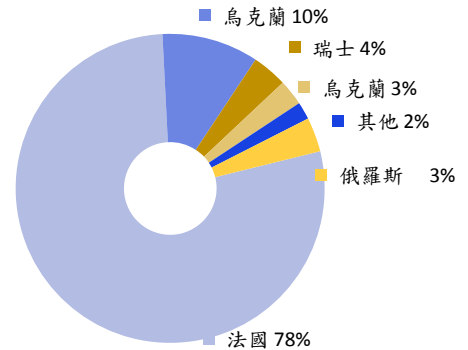
资料来源：世界和平组织

图表 15：过去 31 年中国从各国进口军用装备的金额



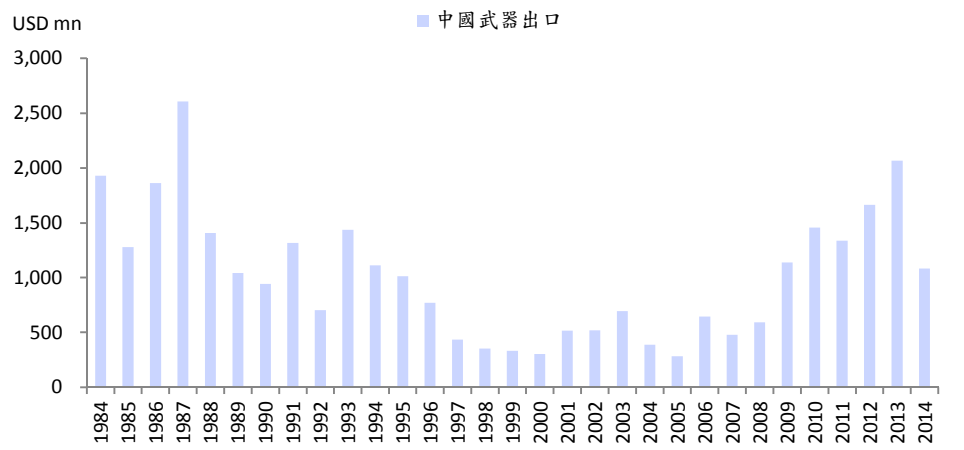
资料来源：世界和平组织

图表 16：过去 31 年中国从各国进口军用装备比例结构



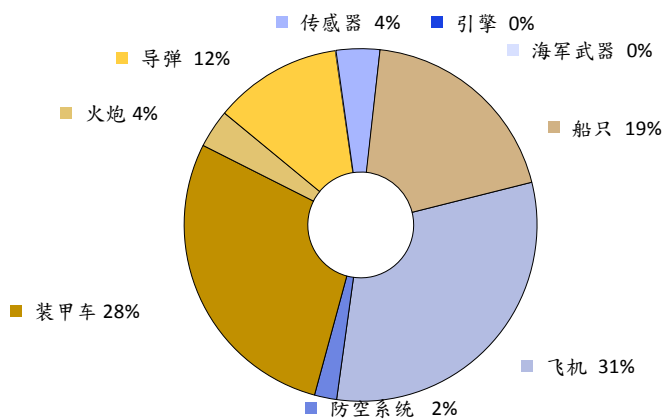
资料来源：世界和平组织

图表 17：1984 年到 2014 年中国军用装备出口金额



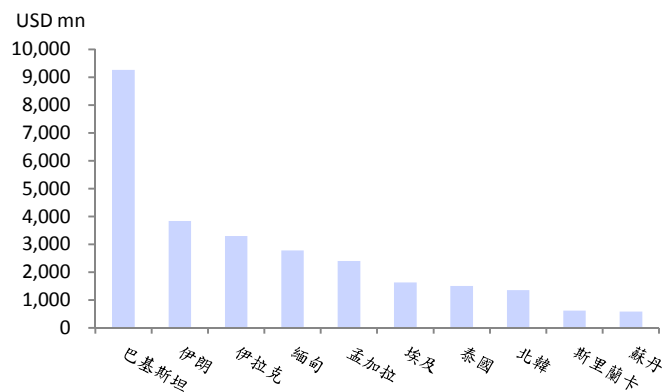
资料来源：世界和平组织

图表 18：过去 31 年中国军用装备出口种类结构



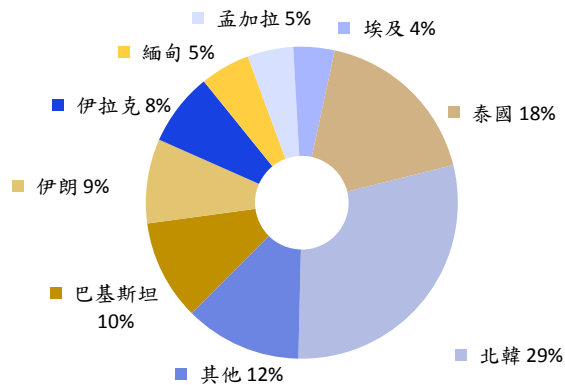
资料来源：世界和平组织

图表 19：过去 31 年中国军用装备出口至各国的金额



资料来源: 世界和平组织

图表 20：过去 31 年中国军用装备出口至各国比例结构



资料来源: 世界和平组织

## 民用飞机市场前景亮丽

我们认为，由于目前民用飞机保有量较低，未来几年中国民用航空市场将会迎来强势增长。商用飞机的发展会加大通用飞机需求，从而带动整个产业的发展。短期的股价催化剂包括开放低空区的政策以及 C919 机型的首次试飞。

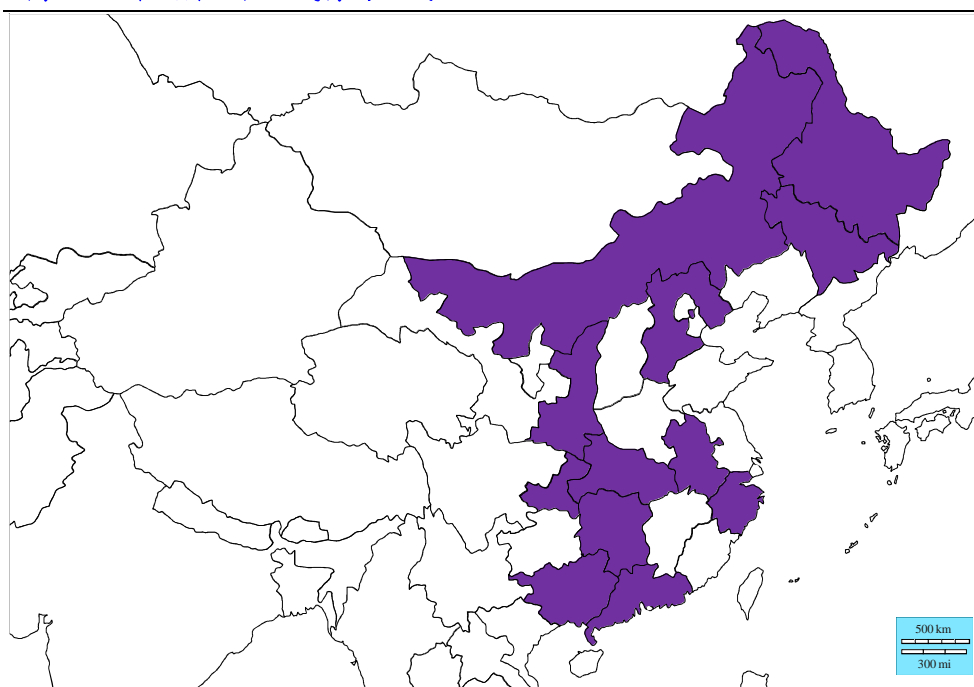
**中国逐渐开放低空区。**中国的低空区主要是由军队掌控。中国空域控制委员会在 2010 年颁布了低空区管理改革指引，提出逐步开放国家主要航空管制区域低于 4,000 米的低空区。当前，部分飞行管控区已经开始试点，其中包括沈阳、广州、海南、长春、唐山、西安、青岛、杭州、宁波、昆明和重庆。通用飞机的飞行活动多数低于 4,000 米，其中包括石油服务、森林保护、直升机商业飞行、紧急救援、消防、体育项目、娱乐以及播种。我们认为完全开放低空区将会促进通用飞机的需求，尤其是主要用于低空区飞行的机种，例如直升机和固定翼飞机。

**图表 21：多数通用航空活动发生在低空区**



资料来源：公司报告，交银国际

图表 22：中国开放低空飞行的区域



资料来源：公司报告，交银国际

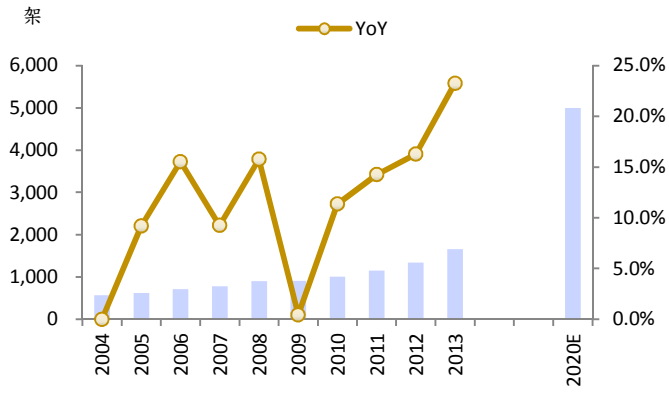
图表 23：通用飞机发展的支持政策

时间	政策名称	重点
10/2011	关于深化我国低空空域管理改革的意见	2015年以前逐渐开放低于4000米的低空飞行区域，2016-2020年深入进行空域改革计划
04/2011	中国民用航空发展十二五规划	到2015年通用航空的飞行总小时数达到30万
01/2012	国务院关于促进民航业发展的若干意见	到2020年通用航空的飞行总小时数达到200万
12/2012	通用航空发展专项资金管理暂行办法	促进通用航空产业的发展
05/2013	民用航空工业中长期规划（2013-2020）	提高通用飞机的渗透率以及民用航空业的销售收入
11/2013	通用航空飞行任务审批与管理规定	简化通用航空飞行的审批步骤
07/2014	低空空域使用管理规定（试行）（征求意见稿）	准备制定管理条例草案

资料来源：官方网站，交银国际

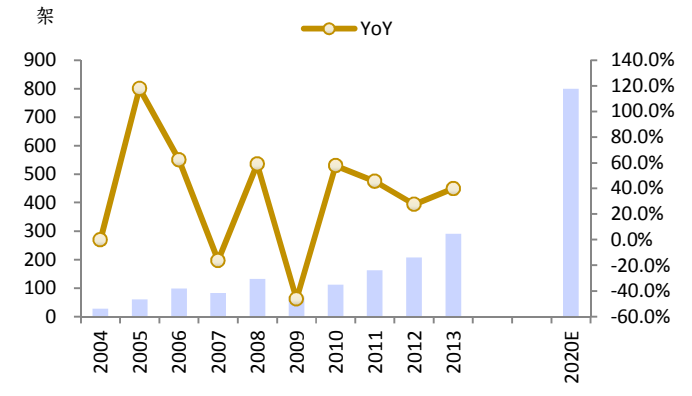
在开放低空区以及放宽航线管制推动下，到2020年中国通用飞机保有量将可能增加到5,000架，2013-2020年复合年增长率达到17.7%。2013年，中国大约有1,654架通用飞机，远低于其他发达国家。相比之下，美国13年大约有22万架通用飞机，而其人口仅3亿。中国的人均通用飞机数目严重落后。在其他一些像美国的国家，高度发展的通用飞机行业为国家带来了显著的GDP增长和大量与航空相关的就业机会。健康的通用飞机行业给社会带来的好处是无形的，例如提高交通运输能力和紧急救援的效率，改善农业与基础设施建设。目前，我们认为下列因素制约了中国通用飞机行业的发展：1) 监管限制；2) 空域管制；3) 基础设施贫乏。我们认为未来的几年里，开放低空区将会是促进通用飞机需求的主要力量。我们预测在开放低空区以及放宽航线管制推动下，到2020年中国通用飞机保有量将增加到5,000架，2013-2020年复合年增长率达到17.7%。除此之外，低空区开放将会使通用飞机飞行审批时间从7天缩短到不足3天，而且如果飞行计划提早呈交，则无需提前审批。

图表 24：中国通用飞机的保有量



资料来源: 2013年中国通用航空业发展报告, 交银国际

图表 25：中国新通用飞机的销售数量



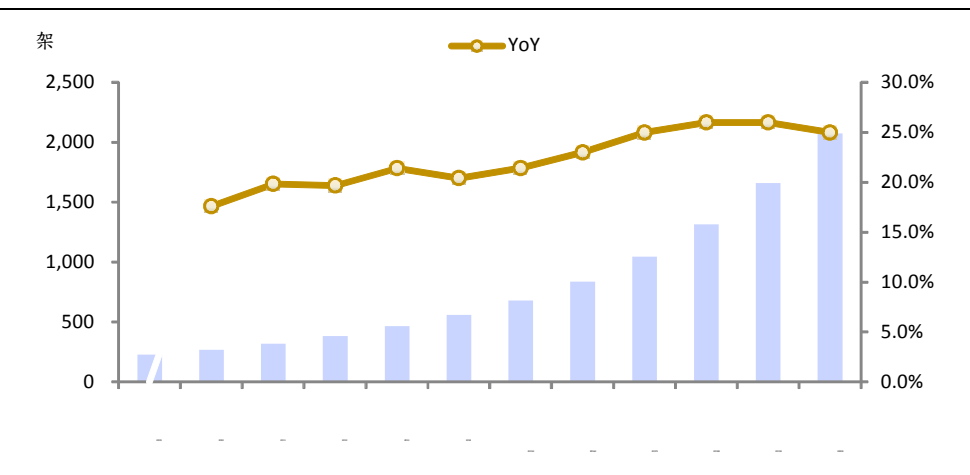
资料来源: 2013年中国通用航空业发展报告, 交银国际

图表 26：中国与其他国家在通用航空业的比较

	中国	美国	加拿大	澳大利亚	巴西
面积 (千平方公里)	960	963	1,000	770	851
人口 (亿)	13	2.3	0.3	0.2	1.9
通用飞机的数量	1,654	220,000	31,018	11,117	10,310
通用飞机每年飞行总时间 (小时)	600,000	26,000,000	4,500,000	1,695,000	1,500,000
运输航空飞机和通航飞机比例	1:0.67	1:32	1:61	1:34	1:24
通用飞机机场总数	70 (临时机场 329)	19,983	1,700	461	2,498
飞行员	2,124	510,000	-	-	-
以固定机场为基地的航空公司	4	3,500	-	-	-

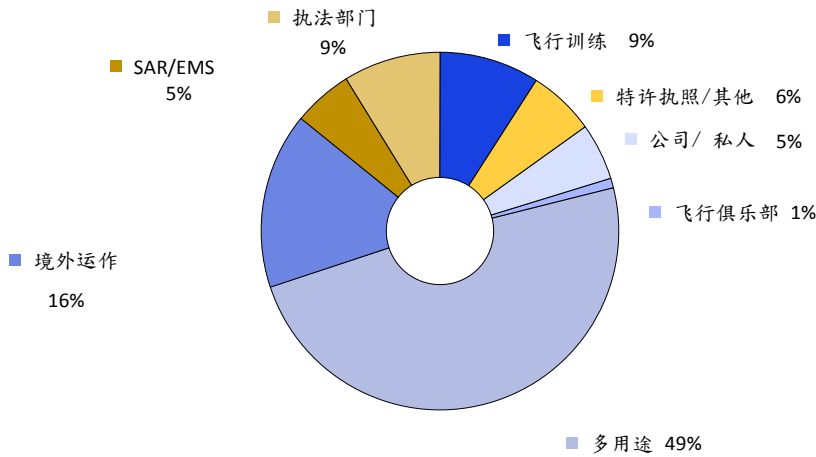
资料来源: 2013年通用飞机发展报告

图表 27：中国民用直升机现状与预测 (2009-2020E)



资料来源: 亚翔航空, 交银国际

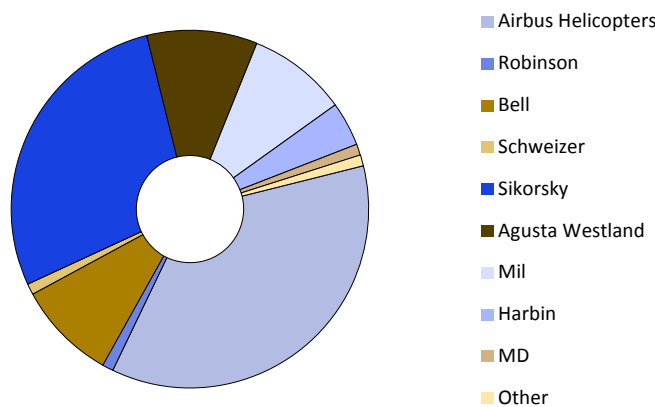
图表 28：中国按任务分类的民用直升机结构图（2014）



资料来源: 亚翔航空, 交银国际

开放低空区的最大受益者是直升机需求，而航空电子设备及其他零部件的需求也会相应增长。中航工业是中国最大的航空工业集团，生产几乎所有种类的国产军用和民用飞机。目前，中国民用直升机的保有量大约是 564 架。随着开放低空区政策的实施，我们预测 2015 年到 2020 年中国民用直升机保有量的复合年增长率达到 24.4%。由于具备垂直起飞及着陆能力，直升机受益最大。目前，中直股份 80%-90% 的直升机订单来自政府，而毛利率处于极低水平（少于 10%）。我们认为其直升机毛利率存在上行空间，因为低空区的开放能刺激私人购买订单的增加，且这些订单较政府订单而言利润更高。和国外的通用飞机龙头制造商比较，国产通用飞机的价格更为低廉，但质量相差无几。除此之外，在中航工业的支持下，中直股份能够提供更优质的维修服务和强大的售后支援。

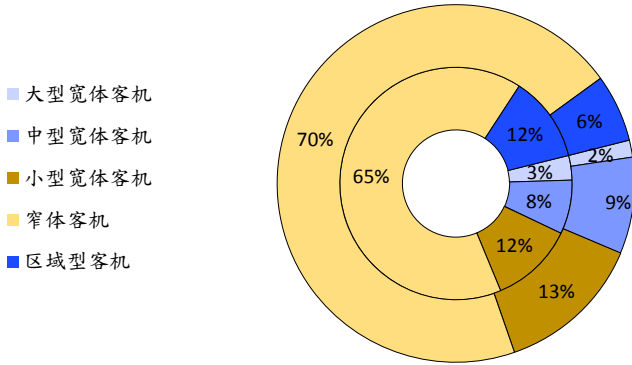
图表 29：中国民用直升机原始配件生产商（2014）



资料来源: 亚翔航空, 交银国际

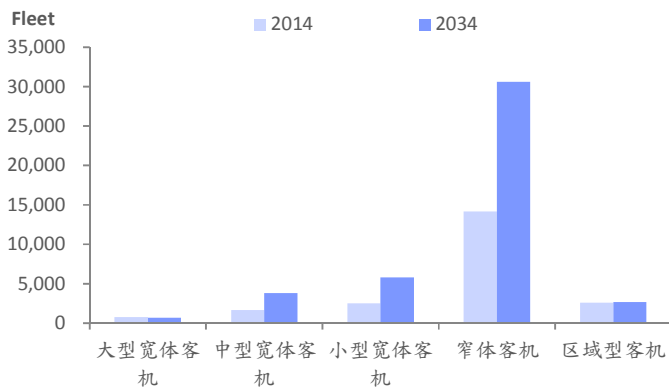
商用飞机的发展为中国航空产业提供了长期发展的动力。中国航空产业有望受益于商用飞机市场的增长。中国政府在 2008 年决定进军商用飞机市场，同时成立了中国商用飞机有限责任公司。公司首款研发的国产区域型客机为 ARJ-21。波音公司的研究报告指出，未来中国有望成为世界最大的窄体客机市场之一。波音公司同时指出，从 2015 年到 2034 年中国将需要 4,630 架窄体客机，占全球市场总额的 17%，市场总规模达到 3300 亿美元。

