

中性 首次

2011 年 5 月 25 日

中国兵器工业集团资产状况及证券化空间浅析

机械行业首席分析师：龙 华

SAC 执业证书编号：S0850207120499

longh@htsec.com

021-23219411

机械行业分析师：舒 灏

SAC 执业证书编号：S0850210070005

shuh@htsec.com

021-23219171

联系人：何继红

hejh@htsec.com

021-23219174

联系人：熊哲颖

xzy5559@htsec.com

021-23219407

军工资产证券化从 2007 年底以来已成为指导中国军工行业资产经营的大思路，后期需密切关注相关投资计划

2007 年 11 月 15 日，国防科工委（现更名为“国家国防科工局”）出台了《军工企业股份制改造实施暂行办法》和《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》，规定军工企业应按目录规定的类型进行改制，鼓励军工企业之间或与其他企事业单位结合专业化重组进行改制，并可以进行境内、境外资本市场融资。该《办法》对于国内上市公司对军工企业的收购重组进行政策放行，彻底扫除了之前制约军工行业资产注入上市公司的主要障碍和制约因素。

2007 年底，国防科工委特地制定了军工行业的改制目标：一是用五年左右的时间基本完成军工企业公司制股份制改造；二是到 2010 年末军工企业利用资本市场直接融资 500~600 亿元左右，军工上市公司销售收达到 1800 亿元左右；三是积极探索具有军工特色的法人治理结构，实现股东结构多元化，促进军工经济又好又快发展。

从 2007 年底到现在，时间已过去 3 年半，已有部分在集团中的军工资产逐步注入到相关上市公司中。2010 年底，国家对各级军工企业下发了《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》（业内称为 37 号文），明确用三到五年时间实现五大目标：军工企业股份制改造基本完成；军工科研院所改革取得积极进展；从事武器装备科研生产的各类企事业单位在财政投入、税收政策、市场准入、军工固定资产投资方面的公平化；军品市场退出制度健全完善，军民资源开放共享；军民结合产业快速发展，装备竞争性采购、集中采购、一体化采购工作稳步推进。《意见》以前所未有的高度和力度，全面指导军工企业加快改革、深化改革，把军工行业改革发展带入了新时期。我们认为《意见》将有望使得兵器工业集团的军工资产证券化和上市公司重组进入实质性阶段。

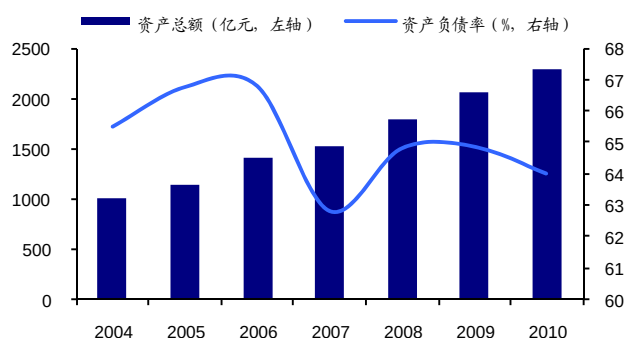
“十二五”时期，兵器工业集团将继续推进专业化重组，实现资源优化配置，坚持在持续的技术学习和技术积累过程中培育核心技术，力争实现跨越提升自主创新能力、跨越提升核心和关键基础能力、跨越提升军民融合发展能力和跨越提升国际化经营能力。在此背景下，为对可能到来的投资机会进行准备，我们对中国兵器工业集团资产状况及资产证券化空间进行如下初步分析，希望能对投资者在掌控后期可能出现的投资机会上有所帮助。

兵器集团总体资产及盈利能力概况

2010 年，中国兵器工业集团实现主营业务收入 2361.8 亿元、同比增长 46%，毛利率 11.19%，实现利润 67.6 亿元、同比增长 25.6%，实现经济增加值 39 亿元、同比增长 50%以上，归属于母公司所有者净利润 36.12 亿元，净利润率 1.53%，加权平均 RoE7.06%。截至 2011 年 3 月 31 日，兵器工业集团资产总计 2353.42 亿元，净资产 821.69 亿元。集团公司 2011 年一季度实现营业收入 683.84 亿元，同比增长 49.39%，归属于母公司所有者净利润 9.43 亿元，同比增长 31.40%。

