

计算机

2017年05月15日

# 航天长峰 (600855)

## ——时隔五年重启资本运作，控股上市平台锋芒初现

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

**市场数据:** 2017年05月12日

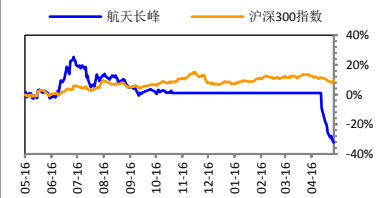
收盘价(元)	19.34
一年内最高/最低(元)	37.5/18.92
市净率	7.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6384
上证指数/深证成指	3083.51/9787.99

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据:** 2017年03月31日

每股净资产(元)	2.62
资产负债率%	40.96
总股本/流通A股(百万)	332/330
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《航天长峰调低评级点评》 2005/09/30  
《航天长峰(600855)年报点评》 2005/03/10

证券分析师

周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

王贺嘉 A0230116060001  
wanghj@swsresearch.com  
韩强 A0230116080004  
hanqiang@swsresearch.com

联系人

王贺嘉  
(8621)23297818x7334  
wanghj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 公司作为国内防空导弹绝对龙头——科工二院旗下的控股上市平台，时隔五年后再次启动重大资产重组程序。公司的实际控制人是航天科工集团，控股股东是国内抓总研制防空导弹的垄断者——科工二院。公司近日公布重组预案，拟以发行股份及支付现金方式收购柏克新能及精一规划的控股权并募集配套资金。我们分析预测，公司及二院正在积极响应集团总部关于加快提升资产证券化水平和发挥上市平台优势的规划号召。
- 公司聚焦发展安保科技、医疗器械和电子信息三大主业，是集团及二院引领军民深度融合和产业转型升级的核心企业。公司围绕三大主业锐意进取，2016年实现营业收入同比增长28.93%至11.33亿元，扣非后归母净利润同比增长411.20%至0.31亿元；未随着产研联动布局 and 市场营销体系的逐步完善，公司核心竞争力有望持续提升，经营指标良性向好态势的动能或将只增不减。
- 本次预案拟收购的两个标的分别是高端电源和地理信息细分领域的佼佼者，新增业务或将显著提升公司每股收益并且带动估值中枢下移。柏克新能为国内高端电源制造商及一体化解决方案提供商，精一规划为广东省公安系统内的地理信息整体解决方案龙头企业。我们分析预测，本次交易预计2017年底完成股权交割，原始股东股权稀释非常有限，或将明显提振上市公司的盈利能力。
- 在集团加大支持现有控股上市公司发展的趋势下，公司有望成为二院军工资产整合的控股上市平台，体外业绩增厚空间和目标市值增长潜力较大。科工二院是公司的唯一控股股东，2015年实现净资产203.95亿元，实现营业总收入300.31亿元，实现净利润28.12亿元；考虑到防空导弹行业拥有高壁垒和高成长性，资产整合空间和估值弹性预期值得重点期待。
- 首次覆盖给予买入评级。预测公司17/18/19年的EPS分别为0.22、0.29和0.41元/股，当前股价(19.34元)对应PE分别为88.67和47倍；假设本次交易完成的备考EPS为0.28、0.37和0.50元/股，对应备考PE分别为69、52和38倍，同期与航天长峰具有相似业务的可比公司平均PE为55、41、28倍，公司目前PE水平与行业平均水平相比偏高，但是，鉴于公司目前股价(19.34元)比本次发行股份底价(26.30元)下降36%，具有一定的安全边际，同时考虑到未来公司存在二院资产整合的预期，因此首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：公司的高估值压力；定期报告业绩风险；本轮资产重组的审批风险；上级主管部门、集团公司以及科工二院的决策风险；军民融合、混改、院所改制等宏观政策风险。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,133	145	1,470	1,991	2,733
同比增长率(%)	28.93	-14.19	29.72	35.44	37.27
净利润(百万元)	58	-14	72	97	135
同比增长率(%)	97.27	-	24.69	34.72	39.18
每股收益(元/股)	0.17	-0.04	0.22	0.29	0.41
毛利率(%)	22.1	23.7	22.6	23.8	24.0
ROE(%)	6.5	-1.7	7.5	9.3	11.3
市盈率	111		88	67	47

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

航天长峰作为国内防空导弹绝对龙头单位（科工二院）旗下的控股上市平台，时隔五年，公司再次启动重大资产重组程序。公司近日公布重组预案，拟以发行股份及支付现金方式购买收购柏克新能及精一规划的控股权，并且非公开发行股份募集配套资金。本次交易方案对公司未来的业务发展趋势和资本运作进程都将产生深远的积极影响：1) 拟收购的资产是高端电源和地理信息细分领域的两个优质标的，新增业务或将显著提升公司每股收益并且带动估值中枢下移；2) 在集团加大支持旗下上市公司发展的趋势下，我们提出一个情景分析假设，如果科工二院未来将实现院内资产整合上市，那么航天长峰作为二院旗下唯一的控股上市公司，不排除其会成为科工二院开展资产整合的上市平台的可能性，相应业绩增厚测算空间和目标市值增长潜力较大。

不考虑增发收购情况下，预测公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.22、0.29 和 0.41 元/股，当前股价（19.34 元）对应 PE 分别为 88、67 和 47 倍；假设本次交易完成的备考 EPS 为 0.28、0.37 和 0.50 元/股，对应备考 PE 分别为 69、52 和 38 倍，同期与航天长峰具有相似业务的可比公司平均 PE 为 55、41、28 倍，公司目前 PE 水平与行业平均水平相比偏高，但是，鉴于公司目前股价（19.34 元）比本次发行股份底价（26.30 元）下降 36%，具有一定的安全边际，同时考虑到未来公司存在二院资产整合的预期，因此首次覆盖给予买入评级。

### 关键假设点

(1) 公司围绕安保科技、医疗器械及电子信息三大主业，不断完善产研联动布局 and 市场营销体系的建设，现有业务将实现营收规模持续扩张和销售毛利率稳步提升；

(2) 本次交易方案尚需获得的授权和批准将获得通过，发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金两项方案将成功实施，标的公司业绩承诺将顺利实现；

(3) 科工集团十三五期间将实质推动资本运营工作和加快资产证券化进程；科工二院深入贯彻集团战略，充分发挥上市平台优势，加大支持所控股上市公司持续发展。

### 有别于大众的认识

第一，市场对于航天长峰有无可能成为科工二院未来核心军品资产整合的上市平台表示疑惑，对此，我们发现，至少目前为止，多层次、多维度的经验证据进一步表明，未来航天长峰存在着成为二院开展资产整合的上市平台的可能性。经过梳理发现：(1) 实际控制人层面，航天科工多次提出且反复强调在建设国际一流航天防务公司的征程中，当前所控股的上市公司将发挥更大的作用，加大支持所控股上市公司加快转型升级和结构调整力度。(2) 控股股东层面，科工二院是航天长峰的控股股东，曾在 2012 年完成其子公司长峰科技 100% 股权的资产整合，目的是为了增强二院对上市公司的控制权，为今后以上市公司为平台来整合资源打下良好基础。(3) 上市公司层面，时隔五年，公司再次启动重大资产重组，而且本次重组预案的交易标的与集团及二院的发展规划保持一致，进一步展现了公司上市平台优势地位。因此，我们分析预测，航天长峰未来将充分发挥自身的资本市场平台优势，成为科工二院贯彻落实军民融合和转型升级战略举

措的“前哨”和“门户”，不排除其成为科工二院未来开展资产整合的控股上市平台的可能。

第二，航天长峰有长达五年的时间没有进行过并购重组，市场可能形成惯性思维，认为公司在军工资产证券化方面停滞不前，资本运作的步子迈得有些慢、有点小，但是我们认为，本次交易方案或将成为二院后续资产证券化进程加速的拐点，不排除后续军工资产整合系列动作的可能性。慢就是快，科工二院研制防空导弹是涉及我国国防科技工业核心绝密的“杀手锏”业务，集团公司针对科研院所改制、内部资产整合以及实现军品上市，不得不思前想后、权衡利弊，院内体制机制改革不得不按部就班、慢中求稳，从而导致上市公司资本运作必然经历一个从蓄势到待发的长时间投入过程。另外，众所周知，军工上市公司资本运作的决策权一般都是集中在央企集团总部，因而从军工央企的动机角度分析，我们分析预测，航天科工集团有望未来在军工资产证券化方面或将步入快车道：（1）作为国家队的绝对主力，军工央企必然会积极响应推进军民融合深度发展的国家战略、实施混合所有制改革的政策号召，加快推进和落实涉及资产整合与资本运作的发展规划，以做大做强国有企业；（2）2017年3月20日，集团公司董事长高红卫在《装备》发表署名文章，强调坚持市场化发展，着力提升市场竞争力，进一步发挥上市公司全面对接资本市场、产业市场和人才市场的“前哨”作用；充分发挥各类平台类单位的市场与服务“门户”作用。因此，我们分析预测，公司时隔五年后再次重启资本运作具有一定的拐点效应，考虑到集团层面自上而下加大力度推动改革改制、科工二院在集团中较高的地位但下属上市公司相对较小的现状，航天长峰作为科工二院旗下的控股上市公司，不排除后续会有连续进行资本运作的可能性，控股股东资本运作发展规划在十三五期间也有可能出现新变化。

### 股价表现的催化剂

- （1）公司定期业绩报告，交易方案获得相关通过，控股股东存在资产整合预期；
- （2）集团以及二院的规划文件、重要会议、领导发言以及管理层变动等事件催化；
- （3）涉及军民融合、混改、院所改制等政策发布，周边安全紧张局势超预期变化。

### 核心假设风险

- （1）航天长峰的风险首先在于，历史市盈率的中枢位置居高不下：自2016年初起，公司的PE（TTM）的均值水平保持在338倍左右；
- （2）上市公司的经营业绩不及预期；与本次重大资产重组交易相关的审批风险；
- （3）上级主管部门、集团公司以及科工二院支持上市公司持续发展的推进速度或者执行力度不及预期；军民融合、混改、院所改制等规划和配套政策未能如期出台或者执行力度不足。

## 1

## 目录

---

<b>1. 引领航天科工集团军民融合深度发展的核心上市平台 .....</b>	<b>7</b>
1.1 依托集团及二院优势资源，转型为军工高科技上市公司 .....	7
1.2 公司现有业务聚焦安保科技、医疗器械及电子信息主业 .....	8
1.3 公司经营状况良性向好，有望收敛于行业发展均值水平 .....	11
<b>2. 时隔五年重启并购，将显著提振公司盈利能力并缓解高估值压力 .....</b>	<b>14</b>
2.1 发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案概述 .....	14
2.2 柏克新能：国内高端电源制造商及一体化解决方案提供商 .....	15
2.3 精一规划：广东省公安系统内的地理信息整体解决方案龙头企业..	17
2.4 本次方案将明显推动上市公司备考每股收益增厚与估值中枢下移..	19
<b>3. 航天科工军工资产证券化投资主线的潜在稀缺标的 .....</b>	<b>21</b>
3.1 航天科工集团：资产证券化较大空间打开，进程或将明显提速 .....	22
3.2 科工二院：防空导弹龙头蓬勃发展，资产整合上市临近拐点 .....	25
3.3 航天长峰：平台优势突出，资产整合空间大且估值弹性高 .....	29
<b>4. 盈利预测及投资评级 .....</b>	<b>31</b>
4.1 盈利预测：公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.22、0.29 和 0.41 元 .....	31
4.2 投资评级：首次覆盖给予买入评级 .....	33
<b>5. 附表 .....</b>	<b>36</b>
5.1 航天科工二院下属单位梳理 .....	36

## 图表目录

图 1: 航天长峰股权架构图.....	7
图 2: 历经多次资本运作, 航天长峰已成为主业清晰的高科技上市公司 .....	8
图 3: 航天长峰的安防科技业务及代表产品简介 .....	9
图 4: 我国安防行业的市场空间大、增速快 .....	9
图 5: 航天长峰的医疗器械业务及代表产品简介 .....	9
图 6: 我国医疗器械市场空间预计 2019 年超 6 千亿 .....	9
图 7: 航天长峰的电子信息业务及代表产品简介 .....	10
图 8: 预计 2019 年全球红外技术市场近 150 亿美元 .....	10
图 9: 公司营业收入 2014 年触底后实现连续两年增长 .....	11
图 10: 2014-2016 年公司归母净利润 CAGR 为 58.17%.....	11
图 11: 2016 年公司安保科技业务的营收占比最大 .....	12
图 12: 2016 年长峰科技对公司整体业绩的贡献最大 .....	12
图 13: 公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》的交易结构简图 .....	15
图 14: 柏克新能代表性产品之不间断电源 (UPS) .....	15
图 15: 柏克新能代表性产品之应急电源 (EPS) .....	15
图 16: 柏克新能高端电源解决方案以及典型性客户项目介绍 .....	16
图 17: 我国地理信息产业 2016 年产值达 4360 亿元且同比增速保持在 20%以上.....	18
图 18: 公司本次重大资产重组预案的交易标的情况以及交易目的 .....	19
图 19: 航天科工集团典型武器装备系统隆重亮相 9.3 抗战阅兵式.....	22
图 20: 中国航天科工集团公司成员单位的组织架构简图 .....	23
图 21: 九大军工集团以总资产计算的资产证券化率 .....	24
图 22: 九大军工集团以净资产计算的资产证券化率 .....	24
图 23: 九大军工集团以营业总收入计算的资产证券化率 .....	24
图 24: 九大军工集团以净利润计算的资产证券化率 .....	24
图 25: 二院的某型导弹武器系统亮相重大阅兵仪式 .....	26
图 26: 某型防空导弹武器系统正在进行导弹发射活动 .....	26
图 27: 航天科工二院成员构成图 .....	27