图表 30：全球使用中的飞机种类 2014-2034（内环 2014，外环 2034）



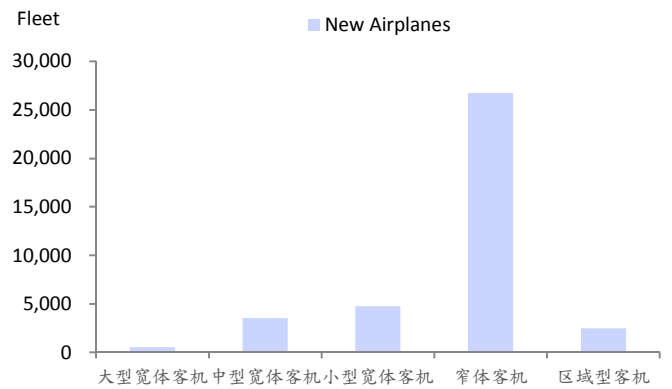
资料来源：波音，交银国际

图表 31：全球服役中的飞机类型与数量 2014-2034



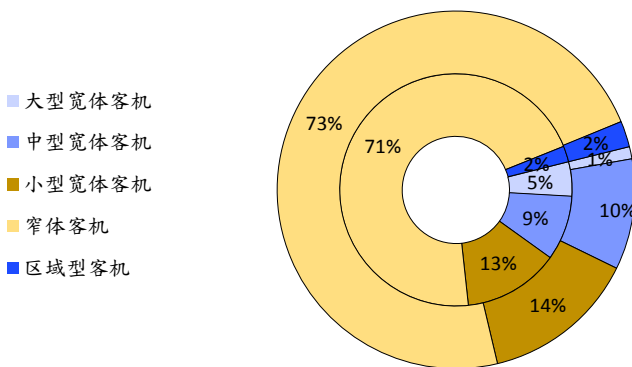
资料来源：波音，交银国际

图表 32：不同种类的新飞机需求量 2015-2034



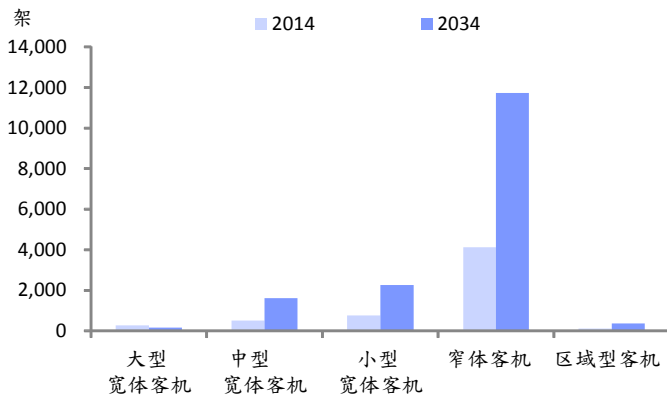
资料来源：波音，交银国际

图表 33：亚洲服役中的飞机种类 2014-2034（内环 2014，外环 2034）



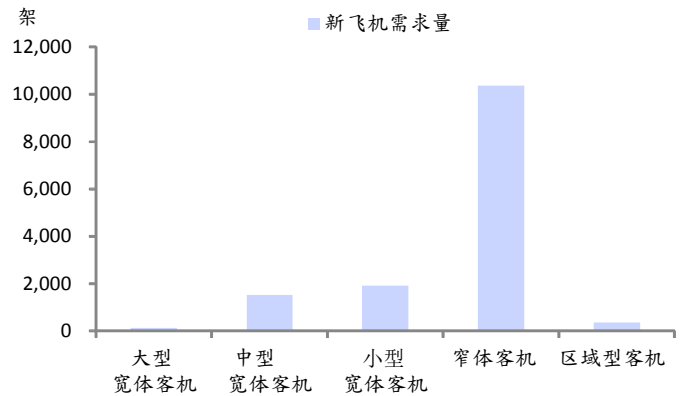
资料来源：波音，交银国际

图表 34：亚洲服役中飞机的种类与数量 2014-2034



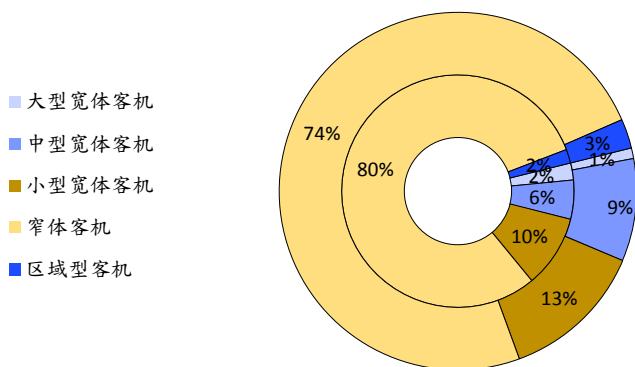
资料来源: 波音, 交银国际

图表 35：亚洲不同种类的新飞机需求量 2015-2034



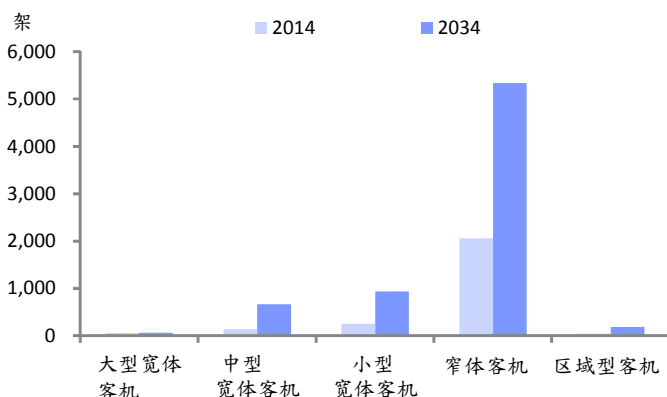
资料来源: 波音, 交银国际

图表 36：中国服役中的飞机种类 2014-2034 (内环 2014, 外环 2034)



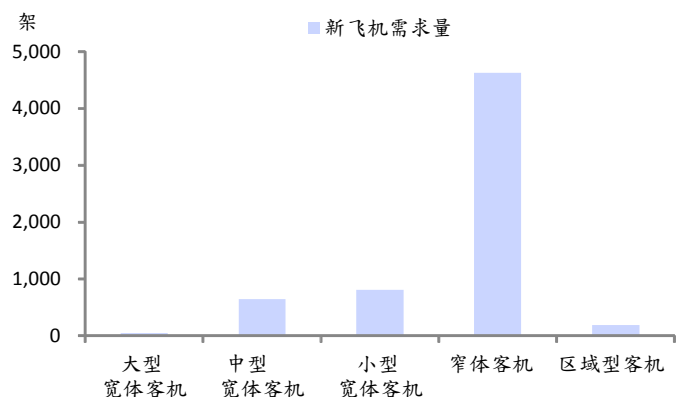
资料来源: 波音, 交银国际

图表 37：中国服役中飞机的种类和数量 2014-2034



资料来源: 波音, 交银国际

图表 38：中国不同种类的新飞机需求量 2015-2034



资料来源: 波音, 交银国际

中国商用飞机有限公司将会涉足窄体客机市场。中国商用飞机有限公司将生产 C919 窄体商用客机，可提供 170 个座位，是国内设计生产的最大型商用飞机。C919 代表了中国与空客和波音两大龙头展开竞争的长远目标。C919 型客机的主

要竞争对手为空客 A320 和波音 737 等窄体客机。长远来看，可提供 300 至 400 座位的双引擎 C929 和 C939 客机的方案已被提出。眼下，C919 客机的订单已经达到 517 架，主要来自中国的航空公司与飞机租赁公司。C919 型客机的总装已于 2015 年第四季度完成。在成功首飞之后，预计于 2018 年完成首次交付。

**图表 39：C919 项目**



- A. 中航电子: 飞行数据和惯性参照
- B. 洪都航空: 前机身, 中后机身
- E. 中航光电: 光学和电子连接器
- F. 哈飞工业: 机身机翼整流罩; 垂直尾翼; 主起落架
- C. 昌河工业: 前后缘襟翼
- D. 天津工业: 火警探测系统

资料来源: 公司报告, 交银国际

**图表 40：C919 订单**

C919 订单	订购数量
国家开发银行租赁公司	10
工银租赁	45
交银租赁	30
中银航空租赁	20
农银金融租赁	45
中国飞机租赁集团	20
建行租赁	50
兴业金融租赁	20
招商银行金融租赁	30
中国东方航空	20
中国南方航空	20
中国国际航空	20
海南航空	20
河北航空	20
幸福航空	20
通用电气资本航空服务公司	20
华夏金融租赁	20
平安租赁	50
Puren 集团	7
四川航空	20
城市航空	10
<b>总计</b>	<b>517</b>

资料来源: 中航工业

中航工业是 C919 型客机的主要供应商，我们预测未来十到二十年商用飞机领域将迎来持续增长。由于中航工业是中国商用飞机有限公司的主要股东，因此中航工业是 C919 机型的确定供应商。中航工业旗下的主要子公司，包括中直股份、洪都航空，中航光电和中航电子，将为 C919 提供尾部、机门、灯光系统、驾驶舱以及机舱电子设备架等。市场预测每架 C919 的价格在 5,000 到 8,000 万美元，并且分别会为飞机制动系统以及结构零件供应商创造 100 亿和 500 亿美元的市场需求。市场相信，C919 的订单数量足以确保航空电子设备零件行业的稳定订单增长。波音公司同样表示，中国将会成为商用飞机行业增长的主要动力，预期在未来的 20 年里全球旅客的年增长率为 6.9%，货物运输年增长率为 6.7%。其中大约 65% 的增长来自于中国，大约 16% 的增长来自于亚太地区内的国际交通，剩余 19% 的增长将来自于国际长途。波音公司预测，中国将需要新增 6330 架飞机，总价值约 9500 亿美元。我们认为，由于商用飞机需求量的增长，波音和空客公司将会为中国的飞机制造商提供大量的分包机会。中国是飞机零件制造业的主要分包商（提供机舱门，通道门，拉弦板，翼肋和襟翼等）。我们认为，由于全球商用飞机需求的增长，作为中国最大国有航空国防企业的中航工业将会成为主要受益者。

**图表 41：中国民用飞机一览**

类型	型号	总承包商	备注	D/T/P
商用飞机	 MA60/MA600	西安航空工业集团	可于恶劣环境和缺乏地面支援的情况下使用，具备短距离起飞及降落能力	P
	 MA700	西安航空工业集团	在机身中部安装了锥形翼的常规飞机	D
	 ARJ21	中航商用飞机有限公司，安东诺夫航空	双引擎区域型客机	T
	 C919	中国商用飞机有限公司	中国设计生产的最大型窄体商用客机	D
直升机	 AC310	中直股份	基于早先的哈尔滨 Z-8 改进的民用直升机	P
	 AC301	中直股份	基于早先的 Z-11 改进的民用直升机	P
	 AC311	中直股份	基于早先的 Z-11 改进的民用直升机	P
	 AC312	哈尔滨飞机制造工业集团	基于早先的 Z-9 改进的民用直升机	P
	 Z-9/H425	哈尔滨飞机制造工业集团	基于 Z-9 改进的目前最先进的多用途民用直升机	P
	 HC120	哈尔滨飞机制造工业集团、欧洲直升机公司	类似于欧洲 EU-120 的 5 座轻型直升机	P
	 Z-11	昌河飞机工业集团，中国直升机科研所	基于法国 AS-350 基础上生产的多用途直升机	P
	 AC352	中航直升机	目前最安全舒适具容易驾驶的高级中型民用直升机	T
	 AC313	中航直升机	基于哈尔滨 Z-8 改进的民用直升机	P

资料来源: Flight Global, Global firepower, 交银国际

## 航空业受益于国企改革与资产注入

在国企改革的大环境下，中国国防工业的资产注入与重组将持续进行。中国的国防工业板块一直被视为重要的投资机会。市场认为国防工业板块的资产注入与重组将持续进行。我们认为，国防工业板块的改革能够促进其资产证券化（如研究机构注入上市公司），并且允许更多的军工资产注入上市公司。

中航工业是国防工业板块内国企改革的行业先锋。2014年，国内十大国防工业公司的总资产约为33,000亿人民币，证券化率约为30%。其中，中航工业的总资产位列第一，且证券化率超过50%。中航工业是国内唯一的大型国防航空集团，国内大多数型号的战机都由中航工业负责制造。中航工业旗下众多子公司，例如沈阳航空工业集团（生产J-8, J-11, J15和J-31战斗机）、昌河/中行直升机（生产Z-8, Z-9, Z-11直升机）、成都航空工业集团（生产J-10, J-20战斗机）、洪都航空（K-8, L-15教练机）及西安航空工业集团（生产H-6, JH-7轰炸机），都被视为中国航空国防领域里的重要资产。根据国防工业板块内近期发生的事件，我们认为中航工业将加快资产注入与重组。

图表 42：中国十大国防企业的财务数据—2014 财年

人民币（百万）	总资产	收入	净利润	资产回报率	净利润率
中航工业集团	799,616	386,383	4,683	1.2%	0.6%
中国航天科技集团	338,924	167,533	8,821	5.3%	2.6%
中国航天科工集团	198,804	157,428	7,803	5.0%	3.9%
中国北方工业集团	326,145	404,285	4,482	1.1%	1.4%
中国南方工业集团	334,861	424,497	(2,929)	-0.7%	-0.9%
中国电子科技集团	187,671	129,361	7,916	6.1%	4.2%
中国船舶重工集团	412,733	201,681	6,699	3.3%	1.6%
中国船舶工业集团	247,784	138,358	1,405	1.0%	0.6%
中国核工业集团	394,618	60,252	4,558	7.6%	1.2%
中国核工业建设集团	88,827	46,904	433	0.9%	0.5%

资料来源：公司网站，交银国际

图表 43：中国十大国防企业

名称	领域	上市公司数量
中航工业集团	航空业	29
中国航天科技集团	航空业	9
中国航天科工集团	航空业	6
中国北方工业集团	装甲车与武器系统	12
中国南方工业集团	车辆与光电系统	12
中国电子科技集团	高科技与 IT 系统	7
中国船舶重工集团	造船业	3
中国船舶工业集团	造船业	3
中国核工业集团	核武器	2
中国核工业建设集团	军事工程，核工程	0

资料来源：公司网站，交银国际

改革或可提高中国军工业的经济效益。目前十大军工企业多为国有企业，在各自的行业内缺少竞争对手。在过去，行业机制是导致企业利润下降的主要原因（如成本加成定价机制和高度依赖军方相关的收入来源）。除此之外，政府对国防工业的严格监管对企业的利润率带来了负面影响。我们认为，随着国企改革支持政

策的实施，在未来的二到四年国防军工板块将会有持续的资产注入。近几年，证监会、国资委和国家国防科技工业局等国防工业板块的监管机构，通过政策以及媒体积极推进军工企业资产证券化进程。除此之外，近几年来军工企业的资产注入也越来越活跃。我们预计，2016年将会出台把研究所作为核心资产注入的国企改革计划。目前，国防工业板块里的所有研究所仍然处于母公司层面，这些机构有着高利润与强大的科研能力。研究机构的转型受到政府政策的支持（例如中国人民政治协商会议与国务院在2012年颁布的公共机构改革指引）。综上所述，我们认为研究机构的转型与注入将会提高军工企业的盈利状况。准备来说，中航工业有33家研究所，这些研究所持有航空电子、发动机、无人机等核心技术。

**图表 44：中国及世界航空国防企业盈利能力**

卷号	公司名称	货币	息税前利润率				净利润率				资产回报率				ROE			
			2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
<b>中国航空国防企业</b>																		
2357-HK	中国航空科技股份有限公司 H 股	HKD	6.4%	7.6%	6.8%	6.5%	3.3%	3.6%	3.2%	3.0%	1.4%	1.8%	1.5%	1.5%	5.6%	7.4%	7.0%	7.4%
317-HK	中船防务 H 股	HKD	1.3%	-5.9%	-12.7%	-9.5%	6.3%	0.2%	-3.7%	1.6%	4.3%	0.1%	-1.3%	0.7%	13.3%	0.2%	-5.4%	3.2%
600372-CN	中国航空电子系统有限公司 A 股	CNY	13.5%	14.6%	12.8%	12.7%	11.2%	10.9%	10.5%	9.1%	9.9%	6.4%	5.0%	4.3%	19.1%	13.1%	11.8%	12.0%
002179-CN	中国航空光电技术有限公司 A 股	CNY	13.1%	11.8%	12.4%	12.8%	10.6%	9.2%	9.4%	9.7%	6.9%	6.3%	5.6%	5.9%	15.2%	13.8%	11.9%	12.5%
600038-CN	中航工业直升机有限公司 A 股	CNY	4.4%	5.0%	2.8%	2.9%	4.0%	4.0%	2.3%	2.7%	3.6%	2.8%	1.9%	1.6%	7.5%	7.5%	6.6%	5.5%
600316-CN	江西洪都航空工业有限公司 A 股	CNY	0.7%	2.6%	0.8%	0.7%	4.6%	3.9%	3.2%	2.9%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%
000768-CN	中国航空工业集团 A 股	CNY	1.4%	2.4%	3.7%	2.5%	1.2%	1.6%	2.0%	1.7%	0.5%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	2.4%	3.0%	3.0%
600893-CN	中航工业航空发动机公司 A 股	CNY	6.1%	6.4%	6.6%	6.1%	3.8%	4.1%	4.2%	3.5%	3.1%	3.4%	3.8%	3.5%	6.7%	7.1%	7.6%	10.0%
002338-CN	长春奥普光电技术股份有限公司 A 股	CNY	22.4%	16.4%	17.4%	15.4%	23.9%	21.4%	25.6%	15.1%	7.1%	7.1%	8.6%	6.1%	8.6%	8.9%	11.4%	8.4%
600685-CN	中船防务 A 股	CNY	1.3%	-5.9%	-12.7%	-9.5%	6.3%	0.2%	-3.7%	1.6%	4.3%	0.1%	-1.3%	0.7%	13.3%	0.3%	-5.4%	3.2%
600118-CN	中国东方红卫星股份有限公司 A 股	CNY	6.5%	6.1%	5.3%	7.1%	6.5%	6.4%	6.4%	7.6%	5.4%	5.3%	4.5%	4.3%	12.1%	12.2%	9.5%	8.5%
601989-CN	中国船舶重工集团 A 股	CNY	6.8%	4.4%	4.5%	1.3%	8.1%	6.1%	5.7%	3.7%	4.6%	2.1%	1.7%	1.2%	15.1%	8.8%	6.5%	4.2%
000738-CN	中航工业发动机控制股份有限公司 A 股	CNY	12.5%	12.3%	10.0%	8.2%	9.3%	8.9%	7.8%	7.2%	4.3%	4.2%	3.6%	2.8%	7.6%	7.6%	5.7%	4.1%
600765-CN	中航工业重型机械有限公司 A 股	CNY	6.8%	4.2%	6.8%	7.4%	2.7%	4.0%	2.4%	2.7%	1.6%	2.1%	1.3%	1.2%	5.1%	6.9%	4.7%	4.5%
002013-CN	中航机电系统有限公司 A 股	CNY	6.2%	9.2%	10.1%	8.9%	6.6%	5.6%	6.2%	5.1%	5.3%	5.3%	3.0%	2.4%	8.2%	16.8%	10.1%	8.5%
000901-CN	航天科技控股集团 A 股	CNY	4.1%	2.4%	2.6%	2.4%	4.8%	3.0%	3.6%	2.1%	5.4%	3.1%	3.2%	1.7%	7.6%	4.9%	5.9%	2.9%
002025-CN	贵州航天电器有限公司 A 股	CNY	16.0%	14.6%	15.2%	14.0%	15.8%	14.0%	12.8%	12.7%	7.1%	7.4%	7.5%	7.7%	10.2%	10.6%	11.2%	11.9%
均值			7.6%	6.4%	5.4%	5.3%	7.6%	6.3%	5.7%	5.4%	4.5%	3.5%	3.0%	2.8%	9.3%	7.7%	6.1%	6.6%
中值			6.4%	6.1%	6.6%	6.5%	6.3%	4.1%	4.2%	3.5%	4.3%	3.1%	3.0%	1.7%	8.2%	7.5%	6.6%	5.5%
<b>世界航空国防企业</b>																		
UTX-US	美国联合技术公司	USD	12.9%	12.6%	13.7%	15.2%	8.7%	8.4%	9.1%	10.5%	8.0%	6.4%	6.3%	6.7%	22.3%	20.3%	19.7%	19.2%
BA-US	波音公司	USD	8.1%	7.5%	7.4%	7.9%	5.8%	4.8%	5.3%	6.0%	5.4%	4.6%	5.0%	5.7%	127.7%	83.0%	44.2%	46.2%
HON-US	霍尼韦尔国际公司	USD	9.1%	12.2%	15.8%	16.0%	5.1%	7.8%	10.0%	10.5%	4.8%	7.2%	9.0%	9.3%	17.3%	24.6%	25.8%	24.1%
LMT-US	洛克希德·马丁公司	USD	8.1%	8.8%	10.0%	11.9%	5.7%	5.8%	6.5%	7.9%	7.3%	7.2%	7.9%	9.9%	113.3%	527.9%	119.0%	86.9%
GD-US	通用动力公司	USD	11.7%	9.0%	12.2%	12.6%	7.8%	-1.1%	8.0%	8.7%	7.6%	-1.0%	7.1%	7.6%	19.2%	-2.7%	19.2%	20.3%
AF-FR	法航-荷航	EUR	-0.1%	-1.7%	0.1%	-2.6%	-2.3%	-4.0%	-6.7%	-0.9%	-2.1%	-3.8%	-6.5%	-0.9%	-10.3%	-21.4%	-58.5%	-28.5%
NOC-US	诺斯罗普格鲁曼公司	USD	12.4%	12.4%	12.7%	13.3%	7.9%	7.8%	7.9%	8.6%	7.3%	7.6%	7.4%	7.8%	17.5%	19.9%	19.4%	23.2%
RTN-US	雷神公司	USD	11.5%	12.2%	12.6%	14.1%	7.5%	7.7%	8.1%	9.5%	7.4%	7.2%	7.3%	8.1%	20.8%	23.3%	20.3%	21.2%
SAF-FR	赛峰集团	EUR	5.7%	7.8%	7.2%	8.4%	4.1%	9.4%	8.9%	-0.8%	2.4%	5.9%	5.4%	-0.5%	10.0%	23.7%	20.1%	-2.0%
RR-GB	罗尔斯罗伊斯集团	GBP	9.0%	9.9%	8.6%	9.6%	7.6%	19.1%	9.0%	-0.5%	5.2%	13.4%	6.4%	-0.3%	20.0%	44.2%	22.6%	-1.2%
BA-GB	英国航空公司	GBP	8.5%	8.1%	8.8%	8.2%	7.0%	5.7%	1.0%	4.8%	5.3%	4.2%	0.8%	3.7%	26.0%	23.8%	4.7%	28.3%
TXT-US	美国达信公司	USD	6.8%	8.6%	7.2%	7.9%	2.1%	4.7%	4.1%	4.4%	1.7%	4.4%	3.8%	4.4%	8.5%	20.3%	13.5%	14.0%
HO-FR	法国泰利斯公司	EUR	6.4%	6.6%	7.4%	7.7%	3.9%	4.1%	4.5%	5.5%	2.6%	2.8%	2.9%	3.7%	13.1%	15.3%	15.5%	18.7%
LLL-US	L-3 通信股份有限公司	USD	11.0%	10.5%	10.2%	9.3%	6.3%	5.9%	6.2%	5.5%	6.2%	5.3%	5.6%	4.8%	14.2%	12.9%	13.5%	11.7%
FNC-IT	芬梅卡尼卡集团	EUR	-1.1%	3.2%	-0.4%	3.9%	-13.5%	-5.3%	-4.4%	-0.2%	-7.6%	-2.9%	-2.1%	-0.1%	-42.2%	-22.6%	-17.8%	-0.9%
HII-US	赫斯工业公司	USD	6.1%	5.1%	7.3%	10.8%	-1.4%	2.2%	3.8%	4.9%	-1.6%	2.4%	4.1%	5.4%	-10.1%	19.0%	23.9%	23.4%
BAH-US	博思艾伦控股有限公司 A 级	USD	6.9%	7.8%	8.4%	8.7%	4.1%	3.6%	4.2%	4.3%	7.6%	6.5%	7.5%	7.9%	22.9%	29.7%	115.0%	127.9%
GE-US	通用电气公司	USD	21.4%	19.1%	16.5%	18.5%	9.8%	10.1%	10.6%	10.3%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	11.9%	12.2%	12.0%	11.8%
OSK-US	奥什科什公司	USD	6.8%	4.5%	6.8%	7.4%	3.6%	2.8%	4.1%	4.5%	5.7%	4.7%	6.5%	6.6%	18.7%	13.3%	15.9%	15.1%
CSC-US	计算机科学公司	USD	2.7%	5.8%	8.8%	2.1%	-26.3%	3.3%	4.7%	0.2%	-31.1%	4.4%	5.3%	0.2%	-82.5%	16.8%	17.2%	0.6%
BAB-GB	巴布考克国际集团	GBP	7.4%	6.6%	7.0%	8.8%	5.4%	5.2%	5.4%	6.5%	5.0%	5.3%	5.9%	6.0%	16.0%	17.0%	18.5%	16.3%
SAAB-B-SE	萨博公司 B 级	SEK	6.9%	7.1%	5.8%	5.2%	9.5%	6.6%	3.1%	4.9%	7.3%	5.2%	2.6%	4.0%	18.4%	13.1%	6.4%	9.8%
RHM-DE	莱茵金属公司	EUR	5.9%	3.5%	4.1%	0.9%	4.8%	3.7%	0.9%	0.3%	4.6%	3.6%	0.8%	0.2%	15.9%	12.5%	3.0%	1.1%
CACI-US	CACI 国际公司 A 级	USD	7.0%	7.9%	7.4%	7.7%	4.0%	4.4%	4.1%	3.8%	6.3%	7.1%	6.2%	4.6%	11.6%	13.6%	12.8%	10.6%
7011-JP	三菱重工有限公司	JPY	4.0%	5.8%	6.2%	7.4%	0.9%	3.5%	4.8%	2.8%	0.6%	2.5%	3.6%	2.1%	1.9%	7.4%	11.0%	6.6%
HRS-US	哈里斯公司	USD	18.4%	17.3%	16.7%	17.6%	10.9%	10.1%	9.1%	10.7%	10.9%	9.4%	8.9%	11.0%	25.2%	24.8%	26.4%	31.6%
EMBR3-BR	巴西航空工业公司	BRL	3.6%	9.4%	8.7%	7.9%	1.6%	5.7%	5.7%	5.3%	1.0%	3.9%	3.6%	3.1%	3.0%	11.5%	10.5%	8.8%
BBD-B-CA	庞巴迪公司 B 级	CAD	6.5%	3.8%	4.3%	4.2%	4.6%	2.8%	3.1%	-6.3%	3.8%	1.9%	2.1%	-4.4%	39.3%	49.5%	30.7%	-106.0%
MTX-DE	MTU 航空发动机公司	EUR	10.9%	12.3%	7.9%	7.7%	5.4%	5.2%	4.7%	5.0%	4.4%	4.4%	3.7%	4.0%	18.3%	17.5%	14.2%	16.0%
ETN-US	伊顿公司	USD	10.2%	9.5%	9.9%	11.5%	8.4%	7.5%	8.4%	8.0%	7.7%	4.5%	5.2%	5.2%	18.2%	10.8%	11.7%	11.0%
COL-US	洛克韦尔柯林斯公司	USD	18.1%	19.6%	19.0%	18.8%	12.8%	12.9%	13.7%	12.4%	11.8%	11.4%	11.8%	9.9%	40.9%	43.8%	43.9%	35.3%
CAE-CA	CAE Inc.	CAD	15.4%	12.4%	12.2%	13.6%	9.9%	6.8%	8.9%	8.8%	6.0%	4.0%	4.8%	4.5%	18.6%	12.9%	14.9%	13.2%
COB-GB	英国飞行加油有限公司	GBP	15.7%	14.2%	11.5%	9.3%	10.1%	9.8%	6.4%	1.6%	7.7%	7.4%	4.8%	1.0%	17.9%	16.6%	10.9%	2.7%
ULE-GB	超电子控股有限公司	GBP	13.1%	11.0%	12.5%	11.3%	9.0%	8.0%	5.1%	2.9%	9.2%	7.8%	4.8%	2.5%	25.0%	20.4%	12.0%	6.5%
均值			9.0%	9.1%	9.2%	9.5%	4.4%	5.7%	5.5%	5.0%	3.8%	4.9%	4.7%	4.3%	17.9%	34.0%	20.4%	15.4%
中值			8.1%	8.7%	8.7%	8.8%	5.6%	5.7%	5.4%	4.9%	5.3%	4.7%	5.1%	4.5%	18.1%	17.2%	15.7%	13.6%

