

广发军工系列专题报告之八

部分公司存在商誉减值风险，综合看待并购对行业的影响

分析师：赵炳楠

分析师：刘芷君



SAC 执证号：S0260516070004



SAC 执证号：S0260514030001



010-59136613



021-60750802



zhaobingnan@gf.com.cn



liuzhijun@gf.com.cn

请注意，赵炳楠并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

● 军工板块商誉受“民参军”并购增多影响而快速扩张，商誉主要集中于民参军公司

所选 84 家公司 2018 年第三季度的商誉总值为 370.07 亿元，商誉主要来自民参军公司，51 家民参军公司商誉合计 329 亿元，是 33 家军工集团上市公司商誉总值的 8 倍。从行业横向对比来看，军工板块商誉总值在 29 个行业中排名第十四位，商誉/净资产、商誉/净利润分别排名第六、第四位。

● 军工板块部分公司商誉减值风险开始体现，关注高商誉公司的商誉处理动态

军工板块并购的业绩承诺完成率从 2014 年的 92%（2013 年样本数过少，数据不具参考性）下降至 2017 年的 75%，民参军公司下降至 2017 年的 68%。从军工板块的商誉减值历史上来看，在业绩承诺完成后的第一、二年均有可能发生商誉减值，随着民参军并购结束业绩承诺，部分并购标的存在业绩下滑风险。近期银河电子、鹏起科技等公司大额计提商誉减值准备，风险开始暴露，后续需关注商誉/净资产、商誉/净利润较高的公司对商誉的处理情况。

● 并购将会是军工板块的常态化行为，除商誉外，还需关注并购在企业发展、解禁等方面对行业的影响

在剔除资本运作的影响后，军工板块 2014-2017 年营收、净利润均实现正增长。军工板块 2019-2021 年分别解禁 371.15 亿元、410.98 亿元、246.54 亿元，占总市值的比例分别为 4.20%、4.65%、2.79%。考虑到部分并购将于 2019 年完成，2020-2021 年的解禁压力可能加大。从波音、洛克希德·马丁公司的发展历程、国内军工集团的发展趋势、国内军民融合的政策方向来看，并购将会是军工板块的常态化行为，除商誉外，关注并购对企业发展、解禁等方面的影响。

● 投资建议

军工行业自 2013 年以来，并购增多使得行业商誉增速较快，部分公司进行过多次并购，商誉较高。被并购公司无法完成业绩承诺或者在业绩承诺期后出现业绩下滑均有可能致使公司计提商誉减值，近期部分高商誉公司已经开始计提商誉减值准备。在年报季，建议规避商誉减值风险较高的公司，并关注商誉/净资产、商誉/净利润值较高的公司对于商誉的处理进展。

● 风险提示

大量被并购公司在 2018 年完成业绩承诺，或者是业绩承诺期后的第一年，存在业绩承诺无法完成，或者业绩下滑风险；部分公司商誉、商誉/净资产、商誉/净利润较高，存在商誉减值风险。

相关研究：

广发军工系列专题报告之七：俄罗斯、日本、以色列、欧盟军民融合发展历程

2018-08-15

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：李炼 021-60750604 gflilian@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/15	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中直股份	600038.SH	买入	人民币	42.68	-	0.89	1.05	47.96	40.49	54.72	40.26	6.79	7.40
中航机电	002013.SZ	买入	人民币	7.06	8.40	0.23	0.28	30.70	25.21	15.70	12.92	9.23	10.00
国睿科技	600562.SH	买入	人民币	14.48	-	0.17	0.23	85.18	62.96	88.75	58.59	5.45	7.07
中国动力	600482.SH	买入	人民币	23.25	-	0.85	1.07	27.35	21.73	55.03	30.00	5.37	6.33
中航沈飞	600760.SH	买入	人民币	31.47	-	0.56	0.63	55.90	49.72	22.20	17.54	9.93	10.04

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

样本与研究方法	5
军工行业商誉增长较快，民参军公司商誉较高	7
军工行业商誉增加来自于民参军并购兴起	7
横向比较，军工行业商誉绝对值居中，相对值靠前	9
军工板块商誉存在减值风险，关注高商誉公司动态	11
商誉减值受并购标的业绩承诺完成情况影响较大	11
军工行业并购标的业绩承诺完成率整体下滑	11
关注军工板块的商誉减值风险	13
并购会是军工板块常态行为，关注并购带来的其他影响	16
并购在内生外延上对企业业绩均有提振	16
民参军并购带来的解禁压力在不断降低	17
并购仍将是军工板块重要的企业行为	19
投资建议	22

图表索引

图 1: 军工板块并购案例数量及商誉总值	8
图 2: 军工板块商誉及增速	8
图 3: 军工板块平均单个公司商誉及增速	8
图 4: 军工板块不同股东类型公司商誉及增速	9
图 5: 不同类型股东公司平均单个公司商誉及增速	9
图 6: 军工板块商誉/净资产占比情况	9
图 7: 军工板块商誉/净利润占比情况	9
图 8: 2017 年广发军工板块与中信指数各板块成分股商誉总值情况 (单位: 亿元)	10
图 9: 2017 年广发军工板块与中信指数各板块成分股商誉/净资产情况	10
图 10: 2017 年广发军工板块与中信指数各板块成分股商誉/净利润情况	10
图 11: 商誉的定义以及可能引起商誉减值计提的因素	11
图 12: 军工板块并购标的业绩承诺完成情况	12
图 13: 军工板块不同股东性质的公司并购标的业绩承诺完成情况	12
图 14: 不同业绩承诺期的并购标的业绩承诺完成情况	13
图 15: 军工板块不同股东性质的公司商誉减值情况	14
图 16: 军工板块营收增速	17
图 17: 军工板块净利润增速	17
图 18: 2014-2021 年军工板块解禁情况	17
图 19: 2014-2021 年军工板块不同类型股份解禁情况	18
图 20: 2014-2021 年军工集团不同类型股份解禁情况	18
图 21: 2014-2021 年民参军不同类型股份解禁情况	18
图 22: 军工潜在龙头的基本素质	19
图 23: 波音公司股价走势及并购情况	21
图 24: 洛克希德·马丁公司股价走势及并购情况	21
表 1: 样本的选择与分类	5
表 2: 2013-2019 年并购标的业绩承诺期分布	12
表 3: 2015-2017 年军工板块发生商誉减值的公司情况	14
表 4: 2018Q3 军工板块商誉排名前十的公司	15
表 5: 2018Q3 军工板块商誉/净资产排名前十的公司	15
表 6: 2017 年军工板块商誉/净利润排名前十的公司	15
表 7: 2018 年业绩预告计提商誉减值准备的公司及减值情况	16
表 8: 2018 年中央军民融合委员会两次会议内容	20

样本与研究方法

样本选择:

- 样本情况:** 本报告以84家军工类公司作为样本进行研究，其中军品业务占比较大的公司有72家，即军工主业和军工混业类公司；剩余12家为军工业务尚未产生大规模收入或对公司整体业务影响较小的公司，即混业类公司。虽然混业公司的军工业务收入规模较小，但由于多是通过并购进入军工领域，故仍然作为研究对象。中国重工、中船防务虽然是军工板块核心公司，但两公司无商誉且净资产规模较大，其净利润受民船周期影响较大，从而对板块数据影响显著，容易影响对板块的判断，故在做总量统计时将其剔除。后文所述“军工板块”均指样本中的84家公司的情况。
- 并购案例选择:** 为保障研究的有效性，所选并购案例金额较大，多在1亿元以上，且对公司业绩有一定影响，金额较小的并购由于后续信息披露不完整，不在本研究的统计范围之内。
- 股东结构:** 军工集团上市公司33家，民参军公司51家。

研究方法:

