

转型中的希冀

海通证券2011年投资策略报告会
2011 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD
2010年12月22日-23日 上海 DEC. 22-23 2010 SHANGHAI

着眼高端制造， 把握后周期子行业

机械行业2011年投资策略

海通机械研究团队 龙华

SAC执业证书编号：S0850207120499

2010年12月22日



2011年机械行业投资策略的总体观点



机械行业观点

- 着眼高端制造，把握后周期子行业
- 工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间
- 强烈看好重载货运建设预期下的铁路设备行业
- 看好后周期的油气矿山设备行业
- 看好环保制冷设备行业
- 军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力

稳健选择

- 后周期和弱周期股优先，铁路设备、油气矿山设备、制冷环保设备

进取选择

- 经济良好过渡，工程机械行业需求偏旺，对制造结构升级概念的进一步挖潜



回顾2010年机械各子行业市场表现和估值情况

工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间

看好重载货运建设预期下的铁路设备行业

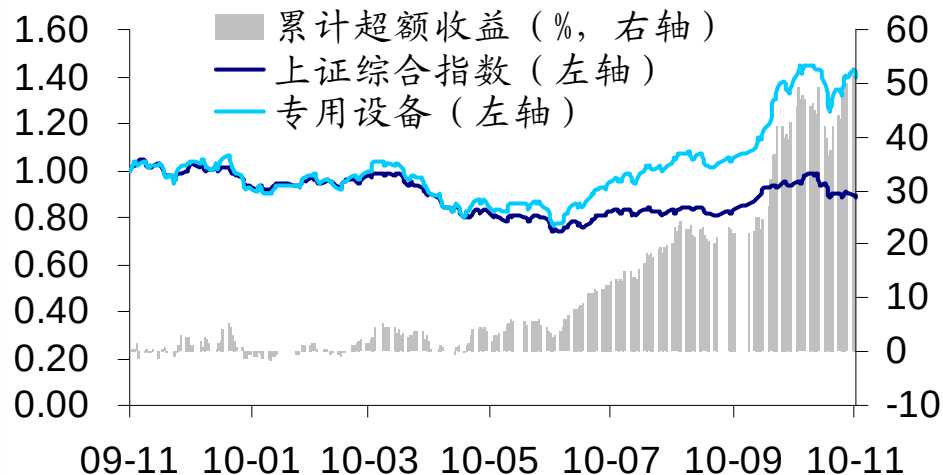
看好后周期的油气矿山设备行业

制冷行业：看好节能产品及冷链行业

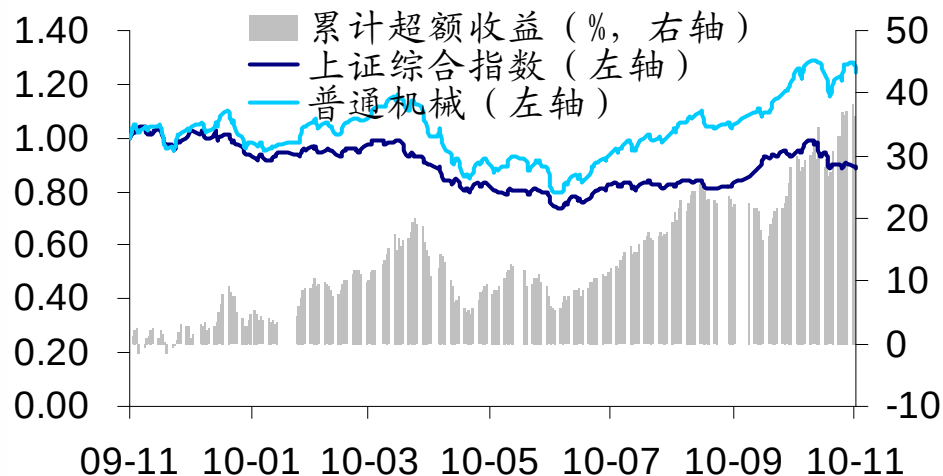
军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力

2010年机械各子行业市场表现强于大盘

•过去12个月专用设备指数
相对沪综指上涨**50.91%**



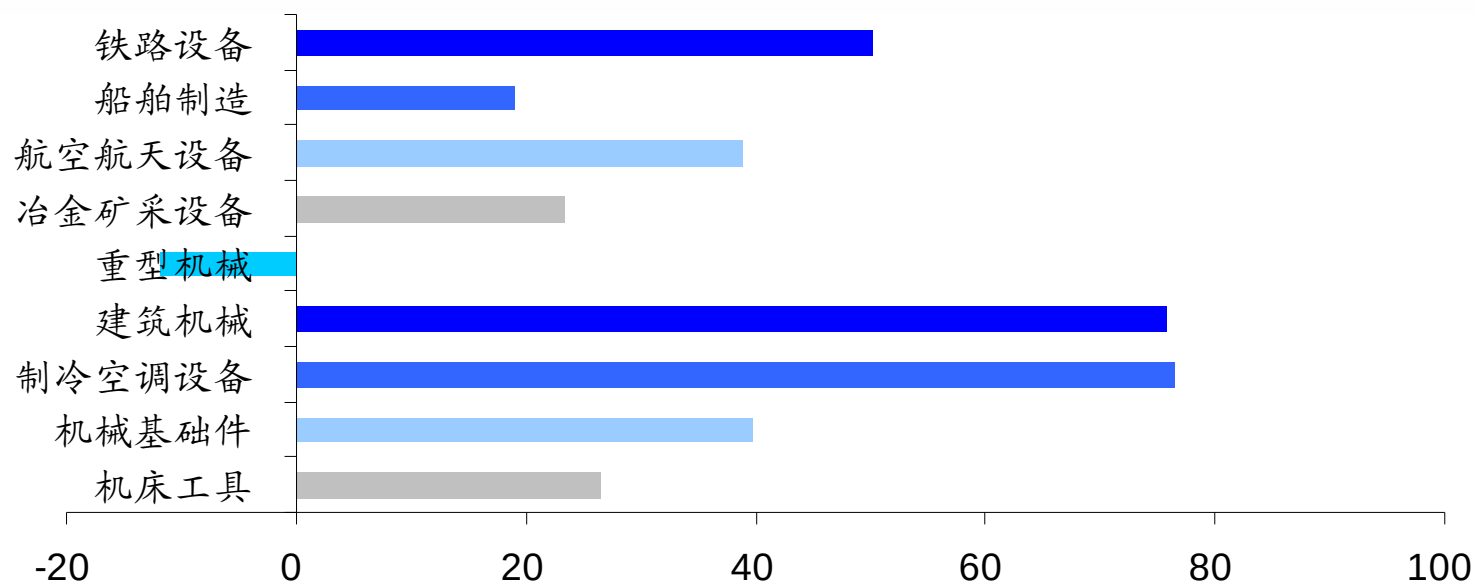
•过去12个月普通机械指数
相对沪综指上涨**36.40%**



2010年工程机械和制冷空调表现最优



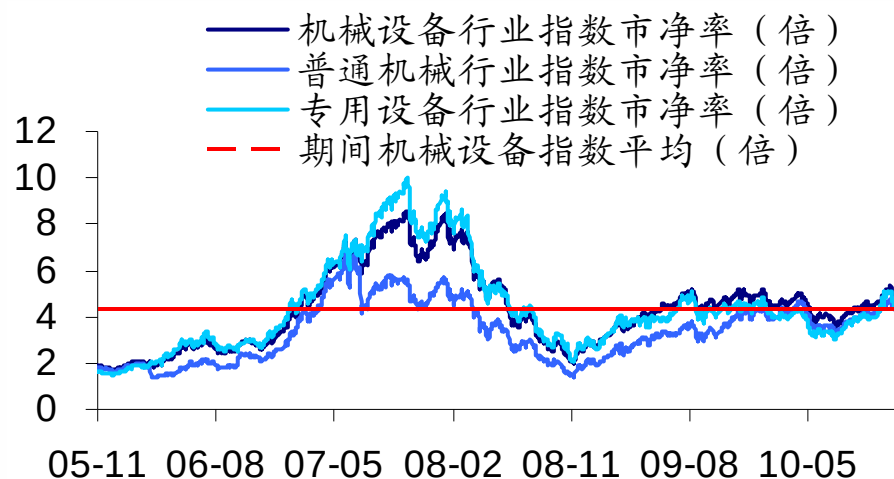
年内各子行业相对沪综指超额收益表现 (%)



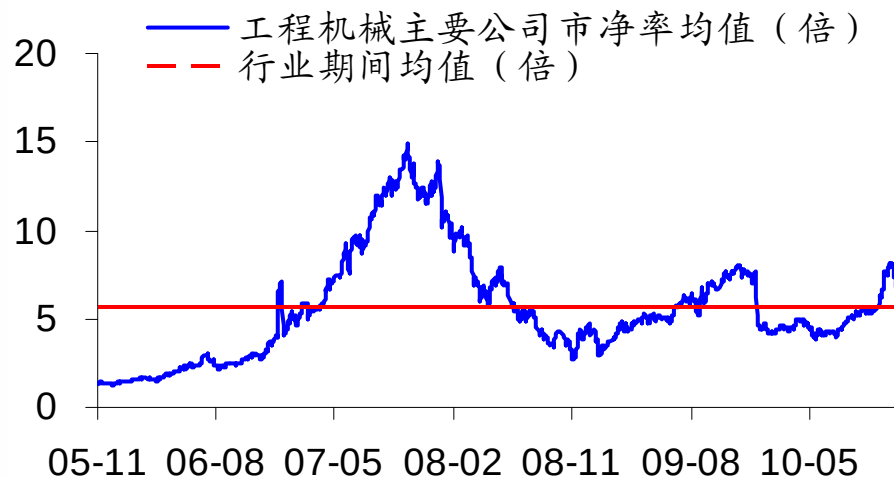
资料来源: wind, 海通证券研究所

机械各子行业盈利能力提升

机械行业盈利能力提升，市净率水平高于五年均线



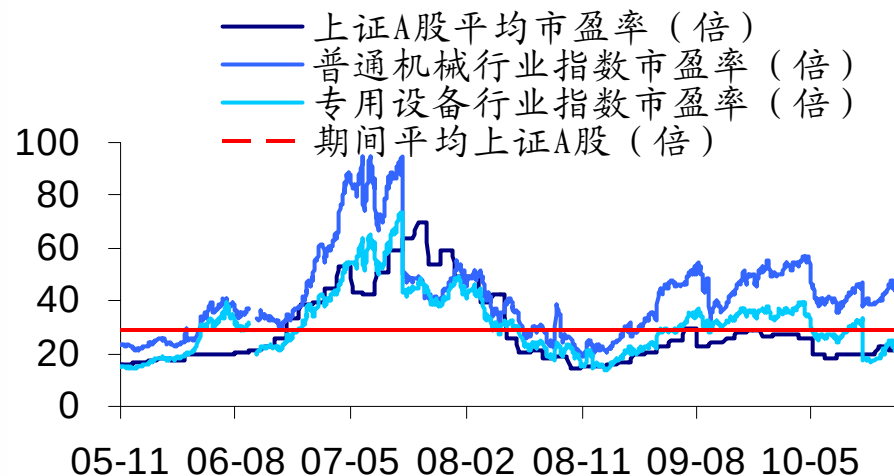
市净率	普通机械	专用设备	工程机械
5年均线	3.38	4.39	5.62
11月30日收盘	4.63	4.88	7.73



资料来源：WIND，海通证券研究所

机械各子行业估值偏低尚有表现空间

目前机械行业专用设备和工程机械市盈率水平低于五年均线，建议进行策略性配置



市盈率	普通机械	专用设备	工程机械
5年均线	42.21	31.22	22.37
11月30日收盘	46.33	23.78	18.77



资料来源：WIND，海通证券研究所

上轮调控收入增速 放缓月份	见底月份	持续周期	本轮调整开 始月份	见底月份	本轮调整周期
------------------	------	------	--------------	------	--------

金属成型机床	10和11	2004-03	2005-05	1年2个月	2006-05	2009-02	2年9个月
制冷空调	年均看	2004-02	2004-12	10个月	2007-02	2009-02	2年9个月
缝纫机械	好: 产业	2004-06	2005-07	1年1个月	2007-05	2009-02	1年9个月
纺织专用设备	政策支持	2004-06	2005-06	1年	2007-05	2009-02	1年9个月
模具制造	10和11	2004-03	2006-11	2年8个月	2007-11	2009-02	1年3个月
建筑工程机械	年均看	2004-03	2005-03	1年	2008-02	2009-02	1年
风机及风扇	好: 房地	2004-03	2005-03	1年	2008-02	2009-02	1年
齿轮传动	产需求尚	2004-05	2006-04	1年11个月	2008-02	2009-02	1年
内燃机及配件	可	2004-04	2005-02	10个月	2008-05	2009-02	9个月
轴承					2008-08	2009-02	6个月
工业自动化		2004-03	2004-08	5个月	2007-02	2009-05	2年2个月
金属切削机床		2004-11	2005-05	6个月	2008-02	2009-08	1年6个月
金属铸锻		2004-04	2005-05	1年1个月	2008-05	2009-08	1年3个月
起重运输设备		2004-04	2005-05	1年1个月	2008-05	2009-02	9个月
环境污染设备		2004-04	2006-12	2年8个月	2008-05	2009-08	1年3个月
冶金设备	11年看好:	2004-02	2007-02	3年	2008-11	2009-11	1年
采矿采石设备	受益结构通	2004-09	2006-05	1年8个月	2008-11	2009-11	1年
炼化化工设备	货膨胀, 后	2004-06	2005-09	1年3个月	2008-09	2010-02	1年6个月
金属船舶	周期	对国内宏调不敏感, 无反应			2008-03	2010-05	2年2个月
石油钻采设备		对国内宏调不敏感, 无反应			2006-09	2010-06	3年9个月
铁路及动车	持续看好: 政策支持	持续上升期					
	非周期						

推荐公司盈利预测及评级

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010E	2011E	2012E	上期	本期
600031	三一重工	1.18	1.50	2.08	买入	买入
000528	柳工	2.35	2.95	3.50	买入	买入
601766	中国南车	0.25	0.37	0.47	买入	买入
601299	中国北车	0.25	0.38	0.46	买入	买入
600458	时代新材	0.85	1.46	2.26	买入	买入
601002	晋亿实业	0.37	0.48	0.73	买入	买入
002353	杰瑞股份	2.46	3.66	5.09	买入	买入
000811	烟台冰轮	0.52	0.82	1.08	-	买入
000039	中集集团	1.05	1.38	1.71	买入	买入
000530	大冷股份	0.40	0.49	0.59	买入	买入
600582	天地科技	0.79	0.98	1.24	买入	买入
600685	广船国际	1.66	1.82	1.96	买入	买入
601989	中国重工	0.50	0.55	0.60	买入	买入

资料来源：海通证券研究所

回顾2010年机械各子行业市场表现和估值情况

工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间

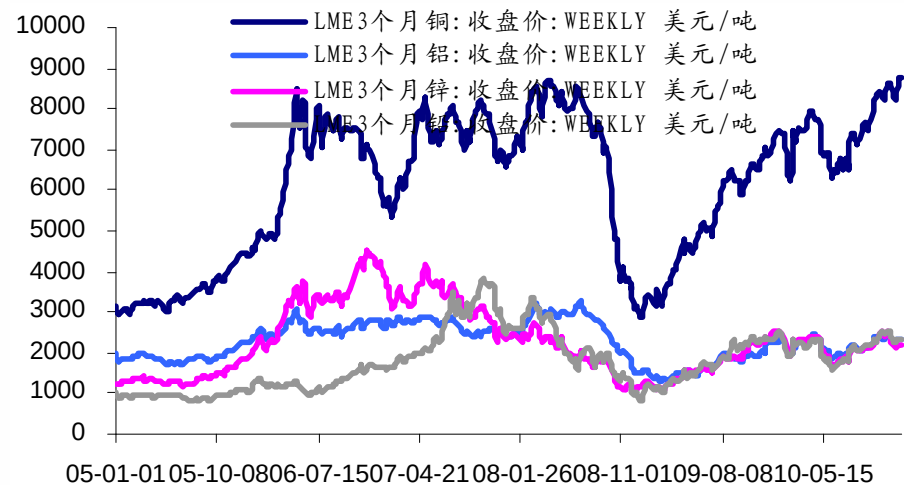
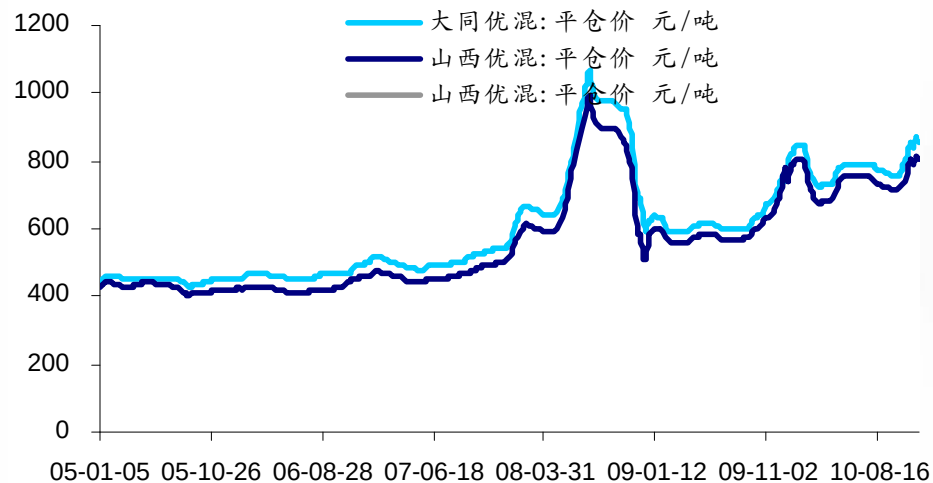
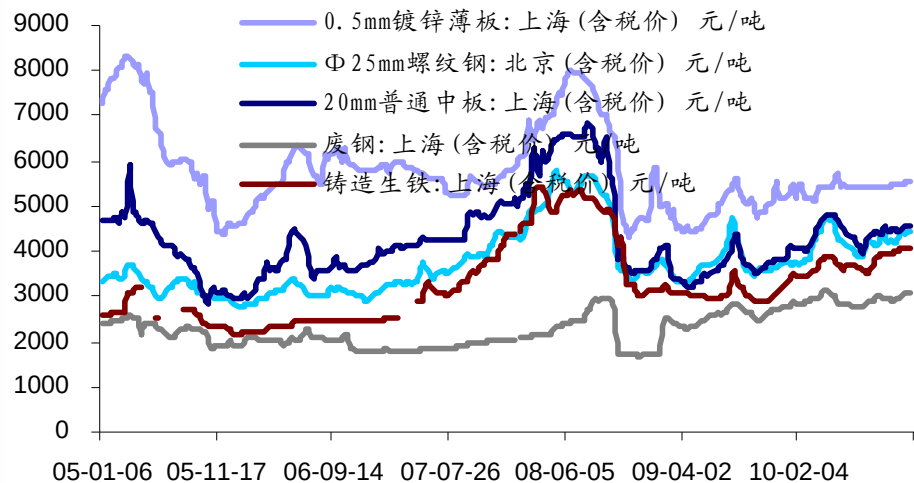
看好重载货运建设预期下的铁路设备行业

看好后周期的油气矿山设备行业

制冷行业：看好节能产品及冷链行业

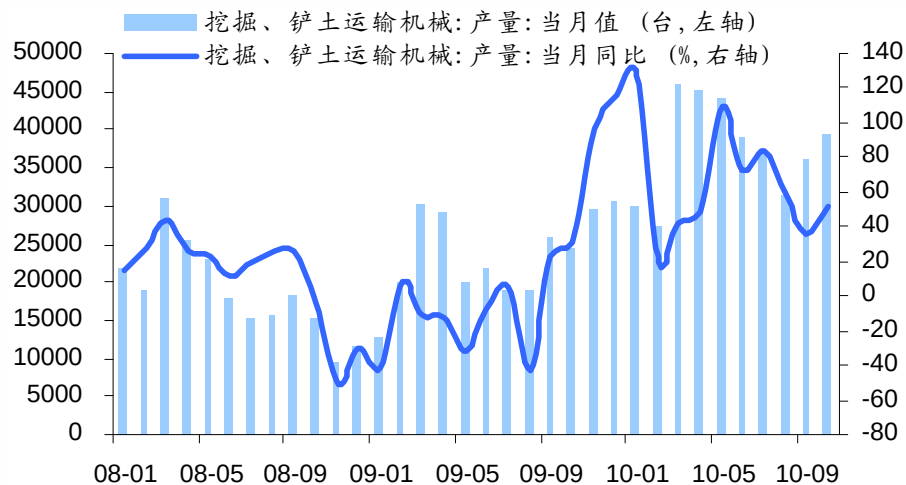
军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力

通胀压力显现但钢价难有体现，大机械有机会

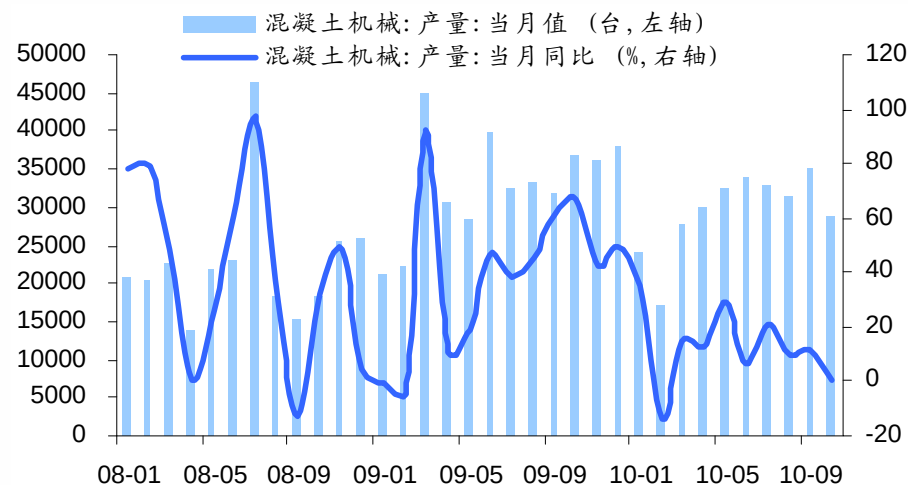
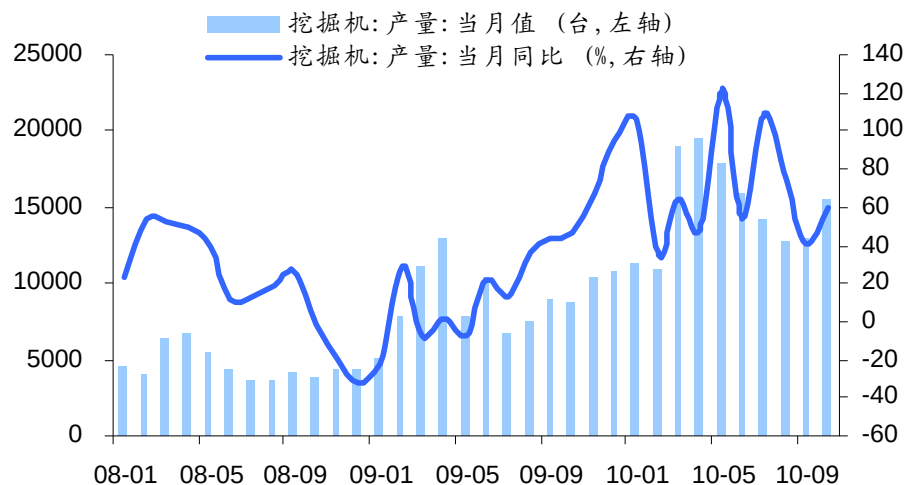


资料来源: WIND, 海通证券研究所

工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间

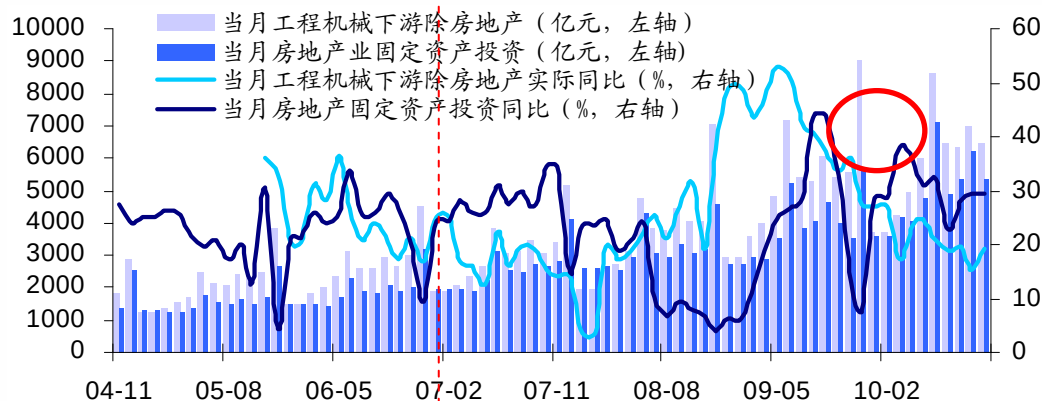
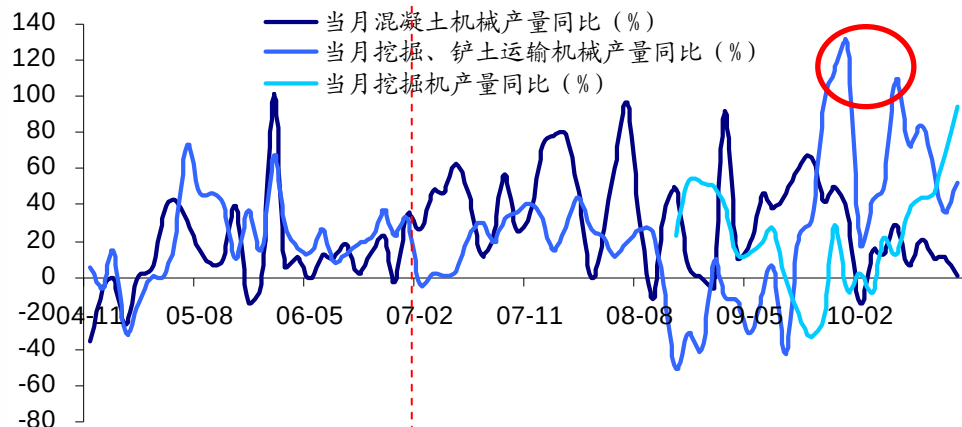
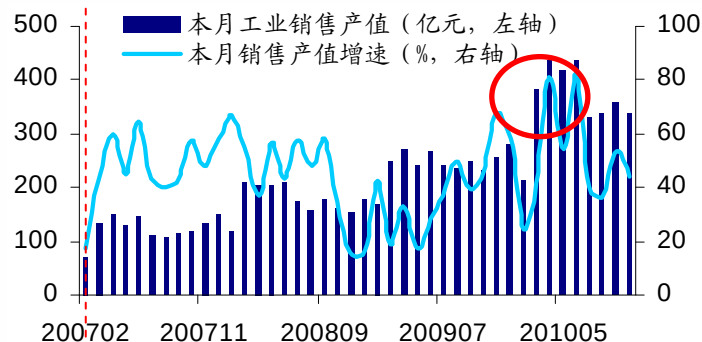