资料来源: Factset, 彭博, 交银国际

中航科工，中航电子和中直股份具有高度资产注入潜力。我们认为中航电子将会成为中航工业集团重组的关键平台。中航电子目前受委托管理 5 家与航空电子相关的研究所的权益。目前，中航电子有权管理这 5 家研究所的生产与运营。我们认为中航电子将来有机会被注入与航空电子相关的研究所。我们预测 2016 年 5 家研究所的净利润约为 21 亿人民币。如果资产注入成功，中航电子的利润将会显著提高。国有国防集团下的大多数研究所仍然属 公共机构，必须先转型成企业制并取得政府部门许可，才能够注入上市公司。我们认为，2016 年国企改革的大方针下研究所改革方面将会有实质性的措施出台。除此之外，中航工业旗下还有 28 家研究所。我们认为这 28 家研究所未来也可以注入上市公司。从中直股份来看，由于它是中航工业旗下几乎纯粹从事直升机相关业务的公司，我们认为它获得中航工业注入军用直升机相关资产的机会颇大。此外，中航科工是中航工业的上市旗舰，我们认为中航科工将成为所有航空相关业务的整合平台。通过不同的资产重组与注入，中航科工于 4 家 A 股上市航天工业相关公司拥有控股权益，他们分别为中直股份，洪都航空，中航电子和中航光电。

**图表 45: 中航工业旗下的研究所**

研究所	相关板块
<b>中航工业的研究所</b>	
301 中国航空综合技术研究所	综合航空技术
303 中航工业北京飞机精密工程研究所	精密机械
304 长城测量测试技术研究所	精密机械
601 沈阳飞机设计研究所	战斗机设计
602 中航工业中国直升机设计研究所	直升机设计
603 中航工业第一飞机设计研究院	飞机设计
605 荆门特种车辆研究所	特别载具研究
606 沈阳航空发动机研究所	发动机设计
607 中航雷达与电子设备研究所	航空电子
608 株洲航空机械动力研究所	发动机设计
611 成都飞机设计研究所	战斗机设计
612 洛阳航空导弹研究所	导弹、发射装置
613 洛阳光电设备研究所	航空电子
614 中航工业航空发动机控制系统研究所	发动机设计
615 航空无线电电子研究所	航空电子
618 中航工业西安飞行自动控制研究所	航空电子
621 中航工业北京航空材料研究所	飞机相关物料
623 中航工业西安飞机强度研究所	飞机强度试验
624 中国燃气轮机	发动机设计
625 北京航空制造技术研究所	航空技术和设备研发
626 中航工业空气动力研究院	发动机设计
630 中国飞行试验研究院（中航工业试飞中心）	飞机试验
631 中航工业西安航空计算技术研究所	航空电子
633 中航工业上海航空测控技术研究所	飞机试验
634 北京长城航空测控技术研究所	飞机试验
637 中航工业航空复合材料特种结构研究所	特别载具研究
648 贵州广汽飞机设计研究所	飞机设计
中国航空学院	综合航空技术
中国航空工业经济建设	综合航空技术
第三中国航空工业设计研究所	综合航空技术
中国航空工业规划设计研究所	综合航空技术
中国岩土工程研究所	综合航空技术
中航工业技术基础设施	综合航空技术

资料来源：中航工业，彭博，交银国际

投资建议：给予中航电子和中航光电“买入”评级，中直股份“中性”评级，洪都航空“沽出”评级

- **中航电子—首次覆盖给予“买入”评级。**中航电子是中国领先的军用和民用航空电子设备供应商。航空电子设备享有更好的价格自主权。与军用飞机订单不同，航空电子产品不采用成本加成定价机制，所以其利润率远高于飞机制造商。除了能够从军方订单获取稳定的收入外，我们认为中航电子有着高度资产注入的潜力（5家与航空电子设备相关的研究所已经委托于中航电子）。有关资产完全注入的话，有望提升中航电子盈利300%。除此之外，中航电子已经涉足民用飞机市场。公司高度参与C919项目，我们预计中航电子来自民用市场的收入将会逐步增加（目前80%的收入来自于军工订单）。我们首次覆盖给予“买入”评级，目标价为29.50元，分别对应2015-2017年86.9倍、72.9倍和59.4倍市盈率。假设5家研究所于2016年注入中航电子，则对应16年市盈率为18.5倍。资产注入及C919项目为短期股价催化剂。
- **中航光电—首次覆盖给予“买入”评级。**中航光电是中国领先的军用和民用连接器供应商，也是其他航空电子设备与光学设备的主要供应商。中航光电有着众所周知的先进科技，公司在军事系统与导航系统等领域建立了超过200项标准。除此之外，公司的产品也应用于民用市场，如新能源汽车、电信以及民用飞机/C919项目等。预期中航光电将受益于军事订单与民用领域需求的双增长。我们首次覆盖给予“买入”评级，目标价49.50元，对应2015-2017年的市盈率分别为40.4倍、29.1倍和21.4倍。
- **中直股份—首次覆盖给予“中性”评级。**中直股份是中国直升机市场的领先者，政府订单占公司总订单约80%。我们相信中直股份将会受益于中国军用和民用直升机市场的发展。未来几年中国开放空域的政策将会产生大量的民用直升机需求。作为中国最大的直升机生产商，我们相信公司能够从中得益。然而，由于政府订单占比颇高，而且整机业务采用成本加成定价方法，我们认为利润率的上行空间有限。我们首次覆盖给予“中性”评级，目标价45.80元，对应2015-2017年的市盈率分别为65.5倍、51.0倍和37.8倍。
- **洪都航空—首次覆盖给予“沽出”评级。**洪都航空是国内先进训练机市场的领先者，同时涉足商用飞机市场，参与C919项目的供货与空客公司的零件分包。鉴于其产品型号有限而且过去盈利能力偏低，我们认为洪都航空并不是好的投资标的。公司的盈利前景仍然充满挑战。我们首次覆盖给予“沽出”评级，目标价10.5元，对应2015-2017年的市盈率分别为68.4倍、65.3倍和62.8倍。

图表 46：4 家主要 A 股航空和国防公司的财务摘要

中航电子	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
毛利率	30.5%	31.6%	32.0%	32.6%	33.7%	33.9%	34.2%
经营利润率	13.4%	14.3%	13.1%	14.1%	13.8%	14.0%	14.4%
净利润率	11.2%	10.9%	10.5%	9.1%	8.9%	9.2%	9.7%
资产回报率	9.9%	6.0%	5.7%	4.3%	4.1%	4.5%	5.0%
净资产回报率	19.1%	11.5%	13.1%	12.0%	11.0%	11.9%	13.1%
净负债率	净现金	净现金	23.4%	40.3%	32.9%	34.8%	36.1%
<b>中航光电</b>							
毛利率	33.2%	32.4%	33.3%	32.8%	34.2%	34.7%	35.0%
经营利润率	13.2%	11.8%	12.4%	12.8%	14.6%	14.9%	15.3%
净利润率	10.6%	9.2%	9.4%	9.7%	12.0%	12.3%	12.6%
资产回报率	6.9%	6.4%	5.6%	5.9%	8.6%	10.3%	11.6%
净资产回报率	15.2%	13.8%	11.9%	12.5%	18.2%	21.1%	23.5%
净负债率	13.5%	26.3%	净现金	0.5%	净现金	净现金	净现金
<b>中直股份</b>							
毛利率	11.6%	11.6%	10.9%	11.3%	12.2%	12.4%	12.7%
经营利润率	4.4%	3.4%	2.8%	2.9%	3.5%	3.9%	4.5%
净利润率	4.0%	2.7%	2.3%	2.7%	3.1%	3.4%	3.8%
资产回报率	3.7%	2.6%	1.4%	1.6%	1.9%	2.3%	2.7%
净资产回报率	7.5%	9.1%	5.1%	5.5%	6.5%	7.9%	10.0%
净负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>洪都航空</b>							
毛利率	15.0%	12.2%	8.6%	5.9%	6.0%	6.0%	6.4%
经营利润率	0.8%	2.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
净利润率	4.6%	3.9%	3.2%	2.9%	3.0%	2.8%	2.4%
资产回报率	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
净资产回报率	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%
净负债率	净现金	净现金	净现金	5.1%	2.8%	8.3%	13.1%

资料来源：公司，交银国际

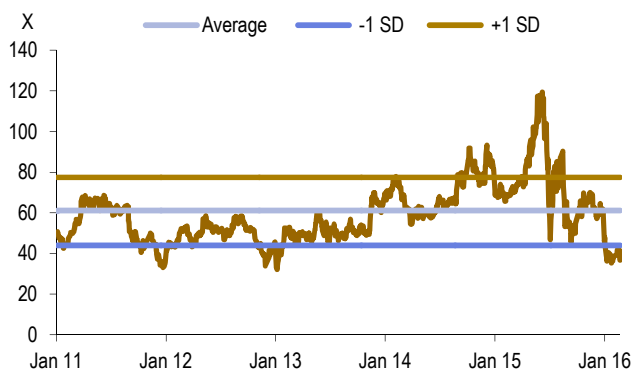
## 投资风险

**低空区域的延迟开放。**市场预计低空区将会逐步开放。低空区开放一旦延迟，将会导致民用飞机的需求下降。

**政府订单数量低于预期。**中国航空工业高度依赖政府订单，大约 80%到 90%的飞机订单来自于政府部门。政府部门订单的放缓将会严重影响航空工业的盈利。

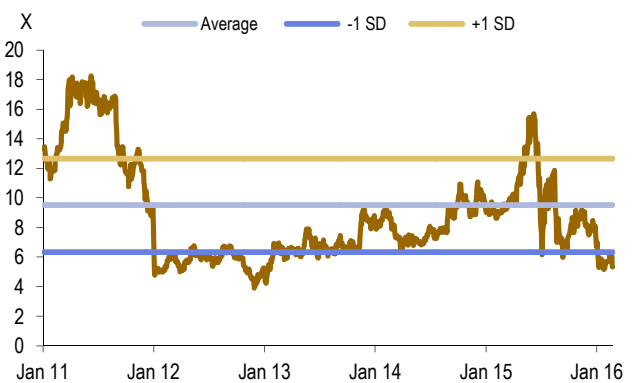
**有限的信息披露。**由于军事相关产品与政府订单自身的敏感性，所以此类信息披露甚为有限。