- 整体法:** 采用整体法进行统计计算，即将样本上市公司财务数据加总，再进行商誉、商誉减值损失、净资产、归母净利润等项目的加总计算。
- 纳入统计时间:** 公司报表中首次包含军工业务的财年起纳入统计口径（剔除借壳、资产注入或转型收购前数据）。考虑到2013年以前以军工集团资本运作为主，军工并购（尤其是民参军并购）是从2013年开始增多，故并购的完成时间从2013年开始统计。由于2018年年报尚未披露，净资产统计至2018年三季度，净利润统计至2017年。

表 1: 样本的选择与分类

代码	简称	集团	主业分布
600038.SH	中直股份	中航工业	军工主业
600760.SH	中航沈飞	中航工业	军工主业
000768.SZ	中航飞机	中航工业	军工主业
600316.SH	洪都航空	中航工业	军工主业
002013.SZ	中航机电	中航工业	军工主业
600372.SH	中航电子	中航工业	军工主业
002179.SZ	中航光电	中航工业	军工主业
000738.SZ	航发控制	中航工业	军工主业
600862.SH	中航高科	中航工业	军工主业
600893.SH	航发动力	中国航发	军工主业
600391.SH	航发科技	中国航发	军工主业
600990.SH	四创电子	中电科	军工主业
600562.SH	国睿科技	中电科	军工主业
002935.SZ	天奥电子	中电科	军工主业
600764.SH	中国海防	中船重工	军工主业

600482.SH	中国动力	中船重工	军工主业
300516.SZ	久之洋	中船重工	军工主业
300527.SZ	中国应急	中船重工	军工主业
600118.SH	中国卫星	航天科技	军工主业
002389.SZ	航天彩虹	航天科技	军工主业
600879.SH	航天电子	航天科技	军工主业
002025.SZ	航天电器	航天科工	军工主业
600967.SH	内蒙一机	兵器工业	军工主业
600184.SH	光电股份	兵器工业	军工主业
600435.SH	北方导航	兵器工业	军工主业
603712.SH	七一二	民参军	军工主业
002465.SZ	海格通信	民参军	军工主业
000561.SZ	烽火电子	民参军	军工主业
601606.SH	长城军工	民参军	军工主业
300397.SZ	天和防务	民参军	军工主业
300101.SZ	振芯科技	民参军	军工主业
300123.SZ	亚光科技	民参军	军工主业
002829.SZ	星网宇达	民参军	军工主业
300722.SZ	新余国科	民参军	军工主业
300600.SZ	瑞特股份	民参军	军工主业
300447.SZ	全信股份	民参军	军工主业
300456.SZ	耐威科技	民参军	军工主业
002413.SZ	雷科防务	民参军	军工主业
300474.SZ	景嘉微	民参军	军工主业
300411.SZ	金盾股份	民参军	军工主业
000687.SZ	华讯方舟	民参军	军工主业
300045.SZ	华力创通	民参军	军工主业
000818.SZ	航锦科技	民参军	军工主业
002414.SZ	高德红外	民参军	军工主业
300581.SZ	晨曦航空	民参军	军工主业
300719.SZ	安达维尔	民参军	军工主业
002933.SZ	新兴装备	民参军	军工主业
300416.SZ	苏试试验	民参军	军工主业
300034.SZ	钢研高纳	民参军	军工主业
300699.SZ	光威复材	民参军	军工主业
300696.SZ	爱乐达	民参军	军工主业
300114.SZ	中航电测	中航工业	军工混业
600765.SH	中航重机	中航工业	军工混业
000733.SZ	振华科技	中国电子	军工混业
002268.SZ	卫士通	中电科	军工混业
000547.SZ	航天发展	航天科工	军工混业
000519.SZ	中兵红箭	兵器工业	军工混业

600416.SH	湘电股份	民参军	军工混业
000801.SZ	四川九洲	民参军	军工混业
002519.SZ	银河电子	民参军	军工混业
300342.SZ	天银机电	民参军	军工混业
300099.SZ	精准信息	民参军	军工混业
300252.SZ	金信诺	民参军	军工混业
300427.SZ	红相股份	民参军	军工混业
002383.SZ	合众思壮	民参军	军工混业
002151.SZ	北斗星通	民参军	军工混业
603678.SH	火炬电子	民参军	军工混业
600614.SH	鹏起科技	民参军	军工混业
002023.SZ	海特高新	民参军	军工混业
300053.SZ	欧比特	民参军	军工混业
300065.SZ	海兰信	民参军	军工混业
002214.SZ	大立科技	民参军	军工混业
002544.SZ	杰赛科技	中电科	混业
600677.SH	航天通信	航天科工	混业
300351.SZ	永贵电器	民参军	混业
300324.SZ	旋极信息	民参军	混业
000534.SZ	万泽股份	民参军	混业
000070.SZ	特发信息	民参军	混业
600590.SH	泰豪科技	民参军	混业
002366.SZ	台海核电	民参军	混业
000697.SZ	炼石航空	民参军	混业
002402.SZ	和而泰	民参军	混业
002171.SZ	楚江新材	民参军	混业
300395.SZ	菲利华	民参军	混业

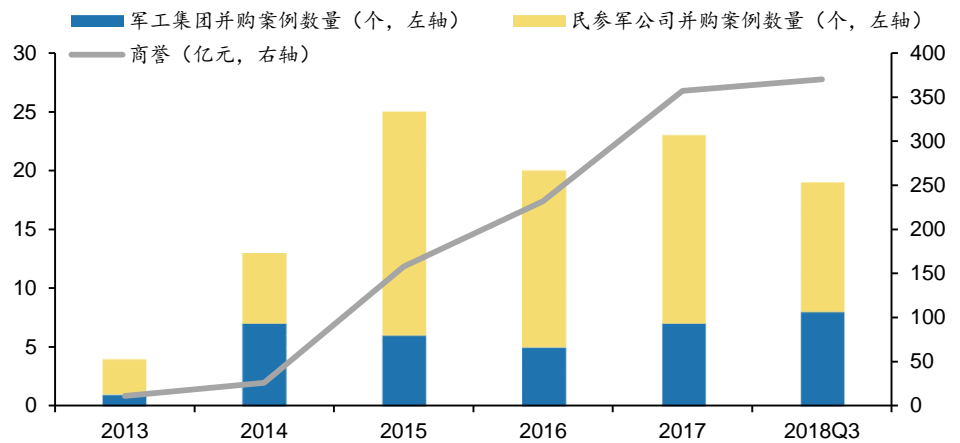
数据来源：广发证券发展研究中心

军工行业商誉增长较快，民参军公司商誉较高

军工行业商誉增加来自于民参军并购兴起

军工行业商誉扩张的核心原因是“民参军”并购的快速增多。2014年以前，受相关政策的影响，军工行业并购以军工集团上市公司为主，每年数量少，多为资产注入的形式。随着政策放开，2014年以来，二级市场民参军企业数量快速增长，除直接IPO外，更多的民营企业通过并购进入二级市场，2015年是并购高峰期，全年共完成各类并购25起，其中“民参军”并购有19件；后续由于市场环境发生变化，并购事件持续下滑。商誉方面，84家军工公司商誉总值由2013年的11.02亿元快速增长至2018年第三季度的370.07亿元。

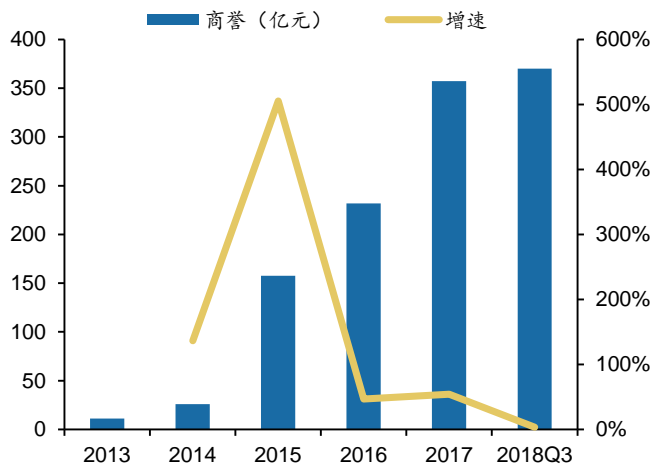
图 1：军工板块并购案例数量及商誉总值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