● 工程机械除混凝土机械产销旺盛，下游行业对设备的投资增速下滑，但仍有**26.43%**略好于全国平均



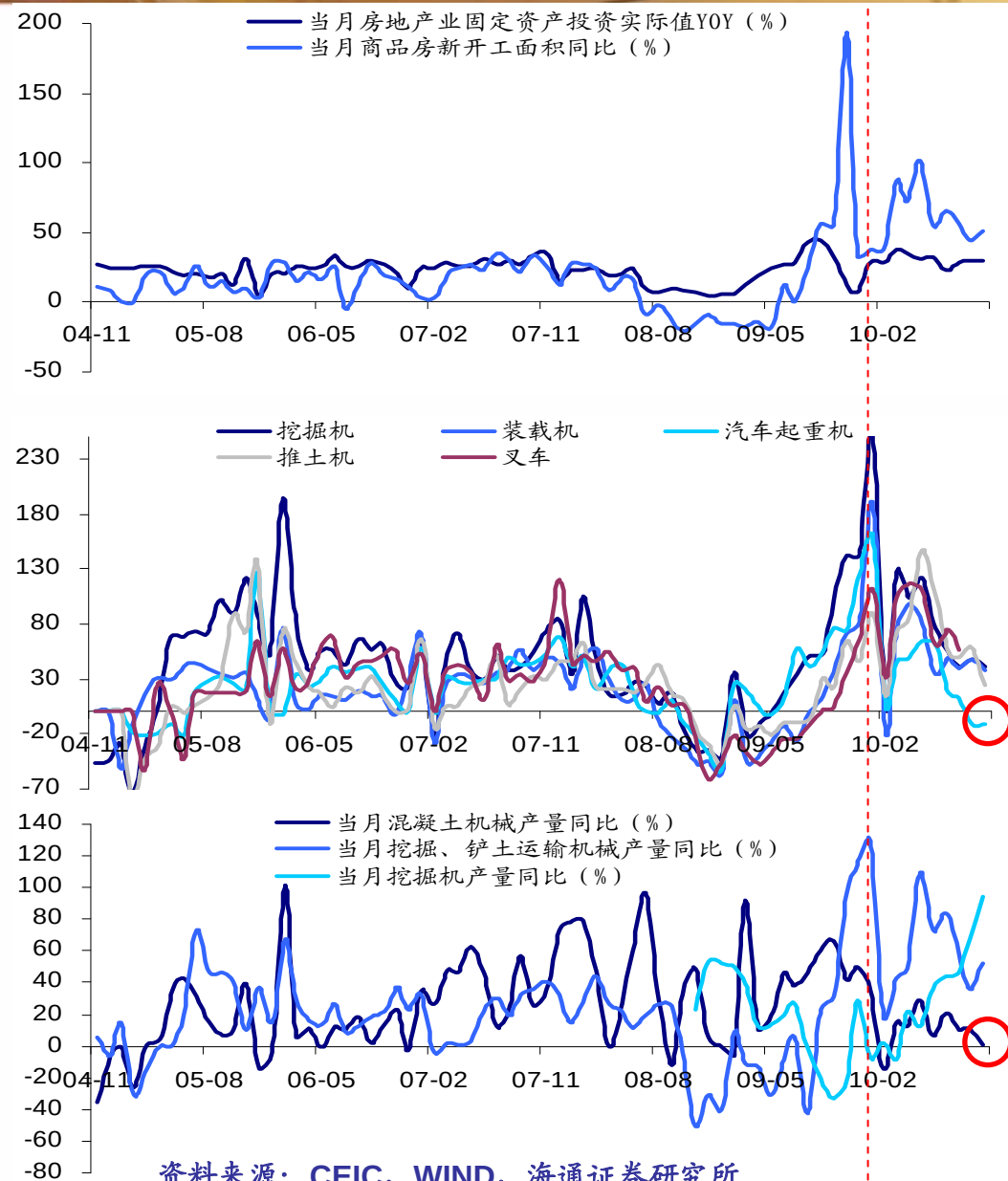
资料来源: WIND, 海通证券研究所

工程机械销售与房地产投资基本同步



- 10月工程机械下游除房地产（建筑业+交通运输+水利环境公共设施+电力燃气及水+采矿业）固定资产投资占总投资**24.79%**
- 10月房地产固定资产投资占总投资**29.83%**
- 从左图可见，工程机械销售与房地产投资基本同步，与除房地产外的类基建投资相关性小

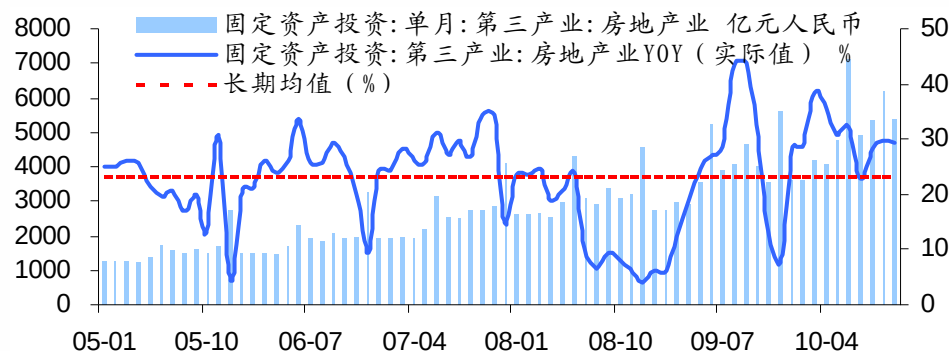
工程机械销售与商品房新开工面积同步



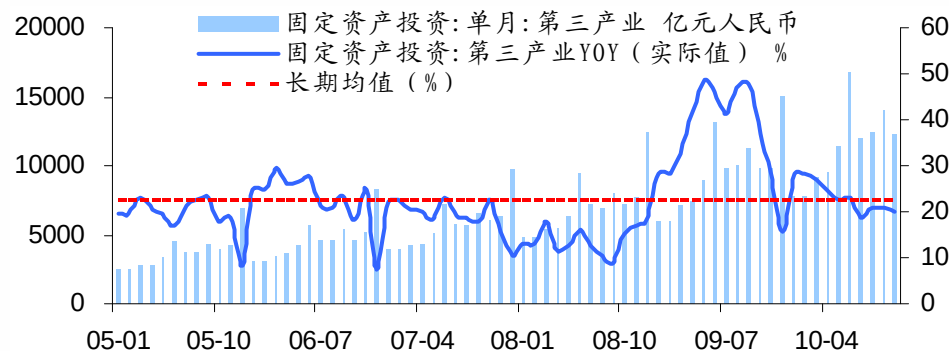
资料来源: CEIC, WIND, 海通证券研究所

- 进一步可发现, 工程机械销售不但与房地产投资基本同步, 与商品房新开工面积同步性更强
- 10年新开工面积增速明显超越房地产投资增速, 11年将在工程机械需求方面体现
- 各产品景气度最高为挖掘机 (YOY41%), 装载机 (YOY37%), 景气度最弱为汽车起重机 (YOY-11%) 和混凝土机械 (YOY0.5%)
- 建议相应选择挖掘机和装载机比例较高的公司为标的, 如柳工、厦工、三一重工

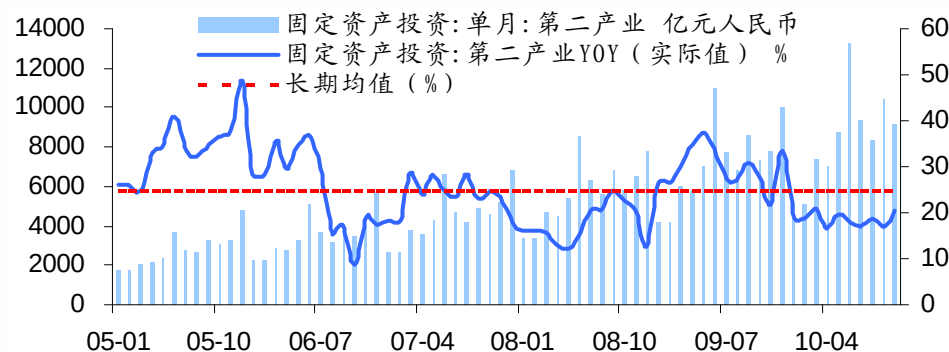
10年固定资产投资仍依赖地产，11年仍将好于平均



- 2010年10月房地产投资增速高达**29.32%**，占全国城镇固定资产投资的**24.79%**，明显高于05年1月起平均增速**23.04%**，地产仍是各类投资中最为高涨的部门



- 2010年10月第三产业增速达**19.95%**，占全国城镇固定资产投资的**56.53%**，低于05年1月起平均增速**22.56%**



- 2010年10月第二产业固定资产投资增速继续低于全国平均增速，仅为**20.42%**，占全国城镇固定资产投资的**41.89%**，明显低于05年1月起平均增速**24.92%**



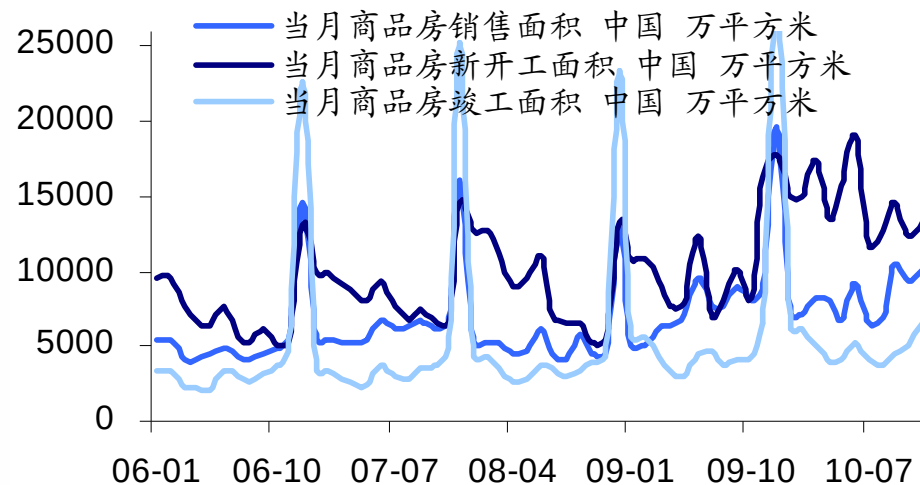
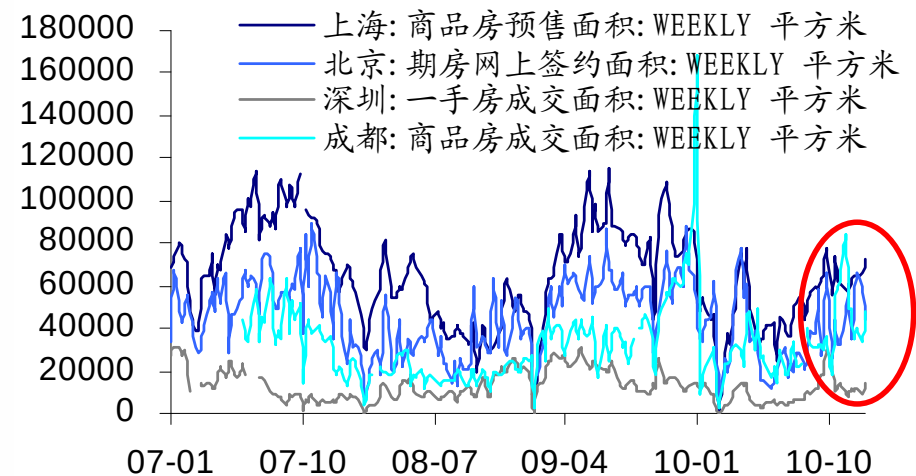
10年固定资产投资仍依赖地产，11年仍将好于平均

细分固定资产投资增速(%)	2009设备购置占比	2009	2010.1-10	(10.1-10) -09
第二产业:制造业:化学纤维制造业YOY	52.22	-6.40	54.00	60.40
第二产业:制造业:通信设备、计算机及其他电子设备制造业YOY	53.00	6.70	44.20	37.50
第三产业:交通运输、仓储和邮政业:航空运输业YOY	38.59	3.30	34.60	31.30
第二产业:制造业:有色金属冶炼及压延加工业YOY	42.08	16.80	37.20	20.40
第三产业:房地产业YOY	1.42	19.90	34.60	14.70
第二产业:制造业:仪器仪表及文化、办公用机械制造业YOY	43.81	23.80	34.90	11.10
第二产业:制造业:纺织业YOY	49.54	14.80	25.50	10.70
第二产业:制造业:石油加工、炼焦及核燃料加工业YOY	45.73	0.40	10.00	9.60
第二产业:制造业:黑色金属冶炼及压延加工业YOY	53.37	-1.30	1.60	2.90
第二产业:采矿业:石油和天然气开采业YOY	19.75	4.40	6.90	2.50
第二产业:制造业:饮料制造业YOY	41.85	22.40	24.50	2.10
第二产业:采矿业YOY	29.99	18.20	19.20	1.00
第二产业:制造业YOY	43.86	26.80	25.70	-1.10
第二产业:制造业:交通运输设备制造业YOY	45.81	31.30	29.20	-2.10
第二产业:制造业:金属制品业YOY	42.55	29.20	26.10	-3.10
第二产业:制造业:专用设备制造业YOY	39.53	37.30	34.10	-3.20
第二产业:采矿业:煤炭开采及洗选业YOY	34.97	25.90	21.70	-4.20
工程机械下游产业YOY	10.42	30.83	26.43	-4.40
第二产业YOY		26.80	22.30	-4.50
固定资产投资YOY		30.50	24.40	-6.10
第三产业YOY		33.00	26.40	-6.60

资料来源: CEIC, 海通证券研究所

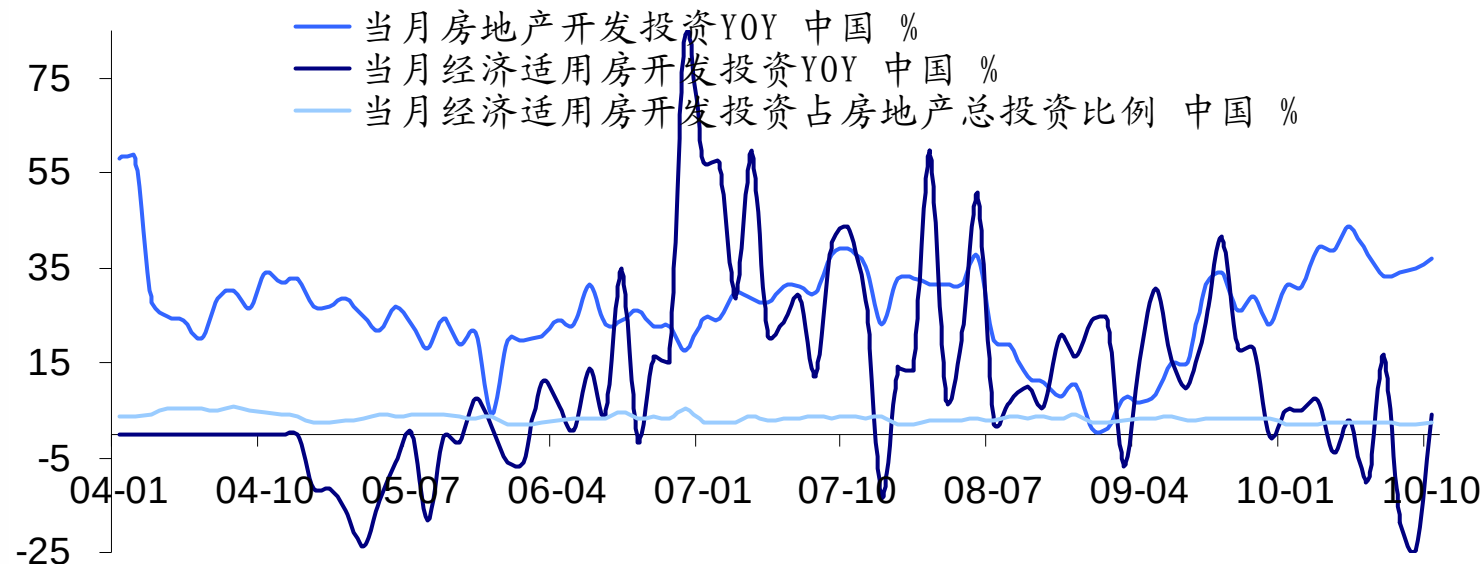
房地产情况尚好，工程机械需求尚乐观

- 房地产新政推出1个月后特大城市房地产销售低位回升，打压政策效果不明显，预计11年上半年工程机械需求有较好保障



资料来源: WIND, 海通证券研究所

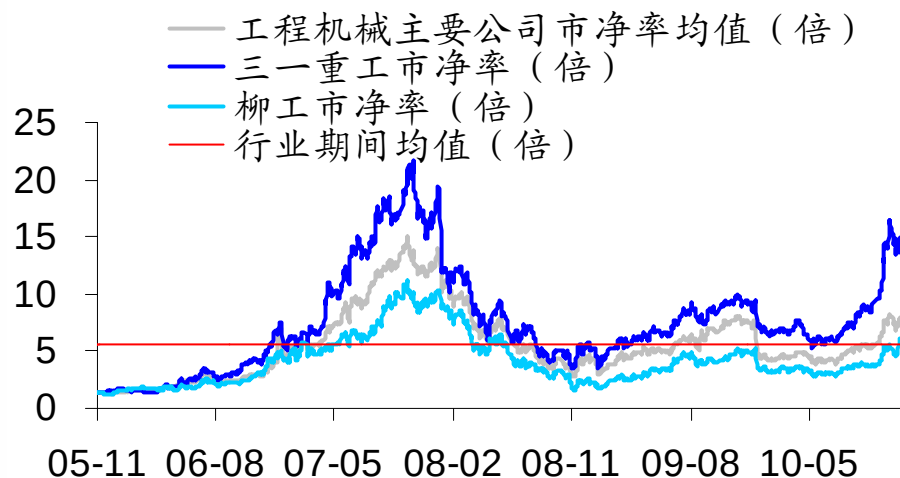
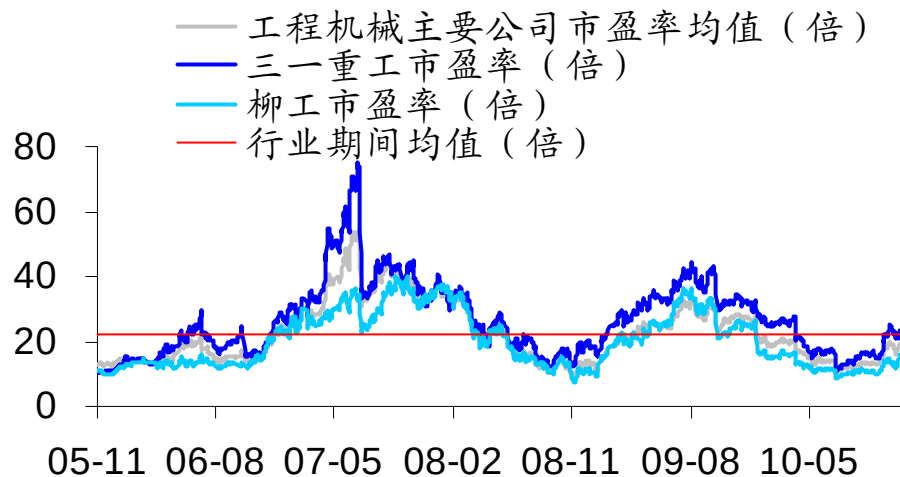
工程机械：保障房是商品房的有效补充



资料来源：WIND，海通证券研究所

- **2011年计划建设保障性住房1000万套，而2010年的计划是580万套，截至10月底，全国城镇保障性住房与棚户区改造已经开工520万套，占年度开工计划580万套的90%，年底前将全部开工，年内将建成60%。09年实际建设330万套。按平均每套60平方米计算，2009-2011年总面积分别为：1.98亿平方米、3.48亿平方米和6亿平方米**
- **2011年增量2.52亿平方米，是10年商品房销售面积约9.2亿平方米的27.39%，工程机械需求有较好保障**

工程机械：看好柳工、三一重工



● 重点上市公司
 有：三一重工、中联重科、柳工、山推股份

● 建议对工程机械绩优公司在**10-16倍**低市盈率范围波段操作

● 看好三一重工、柳工。柳工估值偏低，三一估值中性

资料来源：WIND，海通证券研究所



回顾**2010**年机械各子行业市场表现和估值情况

工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间

看好重载货运建设预期下的铁路设备行业

看好后周期的油气矿山设备行业

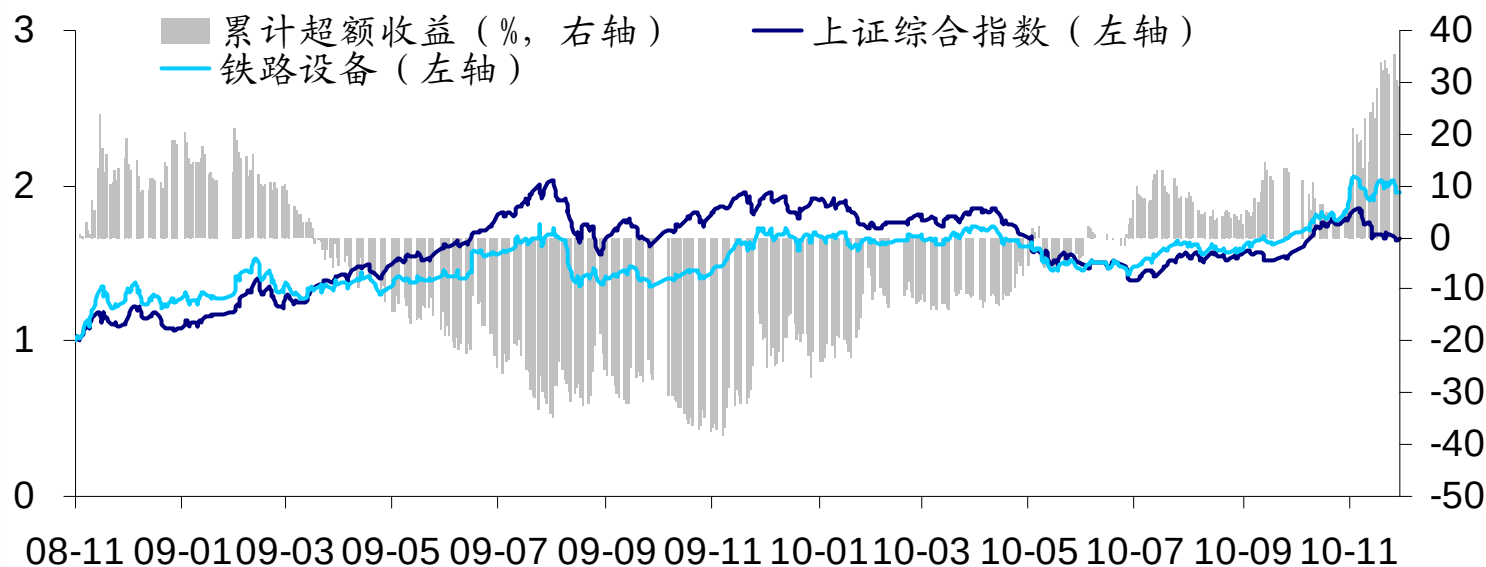
制冷行业：看好节能产品及冷链行业

军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力

看好重载货运建设预期下的铁路设备行业



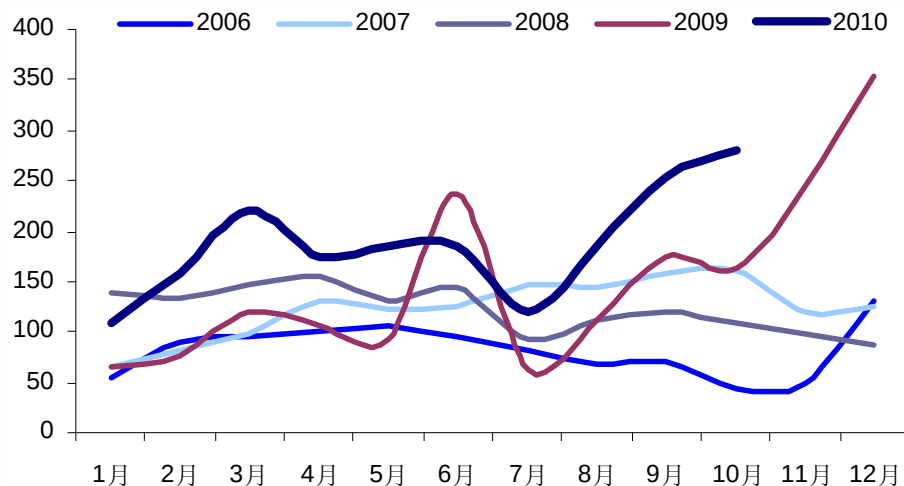
- 铁路装备行业08年和09年底以来的下跌中的抗跌表现使其对于大盘具相对收益



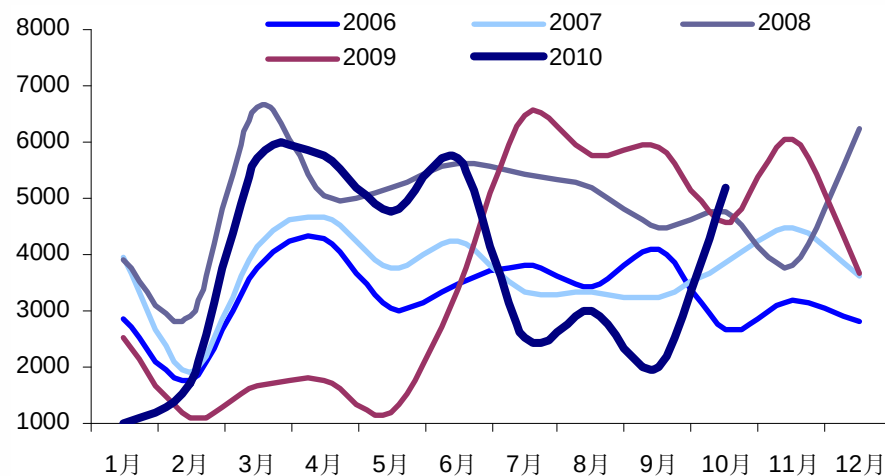
资料来源: WIND, 海通证券研究所

2010年铁路设备行业需求旺盛业绩增长确定

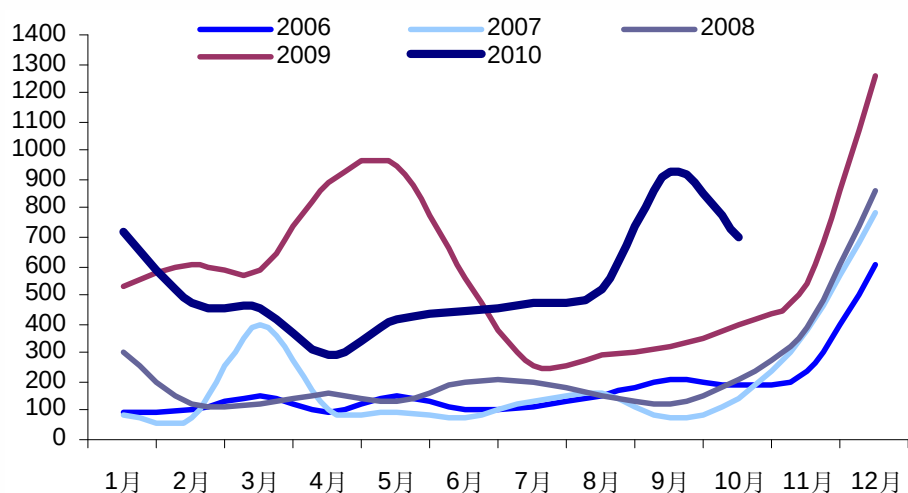
中国近年单月机车产量(台)



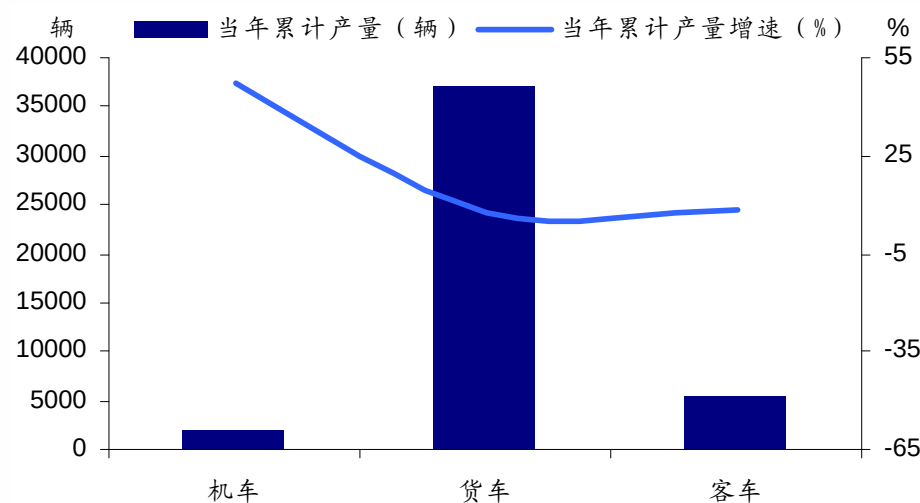
中国近年单月货车产量(辆)



中国近年单月客车产量(辆)