图表 47：中航电子的预测市盈率



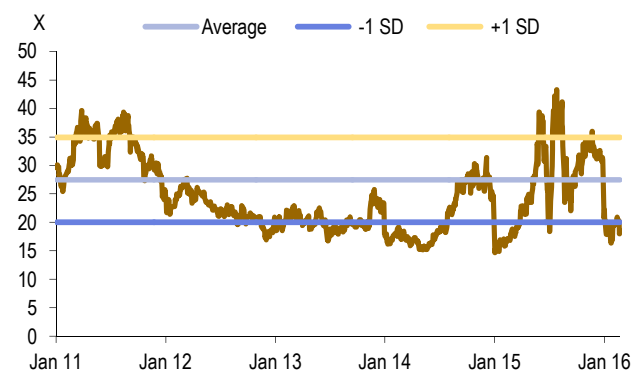
资料来源：彭博，交银国际

图表 48：中航电子的预测市账率



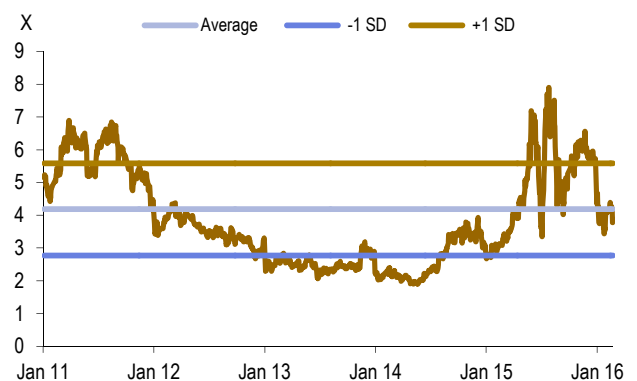
资料来源：彭博，交银国际

图表 49：中航光电的预测市盈率



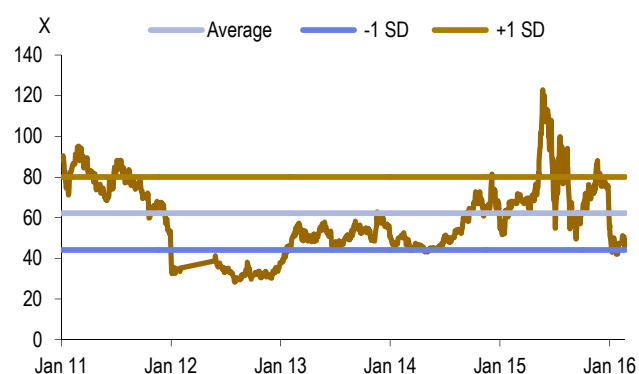
资料来源：彭博，交银国际

图表 50：中航光电的预测市账率



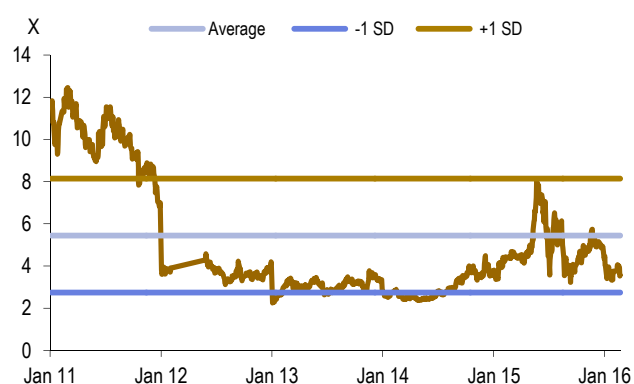
资料来源：彭博，交银国际

图表 51：中直股份的预测市盈率



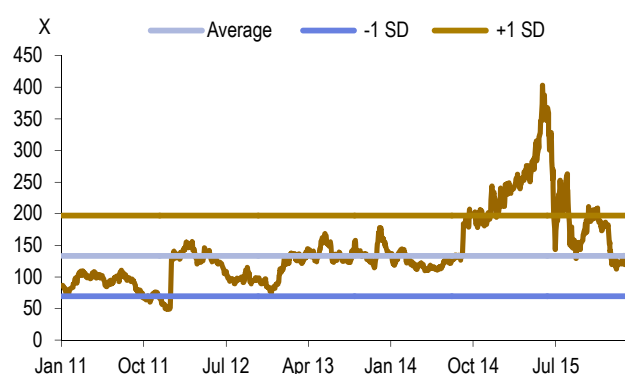
资料来源：彭博，交银国际

图表 52：中直股份的预测市账率



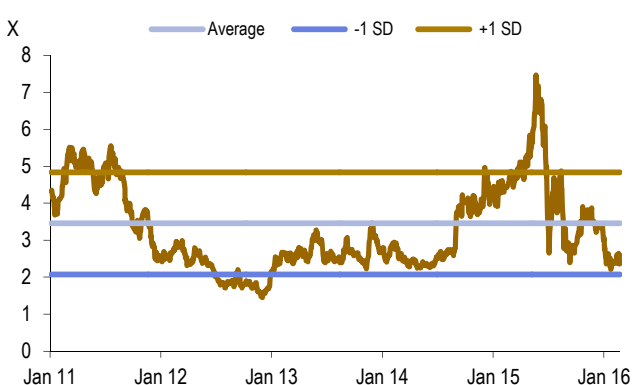
资料来源：彭博，交银国际

图表 53：洪都航空的预测市盈率



资料来源：彭博，交银国际

图表 54：洪都航空的预测市账率



资料来源：彭博，交银国际

图表 55：上市国防企业比较

公司	股票代码	货币	收市价	市盈率 (财年)				市账率 (财年)				ROE (%)
				14A	15E	16F	17E	14A	15E	16F	17E	15E
<b>香港上市国防企业</b>												
中国航空科技股份有限公司 H 股	2357 HK	HKD	5.83	32.4	30.7	25.8	21.5	2.4	2.3	2.2	2.0	7.8
中船防务 H 股	317 HK	HKD	18.88	102.0	53.9	21.9	17.8	2.8	2.0	1.8	1.7	n.a.
<b>简单平均</b>				<b>67.2</b>	<b>42.3</b>	<b>23.8</b>	<b>19.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>7.8</b>
<b>加权平均</b>				<b>72.8</b>	<b>44.2</b>	<b>23.5</b>	<b>19.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>7.8</b>
<b>内地上市国防企业</b>												
中国航空工业集团 A 股	000768 CH	CNY	22.60	170.4	117.1	89.3	63.3	5.0	4.7	4.5	4.2	4.3
中航工业航空发动机公司 A 股	600893 CH	CNY	39.47	78.9	64.7	51.0	42.1	5.4	4.9	4.5	4.1	7.4
中国航空电子系统有限公司 A 股	600372 CH	CNY	21.59	63.5	53.2	41.7	34.9	7.4	6.4	5.6	4.8	13.2
中国东方红卫星股份有限公司 A 股	600118 CH	CNY	35.84	119.5	96.6	81.3	62.0	9.9	9.0	8.3	7.2	9.3
中航工业直升机有限公司 A 股	600038 CH	CNY	42.97	76.3	60.2	48.1	38.3	4.1	3.9	3.6	3.4	6.7
江西洪都航空工业有限公司 A 股	600316 CH	CNY	19.66	142.9	120.6	89.4	69.5	2.9	2.8	2.7	2.7	2.4
西安天和防务技术股份有限公司 A 股	300397 CH	CNY	66.03	85.8	57.4	64.1	50.4	6.1	5.6	5.2	4.8	n.a.
长春奥普光电技术股份有限公司 A 股	002338 CH	CNY	44.83	91.5	54.7	40.4	n.a.	7.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中船防务 A 股	600685 CH	CNY	33.03	224.7	141.8	58.5	50.8	6.0	4.3	4.0	3.7	4.7
中国航空光电技术有限公司 A 股	002179 CH	CNY	33.85	60.3	39.5	29.4	23.5	7.1	6.0	5.4	4.5	15.4
中国船舶重工集团 A 股	601989 CH	CNY	10.74	82.6	70.2	57.7	43.8	3.3	3.2	3.1	2.9	3.6
中航工业发动机控制股份有限公司 A 股	000738 CH	CNY	22.80	141.2	120.0	99.1	n.a.	5.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中航工业重型机械有限公司 A 股	600765 CH	CNY	15.58	77.9	31.2	19.0	n.a.	3.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中航机电系统有限公司 A 股	002013 CH	CNY	17.91	43.9	31.4	28.4	36.6	3.6	3.3	3.1	2.8	7.9
航天科技控股集团 A 股	000901 CH	CNY	52.88	440.7	n.a.	n.a.	n.a.	12.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
贵州航天电器有限公司 A 股	002025 CH	CNY	20.39	42.8	37.1	32.9	n.a.	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>简单平均</b>				<b>121.4</b>	<b>73.0</b>	<b>55.4</b>	<b>46.8</b>	<b>5.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>7.5</b>
<b>加权平均</b>				<b>112.5</b>	<b>78.9</b>	<b>60.0</b>	<b>46.6</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>6.2</b>
<b>国际上市国防企业</b>												
United Technologies Corp	UTX US	USD	91.07	13.2	14.6	13.6	12.5	2.7	2.5	2.7	2.6	18.3
Boeing Co/The	BA US	USD	136.09	18.2	17.0	14.6	13.1	11.1	12.1	8.0	10.3	64.8
Honeywell International Inc	HON US	USD	98.04	18.2	16.1	14.7	13.1	4.3	3.8	3.4	3.1	25.6
Lockheed Martin Corp	LMT US	USD	203.31	17.8	17.9	16.1	14.5	18.8	18.9	15.7	17.3	101.8
General Dynamics Corp	GD US	USD	139.24	18.4	15.8	14.7	13.6	3.9	4.1	3.9	3.8	25.3
Airbus Group Se	AIR FP	EUR	54.70	18.3	16.0	15.4	12.3	6.1	4.8	4.1	3.3	30.5
Northrop Grumman Corp	NOC US	USD	168.98	17.1	17.5	15.8	13.8	4.6	5.7	5.5	4.6	28.2
Raytheon Company	RTN US	USD	104.55	14.5	15.7	15.0	13.3	3.4	3.1	3.1	2.7	20.7
Safran Sa	SAF FP	EUR	69.45	n.a.	18.2	18.2	16.8	4.6	4.0	3.6	3.2	22.8
Rolls-Royce Holdings Plc	RR/ LN	GBp	690.00	187.5	12.9	15.6	14.3	2.0	2.0	1.9	1.7	15.7
Bae Systems Plc	BA/ LN	GBp	439.00	18.8	11.5	11.0	10.4	8.3	6.5	5.5	4.8	50.8
Textron Inc	TXT US	USD	39.58	18.4	15.8	13.4	11.8	2.6	2.2	2.0	1.8	15.4
Thales Sa	HO FP	EUR	62.09	17.8	17.2	15.3	13.9	3.4	3.0	2.7	2.4	18.0
L-3 Communications Holdings	LLL US	USD	106.89	13.7	15.6	13.1	11.7	1.7	1.7	1.7	1.7	10.8
Finmeccanica Spa	FNC IM	EUR	12.05	n.a.	17.4	15.3	13.3	2.0	1.8	1.7	1.5	12.4
Huntington Ingalls Industrie	HII US	USD	111.60	16.1	12.6	12.2	11.7	3.9	3.5	3.2	2.9	28.8
Booz Allen Hamilton Holdings	BAH US	USD	27.71	17.1	17.5	16.8	15.8	24.1	22.2	11.5	8.3	129.9
General Electric Co	GE US	USD	24.80	16.4	19.0	16.2	13.7	1.9	2.4	2.6	2.6	10.8
Oshkosh Corp	OSK US	USD	38.05	10.4	12.2	10.6	9.6	1.5	1.5	1.4	1.2	14.6
Computer Sciences Corp	CSC US	USD	60.89	9.5	n.a.	12.4	11.5	2.3	2.9	3.1	2.7	(0.2)
Babcock Intl Group Plc	BAB LN	GBp	917.00	20.8	17.3	12.2	11.0	3.7	2.1	1.9	1.8	16.3
Saab Ab-B	SAABB SS	SEK	225.10	20.7	18.6	15.2	13.5	2.1	2.0	1.9	1.7	10.6
Rheinmetall Ag	RHM GR	EUR	56.22	119.6	15.3	12.3	10.5	1.9	1.7	1.6	1.4	11.7
Caci International Inc-CI A	CACI US	USD	75.39	13.0	14.3	13.9	12.4	1.3	1.2	1.2	1.1	8.9
Mitsubishi Heavy Industries	7011 JT	JPY	569.40	11.9	17.3	12.8	10.8	1.2	1.1	1.0	0.9	6.6
Harris Corp	HRS US	USD	73.17	14.5	23.2	12.9	11.9	4.2	2.7	2.3	2.0	12.8
Embraer Sa	EMBR3 BZ	BRL	26.02	24.0	15.3	11.8	10.5	1.9	1.2	1.2	1.1	8.4
Bombardier Inc-B	BBDB CN	CAD	1.74	n.a.	7.2	11.6	13.2	(8.5)	2.9	2.5	2.3	79.0
Mtu Aero Engines Ag	MTX GR	EUR	78.76	20.5	15.3	13.9	12.2	3.4	2.9	2.5	2.3	21.0
Eaton Corp Plc	ETN US	USD	52.93	14.0	11.9	10.7	9.8	1.6	1.5	1.4	1.3	12.5
Rockwell Collins Inc	COL US	USD	83.68	18.7	16.1	15.5	14.2	6.1	5.6	4.6	4.0	35.3
Cae Inc	CAE CN	CAD	13.79	18.9	18.1	16.2	14.6	2.5	2.3	2.0	1.9	13.2
Cobham Plc	COB LN	GBp	286.00	110.0	13.8	13.0	12.2	3.1	3.0	3.0	2.9	17.1
Ultra Electronics Hldgs Plc	ULE LN	GBp	1,651.00	55.4	13.6	12.8	12.1	3.6	3.5	3.2	2.9	24.2
<b>简单平均</b>				<b>29.8</b>	<b>15.7</b>	<b>14.0</b>	<b>12.6</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>27.1</b>
<b>加权平均</b>				<b>21.3</b>	<b>16.8</b>	<b>14.9</b>	<b>13.2</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.5</b>	<b>29.2</b>

资料来源: 彭博, 交银国际

现价：RMB19.35

潜在上升空间：52.5%

目标价：RMB29.50

中国航空及国防业

## 中航电子 (600372.CH)

等待注入资产；盈利复苏值得期待

落后

同步

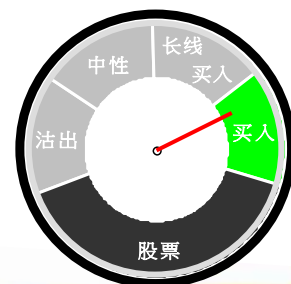
**领先**
**首次覆盖**

### 财务数据一览

年结 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (RMB m)	5,999	6,607	6,686	7,706	9,000
同比增长(%)	39.5	10.1	1.2	15.3	16.8
纯利 (RMB m)	627	601	597	712	873
同比增长(%)	33.5	(4.3)	(0.6)	19.1	22.7
每股盈利 (RMB)	0.36	0.34	0.34	0.40	0.50
每股账面值 (RMB)	2.71	2.86	3.08	3.39	3.78
市盈率 (x)	54.3	56.7	57.0	47.8	39.0
市账率 (x)	7.1	6.8	6.3	5.7	5.1
股息率 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

资料来源：公司、交银国际预测

- **中国的综合航空电子产品供应商。**中航电子是中航科工持股 43% 的子公司。在 2009 年、2011 年及 2013 年进行三次重大资产注入/重组后，公司已成为航空电子产品的主要制造商。
- **资产注入有望推动盈利增长。**中航电子获委托管理中航工业旗下、涉及航空电子相关资产的五家研究所（607、613、615、618、631）。这五家研究所与雷达、导航、航空控制、航空电脑及软件有关。我们认为国防业研究机构或会于 2016 年取得突破，并预期中航电子将成为中国航空及国防业的先锋。我们认为中航电子的潜在注资将带动纯利增加。我们估计五家航空电子研究所的纯利总额将于 FY16E 达到人民币 21 亿元的水平，大致为中航电子的 3.5 倍。
- **主导军事航空电子市场，拟进军民用市场。**中航电子的产品基本上涵盖大部分航空电子产品。中航电子在若干航空电子产品方面是中国市场的唯一供应商，于中国，公司于航空照明系统的市场份额为 90%，于飞行数据系统方面的军事市场份额为 90%。目前，中航电子约 80% 的收入来自军方销售。同时，中国已开始商用机（ARJ21 及 C919）的自主开发。中航电子是这两款国内开发商用机的主要供应商。尽管上述商用机尚未投入服务，但我们对中航电子的民用市场发展感到乐观。
- **首次覆盖中航电子并予以买入评级。**我们基于 FY16E 市盈率 72.9 倍（较其五年平均历史市盈率高约 20%）和注资后（假设五家研究所可于 2016 年注入中航电子）FY16E 市盈率 18.5 倍，厘定目标价为人民币 29.5 元。我们相信当局将于 FY16 年公布国防业研究所的改革计划，这将大幅提升中航电子的盈利。与此同时，中航电子于航空电子产品市场的优势将于日后为公司带来稳定的盈利增长。我们首次覆盖并予以买入评级。



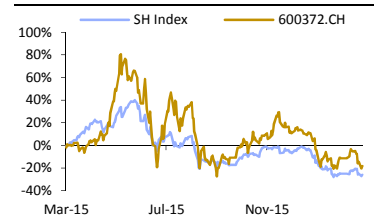
- 中国的综合航空电子产品供应商
- 主导军事航空电子市场，拟进军民用市场
- 我们相信当局将于 FY16 年公布国防业研究所的改革计划，这将大幅提升中航电子的盈利。与此同时，中航电子于航空电子产品市场的优势将于日后为公司带来稳定的盈利增长。

### 股份资料

52 周高位(RMB)	93.18
52 周低位(RMB)	34.30
市值(RMB m)	25,335.71
发行股数(m)	589.48
日成交量(m)	5.14
1 个月内变化(%)	-2.61
年初至今变化(%)	-18.49
50 天平均价(RMB)	41.50
200 天平均价(RMB)	51.45
14 天强弱指数	56.7

资料来源：公司、彭博

### 个股 1 年走势图



资料来源：公司、彭博

此为 2016 年 3 月 24 日发布《Awaiting asset injections; anticipate earnings recovery》报告的译本，详见 <http://researchreport.bocomgroup.com/600372-160324e.pdf>。

**陈庆**

 Angus.chan@bocomgroup.com  
 电话：(852) 2977 9392

## 中航电子：最大的综合航空电子供应商

中航电子是中航科工持股 43% 的子公司。在 2009 年、2011 年及 2013 年进行三次重大注资/重组后，公司已成为航空电子产品的主要制造商。更重要的是，资产注入/重组改善了公司的财务状况，令公司发展成综合航空电子系统的最大制造商。中航电子获委托管理中航工业旗下、涉及航空电子相关资产的五家研究所（607、613、615、618、631）。这五家研究所与雷达、导航、航空控制、航空电脑及软件有关。

### 投资摘要

**我们覆盖个股中最可能获注入资产的公司。**目前，中航电子获委托管理五家航空电子研究所（中国航空工业集团雷华电子技术研究所（607 所）、洛阳电光设备研究所（613 所）、中国航空无线电电子研究所（615 所）、西安自动飞行控制研究所（618 所）、西安航空计算技术研究所（631 所））。上述研究所是中航工业的核心航空电子资产。我们认为国防业研究机构或会于 2016 年取得突破，并预期中航电子将成为中国航空及国防业的先锋。我们认为中航电子的潜在注资将带动纯利增加。我们估计五家航空电子研究所的纯利总额将于 FY16E 达到人民币 21 亿元的水平，大致为中航电子的 3 倍。如注资落实，可推动中航电子的 FY16E 纯利上涨 195%。

**多元化的航空电子产品，覆盖军事及民用市场。**中航电子的产品基本上涵盖大部分航空电子产品，例如飞机参数收集、显示及记录设备、导航系统/设备、飞行数据系统、航空照明系统、电子控制设备和敏感组件。其产品广泛应用于军用飞机、民用飞机、导弹和船舶。此外，公司在若干航空电子产品方面是中国市场的唯一供应商。于中国，公司于航空照明系统的市场份额为 90%，于飞行数据系统方面的军事市场份额为 90%。

**拟增加民用市场占比。**目前，中航电子约 80% 的收入来自军方销售。民用市场对公司业务的占比较低，主要原因是中国商业航空业发展尚未成熟（波音和空客已占据中国大部分商用飞机市场）。另一方面，中国已开始商用机（ARJ21 及 C919）的自主开发。中航电子是这两款国内开发商用机的主要供应商。尽管上述商用机尚未投入服务，但我们对中航电子的民用市场发展感到乐观。

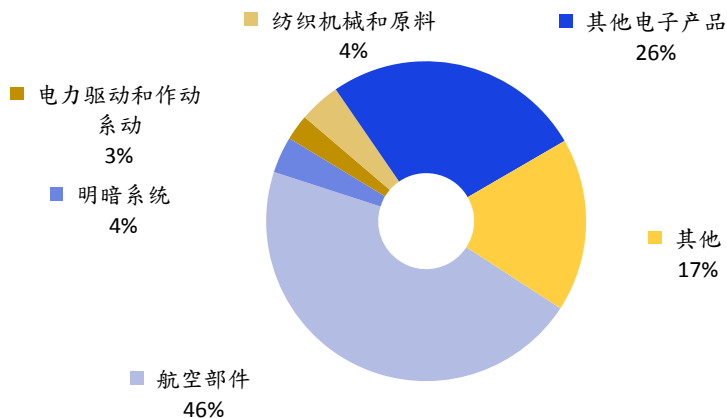
## 财务资料及估值

我们预测 2015 至 17E 纯利将上升-0.6%/19.1%/22.7%。我们预测，于 2015 至 17E，收入将增加 1.2%/15.3%/16.8%至人民币 66.86 亿元/77.06 亿元/90 亿元，而纯利将上升-0.6%/19.1%/22.7%至人民币 5.97 亿元/7.12 亿元/8.73 亿元，意味着 2015 年至 17E 每股盈利将分别为人民币 0.34 元、人民币 0.40 元和人民币 0.50 元。

**收入将自 FY16 起恢复增长。**中航电子的盈利于 FY14 至 15 轻微下跌，主要原因是期内需求疲弱，研发成本增加。我们相信，在中国喷射战机队升级周期及解放军不断开发喷射战机推动下，加上中国商用机的发展，公司的盈利将于 FY16 起回升。同时，基于规模效应及产品组合变动，我们预测利润率将稳步回升。

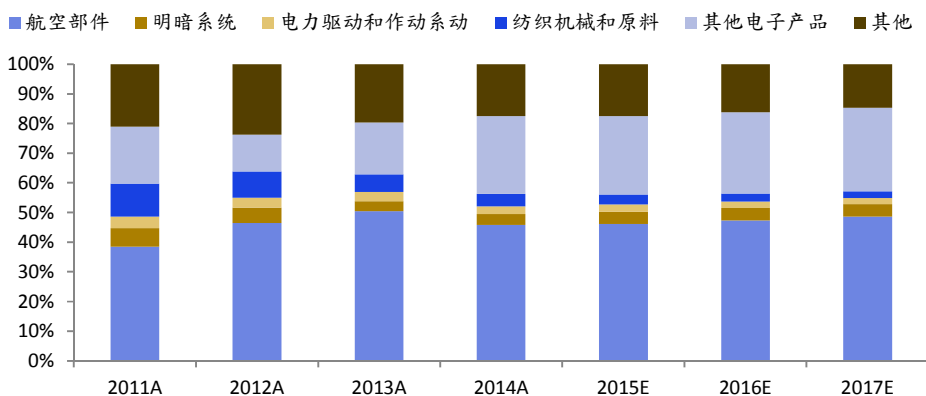
**首次覆盖中航电子并予以买入评级。**我们基于 FY16E 市盈率 72.9 倍和注资后（假设五家研究所可于 2016 年注入中航电子）FY16E 市盈率 18.5 倍，厘定目标价为人民币 29.5 元。我们相信当局将于 FY16 年公布国防业研究所的改革计划，这将大幅提升中航电子的盈利。与此同时，中航电子于航空电子产品市场的优势将于日后为公司带来稳定的盈利增长。