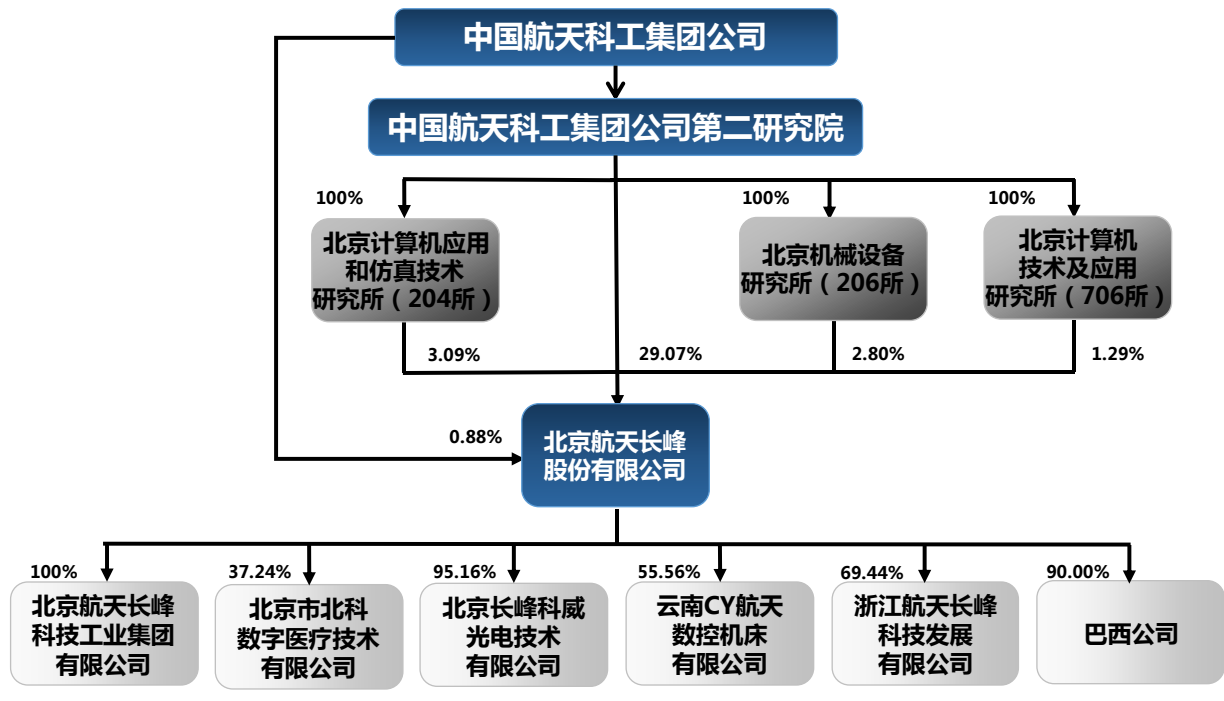
图 28: 集团下属二级单位中, 二院资产规模排名领先 .....	28
图 29: 集团下属二级单位中, 二院经营业绩排名领先 .....	28
图 30: 以 2013 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图	29
图 31: 以 2015 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图	29
图 32: 航天长峰在集团下属七家上市公司总市值的排名中相比靠后 .....	30
图 33: 航天长峰在集团下属七家上市公司营收规模的排名中倒数第一 .....	30
图 34: 到目前为止, 航天长峰当前 PE 处于历史 PE 波动置信区间中枢的下方 .....	34
表 1: 公司安保科技业务的竞争对手较多, 毛利率和营收增速尚有较大提升空间	12
表 2: 公司医疗器械业务的毛利率水平高于行业均值, 但行业整体保持较高的增速	13
表 3: 公司红外成像业务所面对的竞争相对激烈, 但是行业整体保持较高的毛利率和增长率 .....	13
表 4: 柏克新能 UPS 和 EPS 业务所处的景气周期与竞争格局介绍 .....	16
表 5: 柏克新能高端电源业务的毛利率水平领先其他竞争对手 .....	17
表 6: 精一规划的主营业务为警用地理信息数据的采集、处理与应用系统开发以及整体解决方案 .....	17
表 7: 柏克新能的交易作价市盈率及市净率低于行业可比公司均值 .....	20
表 8: 精一规划的交易作价市盈率及市净率低于行业可比公司均值 .....	20
表 9: 本次方案将明显地推动上市公司备考每股收益增厚与估值中枢下移 .....	20
表 10: 航天科工集团近年关于资产整合和资本运作的发展规划与重要会议 .....	25
表 11: 部分与航天长峰具有相似投资逻辑的上市公司的利润增厚倍数 .....	30
表 12: 公司利润表摘要及盈利预测 .....	31
表 13: 航天长峰的业绩拆分表及其关键预测参数 .....	32
表 14: 航天长峰基于相似业务的可比公司估值表 .....	33
表 15: 航天长峰基于相似投资逻辑的可比公司估值表 .....	34
表 16: 航天长峰预测利润表简表 .....	34
表 17: 航天长峰预测资产负债表简表 .....	35
表 18: 航天长峰预测现金流量表简表 .....	36

# 1. 引领航天科工集团军民融合深度发展的核心上市平台

## 1.1 依托集团及二院优势资源，转型为军工高科技上市公司

北京航天长峰股份有限公司（简称“航天长峰”），是以中国航天高端技术和应用成果为基础、航天军工企业为背景的高科技上市公司，在航天科工集团及二院持续深化改革推进企业发展的进程中，航天长峰成为引领军民融合深度发展的核心企业。公司业务定位于安保科技、医疗器械、电子信息三大板块，涉及平安城市、安保科技建设、应急反恐、国土边防、公安警务信息化、安全生产监管、医疗器械、医疗信息化、手术室工程、特种计算机、红外光电产品等多个业务领域。公司主要子公司为长峰科技、北科医疗以及科威光电三家，中国航天科工防御技术研究院（简称“航天科工二院”）是航天长峰的大股东，中国航天科工集团公司（简称“航天科工集团”）为其实际控制人。其中，航天科工集团作为以导弹武器装备研制生产为主业的军工企业，始终坚持“国家利益高于一切”的企业核心价值观，以强烈的使命感和自信心，多措并举，大力实施自主创新，取得了令人瞩目的科技创新成果，为铸造大国利器、捍卫国家安全作出了突出贡献。

图 1：航天长峰股权架构图

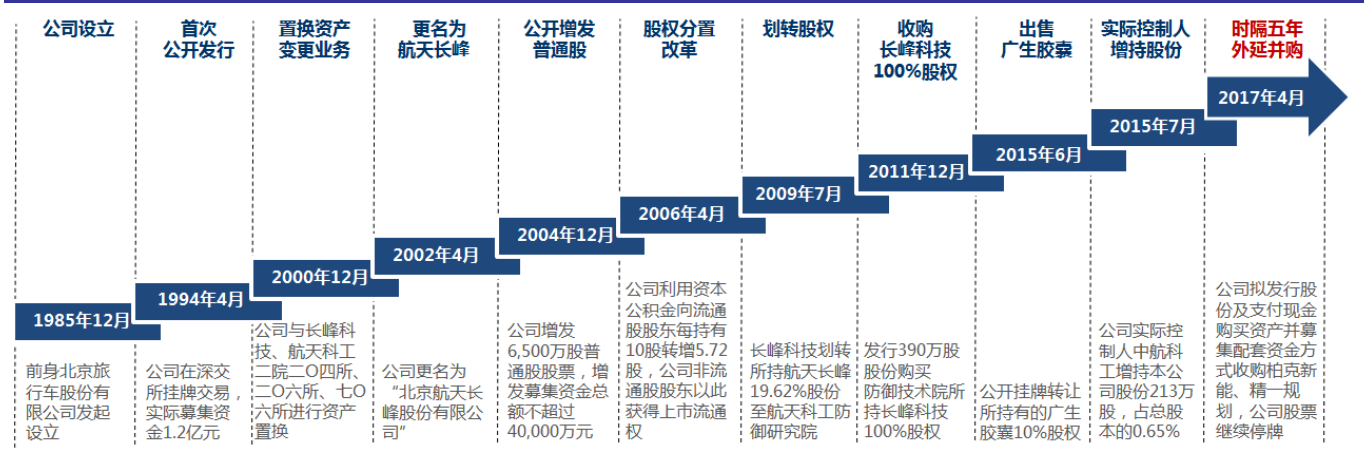


资料来源：WIND、公司公告、申万宏源研究

历经多次资本运作，公司顺利完成业务转型，聚焦于安保科技、医疗器械、电子信息三大主业的领域。本公司的前身为北京旅行车股份公司，2000年9月，长峰科技工业集团、防御院二〇四所、二〇六所、七〇六所通过股权转让的方式成为北旅公司的新股东，并于2002年4月18日，公司股票简称变更为“航天长峰”。公司的主营业务原为从事轻型客车、

变型车、改装车及汽车零部件的开发、生产、销售及服务，通过资产置换，正式转入以数字化应用技术为基础的高新技术领域。经过股权分置改革、非公开增发、股份的出售及划转、以及资产重组与出售等一系列的资本动作，公司的主营业务完成转型，主要围绕安保科技、医疗器械、电子信息三大产业板块。公司的发展战略是结合国家“互联网+”、“中国制造 2025”等战略和行动计划，深入贯彻集团公司和二院转型升级发展战略举措，坚持创新驱动发展，做强做大企业。

图 2：历经多次资本运作，航天长峰已成为主业清晰的高科技上市公司



资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 1.2 公司现有业务聚焦安保科技、医疗器械及电子信息主业

### （一）安保科技业务：市场前景广阔，公司领先布局、稳步推进

出于和谐社会、社会安全、“维稳”等需要，目前，安防应用已从传统的公共场所、要害部位、行业用户、企业用户等，逐步扩大至平安城市、应急管理、环境安全、信息安全、社会家居安全等领域。从技术角度来看，平安城市建设项目主要是技术应用、技术集成应用。从需求来看，网络化、高清化、智能化、系统化的趋势日益明显。需求的加大、市场的发展，导致竞争不断加剧，众多安保科技产业产品制造商和集成商面临较大市场竞争压力以及价格压力，开始逐步向专业细分领域发展。公司将在原有业务基础上，继续深化公安信息化业务，逐步创新运营服务模式，更好的为公共安全业务发展服务。

航天长峰的安保科技业务的主要运营主体是其全资子公司——长峰科技，业务领域涉及平安城市、安保科技系统、应急反恐、国土边防、公安警务信息化、信息安全、安全生产等多个业务领域，是国内相关市场技术咨询、系统集成、产品提供、运营服务等总体实力领先的营销商和服务提供商。此外，根据《2017-2022年中国安防行业市场运营态势及投资前景预测报告》的数据披露，2015年我国安防行业总产值达到4860亿元，2011-2015年行业年均复合增速保持在15%左右，国内安防市场的增速高于全球的平均水平，据分析预测2018年国内安防产业的市场有望达到7500亿元，2016年至2018年的行业增长前景有望延续之前的增长趋势，即CAGR约为15%。

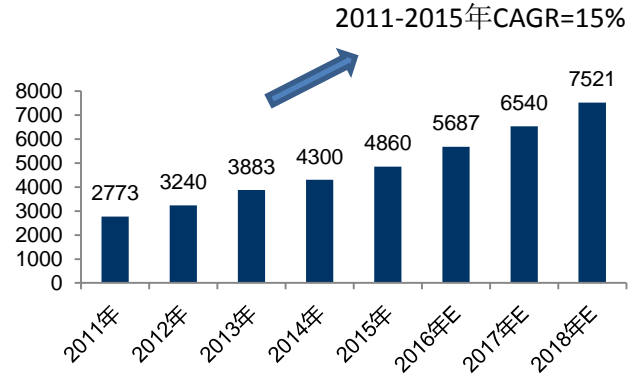


图 3：航天长峰的安防科技业务及代表产品简介



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 4：我国安防行业的市场空间大、增速快



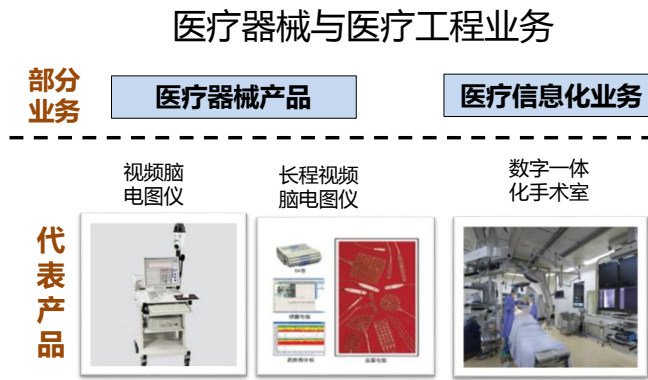
资料来源：《2017-2022 年中国安防行业市场运营态势及投资前景预测报告》、申万宏源研究

**(二) 医疗器械业务：医疗需求升级，公司布局高端业务和技术创新**

得益于中国制造能力升级和技术创新的发展，我国医疗器械市场销售规模近些年来取得了较快发展。随着人民生活水平的不断提高，医疗器械的选用越来越先进，其产品结构不断调整，功能更加多样化，经济的发展带动医疗服务需求升级，从而导致健康服务需求显著增加。另外，随着计算机和网络技术的发展，医疗领域的信息化和网络化是今后医疗管理的发展趋势，这个趋势会引发对影像化、数字化等高精尖医疗设备的需求增长。互联网与医疗产业的联姻将带动医院信息化的快速发展，进而带动医疗器械、远程医疗产业的创新发展。

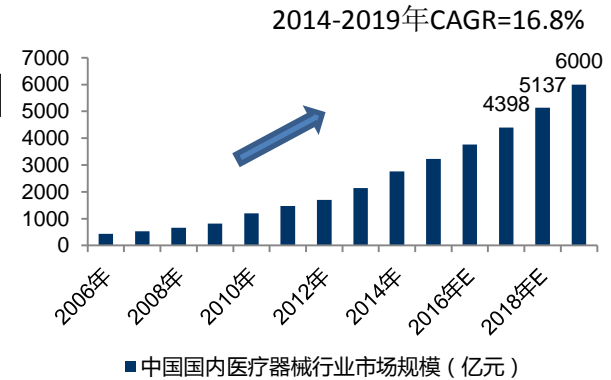
航天长峰的医疗器械业务的主要运营主体是其控股子公司——北科医疗，公司以医疗器械产品、医疗信息化、医院洁净工程等为主要业务，致力于为医院提供手术室整体解决方案。北科医疗以呼吸机、麻醉机、手术灯、手术床、手持超声诊断设备、神经脑电设备等产品研发、生产和销售为主，同时在医疗信息化、医院洁净工程、数字化手术室等领域逐步拓展市场，为用户提供定制化服务。此外，据中国医药工业信息中心预测，2019 年国内医疗器械市场规模将超过 6000 亿元，年复合增长率预计将为 16.8%，仍将保持相对较快的增长态势。

图 5：航天长峰的医疗器械业务及代表产品简介



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 6：我国医疗器械市场空间预计 2019 年超 6 千亿



资料来源：中国医药工业信息中心、申万宏源研究

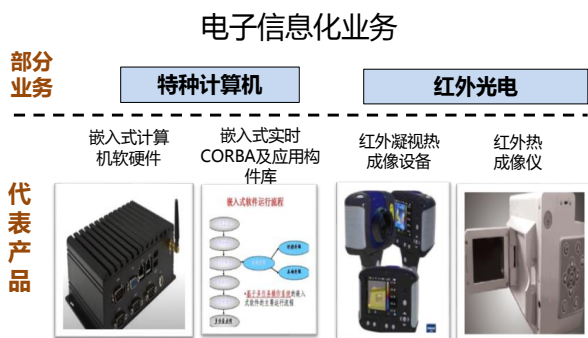
### (三) 电子信息业务：红外技术国内领先，公司紧跟客户定制化需求

我国红外热像仪市场需求快速增长，除应用于军用领域外，还可广泛应用于消防、电力、建筑、安防、交通等民用领域，但我国红外热像仪在这些行业的应用还处于起步阶段，发展空间较大。消防领域是世界上发达国家红外热像仪最大的民用市场，由于红外成像的透烟雾及测温特性，因此，红外热像仪可应用于消防的火场救生和检测设备。随着我国经济社会的发展，消防车配备红外热像仪将成为一个趋势。电力行业是目前我国民用红外热像仪应用最多的行业，但仅限于广东、浙江、江苏、山东等沿海经济发达地区，而且目前这些发达地区的拥有量也仅为需求量的 20%。随着我国经济的发展，其它内陆省份的电力行业也将逐步使用红外热像仪，这为红外热像仪行业的发展提供较大的发展空间。市场需求的加大，将促使公司在努力降低生产、研发成本的同时，加大民用产业市场应用领域

的开发。

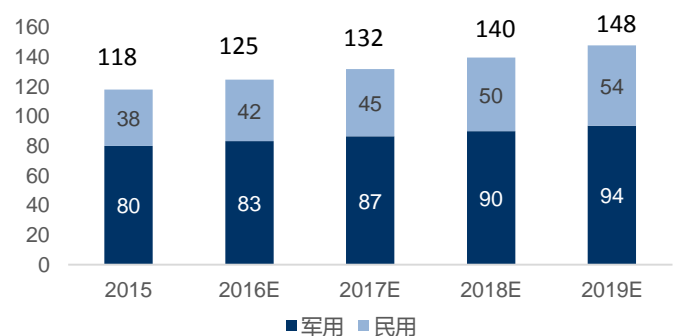
航天长峰的电子信息业务的主要运营主体是其控股子公司——科威光电，公司以研制生产红外成像高科技创新产品为主，兼做前瞻性的要害技术预研，是一个集产品研发、生产、销售、售后服务为一体的国家高新技术企业。公司紧密跟进用户需求，积极推动国产化、小型化目标的实现，自主研发的电路国产化率达到“双九十”标准；公司依托航天科研优势，基于国家高技术红外凝视成像技术的攻关课题，在国内率先突破红外凝视成像的关键技术，成功研制实用化的长波、中波和短波各种类型高端红外成像系统。此外，根据《2016-2022 年中国红外技术行业市场全景评估及发展趋势预测报告》测算，全球红外市场稳中有升，军用占比较高。2015 年全球红外市场规模达 120 亿美元左右，其中军用市场规模约为 80 亿美元，未来年均增速 4% 左右；民用市场规模约 38 亿美元，预计 2019 年将达到 52.19 亿美元，年复合增长率为 9.27%。中国产业信息网分析预测，中国、印度、巴西、俄罗斯和沙特阿拉伯等国家将作为整个军用光电/红外系统市场的主要推动力，会在未来一段时间内释放较大的需求。