2010年1-10月中国机、货、客车累计产量及增速

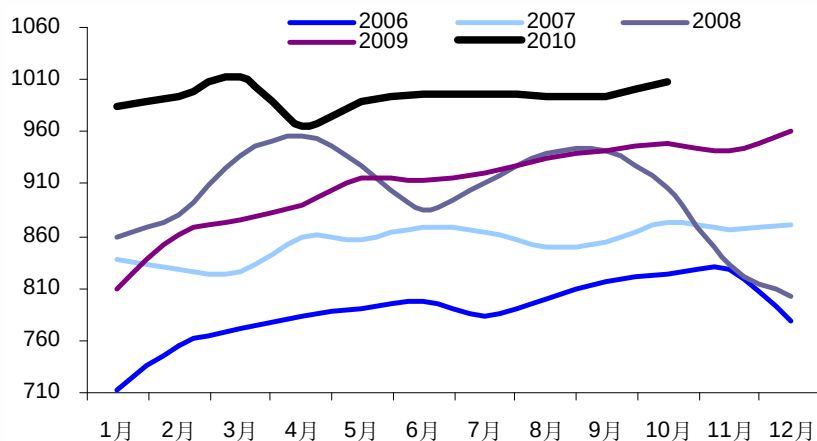


资料来源: WIND, 海通证券研究所

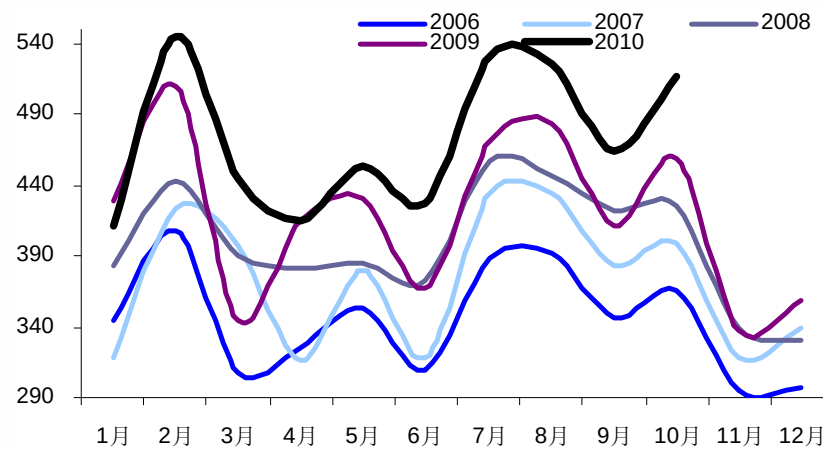
2010年铁路设备行业需求旺盛业绩增长确定



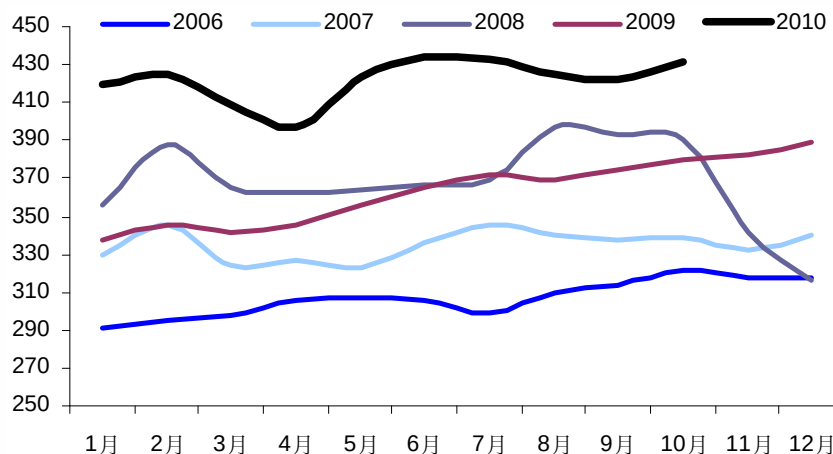
铁路货车月度日均货物发送量(万吨)



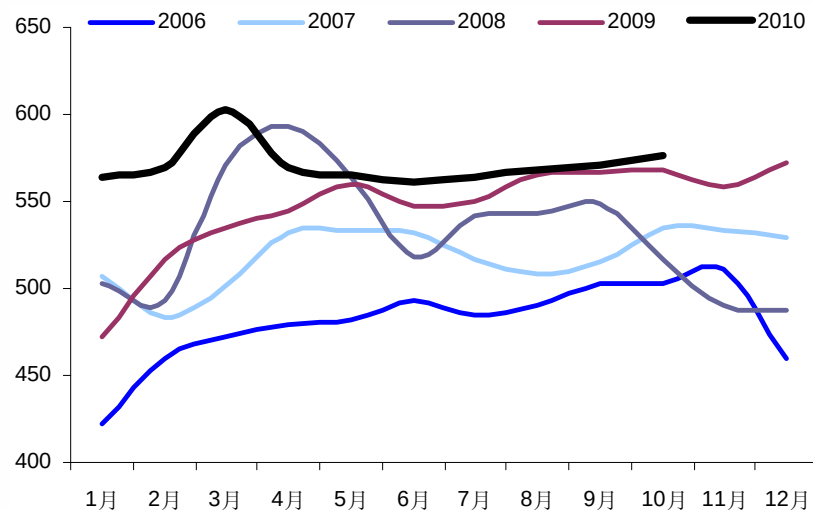
铁路月度日均旅客发送量(万人)



煤炭当月日均铁路发送量(万吨)



铁路非煤炭货物日均发送量(万吨)



资料来源: WIND, 海通证券研究所



看好重载货运建设预期下的铁路设备行业

- 我国铁路十二五规划期间铁路每年固定资产投资将不低于**7000亿元**，延续铁路设备景气至**2015年后**
- 十一五规划中我国成功开始了高速铁路的建设和全方面配套，单轮驱动
- 十二五规划中我国将开始进行重载货运新建和改造进程，配以城际轨道建设，中国铁路开始三轮驱动
- 客专、重载、城际铁路除带动整机需求外，相关的新材料机械配件和电控设备类公司受益弹性更高，如时代新材、晋亿实业和南车时代电气

铁路网规划及扣件、道岔市场容量



至2020年全国建设里程18万公里

5-6万快速客运网			12-13万重载货运网（至少全部从23吨提到27.5吨轴重）		
1.8-2.4万高铁	6000公里提速干线	2-3万城际铁路	8.45万公里既有线	4-5万公里新建线	
已建成7531公里	已提速完成	刚开建	现有轴重通用23吨、部分21吨	山西中南部铁路1260公里首条开建	
250-380公里/小时	200公里/小时	200-250公里/小时	目标轴重27.5吨	目标轴重30吨-35吨	

扣件需求			道岔弹性铁垫板需求		
高铁	240亿	约2.4万公里	高铁	约20亿	810多个车站
城际	130-150亿	2-3万公里	重载货运	约40亿	约2400个车站
重载货运	500-1500亿	12-13万公里			

资料来源：海通证券研究所

扣件、道岔市场竞争者分析

扣件竞争者:

- 国外: 德国福斯罗 (市占率**37%**) 和英国潘德罗公司
- 国内: 晋亿实业 (市占率**23%**)、铁峰 (铁科院和首钢合资)、四川隆昌 (与天津天拓联合体)、中原力达 (武汉局下属)、安徽巢湖 (民营铸造、弹条和道钉)、河北翼晨 (暂无招标资格)

重载货运扣件下橡胶垫板技术领先者:

- 时代新材、天津天拓、中科用通, 未来有可能研发成功

铁路车辆的市场预期

高铁

- 2010年动车组下线190列左右，11年下线400列左右，由单价1.45亿元的250公里时速动车组向单价1.9亿元的380公里时速动车组转化
- 2010年动车组弹性元件依靠进口，2011年开始进口替代。每标准列约需100万元弹性元件。供应商时代新材
- 空心轴和车轮已于2年前由山西志奇开始供应，单价约5万元/根(只)。晋西车轴将跟进车轴，马钢和太原重工跟进动车组车轮
- 动车组刹车副由青岛亚峰达（250公里）、常州戚墅堰（250公里）和北京铁科院（350公里）下属公司供应
- 至2020年总量4350列，远期预期5000-6000列动车组，远期的维修加新建价值量550-660列/年

重载

- 2010年底上报研发项目，2011年新产品研发，2012年产品开始批量生产
- 货车存量72万辆，年产5万多辆。目前单节货车尼龙件和橡胶件各几千元，产品需提高档次，估计最佳状况单节货车RIM尼龙件2.3万元，橡胶件2万元（含税），年市场容量22亿元。上述产品目前时代新材独家研发
- 机车和货车电控部分亟待改进，货车技改的研发团队已成立

铁路装备行业：时代新材

- 积极策略个股：时代新材
- 中国南车新材料产业平台，资产注入可预期
- 铁道部进口替代和技术进步排头兵，受益高铁、城际和重载铁路的轨道和车辆配件需求
- 非铁路行业各业务开拓情况良好：风电叶片、汽车配件、环保产品、军工等

时代新材	2009	2010E	2011E	2012E
总收入（亿元）	15.22	23.85	33.73	42.10
综合毛利率（%）	26.21	27.19	28.13	28.59
EPS（元）	0.47	0.86	1.46	2.26
总收入增速(%)		56.66	41.45	24.80
净利润增速(%)		116.85	69.76	54.79

资料来源：海通证券研究所

铁路装备行业：晋亿实业

- 积极策略个股：晋亿实业
- 未来发展内需为主，兼顾出口，向高端成功转移
- 铁路扣件：高铁、重载
- 汽车紧固件

晋亿实业	2009	2010E	2011E	2012E
总收入（亿元）	17.08	28.50	32.64	44.68
综合毛利率（%）	16.97	25.14	25.27	26.40
EPS（元）	0.00	0.37	0.48	0.73
总收入增速(%)		66.82	14.52	36.87
净利润增速(%)			28.59	53.48

资料来源：海通证券研究所

铁路装备行业：中国南车、中国北车



- 避险策略个股：中国南车、中国北车
- 根据目前高铁的立项情况，**2013-14年**将迎来高铁竣工高峰，时代新材和中国南车作为高铁后期需求提供商未来几年业绩增长明确，受经济形势影响弱
- 国内城际铁路和城轨地铁项目也出现大规模规划，地铁和城际车辆作为新兴产品，将很快超越老产品
- 中国南车延伸新产业想象空间大，**3-5年内**将成为占集团**1/3**销售的重要业务板块
- 中国南车看点：**IGBT技术、风电整机技术及其核心配件技术、电动汽车技术、煤层气发电技术**
- 中国南车**2010-2012年EPS**预计为**0.25、0.37和0.47元**，买入评级，目标价**9-9.5元**
- 中国北车**2010-2012年EPS**预计为**0.25、0.38和0.46元**，买入评级，目标价**8.5-9元**

中国南车、中国北车盈利预测



中国南车	2009	2010E	2011E	2012E
总收入（亿元）	463.93	647.78	944.42	1217.21
综合毛利率（%）	16.48	17.08	17.21	17.33
EPS（元）	0.14	0.25	0.37	0.47
总收入增速(%)		39.63	45.79	28.89
净利润增速(%)		72.54	50.65	27.13

中国北车	2009	2010E	2011E	2012E
总收入（亿元）	405.16	571.46	890.92	1157.02
综合毛利率（%）	12.52	12.60	13.05	13.18
EPS（元）	0.16	0.25	0.38	0.46
总收入增速(%)		41.05	43.65	16.58
净利润增速(%)		56.25	52.00	22.22

资料来源：海通证券研究所



回顾2010年机械各子行业市场表现和估值情况

工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间

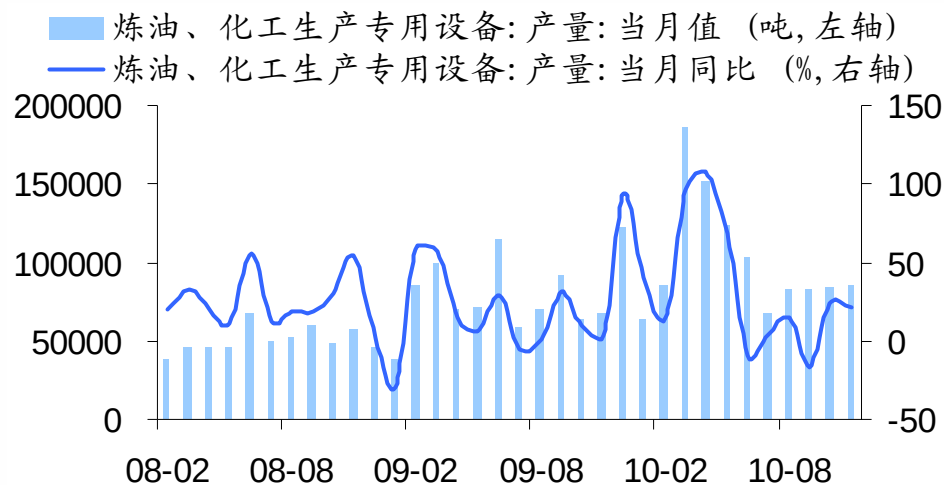
看好重载货运建设预期下的铁路设备行业

看好后周期的油气矿山设备行业

制冷行业：看好节能产品及冷链行业

军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力

油气设备行业：2010年中期以后逐步复苏

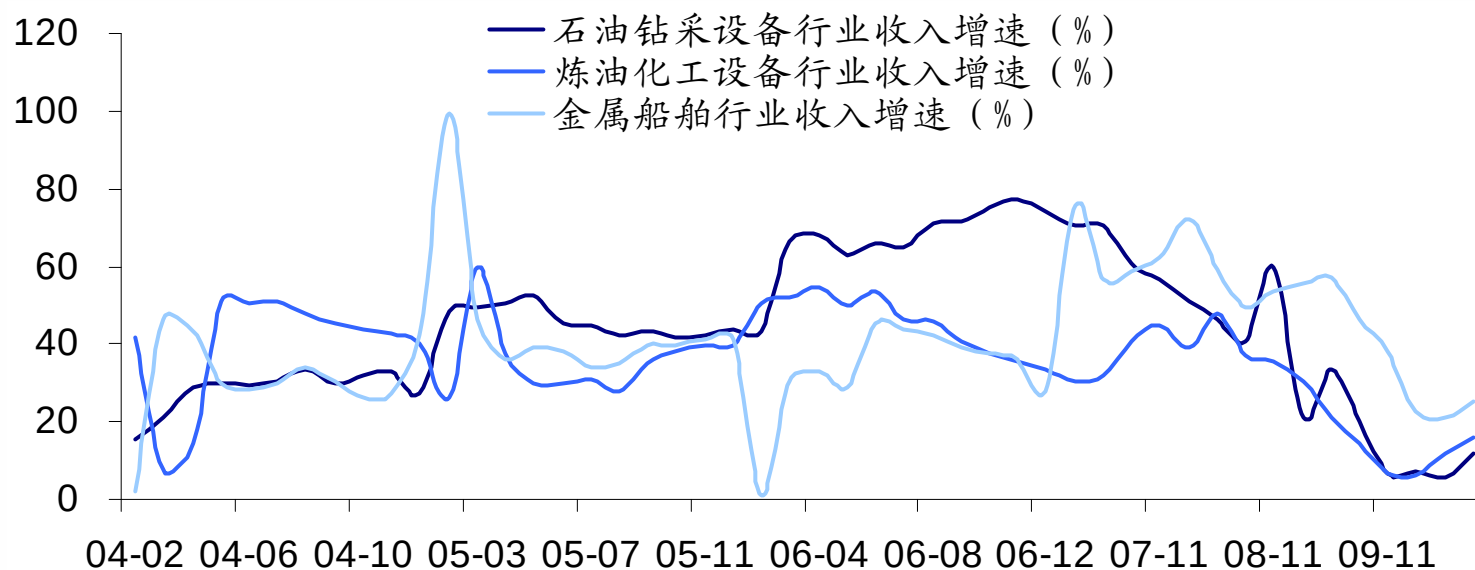


- 下游需求已提升，**2010年中期以后景气从底部逐步恢复**
- 全球海上钻机在用数量回升明显，**11月已达343台，同比增长7.22%。**
- 看好杰瑞股份、中集集团

油气设备行业：2010年中期以后逐步复苏



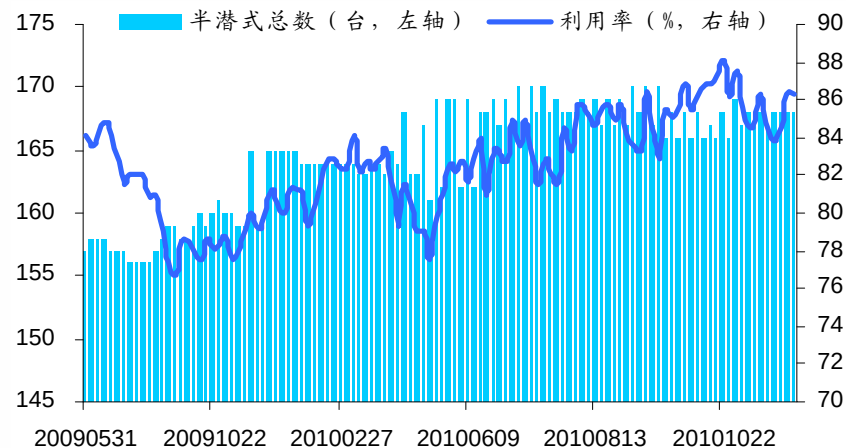
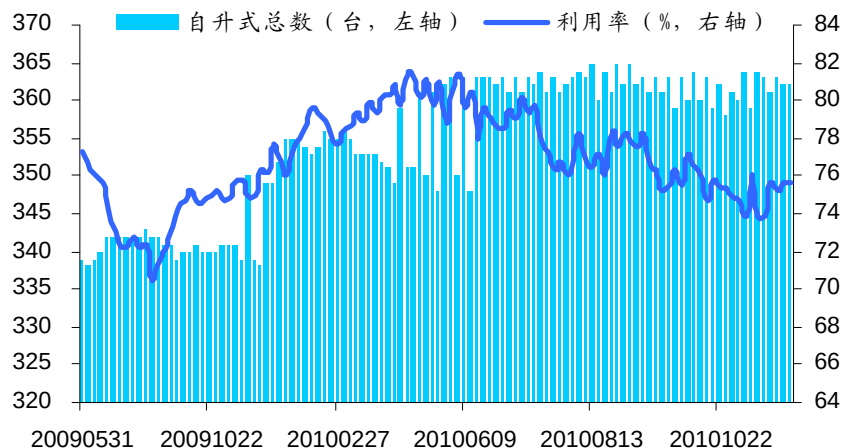
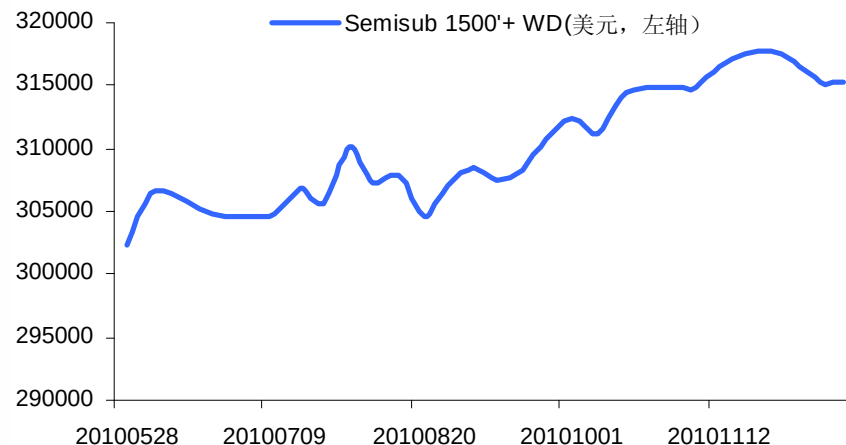
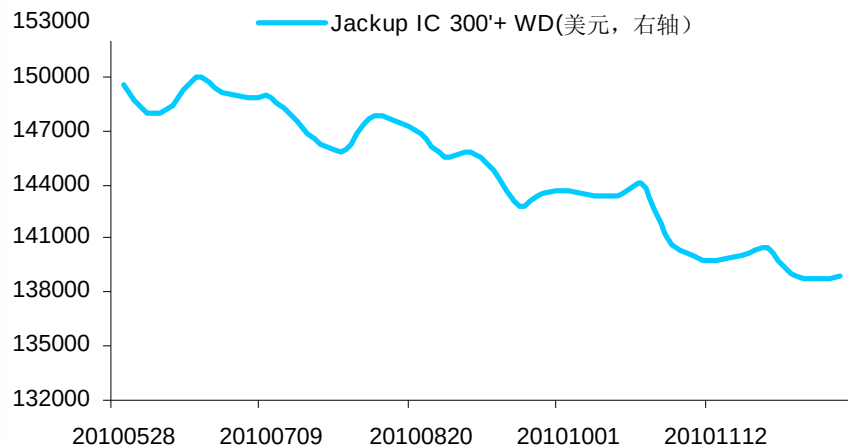
10年中起石油钻采相关行业收入增速回升



资料来源：WIND，海通证券研究所

油气设备行业：2010年中期以后逐步复苏

海上钻井平台日费率及利用率



资料来源: Rigzone, 海通证券研究所



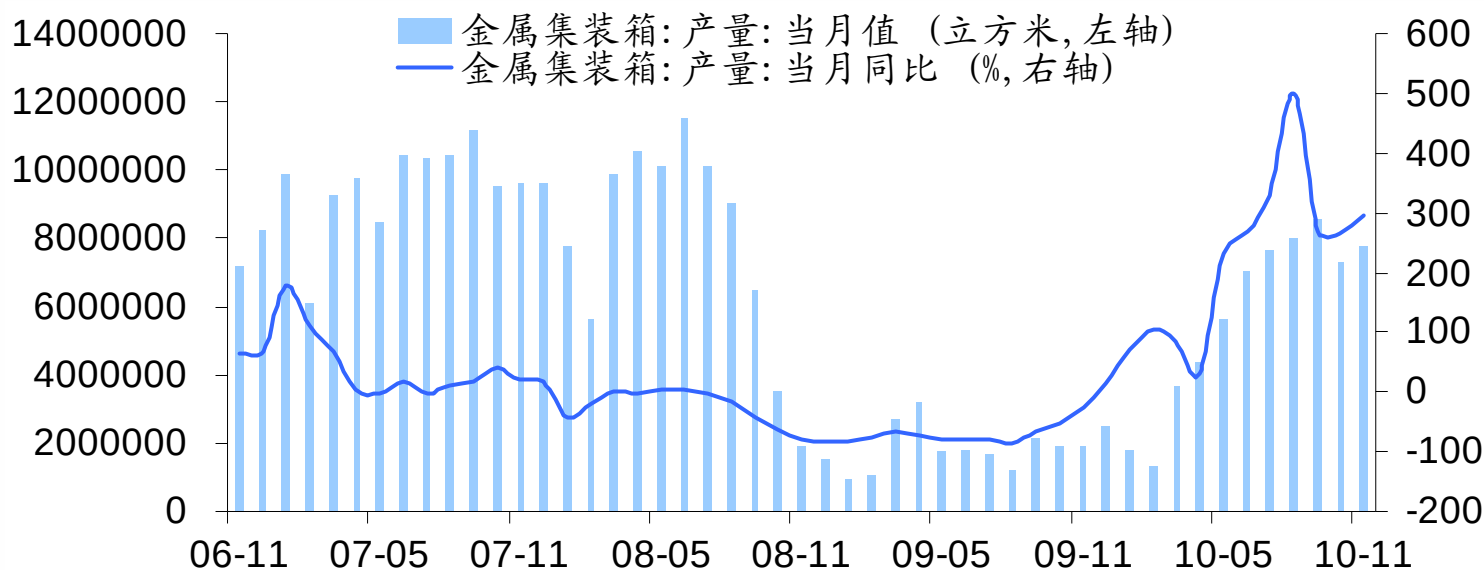
杰瑞股份：油气钻采设备行业中的“战斗机”

- 公司在油田固井、压裂设备等特种设备方面新品迭出，市场开发进展快速，另外在国内海上油田岩屑回注作业服务细分市场具领先地位
- 与国内其他石油设备制造业公司对比，杰瑞股份一枝独秀，在冷淡行情中近年各季度净利润增长情况最佳
- 位于后端业务（开采中提高油井产量）的杰瑞股份较前端业务（钻探新井）复苏更快

净利增速（%）	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
杰瑞股份			57.39	81.22	62.79	29.35	127.90
江钻股份	-18.60	19.58	-15.81	96.24	-15.49	10.01	0.40
石油济柴	518.38	-32.58	-116.60	-79.18	-134.42	-71.60	451.65
神开股份			-61.18	-27.01	-18.86	-18.63	106.43
宝德股份			69.30	-8.21	-61.92	-99.85	7.56
石油济柴	518.38	-32.58	-116.60	-79.18	-134.42	-71.60	451.65
海默科技					24.51	-28.84	-98.61

中集集团：集装箱稳健发展，海工前景光明

- 中集集团目前海工业务主要依靠烟台莱福士处理，目前共有**11**个海上钻井平台订单（目前在建**6**台半潜式、**5**台自升式钻井平台）、和一些浮式储油装置共**30**亿美元。**2010**年上半年公司有**4**个平台合拢，估计**2010**年底将交付**3**个半潜式平台，**2011**年交付**3**个半潜式平台
- 未来箱价稳定，**2011**年全球集装箱需求预计将达**340-350**万TEU同比增长**40%**；特种车辆业务增健增长
- 集装箱带动业绩，海工业务带动估值



资料来源: WIND, 海通证券研究所



杰瑞股份、中集集团盈利预测

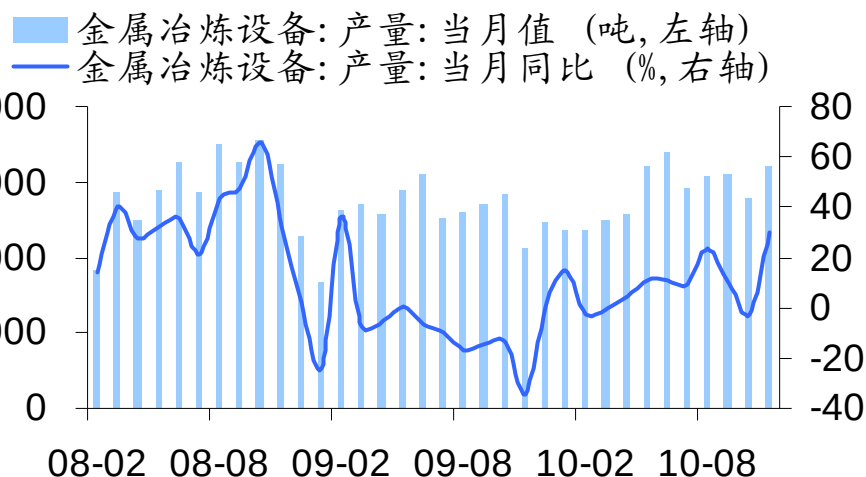
杰瑞股份	2009	2010E	2011E	2012E
总收入（亿元）	6.80	9.74	15.40	22.38
综合毛利率（%）	37.84	39.06	38.33	38.73
EPS（元）	1.56	2.46	3.66	5.09
总收入增速(%)		43.15	58.12	45.29
净利润增速(%)		57.01	48.91	39.12

中集集团	2009	2010E	2011E	2012E
总收入（亿元）	204.76	595.06	783.79	888.03
综合毛利率（%）	15.01	14.57	14.95	15.12
EPS（元）	0.36	1.08	1.46	1.76
总收入增速(%)		190.62	31.72	13.30
净利润增速(%)		200.00	35.19	20.55