图表 1：中航电子 FY14 收入分析



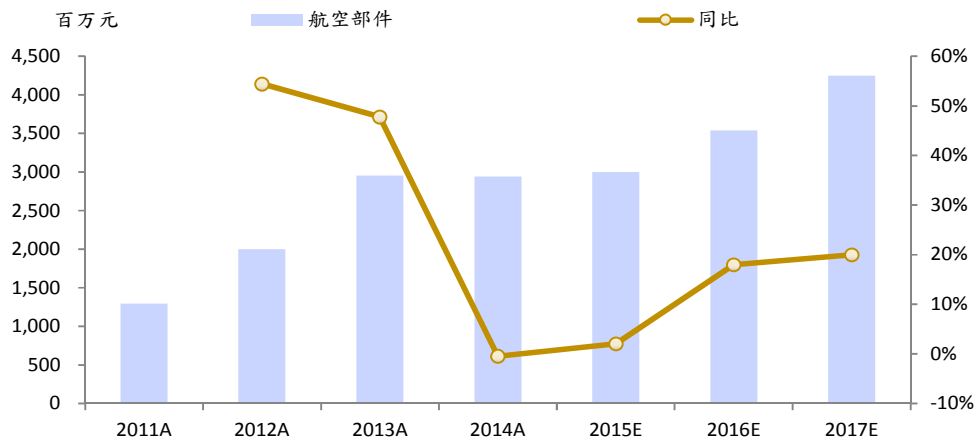
资料来源：公司、交银国际

图表 2：FY11 至 17E 中航电子收入分析



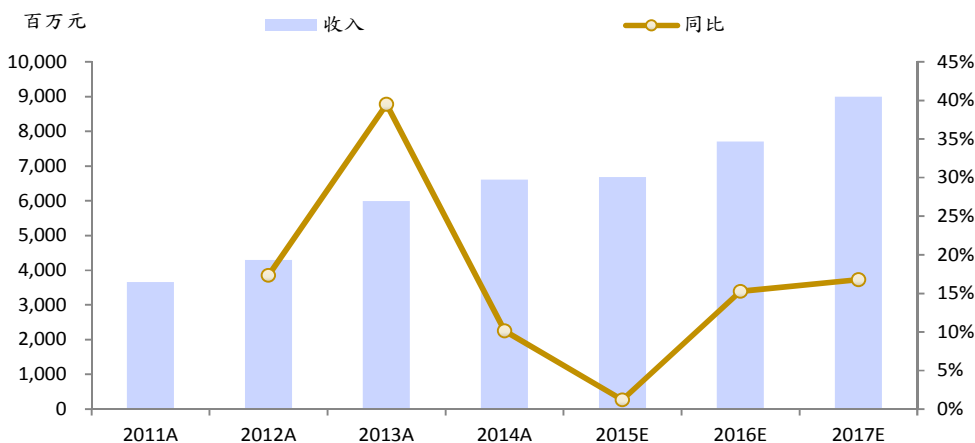
资料来源：公司、交银国际

图表3：中航电子 FY11 至 17E 航空部件所得收入



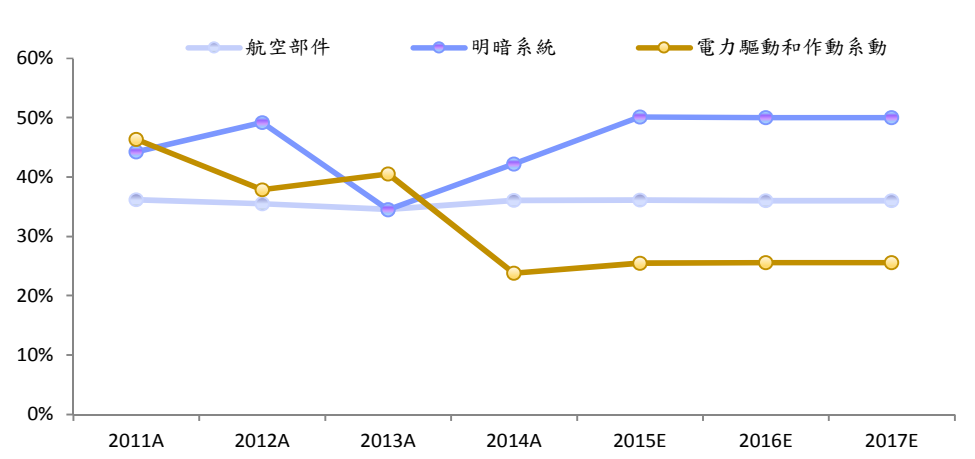
资料来源：公司、交银国际

图表4：中航电子 FY11 至 17E 综合收入



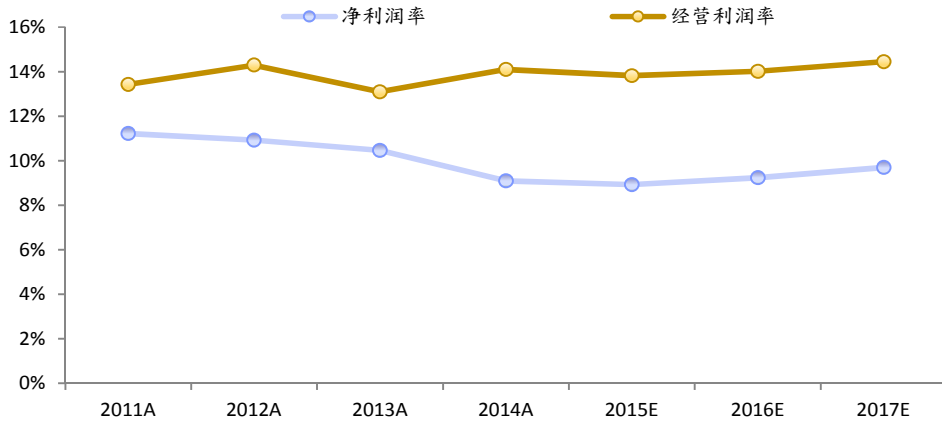
资料来源：公司、交银国际

图表5：中航电子 FY11 至 17E 主要产品毛利



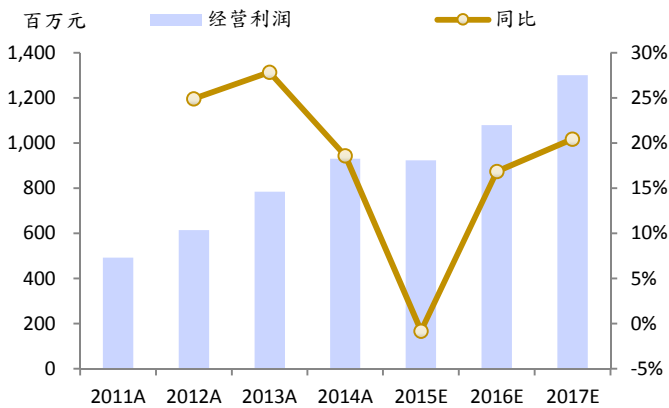
资料来源：公司、交银国际

图表 6：中航电子 FY11 至 17E 经营利润率及净利润率



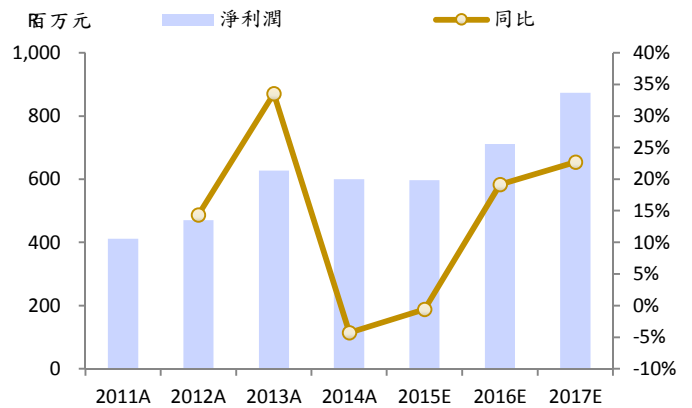
资料来源：公司、交银国际

图表 7：中航电子 FY11 至 17E 经营利润



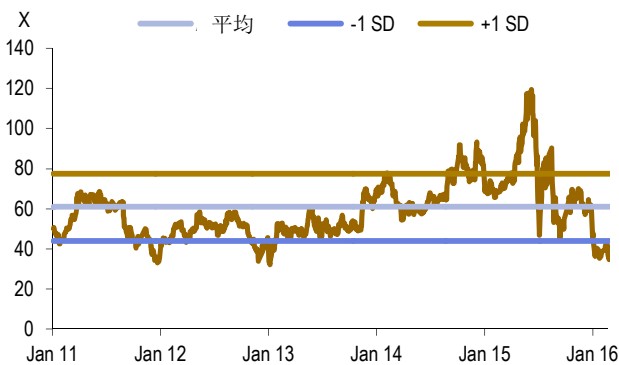
资料来源：公司、交银国际

图表 8：中航电子 FY11 至 17E 纯利



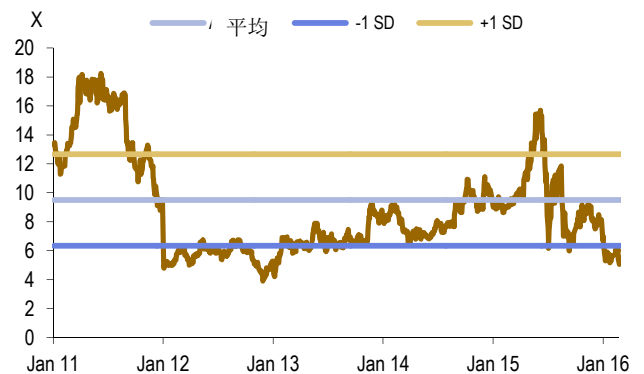
资料来源：公司、交银国际

图表 9：中航电子预测市盈率



资料来源：公司、交银国际

表 10：中航电子预测市账率



资料来源：公司、交银国际

## 公司背景

中航电子主要从事航空和国防电子产品的制造和分销。公司主要提供飞机数据采集设备、飞机定位导航设备、飞机航姿系统、大气数据系统、飞机自动驾驶仪、航空照明系统、驾驶舱操控板组件及调光系统、飞机警告系统、近地警告、空勤警告系统、航空专用驱动和作动系统、飞行指示仪表、电器控制装置、传感器及敏感元器件、光伏变频器等；还有纺织机械、部件。公司亦透过子公司经营光伏设备制造业务。

### 中航电子 (600372.CH)：财务报表

#### 损益表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	5,999	6,607	6,686	7,706	9,000
销售成本	(4,079)	(4,456)	(4,432)	(5,093)	(5,918)
毛利	1,920	2,151	2,254	2,613	3,082
销售开支	(105)	(100)	(94)	(108)	(126)
行政开支	(1,030)	(1,120)	(1,237)	(1,426)	(1,656)
营业利润	785	931	924	1,080	1,300
非营业收入/开支	106	(41)	(61)	(72)	(83)
财务成本	(121)	(168)	(144)	(152)	(167)
税前利润	770	722	718	856	1,050
所得税开支	(120)	(109)	(108)	(129)	(158)
税后利润	650	613	610	727	891
少数股东权益	(22)	(13)	(13)	(15)	(18)
净利润	627	601	597	712	873
每股盈利 (RMB)	0.357	0.341	0.340	0.405	0.496
每股股息 (RMB)	0.050	0.050	0.050	0.059	0.073

#### 现金流量表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税后利润	650	613	610	727	891
折旧及摊销	280	273	354	381	409
其他	96	215	136	144	158
营运资本变动	(721)	(1,010)	(35)	(659)	(806)
经营活动现金流	305	91	1,065	592	652
资本支出	(1,509)	(1,184)	(543)	(582)	(628)
其他	503	718	(28)	(31)	(34)
投资活动现金流	(1,006)	(467)	(572)	(613)	(662)
负债增加金额	1,182	629	128	138	141
其他	(247)	(230)	(173)	(199)	(232)
融资活动现金流	936	399	(45)	(61)	(91)
现金余额变动	235	24	448	(82)	(100)
年初余额	1,346	1,581	2,054	2,503	2,420
受限制现金及其他	837	450	0	0	0
外汇变动影响	(0)	(0)	0	0	0
年终余额	2,418	2,054	2,503	2,420	2,320

#### 资产负债表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
固定资产	2,953	3,222	3,354	3,478	3,594
长期股权投资	164	31	34	37	41
无形资产	659	669	803	963	1,156
其他非流动资产	330	449	489	533	582
非流动资产	4,105	4,370	4,680	5,012	5,373
存货	2,175	2,527	2,428	2,790	3,162
应收账款及票据	3,998	5,001	4,749	5,473	6,392
预付款项	376	326	391	469	563
现金及现金等价物	2,418	2,054	2,503	2,420	2,320
其它流动资产	165	209	251	301	362
流动资产	9,133	10,117	10,322	11,455	12,799
总资产	13,237	14,488	15,002	16,466	18,172
应付账款及票据	2,753	3,452	3,085	3,541	4,070
短期借款	2,875	3,461	3,634	3,815	4,006
其他流动负债	1,277	1,134	1,248	1,373	1,510
流动负债	6,906	8,048	7,966	8,729	9,586
递延所得税	11	19	21	23	25
长期借款	661	618	649	681	715
其他非流动负债	543	406	447	491	541
非流动负债	1,216	1,043	1,116	1,195	1,281
总负债	8,122	9,090	9,082	9,925	10,866
股东权益	5,116	5,397	5,920	6,542	7,305
负债及股东权益总额	13,237	14,488	15,002	16,466	18,172
每股账面值 (RMB)	2.714	2.856	3.077	3.394	3.779

#### 财务比率

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%) :					
收入	39.5	10.1	1.2	15.3	16.8
毛利	41.2	12.0	4.8	15.9	18.0
营业利润	27.8	18.6	-0.8	16.9	20.4
净利润	33.5	-4.3	-0.6	19.1	22.7
盈利能力 (%) :					
毛利率	32.0	32.6	33.7	33.9	34.2
营业利润率	13.1	14.1	13.8	14.0	14.4
净利润率	10.5	9.1	8.9	9.2	9.7
ROA	5.7	4.3	4.1	4.5	5.0
ROE	13.1	12.0	11.0	11.9	13.1

#### 流动性及偿债能力

流动比率 (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率 (x)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
资产负债率 (%)	23.4	40.3	32.9	34.8	36.1
利息保障倍数 (x)	5.1	4.0	3.9	4.6	5.5
派息比率 (%)	14.0	14.6	14.6	14.6	14.6

资料来源：公司资料、交银国际预测

现价：RMB34.30

潜在上升空间：+44.3%

目标价：RMB49.50

中国航空和国防行业

## 中航光电 (002179.CH)

涉足小众市场的高科技公司

落后

同步

领先

首次覆盖

### 财务数据一览

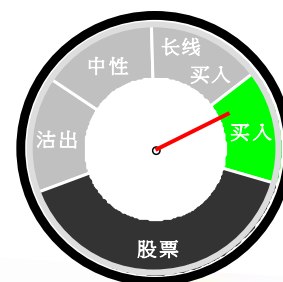
年结 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (Rmb m)	2,602	3,491	4,724	6,408	8,484
同比增长 (%)	18.1	34.2	35.3	35.7	32.4
纯利 (Rmb m)	244	340	568	787	1,072
同比增长 (%)	20.5	38.9	67.3	38.6	36.2
每股盈利 (Rmb)	0.42	0.59	0.98	1.36	1.86
每股账面值 (%)	3.57	4.70	5.40	6.45	7.90
市盈率 (x)	81.0	58.3	34.9	25.2	18.5
市账率 (x)	9.6	7.3	6.4	5.3	4.3
股息率 (%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司、交银国际预测

● **中国国防用连接器市场的领先公司。**中航光电是中航工业集团的子公司。中航光电是中国第三大电力和光学连接器生产商。中航光电是中国国防相关连接器市场的领先公司，在民用连接器市场亦取得不俗的市场份额。中航光电亦提供电缆组件和其他航空电子产品（为中航电子的主要供应商）。

● **未来有多项增长动力。**中航光电的产品广泛应用于航空、航天、武器、船舶、电讯、铁路、供电、电子、采煤安全和电动车，以及军事应用。在终端用户结构方面，军事销售占中航光电总销量的50%左右。我们认为军事订单的可预见程度保持稳定，基于中国国防开支的可持续势头，未来军事订单将呈稳定上升的趋势。在我们的覆盖范围中，中航光电在民用市场的涉足程度最高，我们预计公司将进一步拓展其他消费相关领域的业务。目前，公司是电缆、集成器和连接器等的主要供应商，供应对象为电动车/混合动力车。此外，中航光电的产品被广泛应用于电讯行业，特别是在中国的4G建设方面。目前，中航光电约20-30%的收入来自电信设备行业。我们认为电信业的需求将保持强劲。基于中国国防开支持续上升，我们预计中航光电将取得稳定的军事订单。军事销售应会在未来几年带来内部收入增长。另一方面，我们认为中航光电在未来几年将继续扩大其非军事相关业务。中航光电已进军民用市场，如汽车、电信、医疗和牙科设备领域。我们预计非军事相关销售将从FY14的50%升至FY17E的60%。

● **我们首次覆盖中航光电，给予买入评级。**我们根据FY16-FY20E长期增长预测的复合年增长率约30%，给予目标价人民币49.5元，相当于2016E市盈率36.3倍，接近其5年期历史平均市盈率。中航光电的现价接近2016E市盈率23.3倍的五年估值低位。我们认为，中航光电估值偏低主要是由于获得中航工业集团注入资产的潜力较低。然而，我们认为公司从政府取得不俗的军事订单，加上民用业务的高增长潜力，或会带来估值上行的机会。



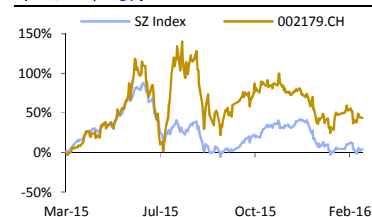
- 中国国防用连接器市场的领先公司。
- 基于中国国防开支持续上升，我们预计中航光电将取得稳定的军事订单。另一方面，我们认为中航光电在未来几年将继续扩大其非军事相关业务。
- 我们根据FY16-FY20E长期增长预测的复合年增长率约30%，给予目标价人民币49.5元相当于2016E市盈率29.1倍。

### 股份资料

52周高位(RMB)	54.43
52周低位(RMB)	20.26
市值(RMB m)	19,129.85
发行股数(m)	602.51
日成交量(m)	9.24
1个月内变化(%)	-2.79
年初至今变化(%)	-16.36
50天平均价(RMB)	33.36
200天平均价(RMB)	37.50
14天强弱指数	46.9

资料来源：公司资料、彭博

### 个股1年走势图



资料来源：公司资料、彭博

此为2016年3月24日发布《High-tech name with exposure to niche markets》报告的译本，详见<http://researchreport.bocomgroup.com/002179-160324e.pdf>。

陈庆

Angus.chan@bocomgroup.com  
电话：(852) 2977 9392

## 中航光电：中国连接器市场的领先公司

中航光电是中航工业集团的子公司，2007年在深圳证券交易所上市。中航光电是中国第三大电力和光学连接器生产商，仅次于立讯精密和安费诺-图赫尔中国。有别于两大公司专注于消费电子领域，中航光电是中国国防连接器市场的领先公司，在民用连接器市场亦取得不俗的市场份额。中航光电亦提供电缆组件和其他航空电子产品（为中航电子的主要供应商）。

### 投资摘要

**未来有多项增长动力。**中航光电的产品广泛应用于航空、航天、武器、船舶、电讯、铁路，供电、电子、采煤安全和电动车，以及军事应用。在终端用户结构方面，军事销售占中航光电总销量的50%左右。我们认为军事订单的可预见程度保持稳定，基于中国国防开支的可持续势头，未来军事订单将呈稳定上升的趋势。

**新能源汽车推动长远增长。**在我们的覆盖范围中，中航光电在民用市场的涉足程度最高，我们预计公司将进一步拓展其他消费相关领域的业务。目前，公司是电缆、集成器和连接器等的主要供应商，供应对象为电动车/混合动力车制造商（比亚迪、奇瑞汽车和宇通客车等）。

**4G建设需求强劲。**中航光电的产品被广泛应用于电讯行业，特别是在中国的4G建设方面。公司的主要客户包括华为、诺基亚西门子和阿尔卡特朗讯。目前，中航光电约20-30%的收入来自电信设备行业。我们预计电信业的需求将保持强劲。

**利润率具改善空间。**我们看好中国航天和国防行业的零部件厂商表现，主要是由于该等公司享有定价自主权。有别于采用成本加成定价的飞机制造商，中航光电录得30%以上的毛利率，远高于飞机制造商（如洪都）低于10%的毛利率。此外，我们认为中航光电的利润率长远可能增加，理由是公司正尝试扩大民用市场的业务。

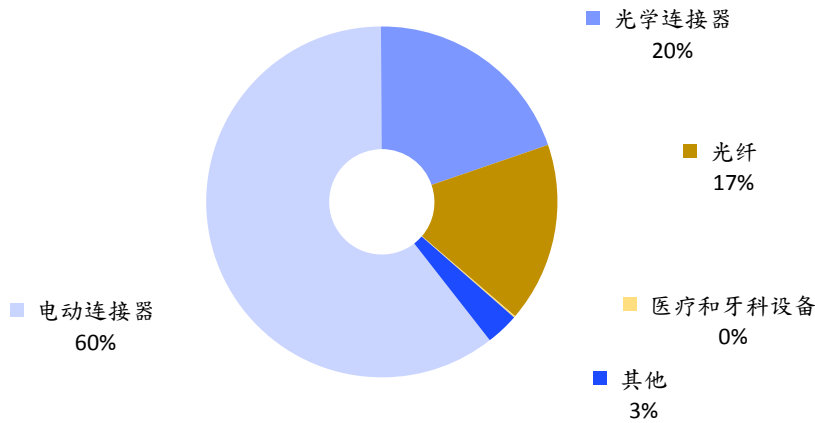
### 财务资料与估值

**我们预计2015-17E净利润将增长67.3%/38.6%/36.2%。**我们预测2015-17E收入将上涨35.3%/35.7%/32.4%至人民币47.24亿元/64.08亿元/84.84亿元，主要由于军用和民用订单均保持强劲；净利润将增长67.3%/38.6%/36.2%至人民币5.68亿元/7.87亿元/10.72亿元，意味着2015-17E每股盈利分别为人民币1.23/1.70/2.31元。

**增长来自军事和民用市场。**基于中国国防开支持续上升，我们预计中航光电将取得稳定的军事订单。军事销售应在未来几年带来内部收入增长。另一方面，我们认为中航光电在未来几年将继续扩大其非军事相关业务。中航光电已进军民用市场，如汽车、电信、医疗和牙科设备领域。我们预计非军事相关销售将从FY14的50%升至FY17E的60%。

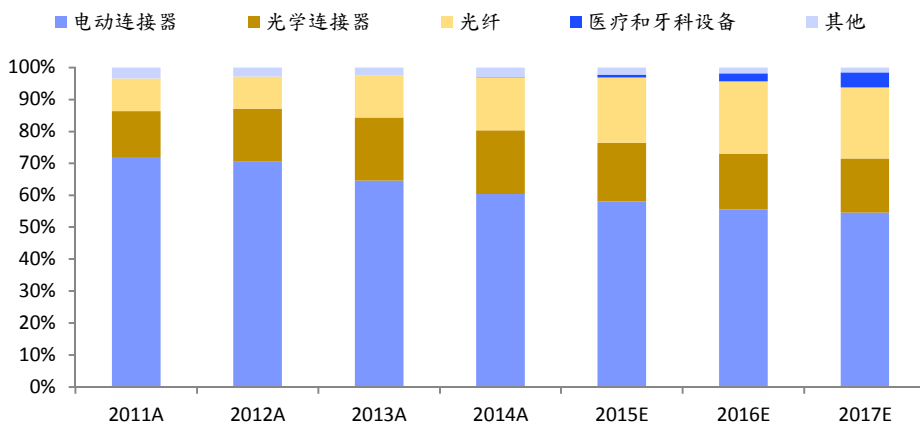
**我们首次覆盖中航光电，给予买入评级。**我们根据FY16-FY20E长期增长预测的复合年增长率约30%，给予目标价人民币49.5元，相当于2016E市盈率29.1倍。中航光电的现价接近2016E市盈率18.5倍的五年估值低位。我们认为，中航光电估值偏低主要是由于获得中航工业集团注入资产的潜力较低。然而，我们认为公司从政府取得不俗的军事订单，加上民用业务的高增长潜力，或会带来估值上行的机会。