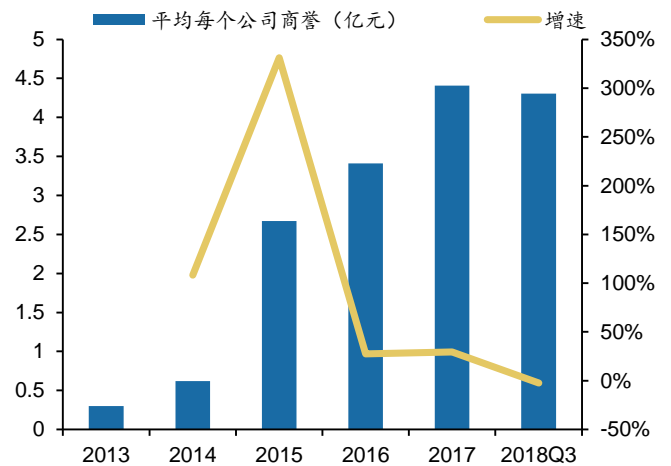
军工板块的商誉增速在2015年达到顶峰，随后持续回落至5%以下。由于跨业并购的原因，会存在标的数量扩张带来商誉快速增长。如果观察平均单个公司的商誉情况，平均单个公司的商誉在2015年增速到达顶峰后迅速出现增速放缓，到2018年前三季度，已经出现了负增长（相对于2017年末降低2%）。出现变化的原因，主要是由于2016年开始，军工行业并购活动减少，并且每起并购事件所产生的商誉值也出现下滑。同时，通过IPO进入市场的公司由于大多尚未进行大规模并购，商誉值也较低。

图 2：军工板块商誉及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

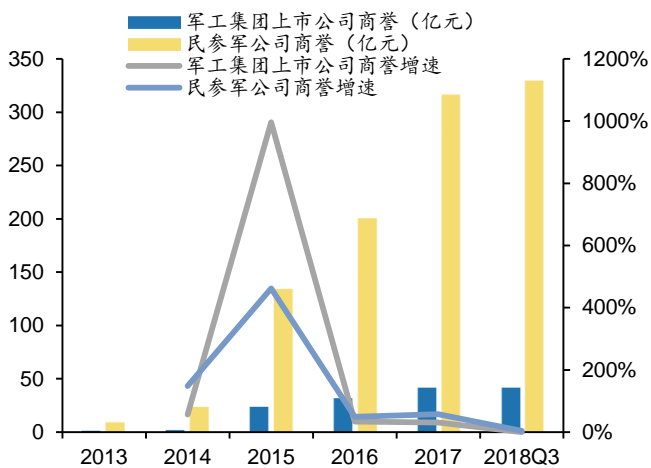
图 3：军工板块平均单个公司商誉及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

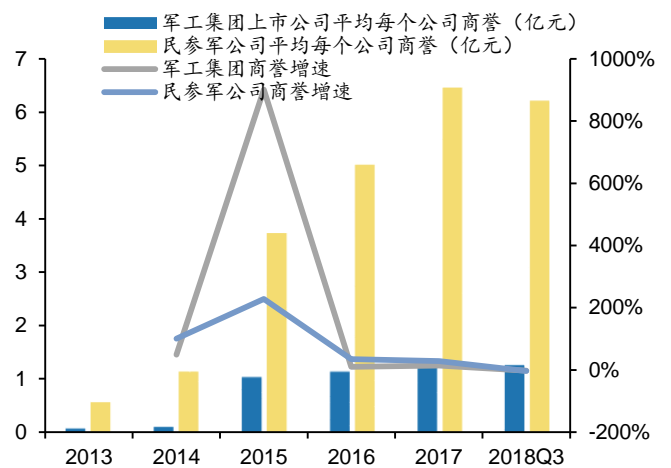
民参军公司商誉是军工集团上市公司商誉的8倍，增速均出现放缓。从股东分类来看，军工板块的商誉主要来自民参军公司，到2018年三季度，51家民参军公司商誉合计329亿元，是33家军工集团上市公司商誉总值的8倍，商誉增速在2015年达到顶峰后迅速下滑。从单个公司来看，民参军公司平均每个公司的商誉是军工集团上市公司的5倍，增速与板块整体趋同，在2018年均出现了负增长。

图 4: 军工板块不同股东类型公司商誉及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 不同类型股东公司平均单个公司商誉及增速

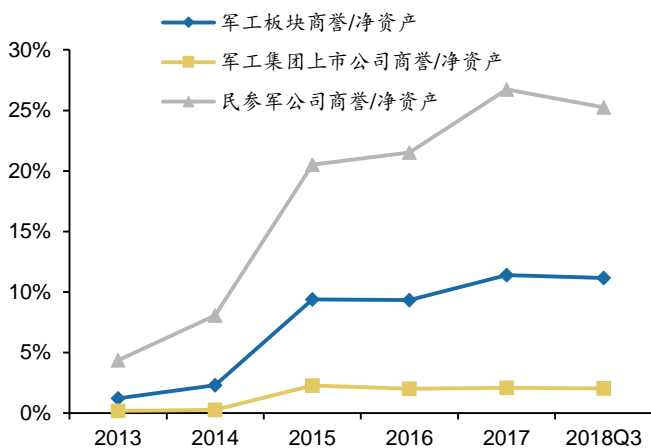


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从相对指标来看，商誉/净资产和商誉/净利润值2015年快速增长，随后保持平稳。商誉/净资产和商誉/净利润两个相对指标均在2015年随着并购增多而快速增长，商誉/净资产由2013年的1.23%提升至2017年的11.40%，商誉/净利润则由2013年的24%提升至2017年的200%。2018年军工行业基本面出现了边际改善，预计2019-2020年行业景气度进一步提升，随着军工板块业绩的释放，商誉的相对指标有望逐步改善。

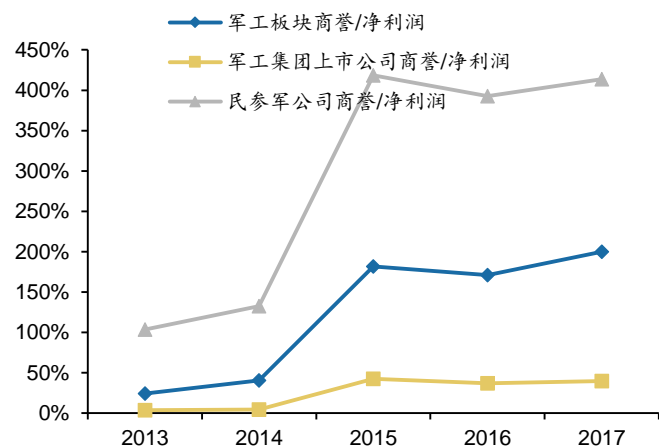
分股东来看，军工集团上市公司的商誉情况优于民参军公司。2017年，军工集团上市公司商誉/净资产、商誉/净利润值分别为2%、40%，远低于民参军公司的27%、414%。

图 6: 军工板块商誉/净资产占比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 军工板块商誉/净利润占比情况