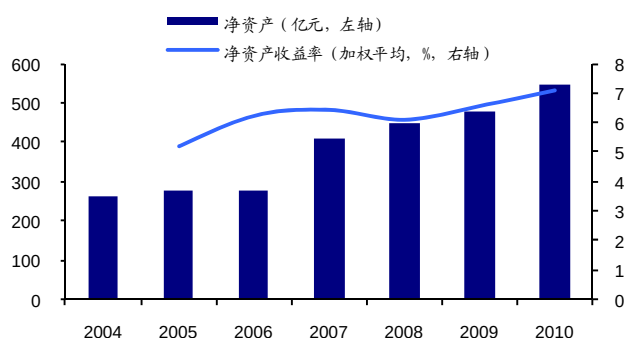
“十二五”时期，兵器工业集团将力争总体经营规模达到 5000 亿元以上，利润总额达到 200 亿元以上，集团需要达到未来五年收入 15.72%的复合增长率，利润 24.19%的复合增长率，利润总额/收入的指标达到 4%，实现产品结构、产业结构和收入结构明显优化，技术地位、市场地位和战略地位明显提升。

图 1 兵器工业集团总资产及资产负债率



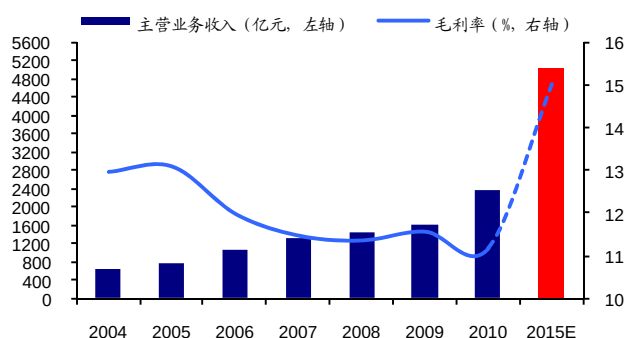
资料来源：集团公告、海通证券研究所

图 2 兵器工业集团净资产及净资产收益率



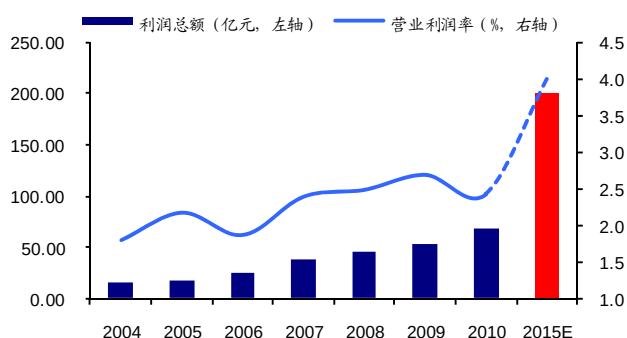
资料来源：集团公告、海通证券研究所

图 3 兵器工业集团主营业务及毛利率



资料来源：集团公告、海通证券研究所

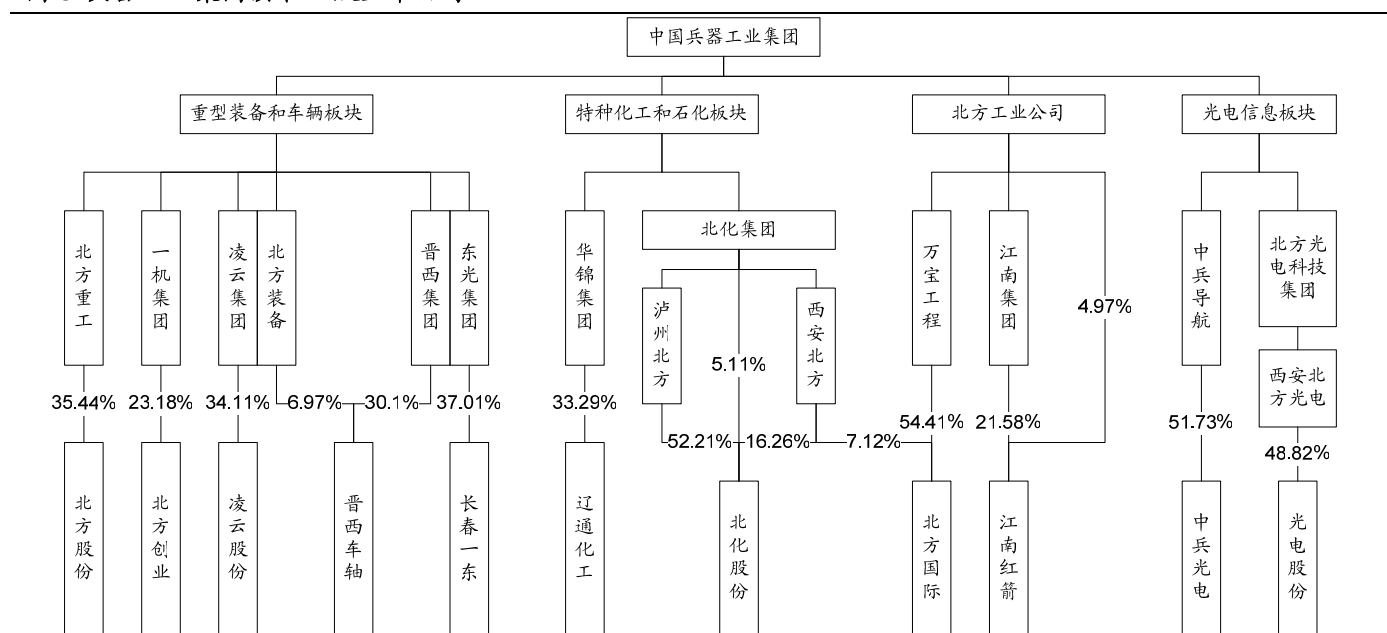
图 4 兵器工业集团利润总额及营业利润率



资料来源：集团公告、海通证券研究所

截至 2010 年 12 月 31 日，集团纳入合并报表范围的子公司 107 家，其中全资子公司 84 家，控股子公司 23 家。兵器工业集团其他 11 家 A 股上市公司，资产总计为 496.54 亿元，占集团总资产的 21.06%，净资产 183.31 亿元，占集团净资产的 24.56%；实现收入 417.22 亿元，占集团营业收入的 17.66%，实现净利润 12.24 亿元，占集团净利润的 33.88%，销售净利率为 2.93%，明显高于兵器集团 1.5-1.6% 的水平。

图 5 兵器工业集团旗下 A 股上市公司



资料来源：wind，海通证券研究所

兵器工业集团历史沿革上成立了四个事业部，分别为第一事业部（重型装备）、第二事业部（特种装备）、第三事业部（火药部，即化工）和第四事业部（光电）。**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，其中三部（化工）和四部（光电）已经完成撤销部门改组、成立子集团，因此我们预计一部和二部也将迅速推开“十二五”期间的重组计划。**