图表 1: FY14 中航光电的收入分析



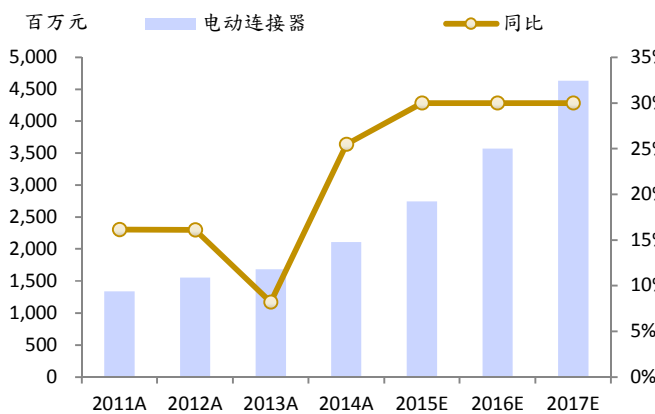
资料来源: 公司、交银国际

图表 2: FY11-17E 中航光电的收入分析



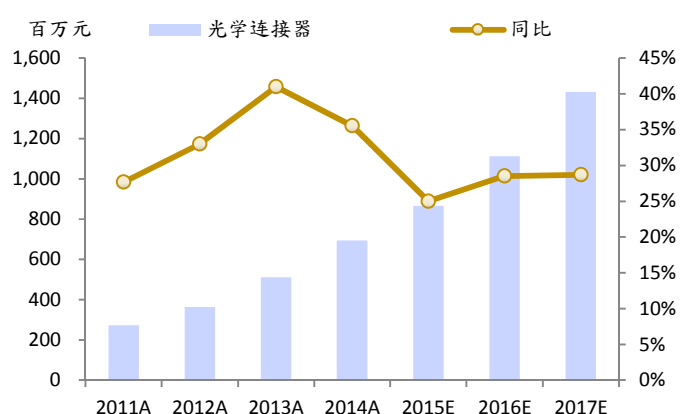
资料来源: 公司、交银国际

图表 3: FY11-17E 中航光电的电动连接器收入



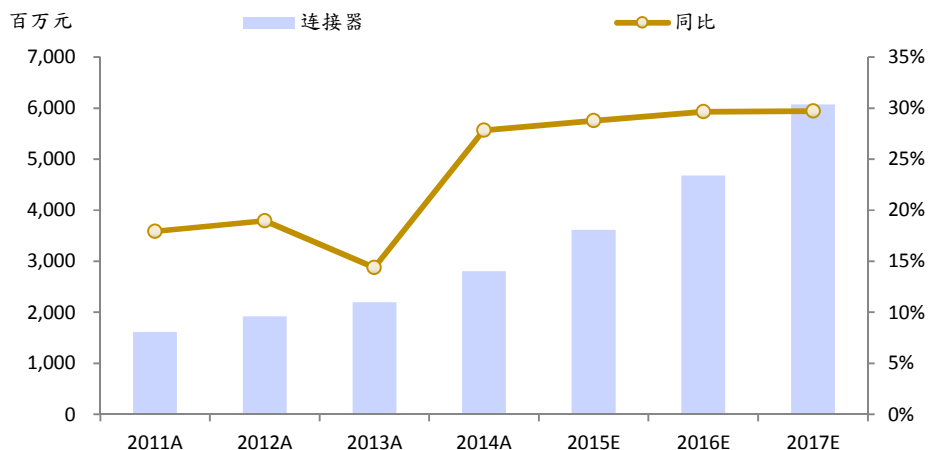
资料来源: 公司、交银国际

图表 4: FY11-17E 中航光电的光学连接器收入



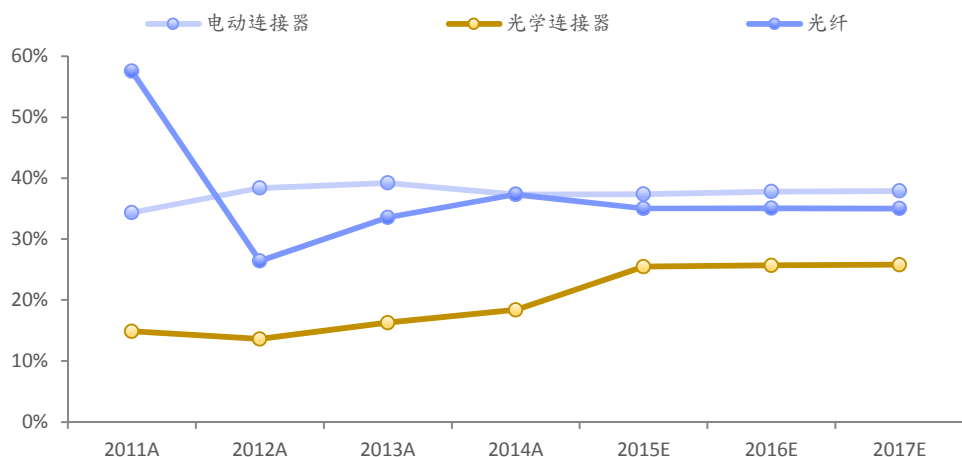
资料来源: 公司、交银国际

图表 5: FY11-17E 中航光电的连接器混合收入



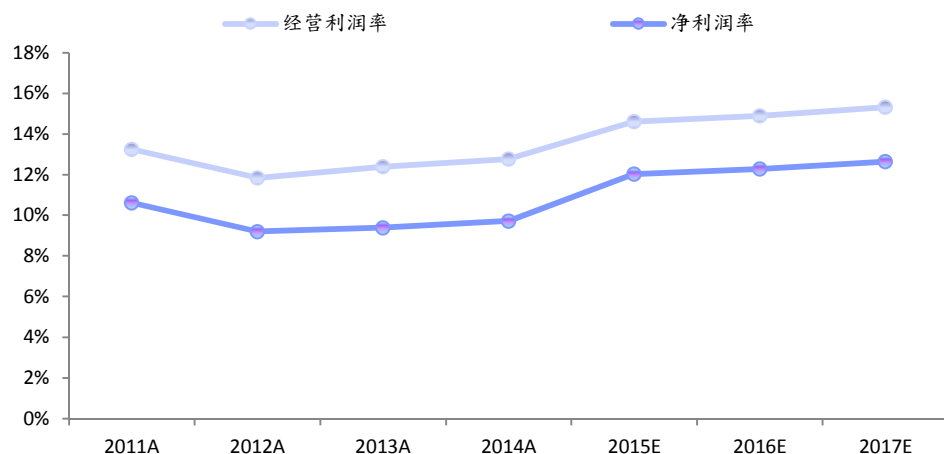
资料来源：公司、交银国际

图表 6: FY11-17E 中航光电的主要产品毛利率



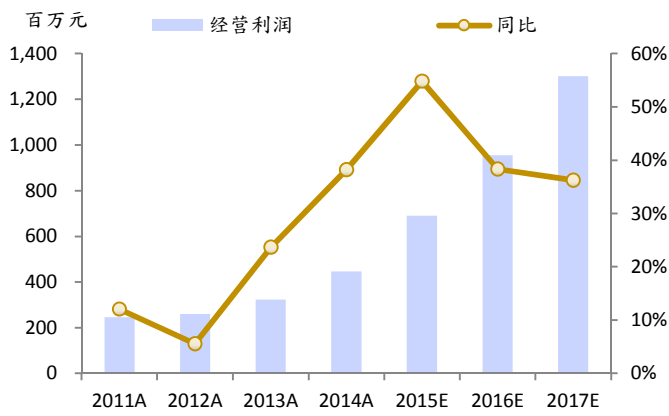
资料来源：公司、交银国际

图表 7: FY11-17E 中航光电的经营利润率和净利润率



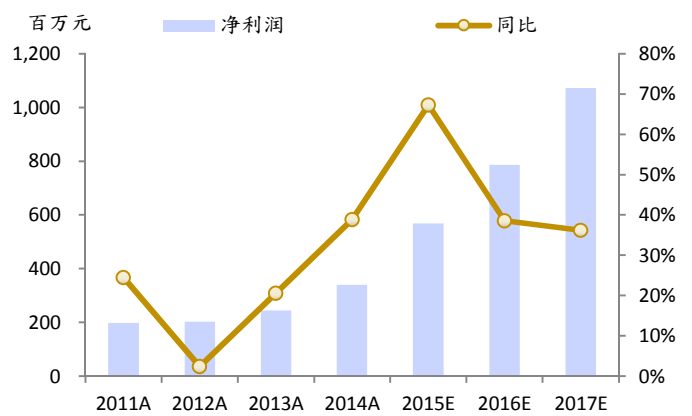
资料来源：公司、交银国际

图表 8: FY11-17E 中航光电的经营利润



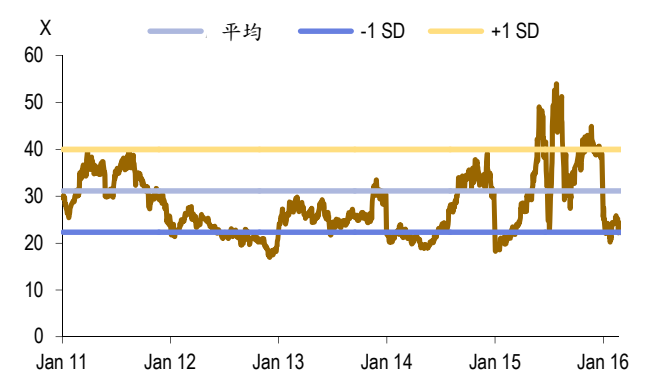
资料来源：公司、交银国际

图表 9: 中航光电的净利润



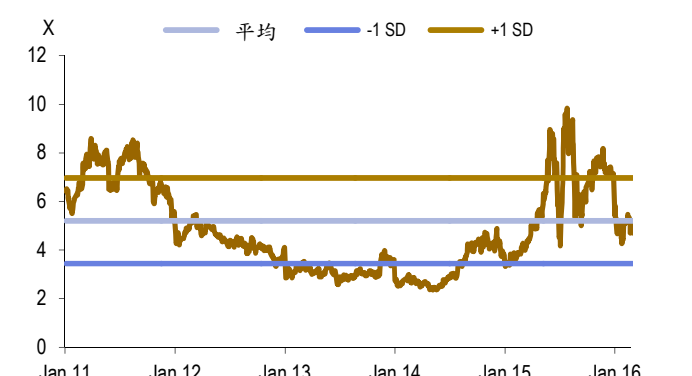
资料来源：公司、交银国际

图表 10: 中航光电的预测市盈率



资料来源：公司、交银国际

图表 11: 中航光电的预测市账率



资料来源：公司、交银国际

## 公司背景

中航光电科技股份有限公司在中国从事研究、开发、制造和销售光学和电动连接器及流体连接技术解决方案。公司的产品应用于航空、航天、武器、船舶、电信、铁路、供电、电子、轨道交通、新能源、煤矿安全、电动车及其他军事和民用领域。

### 中航光电科技 (002179.CH) : 财务报表

#### 损益表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	2,602	3,491	4,724	6,408	8,484
销售成本	(1,736)	(2,346)	(3,108)	(4,183)	(5,513)
毛利	866	1,146	1,616	2,226	2,971
销售开支	(173)	(215)	(288)	(404)	(535)
行政开支	(322)	(439)	(588)	(814)	(1,078)
营业利润	371	492	740	1,008	1,359
非营业收入/开支	(27)	(18)	(20)	(22)	(25)
财务成本	(40)	(37)	(26)	(24)	(24)
税前利润	304	438	694	962	1,310
所得税开支	(46)	(63)	(83)	(115)	(157)
税后利润	258	374	611	847	1,153
少数股东权益	(13)	(35)	(43)	(59)	(81)
净利润	244	340	568	787	1,072
每股盈利 (RMB)	0.550	0.733	1.226	1.699	2.314
每股股息 (RMB)	0.100	0.100	0.123	0.170	0.231

#### 现金流量表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税后利润	258	374	611	847	1,153
折旧及摊销	117	151	183	199	216
其他	33	43	24	21	21
营运资本变动	(203)	(415)	(218)	(781)	(965)
经营活动现金流	204	153	599	286	425
资本支出	1,777	297	221	245	265
其他	(2,059)	(571)	(442)	(491)	(530)
投资活动现金流	(283)	(274)	(221)	(245)	(265)
负债增加金额	423	(52)	11	15	18
其他	714	(131)	(96)	(122)	(154)
融资活动现金流	1,138	(182)	(85)	(106)	(137)
现金余额变动	1,059	(303)	293	(66)	23
年初余额	379	1,436	1,155	1,448	1,381
受限制现金及其他	21	24	0	0	0
外汇变动影响	(1)	(3)	0	0	0
年终余额	1,457	1,155	1,448	1,381	1,405

资料来源：公司资料、交银国际预测

#### 资产负债表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
固定资产	1,187	1,404	1,473	1,530	1,589
长期股权投资	40	55	61	67	73
无形资产	16	62	75	89	107
其他非流动资产	81	89	82	94	109
非流动资产	1,324	1,610	1,689	1,781	1,879
存货	502	865	851	1,146	1,510
应收账款及票据	1,944	2,489	2,848	3,863	5,115
预付款项	64	88	106	127	152
现金及现金等价物	1,457	1,155	1,448	1,381	1,405
其它流动资产	33	34	41	49	58
流动资产	4,001	4,630	5,293	6,566	8,240
总资产	5,325	6,240	6,983	8,347	10,120
应付账款及票据	894	1,395	1,517	2,042	2,691
短期借款	380	336	346	357	369
应付股息	28	28	30	33	37
其他流动负债	175	231	254	280	308
流动负债	1,477	1,990	2,148	2,712	3,404
长期借款及债券	832	832	849	866	885
其他非流动负债	116	134	148	162	179
非流动负债	947	967	997	1,029	1,064
总负债	2,424	2,956	3,145	3,741	4,468
股东权益	2,901	3,284	3,838	4,606	5,652
负债及股东权益总额	5,325	6,240	6,983	8,347	10,120
每股账面值 (RMB)	4.451	5.862	6.725	8.041	9.847

#### 财务比率

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%) :					
收入	18.1	34.2	35.3	35.7	32.4
毛利	33.3	32.8	34.2	34.7	35.0
营业利润	23.7	38.2	54.8	38.3	36.2
净利润	20.5	38.9	67.3	38.6	36.2
盈利能力 (%) :					
毛利率	33.3	32.8	34.2	34.7	35.0
营业利润率	12.4	12.8	14.6	14.9	15.3
净利润率	9.4	9.7	12.0	12.3	12.6
ROA	5.6	5.9	8.6	10.3	11.6
ROE	11.9	12.5	18.2	21.1	23.5

#### 流动性及偿债能力

流动比率 (x)	2.7	2.3	2.5	2.4	2.4
速动比率 (x)	2.4	1.9	2.1	2.0	2.0
资产负债率 (%)	净现金	0.5	净现金	净现金	净现金
利息保障倍数 (x)	8.5	12.9	27.7	40.8	55.9
派息比率 (%)	19.0	13.6	10.0	10.0	10.0

现价: RMB42.98

潜在上升空间: +6.6%

目标价: RMB45.80

中国航空和国防业

## 中直股份 (600038.CH)

捕捉中国通用飞机的增长

落后

同步

**领先**
**首次覆盖**

### 财务数据一览

年结 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (RMB m)	10,831	12,455	13,487	15,530	18,647
同比增长 (%)	22.8	15.0	8.3	15.1	20.1
纯利 (RMB m)	247	332	412	529	715
同比增长 (%)	2.1	34.2	24.3	28.3	35.0
每股盈利 (RMB)	0.49	0.56	0.70	0.90	1.21
每股账面值 (RMB)	8.21	10.23	10.74	11.34	12.13
市盈率 (x)	87.4	76.4	61.4	47.9	35.5
市账率 (x)	5.2	4.2	4.0	3.8	3.5
股息率 (%)	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7

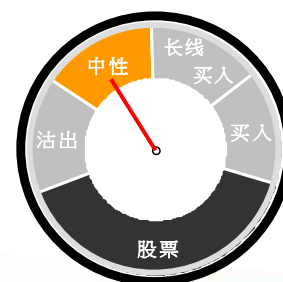
资料来源: 公司资料、交银国际预测

● **中国最大的直升机制造商。**中直股份前身为哈飞工业股份有限公司, 于2012年获中航工业注入直升机资产(昌河、昌飞、天津直升机等), 现时是中国最大的直升机制造商, 同时供应民用和军用直升机。中直股份于2000年在上海证券交易所上市, 是中国唯一的直升机制造相关上市公司。中航科工持有中直股份35%权益。

● **中直股份将率先受惠于低空区的开放。**我们认为, 未来几年中国逐渐开放低空区, 中直股份是主要的受益者之一。我们认为开放低空区是刺激通用飞机需求的主要因素。目前, 中直股份是中国主要的军用直升机制造商, 其80-90%的收入来自政府订单。国内民用直升机制造商在中国通用飞机市场的渗透率偏低, 为中直股份这类企业带来巨大机会。中直股份开发了AC352等民用直升机产品, 能够捕捉中国通用飞机需求的增长。公司也涉足商用飞机。其Y-12F定翼机已经取得订单, 未来有望出现突破。此外, 其Embraer Legacy 659型号的盈利贡献在未来几年有望增长。中直股份也是空客和波音的分包商, 这项业务可带来庞大的收入。

● **首次覆盖给予中性评级。**基于51.0倍2016年市盈率(接近其5年期平均历史市盈率), 我们给予公司目标价45.8元。我们相信, 在稳定的订单增长和民用直升机发展的支持下, 中直股份未来几年将录得稳定的收入增长。然而, 由于公司80-90%的销售仍然来自政府订单, 而这些订单又采用成本加成定价机制, 短期内利润率改善空间有限。此外, 虽然上一次资产注入(于2012-2013年完成)大幅提升了公司的盈利, 但我们认为短期内再度注入资产的可见性较低。我们仍然偏好定价自主权较高和利润率提升空间较大的零部件供应商。首次覆盖给予中性评级。

此为2016年3月24日发布《Capturing the general aircraft growth in China》报告的译本, 详见<http://researchreport.bocomgroup.com/600038-160324e.pdf>。



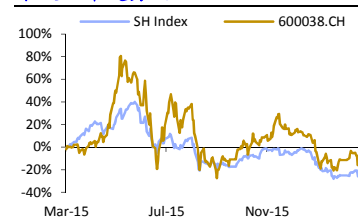
- 中直股份是中国最大的直升机制造商。
- 未来几年中国逐渐开放低空区, 中直股份是主要的受益者之一。
- 我们仍然偏好定价自主权较高和利润率提升空间较大的零部件供应商。首次覆盖给予“中性”评级。

### 股份资料

52周高位(RMB)	93.18
52周低位(RMB)	34.30
市值(RMB m)	25,335.71
发行股数(m)	589.48
日成交量(m)	5.14
1个月内变化(%)	-2.61
年初至今变化(%)	-18.49
50天平均价(RMB)	41.50
200天平均价(RMB)	51.45
14天强弱指数	56.7

资料来源: 公司资料、彭博

### 个股1年走势图



资料来源: 公司资料、彭博

**陈庆**

 Angus.chan@bocomgroup.com  
 电话: (852) 2977 9392

## 中直股份：中国最大的直升机制造商

中直股份前身为哈飞工业股份有限公司，于2012年获中航工业注入直升机资产（昌河、昌飞、天津直升机等），现时是中国最大的直升机制造商，同时供应民用和军用直升机。中直股份于2000年在上海证券交易所上市，是中国唯一的直升机制造相关上市公司。中航科工持有中直股份35%权益。

### 投资摘要

**中直股份将率先受惠于低空区的开放。**我们认为，未来几年中国逐渐开放低空区，中直股份是主要的受益者之一。中国的通用飞机数目仅2,000架，而美国则有22万架。我们认为开放低空区是刺激通用飞机需求的主要因素。目前，大部份国内民用直升机制造商的订单来自政府。我们认为在低空区全面开放后，国内直升机制造商有望进入民用直升机市场。

**中直股份于民用直升机市场的机会。**目前，中直股份是中国主要的军用直升机制造商，其80-90%的收入来自政府订单。国内民用直升机制造商在中国通用飞机市场的渗透率偏低，为中直股份这类企业带来巨大机会。中直股份开发了AC352等民用直升机产品，能够捕捉中国通用飞机需求的增长。

**进入商用飞机市场。**公司也涉足商用飞机。其Y-12F定翼机已经取得订单，未来有望出现突破。此外，其Embraer Legacy 659型号的盈利贡献在未来几年有望增长。中直股份也是空客和波音的分包商，这项业务可带来庞大的收入。

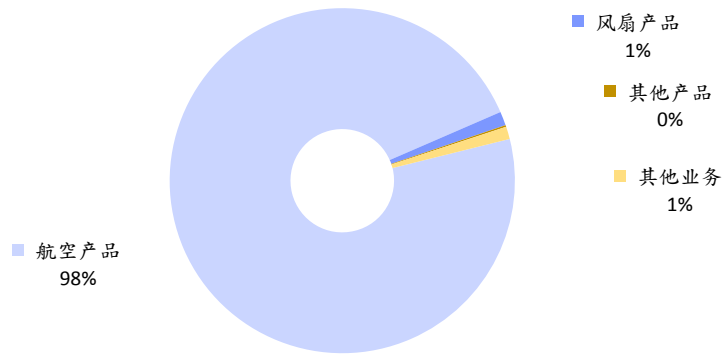
### 财务资料和估值

**我们预测2015-17年纯利分别增长24.3%/28.3%/35.0%。**我们预测2015-17年收入为134.87亿/155.30亿/186.47亿元，同比增长8.3%/15.1%/20.1%；纯利为4.12亿/5.29亿/7.15亿元，同比增长24.3%/28.3%/35.0%，每股盈利0.70/0.90/1.21元。

**充足的订单支持未来几年的收入增长。**我们预期，在不错的订单支持下，中直股份未来几年的收入将稳定增长。直升机订单于FY14录得强劲增长，我们相信这些订单将于FY15-17交付。军方和其他政府部门的订单应可支持内生性收入增长，而机队升级需求有望带来更多增长空间。此外，我们相信AC系列民用直升机有望成为中期的收入增长催化剂。开放低空区有望刺激直升机需求。