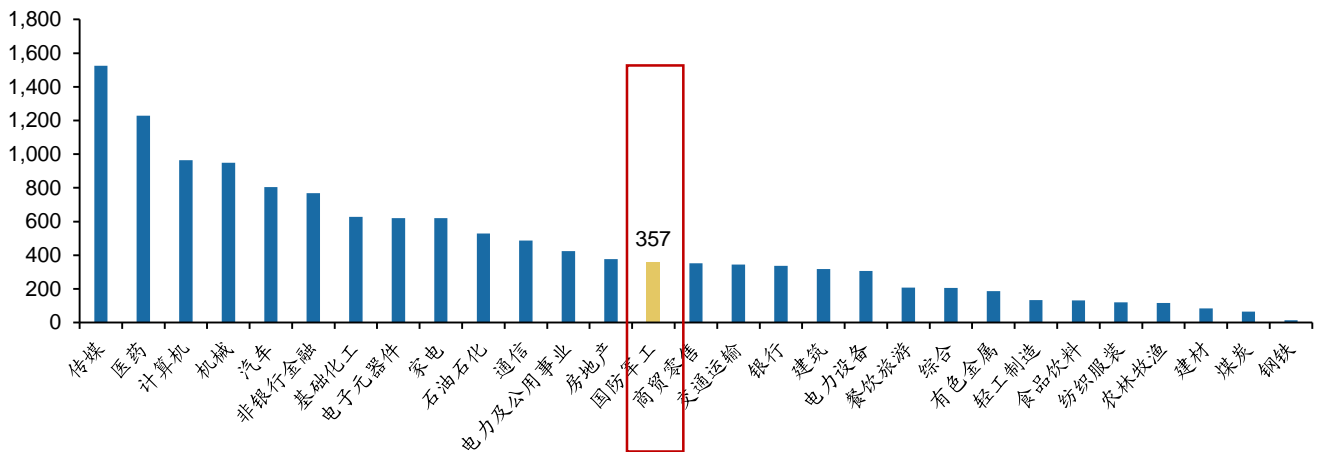


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

横向比较，军工行业商誉绝对值居中，相对值靠前

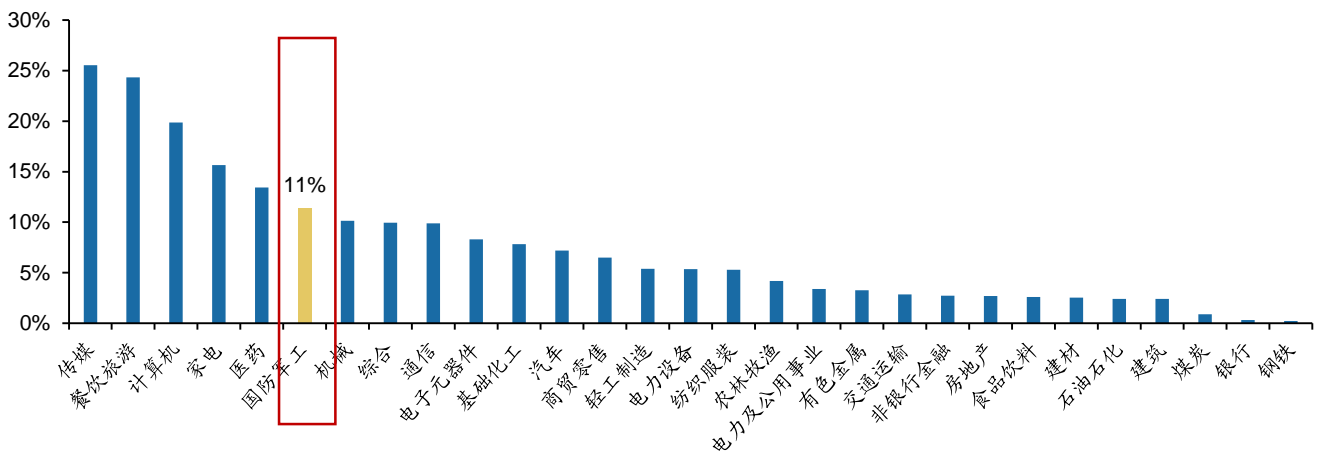
军工行业商誉总值在各行业中排名第十四位。行业横向对比中，采用中信指数分类（国防军工采用广发军工团队自建的由84家公司构成的军工板块），军工板块在29个行业中排名第十四位，排名居中。

图 8: 2017年广发军工板块与中信指数各板块成分股商誉总值情况 (单位: 亿元)



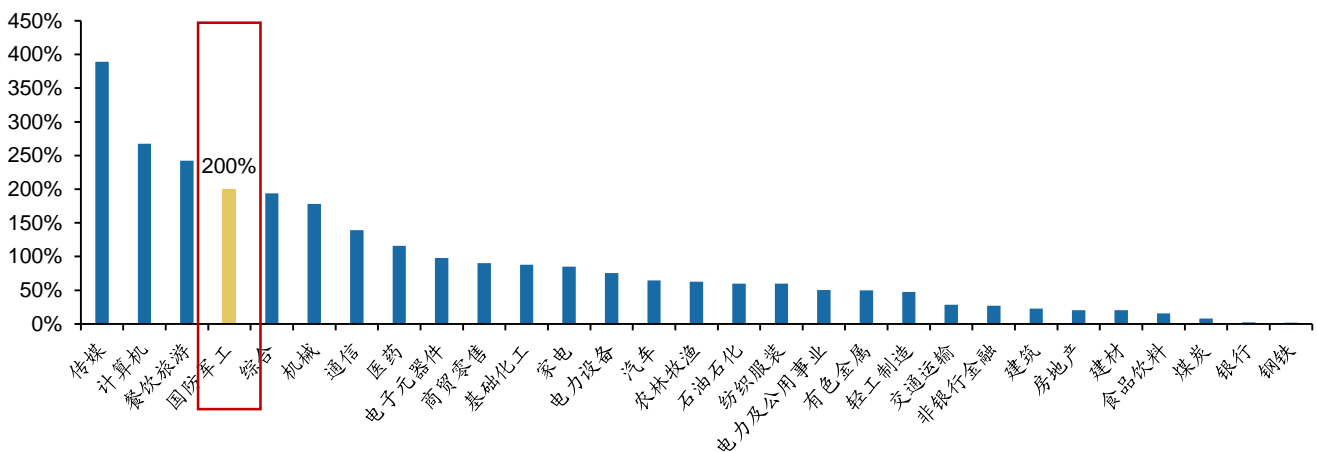
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 2017年广发军工板块与中信指数各板块成分股商誉/净资产情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 2017年广发军工板块与中信指数各板块成分股商誉/净利润情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

军工行业商誉/净利润排名第四位，商誉/净资产位居排名第六位。相对指标方面，军工板块两指标排名靠前，商誉/净利润为200%，排名行业第四位；商誉/净资产为11%，排名行业第六位。

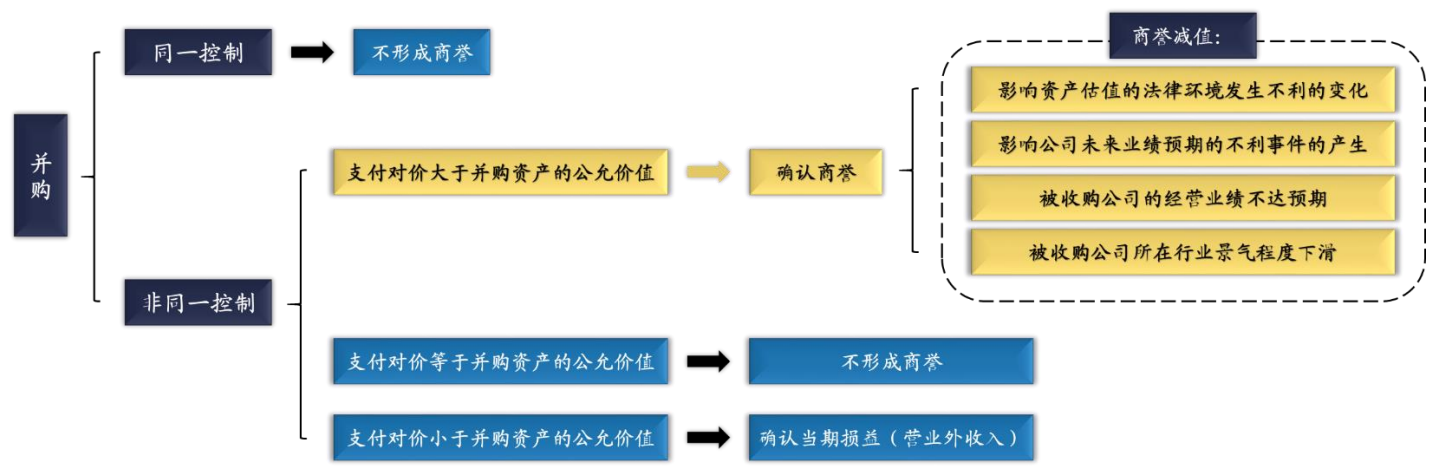
军工板块商誉存在减值风险，关注高商誉公司动态

商誉减值受并购标的业绩承诺完成情况影响较大

非同一控制下的企业合并会产生商誉。商誉是购买方为并购标的预期未来收益的现值超过公允价值部分支付的溢价，且买卖双方不属于同一控制人。收购方出于经营的需要，以超过其公允价值的价格收购标的资产，则多出的溢价形成商誉。