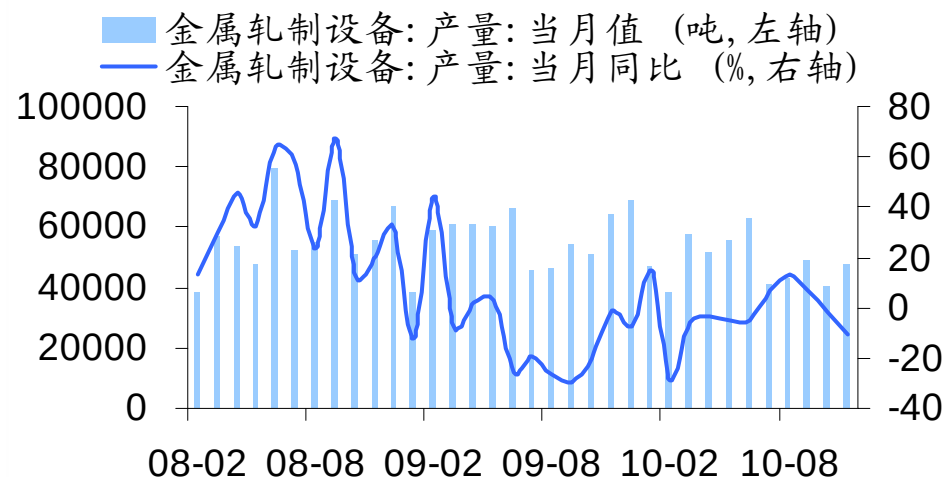
冶金矿山机械：煤机平稳增长，新能源业务前景看好

- 行业滞后于宏观经济
- 冶金矿山设备生产周期较长，整体滞后于宏观经济，下游需求复苏相对缓慢，行业逐渐走出金融危机影响。

金属冶炼设备产量及增速



金属轧制设备产量及增速

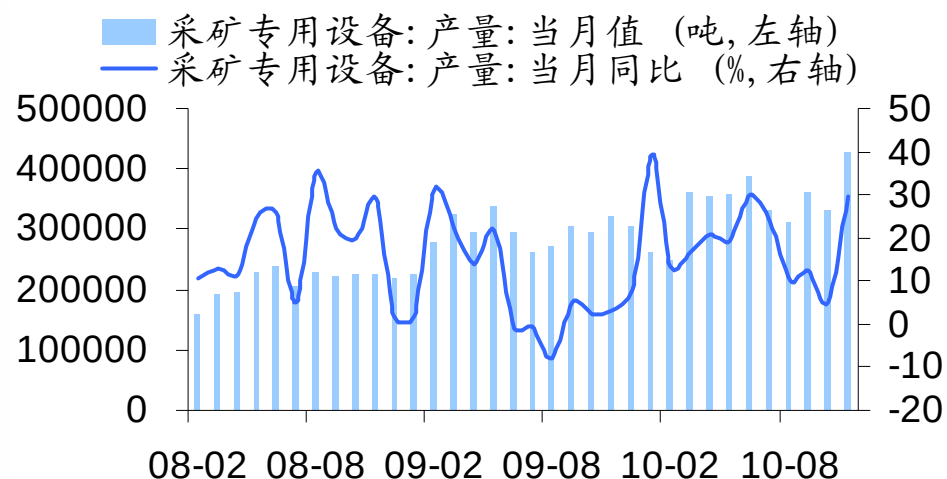


资料来源: WIND, 海通证券研究所

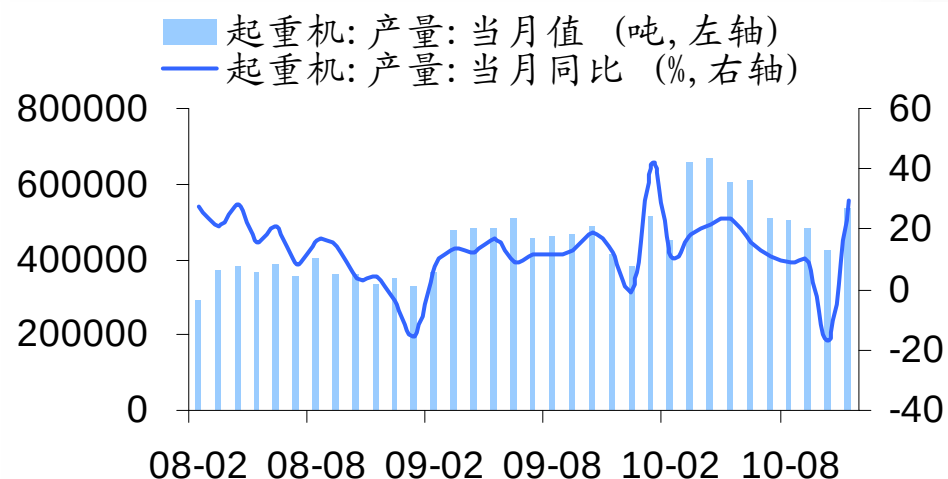
冶金矿山机械：煤机平稳增长，新能源业务前景看好



采矿专用设备产量及增速



起重机产量及增速

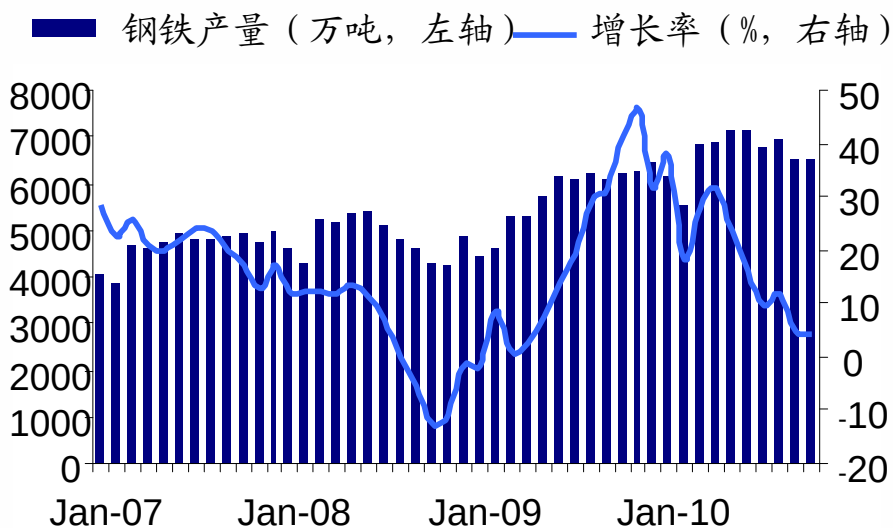


资料来源: WIND, 海通证券研究所

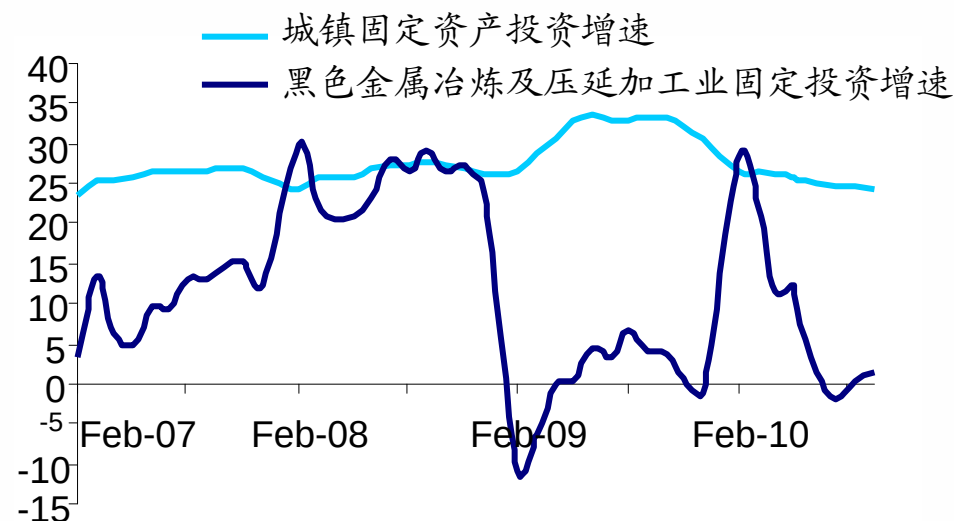
冶金矿山机械：煤机平稳增长，新能源业务前景看好

- 冶金行业复苏缓慢，拖累冶金设备需求
- 我国钢铁行业固定资产投资处于低位，冶金行业的大幅产能扩张已告一段落
- 冶金行业存在结构性调整的机会，高端设备仍有较大市场空间

钢铁月度产量及增速



钢铁业固定资产投资累计增速 (%)



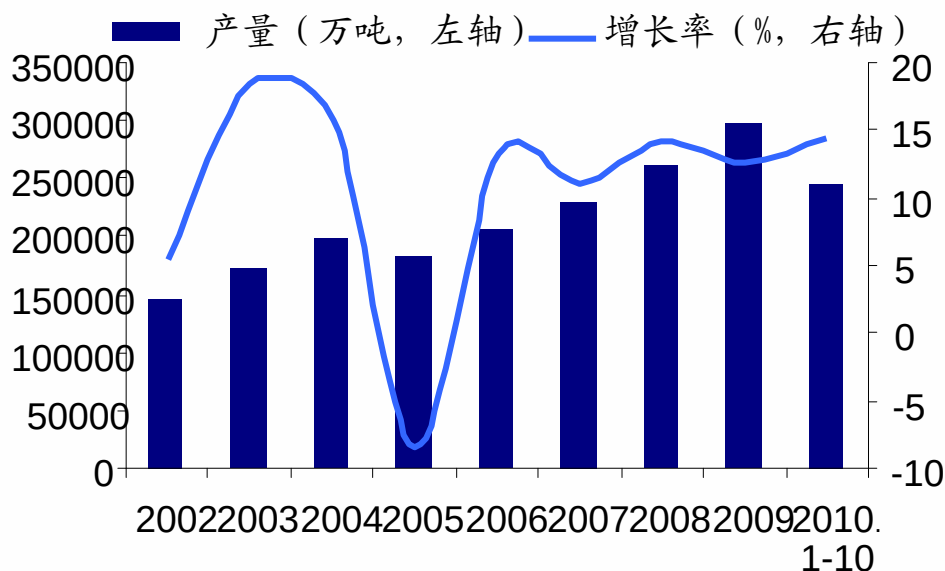
资料来源：WIND，海通证券研究所

冶金矿山机械：煤机平稳增长，新能源业务前景看好

煤炭需求回暖，煤机需求保持稳步增长

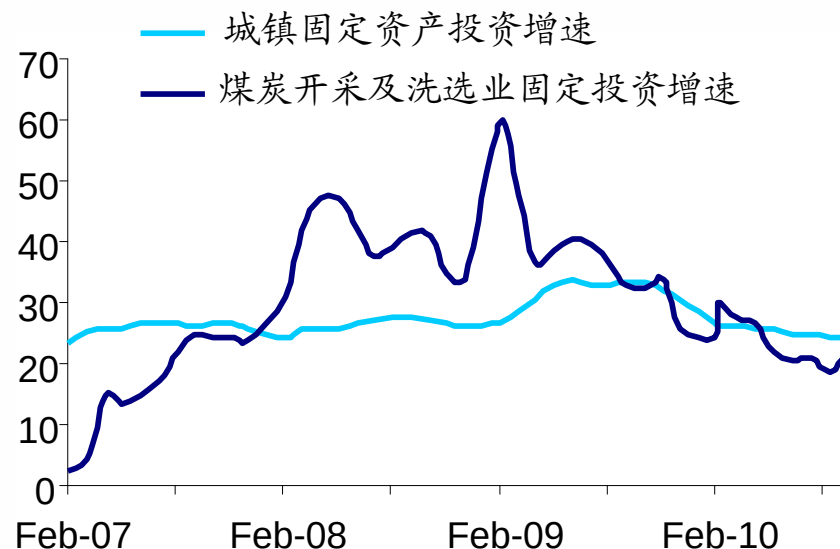
- 2010年前10个月，全国原煤产量为**24.46亿吨**，同比增速为**14.44%**。预计我国**2010年**煤炭产能达**30亿吨**左右
- 长期来看我国煤炭产量增速将下降，固定资产投资增速有下降趋势。预计未来煤机行业将保持**25%左右**增速

我国原煤产量增速保持平稳



资料来源：WIND，海通证券研究所

煤炭开采及洗选业固定资产投资累计增速逐渐放缓 (%)



冶金矿山机械：煤机平稳增长，新能源业务前景看好



关注小煤矿整合和煤矿安全设备市场

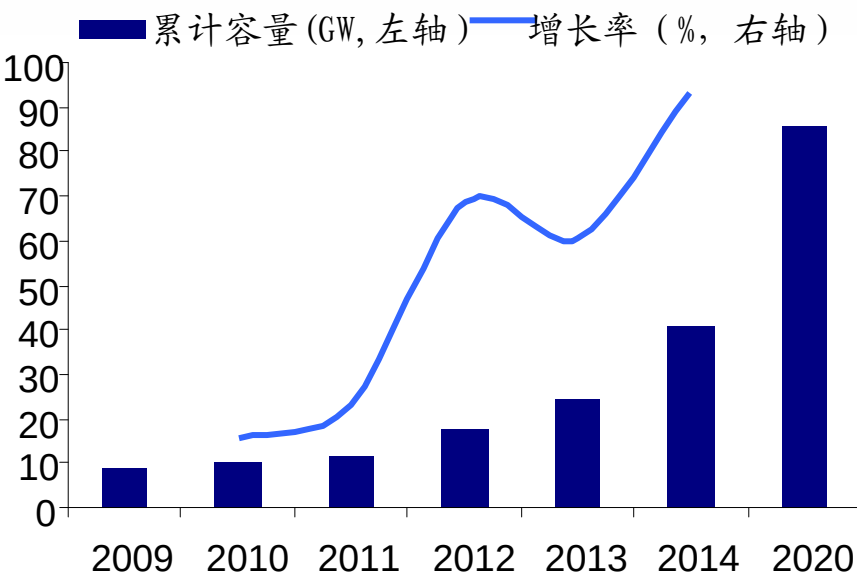
- 小煤矿整合已经进入实质阶段，山西煤矿的股权整合阶段已基本完成，资源整合正在进行，中小煤矿改造对煤机的需求将开始显现
- 煤矿安全日益引起重视，未来国家可能出政策推广相关设备，如救生舱等，我国有工作面约**3000**个，潜在市场空间超过**60**亿元
- 我国地质条件复杂，使用综采设备受一定限制，关注设备研发改进带来的市场空间
- 薄煤层占煤炭储量**20%**，但开采技术难度较大，缺乏合适的综采设备，关注有薄煤层设备研发能力的公司
- 关注具备规模和技术优势的煤机企业

冶金矿山机械：煤机平稳增长，新能源业务前景看好

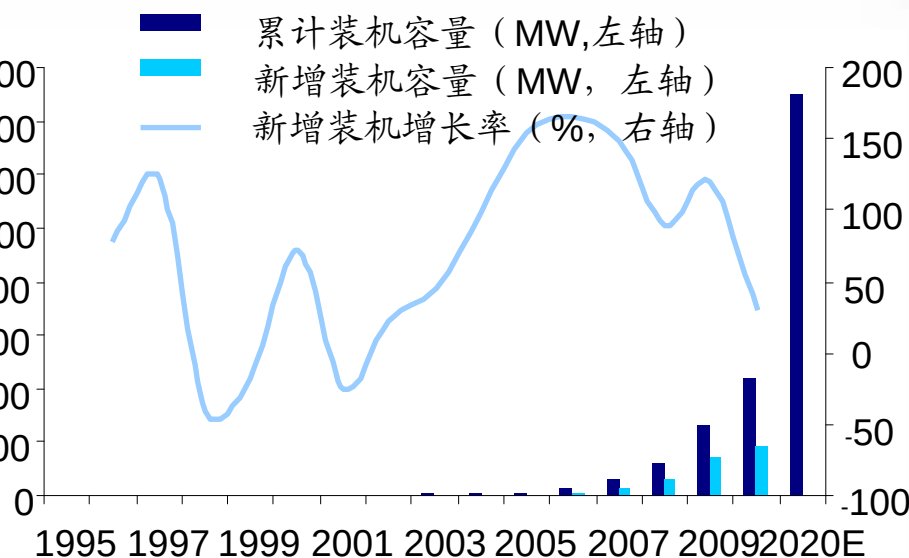
新能源业务为相关公司带来发展机会

- 各重机行业上市公司利用技术和规模优势，积极进入新能源领域，产品设计核电、风电等，目前占收入比重不大，是公司长期利润增长点

我国核电装机容量



我国风电装机容量



资料来源：海通证券研究所

冶金矿山机械：煤机平稳增长，新能源业务前景看好

冶金矿山机械行业主要公司盈利预测及评级

代码	股票名称	EPS（元）			投资评级	
		2010E	2011E	2012E	上期	本期
600582	天地科技	0.70	0.79	0.98	买入	买入
600169	太原重工	0.62	0.82	0.96	买入	买入
601106	中国一重	0.18	0.13	0.17	增持	增持
601268	二重重装	0.22	0.17	0.28	增持	增持

资料来源：海通证券研究所



回顾2010年机械各子行业市场表现和估值情况

工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间

看好重载货运建设预期下的铁路设备行业

看好后周期的油气矿山设备行业

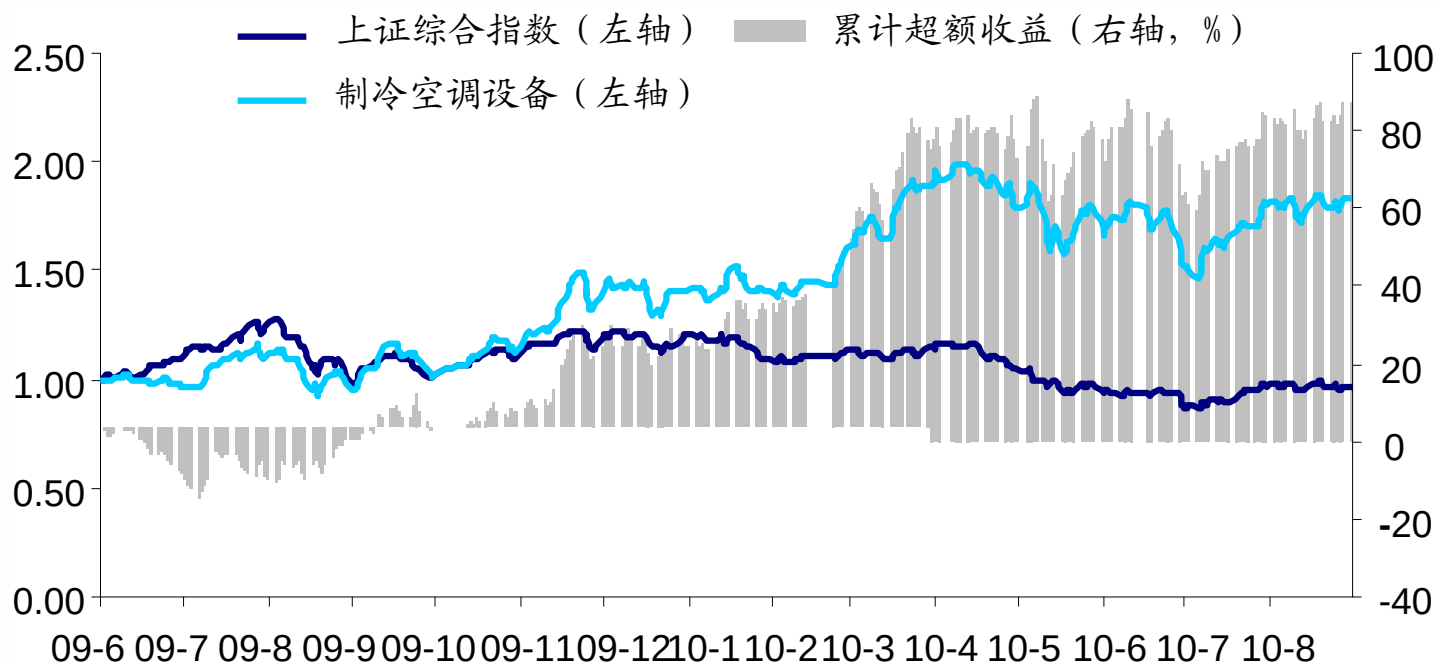
制冷行业：看好节能产品及冷链行业

军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力

制冷行业相对上证指数超额收益明显

在家用空调销量维持高速增长、冷链迎来发展机遇、制冷行业节能减排加速推进等因素影响下，制冷行业股票相对市场平均水平有较大的超额收益

制冷空调设备相对上证指数超额收益明显

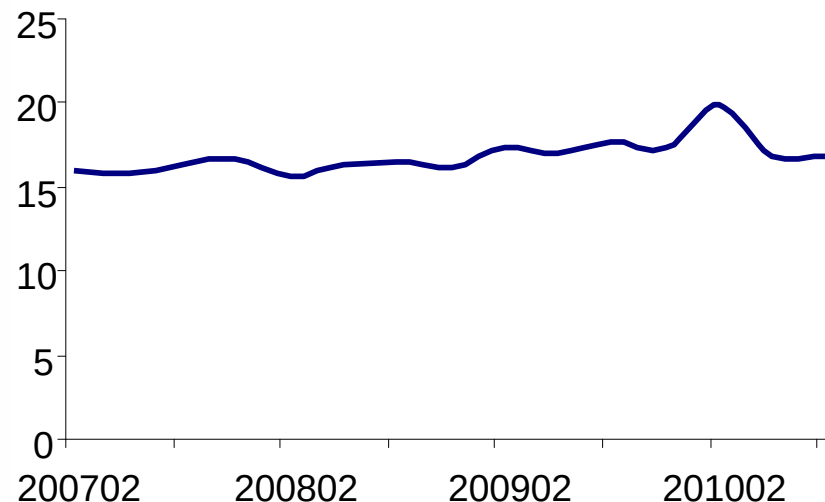
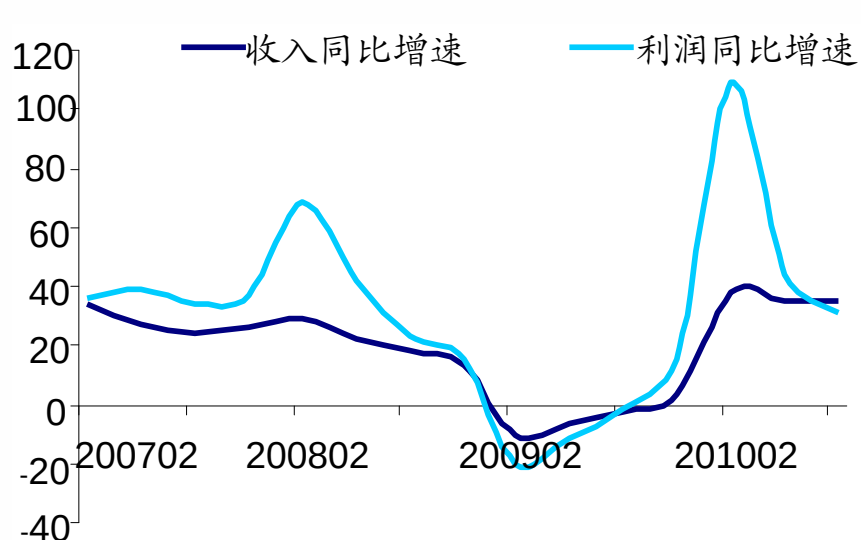


资料来源: WIND, 海通证券研究所

制冷行业维持向好趋势

2010年一季度收入增速达到**38%**，利润增速达到**109%**，完全走出了金融危机的低谷，同时，行业毛利率在2010年初达到**19.89%**，创下了2003年来的新高，目前增速水平虽有下降，但仍维持在历史较高水平，制冷行业需求情况良好

制冷空调行业收入及利润同比增速（%） 制冷空调行业毛利率（%）

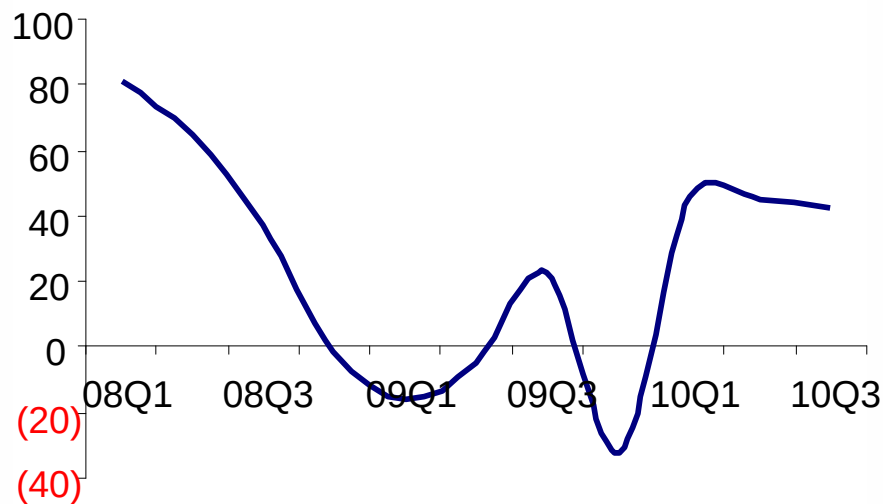


资料来源: WIND, 海通证券研究所

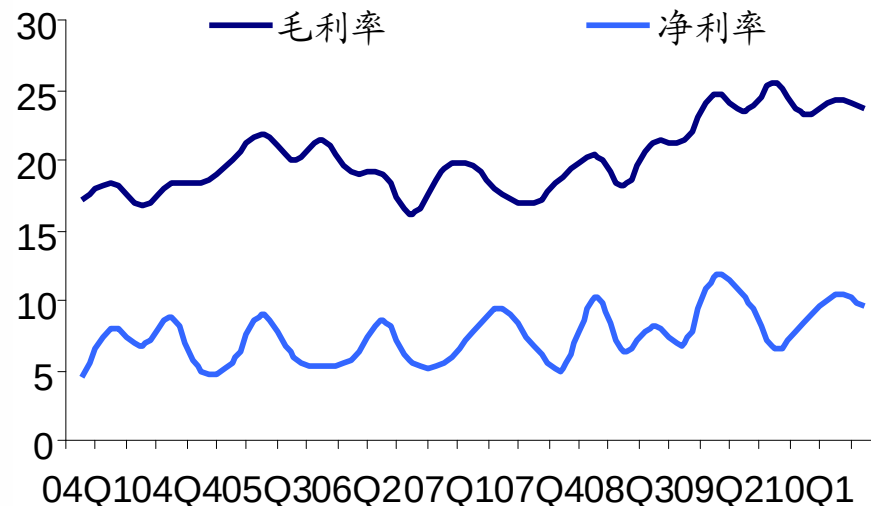
制冷行业维持向好趋势

从上市公司情况来看，2010年一季度营业收入增速达到**57%**，并维持到三季度。从获利能力来看，由于产品需求好转，毛利率、净利率均维持在较高水平，2010年三季度上市公司平均毛利率为**23.73%**，净利率为**9.52%**，同比处于高位

制冷行业上市公司收入增速维持在高位
(%)



制冷行业上市公司盈利能力维持在高位
(%)

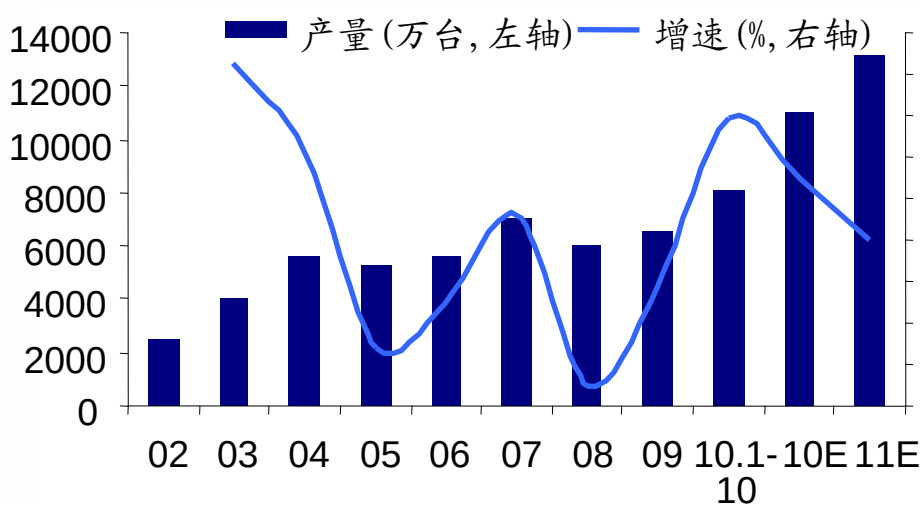


资料来源: WIND, 海通证券研究所

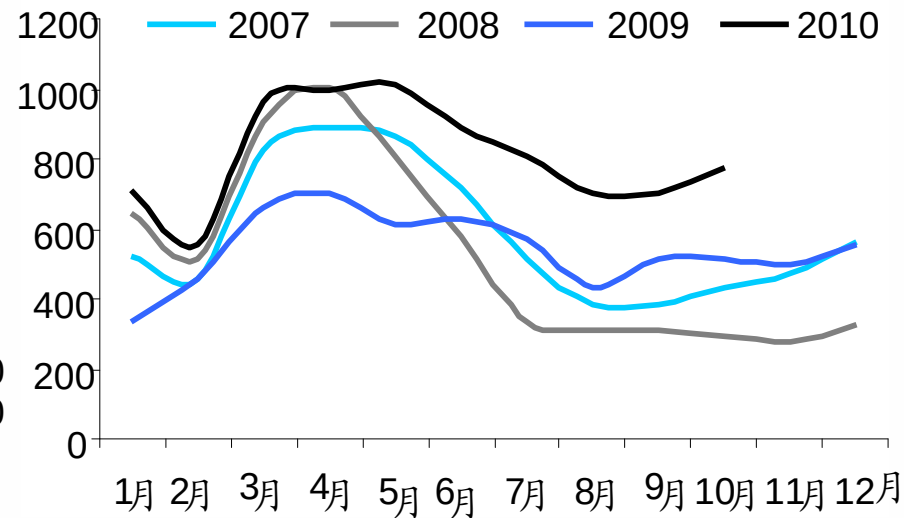
空调零部件行业受益于空调行业稳步发展

- 家用空调产销两旺，2010年空调需求仍延续了09年的强势，到2010年10月，国内空调生产8109.5万台，同比增长49.4%。预计未来将保持平稳增长
- 空调行业增长为空调零部件带来需求，能效等级提高，为高端空调零部件带来需求

家用空调产量将进入平稳增长



家用空调月度产量 (万台)