图 7：航天长峰的电子信息业务及代表产品简介



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 8：预计 2019 年全球红外技术市场近 150 亿美元



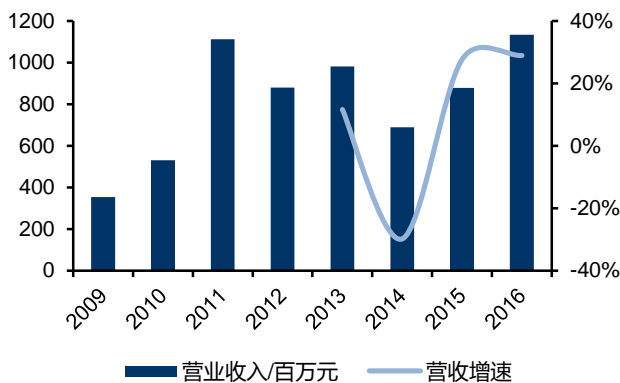
资料来源：《2016-2022 年中国红外技术行业市场全景评估及发展趋势预测报告》、申万宏源研究 注：单位为亿美元

### 1.3 公司经营状况良性向好，有望收敛于行业发展均值水平

公司三大业务板块经过短暂调整后呈现良性向好态势。2014年和2015年，受经济进入新常态、行业调整加剧、企业经营成本增加等诸多不利因素影响，航天长峰安保科技、医疗器械、电子信息业务的毛利率水平及盈利能力出现短暂下降。近几年公司不断加大研发投入力度、完善渠道建设及营销建设，明显提升经济运行的质量，各业务板块运营呈现良性向好态势。2016年，公司实现营业收入11.33亿元，同比增长28.93%；实现归属于母公司的净利润5,774.49万元，同比增长97.29%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3144.89万元，同比增长411.20%；新签合同额16.10亿元，同比增长42.73%。展望未来，2017年是公司实施“十三五”规划的重要一年，也是公司全面提升整体实力和核心竞争力的关键之年。公司将深入贯彻集团公司转型升级发展战略举措，坚持创新驱动发展，重点抓好经济运行机制改革、目标市场开拓、研发能力建设以及人才队伍优化等方面工作，确保全年经营发展任务的圆满完成。

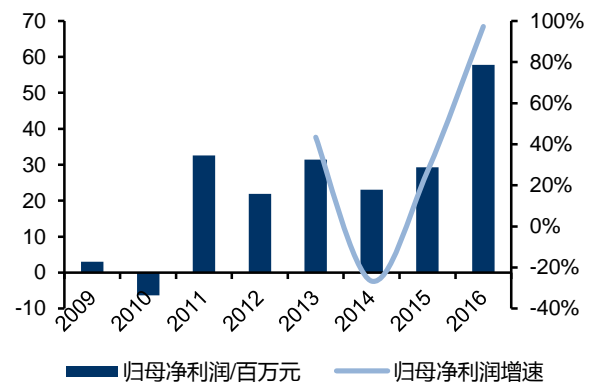
公司三大业务中，安保科技业务营收占比最高，但电子信息业务的盈利能力最强。自从2011年完成对长峰科技100%股权收购以后，安保科技业务一直都是公司营业收入的主要来源，到2016年该项业务的收入及毛利占比分别是63.46%和43.34%，另外，其他民用产业（含医疗器械）和军用产业（红外成像业务）的营收占比分别是19.78%和15.13%。从子公司经营业绩的角度来看，长峰科技、北科医疗和科威光电是公司整体业绩主要贡献者，其中2016年报告期内，长峰科技实现净利润3519.26万元，同比增长88.44%；科威光电实现净利润2543.59万元，同比增长30.69%；北科医疗实现净利润1541.98亿元，同比增长67.06%。此外，科威光电的红外业务的营业收入比其他两家子公司的要小得多，但销售净利润率达到了23.50%，在三家子公司中盈利能力最强。

图 9：公司营业收入 2014 年触底后实现连续两年增长



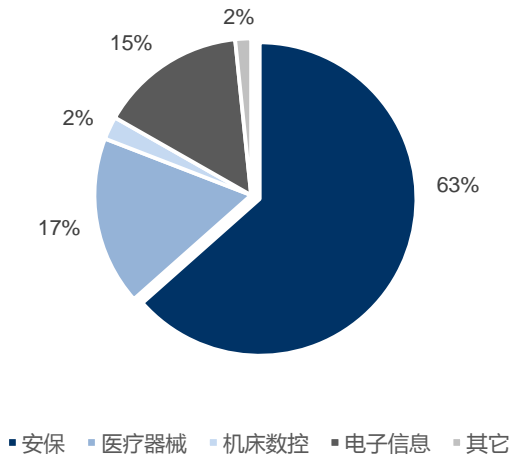
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 10：2014-2016 年公司归母净利润 CAGR 为 58.17%



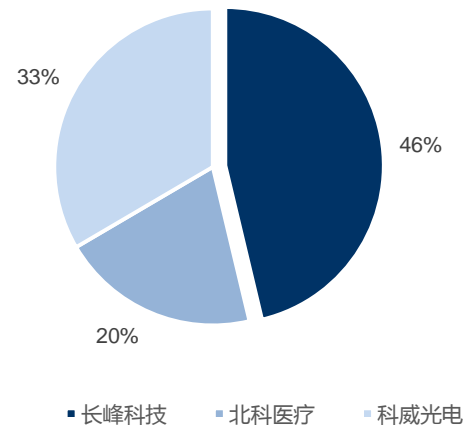
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 11：2016 年公司安保科技业务的营收占比最大



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 12：2016 年长峰科技对公司整体业绩的贡献最大



资料来源：WIND、申万宏源研究

依托研发优势、市场化布局，预计公司未来营收增速及毛利率有望收敛于行业均值水平。具体分业务来看，各业务板块运营同样呈现良性向好态势：

(1) 从 2013 到 2015 年，公司安保科技业务营收复合增速为 4%，低于行业平均的复合增速（约为 45%），同时公司安保科技业务毛利率水平从 2015 到 2016 年期间有所下降，而且低于行业可比公司的销售毛利率均值水平；不过，从 2015 到 2016 年，安保业务营收增速提升明显，显著高于当期的行业平均水平；总体来看，尽管公司作为系统集成商从事安保科技业务的盈利能力有待提高，但是该项业务的成长性和爆发力要显著优于行业内的可比公司。

表 1：公司安保科技业务的竞争对手较多，毛利率和营收增速尚有较大提升空间

公司名称	相关业务	营业收入(百万元)			毛利率			营收同比增速			2013-2015 复合增速
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
佳都科技	智能安防	696.75	863.88	n.a	24%	21%	n.a	57%	24%	n.a	40%
高新兴	视频监控系统	372.57	527.68	n.a	32%	28%	n.a	143%	42%	n.a	85%
汉邦高科	监控系统	273.14	253.65	286.75	33%	45%	43%	36%	-7%	13%	12%
安居宝	监控系统	29.63	60.18	n.a	21%	21%	n.a	189%	103%	n.a	142%
行业平均					28%	27%	n.a	70%	24%	n.a	45%
航天长峰	安保科技业务	269.06	503.35	719.12	27%	15%	15%	-42%	87%	43%	4%

资料来源：WIND、申万宏源研究 注：单位为百万元

(2) 2013-2015 年期间，公司医疗器械业务营收规模的复合增速为 3%，低于行业可比公司在同一时期的平均水平，即 30%；分年度来看，与其他竞争对手相比，该项业务的年度增长率仅维持在不足 5%的水平；另外，公司 2015 年的销售毛利率水平有所下降，即使到 2016 年末回升至公司历史均值位置附近，还是显著地高于行业可比公司的均值水平；总体来说，公司医疗器械业务的业绩增长性相对比较缓慢，但盈利能力要显著优于行业内的其他竞争对手。

表 2：公司医疗器械业务的毛利率水平高于行业均值，但行业整体保持较高的增速

公司名称	相关业务	营业收入			毛利率			营收同比增速			2013-2015 复合增速
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
宝莱特	医疗监护设备	184.42	177.50	n.a	48%	44%	n.a	25%	-4%	n.a	10%
新华医疗	医疗器械	5245.92	6203.18	n.a	26%	24%	n.a	55%	18%	n.a	36%
万东医疗	医疗器械	709.52	789.11	n.a	30%	34%	n.a	-3%	11%	n.a	4%
行业平均					27%	26%	n.a	44%	17%	n.a	30%
航天长峰	医疗器械及医疗工程	184.59	192.64	197.35	38%	27%	36%	2%	4%	2%	3%

资料来源：WIND、申万宏源研究 注：单位为百万元

(3) 从 2013 到 2016 年，公司电子信息业务收入（主要是红外成像产品）复合增速为负数；分年度来看，2016 年之前该项业务的营收规模大幅收缩，但 2016 年年报显示，该项业务的营业收入同比增长 23%，经营业绩触底反弹的迹象非常明显，高于同一时期行业可比公司的均值水平；此外，公司红外业务的销售毛利率水平过去三年实现了较大提升，从 2014 年的 18% 提升至 2016 年的 32%，但该项业务的盈利能力明显低于行业的其他竞争对手；总之，公司电子信息业务在 2016 年实现了 V 型反转，尽管其业绩成长性和盈利能力有待提高，但是我们看好公司未来在红外成像领域的研发优势、业务布局与市场开拓前景。

表 3：公司红外成像业务所面对的竞争相对激烈，但是行业整体保持较高的毛利率和增长率

公司名称	相关业务	营业收入(百万元)			毛利率			营收同比增速			2013-2016 复合增速
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
高德红外	红外成像仪	395.13	491.95	510.45	46%	45%	58%	11%	25%	4%	13%
大立科技	红外产品	350.53	316.70	332.59	49%	52%	49%	42%	-10%	5%	10%
久之洋	红外成像仪	251.27	327.72	426.49	50%	47%	46%	26%	30%	30%	29%
行业平均					48%	48%	47%	25%	14%	12%	17%
航天长峰	红外光电产品	200.27	139.58	171.43	18%	38%	32%	-27%	-30%	23%	-14%

资料来源：WIND、申万宏源研究 注：单位为百万元

综上所述，公司作为集团的军民融合核心企业，现有业务聚焦定位于发展安保科技、医疗器械和电子信息产业，创新助力集团和二院军民融合产业转型升级再上新台阶。公司围绕三大主业锐意进取，2016 年的经营成果取得了十三五良好开局；同时，公司正在深入贯彻集团和二院的军民融合深度发展战略，实质推动公司和二院相关内部资产整合，随着产研联动布局和市场营销体系的逐步完善，公司核心竞争力有望持续提升，经营指标良性向好态势的动能预计将只增不减。

## 2. 时隔五年重启并购，将显著提振公司盈利能力并缓解高估值压力

### 2.1 发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案概述

时隔五年，航天长峰发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》。2017年4月7日，公司发布重大资产重组预案，本次交易的整体方案由发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金两项内容组成。本次非公开发行股份募集配套资金以本次发行股份及支付现金购买资产为前提条件，但配套募集资金成功与否不影响本次发行股份及支付现金购买资产的实施。

#### （一）发行股份及支付现金购买资产：发行股份的底价是 26.30 元/股

公司拟通过发行股份及支付现金方式以 39,576.00 万元购买柏克新能 51% 股权和精一规划 51% 股权，其中交易对价的 70% 以发行股份方式支付，交易对价的 30% 以现金方式支付。具体而言，本次方案支付购买资产的交易对价主要分为两大部分，一是总计向交易对方发行股份支付交易对价 27,703.20 万元，占交易对价总额的 70%，其中本次交易发行股份购买资产之股份对价发行股份价格为 26.30 元/股，不低于首次董事会决议公告日（定价基准日）前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%；另一部分交易对价总额为 11872.80 万元，是通过募集配套资金来支付。

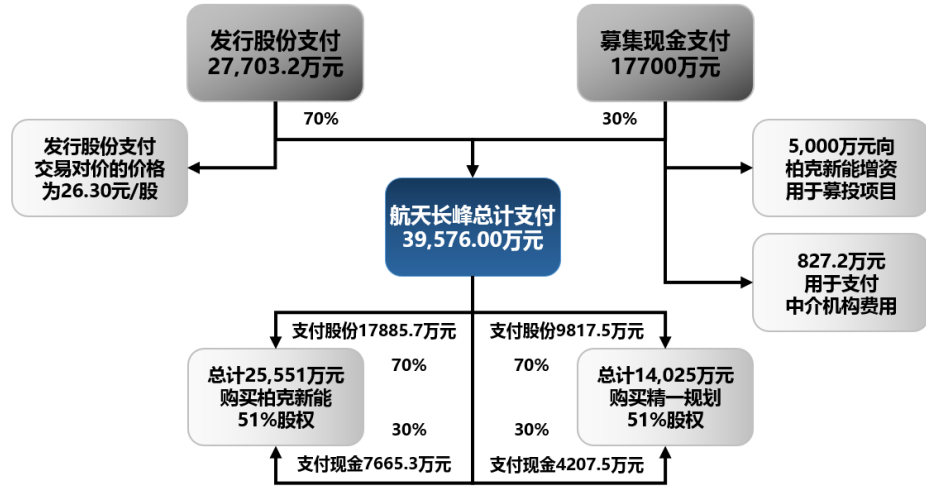
#### （二）发行股份募集配套资金：发行期首日以询价方式确定发行价格

为支付本次交易的现金对价和中介机构费用，上市公司拟通过询价方式向不超过 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额预计不超过 17,700.00 万元，其中 7,665.30 万元用于支付柏克新能 51% 股权的现金对价部分，4,207.50 万元用于支付精一规划 51% 股权的现金对价部分，5,000.00 万元按柏克新能本次交易的评估值向其增资用于募投项目，余下 827.20 万元用于支付中介机构费用等。本次发行股份募集配套资金的发行股份价格为定价基准日（发行期首日）前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，最终发行数量以本次非公开发行募集资金总额（不超过 17,700.00 万元）除以发行股份的价格确定，且最终发行的股份数量不超过本次发行前本公司总股本的 20%。最终发行价格将在本次交易获得中国证监会核准后，由本公司董事会根据股东大会的授权，按照相关法律、行政法规及规范性文件的规定，依据市场询价的情况最终确定。

总之，本次预案拟收购的两个标的分别是在高端电源和地理信息细分领域的佼佼者，新增业务或将显著提升公司每股收益并且带动估值中枢下移。柏克新能为国内高端电源制造商及一体化解决方案提供商，精一规划为广东省公安系统内的地理信息整体解决方案龙头企业。本次方案由发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金两项内容组成：公司拟以 26.30 元/股的价格发行股份用来支付两家公司 51% 股权的交易对价的 70%；拟通过询价方式、以发行期首日前 20 个交易日股价均价的 90% 为发行价格募集配套资金，用来支付本

次交易的剩余现金对价和中介费用。我们分析预测，本次交易预计在 2017 年底完成股权交割后，原始股东股权稀释非常有限，但将会较大幅提振上市公司的盈利能力。

图 13: 公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》的交易结构简图



资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2.2 柏克新能:国内高端电源制造商及一体化解决方案提供商