若标的公司预期未来收益发生变化，则可能引发商誉减值计提。商誉减值一般指经过减值测试后，发现资产的可收回金额低于其账面价值，两者的差值需要进行抵减。一般来说，如果被收购公司基本面的判断发生变化或股市环境发生变化，如被收购公司的业绩不达预期、被收购公司所在行业景气度下滑、出现影响公司经营的不利事件、影响资产估值的环境出现不利变化等事件，则商誉面临计提减值的风险。

图 11: 商誉的定义以及可能引起商誉减值计提的因素



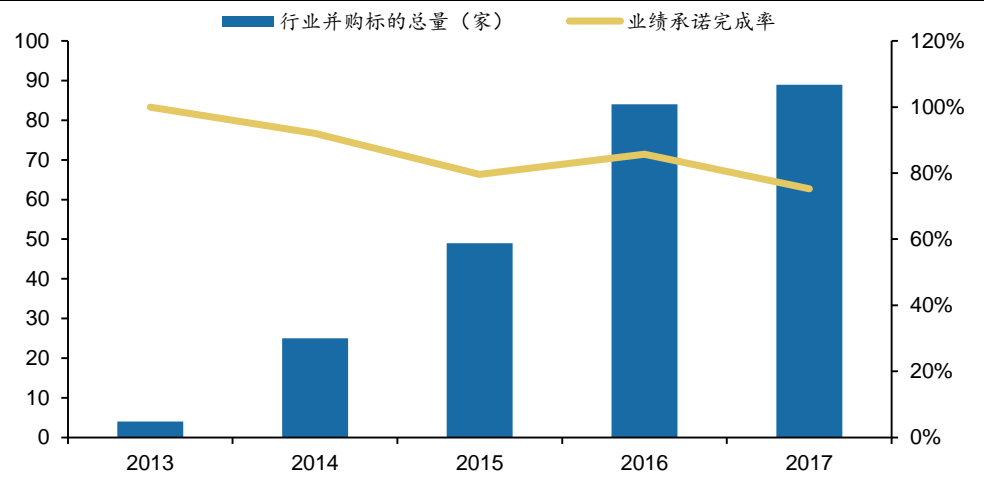
数据来源：广发证券发展研究中心

商誉减值与业绩承诺是否达成无必然关联，但很大程度上受其影响。商誉减值与否取决于减值测试结果，如果并购标的按照DCF折现后的价值高于账面价值，无论是否达成业绩承诺，都无需减值。但是，多数收购的标的用权益法估值，业绩承诺与并购标的价格（商誉的形成）相关，未完成业绩承诺往往意味着当初并购标的被高估，导致减值测试后的价值低于并购价格，从而需要计提商誉减值准备。

军工行业并购标的业绩承诺完成率整体下滑

军工板块并购标的业绩承诺完成率呈现下降趋势。以84家军工企业所并购的127家有业绩承诺的标的公司为统计样本，计算每年处于业绩承诺期的公司整体业绩承诺完成率。业绩承诺完成率从2014年的92%（2013年样本数过少，数据不具参考性）下降至2017年的75%，而标的数量则由2014年25家增加至2017年的89家。

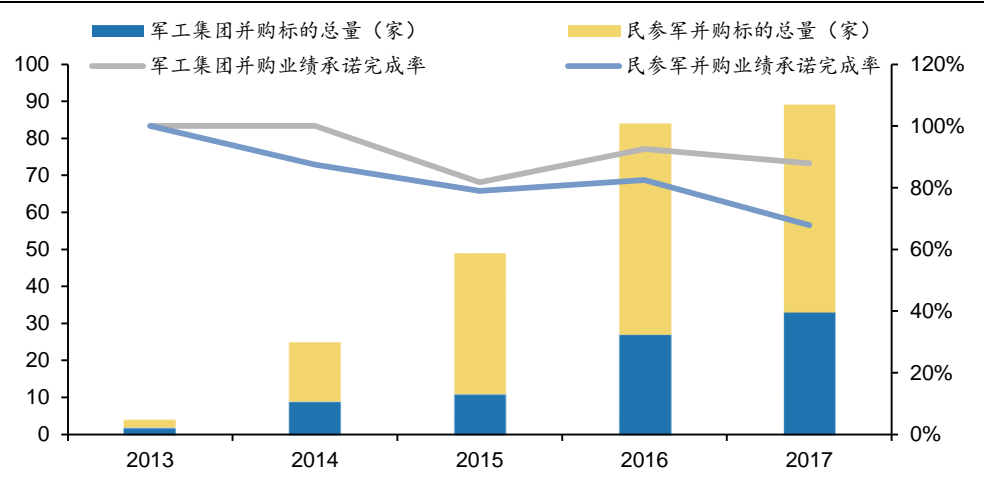
图 12: 军工板块并购标的业绩承诺完成情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

军工集团并购标的业绩承诺完成情况好于民参军，民参军并购业绩承诺完成率在2017年降至68%。分股东来看，两类公司并购业绩承诺完成率都出现了下滑，但军工集团的并购业绩承诺完成情况要好于民参军公司。民参军公司并购的标的数量远远多于军工集团公司，2015年以来，民参军公司并购业绩承诺完成率与军工集团的差距在不断拉大；到2017年，民参军公司并购业绩承诺完成率为68%，低于军工集团20个百分点。

图 13: 军工板块不同股东性质的公司并购标的业绩承诺完成情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

处于业绩承诺期第二、三年的公司数量在2016年-2018年显著增多，2019年将出现回落。我们对样本上市公司并购标的的业绩承诺期进行统计，受军工行业并购大多集中在2014年-2017年影响，处于业绩承诺期第二、三年的公司在2016年-2018年显著增多，分别为46家、67家和59家，并将在2019年回落到31家。

表 2: 2013-2019年并购标的业绩承诺期分布

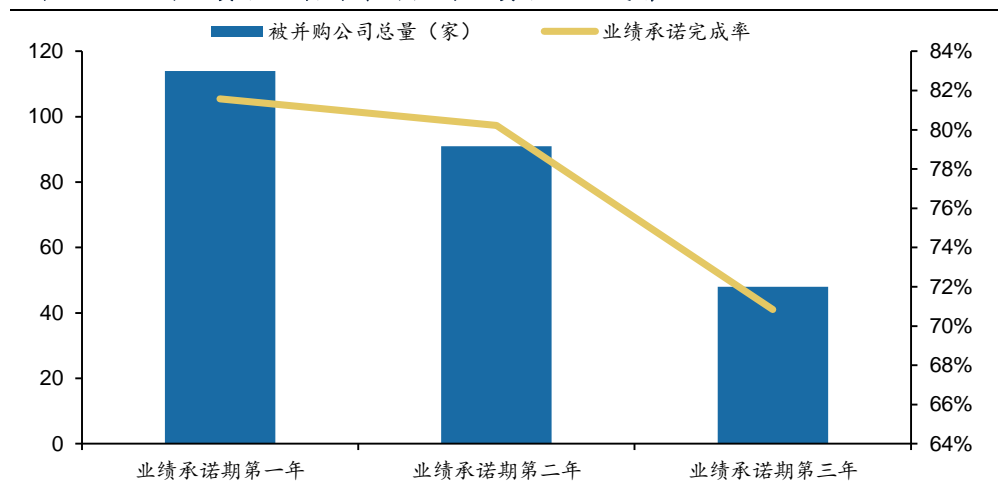
年份	处于业绩承诺期第一年公司数量 (家)	处于业绩承诺期第二年公司数量 (家)	处于业绩承诺期第三年公司数量 (家)	处于业绩承诺期第二、三年公司总量 (家)
2013	4	0	0	4
2014	8	17	0	25
2015	10	39	0	49
2016	27	57	0	84
2017	33	56	0	89
2018	31	36	0	67
2019	31	0	0	31