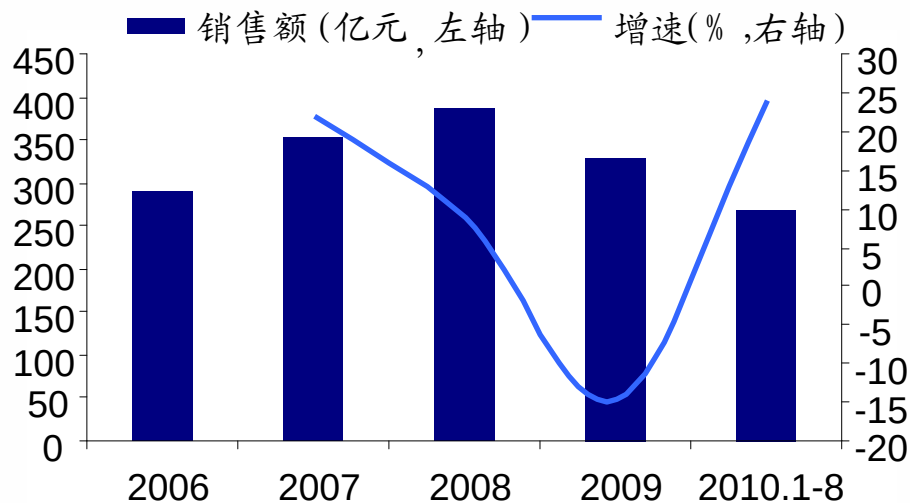
资料来源：产业在线



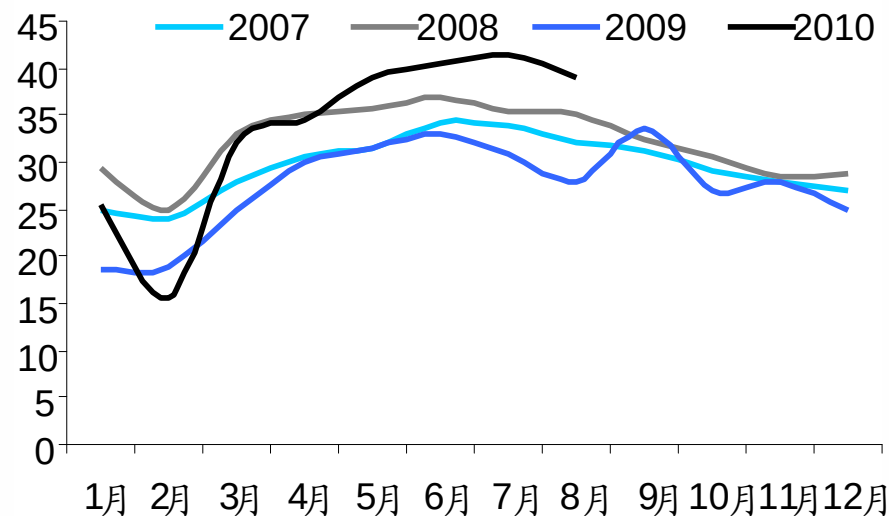
商用空调稳步增长，节能产品迎来发展机会

- 随着我国的经济快速发展，城市化进程不断深入，我国的商用空调领域长期发展空间巨大，目前年销售额超过**300亿元**我们预计未来商用空调仍将保持**15-20%**的年均增速
- 商用空调的技术难度较大，核心技术仍掌握在外资品牌手里，毛利率也相对较高，对国内厂商而言，进口替代的空间巨大

我国商用空调年度销售额



我国商用空调单月销售额 (亿元)

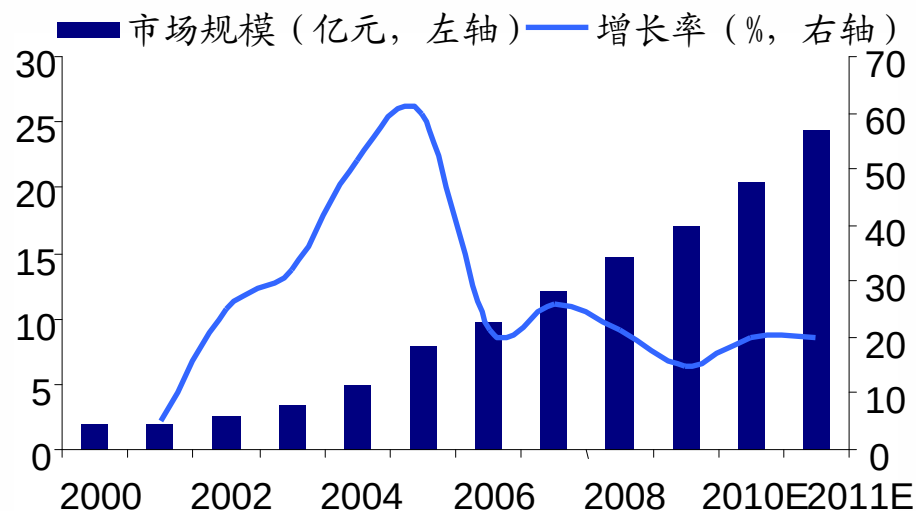


资料来源：产业在线

商用空调：关注节能产品

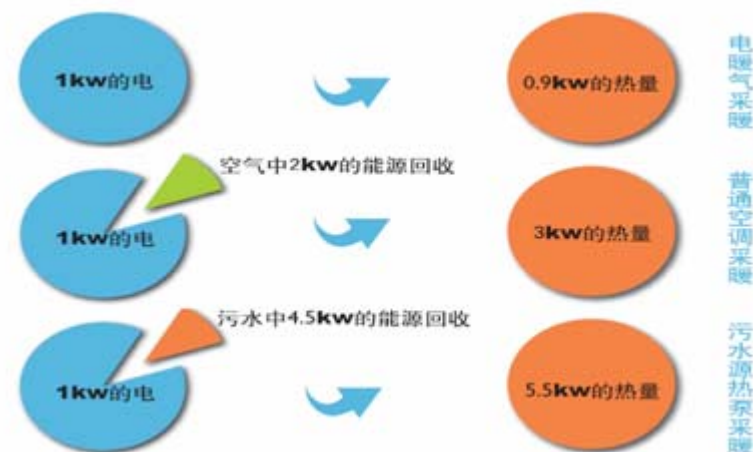
- 水地源热泵：比电锅炉加热节省三分之二以上的电能，比燃料锅炉节省二分之一以上的能量，运行费用为普通中央空调的**50%~60%**
- 污水源热泵：热量输出稳定、**COP**值高、换热效果好、机组结构紧凑等优点，是实现污水资源化的有效途径。污水源热泵比燃煤锅炉环保，污染物的排放比空气源热泵减少**50%以上**，比电供热减少**80%以上**

水（地）源热泵市场规模



资料来源：产业在线

各种采暖方式耗能示意图





冷链设备进入快速发展期

- 目前，我国每年约有**4亿吨**生鲜农产品进入流通领域，长期以来，我国农产品产后损失严重
- 节能减排日益受重视的今天，过去粗放式、高耗能的经济发展模式已无法维持，随着水资源的紧缺，人力成本的提高，过去在运输环节中大量损失新鲜食品的做法，必将得到改变
- 美国每**500人**一辆冷藏车，台湾每**1000人**一辆，中国约**3.2万人**一辆；冷库容量仅美国的**1/5**，日本的**1/2**
- 国家发改委**7月28日**发布了《农产品冷链物流发展规划》，**2015年**我国冷链设备保有量将在现有基础上翻番，全国冷库总容量在现有**880万吨**的基础上增加**1000万吨**
- 预计冷链行业未来增速将超过**20%**



制冷行业推荐公司

制冷行业主要公司盈利预测及评级

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010E	2011E	2012E	上期	本期
002158	汉钟精机	0.72	1.00	1.37	买入	买入
000530	大冷股份	0.40	0.49	0.59	买入	买入
000811	烟台冰轮	0.52	0.82	1.08	买入	买入
002011	盾安环境	0.56	0.88	1.16	买入	买入

资料来源：海通证券研究所



回顾2010年机械各子行业市场表现和估值情况

工程机械需求较好，估值偏低尚有表现空间

看好重载货运建设预期下的铁路设备行业

看好后周期的油气矿山设备行业

制冷行业：看好节能产品及冷链行业

军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力

军工行业：资产整合主题延续，政策注入新动力



1. 军工行业：资产整合+政策支持=高收益+高估值
2. 中国航空工业集团旗下上市公司投资机会分析
3. 中国兵器工业集团旗下上市公司投资机会分析
4. 中国航天科技集团旗下上市公司投资机会分析
5. 中国航天科工集团旗下上市公司投资机会分析

军工行业：资产整合+政策支持=高收益+高估值



要点：

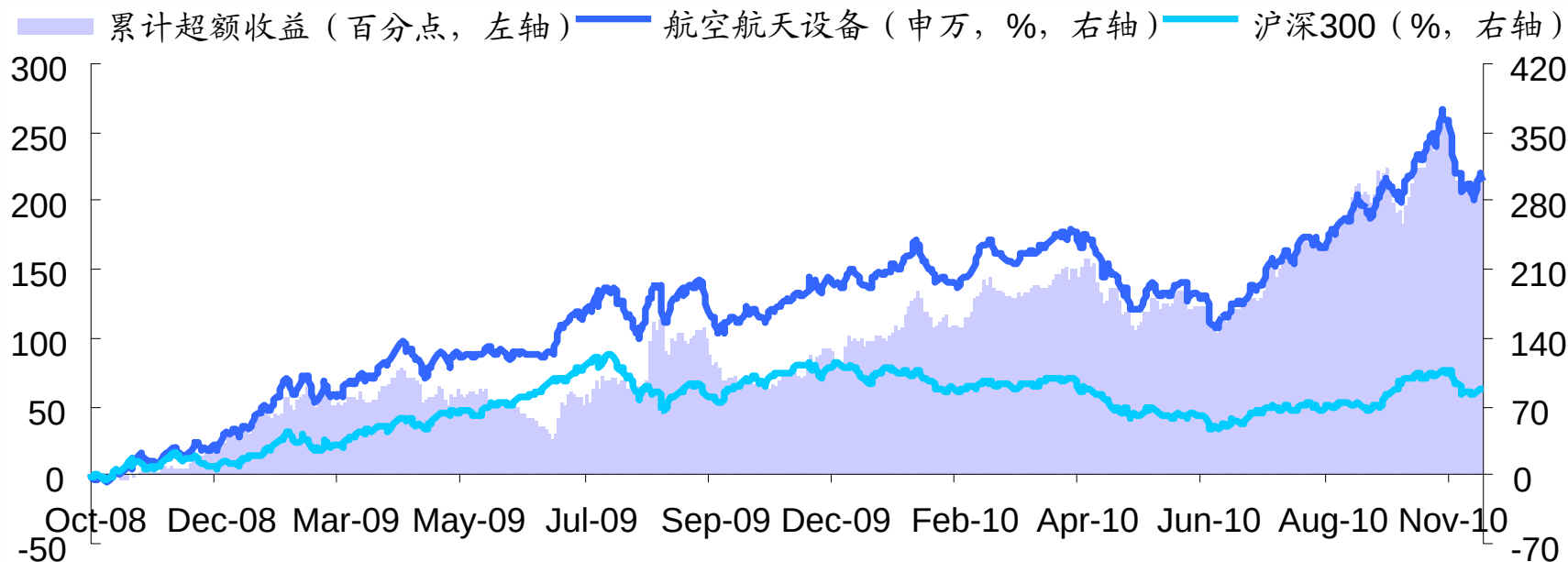
- 2008年末A股反转以来军工板块市场表现
- 军工行业目前估值水平处于历史高位
- 大国崛起和政策支持下的投资机会
- 中外军工企业对比，资产整合势在必行



军工行业：2008年末以来表现优异

自2008年10月28日大盘触底至2010年11月26日大约两年的时间里，申万航空航天设备板块的涨幅为**301.56%**，而同期沪深300指数的涨幅为**87.29%**，航空航天设备板块相对于沪深300指数的累计超额收益率达到了**214.27个百分点**

航空航天与国防板块超额收益情况（2008.10.28~2010.11.26）



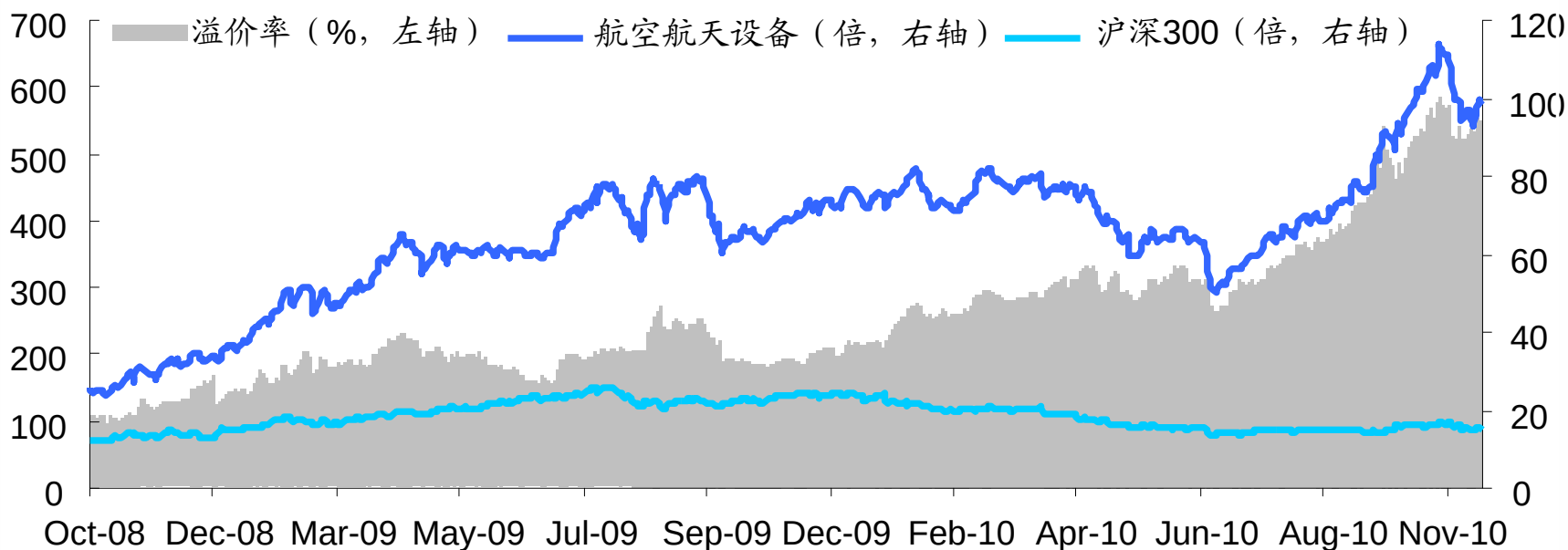
资料来源：Wind，海通证券研究所



军工行业：目前估值水平居于历史高位

2008年A股市场出现系统性风险时，航空航天设备板块的PE（TTM）下跌至25x以下，但相对于沪深300指数的溢价幅度仍高达100%左右。截至2010年11月26日，申万航空航天设备板块的PE（TTM）已达到98x，而沪深300指数这两项指标仅为15x，溢价幅度达到5.5倍。目前军工板块的估值水平已处于历史高位，短期回调的风险较大

航空航天与国防板块PE（TTM）溢价情况（2008.10.28~2010.11.26）



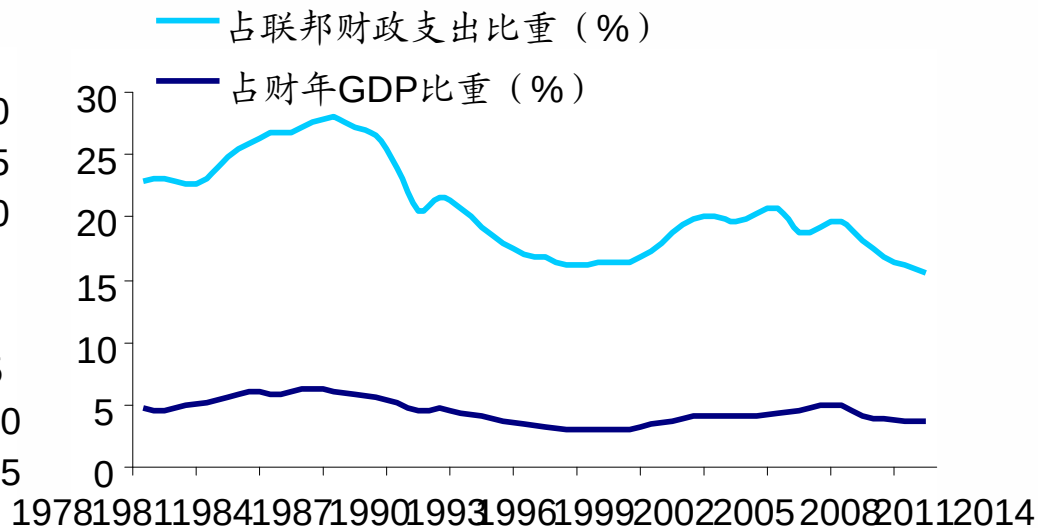
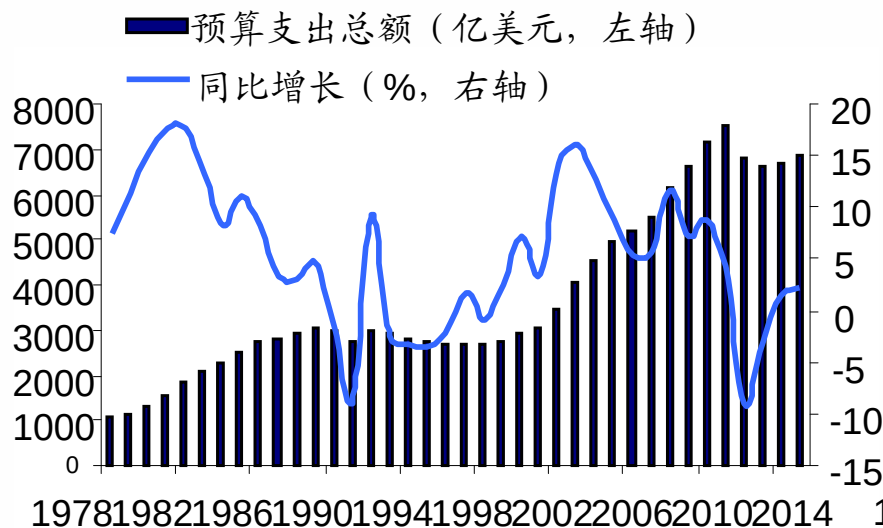
资料来源：Wind，海通证券研究所

大国崛起伴随军费激增

1940年，美国国防预算支出总额仅为**16.6**亿美元，占**GDP**比重仅为**1.7%**，而**2010**年美国国防预算支出预计将达**7191.79**亿美元，**70**年间按名义值计算增加了**432**倍以上，年均复合增长率高达**9%**以上。国防预算占**GDP**比重自**1990**年以来一直稳定在**3%~5%**的水平

美国国防预算支出一览
(1978~2015)

美国国防预算占**GDP**和财政支出比重
(1978~2015)



注：2010~2015年为预测值

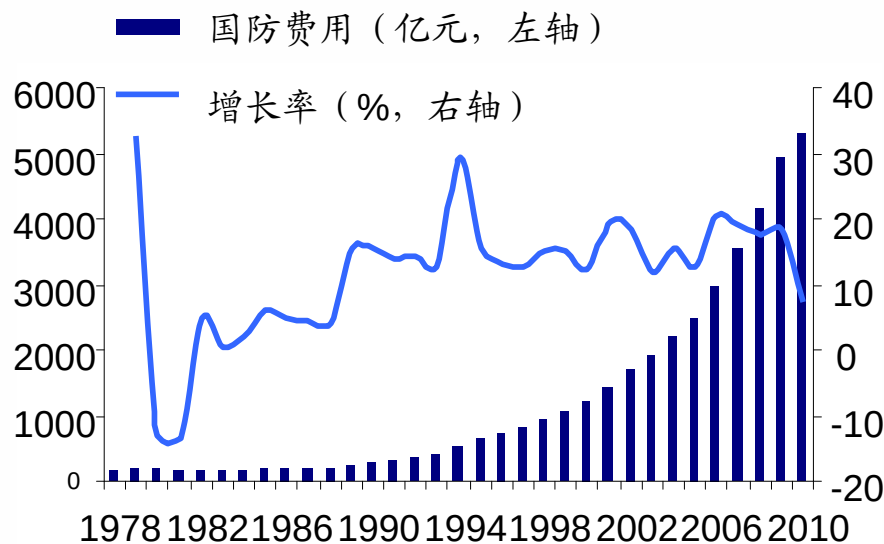
资料来源：美国白宫《总统预算历史表》，海通证券研究所

中国国防投入情况

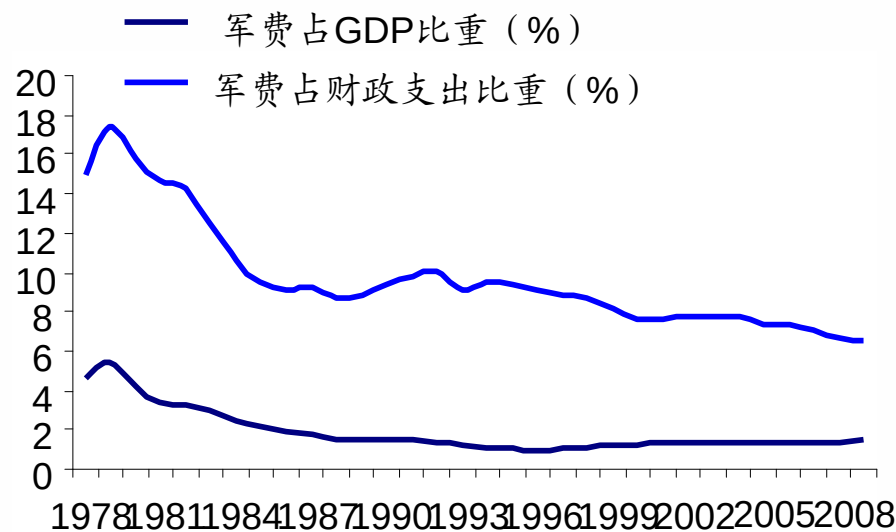
1978年，中国的国防费用为**167.84**亿元，而2010年国防预算为**5321.15**亿元，增长了**30.7**倍，年均复合增长率为**11.4%**。同期**GDP**名义增长**91**倍，财政支出增长**66.6**倍

目前中国国防费用占**GDP**比重不到**1.5%**，距离发达国家**3%~5%**的水平还有很大差距

中国国防费用一览（1978~2010）



中国军费占GDP和财政支出比重（1978~2009）

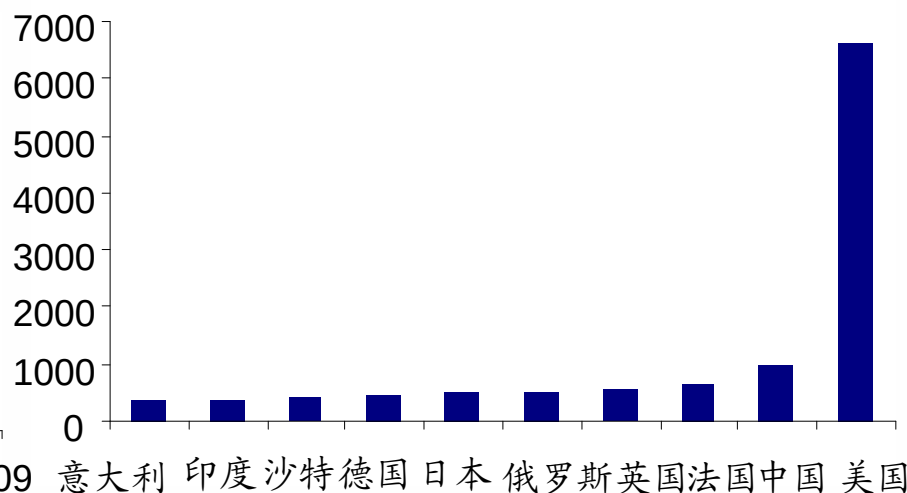
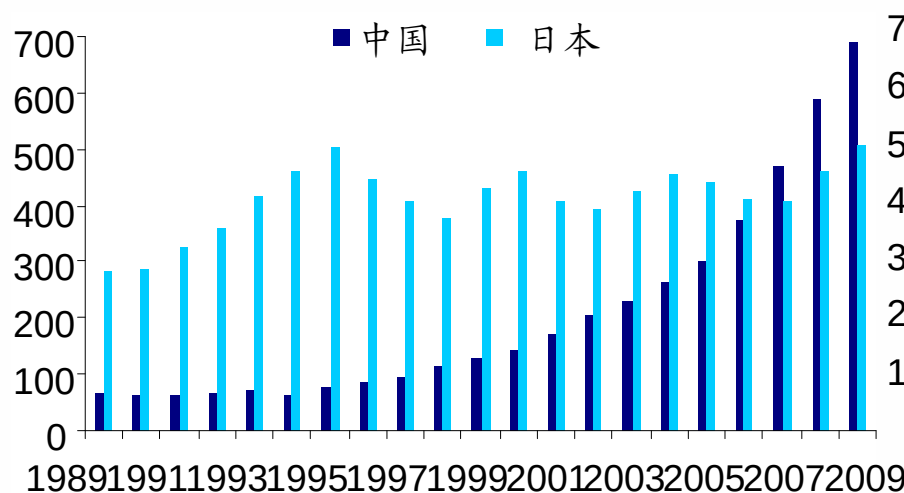


资料来源：中国国防白皮书，海通证券研究所

中国国防投入仍有巨大提升空间

根据瑞典斯德哥尔摩和平研究所统计，2009年美国军费开支为**6610**亿美元，约占全球各国和地区军费开支的**44%**以上。中国以**1004**亿美元居第二位，但是考虑到中国的人口、地理和经济地位，我们认为这和中国全球地位并不相匹配，尤其是在中国迅速崛起，对海外市场和原材料依赖程度急剧上升，预计中国未来的国防投入无论是速度还是规模都将快速增长

中日军费对比（1989~2009，亿美元） 2009年全球军费开支前10（亿美元）



资料来源：中国国防白皮书，日本防卫省，海通证券研究所

资料来源：SIPRI，海通证券研究所



军工行业：长期受益政策支持

- 军工企业股份制改造实施暂行办法（2007年）
- 国防科工委关于非公有制经济参与国防科技工业建设的指导意见（2007年）
- 深化国防科技工业投资体制改革的意见（2007年）
- 关于推进军工企业股份制改造的指导意见（2007年）
- 国防和军工行业“十一五”规划



军工行业： 产业规划注入新动力

- 国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》提出发展高端装备制造业，其中最先提到：重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业，积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展
- 十二五规划建议中提出加强国防和军队现代化建设，加快军队机械化信息化复合发展，提高以打赢信息化条件下局部战争能力为核心的完成多样化军事任务能力
- 国防白皮书提出加紧构建中国特色现代化武器装备体系，坚持自力更生、自主创新，优先发展适应一体化联合作战需要的信息化武器装备，有重点有选择地改造升级现有装备
- 《国务院 中央军委关于深化我国低空空域管理改革的意见》提出应充分认识深化低空空域管理改革的重大意义以及深化低空空域管理改革的总体思路、总体目标、阶段目标、主要任务和措施



军工行业：高端装备升级

航空航天装备制造未来重点突破项目：

- 民用飞机领域：**ARJ21**（国产涡扇支线客机）、**C919**（国产大飞机）、**新舟700**（涡桨支线客机）、**蛟龙600**（国产大型水上飞机）、**海鸥300**（国产轻型水陆两用飞机）等
- 军用飞机及航空发动机领域：**L-15“猎鹰”**（国产双发高教机）、**初教7**（国产初级教练机）、**运9**（中型运输机）、大型战略轰炸机、大型运输机、四代战机、大推力航空发动机等
- 直升机领域：**直15**、**武直10**、**AC311**、**AC352**、**AC313**等
- 航天领域：“北斗”II、“嫦娥”探月工程、“天宫”航天载人空间站、大推力运载火箭等
- 船舶领域：航母、新型核潜艇、新型登陆舰、新型驱逐舰、新型护卫舰等



欧美军工企业：收入规模巨大

2009年全球军工100强中部分上市公司收入情况

排名	国家/地区	防务收入（亿美元）	总收入（亿美元）	防务收入占比（%）	简称
1	美国	420	452	93	洛克希德马丁
2	英国	334	351	95	英国宇航系统
3	美国	319	683	46	波音
4	美国	307	338	91	诺斯洛普格鲁曼
5	美国	259	320	81	通用动力
6	美国	231	249	93	雷神
7	欧盟	150	597	25	European Aeronautic Defence
8	意大利	133	243	53	Finmeccanica SpA
9	美国	130	156	83	L-3通讯控股
10	美国	111	529	21	联合技术
12	法国	80	180	45	Thales SA
15	美国	54	309	17	霍尼韦尔
32	美国	26	45	58	罗克威尔克林斯
39	瑞典	20	24	83	Saab AB
40	美国	20	67	30	古德里奇



欧美主要军工上市公司：大市值，低估值

欧美军工巨头的市值可以作为我国军工企业估值的参照

欧美军工巨头市值与估值情况

国家/地区	单位	代码	简称	股价	市值（亿）	PE（x, 2009）	PE（x, 2010E）	PE（x, 2011E）	PE（x, 2012E）
美国	美元	LMT US	洛克希德马丁	69.40	250	9	10	11	8
英国	英镑	BA/ LN	英国宇航系统	327.10	111				
美国	美元	BA US	波音	65.72	482	35	16	14	12
美国	美元	NOC US	诺斯洛普格鲁曼	63.35	185	12	9	9	9
美国	美元	GD US	通用动力	67.62	255	11	10	10	9
美国	美元	RTN US	雷神	47.25	172	10	10	10	9
欧盟	欧元	EAD FP	European Aeronautic Defence	17.48	143		26	18	10
意大利	欧元	FNC IM	Finmeccanica SpA	8.68	50	8	8	7	7
美国	美元	LLL US	L-3通讯控股	72.04	82	9	9	9	8
美国	美元	UTX US	联合技术	78.26	723	19	17	15	13

资料来源：Bloomberg、海通证券研究所



中国军工集团：资源整合势在必行

中国虽拥有十大军工集团，但是中国的军工行业缺少巨头，仅仅是进出口贸易商、行业研究所和行业厂的松散联盟，在工业界缺少影响力。因此通过资产整合打造中国的洛克希德马丁这样的军工巨头势在必行