柏克新能以研发和生产销售数据中心 IT 基础设施系统解决方案以及电气系统应用中的中大功率不间断电源、应急电源等产品为主，为用户提供优质服务和电源保证。柏克新能的基础业务是 UPS 电源及 EPS 电源产品的研发生产与服务，公司以该业务为基础，逐步发展成包括网络能源、应急供电系统、行业定制电源、新能源、电能质量管理等在内的五大业务领域，形成了模块化机房、制冷系统供电、UPS 电源、EPS 电源、充电桩、光伏系统、风力变桨系统、疏散指示系统和 APF 九大产品系列。公司的主要产品为 UPS 电源、EPS 电源系列产品及整体解决方案，成功服务于高铁、军队与公共安全、IDC 数据中心、市政、石油和天然气、电力、银行和通讯等众多对供电稳定性与持续性要求较高的行业领域。2016 年，柏克新能实现主营业务收入 1.70 亿元，同比增长 10.68%；实现净利润 0.27 亿元，同比增长 65.50%。

图 14: 柏克新能代表性产品之不间断电源 (UPS)



CHP3000系列在线式UPS是三相  
三出智能型不间断电源，容量从  
10KVA到800KVA，具有真人语音报  
警功能，人性化触摸屏LCD中英文显  
示，高速微处理器，第六代低损耗大  
功率IGBT和静态开关，容量大，可靠  
性高，性能稳定；功能多元化，满足  
用户各种需求。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 15: 柏克新能代表性产品之应急电源 (EPS)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 16：柏克新能高端电源解决方案以及典型性客户项目介绍



资料来源：公司官网、申万宏源研究

据分析预测，到 2020 年 UPS 和 EPS 的市场空间有望分别达到 108.21 亿元和 23.97 亿元，年均复合增长率分别是 16.10%和 7.18%。（1）UPS 电源方面，根据赛迪顾问《2015 年-2016 年中国 UPS 市场研究年度报告》统计，2015 年中国 UPS 整体市场规模达 51.3 亿元，同比增长 7.8%，延续了近几年来良好的增长势头；展望未来，赛迪顾问在同一篇报告中分析预测，受益于新兴市场云计算数据中心的持续火热、智慧城市建设和轨道交通的投入等因素的推动，以及不间断电源系统成本降低易部署、高操控性能等特点，亚太地区将迎来 UPS 市场的快速发展时期，到 2020 年亚太地区将成为最大的不间断电源系统需求市场，占全球总份额的 29.75%，2015-2020 年期间年复合增长率将高达 16.10%。（2）EPS 电源方面，根据中研智业研究院《中国 EPS 电源产业发展态势及前景规划分析报告 2017-2022 年》的相关统计，2016 年国内 EPS 市场总销售额达 16.95 亿元，同比增长 17.95%。展望未来，中研智业研究院同一篇报告中分析预测，2017 年到 2022 年，中国 EPS 电源产品的市场容量预计将保持增长趋势，至 2020 年达 23.97 亿元，年均复合增长率 7.18%。

表 4：柏克新能 UPS 和 EPS 业务所处的景气周期与竞争格局介绍

行业类型	国内主要竞争对手	国际主要竞争对手	公司所处的市场地位	市场竞争格局	预计市场空间	预计市场增速
UPS	易事特、科士达、科华恒盛、先控电气	伊顿（美国）、施耐德（德国）、艾默生（美国）	UPS 行业第二梯队	跨国品牌的主导，本土厂商逐渐壮大	2020 年达到 108.21 亿美元	年均复合增长率 16.10%
EPS	易事特、科华恒盛、国彪电源、创统科技、银佳集团、山大华天、志成冠军	n. a.	铁路 EPS 市场的龙头企业	各有专攻，单个厂商市场占有率较低	2020 年达到 23.97 亿元	年均复合增长率 7.18%

资料来源：《2015 年-2016 年中国 UPS 市场研究年度报告》、申万宏源研究



**表 5：柏克新能高端电源业务的毛利率水平领先其他竞争对手**

公司名称	相关业务	营业收入（百万元）			毛利率			营收同比增速			2014-2016 复合增速
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
易事特	UPS、EPS	889.27	1012.12	1347.55	37%	36%	32%	-2%	14%	33%	23%
科华恒盛	UPS、EPS	691.90	716.63	n.a	37%	37%	n.a	5%	4%	n.a	2%
科士达	UPS	917.46	1046.14	1029.01	31%	36%	39%	18%	21%	-1%	6%
先控电气	UPS	94.81	96.61	133.75	41%	37%	44%	7%	2%	38%	19%
行业平均		648.36	717.88	836.77	36%	36%	38%	7%	10%	23%	12%
柏克新能	UPS、EPS	n.a	153.83	170.26	n.a	36%	43%	n.a	n.a	11%	n.a

资料来源：WIND、公司公告、申万宏源研究 注：营业收入、毛利率与营收同比增速等数据选取可以公司的 UPS/EPS 业务汇总数据

## 2.3 精一规划：广东省公安系统内的地理信息整体解决方案龙头企业

精一规划是专注于公共安全领域的集数据采集、软件研发和集成服务于一体的地理信息整体解决方案提供商，主营业务为警用地理信息数据的采集、处理与应用系统开发以及整体解决方案。精一规划目前主要服务是以时空大数据及地理/地址资源云服务平台为基础，以地理信息为中心整合资源，以公安的各类应用服务为导向，接入各类与 LBS 相关的终端和数据服务，细分服务包括地理信息数据服务、软件设计开发服务、集成信息服务和互联网服务四大块。精一规划作为一家主营业务为地理信息数据的采集、处理与应用系统开发，并提供行业地理信息解决方案的公司，除为客户提供各类定制服务外，还按照市场的需求，定制生产不同的产品，其中主要包括了地理数据类产品和软件产品。公司销售模式完善，在巩固广东省内市场的同时正在向华南区快速拓展，并在部分省份取得了良好的业务拓展成果，预计未来具备较大的成长空间。2016 年公司实现营业收入 0.47 亿元，同比增长 43.24%；实现净利润 0.12 亿元，同比增长 54.03%。

**表 6：精一规划的主营业务为警用地理信息数据的采集、处理与应用系统开发以及整体解决方案**

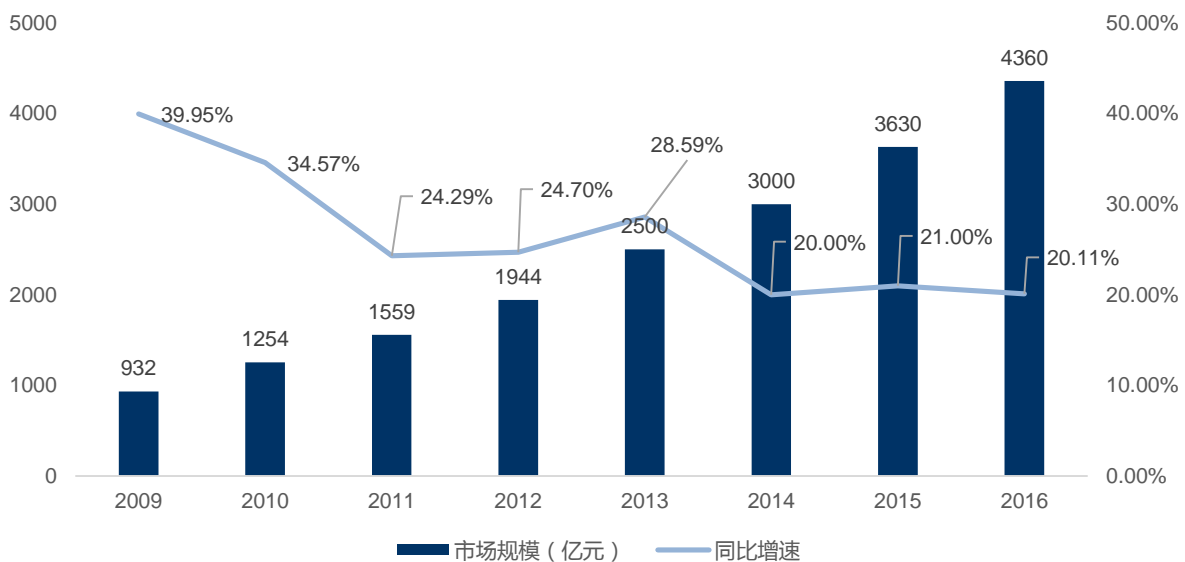
服务产品类型	主要内容产品简介	应用客户
地理信息数据服务	为客户提供数据处理、信息采集、资源建库、信息关联清洗等服务	
警用应用专题开发服务	为公安的各个警种定制开发不同的应用专题，提供全面的解决方案	
地理信息集成服务	数据采集、处理、建库、应用软件开发、软硬件环境集成等一系列的应用集成服务	
互联网服务	由时空地理大数据资源应用服务、空间地址匹配关联服务、时空专题数据挖掘服务为基础，提供一体化的地理信息服务体系	
矢量电子地图数据产品	各类比例尺的数字电子地图，包括了数字线划图 DLG、数字高程模型 DEM、各类大比例尺内部结构图（CAD 格式）和专题数据图等	警用业务为主
影像类数据产品	高精度卫星、飞机或无人机影像数据及处理后的成果产品，还包括街景数据及激光点云数据	
三维虚拟模型类产品	三维建筑模型数据，按照使用的技术手段，分成手工三维建模数据和倾斜摄影三维模型数据两类	

精一空间标准地址库采集建库工具产品	集数据采集、数据处理、数据管理、数据同步于一体的综合 GIS
移动警务(1+N)平台产品	把日常的系统框架、通用功能等集成在一个统一的平台上
警情时空研判辅助警务决策平台产品	实现警情资源的时空分析上图,为警务策略制定和精确打击提供可视化、一体化的应用工具
可视化指挥作战调度系统产品	基于移动设备终端和指挥管理后台相结合的警用办公系统
群体事件管控系统产品	为全面开展犯罪时空分析、研判做技术储备,辅助业务部门进行群体事件情报研判与布控
三维警卫可视化辅助系统产品	警卫综合指挥调度系统

资料来源:公司公告、申万宏源研究

**地理信息产业 2020 年的总产值规模预计可达 9040.90 亿人民币, 预计年复合增速可达 20%。**精一规划所属行业为地理信息产业中的 GIS 行业。根据中国 GIS 协会的测算数据, 该行业未来几年将依然保持 20% 以上的年增长率。根据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国地理信息产业发展前景与投资战略规划分析报告》, 以及中国地理信息产业协会发布的《2016 中国地理信息产业报告》, 十二五以来, 地理信息产业服务总值年增长率均保持在 20% 以上。预计未来几年产业仍将保持年均 20% 以上的增长速度, 成为国民经济发展新的增长点。到 2020 年, 产业政策法规体系将基本建立, 结构优化、布局合理、特色鲜明、竞争有序的产业发展格局也将初步形成, 互联网搜索和电子商务提供商、通信服务提供商、汽车厂商等纷纷涉足地理信息应用领域, 新应用、新服务不断产生, 形成遥感应用、导航定位和位置服务等产业增长点。以 2016 年 4360 亿人民币为基数, 年均复合增长率假设为 20%, 到 2020 年地理信息产业的总产值规模将达到 9040.90 亿人民币。

图 17: 我国地理信息产业 2016 年产值达 4360 亿元且同比增速保持在 20% 以上



资料来源:《2015-2020 年中国地理信息产业发展前景与投资战略规划分析报告》、申万宏源研究

## 2.4 本次方案将明显推动上市公司备考每股收益增厚与估值中枢下移

(1) 本次交易将补齐公司安保科技业务短板。目前，航天长峰主要业务模式仍是以系统集成业务为主，安防市场竞争的日益激烈，导致系统集成业务利润率水平不高。本次交易标的公司的业务包括 UPS 电源和 EPS 电源制造业务，警用地理信息系统业务等，将补齐公司在安防领域的产品短板，增强公司业务协同效应、共享资源，提高公司的盈利能力和核心竞争力。

图 18：公司本次重大资产重组预案的交易标的情况以及交易目的



资料来源：集团公告、申万宏源研究

(2) 本次交易中，柏克新能及精一规划均做出了业绩承诺。根据《业绩承诺补偿框架协议》的约定，柏克新能在2017年、2018年和2019年实现的合计净利润数约12,084万元。近年来，公司实现了业绩增长迅速，根据《业绩承诺补偿框架协议》的约定，精一规划在2017年、2018年和2019年实现的合计净利润数约6,300万元。我们认为，这将保证航天长峰未来经营业绩的可持续增长。

(3) 本次收购中，标的公司的市盈率及市净率均不高于行业可比公司的水平。以最新股价计算，柏克新能的可比上市公司有易事特、科士达以及科华恒盛，它们的平均市盈率为38.22，平均市净率为4.16，本次交易方案收购柏克新能的估值水平（PE, 18.76倍）均低于可比上市公司的平均水平，市净率（PB, 5.45倍）高于可比上市公司的平均水平，但仍处于可比上市公司合理估值范围内；另一方面，精一规划的可比上市公司有数字政通、超图软件以及四维图新，它们的平均市盈率为86.00，平均市净率为5.04，而本次交易方案收购精一规划的估值水平（PE, 23.63倍）均低于可比上市公司的平均水平，市净率（PB, 7.41倍）高于可比上市公司的平均水平，但仍处于可比上市公司合理估值范围内。因此，我们认为，公司此次拟收购资产的价格相对比较便宜。

**表 7：柏克新能的交易作价市盈率及市净率低于行业可比公司均值**

证券代码	证券简称	市盈率（倍）	市净率（倍）
300376.SZ	易事特	40.85	5.61
002518.SZ	科士达	26.24	4.15
002335.SZ	科华恒盛	47.57	2.71
可比公司平均值		38.22	4.16
柏克新能		18.76	5.45

资料来源：公司公告、申万宏源研究 备注：可比公司的 PE 是以 2017 年 5 月 12 日的股价计算的

**表 8：精一规划的交易作价市盈率及市净率低于行业可比公司均值**

证券代码	证券简称	市盈率（倍）	市净率（倍）
300075.SZ	数字政通	72.88	6.99
300036.SZ	超图软件	56.00	4.68
002405.SZ	四维图新	129.11	3.44
可比公司平均值		86.00	5.04
精一规划		23.63	7.41

资料来源：公司公告、申万宏源研究 备注：可比公司的 PE 是以 2017 年 5 月 12 日的股价计算的

(4) 本次交易方案中，收购完成后对公司 EPS 的增厚程度较大，同时带动公司收购完成后的备考 PE 明显下降。我们简单地测算出，新增两个优质标的在业绩承诺期（2017-2019 年）的年度新增净利润占到公司原有业务的业绩预测额的比例分别是 44.91%、56.24% 以及 70.53%；考虑到此次交易方案新增股份相对有限，假设收购完成后，公司备考 EPS 较收购前出现明显的提升，同时带动公司的估值中枢实现显著的下移。因此，我们认为，本次收购将健全公司商业模式、补齐公司在安防领域的产品短板，增强公司业务协同效应、共享资源，提升公司的整体利润水平，显著增加公司业绩增厚，带来公司估值下降。

**表 9：本次方案将明显地推动上市公司备考每股收益增厚与估值中枢下移**

	2016A	2017E	2018E	2019E
柏克新能净利润(百万元)	26.7	32.58	39.75	48.51
精一规划净利润(百万元)	11.64	15.43	20.45	27.12
合计新增业务净利润(百万元)	20.74	25.93	32.47	40.73
合计新增业务净利润复合增速		25.04%	25.22%	25.41%
航天长峰净利润(百万元)	57.74	72	97.36	134.65
新增业务占航天长峰 2016 年净利润比例		44.91%	56.24%	70.53%
柏克新能对应 PE	18.76	15.38	12.6	10.33
精一规划对应 PE	23.63	17.83	13.44	10.14
收购子公司合计对应 PE	20.24	16.16	12.89	10.26
收购前航天长峰 PE	166	88	67	47
收购后航天长峰备考 PE		69	52	38