风险提示：（1）集团整合进度的不确定性；（2）市场波动可能对重组进度造成影响。

表 1 兵器工业集团旗下已进行重组的子集团

子集团	
一部（重型装备）	红阳工业集团（豫西弹药集团）、山东机器集团、沈阳东基集团
二部（特种装备）	晋西工业集团
三部（化工）	北方化工集团、辽宁华锦化工集团
四部（光电）	北方光电科技集团、北方电子科技集团、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

资料来源：海通证券研究所

兵工集团下属上市公司与子集团之间的资产及利润情况对比分析

即使军工企业一般不对净利润做高要求，兵工集团下属仍有不少长期保持盈利的集团公司资产质量较好。下面我们主要从机械相关板块的上市公司和大股东资产对比、母公司资产情况等方面分析上市公司成为资产整合平台的可能性和空间。

表 2 兵器工业集团旗下上市公司

	股票代码	公司简称	主营产品类型
一部（重型装备）	600262	北方股份	轻型工程机械、重型建筑工程机械、重型卡车与专用车、专用车
	600967	北方创业	横向附件、输电设备、压力容器、冶金机械、重型卡车与专用车、专用设备与零部件
	600480	凌云股份	车身及外观设备、高分子聚合物、横向附件
二部（特种装备）	600495	晋西车轴	横向附件、重型卡车与专用车
三部（化工）	002246	北化股份	高分子聚合物、涂料与油漆、无机化工原料
	000059	辽通化工	氮肥、无机化工原料、有机化工原料
四部（光电）	600435	中兵光电	纺织机械、飞机制造、风泵机械、工控机械、国防产品、卫星制造及应用、专用车
	600184	光电股份	半导体太阳能光伏、电子元器件
	600148	长春一东	车身及外观设备、发动机设备、制动设备
北方工业公司	000065	北方国际	工业建筑、建筑型材、民用建筑、重型卡车与专用车、住宅楼盘、装修工程
	000519	江南红箭	发动机设备、轻型工程机械