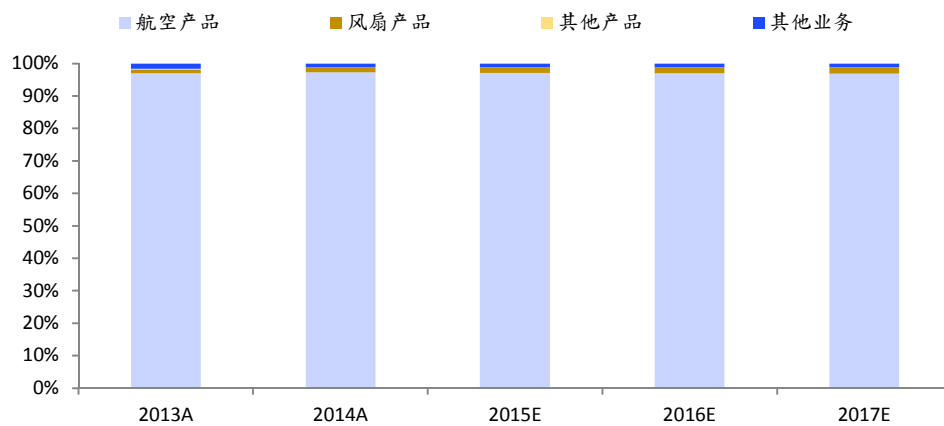
**首次覆盖给予中性评级。**基于51.0倍2016年市盈率（接近其5年期平均历史市盈率），我们给予公司目标价45.8元。我们相信，在稳定的订单增长和民用直升机发展的支持下，中直股份未来几年有望录得稳定的收入增长。然而，由于公司80-90%的销售仍然来自政府订单，而这些订单又采用成本加成定价机制，短期内利润率改善空间有限。此外，虽然上一次资产注入（于2012-2013年完成）大幅提升了公司的盈利，但我们认为短期内再度注入资产的可见性较低。我们仍然偏好定价自主权较高和利润率提升空间较大的零部件供应商。首次覆盖给予中性评级。

图表 1：中直股份 FY14 收入结构



资料来源：公司资料、交银国际

图表 2：中直股份 FY13-17E 收入结构



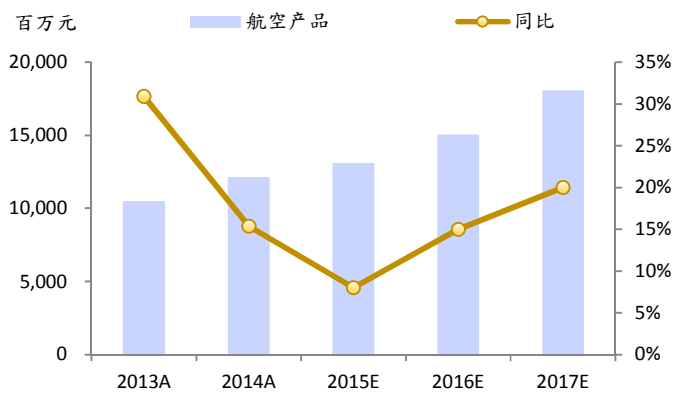
资料来源：公司资料、交银国际

图表3：中直股份的主要直升机和定翼机产品

直升机		
AC313	AC352	AC312
		
H425	AC301	AC310
		
定翼机		
	Legacy 600/650	
		
Y-12	Y-12F	ERJ145
		

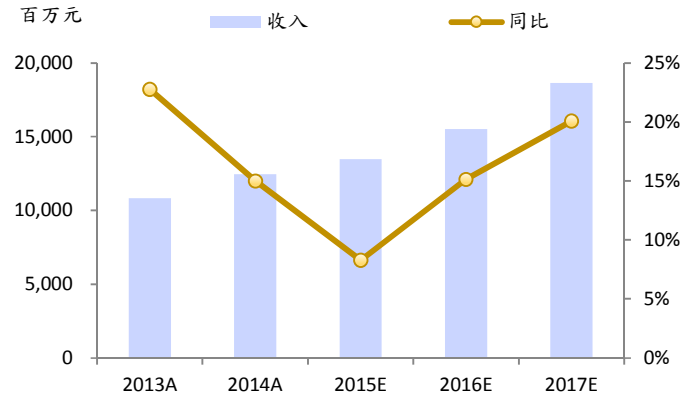
资料来源：公司资料、交银国际

图表 4：FY13-17E 中直股份来自飞机产品的收入



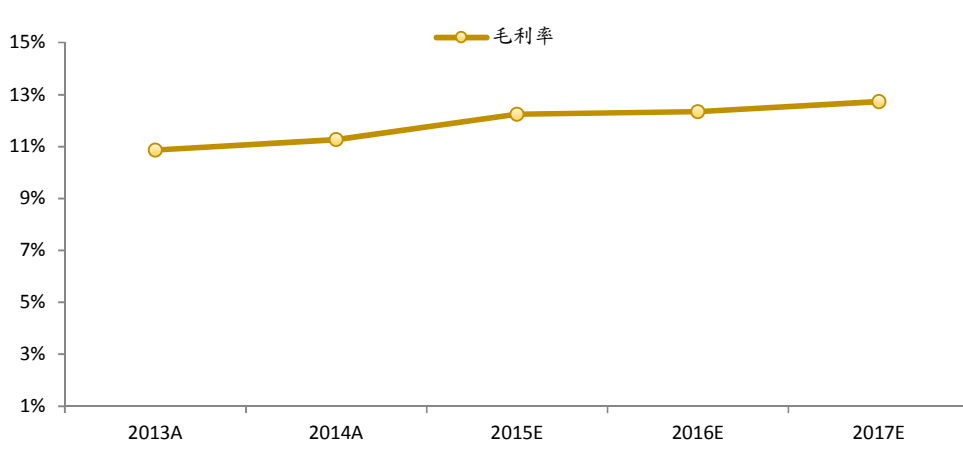
资料来源：公司资料、交银国际

图表 5：FY13-17E 中直股份的总收入



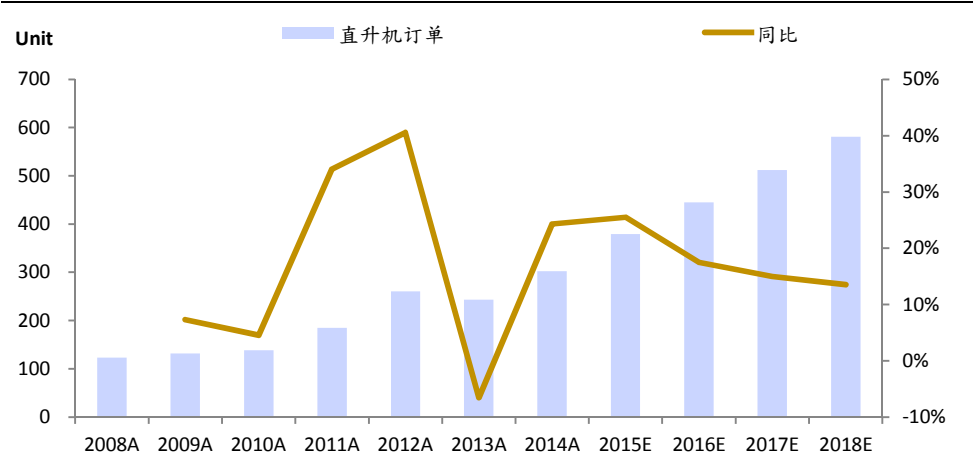
资料来源：公司资料、交银国际

图表 6：FY13-17E 中直股份的综合毛利率



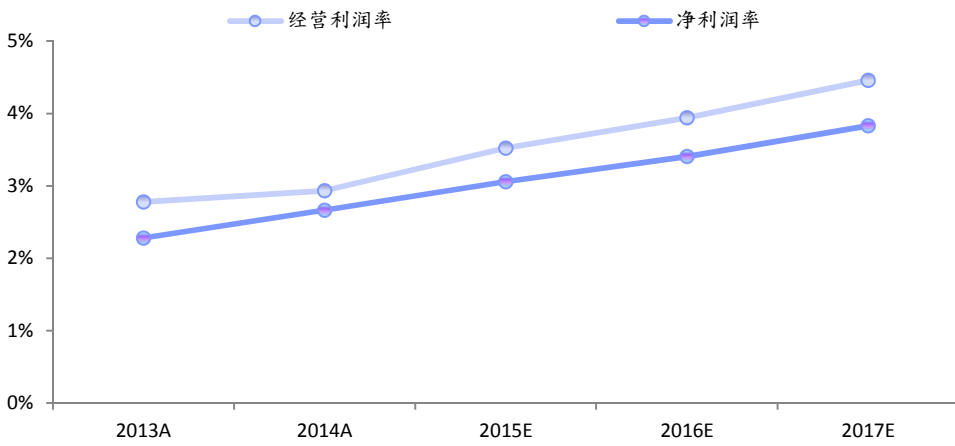
资料来源：公司资料、交银国际

图表 7：FY08-14 的直升机订单



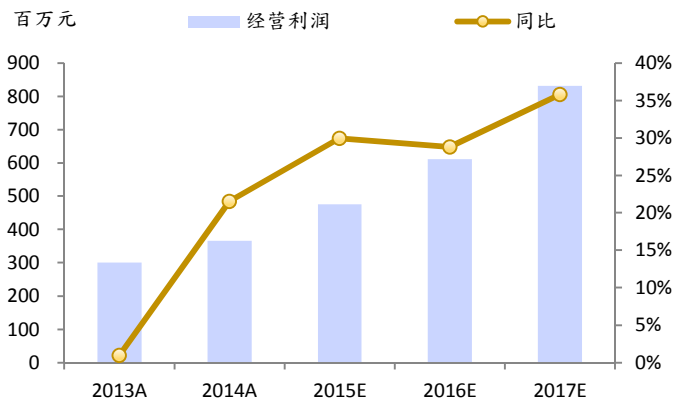
资料来源：公司资料、交银国际

图表 8：FY13-17E 中直股份的经营利润率和毛利率



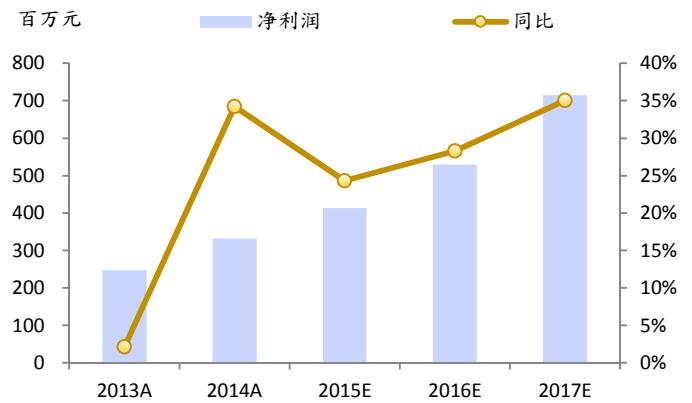
资料来源：公司资料、交银国际

图表 9：FY13-17E 中直股份的经营利润



资料来源：公司资料、交银国际

图表 10：FY13-17E 中直股份的净利润



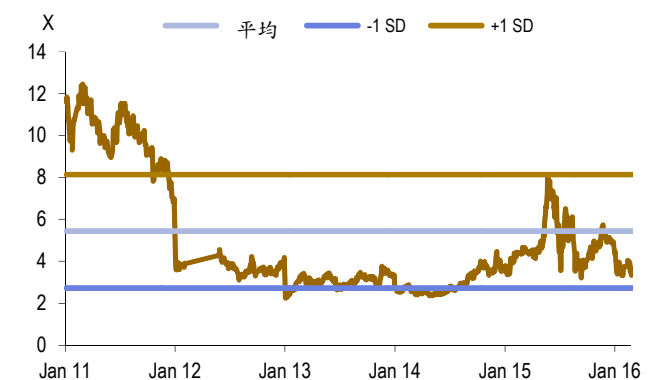
资料来源：公司资料、交银国际

图表 11：中直股份的预测市盈率



资料来源：公司资料、交银国际

图表 12：中直股份的预测市账率



资料来源：公司资料、交银国际

## 公司背景

中航直升机股份有限公司从事航空产品的开发、生产和分销。公司的产品包括飞机（包括 ERJ145 系列涡扇喷气区域客机、Y12 系列轻型通用飞机等）、直升机（包括 H425 系列、H410 系列等）、称为 Luck Bird 的三角翼飞机，以及航空螺旋桨。公司成立于 2007 年 7 月 6 日，总部设于中国哈尔滨。

### 中直股份 (600038.CH) : 财务报表

#### 损益表 (RMB m)

年结于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	10,831	12,455	13,487	15,530	18,647
销售成本	(9,654)	(11,053)	(11,836)	(13,612)	(16,271)
毛利	1,176	1,403	1,652	1,918	2,376
销售开支	(93)	(114)	(123)	(142)	(170)
行政开支	(766)	(885)	(1,012)	(1,118)	(1,324)
营业利润	318	404	517	658	882
非营业收入/开支	(20)	(0)	(4)	(8)	(13)
财务成本	4	(9)	(23)	(21)	(19)
税前利润	301	395	490	629	849
所得税开支	(55)	(63)	(78)	(100)	(135)
税后利润	246	332	413	529	715
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	247	332	412	529	715
每股盈利 (RMB)	0.492	0.563	0.700	0.898	1.212
每股股息 (RMB)	0.130	0.140	0.174	0.223	0.301

#### 现金流量表 (RMB m)

年结于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税后利润	246	332	413	529	715
折旧及摊销	244	328	336	353	370
其他	78	54	17	15	13
营运资本变动	(338)	(970)	692	(223)	(517)
经营活动现金流	231	(256)	1,458	673	581
资本支出	(256)	(230)	(349)	(376)	(409)
其他	(33)	0	(18)	(19)	(21)
投资活动现金流	(289)	(230)	(367)	(396)	(430)
负债增加金额	(4)	(112)	5	9	12
其他	666	91	(173)	(199)	(243)
融资活动现金流	662	(20)	(168)	(190)	(231)
现金余额变动	604	(506)	923	87	(81)
年初余额	2,354	2,958	3,261	4,184	4,271
受限制现金及其他	1,149	810	0	0	0
外汇变动影响	(0)	(0)	0	0	0
年终余额	4,106	3,261	4,184	4,271	4,190

资料来源：公司资料、交银国际预测

#### 资产负债表 (RMB m)

年结于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
固定资产	2,381	2,639	2,539	2,425	2,298
长期股权投资	258	90	99	109	120
无形资产	569	603	724	868	1,042
其他非流动资产	539	407	447	489	537
非流动资产	3,747	3,740	3,808	3,892	3,997
存货	10,767	11,249	11,788	13,557	16,205
应收账款及票据	1,310	1,483	1,512	1,741	2,091
预付款项	732	620	744	892	1,071
现金及现金等价物	4,106	3,261	4,184	4,271	4,190
其它流动资产	68	34	40	48	58
流动资产	16,984	16,646	18,268	20,510	23,615
总资产	20,730	20,386	22,076	24,403	27,612
应付账款及票据	12,997	12,349	13,641	15,462	18,010
短期借款	495	375	387	399	412
其他流动负债	642	718	737	768	811
流动负债	14,135	13,442	14,764	16,630	19,233
长期借款及债券	152	160	168	176	185
其他非流动负债	537	596	646	701	762
非流动负债	689	756	814	877	946
总负债	14,823	14,198	15,578	17,507	20,180
股东权益	5,907	6,188	6,498	6,896	7,433
负债及股东权益总额	20,730	20,386	22,076	24,403	27,612
每股账面值 (RMB)	8.214	10.234	10.736	11.336	12.129

#### 财务比率

年结于 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%) :					
收入	22.8	15.0	8.3	15.1	20.1
毛利	10.9	11.3	12.2	12.4	12.7
营业利润	1.0	21.5	30.0	28.8	35.8
净利润	2.1	34.2	24.3	28.3	35.0
盈利能力 (%) :					
毛利率	10.9	11.3	12.2	12.4	12.7
营业利润率	2.8	2.9	3.5	3.9	4.5
净利润率	2.3	2.7	3.1	3.4	3.8
ROA	1.4	1.6	1.9	2.3	2.7
ROE	5.1	5.5	6.5	7.9	10.0
流动性及偿债能力					
流动比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资产负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息保障倍数 (x)	8.0	12.7	16.0	20.3	27.1
派息比率 (%)	26.4	24.9	24.9	24.9	24.9

现价：RMB19.10

潜在上升空间：-45.0%

目标价：RMB10.50

中国航空和国防业

## 洪都航空 (600316.CH)

市场对重组/资产注入期望颇高，但股价已反映全部

落后

同步

**领先**
**首次覆盖**

### 财务数据一览

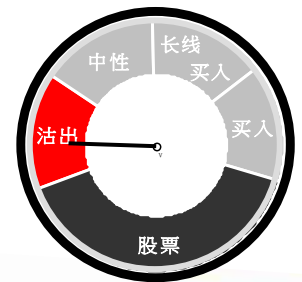
年结 12月 31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (RMB m)	2,860	3,451	3,649	4,175	4,896
同比增长(%)	28.1	20.6	5.7	14.4	17.3
纯利 (RMB m)	91	99	110	115	120
同比增长(%)	3.8	8.6	11.5	4.8	4.0
每股盈利 (RMB)	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17
每股账面值 (RMB)	6.52	6.74	6.93	7.07	7.23
市盈率 (x)	150.7	138.8	124.5	118.8	114.2
市账率 (x)	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6
股息率 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司、交银国际预测

- 中国最大训练机制造商。**洪都航空是中国规模最大的著名训练机制造商，具备研发、制造和组装能力。K-8 教练机多年来为公司主要产品，全球销售超过 300 架，在全球同类机型当中，占出口市场份额逾 70%。中航科工持有洪都 43.6% 的股权。
- 盈利前景充满挑战，资产注入潜力有待观察。**洪都只有少数机型，其中 K8 和 L-15 为旗舰产品。我们认为公司缺乏开发能力，但随着解放军机队升级和空军逐渐现代化，我们对中国军用训练机市场感到乐观。另一方面，洪都的盈利大部分依赖一至两项旗舰产品，或会于未来数年面对盈利下行风险。虽然如此，我们对 L-15 先进训练机的订单前景感到乐观，但 L-15 仍须与中航工业旗下贵州航空工业开发的 JL-9 和 JJ-7 竞争。我们认为中航工业日后将继续加大资产证券化力度。由于洪都航空是中航工业的主要上市平台，我们认为该公司有机会获中航工业注入洪都集团的训练机业务/资产等（与导弹相关资产），但仍存在不确定性，盈利升幅可能有限。同时，我们认为无人机可以是洪都的未来发展目标，但盈利能力和时间表有待观察。
- 首次覆盖洪都航空并予以沽出评级。**根据 2016E 市盈率 65.3 倍（较历史市盈率估值低 1 个标准差），我们的目标价为人民币 10.5 元。过往市场对注入资产一事抱颇大期望，故洪都的市盈率和市账率均一直甚高。然而，我们相信由于公司盈利前景欠佳和利润率走弱，估值有下行压力。由于公司采用成本加成定价机制，利润率不大可能回升。此外，我们关注公司仅依赖一至两项旗舰机型作为收入来源。我们首次覆盖并予以沽出评级。

此为 2016 年 3 月 24 日发布《High expectations on restructuring/asset injection, but fully priced in》报告的译本，详见

<http://researchreport.bocomgroup.com/600316-160324e.pdf>。



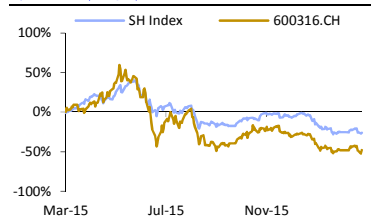
- 洪都航空是中国规模最大的著名训练机制造商。
- 洪都只有少数机型，其中 K8 和 L-15 为旗舰产品。
- 我们相信由于公司盈利前景欠佳和利润率走弱，估值有下行压力。我们首次覆盖并予以沽出评级。

### 股份资料

52 周高位(RMB)	53.88
52 周低位(RMB)	15.00
市值(RMB m)	13,696.89
发行股数(m)	717.11
日成交量(m)	16.32
1 个月内变化(%)	3.52
年初至今变化(%)	-18.17
50 天平均价(RMB)	17.73
200 天平均价(RMB)	24.73
14 天强弱指数	58.3

资料来源：公司、彭博

### 个股 1 年走势图



资料来源：公司、彭博

**陈庆**

 Angus.chan@bocomgroup.com  
 电话：(852) 2977 9392

## 洪都航空：中国最大军事训练机制造商

洪都航空是中国规模最大的著名训练机制造商，具备研发、制造和组装能力。K-8 教练机多年来为公司主要产品，全球销售超过 300 架，在全球同类机型当中，占出口市场份额逾 70%。中航科工持有洪都 43.6% 的股权。

### 投资摘要

**仅依赖少数机型。**洪都只有少数机型，其中 K8 和 L-15 为旗舰产品。我们认为公司缺乏开发能力，但随着解放军机队升级和空军逐渐现代化，我们对中国军用训练机市场感到乐观。另一方面，洪都的盈利大部分依赖一至两项旗舰产品，或会于未来数面对盈利下行风险。

**L-15 先进训练机需求并不明朗。**虽然如此，我们对 L-15 先进训练机的订单前景感到乐观，但 L-15 仍须与中航工业旗下贵州航空工业开发的 JL-9 和 JJ-7 竞争。JL-9 和 JJ-7 是较落后和价格较低的训练机，但享有先行优势。

**商用机和通用机带来机遇。**洪都是 C919 的主要供应商之一。公司为 C919 供应飞机机身（占 C919 总成本 30%），将为日后带来稳定收入。公司亦为空客和波音代包部件和零部件以赚取收入。同时，其 N5 系列有助公司把握农业、旅游和林业等行业对中国通用机需求的增长。