资料来源：WIND、申万宏源研究 注：1. 根据精一规划、柏克新能 2016 年净利润数额以及公司 2017-2019 年业绩承诺总额，通过设置一个预测期的复合增速参数（25%左右）来估算出每个年度的净利润预测额；2. 基于非公开发行股份新规以及公司重组预案，以公司 2016 年 11 月 7 日停牌价格的 90%为参考基准来假设非公开发行股份的价格，计算得此次交易方案需要发行大约 680.74 万股公司股份；3. 收购完成后，公司分别持有柏克新能、精一规划 55.45%、51%股份，此次发行后公司总股本预计增加至 34895.84 万股；5. 2017 至 2019 年公司完成收购后的备考 PE，都是假设拟收购资产在各自的预测年度全年并表而模拟计算的。

### 3. 航天科工军工资产证券化投资主线的潜在稀缺标的

我们申万宏源国防军工团队在 2017 年 1 月 20 日全市场首发的导弹行业深度报告《**导弹市场空间或超万亿，需求爆发节点未来可期——空天海一体化武器装备建设系列报告之一**》中，指出目前 A 股市场上还没有一家主营业务纯粹是导弹研制生产业务的、业绩驱动力真正来自于导弹武器装备建设的上市公司，现有与导弹行业间接相关的上市公司已超过 25 家，但主要可以分为四种类型：

(1) 第一类上市公司的主要特征是，产品的应用领域几乎不涉及导弹，但是其控股股东是我国导弹行业的总体单位或者核心分系统配套单位，拥有大量优质的导弹研发或生产类资产在上市公司体外，比如航天长峰、航天科技以及奥普光电等。因此，当前此类标的的核心投资逻辑是军工集团资产整合进程，而不是导弹行业需求驱动。

(2) 第二类上市公司业务涉及导弹配套，导弹相关收入占公司整个营业收入的比例比较小、或者相关财务信息存在泄密风险而被豁免披露，公司主业是生产和销售电子元器件等零部件产品，比如中航动力、中航光电、航天电器以及中航电子等。因此，当前此类上市公司的核心投资逻辑是业绩增长预期的核心驱动力来自其他新兴产业的需求释放或者重点产业政策扶持，而导弹行业发展并不构成其核心的投资驱动力。

(3) 第三类上市公司的主营业务之一是导弹总装生产或者分系统配套供应，而且这些公司在各自细分领域拥有显著的导弹标签效应，比如航天通信——国内唯一一家导弹武器系统总体总装的上市公司、高德红外——国内首家进入完整导弹武器系统总体研制领域的民营企业等。

(4) 针对第四类上市公司，一些优质的导弹类资产即将进入上市公司体内，如航天电子、精准信息、中兵红箭等上市公司，这些上市公司的主营业务构成中仅有很小的比例是给导弹研制做配套的收入来源，但是与导弹直接相关的业务营收占比还比较小，业绩驱动力的主要来源还是非导弹行业因素。

我们在此篇深度报告中，重点推荐了航天长峰，它属于第一类上市公司群体，其主要特征是，上市公司体内的业务以及产品的应用领域几乎不涉及导弹，但是其控股股东是我国导弹武器装备领域的两大龙头单位之一的科工二院（另一家是科工三院，以巡航导弹研制为主业），是中国最大的空天防御导弹研制生产单位，是中国导弹工业的摇篮，几乎垄断了防空导弹市场，拥有大量优质的导弹研发、总装、配套等高盈利性资产在上市公司体外，因此，我们分析预测，当前军工科研院所改制的顶层设计与配套政策即将进入从“蓄

势”到“待发”的关键阶段、军工央企核心资产证券化进程也大步迈入从“量变”引起“质变”的快车道；在此背景下，航天科工集团有望加快推进内部资产整合与体制机制改革，科工二院有望朝着实现整体资产整合上市公司的目标迈出实质步伐；因此，我们分析预测，假如科工二院军工资产分步、陆续整合到上市公司体内，航天长峰有望成为我国高壁垒、高成长性的国防科技工业的稀缺标的。

### 3.1 航天科工集团：资产证券化较大空间打开，进程或将明显提速

#### （一）航天科工引领我国导弹武器装备建设，加快建成国际一流航天防务公司

中国航天科工集团公司（简称“航天科工”）是中央直接管理的国有特大型、以导弹武器装备研制生产为主业的高科技军工企业集团，前身为 1956 年 10 月成立的国防部第五研究院，先后经历了第七机械工业部（1981 年 9 月第八机械工业部并入）、航天工业部、航空航天工业部、中国航天工业总公司的历史沿革。1999 年 7 月成立中国航天机电集团公司，2001 年 7 月更名为中国航天科工集团公司。航天科工以航天防务、信息技术、装备制造为主业，建立了完整的防空导弹系统、飞航导弹系统、固体运载火箭及空间技术产品等技术开发和研制生产体系，所研制的产品涉及陆、海、空、天、电磁等各个领域，形成了“以军为主、军民融合”的发展战略格局和“生产一代、研制一代、预研一代、探索一代”的协调发展格局。航天科工始终坚持“国家利益高于一切”的企业核心价值观，大力发展航天防务技术，努力建设完整的防空导弹武器系统、飞航导弹武器系统、固体运载火箭及空间技术产品等技术开发与研制生产体系，导弹武器装备整体水平在国内领先，部分专业技术达到国际先进水平，为我军提供了性能先进的导弹武器装备。

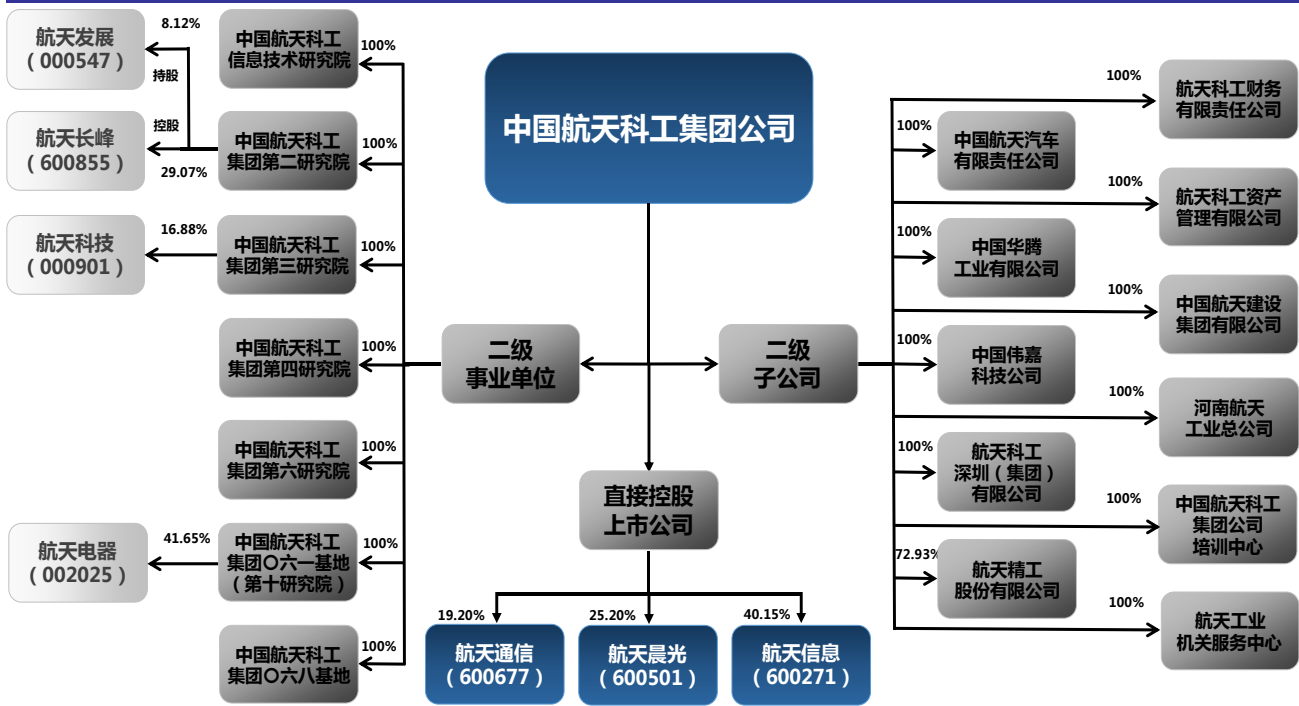
图 19：航天科工集团典型武器装备系统隆重亮相 9.3 抗战阅兵式



资料来源：《中国航天科工集团公司 2015 年企业社会责任公告》、申万宏源研究

作为我国国防科技工业的中坚力量，航天科工集团正在引领导弹武器装备研制生产的创新发展，朝着早日建成国际一流航天防务公司，努力打造世界一流跨国企业集团的宏伟目标阔步迈进。航天科工集团公司创造了我国武器装备建设史上一个又一个辉煌的“第一”，包括第一型实战应用的防空导弹武器系统、第一型超声速飞航导弹武器系统、第一型潜射战略导弹武器系统、第一型巡航导弹武器系统、第一型弹道导弹武器系统、第一型固体机动发射的弹道导弹武器系统、第一台固体火箭发动机、第一型潜射反舰导弹武器系统、第一台液体火箭发动机、第一台飞控计算机、第一件国家发明专利、第一件国家实用新型专利等等。目前航天科工集团旗下拥有 7 家上市公司，20 多家二级事业单位及子公司。2016 年度列世界企业 500 强第 381 位，中国企业 500 强第 91 位，中国制造业 100 强第 31 位，国际化经营收入近 50 亿美元。

图 20：中国航天科工集团公司成员单位的组织架构简图



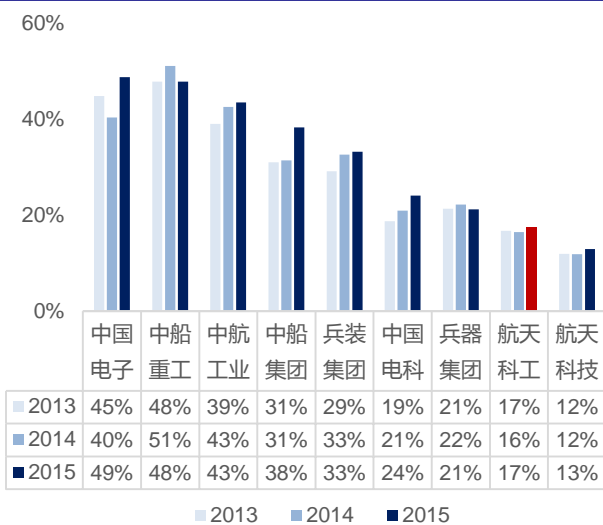
资料来源：WIND、公司公告、申万宏源研究

(二) 与其他军工央企相比，航天科工目前的资产证券化率偏低、整合进程较慢

在军工央企的资产证券化率排名中，航天科工排名靠后，历史比较来看集团资产运营的推进速度尚待大幅提升。(1) 以 2015 年为参照，航天科工以总资产口径计算的资产证券化率约为 17.41%，在 9 大军工集团中（不包括核工业和中国航发）排名倒数第二，不到排名第一的中国电子相同指标的二分之一；以净资产口径计算的资产证券化率约为 24.16%，在 9 大军工集团中排名倒数第二，与排名第一的中国电子（71%）还有较大差距；以营业总收入为口径计算的资产证券化率约为 21.39%，仍然在 9 大军工集团中排名比较靠后；以净利润口径计算的资产证券化率约为 24.29%，尽管在 9 大军工集团排名中居中，但是与排名

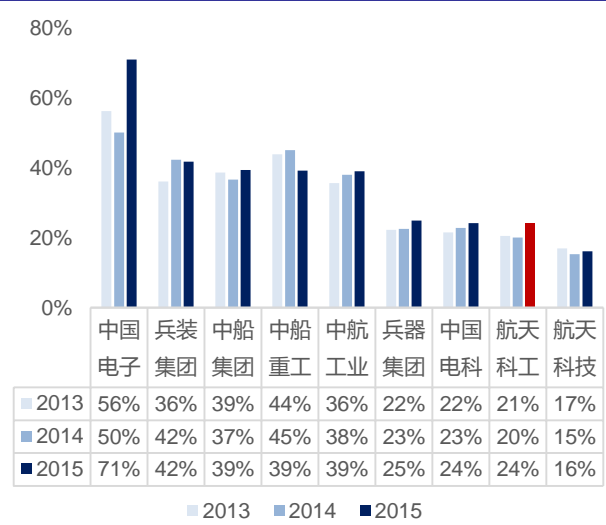
第一的中航工业（71.65%）相比，航天科工集团资产证券化未来提升空间较大。（2）从时间序列的角度来看，与其他军工集团过去三年加快推进资产证券化进程的情况形成鲜明对比，航天科工集团在资产整合与资本运作方面的推进力度与速度都有待加强。值得一提的是，作为航天科工集团的兄弟单位，中国航天科技集团公司（简称“航天科技集团”）目前的资产证券化率不及航天科工集团，但是预计在十三五期间将实现重大突破，根据2016年3月《上海证券报》报道，航天科技集团到十三五末的资产证券率目标是45%（2015年以净资产计算的资产证券率约为16.18%），科研院所改革相继启动，除了国家政策不允许的以外，改制后的军工资产将全部要进入资本市场。

图 21：九大军工集团以总资产计算的资产证券化率



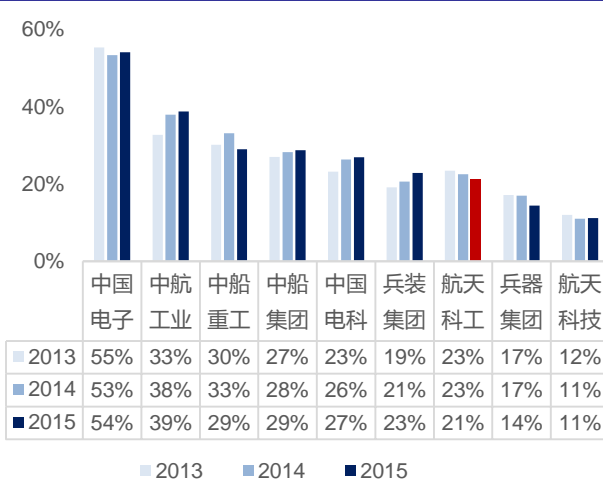
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 22：九大军工集团以净资产计算的资产证券化率



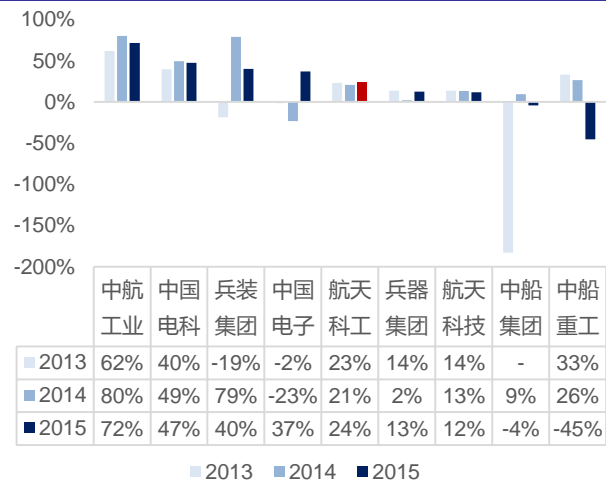
资料来源：WIND、申万宏源研究

图 23：九大军工集团以营业总收入计算的资产证券化率



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 24：九大军工集团以净利润计算的资产证券化率



资料来源：WIND、申万宏源研究



(三) 航天科工将充分利用现有上市公司的资本运作平台优势，通过内部资源整合和对外兼并重组，支持和保障主营业务发展和规划目标实现

从集团公司围绕上市公司的资本运作布局与规划的表态来看，航天科工未来将充分发挥现有上市公司的资产整合平台优势，加快推进旗下二级单位资产整合和证券化的进程。在混改大背景下，集团公司围绕资产整合和资本运作方面出台了一系列发展规划。集团强调要充分发挥上市公司的资本运作平台作用、“前哨”作用，对接资本市场、产业市场、人才市场，将上市公司作为实现资产整合和资本运作目标的重要方式，所控股的上市公司将发挥更大作用，支持所控股上市公司加快转型升级和结构调整力度。一方面，集团要通过对外收购兼并，推进亏损和抵消公司治理、吸纳新的经济增长点，以促进企业转型升级；另一方面，集团指出要加强提升资产证券化水平，推进企业体制机制转变。因此，我们认为，在集团规划及布局下，未来集团资产证券化进程有望加快。