2009年中国十大军工集团财务数据

行业	公司名称	经营业务侧重	资产总额	净资产	营业收入	利润总额	净利润
核工业	中国核工业集团公司	核产品的生产经营	1864.26	367.03	351.81	53.52	24.59
	中国核工业建设集团公司	核工程建设	186.59	19.97	152.41	3.13	1.78
航天	中国航天科技集团公司	主要为火箭、卫星系列的研制生产及应用	1572.98	501.19	688.12	70.32	52.04
	中国航天科工集团公司	主要为武器系统的研制生产等	1117.81	337.20	724.67	50.22	32.49
航空	中国航空工业集团公司	战斗机、直升机、教练机及其配套件等	3931.80	913.55	1708.72	92.66	52.37
船舶	中国船舶工业集团公司	主战舰艇，军辅船，船配等	1591.69	351.42	758.78	55.25	31.41
	中国船舶重工集团公司	大型水面水下舰艇，军辅船等	2646.12	517.19	1210.94	74.78	46.08
兵器	中国兵器工业集团公司	武器装备等	2058.77	475.96	1648.84	53.82	31.15
	中国兵器装备集团公司	武器装备等	1898.80	263.29	1963.94	55.82	18.69
军用电子	中国电子科技集团公司	军事电子等	732.20	-	-	43.80	-



军工集团大部分资产仍未上市

- 中航工业集团：旗下涉及军工制造类的A股上市公司**15家**，**2010年**前三季度，上市公司资产占集团**14%**，净资产占集团**30.9%**，收入占集团**16.6%**，净利润占集团**59%**
- 兵器工业集团：旗下A股上市公司**11家**，**2010年**前三季度，上市公司资产占集团**22%**，净资产占集团**27.5%**，收入占集团**15.4%**，净利润占集团**21.8%**
- 航天科技集团：旗下A股上市公司**4家**，**2010年**前三季度，上市公司资产占集团**11.2%**，净资产占集团**15.3%**，收入占集团**9.5%**，净利润占集团**10.1%**
- 航天科工集团：旗下A股上市公司**6家**，**2010年**前三季度，上市公司资产占集团**14.2%**，净资产占集团**23.5%**，收入占集团**20.5%**，净利润占集团**28.7%**



中航工业集团：航空装备制造主导者

军用航空制造业的绝对垄断

集团是国内军用航空设备的唯一提供商，累计生产**20**多个型号的飞机、**20**多种航空发动机，在军用航空领域具有绝对垄断地位，从各方面获得国家的大力支持

肩负发展我国民用航空制造业的重要职能

集团依托军用航空的技术优势，承担着新舟**700**、**ARJ21**、**C919**等各类民机、四代战机等各类军机、各类直升机、大推力航空发动机的研制和生产任务

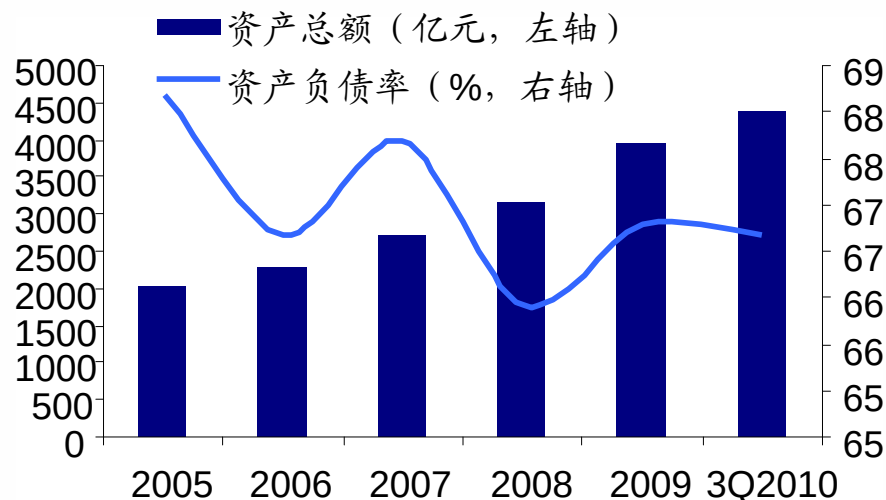
“两融、三新、五化、万亿”的发展战略

“两融”即融入世界航空产业链，融入区域发展经济圈；“三新”即形成“品牌价值、商业模式、集成网络”新的三位一体集团核心竞争力；“五化”即推进市场化改革、专业化整合、资本化运作、国际化开拓、产业化发展；“万亿”即争取**2017**年销售收入达到一万亿元规模

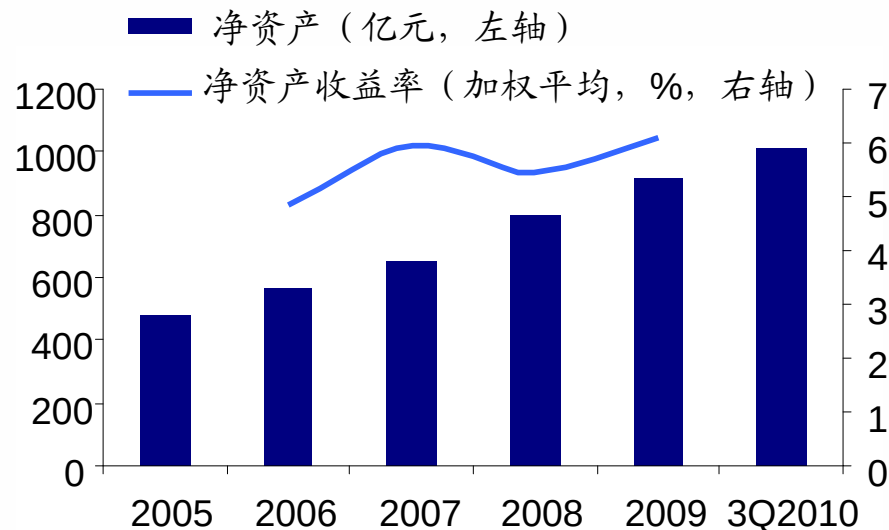


中航工业集团资产概况

集团2005~2010年前三季度资产和负债率



集团2005~2010年前三季度净资产和收益率



资料来源：海通证券研究所整理

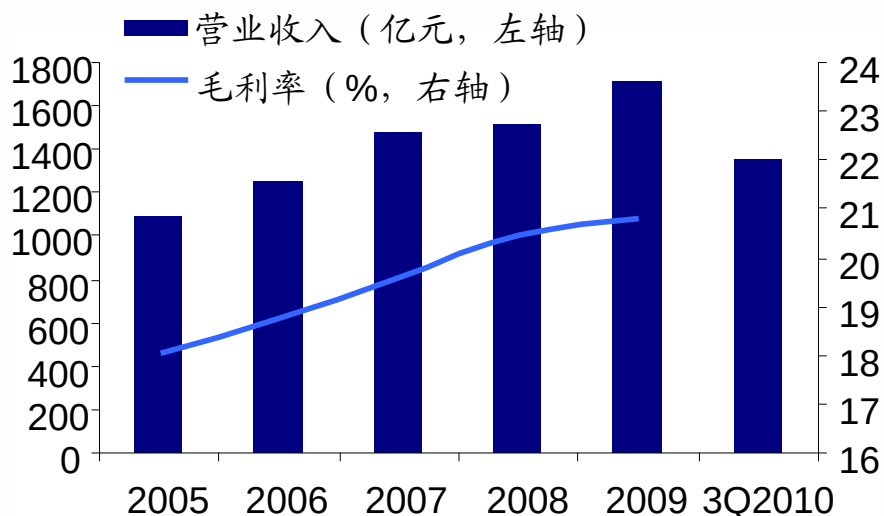
截至2009年末，中国航空工业集团资产总额**3932亿元**，同比增长**25.02%**，净资产规模**914亿元**，同比增长**14.53%**；截至2010年三季度末，集团资产总额**4397亿元**，净资产**1014亿元**

2005~2009年，集团资产总额增长**92.88%**，年均复合增长率为**17.85%**；净资产规模增长**90.26%**，年均复合增长率为**17.45%**

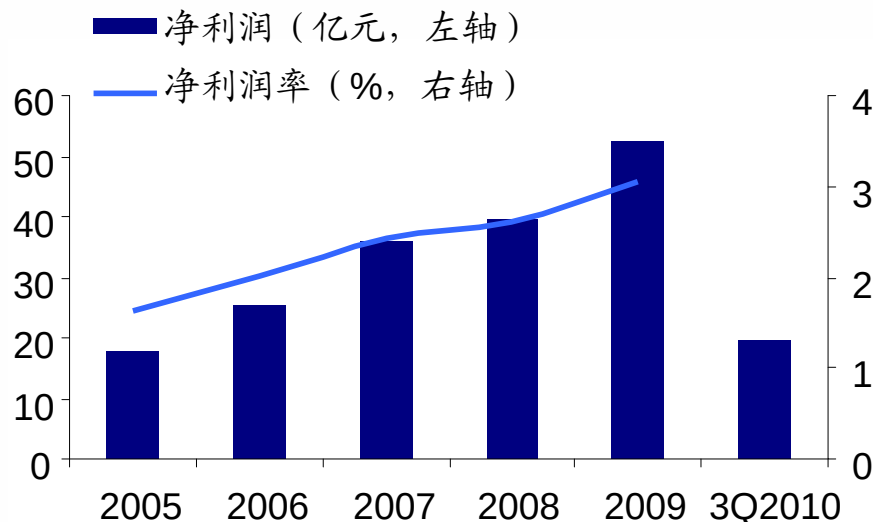


中航工业集团经营概况

集团2005~2010年前三季度收入和毛利率



集团2005~2010年前三季度利润和利润率



资料来源：海通证券研究所整理

2009年，中国航空工业集团实现营业收入**1350亿元**，同比增长**13.1%**，净利润**52亿元**，同比增长**32.55%**；**2010年前三季度**，集团实现营业收入**1350亿元**，同比增长**21.14%**，净利润**20亿元**，同比增长**41.35%**

2005~2009年，集团营业收入增长**56.92%**，年均复合增长率为**11.92%**；净利润增长**196.87%**，年均复合增长率为**31.26%**



中航工业集团：市值逼近全球军工巨头

代码	简称	总股本（亿股）	流通股本（亿股）	市值（亿元）	流通市值（亿元）
600316	洪都航空	7.17	5.64	240.66	189.44
000768	西飞国际	24.78	15.25	328.28	202.06
600893	航空动力	5.45	1.47	188.99	51.10
600391	成发科技	1.31	0.72	34.43	18.83
600038	哈飞股份	3.37	1.68	107.99	53.93
002013	中航精机	1.67	1.24	61.40	45.52
002179	中航光电	4.02	2.09	85.51	44.53
600372	中航电子	4.85	4.10	156.49	132.39
600760	东安黑豹	3.45	2.45	48.60	34.58
000738	中航动控	9.43	1.84	158.59	30.88
002190	成飞集成	2.06	0.65	74.63	23.54
600523	贵航股份	2.89	1.51	74.94	39.24
600765	中航重机	7.78	3.75	162.52	78.24
002163	中航三鑫	4.02	1.44	72.12	25.84
合计		82.24	43.84	1795.14	970.13



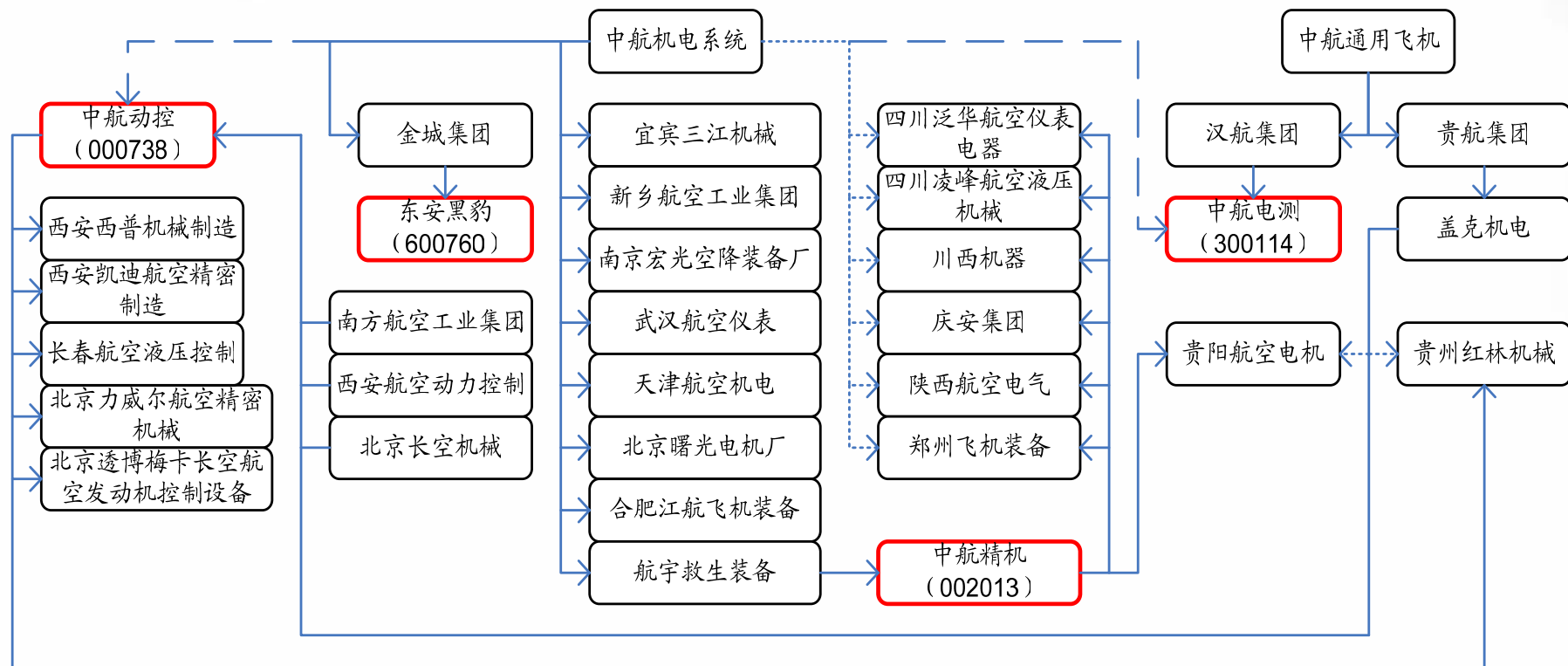
中航工业集团：资产整合深度进行中

2008年末一、二航合并之时，集团针对“五化”中的“资本化”提出了整体上市计划的时间表——三年内（截至2012年），实现子公司80%的主营业务和相关资产进入上市公司，基本实现子公司整体上市；五年内（截至2014年），力争集团公司80%以上主营业务和相关资产进入上市公司，实现集团的整体上市

运输机板块、航空电子板块的整合目前已接近完成，发动机、航空机电、通用飞机板块的整合正在进行中，而直升机、防务板块的整合尚未启动

业务板块	公司名称	主营业务	业务板块	公司名称	主营业务
直升机公司	哈飞股份	直升机	防务公司	洪都航空	教练机、通用飞机等
机电系统公司	中航精机	航空机电设备	运输机公司	西飞国际	军机、支线飞机等
	中航黑豹	汽车零部件、专用车	发动机公司	航空动力	航空发动机及零部件
	中航动控	航空发动机控制系统		成发科技	航空发动机零部件转包
	中航电测	应变电测产品	中航国际	飞亚达A	钟表制造、国外名表销售
航空电子系统公司	中航电子	机载电子系统及设备		深天马A	液晶显示屏及模块
	中航光电	光电元器件		中航地产	商场、宾馆服务，房地产开发
通用飞机公司	贵航股份	汽车零部件、航空产品		天虹商场	零售
	中航重机	锻铸、液压、新能源		深圳中航股份	多元化战略投资控股
	中航三鑫	玻璃深加工		中航国际控股	销售电力及蒸汽、EC120
资产管理事业部	成飞集成	汽车模具、锂电池		中油洁能	燃气、车用燃气装置
	中航科工	控股公司			

中航机电系统：关注东安黑豹

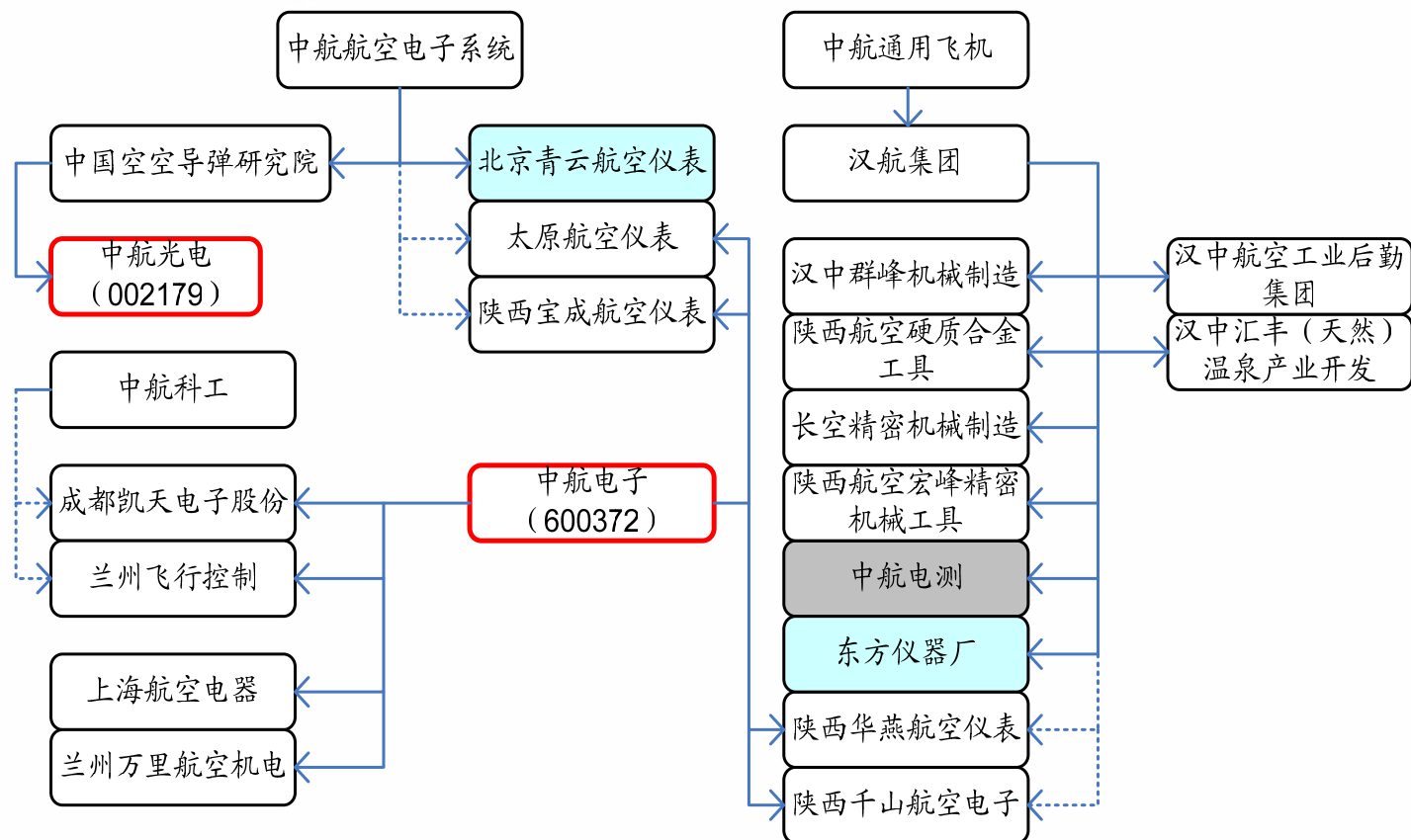


资料来源：海通证券研究所整理

从资产整合的进程看，目前中航机电系统公司旗下比较有潜力的是东安黑豹，其大股东金城集团尚有大量资产未注入上市公司，且控股比例偏低。此外，根据中航工业集团领导林左鸣的讲话精神，集团未来在汽车类资产方面将主要着力于发展特种专用车业务，东安黑豹将直接从中受益



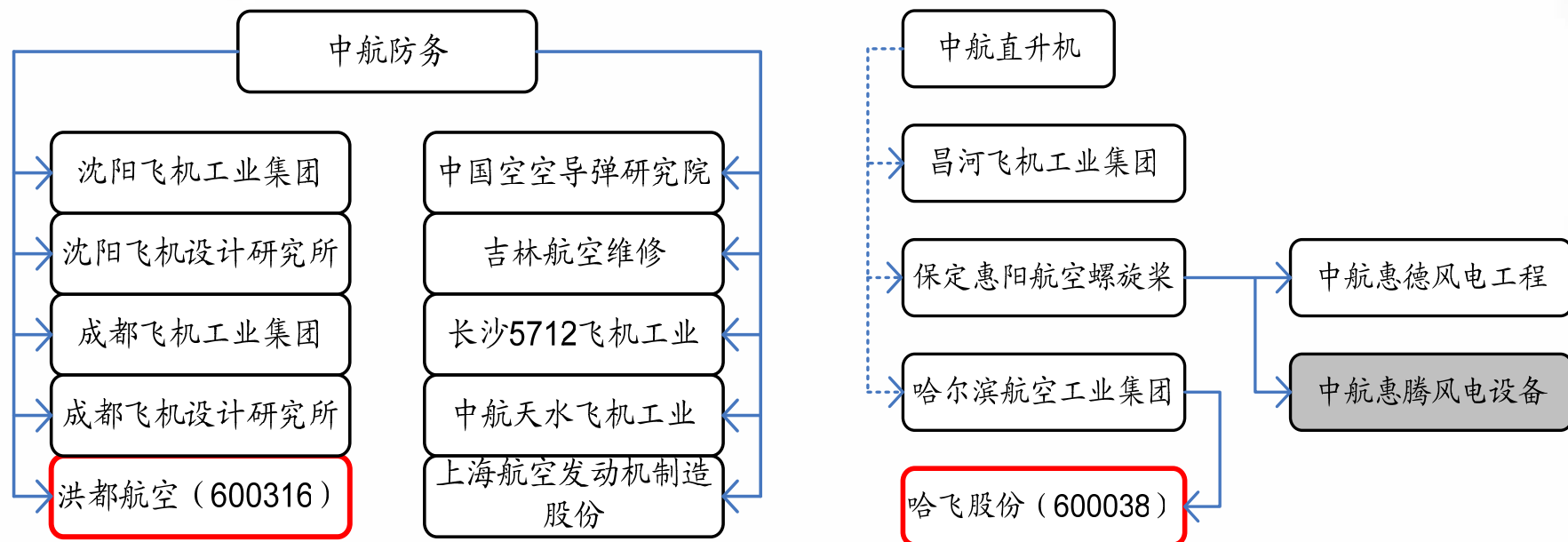
中航航空电子系统：资产整合已接近完成



资料来源：海通证券研究所整理

中航航空电子系统公司目前资产整合已接近完成，与中航电子业务相近但尚未注入上市公司的资产主要是北京青云航空仪表和东方仪器厂

防务、直升机：整合未启动，上市公司受益产业发展



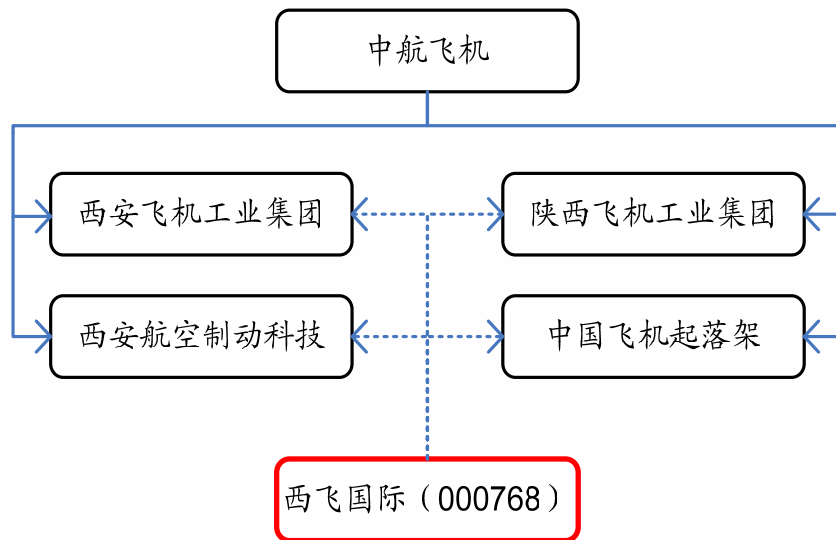
资料来源：海通证券研究所整理

直升机和防务公司的资产整合一直没有启动

考虑到中航工业在我国直升机制造行业的主导地位，随着我国直升机产业未来可能进入爆发式增长阶段，哈飞股份将从行业发展中受益

洪都航空的L-15“猎鹰”高级教练机目前正接近定型，初教7则有望从低空开放后的通用航空行业大发展中受益

中航运输机：整合已完成，民机发展受益者

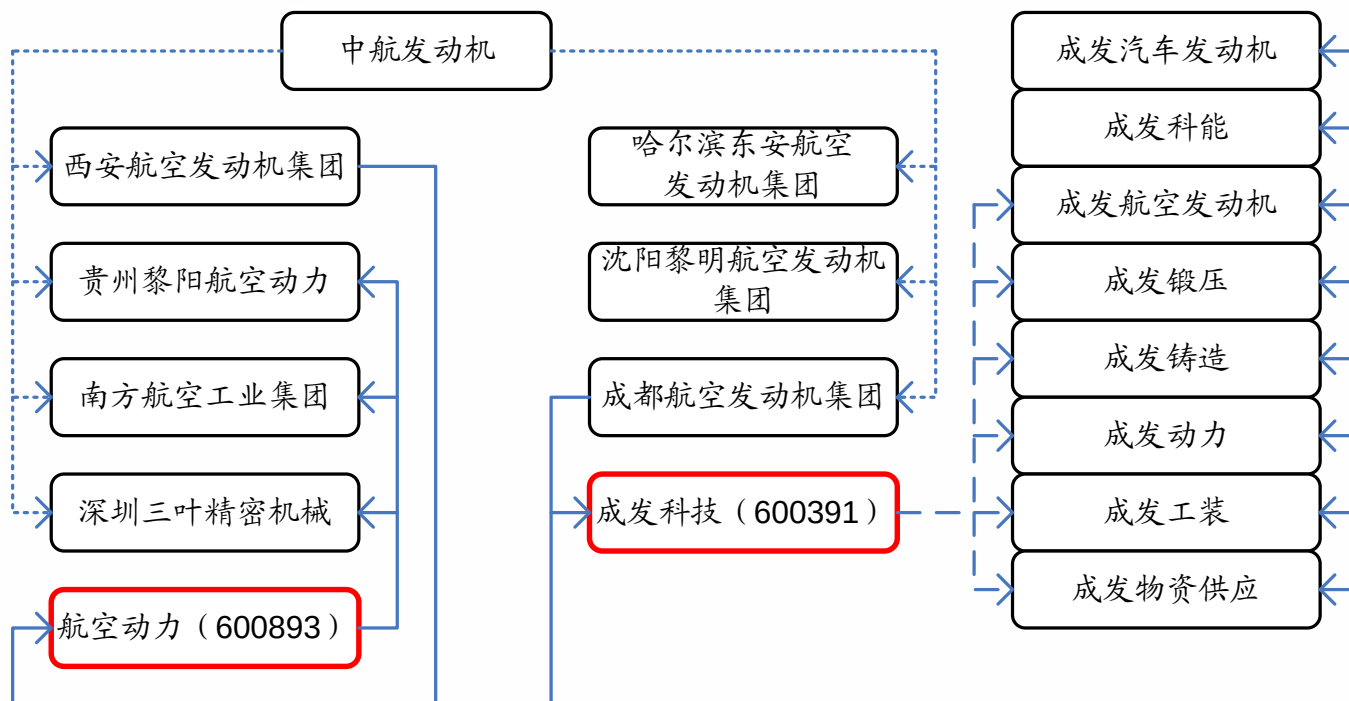


资料来源：海通证券研究所整理

运输机公司已基本完成旗下资产整合，因此西飞国际未来进一步注入资产的可能性不是很大。但是从高端装备升机的角度看，该板块旗下企业承担着我国民机研发和制造的主要任务，我们看好西飞国际从**ARJ21**、**C919**、新舟**700**的研制生产中受益