2013	4	-	-	-
2014	21	4	-	4
2015	27	20	3	23
2016	43	26	20	46
2017	24	42	25	67
2018	8	24	35	59
2019	0	8	23	31

数据来源：根据样本上市公司并购公告整理，广发证券发展研究中心

关注军工板块被并购标的业绩承诺完成率在第二、三年下滑的风险。我们统计了样本上市公司2013年以来并购标的的业绩承诺完成情况，业绩承诺期第一年的业绩承诺完成率最高，为82%，随后不断降低，到第三年业绩承诺完成率降至71%，这也是2016年和2017年军工行业并购业绩承诺完成率下滑的重要原因。2018-2019年处于业绩承诺期第二和第三年的公司总量分别为59家和31家，建议持续关注相应公司的业绩承诺完成情况。

图 14：不同业绩承诺期的并购标的业绩承诺完成情况



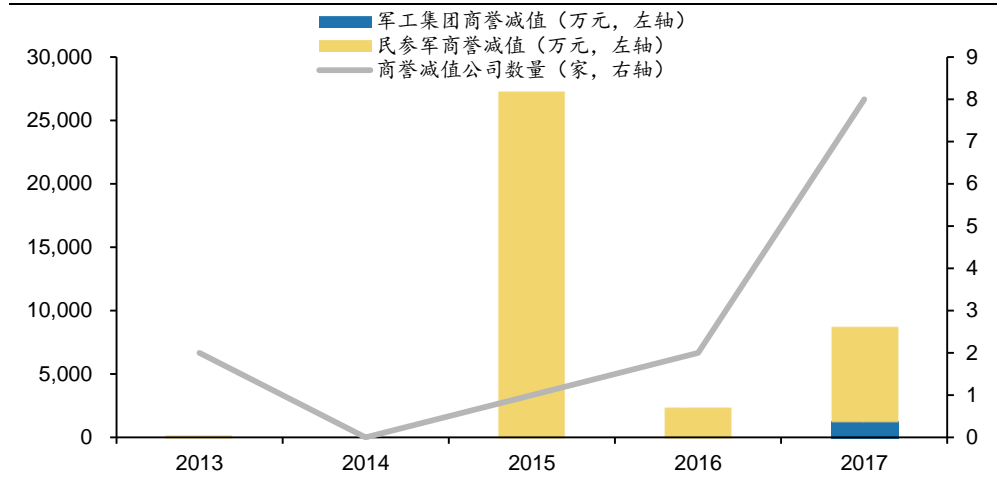
数据来源：根据样本上市公司业绩承诺完成情况公告整理，广发证券发展研究中心

关注业绩承诺期结束后被并购公司业绩下滑的风险。我们对被并购标的业绩承诺期结束后第一年的表现进行了统计，2016年共3家被并购公司处于承诺期后第一年，3家公司均出现净利润下滑；2017年共16家被并购公司处于承诺期后第一年，5家净利润出现下滑，5家未公告净利润。2018、2019年被并购公司处于承诺期后第一年的总量分别为29、36家，建议持续关注相应公司在业绩承诺期后的业绩表现。

关注军工板块的商誉减值风险

军工板块2017年出现商誉减值的公司数量增多，并出现大额商誉减值情况。军工板块2013-2017年商誉减值合计3.86亿元，在2015年出现单家公司2.72亿的大额商誉减值，其他年份商誉减值总额均在1亿元以下。值得注意的是，2017年虽然军工板块商誉减值总额仅为8787万元，但涉及了8家公司，公司数量大幅提升。

图 15: 军工板块不同股东性质的公司商誉减值情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

民参军公司发生商誉减值的次数和金额更多。2015-2017年, 军工板块共有10家公司发生了11次商誉减值, 其中3次是军工集团公司, 8次是民参军公司, 军工集团发生减值的均不是并购中的核心资产。从商誉减值金额上来看, 华讯方舟在2015年发生过单笔2.72亿元的大额减值, 也是军工板块目前为止数额最大的商誉减值; 除此之外, 军工板块公司单一公司商誉减值规模都不大。

表 3: 2015-2017年军工板块发生商誉减值的公司情况

年份	代码	上市公司	商誉减值金额 (万元)	商誉减值涉及公司	减值年份承诺净利润 (万元)	减值年份实际净利润 (万元)
2015	000687.SZ	华讯方舟	27183	南京华讯	16179	8290
2016	600590.SH	泰豪科技	1100	海德馨汽车	7600	2525
2016	002465.SZ	海格通信	1310	嵘兴实业	5000	1857
				润芯信息	977	-853
2017	002465.SZ	海格通信	1183	嵘兴实业、润芯信息	-	-
2017	600862.SH	中航高科	1083	2015 反向收购形成商誉, 机床制造及房地产开发与销售业务存在减值迹象分摊至房地产开发业务上		
2017	600118.SH	中国卫星	58	子公司航天恒星空间所属西安中恒星		
2017	000738.SZ	航发控制	139	铸鑫科技		
2017	002519.SZ	银河电子	746	嘉盛电源	4000	1645
2017	300397.SZ	天和防务	1464	华扬通信	3500	644
					(2016 年)	(2016 年)
2017	300411.SZ	金盾股份	953	长城数字	1500	165
2017	002151.SZ	北斗星通	3160	中强科技	7000	4197
				华信天线	2015-2017 年均未完成业绩承诺	

数据来源: 根据以上公司年报整理, 广发证券发展研究中心

民参军公司的商誉绝对指标和相对指标都较高。

- 商誉: 2018年前三季度, 除航天发展外, 军工板块商誉绝对值排名前十的公司

均为民参军公司，且规模在10亿元以上，亚光科技、炼石航空、鹏起科技商誉值在20亿元以上。

- **商誉/净资产：**2018年前三季度，排在前十的公司全部为民参军公司，炼石航空商誉/净资产高达197%，华讯方舟、亚光科技商誉/净资产值也相对较高，分别为77%、56%。
- **商誉/净利润：**2017年，排在前八的公司全部为民参军公司且数额较大，炼石航空商誉是净利润的37倍，亚光科技、金盾股份商誉分别是净利润的27、26倍。

表 4：2018Q3军工板块商誉排名前十的公司

排序	代码	公司简称	2018Q3 商誉 (亿元)
1	300123.SZ	亚光科技	26.01
2	000697.SZ	炼石航空	25.16
3	600614.SH	鹏起科技	23.43
4	000547.SZ	航天发展	20.51
5	002151.SZ	北斗星通	19.85
6	300324.SZ	旋极信息	19.42
7	300411.SZ	金盾股份	18.28
8	002413.SZ	雷科防务	17.51
9	002465.SZ	海格通信	15.96
10	600590.SH	泰豪科技	12.77

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5：2018Q3军工板块商誉/净资产排名前十的公司

排序	代码	公司简称	2018Q3 商誉/净资产
1	000697.SZ	炼石有色	197%
2	000687.SZ	华讯方舟	77%
3	300123.SZ	亚光科技	56%
4	300427.SZ	红相股份	53%
5	300411.SZ	金盾股份	53%
6	600614.SH	鹏起科技	46%
7	002151.SZ	北斗星通	45%
8	002413.SZ	雷科防务	45%
9	300456.SZ	耐威科技	44%
10	300324.SZ	旋极信息	37%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 6：2017年军工板块商誉/净利润排名前十的公司

排序	代码	公司简称	2017 年商誉/净利润
1	000697.SZ	炼石航空	3761%
2	300123.SZ	亚光科技	2693%
3	300411.SZ	金盾股份	2569%