表 10：航天科工集团近年关于资产整合和资本运作的发展规划与重要会议

时间	来源	主要内容
2017/1/14	中国航天科工 2017 年工作会议	进一步发挥上市公司全面对接资本市场、产业市场和人才市场的“前哨”作用，充分发挥各类平台类单位的市场与服务“门户”作用
2016/7/22	中国航天科工党组中心组学习会	指出进一步推动集团公司的混改方案以及集团公司“十三五”规划纲要的制定
2016/6/7	中国航天科工 2016 年度资产运营工作会	指出集团公司资产运营工作在“十三五”期间主要任务是：着力优化构建集团公司管控体系，提升集团公司资产证券化水平，加强对外收购兼并，推进亏损和低效公司治理，促进国有企业体制机制转变，妥善处理历史遗留问题 通过开展“两工程”和“三创新”，在“十三五”期间盘活企业资产；纳新，就是要做好股权投资和资本运作等工作，通过对外兼并收购等手段，纳入新的增长点，促进企业转型升级
2016/1/20	中国航天科工 2016 年工作会议	要求加强资产运营与投融资工作；国际化经营要着力提高海外资本运作与产业发展水平，加强国际化经营商业模式创新，增强国际资源整合能力和国际市场价值创造能力
2016/1/7	中国航天科工集团公司支持所控股上市公司持续发展的声明	提出在“转型升级、二次创业，建设国际一流航天防务公司”的征程中，所控股的上市公司将发挥更大作用；继续采取合法、合规的方式，着力提高上市公司的市场竞争力，支持所控股上市公司加快转型升级和结构调整力度
2015/8/7	中国航天科工党组中心组学习会	提出全面深化改革要求航天科工推动自身改革，加大资产证券化的力度，符合中央关于发展混合所有制的要求
2015/6/8	中国航天科工民用产业 2015 年第二次工作例会	是提高资源整合能力，内部资源共享，提高效率和效益，对外学会“借力、借资、借脑”，做好收购工作
2015/1/22	中国航天科工 2015 年工作会议	提出认真谋划资本运营顶层设计，创新经营理念和经营方式，整合企业内部、外部和国际优质资源要素，增强企业竞争力与运行活力

资料来源：集团公司官网、申万宏源研究

## 3.2 科工二院：防空导弹龙头蓬勃发展，资产整合上市临近拐点

(一) 科工二院是我国最大的防空导弹研制生产总体单位，是我国导弹工业的摇篮

中国航天科工集团第二研究院（简称“科工二院”），又称中国长峰机电技术研究设计院和中国航天科工防御技术研究院，创建于1957年11月16日，其前身是国防部第五研究院二分院，以防空导弹研制生产为主业，是中国最大的空天防御导弹研制生产单位，是中国导弹工业的摇篮。自创建以来，航天科工不断实现国家重点航天型号产品、工程和民用项目的重大突破，先后承担并圆满完成了我国第一代、第二代、第三代地（舰）空导弹武器系统以及我国第一个固体潜地战略导弹、固体陆基机动战略导弹等型号的研制并定型装备部队。自主研制生产的9型导弹武器系统亮相国庆35周年、50周年、60周年和中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利70周年阅兵仪式，为我军装备现代化建设和我国综合国力的提高做出了重大贡献。科工二院以“建成国际一流的空天防御技术研究院”为目标，在加速发展军品的同时，坚持走军民融合发展道路，以转型升级为主线，聚焦新一代信息技术、高端智能装备制造两大主业，不断提高价值创造能力。

图 25：二院的某型导弹武器系统亮相重大阅兵仪式



资料来源：航天科工集团官网、申万宏源研究

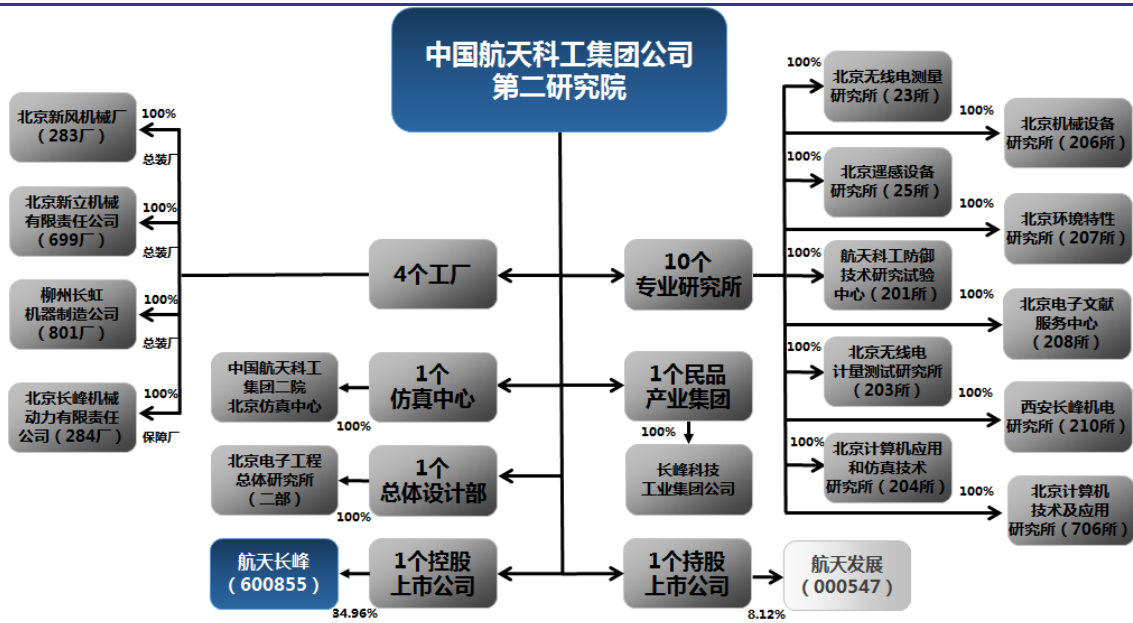
图 26：某型防空导弹武器系统正在进行导弹发射活动



资料来源：央广网、申万宏源研究

科工二院是以防空导弹军品型号研制为主的综合性研究院，拥有雄厚资产和良好设施，下设门类齐全、专业配套、自成体系的科研生产机构和服务保障单位。目前，科工二院旗下拥有两家上市公司，分别是航天长峰（控股 34.96%）和航天发展（持股 8.12%），其旗下还包括 10 个专业研究所、4 个工厂、1 个仿真中心、1 个民品产业集团、1 个总体设计部。此外，二院民品具有明显的军转民特征，主要业务包括安保科技与应急装备、物联网与信息安全、工业装备体现了民品与军品在资产、技术、人员、地理环境、观念等方面与生俱来、不可分割的联系。二院民用产业经过二十多年的发展，成为二院综合实力的重要组成部分，成为二院核心竞争力的重要支撑，成为二院履行“富国强军”使命的重要组成部分。为使科技成果在最短时间内实现商品化、产业化，有效服务于国防、民用两个领域，航天二院始终坚持“自主、自立、自强”的“三自”精神，以建设“高科技、高效益、高文明”水准的“三高”实体为目标，逐渐建立起军品为本、民品为主、多种经营的产品结构和专业分工协作、资源优化配置、军民融合的组织结构。

图 27：航天科工二院成员构成图



资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：此图未将二院旗下的上市平台、保障性单位、学校、医院等非军工业务资产纳入统计

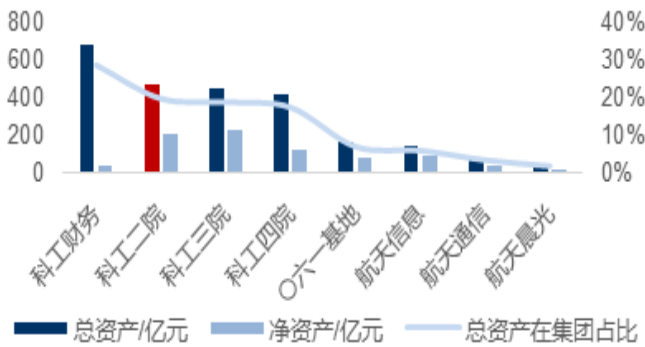
(二) 科工二院是航天科工集团所属二级单位中的龙头单位，受到集团公司高度重视

经粗略测算，科工二院净利润或将突破 30 亿元大关，其中军品收入占比预计达到七成以上。截至 2015 年末，航天二院总资产 472.77 亿元，总负债 268.82 亿元，所有者权益 203.95 亿元，2015 年实现营业总收入 300.31 亿元，净利润 28.12 亿元。截至 2016 年 9 月末，航天二院总资产 401.34 亿元，总负债 176.68 亿元，所有者权益 224.66 亿元，2016 年 1-9 月实现营业总收入 245.11 亿元，净利润 23.44 亿元。根据二院 2017 年工作会议的披露，2016 年，二院坚决贯彻集团公司转型升级战略部署及工作会精神，强化意识，全力以赴，各项工作创造新业绩，实现营业收入同比增长 12.59%，利润总额同比增长 5.93%，再创历史新高，有力支撑集团公司稳增长任务的完成。因此，可以粗略地测算，二院 2016 年大概实现营业收入 338.12 亿元，保守地实现净利润 31.66 亿元（采用复合增速+销售净利润率的估算方法）。此外，根据二院官网的公开报道，十一五期间，二院累计实现营业收入超过 510 亿元，实现利润总额 29 亿元，年均增长率分别为 22.5%和 47.5%；分军民业务来看，二院军民融合及民用产业在相同时期累计实现营业收入 147.7 亿元，实现利润总额 5.39 亿元，因此，可以粗略地测算二院的民口业务占比，以营业收入计算约为 28.96%；以利润总额计算约为 18.58%。

科工二院在集团公司旗下所有二级单位的地位排名中名列前茅，其未来发展规划受到集团领导高度重视。从集团内部同级别单位的横向比较来看，航天科工集团下属相对重要的二级单位及公司共有 8 家，分别是科工二院、科工三院、科工四院、零六一基地、航天信息、航天通信、航天晨光以及科工财务。根据二院官方网站公开报道，2016 年 2 月，集团公司董事长高红卫一行来二院调研指导工作，高董事长充分肯定了二院各项工作取得的成绩，指出二院是集团公司所属单位中的龙头单位，发展势头很好，并对二院后续工作提出具体要求，贯彻落实好集团公司关于骨干员工持股、资本市场等十个方面重要举措和要

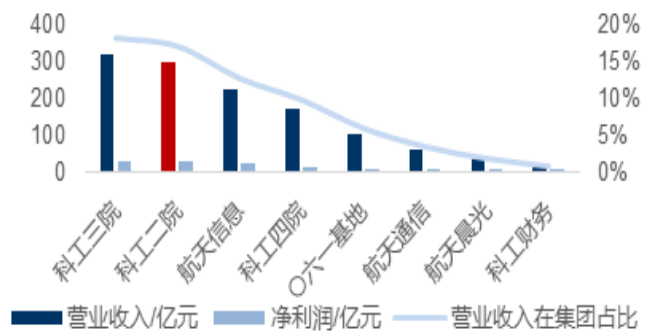
求。2015年，科工二院总资产为472.77亿元，占集团总资产比例为19.82%，在集团二级单位及公司中排名第二；实现净资产203.95亿元，占集团总净资产比例19.12%，在集团二级单位及公司中排名第二；实现营业收入为300.31亿元，占集团总营收比例为17.15%，在集团二级单位及公司中排名第二；实现净利润28.12亿元，占集团总净利润比例为30.42%，在集团二级单位及公司中排名第一。由此可见，二院的资产规模及营收能力在集团二级单位中较强，地位排名靠前。

图 28：集团下属二级单位中，二院资产规模排名领先



资料来源：公司公告、WIND、申万宏源研究

图 29：集团下属二级单位中，二院经营业绩排名领先

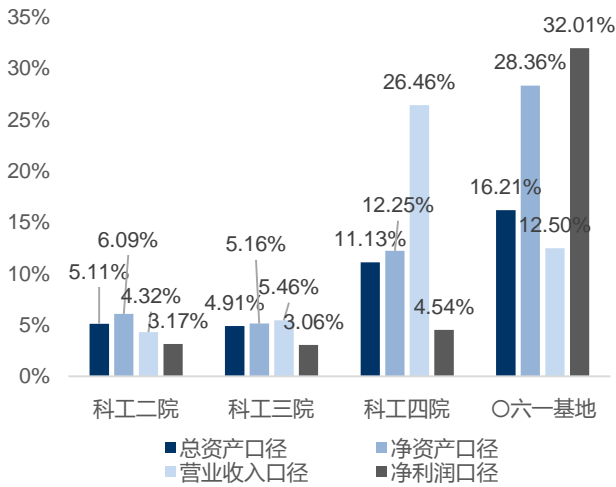


资料来源：公司公告、WIND、申万宏源研究

### （三）科工二院的军工资产证券化比率偏低、进程较慢但潜在空间较大

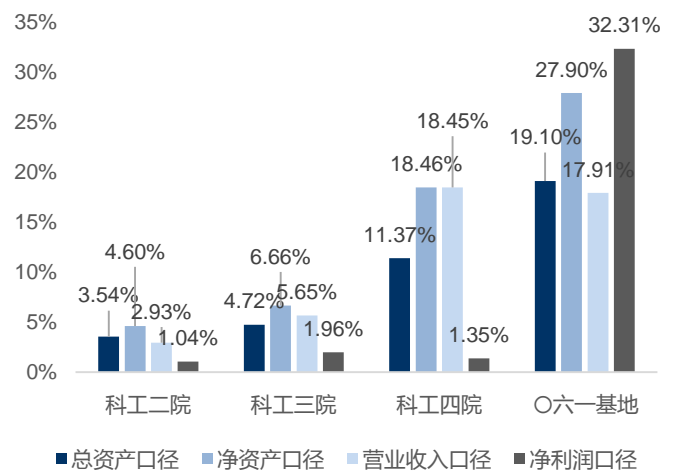
与集团下属其他二级单位相比，二院的资产证券化率偏低，而且受制于集团公司资本运作进程缓慢，二院的资产证券化的潜在空间较大但是进程有待提速。以2015年财务数据为底稿，科工二院以总资产口径计算的资产证券化率约为3.54%，以净资产口径计算的资产证券化率约为4.60%，以营业收入口径计算的资产证券化率约为2.93%，以净利润口径计算的资产证券化率约为1.04%；上述四个指标数值与集团下属其他二级单位相比，都说明科工二院在集团资产证券化进程中比较落后、比率偏低。从时间序列的维度来看，由于上市公司的控股股东整体经营业绩提升幅度较大，同时受累于科研院所改制进程相比迟缓，包括二院在内的集团二级单位资产证券化率不升反降，特别是科工二院过去5年都没有开展过资本运作。展望未来，二院作为集团公司转型升级发展的排头兵，将要把落实中央方针政策和集团公司党组、二院的战略部署作为政治责任，坚持聚焦主业，加强收并购和公司管控；实现空间工程、重大工程、投资并购等市场领域新拓展，一张蓝图干到底，全方位推动二院转型升级创新发展不断取得新成效。因此，我们分析预测，考虑到未来集团资产证券化进程有望加快，现在二院对于集团公司的引领作用越来越突出，科工二院或将会依托上市公司平台作用，不断提升资本运营能力与推进资产证券化进程。