**公司可能有资产注入，但仍有不确定性。**现时只有小部分训练机业务透过洪都上市。2014 年，成飞集成科技 (002190 CH) 公布资产注入计划，透过配股收购洪都科技（洪都航空集团的导弹业务）、成都飞机工业和沈阳飞机工业（全为中航工业的子公司，拥有喷射战斗机、训练机、导弹等核心资产）。由于市场预期洪都航空将会是核心国防资产的整合平台，对资产注入计划感到惊讶。其后，国家国防科技工业局取消该项资产注入交易。我们认为中航工业日后将继续加大资产证券化力度。由于洪都航空是中航工业的主要上市平台之一，我们认为该公司有机会获中航工业注入洪都集团的训练机业务/资产等（与导弹相关资产），但仍存在极大不确定性，盈利升幅可能有限。同时，我们认为无人机可以是洪都的未来发展目标，但盈利能力和时间表有待观察。

## 财务资料和估值

我们预测 2015 至 17E 纯利将上涨 11.5%/4.8%/4.0%。我们预测，自 2015 年至 17E，收入将上升 5.7%/14.4%/17.3%至人民币 36.49 亿元/41.75 亿元/48.96 亿元，而纯利将上升 11.5%/4.8%/4.0%至人民币 1.1 亿元/1.15 亿元/1.2 亿元，相当于 2015 至 17E 每股盈利人民币 0.15 元/0.16 元/0.17 元。我们估计收入增长将因厂房搬迁而受到影响。整体而言，我们只预测 FY15 至 17E 收入和毛利率将会轻微回升，但股本投资的投资收入（占 FY13 至 FY14 税前盈利的 65-85%）未必能够于 FY15-17E 持续推动盈利增长，这可能抵销收入增长和利润率的轻微回升。

搬迁生产基地将对 FY15 至 17E 盈利构成不利影响。我们预期洪都的盈利将被公司搬迁南昌市生产基地一事拖累。搬迁有机会于 2017 年完成。因此，我们预测纯利将大致稳定，但 FY16 至 17E 不大可能显著回升。同时，我们认为由于搬迁生产基地会延迟交付时间，导致市场份额下降，我们忧虑 L-15 的订单会受到影响。

首次覆盖洪都航空并予以沽出评级。根据 2016E 市盈率 65.3 倍（较历史市盈率估值低 1 个标准差），我们的目标价为人民币 10.5 元。过往市场对注入资产一事抱颇大期望，故洪都的市盈率和市账率均一直甚高。然而，我们相信由于公司盈利前景欠佳和利润率走弱，估值有下行压力。由于公司采用成本加成定价机制，利润率不大可能回升。此外，我们关注公司仅依赖一至两项旗舰机型作为收入来源。我们首次覆盖并予以沽出评级。

图表 1：L15 训练机



资料来源：公司、交银国际

图表 2：K8 训练机



资料来源：公司、交银国际

图表 3：N-5A 通用机



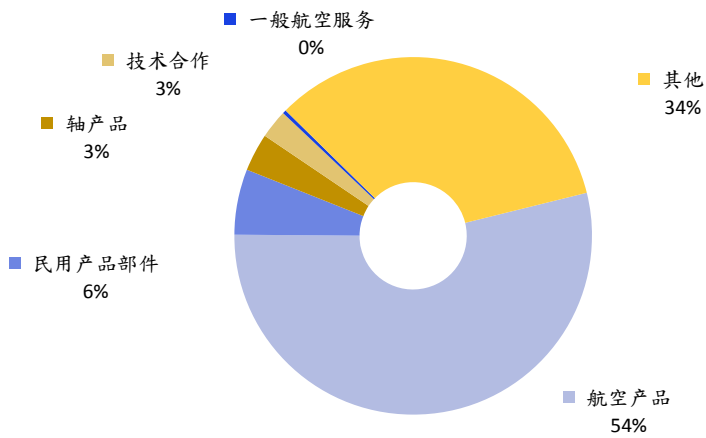
资料来源：公司、交银国际

图表 4：N-5B 通用机



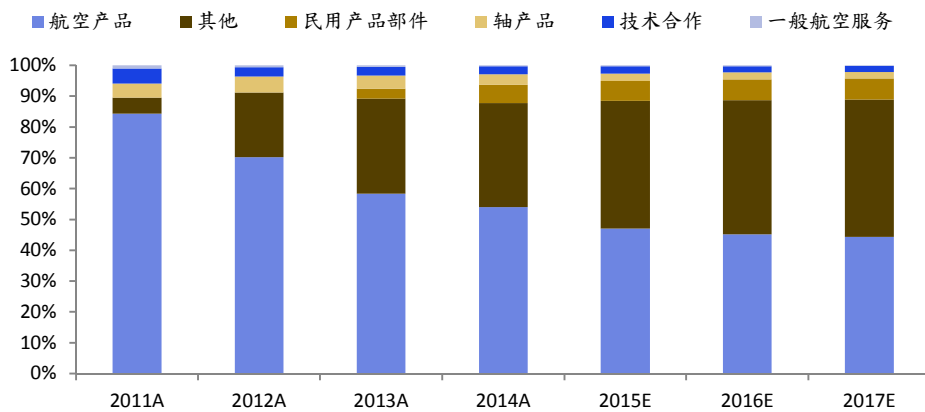
资料来源：公司、交银国际

图表 5：洪都航空 FY14 收入分析



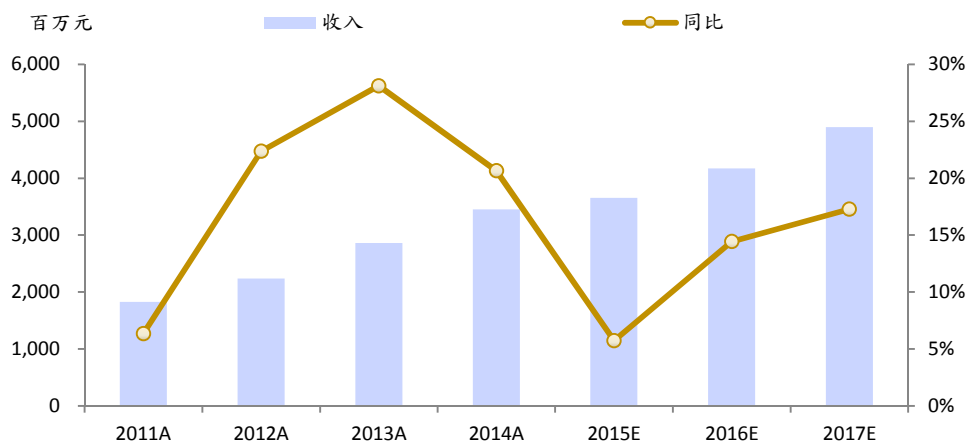
资料来源：公司、交银国际

图表 6：洪都航空 FY11 至 17E 收入分析



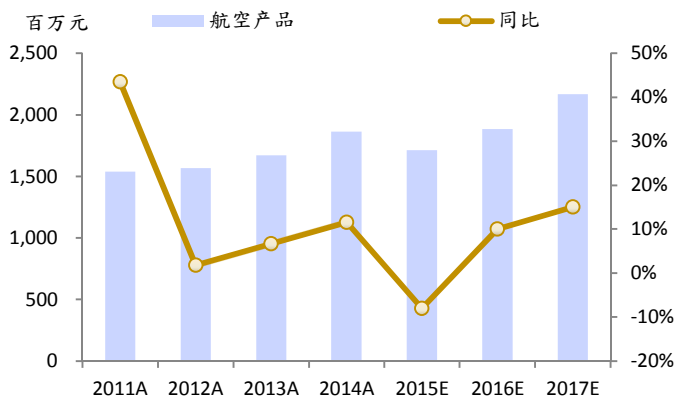
资料来源：公司、交银国际

图表 7：洪都航空 FY11 至 17E 收入



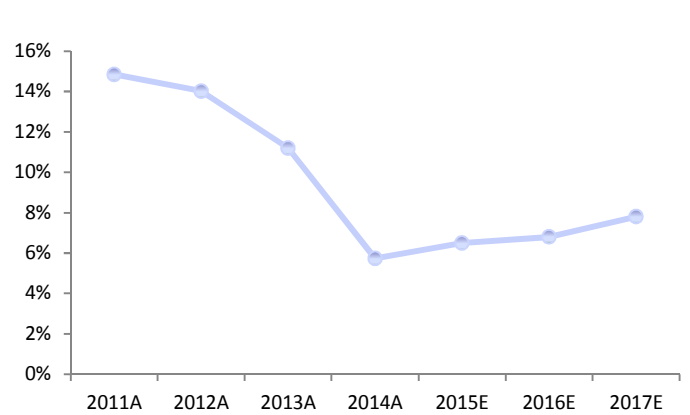
资料来源：公司、交银国际

图表 8：洪都航空 FY11 至 17E 航空产品所得收入



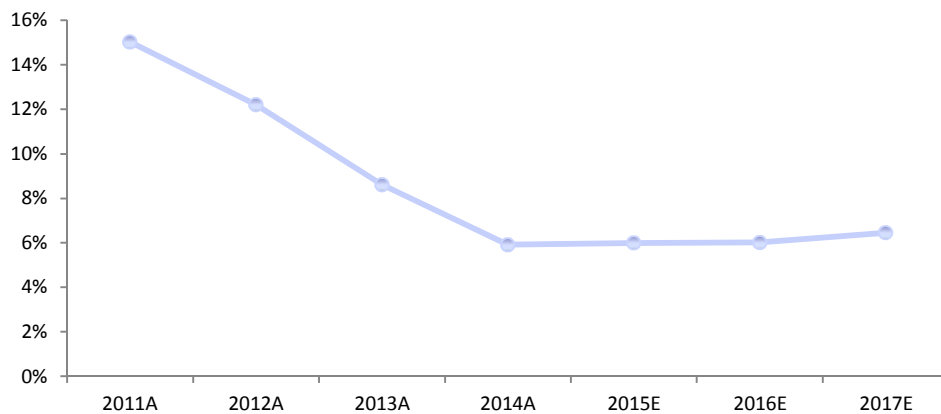
资料来源：公司、交银国际

图表 9：洪都航空 FY11 至 17E 毛利率



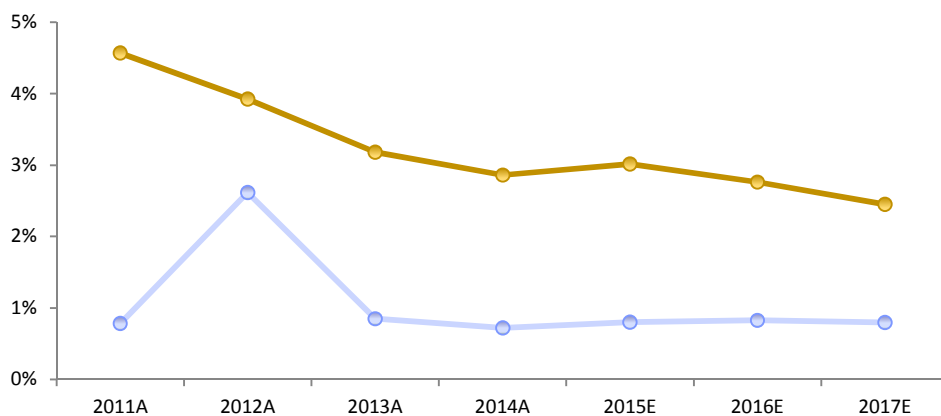
资料来源：公司、交银国际

图表 10：洪都航空 FY11 至 17E 合并毛利率



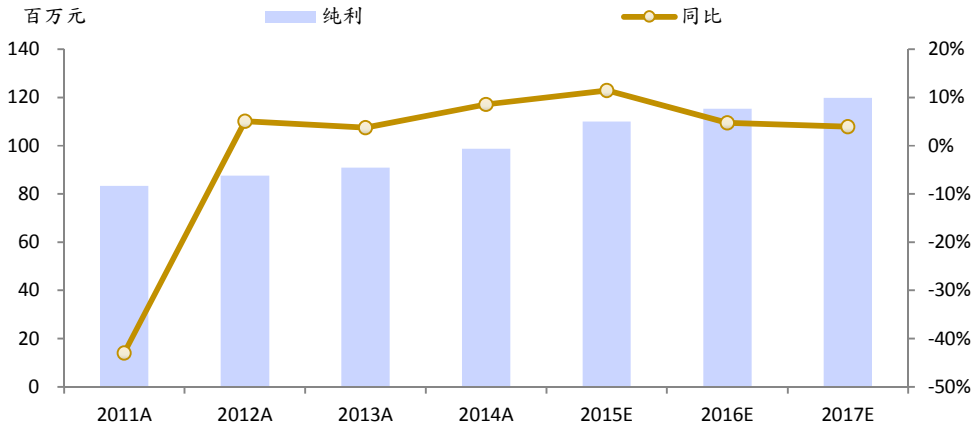
资料来源：公司、交银国际

图表 11：洪都航空 FY13 至 17E 经营利润率和净利润率



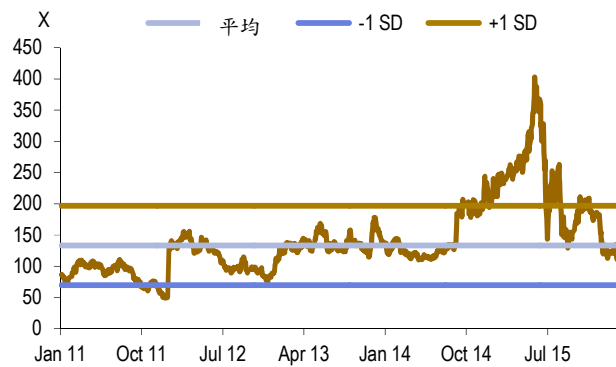
资料来源：公司、交银国际

图表 12：洪都航空 FY13 至 17E 纯利



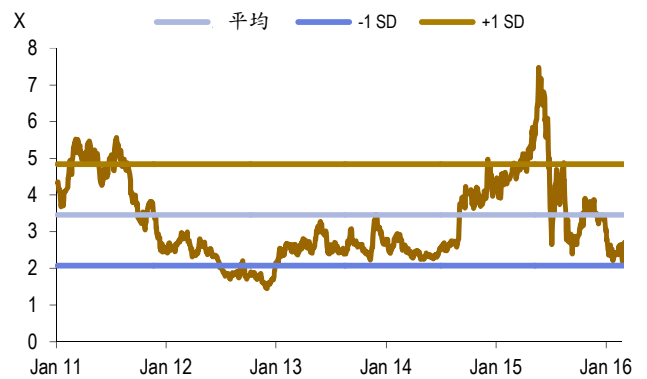
资料来源：公司、交银国际

图表 13：洪都航空预测市盈率



资料来源：公司、交银国际

图表 14：洪都航空预测市账率



资料来源：公司、交银国际

## 公司背景

江西洪都航空工业股份有限公司的业务包括设计、开发、制造、销售和维修训练机、通用飞机和其他航空产品，包括进出口服务，并提供与导航的航空科技、技术支持和技术开发有关的咨询服务。洪都航空创立于1999年12月16日，总部位于中国江西省。

### 洪都航空 (600316.CH) : 财务报表

#### 损益表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	2,860	3,451	3,649	4,175	4,896
销售成本	(2,614)	(3,247)	(3,430)	(3,924)	(4,580)
毛利	246	204	218	251	316
销售开支	(29)	(33)	(35)	(40)	(47)
行政开支	(194)	(146)	(154)	(177)	(230)
营业利润	24	25	29	34	39
非营业收入/开支	69	101	105	112	119
财务成本	9	(7)	(2)	(8)	(14)
税前利润	103	119	132	139	144
所得税开支	(10)	(18)	(20)	(21)	(21)
税后利润	93	101	113	118	123
少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
净利润	91	99	110	115	120
每股盈利 (RMB)	0.127	0.138	0.153	0.161	0.167
每股股息 (RMB)	0.040	0.010	0.011	0.012	0.012

#### 现金流量表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税后利润	93	101	113	118	123
折旧及摊销	81	80	13	14	14
其他	(131)	(129)	6	12	18
营运资本变动	(112)	(453)	383	19	74
经营活动现金流	(68)	(401)	515	162	229
资本支出	(584)	(849)	(319)	(346)	(377)
其他	210	95	(74)	(82)	(89)
投资活动现金流	(374)	(755)	(394)	(428)	(466)
负债增加金额	(10)	622	169	197	231
其他	(9)	(59)	(15)	(14)	(13)
融资活动现金流	(19)	563	153	183	218
现金余额变动	(462)	(592)	275	(83)	(18)
年初余额	1,481	1,019	582	857	774
受限制现金及其他	92	155	0	0	0
外汇变动影响	(0)	0	0	0	0
年终余额	1,110	582	857	774	756

资料来源：公司资料、交银国际预测

#### 资产负债表 (RMB m)

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
固定资产	1,765	2,578	2,820	3,079	3,358
长期股权投资	393	316	348	383	421
无形资产	139	143	171	206	247
其他非流动资产	464	625	682	744	812
非流动资产	2,761	3,661	4,021	4,411	4,837
存货	1,594	2,293	1,880	2,043	2,322
应收账款及票据	1,866	2,136	2,116	2,320	2,587
预付款项	48	21	25	30	36
现金及现金等价物	1,110	582	857	774	756
其它流动资产	56	218	240	266	293
流动资产	4,674	5,250	5,117	5,432	5,993
总资产	7,435	8,911	9,138	9,844	10,831
应付账款及票据	1,852	2,318	2,204	2,521	3,065
短期借款	208	830	996	1,195	1,434
其他流动负债	481	673	728	791	863
流动负债	2,541	3,821	3,928	4,507	5,362
递延税项	20	38	42	46	51
其他非流动负债	108	114	125	137	151
非流动负债	128	152	167	184	202
总负债	2,669	3,973	4,095	4,691	5,564
股东权益	4,766	4,939	5,043	5,153	5,267
负债及股东权益总额	7,435	8,911	9,138	9,844	10,831
每股账面值 (RMB)	6.515	6.739	6.929	7.075	7.227

#### 财务比率

年结于12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%) :					
收入	28.1	20.6	5.7	14.4	17.3
毛利	-9.6	-17.3	7.2	14.9	25.8
营业利润	-58.4	2.3	17.4	17.8	12.8
净利润	3.8	8.6	11.5	4.8	4.0
盈利能力 (%) :					
毛利率	8.6	5.9	6.0	6.0	6.4
营业利润率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
净利润率	3.2	2.9	3.0	2.8	2.4
ROA	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE	1.9	2.0	2.2	2.3	2.3
流动性及偿债能力					
流动比率 (x)	1.8	1.4	1.3	1.2	1.1
速动比率 (x)	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7
资产负债率 (%)	净现金	5.1	2.8	8.3	13.1
利息保障倍数 (x)	2.5	4.0	4.0	4.2	4.4
派息比率 (%)	31.6	7.3	7.3	7.3	7.3

## 交銀國際

 香港中环德辅道中68号万宜大厦十一楼

总机: +852 3710 3328

传真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

## 评级定义

## 公司评级

买入: 预期股价于12个月内上升超过20%

长线买入: 预期股价于12个月以上时间上升超过20%

中性: 预期股价波动在±20%之间

沽出: 预期股价于12个月内下跌超过20%

## 行业评级

领先: 预期行业指数于12个月内超过大市涨幅10%以上

同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间

落后: 预期行业指数于12个月内落后大市涨幅10%以上

## 研究团队

## 研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

郑子丰 CFA, CPA, CA

(852) 2977 9393

raymond.cheng

## 策略

洪灏 CFA

(852) 2977 9384

hao.hong

## 银行/网络新金融

杨青丽

(852) 2977 9212

yangqingli

李珊珊 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8058

lishanshan

万丽 CFA

(86) 10 8800 9788 - 8051

Wanli

韩嘉楠

(86) 10 8800 9788 - 8055

hannah.han

## 非必需品消费

黄文嫻 CPA

(852) 2977 9391

phoebe.wong

## 必需品消费

王惟颖 CFA

(852) 2977 9221

summer.wang

吴效宇

(852) 2977 9386

shawn.wu

## 环保服务

郑民康

(852) 2977 9387

wallace.cheng

## 博彩休闲

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

## 医药生物

李博

(852) 2977 9203

david.li

## 保险及证券

郑嘉梁

(852) 2977 9389

jupiter.zheng

张雨琦

(852) 2977 9250

yufan.zhang

## 互联网

马原 PhD

(86) 10 8800 9788 - 8039

yuan.ma

谷馨瑜 CPA

(86) 10 8800 9788 - 8045

conniegu

孙梦琪

(86) 10 8800 9788 - 8048

mengqi.sun

## 建材及工业(中盘)

陈庆

(852) 2977 9392

angus.chan

## 油气/燃气

刘旭彤

(852) 2977 9390

xutong.liu

## 房地产

刘雅瀚 CFA, FRM

(852) 2977 9235

alfred.lau

谢联聪 CFA, FRM

(852) 2977 9220

philip.tse

过璐璐

(852) 2977 9211

luella.guo

## 新能源

孙胜权

(86) 21 6065 3606

louis.sun

## 科技

严司政

(852) 2977 9243

christopher.yim

## 电讯/中小盘

李志武

(852) 2977 9209

lizhiwu

## 交通运输及工业

郑碧海 CFA

(852) 2977 9380

geoffrey.cheng

周云飞

(852) 2977 9381

fay.zhou

## 汽车

姚炜

(86) 21 6065 3675

wei.yao

### 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

### 有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、北京汽车股份有限公司、中国惠农资本集团有限公司、德基科技控股有限公司、国联证券股份有限公司、广发控股(香港)有限公司、培力控股有限公司、齐合天地集团有限公司、绿地香港控股有限公司、中软国际有限公司、云游控股有限公司、联想控股股份有限公司、匹克体育用品有限公司、恒投证券(亦称为恒泰证券股份有限公司)、郑州银行股份有限公司、中国华融资产管理股份有限公司、中国国际金融股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、绿景(中国)地产投资有限公司、中国建设银行股份有限公司及新昌营造集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际控股有限公司现持有中软国际有限公司的股本证券逾1%。

### 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的全资附属公司。**