4	002151.SZ	北斗星通	1867%
5	002413.SZ	雷科防务	1428%
6	300456.SZ	耐威科技	1350%
7	300427.SZ	红相股份	907%
8	000687.SZ	华讯方舟	903%
9	600677.SH	航天通信	802%
10	000547.SZ	航天发展	743%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

部分公司预告大额商誉减值, 军工板块商誉风险进入释放期。近期军工板块部分民参军公司公告计提大额商誉减值准备, 导致大额亏损, 考虑到2018-2019年存在并购标的业绩承诺完成率下降以及承诺期后业绩下滑的风险, 我们认为, 军工板块由于并购引入的商誉减值风险已经进入释放阶段。

表 7: 2018年业绩预告计提商誉减值准备的公司及减值情况

证券代码	名称	预告净利润下限(万元)	预告净利润上限(万元)	预告净利润同比增长下限(%)	预告净利润同比增长上限(%)	商誉减值标的	商誉减值准备金额(亿元)
002829.SZ	星网宇达	1800	2500	-71	-60	星网船电和凯盾环宇	未知
000687.SZ	华讯方舟	1200	1800	-91	-86	国睿科技	未知
300099.SZ	精准信息	9148	11181	-10	10	富华宇祺	0.2
300447.SZ	全信股份	-24000	-23500	-295	-291	常康环保	5
002519.SZ	银河电子	-125000	-95000	-767	-607	同智机电	5-6
						骏鹏通信	5-6
						嘉盛电源	0.13
600614.SH	鹏起科技	-331000	-281000	-955	-826	股权并购形成的商誉	15.5-17.7
						商誉有关的资产组	2-2.5

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

关注相对指标较高的民参军公司商誉处理情况。从军工板块的商誉减值历史看, 在业绩承诺期间和业绩承诺完成后的第一、二年均有可能发生商誉减值。对于商誉/净资产和商誉/净利润两个相对指标较高的公司, 一旦发生商誉减值将对公司的净资产和当期净利润造成较大影响。建议关注高商誉公司, 尤其是商誉相对指标较高的民参军公司后续对商誉的处理情况。

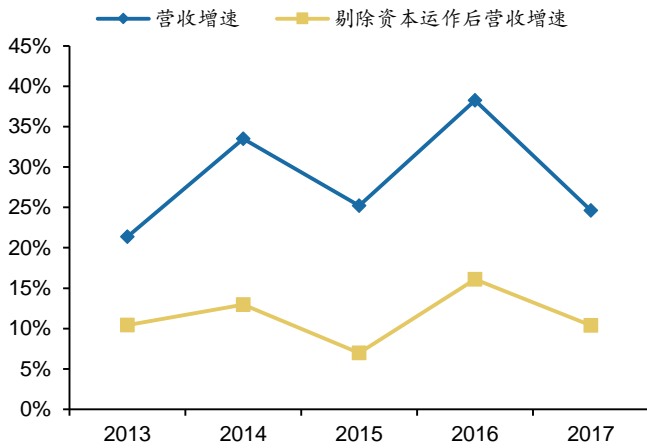
并购会是军工板块常态行为, 关注并购带来的其他影响

并购在内生外延上对企业业绩均有提振

完成并购后军工企业实现内生增长, 效果与业绩承诺完成情况有关。将企业资本运作完成当年的利润作为“外延利润”, 资本运作完成后第二、三年的利润视为内生

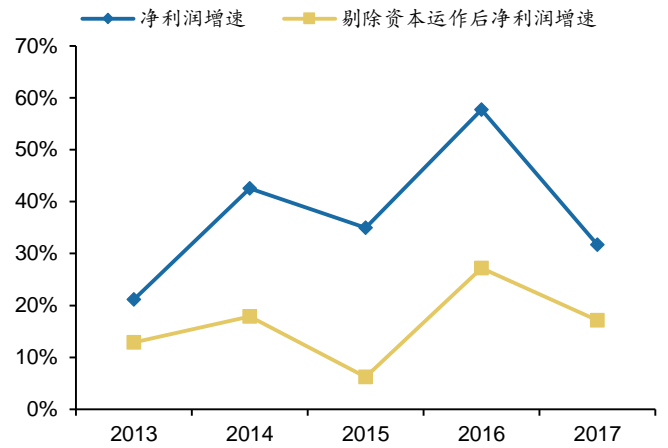
增长利润。在剔除资本运作的影响后，军工板块2014-2017年营收实现正增长，说明并购后企业也能实现内生增长。净利润的增速与业绩承诺的完成情况有关，在完成率较低的2015、2017年，内生增速相应较低。

图 16: 军工板块营收增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 军工板块净利润增速

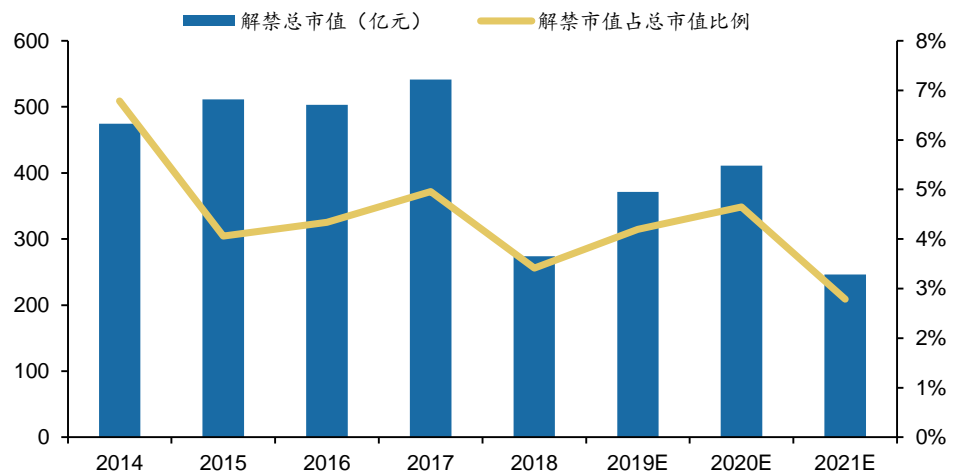


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

民参军并购带来的解禁压力在不断降低

2019-2021年仍然面临较大的解禁压力。解禁压力最大的年份为2014年，解禁市值占总市值的比例为6.79%，2018年的解禁压力有所降低。按照2019年2月13日收盘价进行测算，2019-2021年分别解禁371.15亿元、410.98亿元、246.54亿元，占总市值的比例分别为4.20%、4.65%、2.79%。考虑到部分并购将于2019年完成，2020-2021年的解禁压力可能加大。

图 18: 2014-2021年军工板块解禁情况



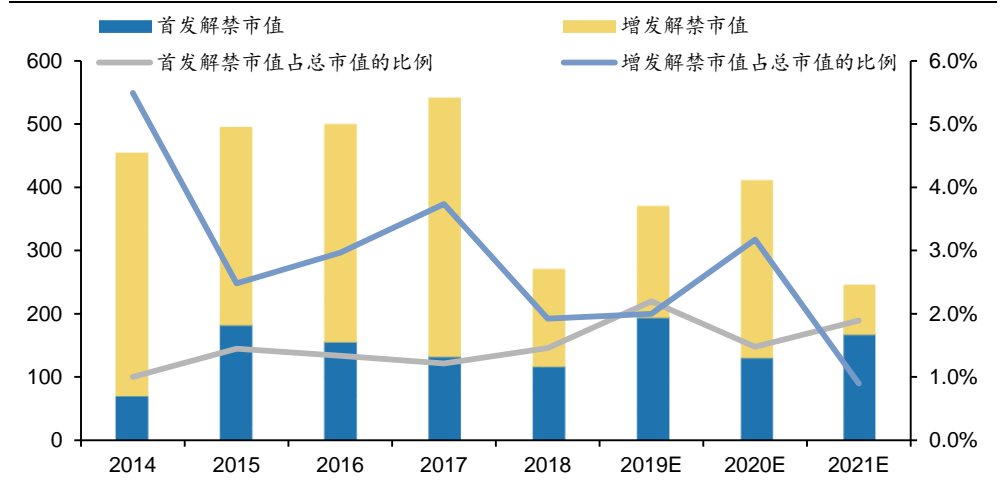
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2014-2018年以当年最后一个交易日收盘价进行测算, 2019-2021年以2019年2月15日收盘价进行测算