中航发动机：关注航空动力



资料来源：海通证券研究所整理

中航工业集团旗下发动机资产整合平台为航空动力，目前尚未注入上市公司的资产主要为东安集团和沈阳黎明

成发集团目前除成发科能外大部分资产已进入成发科技

未来数年随着中国航空发动机产业的爆发式增长，作为集团发动机资产整合平台的航空动力业绩也有望高速增长



从资产整合的角度，我们认为贵航股份成为通用飞机公司旗下通用飞机和汽车零部件业务的整合平台可能性较大，并且能够从通用航空行业发展中受益



中国兵器工业集团：国内最大的武器装备提供商

中国最大的武器装备制造集团

集团在精确打击、两栖突击、远程压制、防空反导、信息夜视、高效毁伤等领域取得长足进展

重装与化工为主的民品领域

集团民品领域形成了以重型车辆与装备、特种化工、石油化工等为主导的架构

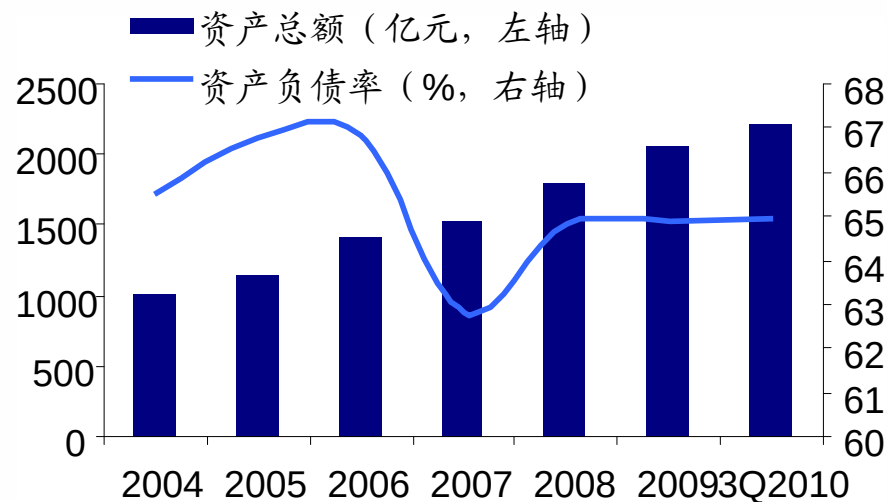
集团资产整合初步启动

2009年，集团提出计划用**3年多**时间，将旗下**100多家**成员单位重组为**30多个**专业化的子集团

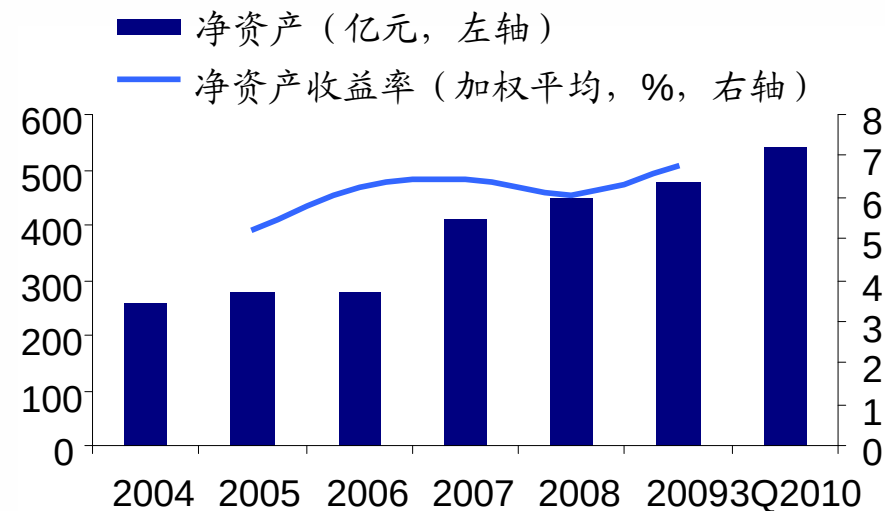
兵器工业集团资产概况



集团2004~2010年前三季度资产和负债率



集团2004~2010年前三季度净资产和收益率



资料来源：海通证券研究所整理

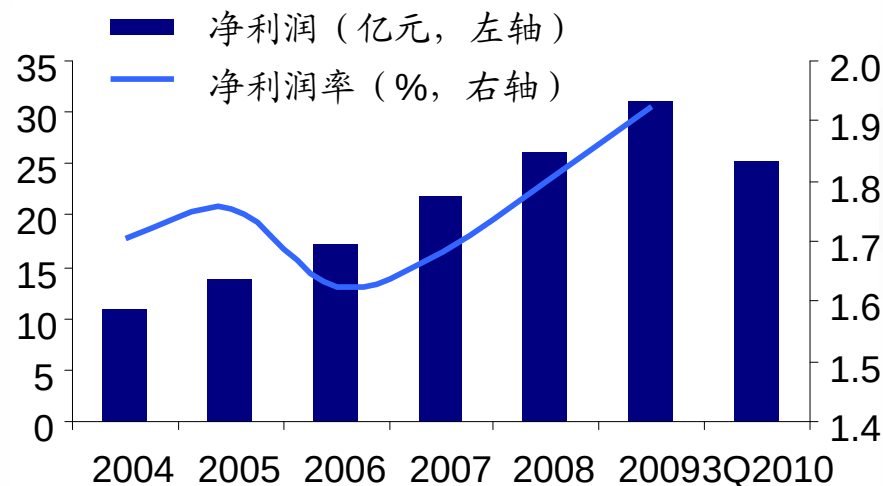
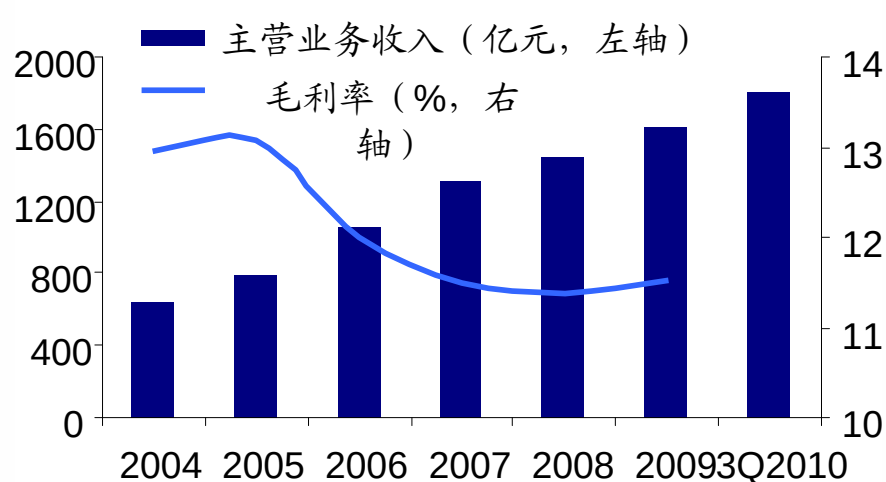
截至2009年末，中国兵器工业集团资产总额2059亿元，同比增长14.99%，净资产规模476亿元，同比增长6.1%；截至2010年三季度末，集团资产总额2215亿元，净资产540亿元

2004~2009年，集团资产总额增长103.71%，年均复合增长率为15.29%；净资产规模增长83.27%，年均复合增长率为12.88%

兵器工业集团经营概况



集团2004~2010年前三季度主营收入和毛利率 集团2004~2010年前三季度利润和利润率



资料来源：海通证券研究所整理

2009年，中国兵器工业集团实现营业收入**1649亿元**，同比增长**11.72%**，净利润**31亿元**，同比增长**19.3%**；**2010年前三季度**，集团实现营业收入**1838亿元**，同比增长**63.19%**，净利润**25亿元**，同比增长**24.55%**

2004~2009年，集团主营业务收入增长**152.6%**，年均复合增长率为**20.36%**；净利润增长**184.91%**，年均复合增长率为**23.29%**

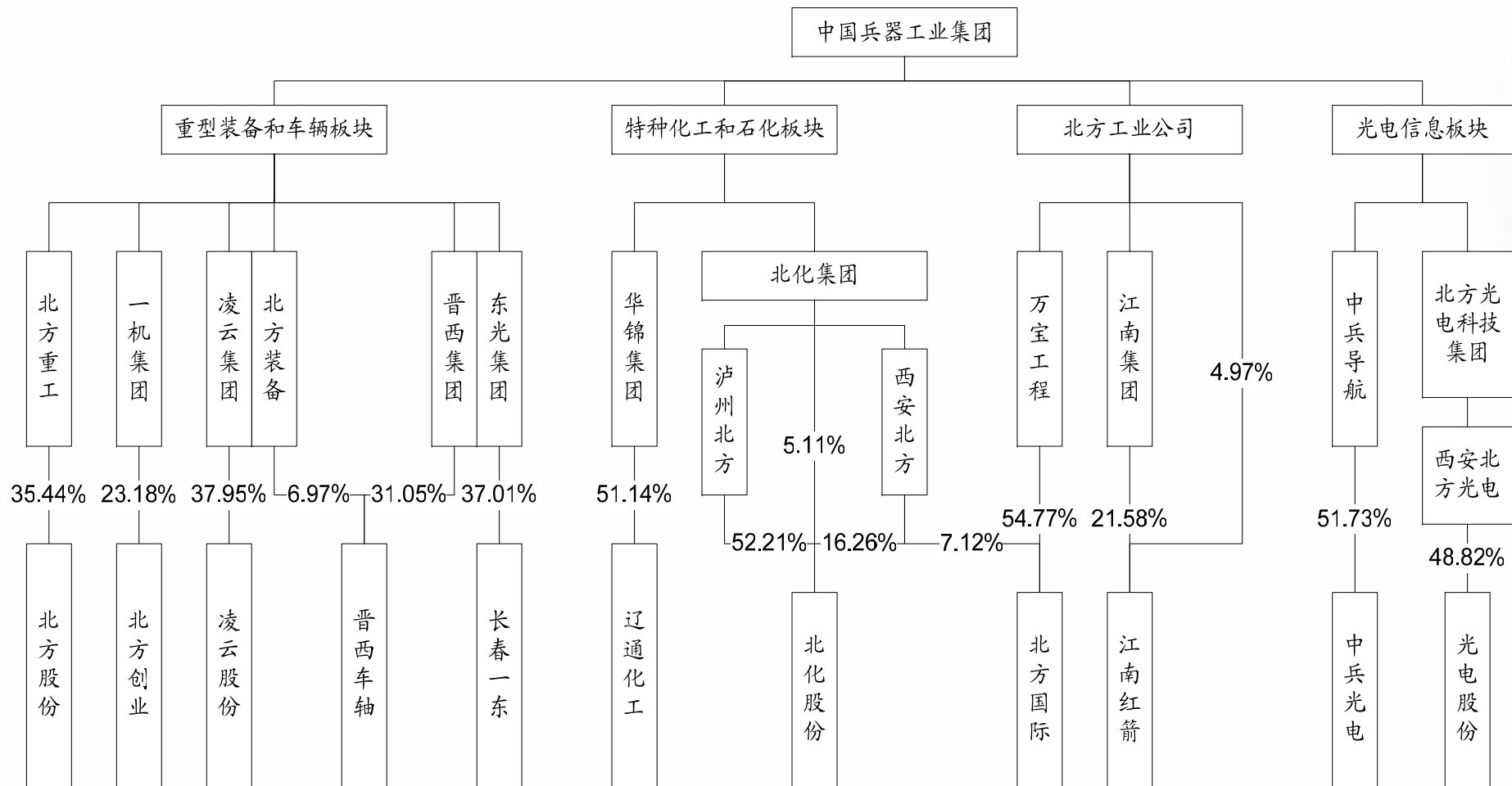


兵器工业集团：从市值看资本运作方兴未艾

代码	简称	总股本（亿股）	流通股本（亿股）	市值（亿元）	流通市值（亿元）
600495	晋西车轴	3.02	2.72	40.08	36.04
600148	长春一东	1.42	1.42	21.27	21.27
600184	光电股份	2.09	0.61	86.64	25.32
600967	北方创业	1.73	1.65	26.83	25.49
600480	凌云股份	3.12	3.12	57.35	57.35
600262	北方股份	1.70	0.66	30.99	12.03
600435	中兵光电	7.45	3.62	119.74	58.17
000519	江南红箭	1.91	1.58	35.36	29.21
000065	北方国际	1.62	1.62	36.47	36.47
002246	北化股份	1.98	0.52	37.94	10.02
000059	辽通化工	12.01	9.86	146.10	120.02
合计		38.05	27.38	638.77	431.40

资料来源：海通证券研究所整理

兵器工业集团上市公司格局



资料来源：海通证券研究所整理



兵器工业集团重组规划

截至**2010年3月31日**，集团纳入合并报表范围的子公司**109家**，其中全资子公司**83家**，控股子公司**26家**

2009年，集团提出计划用**3年多时间**，将旗下**100多家**成员单位重组为**30多个**专业化的子集团

截至目前兵器工业集团已经完成重组的子集团：

重型装备和车辆板块：

红阳工业集团（豫西弹药集团）、山东机器集团、晋西工业集团、沈阳东基集团

特种化工和石化板块：

北方化工集团、辽宁华锦化工集团

光电信息板块：

已率先实现资产重组，形成北方光电科技集团、北方电子科技集团（雷达集团）、北方电子信息科技集团、北方夜视技术集团、北方激光技术集团、中兵导航控制集团等六个集团



重装和车辆板块分析

重型装备和车辆板块上市公司与大股东资产与收入对比（2009年，亿元）

上市公司	资产总额	净资产	营业收入	大股东	资产总额	净资产	营业收入
北方创业	21.51	10.89	24.03	一机集团	162.68	48.04	144.16
北方股份	28.19	7.45	18.69	北方重工	97.93	16.87	68.09
晋西车轴	20.12	13.49	15.10	晋机集团	53.99	26.75	42.12
长春一东	6.37	2.89	1.61	东光集团	30.95	8.55	11.73
凌云股份	26.22	13.73	25.10	凌云集团	28.98	13.91	25.32

资料来源：海通证券研究所整理

重型装备和车辆板块，5家上市公司均无资产重组历史，凌云股份目前有定向增发预案。从上市公司和大股东资产对比情况看，北方创业、北方股份、晋西车轴、长春一东均有可能成为其大股东资产整合的平台，凌云股份大股东向上市公司进一步注入资产的可能性很小



特化和石化板块分析

特种化工和石化板块上市公司与大股东资产与收入对比（2009年，亿元）

上市公司	资产总额	净资产	营业收入	股东	资产总额	净资产	营业收入
北化股份	6.77	5.95	5.69	西安北方	33.46	15.05	26.77
				泸州北方	22.41	8.80	10.01
辽通化工	214.36	62.17	27.49	华锦集团	255.13	64.01	71.49

注：泸州北方数据为2007年度
资料来源：海通证券研究所整理

北化股份可能成为北化集团的资产整合平台，辽通化工可能成为兵器工业集团的石油炼化资产整合平台



光电板块：关注光电股份

北方光电科技集团由西安应用光学研究所、西安北方光电有限公司、河南北方平原光电有限公司组成，战略定位为兵器集团旗下各类武器光电的总体发展平台，力争发展成为兵器集团旗下第一个规模超过百亿的光电产业集团，旗下上市公司光电股份。我们认为光电股份可能成为北方光电的资产整合平台

北方电子科技集团由西安电子工程研究所、江苏北方湖光光电有限公司组成，定位为兵器集团旗下兵器雷达技术的专业化平台

北方电子信息科技集团由南京北方信息产业集团有限公司、北方自动控制技术研究所、中国兵器工业计算机应用技术研究所组成

北方夜视技术集团由云南北方光电仪器有限公司、北方夜视技术股份有限公司、昆明物理研究所组成，是目前国内专业化水平最高、规模最大的以红外、微光关键核心器件为主的光电夜视产业基地

北方激光技术集团由西南技术物理研究所、江苏曙光光电有限责任公司组成，国际一流的激光技术专业化发展平台

中兵导航控制科技集团由中兵光电、中国兵器工业系统总体部、西安北方捷瑞光电科技有限公司、北京北方朗拓科技有限责任公司和资产管理公司等5家单位组成，定位为兵器集团旗下导航与控制技术及其应用平台基地



中国航天科技集团：航天领域绝对垄断者

宇航系统

承担我国运载火箭系统、各类主要卫星、载人航天工程中飞船系统及深空探测器的研制和发射工作

导弹武器系统

研制生产从近程到远程、洲际，从液体到固体，从陆上到水下，从固定发射到机动发射的完整配套的导弹武器系统

航天技术应用

卫星应用、信息技术、新材料与新能源、航天特种技术应用、特种车辆及零部件、空间生物

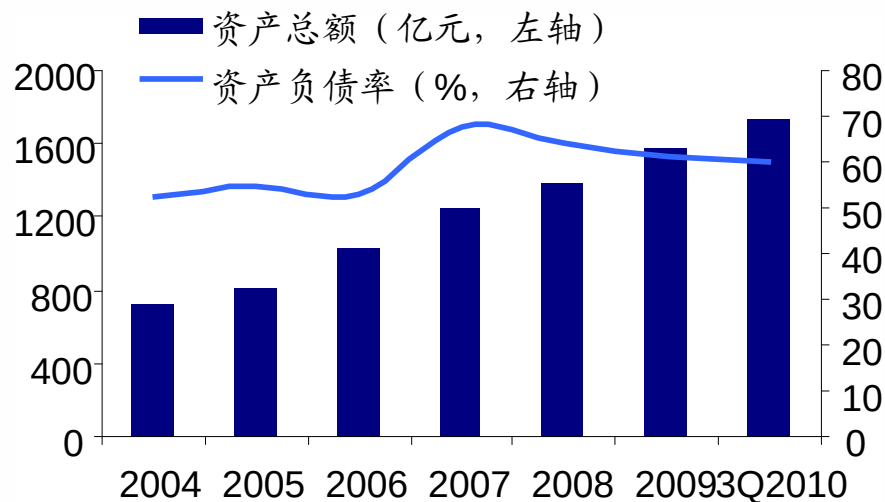
航天服务

卫星及其地面运营服务、金融服务、国际化服务、信息与软件服务、房地产业务五大领域

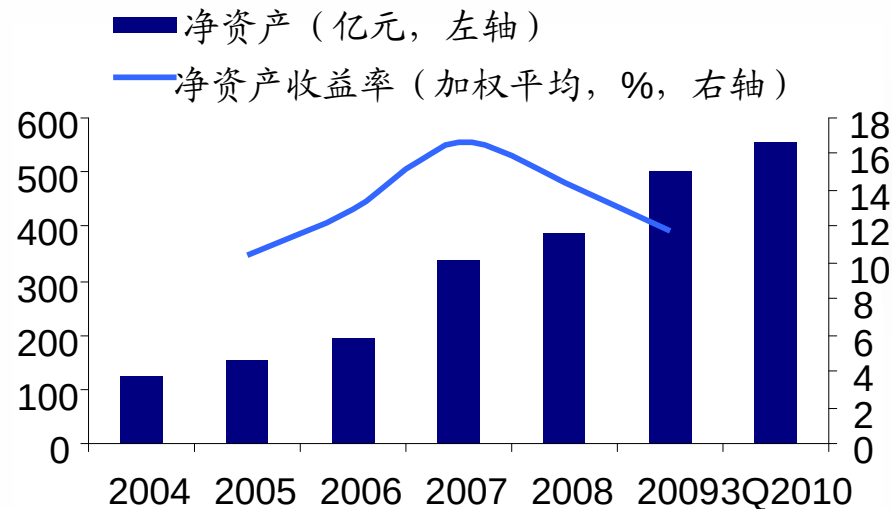
航天科技集团资产概况



集团2004~2010年前三季度资产和负债率



集团2004~2010年前三季度净资产和收益率



资料来源：海通证券研究所整理

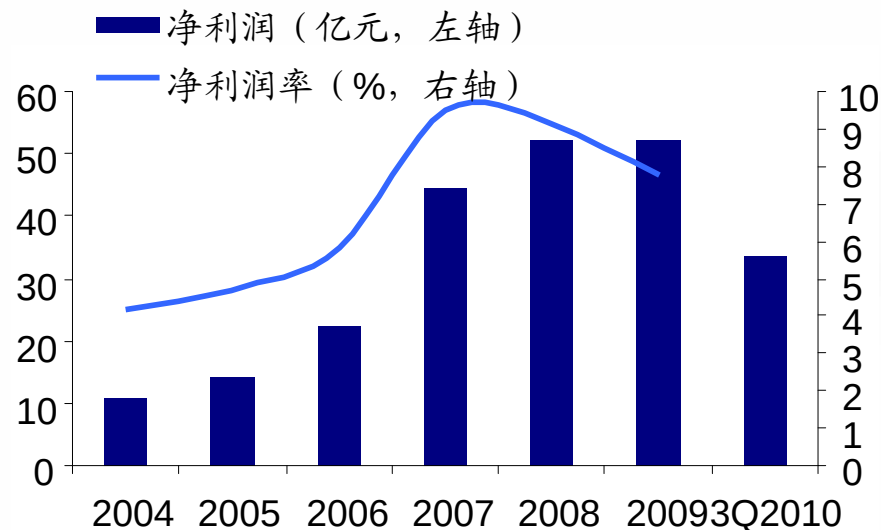
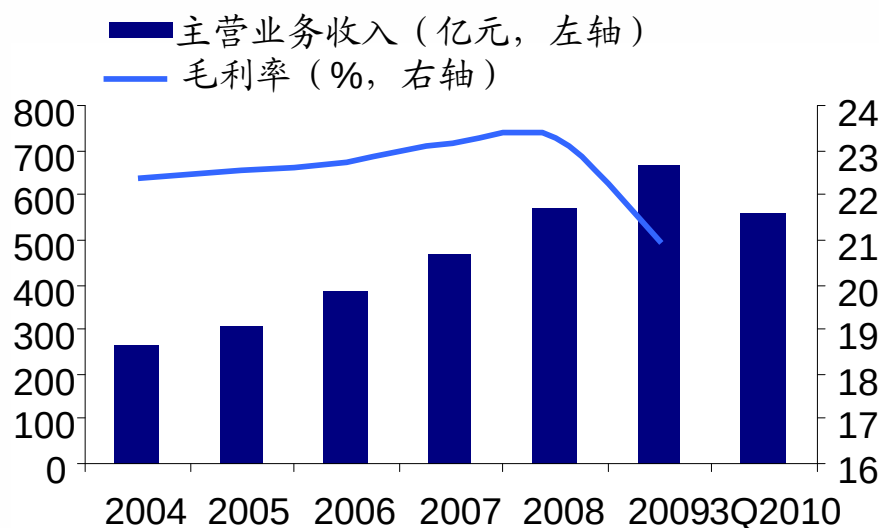
截至2009年末，中国航天科技集团资产总额**1573**亿元，同比增长**13.73%**，净资产规模**501**亿元，同比增长**29.4%**；截至2010年三季度末，集团资产总额**1741**亿元，净资产**553**亿元

2004~2009年，集团资产总额增长**116.66%**，年均复合增长率为**16.72%**；净资产规模增长**299.26%**，年均复合增长率为**31.9%**

航天科技集团经营概况



集团2004~2010年前三季度主营收入和毛利率 集团2004~2010年前三季度利润和利润率



资料来源：海通证券研究所整理

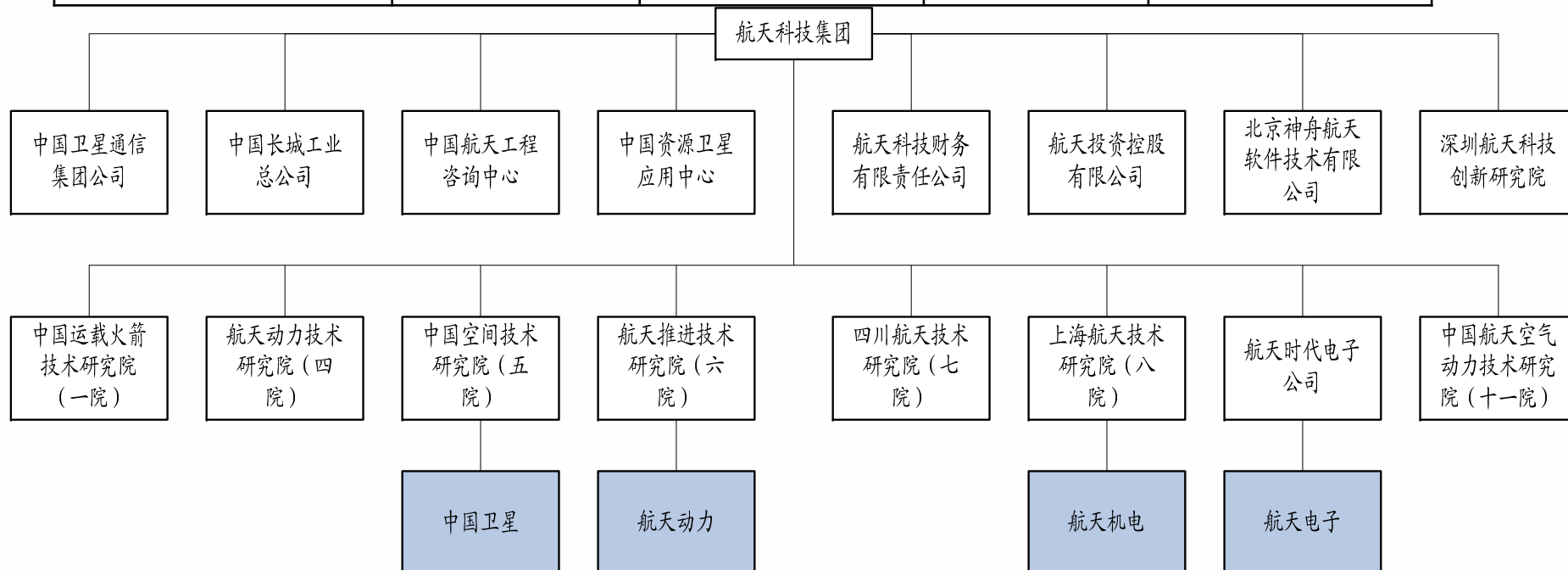
2009年，中国航天科技集团实现营业收入**688亿元**，同比增长**18.22%**，净利润**52亿元**，同比基本持平；**2010年前三季度**，集团实现营业收入**576亿元**，同比增长**43.98%**，净利润**34亿元**，同比下降**8.67%**

2004~2009年，集团主营业务收入增长**154.65%**，年均复合增长率为**20.56%**；净利润增长**377.43%**，年均复合增长率为**36.7%**



航天科技集团整体格局和上市公司

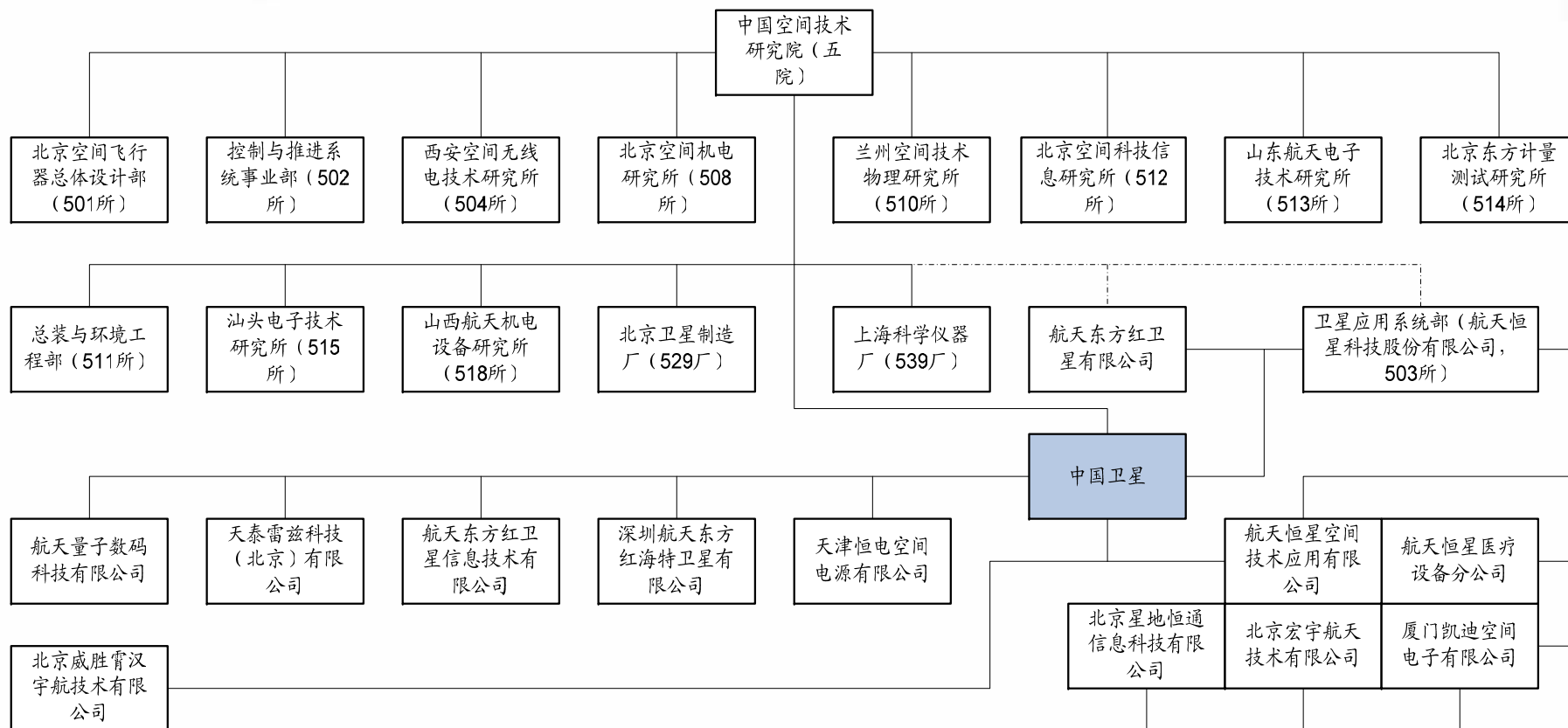
代码	简称	总股本（亿股）	流通股本（亿股）	市值（亿元）	流通市值（亿元）
600118	中国卫星	7.05	3.43	189.17	92.09
600151	航天机电	9.57	9.57	147.64	147.64
600343	航天动力	2.40	2.40	68.79	68.79
600879	航天电子	8.11	6.26	122.30	94.35
合计		27.13	21.66	527.91	402.87