图 30：以 2013 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图



资料来源：公司公告、WIND、申万宏源研究

图 31：以 2015 年财务数据计算的集团下属四个二级单位的资产证券化率柱状图



资料来源：公司公告、WIND、申万宏源研究

### 3.3 航天长峰：平台优势突出，资产整合空间大且估值弹性高

#### （一）航天长峰存在成为科工二院资产整合平台的可能

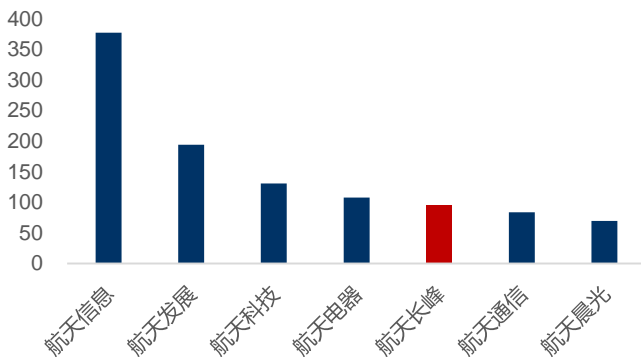
市场对于航天长峰有无可能成为科工二院未来核心军品资产整合平台表示疑惑，对此，我们发现，至少目前为止，多层次、多维度的经验证据进一步表明，未来航天长峰存在着成为二院核心军工资产整合平台的可能。经过梳理发现：（1）实际控制人层面，航天科工多次提出且反复强调在建设国际一流航天防务公司的征程中，当前所控股的上市公司将发挥更大的作用，加大支持所控股上市公司加快转型升级和结构调整力度。（2）控股股东层面，科工二院是航天长峰的控股股东，曾在 2012 年完成其子公司长峰科技 100% 股权的资产整合，目的是为了增强二院对上市公司的控制权，为今后以上市公司为平台来整合资源打下良好基础。（3）上市公司层面，时隔五年，公司再次启动重大资产重组，而且本次重组预案的交易标的与集团及二院的发展规划保持一致，进一步展现了公司上市平台优势地位。因此，我们分析预测，航天长峰未来将充分发挥自身的资本市场平台优势，成为科工二院贯彻落实军民融合和转型升级战略举措的“前哨”和“门户”，不排除其成为科工二院未来开展资产整合的控股上市平台的可能。

#### （二）“大科研院所+小上市公司”模式下，航天长峰或将进行资产整合的预期较高

航天长峰的上市公司实力与科工二院引领集团发展的龙头地位形成明显的反差，航天长峰有望成为科工二院加快推进资产证券化进程的直接受益标的，后续资产整合预期较高且整合空间较大。如上文可知，作为公司的控股股东，科工二院发展趋势很好，正在引领航天科工集团的转型升级与军民融合发展，稳坐集团二级单位中的头把交椅。然而，我们将集团公司下属七家上市公司按照总市值、归母净利润依次进行排序，可以发现，航天长峰的总市值及归母净利润在相对应排行榜中都排名比较靠后，公司的整体实力在集团当前所有上市平台中相对弱小，这与期控股股东在集团二级单位的实力排名存在鲜明反差。航

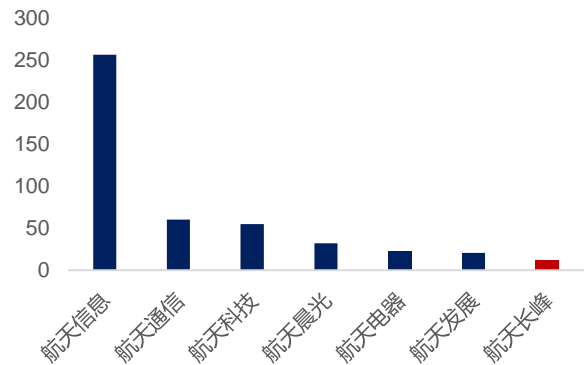
天长峰具有资产整合预期的逻辑基础，应该是“大集团+小公司”模式下，科工二院与航天长峰在各自可比单位中所处地位的高度不匹配性，二院作为引领集团公司发展的龙头单位，应当控股一家颇具实力的上市公司，但是现实中上市公司的资本运作显然还有很长路要走。因此，我们分析预测，从逆向思维的投资逻辑出发，航天长峰作为二院旗下唯一的控股上市公司，在二院存在加快推进军工资产证券化进程的预期下，未来有望迎来核心军品资产整合的较高预期而且资产整合的潜在空间较大。

图 32: 航天长峰在集团下属七家上市公司总市值的排名中相比靠后



资料来源：申万宏源研究 注：数据基准日为 2017 年 4 月 25 日，单位为亿元

图 33: 航天长峰在集团下属七家上市公司营收规模的排名中倒数第一



资料来源：申万宏源研究 注：备注：航天通信营收规模数据基于 2015 年年报，其余公司数据均基于 2016 年年报，单位为亿元

### (三) 航天长峰体外资产整合潜在空间较大，公司假设整合完成的利润增厚倍数较高

我们分析预测，受益于科工二院体外拥有丰厚的高盈利资产以及稀缺防空导弹研制业务，如果未来航天长峰将获得二院的资产整合，那么简单地测算，乐观情景假设下完成二院资产整合后，航天长峰的利润增厚倍数也比较高。根据我们的经验判断，市场对于某些上市公司的核心投资逻辑是寻找控股股东或将实现整体资产整合到上市公司体内的预期差，我们选取了航天动力、航天科技、国睿科技等作为航天长峰的可比上市公司。我们分析预测：航天长峰 2016 年实现净利润约为 0.69 亿元，其控股股东科工二院 2015 年实现净利润 28.12 亿元，上市公司体外大概仍有 41 倍业绩，在所有可比公司中排名第一。

表 11: 部分与航天长峰具有相似投资逻辑的上市公司的利润增厚倍数

单位：百万元	2017/5/12	2017/5/12	2016 年利润	PE	控股股东	历史利润	利润增厚倍数
证券简称	收盘价	市值					
航天长峰	19.34	6,413	69	135	航天科工二院	2,812	41
航天动力	17.08	10,901	38	365	航天科技六院	1,150	30
航天科技	27.80	11,383	155	98	航天科工三院	2,587	17
国睿科技	26.11	12,500	228	55	中电科十四所	763	3
杰赛科技	23.00	11,862	106	110	中电科通信事业部		
中国卫星	26.98	31,904	398	80	航天科技五院		

资料来源：WIND、集团官网、申万宏源研究

备注：1 控股股东的经营业绩的数据来源分别是：航天科工二院 2015 年实现净利润 28.12 亿元（债券募集说明书），航天长峰 2016 年实现净利润 0.69 亿元（WIND）；航天科技六院 2015 年实现利润总额 11.50 亿元（公司官网），航天动力 2016 年实现利润总额 0.38 亿元（WIND）；航天科工三院 2015 年净利润为 25.87 亿元（债券募集说明书），航天科技 2016 年净利润为 1.55 亿元（WIND）；中电科十四所 2012 年实现归母净利润 7.63 亿元（公司公告），国睿科技 2016 年实现归母净利润 2.28 亿元（WIND）；2. 利润增厚倍数计算方法：控股股东的历史利润除以上市公司 2016 年对应的利润额；3. 其他数据均来自于 WIND

## 4. 盈利预测及投资评级

### 4.1 盈利预测：公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.22、0.29 和 0.41 元

航天长峰正在深入贯彻集团和二院的军民融合深度发展战略，实质推动公司和二院相关内部资产整合，随着产研联动布局和市场营销体系的逐步完善，公司核心竞争力有望持续提升，经营指标良性向好态势的动能预计将只增不减。假设公司盈利预测的关键假设参数包括主营业务分拆下的收入同比增速和销售净利润，公司整体的销售毛利率和销售净利润率有望维持在较高的水平上，预计公司 17/18/19 年的毛利率分别为 22.55%、23.77%和 24.01%；预计公司 17/18/19 年的销售净利润率分别为 4.90%、4.89%和 4.93%。因此，不考虑增发收购情况下，我们预计，公司 17/18/19 年将实现营业收入分别为 14.70 亿元、19.91 亿元和 27.33 亿元，同比增速分别为 29.75%、35.41%和 37.28%；公司 17/18/19 年实现归属于母公司所有者的净利润分别为 0.72 亿元、0.97 亿元和 1.35 亿元，同比增速分别为 24.68%、35.24%和 38.30%。因此，我们分析预测，不考虑增发收购情况下，公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.22 元/股、0.29 元/股、0.41 元/股；若考虑本次资产重组和配套融资，公司 17/18/19 年备考 EPS 为 0.28 元/股、0.37 元/股、0.50 元/股。

表 12：公司利润表摘要及盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	688.46	878.93	1133.25	1470.36	1990.99	2733.32
同比增速（%）		27.67	28.93	29.75	35.41	37.28
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	23.08	29.27	57.74	72.00	97.36	134.65
同比增长率（%）		26.83	97.29	24.68	35.24	38.30
毛利率（%）	27.76	22.16	22.08	22.55	23.77	24.01
每股收益（元/股）	0.07	0.09	0.17	0.22	0.29	0.41
净利率（%）	3.35	3.33	5.1	4.90	4.89	4.93

资料来源：WIND、申万宏源研究

**公司盈利预测通过各业务分拆预测得到：**

(1) 安保科技业务方面，受益于国家安保政策及措施的提出以及物联网、大数据及云计算技术对安保新应用领域的推动，预计 2017-2019 年营收同比增速分别为 43%、45%和 45%，毛利率分别为 18%、20%和 21%；

(2) 医疗器械业务方面，受益于医疗器械专项计划、高端医疗器械国产化替代以及城镇化建设拉动医疗器材行业平稳发展，预计 2017-2019 年营收同比增速分别 3%、3%和 3%，毛利率分别为 34%、34%和 34%；

(3) 电子信息（红外）业务方面，在“国外安全局势动态+国内军民融合发展”双轮驱动下，国内电子信息业务，特别是红外成像市场空间较大，因而预计 2017-2019 年营收同比增速分别为 25%、25%和 25%；毛利率分别为 35%、38%和 38%；

(4) 数控机床及其他业务占比相对较小，我们预计未来公司其他业务占比将进一步降低，因此，我们假设公司该部分业务 2017-2019 年的营业收入增速为-5%、-5%和-5%，毛利率分别为 14%、14%和 14%。

**表 13：航天长峰的业绩拆分表及其关键预测参数**

年份	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入拆分（百万元）</b>									
安保	482.6	454.6	466.8	269.1	503.4	719.1	1,027.4	1,489.7	2,160.1
医疗器械及医疗工程	128.4	169.9	181.2	184.6	192.6	197.4	203.3	209.4	215.6
机床及数控系统	35.0	17.9	19.2	19.7	28.4	26.9	25.4	24.1	22.8
电子信息类	152.3	151.4	273.0	200.3	139.6	171.4	214.3	267.9	334.8
其他	303.4	77.0	33.7	6.1	5.4	0.0	0.0	0.0	0.0
合计	1,101.7	870.8	974.0	679.7	869.3	1,114.8	1,470.4	1,991.0	2,733.3
<b>分项业务收入同比增速</b>									
安保	n.a	-5.8%	2.7%	-42.4%	87.1%	42.9%	42.9%	45.0%	45.0%
医疗器械及医疗工程	51.0%	32.3%	6.7%	1.9%	4.4%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
机床及数控系统	-6.6%	-49.0%	7.7%	2.7%	43.8%	-5.4%	-5.4%	-5.4%	-5.4%
电子信息类	8.9%	-0.6%	80.2%	-26.6%	-30.3%	22.8%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	17.3%	-74.6%	-56.2%	-82.0%	-11.2%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
合计	111.5%	-21.0%	11.8%	-30.2%	27.9%	28.2%	31.9%	35.4%	37.3%
<b>分项业务销售毛利率</b>									
安保	16.8%	18.6%	20.1%	27.2%	15.0%	15.1%	18.0%	20.0%	21.0%
医疗器械及医疗工程	38.3%	34.9%	44.5%	38.0%	27.0%	35.6%	33.5%	33.5%	33.5%
机床及数控系统	15.9%		13.2%	16.7%	14.1%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
电子信息类	28.9%	25.1%	22.2%	17.9%	38.2%	32.5%	35.0%	38.0%	38.0%
其他	4.8%	14.9%	13.3%	14.4%	34.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
合计	17.6%	22.5%	24.8%	27.0%	21.5%	21.3%	22.6%	23.8%	24.0%
<b>营业收入占比拆分（百万元）</b>									
安保	44.2%	54.9%	51.0%	39.5%	62.7%	69.6%	74.0%	78.5%	82.2%
医疗器械及医疗工程	8.7%	16.4%	13.7%	23.1%	20.6%	14.5%	11.9%	9.2%	6.9%
机床及数控系统	3.2%	2.2%	2.3%	3.3%	3.6%	2.6%	1.9%	1.4%	0.9%



电子信息类	11.9%	16.8%	29.0%	33.1%	12.6%	13.2%	12.2%	10.9%	10.0%
其他	31.8%	9.7%	4.0%	1.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
<b>产品毛利分拆 (百万元)</b>									
安保	81.1	84.5	93.7	73.3	75.8	108.5	184.9	297.9	453.6
医疗器械及医疗工程	49.2	59.3	80.7	70.2	52.0	70.2	68.1	70.2	72.3
机床及数控系统	5.6	2.9	2.5	3.3	4.0	3.7	3.5	3.3	3.1
电子信息类	44.0	38.0	60.5	35.9	53.3	55.7	75.0	101.8	127.2
其他	14.4	11.5	4.5	0.9	1.9	n.a	n.a	n.a	n.a
合计	194.2	196.2	241.9	183.6	186.9	238.0	331.6	473.2	656.3

资料来源: WIND、申万宏源研究

## 4.2 投资评级: 首次覆盖给予买入评级

不考虑增发收购情况下, 预测公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.22、0.29 和 0.41 元/股, 当前股价 (19.34 元) 对应 PE 分别为 88、67 和 47 倍; 假设本次交易完成的备考 EPS 为 0.28、0.37 和 0.50 元/股, 对应备考 PE 分别为 69、52 和 38 倍, 同期与航天长峰具有相似业务的可比公司平均 PE 为 55、41、28 倍, 公司目前 PE 水平与行业平均水平相比偏高, 但是, 鉴于公司目前股价 (19.34 元) 比本次发行股份底价 (26.30 元) 下降 36%, 具有一定的安全边际, 同时考虑到未来公司存在二院资产整合的预期, 因此首次覆盖给予买入评级。