资料来源：wind，海通证券研究所

北方创业：大股东内蒙古第一机械经营业务有车辆核心业务、车辆零部件专业化业务、车辆相关业务和辅助产业四个层次；大股东现有资产和收入规模远远大于上市公司，我们认为该公司有可能成为大股东资产整合的平台。

长春一东：作为四部（光电）旗下的车辆装备公司，大股东之前计划把上市公司作为车辆资产的整合平台，但对上市公司进行的汽车零部件资产置换遭停，我们认为不排除未来继续推进的可能。

北方股份：第一大股东蒙古北方重工经营业务包括形成特种钢及延伸产品、矿用车和工程机械、煤矿综采设备、铁路配件产品、专用汽车产品等五大产品系列，但由于第二大股东是英国的特雷克斯机械有限公司，外资参与其间，我们认为不具备作为军工行业资产整合的安全独立性，成为整合平台的可能性很小。

凌云股份：已经实施了增发及资产置换，注入凌云集团部分汽车零部件资产，不排除未来会进行进一步整合的可能。

中兵光电：公司于 2008 年以认购控股上市公司“北方天鸟”非公开发行股票的方式，实现军工资产整体上市，使中兵光电成为首家整体上市的军工企业，我们认为公司可能成为兵工集团导航制导资产（“信息化与精确打击”资源）的整合平台。

晋西车轴：二部晋西机器工业集团旗下上市公司为晋西车轴 1 家，子（分）公司 20 家。公司主导产品涉及军民两大领域。军品以火箭弹为主，居同行业先进水平，并向高新技术发展，但我们预计该业务业绩波动性大。民品先后开发经营六大系列 40 余个品种。其中，火车轴生产居亚洲首位；无缝钢瓶是国内唯一具有出口欧盟资格的厂家；石油钻杆接头质量符合美国 107 标准。该公司主导民品不仅在国内具有稳定的市场占有率，并出口美国、加拿大、巴西、韩国等十七个国家和地区。我们认为晋西车轴大股东晋西机器工业集团业务业绩波动性大，发展潜力难测，即使大股东体量规模远大于上市公司，在盈利能力优秀的已上市资产对比下，集团资产质量不佳，成为整合平台可行性不大。

表 3 兵器工业集团重型装备及车辆板块上市公司与集团资产对比（亿元）

上市公司	总资产 2010	净资产 2010	总营业收入 2010	大股东	总资产 2010	净资产 2010	总营业收入 2010	大股东对比上市公司倍数		
								总资产	净资产	总收入
北方股份	31.74	7.79	19.01	内蒙古北方重工	115.00	25.57	68.09	3.62	3.28	3.58
北方创业	23.78	9.37	28.91	内蒙古第一机械*	162.68	48.04	144.16	6.84	5.13	4.99
凌云股份	41.73	18.19	34.31	河北凌云工业集团	46.62	24.22	41.77	1.12	1.33	1.22
长春一东	25.50	9.34	7.18	吉林东光集团	37.00	11.54	40.00	1.45	1.24	5.57
晋西车轴	8.17	2.72	17.37	晋西工业集团*	53.99	26.75	42.12	6.61	9.85	2.42

资料来源：海通证券研究所

*注：内蒙古第一机械、晋西工业集团财务数据为 2009 年度

北化股份：可能成为北化集团的资产整合平台，其大股东西安北方惠安化工，是全国最大的精制棉生产和出口基地，同时具备理化测试、压力容器制造和机械加工能力，是西北地区非标设备生产的重要厂家。

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，其大股东辽宁华锦化工（集团）有限责任公司以化学肥料和合成树脂为主业，是跨地区经营的大型化工企业。

江南红箭：北方工业公司是中国最大的军火进出口商，我们认为下属上市公司改名为江南红箭，意味着集团以江南红箭作为其军品资产整合平台的意图明显。

信息披露

分析师声明

龙华：机械行业首席分析师

舒灏：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国南车（601766.SH）、时代新材（600458.SH）、天马股份（002122.SZ）、昆明机床（600806.SH）、晋亿实业（601022.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
			行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		中性	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。