资料来源：海通证券研究所整理



中国卫星：北斗II代导航系统的直接受益者

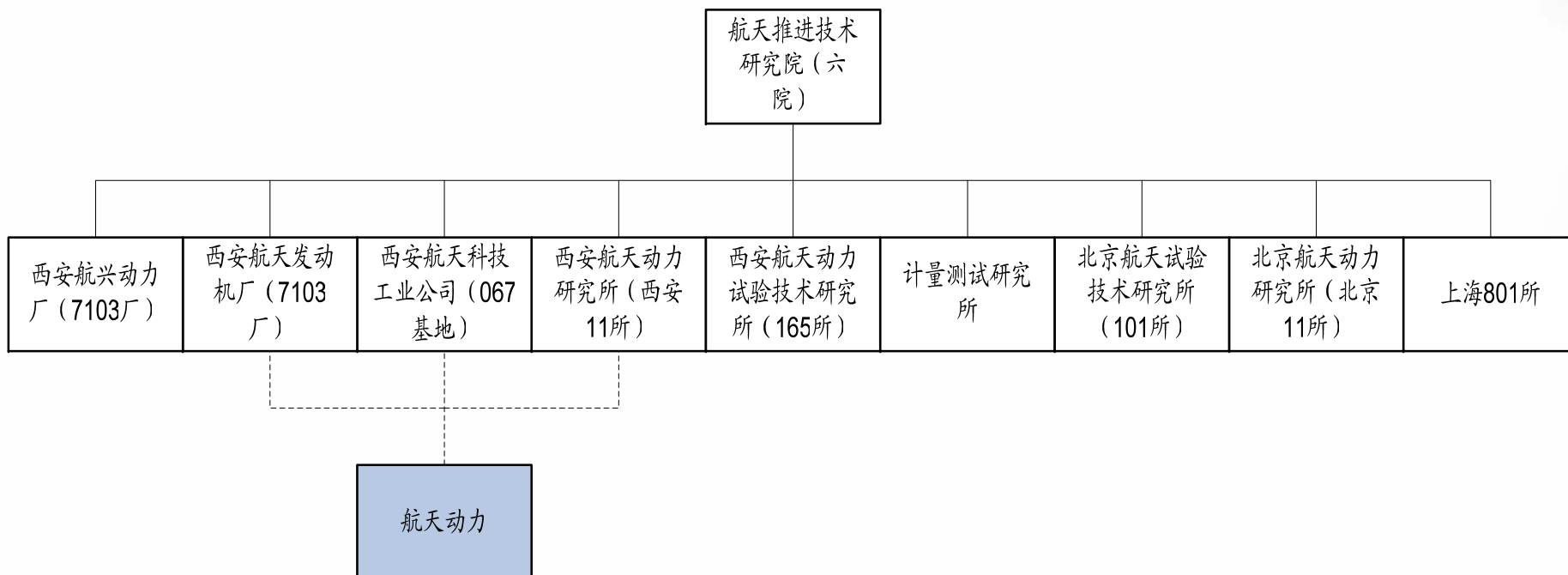


资料来源：海通证券研究所整理

中国卫星未来最大的看点是北斗II代导航系统布局的完成从而对公司卫星导航终端业务的刺激，同时公司仍将持续收购卫星应用业务方面的资产



航天动力：航天科工六院旗下唯一上市公司



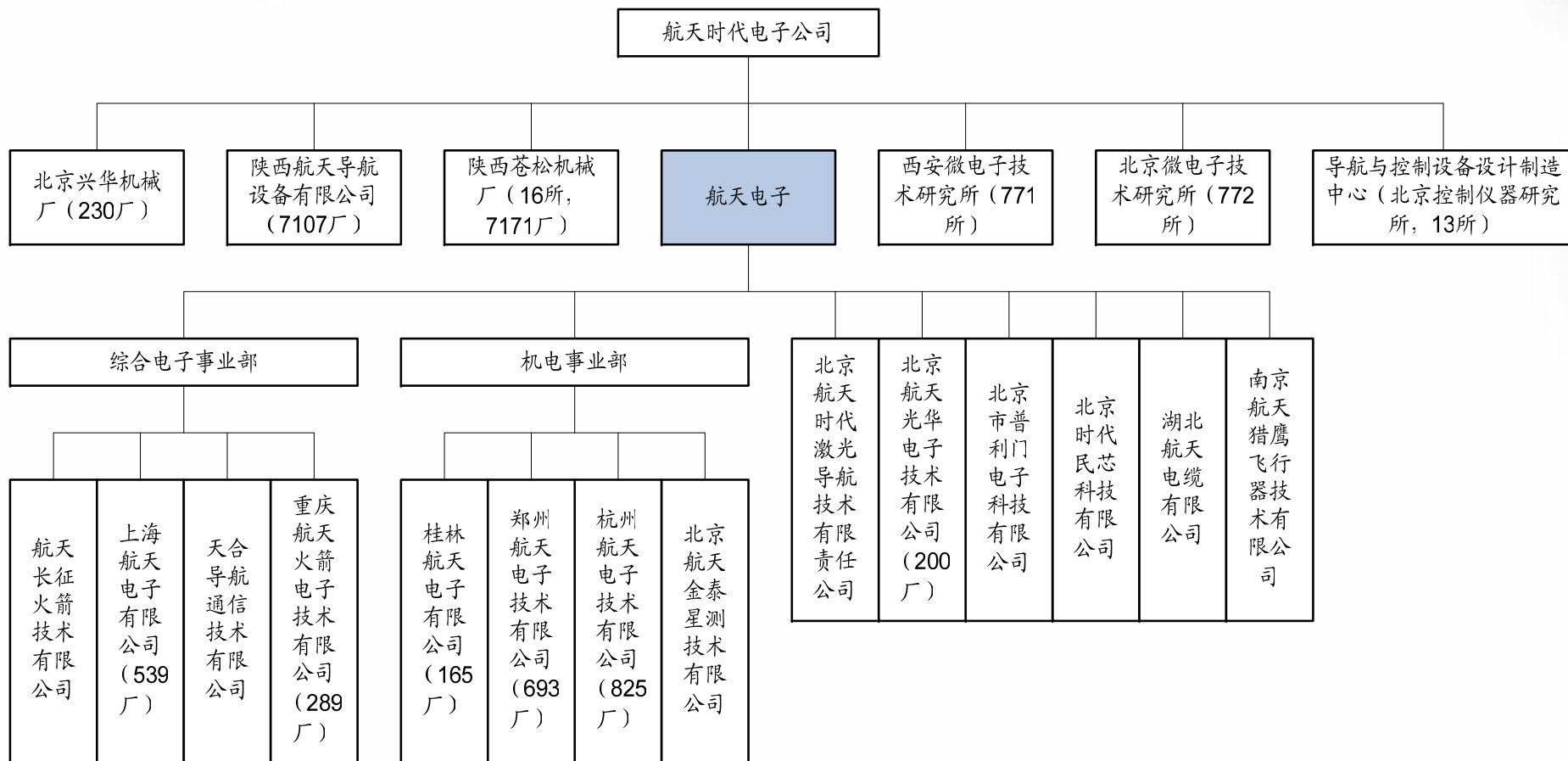
资料来源：海通证券研究所整理

航天推进技术研究院（六院）是我国液体火箭发动机研制中心和专业制造单位，承担着为我国运载火箭和导弹武器提供液体火箭发动机的重任，先后为我国大型液体火箭配套液体火箭发动机**50**余种

市场目前对航天动力的主要预期是六院火箭发动机资产的注入



航天电子：关注后续惯导资产注入



资料来源：海通证券研究所整理

航天时代电子致力于惯性导航、遥测遥控、航天计算机及软件、微电子、机电组件等业务。市场目前对公司最大的关注是大股东后续惯导资产的注入



航天科工集团：导弹工业巨头

航天防务

国家导弹武器系统研制生产的指定单位，代表着中国导弹工业的发展方向和水平，武器系统涉及陆、海、空、天、电磁等各个领域

信息技术

集中于卫星应用、系统集成及软件开发、测评

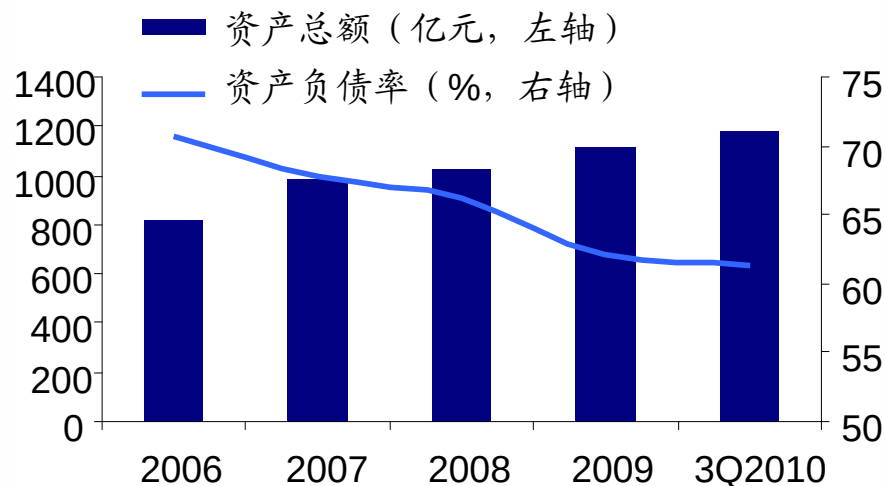
装备制造

特种车及汽车零部件、专用装备及系统装备制造、光机电基础产品及材料

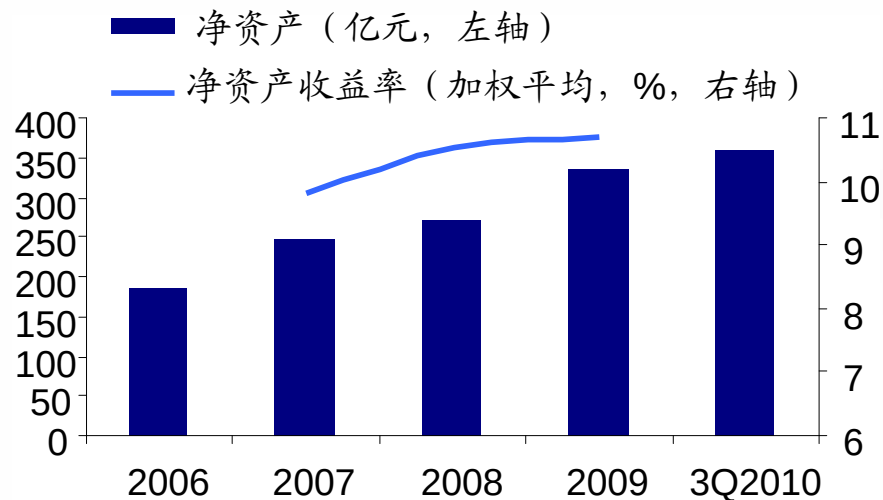
航天科工集团资产概况



集团2006~2010年前三季度资产和负债率



集团2006~2010年前三季度净资产和收益率



资料来源：海通证券研究所整理

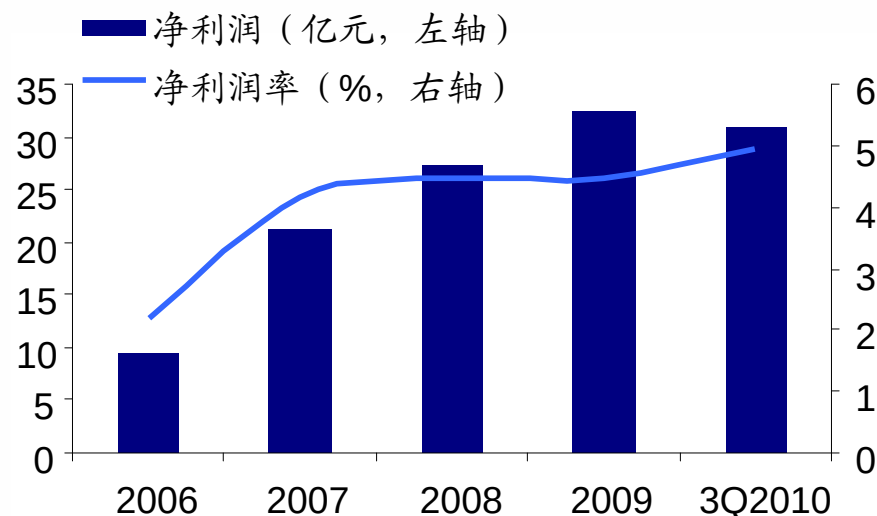
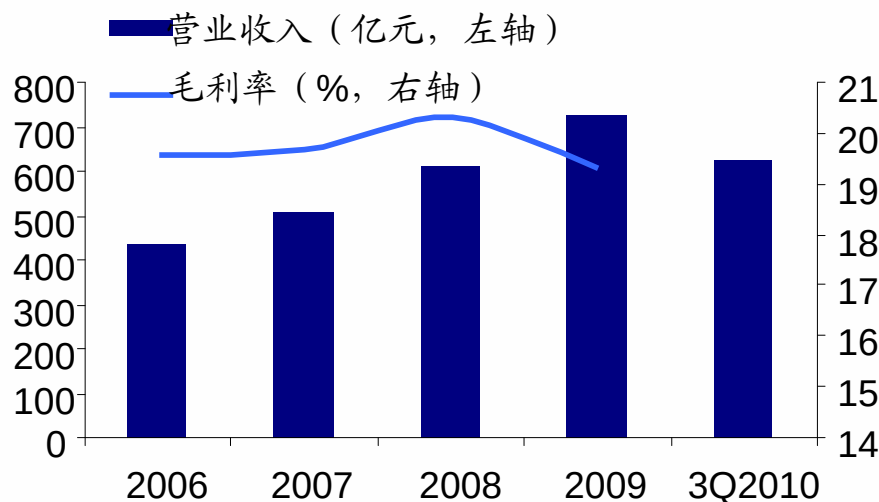
截至2009年末，中国航天科工集团资产总额为**1118亿元**，同比增长**8.77%**，净资产规模为**337亿元**，同比增长**24.67%**；截至2010年三季度末，集团资产总额为**1178亿元**，净资产规模为**358亿元**

2006~2009年，集团资产总额增长**36.62%**，年均复合增长率为**10.96%**；净资产规模增长**81.9%**，年均复合增长率为**22.07%**

航天科工集团经营概况



集团2006~2010年前三季度营业收入和毛利率 集团2006~2010年前三季度利润和利润率



资料来源：海通证券研究所整理

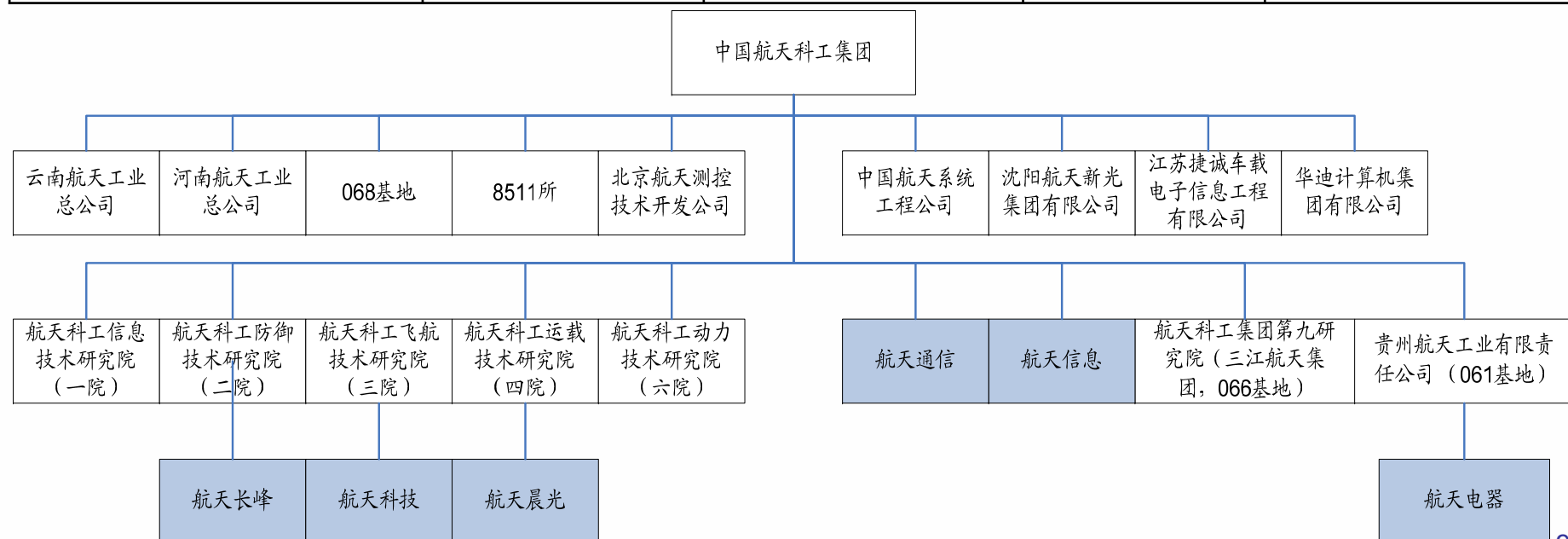
2009年，中国航天科工集团实现营业收入**725亿元**，同比增长**18.76%**，净利润**32亿元**，同比增长**19.06%**；**2010年前三季度**，集团实现营业收入**622亿元**，同比增长**30.98%**，净利润**31亿元**，同比增长**41.5%**

2006~2009年，集团营业收入增长**65.5%**，年均复合增长率为**18.28%**；净利润增长**241.57%**，年均复合增长为**50.6%**

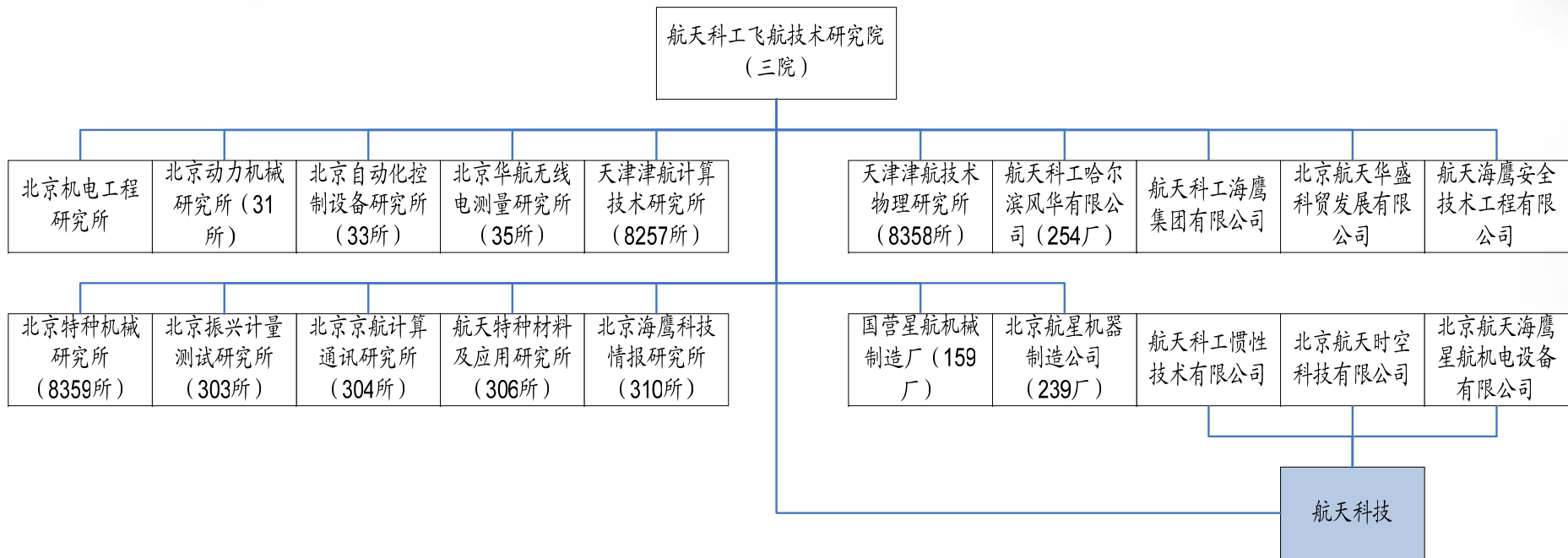


航天科工集团整体格局和上市公司

代码	简称	总股本（亿股）	流通股本（亿股）	市值（亿元）	流通市值（亿元）
600501	航天晨光	3.24	1.72	54.50	28.88
000901	航天科技	2.50	2.22	45.94	40.69
600677	航天通信	3.26	2.80	46.15	39.62
600271	航天信息	9.23	9.23	236.94	236.94
600855	航天长峰	2.93	2.33	45.00	35.87
002025	航天电器	3.30	3.30	50.49	50.46
合计		24.47	21.60	479.03	432.46



航天科技：关注三院后续资产注入

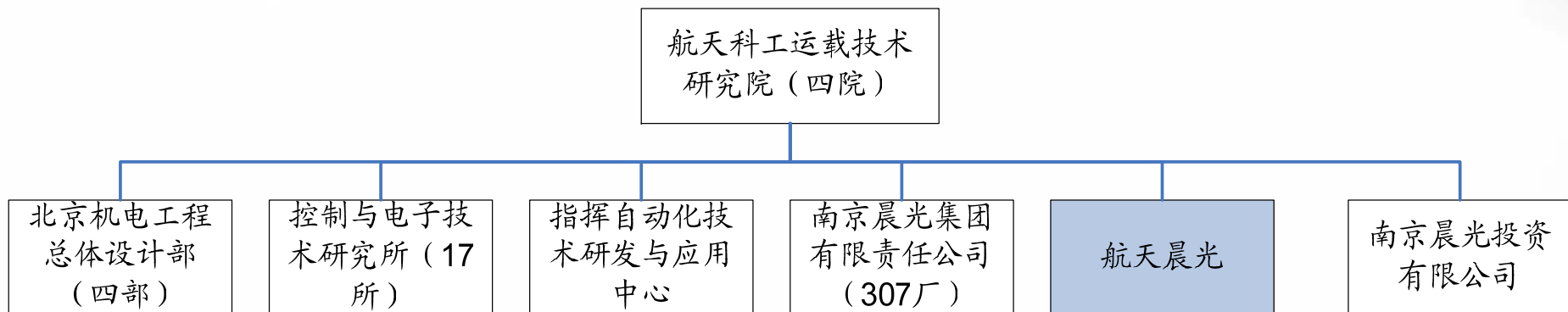


资料来源：海通证券研究所整理

公司目前已完成大股东三院旗下惯性公司、时空公司和机电公司的注入，同时三院明确承诺将于**2011**年底启动其下属的符合航天科技战略发展方向且有较高获利能力的军品外资产注入上市公司工作

2008年，三院总资产**180.80**亿元，净资产**77.13**亿元，净利润**6.61**亿元

航天晨光：股权划转引发联想



资料来源：海通证券研究所整理

航天科工运载技术研究院（四院）我国专业从事地地导弹武器系统、固体运载火箭等研制生产的主体与技术抓总单位，旗下有控制与电子技术研究所（17所）、北京机电工程总体设计部（四部）和南京晨光集团等单位

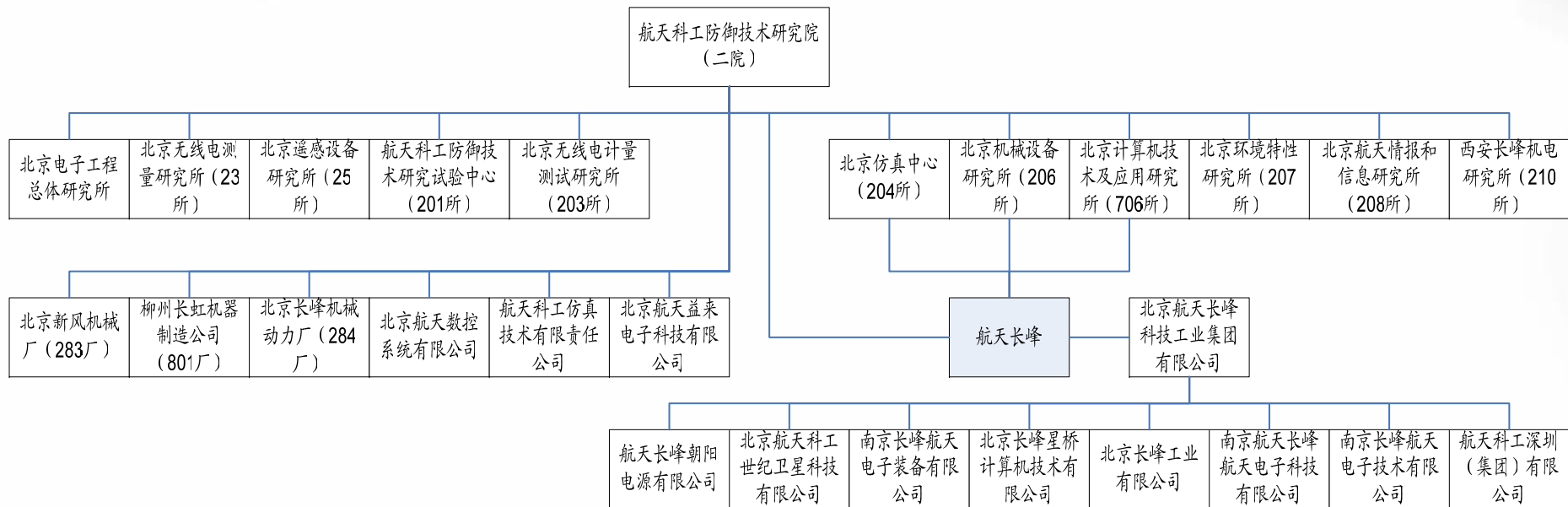
17所是航天科工集团内唯一的控制系统研究所，长期从事控制系统及其电子设备的研究，负责控制系统抓总，先后完成了国家多个重点型号运载器控制系统研制任务，总资产**3.41**亿元，净资产**2.11**亿元

四部是我国第一个从事固体地（潜）地导弹武器系统研制的总体设计部，主要承担地（潜）地导弹武器系统和固体运载火箭的总体设计和技术抓总工作

2008年，四院总资产**83.84**亿元，净资产**20.81**亿元，净利润**1.35**亿元



航天长峰：收购长峰科技只是开始



资料来源：海通证券研究所整理

公司目前已发布定向增发预案，拟收购大股东二院旗下长峰科技集团。但是我们认为这只是二院资产整合的序幕。航天科工防御技术研究院是我国研究、设计、试制和生产飞航导弹的科研生产基地，2008年总资产**179.39**亿元，净资产**43.45**亿元，净利润**6.63**亿元，目前尚有大量资产未进入上市公司



重点关注上市公司

基于资产重组预期的重点关注上市公司

代码	简称	关注理由
600760	东安黑豹	大股东金城集团控股比例偏低，且有大量优质资产未注入上市公司
600893	航空动力	沈阳黎明尚未注入上市公司
600184	光电股份	公司可能成为北方光电资产整合平台
600901	航天科技	大股东航天科工三院有明确的后续资产注入承诺
600855	航天长峰	增发预案收购长峰科技集团，市场对大股东航天科工二院有后续资产注入预期
600501	航天晨光	股权划转已完成，市场对大股东航天科工四院资产注入预期较为强烈

受益于行业发展的重点关注上市公司

代码	简称	关注理由
600893	航空动力	公司是航空发动机领军企业，航空发动机行业受益于高端装备产业升级可能在十二五期间高增长
600118	中国卫星	公司的卫星应用业务受益于北斗II导航系统布局规划可能出现高增长

机械行业2011年投资策略



着眼高端制造，把握后周期子行业

机械行业研究团队：龙华、舒灏、方维、何继红

涵盖了机械行业主要子行业，在铁路设备、油气钻采设备和制冷设备领域研究深度领先，以行业数据跟踪细致、推荐标的逻辑清晰稳健见长。**2009年金牛基金评选机械行业第四名**



谢谢! 欢迎交流!



公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券研究所机械行业研究团队

龙 华：SAC执业证书编号S0850207120499，021-23219411，longh@htsec.com
舒 灏：SAC执业证书编号S0850210070005，021-23219171，shuh@htsec.com
方 维：SAC执业证书编号S0850210030006，021-23219438，fangw@htsec.com
何继红：联系人，021-23219674，hejh@htsec.com