表 14: 航天长峰基于相似业务的可比公司估值表

单位: 百万股/元		2017/5/12		EPS					PE					当前
证券代码	证券简称	收盘价(元)	15A	16E	17E	18E	19E	15A	16E	17E	18E	19E	PB	
600728.SH	佳都科技	7.35	0.11	0.07	0.21	0.28	0.34	69	109	35	26	22	4	
300098.SZ	高新兴	12.28	0.13	0.29	0.37	0.49	0.61	97	43	33	25	20	3	
300449.SZ	汉邦高科	25.37	0.32	0.22	0.49	0.66	1.00	80	115	52	38	25	6	
300155.SZ	安居宝	8.53	0.06	0.03	0.07	0.10	n.a	132	263	117	89	n.a	4	
300246.SZ	宝莱特	26.09	0.16	0.46	0.64	0.83	1.11	159	57	41	31	24	8	
600587.SH	新华医疗	18.12	0.69	0.09	0.63	0.72	n.a	26	213	29	25	n.a	2	
600055.SH	万东医疗	16.96	0.10	0.19	0.31	0.41	0.51	163	92	54	41	33	4	
002414.SZ	高德红外	18.09	0.10	0.11	0.23	0.31	0.38	178	159	77	58	48	4	
002214.SZ	大立科技	8.12	0.07	0.07	0.12	0.17	0.25	115	112	66	49	32	4	
300516.SZ	久之洋	68.57	1.00	1.17	1.62	2.17	2.95	69	58	42	32	23	7	
行业平均值		16.29	0.27	0.27	0.47	0.61	0.89	109	122	55	41	28	5	
行业最大值		26.09	1.00	1.17	1.62	2.17	2.95	178	263	117	89	48	8	
行业中位值		15.20	0.12	0.15	0.34	0.45	0.56	106	111	47	35	24	4	
600855.SH	航天长峰	19.34	0.09	0.17	0.22	0.29	0.41	219	111	88	67	47	7	
600855.SH	航天长峰 (备考)	19.34	0.08	0.17	0.28	0.37	0.50	231	117	69	52	38	7	

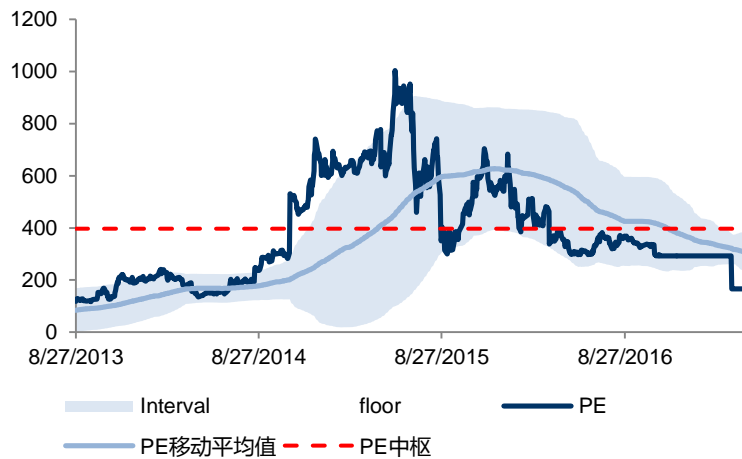
资料来源: WIND、申万宏源研究 注: 可比公司的数值来自公司年报或者 WIND 一致预期

表 15: 航天长峰基于相似投资逻辑的可比公司估值表

单位: 百万股/元	证券简称	2017/5/12		EPS					PE					当前
		证券代码	收盘价 (元)	15A	16E	17E	18E	19E	15A	16E	17E	18E	19E	
	航天动力	600343.SH	17.08	0.08	0.05	0.10	0.10	n.a	219	368	170	163	n.a	5
	航天科技	000901.SZ	27.80	0.12	0.25	n.a	n.a	n.a	224	111	n.a	n.a	n.a	3
	杰赛科技	002544.SZ	23.00	0.21	0.21	0.37	0.44	0.54	111	111	62	52	43	9
	国睿科技	600562.SH	26.11	0.39	0.48	0.63	0.81	0.92	67	55	41	32	29	7
	中国卫星	600118.SH	26.98	0.32	0.34	0.38	0.43	0.47	83	80	71	63	57	6
	行业平均值		24.19	0.24	0.27	0.39	0.46	0.66	101	91	63	53	37	6
	行业最大值		27.80	0.32	0.34	0.38	0.43	0.47	41	40	35	31	28	9
	行业中位值		26.11	0.21	0.21	0.48	0.60	0.85	146	148	64	51	36	6
	航天长峰	600855.SH	19.34	0.09	0.17	0.22	0.29	0.41	219	111	88	67	47	7
	航天长峰 (备考)	600855.SH	19.34	0.08	0.17	0.28	0.37	0.50	231	117	69	52	38	7

资料来源: 申万宏源研究 注: 可比公司的数值来自企业年报或者 WIND 一致预期

图 34: 到目前为止, 航天长峰当前 PE 处于历史 PE 波动置信区间中枢的下方



资料来源: WIND、申万宏源研究

表 16: 航天长峰预测利润表简表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	879	1,133	1,470	1,991	2,733
营业总成本	862	1,083	1,395	1,856	2,541
营业成本	684	883	1,139	1,518	2,077
营业税金及附加	4	3	7	8	10

销售费用	46	50	68	92	126
管理费用	130	140	182	239	328
财务费用	2	(2)	0	0	0
资产减值损失	(5)	8	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	15	20	15	0	0
营业利润	32	71	90	135	192
营业外收支	15	12	16	14	14
利润总额	46	82	106	149	206
所得税	10	14	20	33	46
净利润	36	69	86	116	160
少数股东损益	7	11	14	18	25
归属于母公司所有者的净利润	29	58	72	97	135

资料来源：申万宏源研究

表 17：航天长峰预测资产负债表简表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,343	1,461	1,687	2,106	2,690
现金及等价物	603	707	798	1,011	1,296
应收款项	484	499	593	738	945
存货净额	122	143	185	246	337
其他流动资产	134	111	111	111	111
长期投资	37	0	0	0	0
固定资产	46	54	50	47	43
无形资产及其他资产	249	204	257	238	233
资产总计	1,675	1,719	1,994	2,391	2,966
流动负债	723	744	934	1,215	1,630
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	641	657	847	1,128	1,543
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	33	4	4	4	4
负债合计	736	748	938	1,219	1,634
股本	332	332	332	332	332
资本公积	261	261	261	261	261
盈余公积	21	24	27	32	38
未分配利润	220	266	335	427	556
少数股东权益	85	88	102	120	145
股东权益	939	970	1,056	1,172	1,332
负债和股东权益合计	1,675	1,719	1,994	2,391	2,966

资料来源：申万宏源研究

**表 18：航天长峰预测现金流量表简表**

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	36	69	86	116	160
加：折旧摊销减值	12	19	4	4	4
财务费用	9	1	0	0	0
非经营损失	(16)	(20)	(15)	0	0
营运资本变动	50	19	54	75	117
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	90	89	129	194	281
资本开支	4	13	0	0	0
其它投资现金流	23	34	15	0	0
投资活动现金流	19	21	15	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	13	18	0	0	0
其它融资现金流	0	0	(53)	19	5
融资活动现金流	(13)	(18)	(53)	19	5
净现金流	96	93	91	213	286

资料来源：申万宏源研究

## 5. 附表

### 5.1 航天科工二院下属单位梳理

#### (一) 北京无线电测量研究所 (23 所)

北京无线电测量研究所，组建于 1958 年 11 月，是我国专业的雷达研究所，主要从事雷达、通讯、电子信息、综合系统的研究、设计和制造。其拥有先进的 CAE 中心、精密测试中心、数控加工中心和信息网络，有设施完善的大型天线试验场和微波暗室，有国内一流水平的微波铁氧体器件设计生产线、微波混合集成电路设计生产线和声表面波器件生产线。北京无线电测量研究所是国家一级计量单位、国家一级档案管理单位，通过了 ISO9001 质量管理体系认证和职业健康安全管理体系认证，拥有现代的科研管理体系、完善的产品保证体系和健全的售后服务体系

#### (二) 北京遥感设备研究所 (25 所)

北京遥感设备研究所，1965 年成立，主要从事航天飞行器的各种制导设备和光电引信的研制，同时从事探测设备、微波通讯设备、光电测量系统的研制开发。在无线电遥控、遥测和遥感技术、雷达技术、卫星通讯技术、计算机应用和信号处理技术方面形成优势。成功地研制了各种医疗设备、港口交通管制微波传输系统、煤矿液压支架控制系统、河床断面自动测绘仪、传呼电话等产品，有些项目已达国际先进水平，填补了国内空白。

#### (三) 航天科工防御技术研究试验中心 (201 所)

航天科工防御技术研究试验中心,成立于2004年2月,中心立足于中国航天科工集团,面向航天、航空、兵器、船舶、电子、通讯、信息等行业的众多型号;依靠先进的技术手段,提供优质的元器件质量可靠性保证服务,赢得了良好的社会声誉。在载人航天工程、长征系列运载火箭、空天防御武器的研制生产中,航天科工防御技术研究试验中心完成了多项关键检测试验任务,为实现国人的飞天梦想做出了贡献。

#### **(四) 北京无线电计量测试研究所(203所)**

北京无线电计量测试研究所,成立于1957年12月,以计量测试技术为总体,以溯源性研究为主线,以发展计量校准技术、频率控制技术、自动测试技术、综合保障技术为支柱的国防技术基础研究所。

#### **(五) 北京计算机应用和仿真技术研究所(204所)**

北京计算机应用和仿真技术研究所,成立于1957年,隶属航空航天部二院。设有系统运行开发、算法与仿真试验、系统软件与软件工程、计算机辅助设计、微机应用、系统工程与信息处理、仿真环境、人工智能等研究室。现有科技人员310余人,其中高级人员62人,中级人员122余人。所长李伯虎,副所长孙以萍、徐祖渊、郭坤铨。主要从事系统软件、数值计算方法、应用软件、系统仿真技术、软件工程、系统工程、微机应用系统、计算机辅助设计(CAD)与辅助制造(CAM)和人工智能技术的研究与开发。

#### **(六) 北京机械设备研究所(206所)**

北京机械设备研究所,成立于1970年,是以发射和发射控制为核心技术的综合性高科技工程技术研究所,是原国防科工委认定的重点保军单位,发射及发射控制领域被确定为重点保军专业领域。二〇六所承担着国家众多重点型号装备的研究、设计、试验、生产和服务保障等任务,多型装备成为陆、海、空、二炮的主战装备。二〇六所紧紧围绕航天高科技产业需求,谋求专业技术发展,重点发展了以装备总体技术、发射技术、发射控制技术、伺服控制技术、电源及电力电子技术等为核心技术,以液压技术、运输装填转载技术、保调温技术、定位定向技术、伪装隐身防护技术、车辆技术等为重点技术,以“三化”技术、可靠性及相关技术、多学科仿真及虚拟试验技术、自动化测试测量技术、装备试验设计技术、装备总装总调工艺技术等为支撑技术的技术体系。

#### **(七) 北京环境特性研究所(207所)**

北京环境特性研究所,成立于1970年,是国内从事目标及其环境特性研究的专业研究所,隶属于二院。目前拥有一家控股公司,形成目标与环境特性研究、军民两用配套光电探测与跟踪技术等主营业务方向多年来,发挥自身优势,走出了一条军民融合、产业经营与资本运营结合的发展道路。主要开展科技应用研究,出尽航天技术发展。目标与环境特性研究、目标特征提取与识别研究、目标探测与控制研究、卫星遥感地物波谱特征研究光电探测与跟踪研究、计算机技术开发、激光防伪技术研究、相关技术开发与技术服务。

#### **(八) 北京电子文献服务中心(208所)**

北京电子文献服务中心（北京），成立于 1983 年 8 月 30 日，承担二院内外情报咨询与研究、专业代理和知识产权研究、文献集成与提供利用、档案管理与利用、声像摄制、刊物与文集编辑出版、科技资料翻译、信息化建设、通信客户服务、通信网络工程维护、通信系统运行、印刷复晒、办公设备维护、航天鳞象科技园管理等工作；是集团公司科技情报中心、集团公司军民融合及民用产业发展论证咨询中心、集团公司专利中心、知识产权研究分中心的挂靠单位。

#### **（九）西安长峰机电研究所是固体火箭发动机专业研究所（210 所）**

西安长峰机电研究所是固体火箭发动机专业研究所，承担着多项固体火箭发动机和地面支援设备的研制生产任务。经过四十多年来的努力发展，已形成研制、试验、生产、销售及售后服务一条龙的科研生产模式，为我国国防建设和航天事业研制、生产了大量优质的高技术军工产品。

#### **（十）北京计算机技术及应用研究所（706 所）**

北京计算机技术及应用研究所，创建于 1957 年，现已发展成为集开发、研制、生产、试验和服务为一体，具有雄厚技术实力和整体优势的综合性研究院所。20 余年来，航天二院七〇六所在电磁兼容与电能质量领域取得了突出的成绩，并开发成功了多个系列电磁兼容与电能质量控制产品。航天七〇六所不仅提供系列完整的电磁兼容与电能质量控制产品，更具有提供电磁兼容、电能质量、无功补偿、谐波治理整体解决方案的优势。航天七〇六所的技术团队具有国内领先的技术水平，能够解决几乎所有的电磁兼容与电能质量问题。

#### **（十一）北京电子工程总体研究所（二部）**

北京电子工程总体研究所，创建于 1958 年 10 月 8 日，是我国组建最早的从事尖端科学技术与研制的单位。经过 50 余年发展，二部已成为我国空天防御导弹武器系统总体设计部，是我国最为重要的导弹武器系统研制、生产单位和空天防御事业发展的领军单位。二部科技力量雄厚，装备总体设计、制导控制、指挥控制、系统仿真等专业处于国内领先水平，二部集中了系统工程设计、制导控制、通信、计算机软硬件、光电、仿真、自动化测试、结构强度等专业的高科技研发力量，在导弹武器系统研制中起着总体设计、总体协调、技术抓总的关健作用。

#### **（十二）北京新风机械厂（283 厂）**

北京新风机械厂是中国航天科工集团第二研究院防空防天导弹总装厂，1983 年成立，二八三厂经过 28 年的发展，现已具有承担国家多个重点型号导弹预研、研制和批量生产能力，是国家重点保军单位。在大型精密加工技术、黑色与有色金属焊接技术、钣金成型技术、电缆网制造与检测技术、装配技术、精密测量技术、导弹总装技术、导弹测试技术等具有较强实力，是“国防科技工业焊接自动化技术研究应用中心”技术应用依托单位，获得国防科技工业企业技术中心认定。

#### **（十三）北京长峰机械动力有限责任公司（284 厂）**

北京长峰机械动力有限责任公司主要负责二院永定路地区、生产基地及物流基地的水、暖、电、空调、蒸汽等五大动力的运行管理保障工作，动力工程装修、改造任务以及物业管理和售后服务保障工作，拥有电力、空调制冷、锅炉、暖通、给排水、热力仪表、水质处理等专业技术能力。企业通过了职业健康安全管理体系和质量管理体系的国家认证，取得“供变电设备安装维修、锅炉安装、电力预防性试验、低压抽出式开关设备和配电箱的中国国家强制性产品认证证书（3C 认证）”等专业资质以及物业管理企业三级资质证书，并连续多年被评为北京市动力供应先进单位、中央国家机关精神文明单位。

#### **（十四）北京新立机械有限责任公司（699 厂）**

中国航天科工二院六九九厂（北京新立机械有限责任公司）是国家大型二级企业、国家一级计量单位、国家档案管理一级单位和中国 500 家最大机械工业企业之一。自 1957 年建厂以来，六九九厂一直承担航天飞行器的电子设备、精密机械产品和地面设备及特种车辆的生产、总装总调等任务，并在特种车辆总装总调、电气系统联调、液压系统、大型结构件设计生产等领域形成技术优势并构建核心竞争力。五十年来，六九九厂有近百项科技成果获得各级奖励和表彰，为国防现代化建设做出了重大贡献。

#### **（十五）柳州长虹机器制造公司（801 厂）**

柳州长虹机器制造公司是我国国防武器装备研制、生产的总体、总装厂，也是我国多个国防重点型号产品关键配套件的定点研制、生产单位。八〇一厂研制部分航天产品在同类中处于国内领先、国际先进水平，并获得了国内同类产品中唯一的国家科技进步奖。八〇一厂研制的惯性器件还参与了我国的载人航天工程，并成功地为“神舟一号”至“神舟九号”飞船导航。由于成绩突出，工厂曾受到中国载人航天工程办公室的表彰、奖励。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。