并购产生的增发解禁股份一直是主要的解禁压力。从解禁股份的性质来看, 分为IPO产生的首发解禁股份和并购产生的增发解禁股份。2014-2018年, 解禁压力主

要来自增发股份，2018年成为增发股份解禁压力的一个低点。2019年将首次出现首发解禁压力高于增发解禁压力；2020年增发解禁占比较高；随着部分并购项目将在2019年完成，2020-2021年的增发压力将增大。

图 19: 2014-2021年军工板块不同类型股份解禁情况

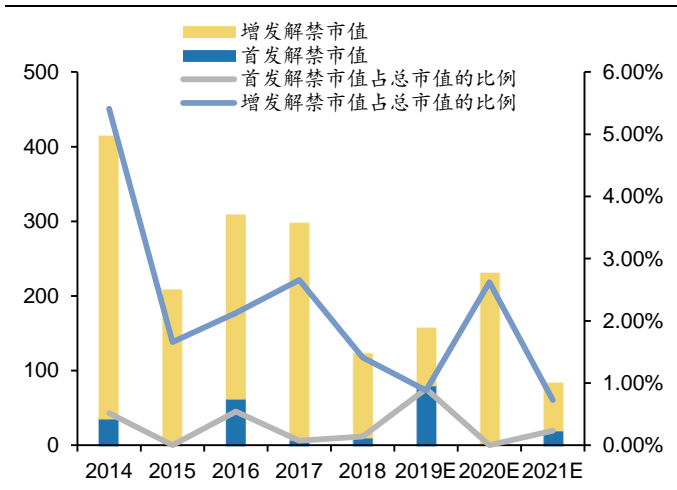


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2014-2018年以当年最后一个交易日收盘价进行测算, 2019-2021年以2019年2月15日收盘价进行测算

军工集团增发解禁压力较大, 民参军公司首发解禁压力较大。从股东类型来看, 军工集团解禁压力主要来自增发解禁, 但考虑到军工集团的增发中, 集团自身持股比例较高, 可有效降低解禁对市场的冲击。对于民参军公司, 首发股份的发解禁压力一直较大, 但民参军公司解禁后一般有股份减持需求, 会对交易产生实质性冲击。

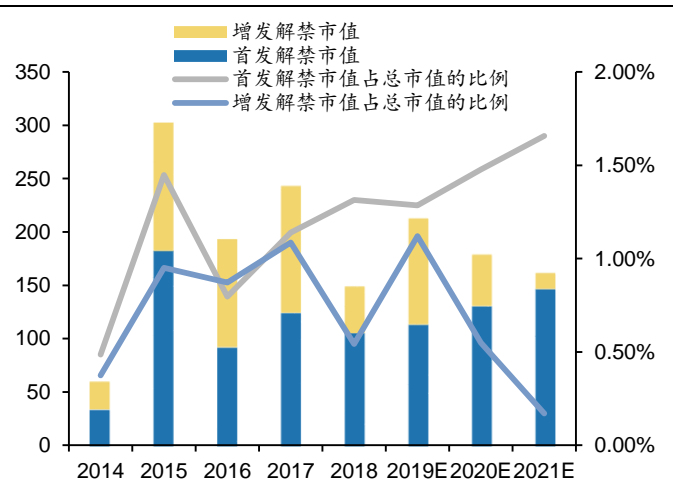
图 20: 2014-2021年军工集团不同类型股份解禁情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2014-2018年以当年最后一个交易日收盘价进行测算, 2019-2021年以2019年2月15日收盘价进行测算

图 21: 2014-2021年民参军不同类型股份解禁情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2014-2018年以当年最后一个交易日收盘价进行测算, 2019-2021年以2019年2月15日收盘价进行测算

并购仍将是军工板块重要的企业行为

对于军工企业，尤其是民参军公司而言，技术、渠道和整合能力三个维度的实力决定了企业是否能够持续成长，并购是提升技术、拓展渠道的重要方式。

- **技术：**技术是军工企业的生命线，是民参军企业的核心竞争力。在军民融合深化背景下，配套类装备越来越多的向民口放开；军改后，通过竞争择优招标形式决定订单归属的比例有望持续提升。具有技术优势的企业有望成为择优竞标的受益者；具有深厚技术储备的公司有望在产品型号、产品领域上持续扩展，提高公司持续成长性；此外，高技术壁垒也是公司利润率的保障。民参军企业多为配套类企业，在竞争中存在先天劣势，拥有先进技术的企业才能在竞争中胜出。
- **渠道：**决定了能否了解军方需求、建立信任关系进而获取订单。渠道能力往往决定了一个企业能否及时了解军方需求并进而获得订单。过去军工采购体系较为封闭，军民融合体系仍不成熟，军民融合体系普遍存在信息交流不畅、法律法规不健全等问题，渠道是民参军企业进入军工市场最大的壁垒。随着军民融合深化，渠道壁垒逐步降低；但在了解军方对装备需求和建立良好的信任关系上，渠道的作用依然必不可少。
- **整合能力：**并购与整合是军工公司持续做大的必经途径。军工产品种类较多、不同领域技术壁垒较高，通过内生手段进行产品线扩张的壁垒较高；并购是企业扩张的快速途径。军工企业，尤其是民参军企业，通过并购可以快速获取技术、形成产品线、拓宽市场渠道，在技术和市场上形成协同。

图 22：军工潜在龙头的基本素质



数据来源：广发证券发展研究中心

从军工集团的角度来看：

军工集团的并购将以资产注入为主。目前军工集团仍有大量资产未实现证券化，从历史情况看，资产注入是军工资产实现证券化的最主要方式，也是军工集团并购的主要方式。军工集团的优质资产，包括现有企业类资产和军工科研院所转制后形成了企业类资产，有望持续通过资产注入的方式实现资产证券化。

从民参军的角度来看：

军民融合的政策壁垒将被逐步破除，为民营企业“参军”打造良好的制度环境。

2018年，十九届中央军民融合委员会共召开两次会议，重点强调制度建设和法制建设，从两次会议内容变化来看，军工行业的制度壁垒将逐步破除，门槛将不断降低，民营企业参军将拥有良好的制度环境。

表 8：2018年中央军民融合委员会两次会议内容

会议	主要内容
十九届中央军民融合委员会 2018 年第一次会议	<ul style="list-style-type: none"> 会议审议通过了《军民融合发展战略纲要》、《中央军民融合发展委员会 2018 年工作要点》、《国家军民融合创新示范区建设实施方案》及第一批创新示范区建设名单。 推动军民融合发展战略在各地各部门落地生根，在重点领域、重点区域、重点行业取得实效。 加快国防科技工业体制、装备采购制度、军品价格和税收等关键性改革，加快破除“民参军”、“军转民”壁垒。 加大法治建设力度，推动军民融合发展综合性立法和重点领域立法进程。
十九届中央军民融合委员会 2018 年第二次会议	<ul style="list-style-type: none"> 会议审议通过《关于加强军民融合发展法治建设的意见》。 完善法律制度，推进军民融合领域立法，尽快实现重点领域立法全覆盖。 降低准入门槛，优化付款、退税、资质办理等流程，释放社会生产力。 营造公平环境，推行竞争性采购，引导国有军工企业有序开放，提高民口民营企业参与竞争的比例。 按照规则公平的要求，完善投资、税收、评标等方面的政策，把权利保护贯穿于军民融合发展立法、决策、执法、司法各环节，有效维护各类主体合法权益。 扩大国产技术和产品规模化应用，更多立足国产产品开展研制，在使用中不断迭代优化，进而带动国家整体创新实力提升。

数据来源：新华社，广发证券发展研究中心

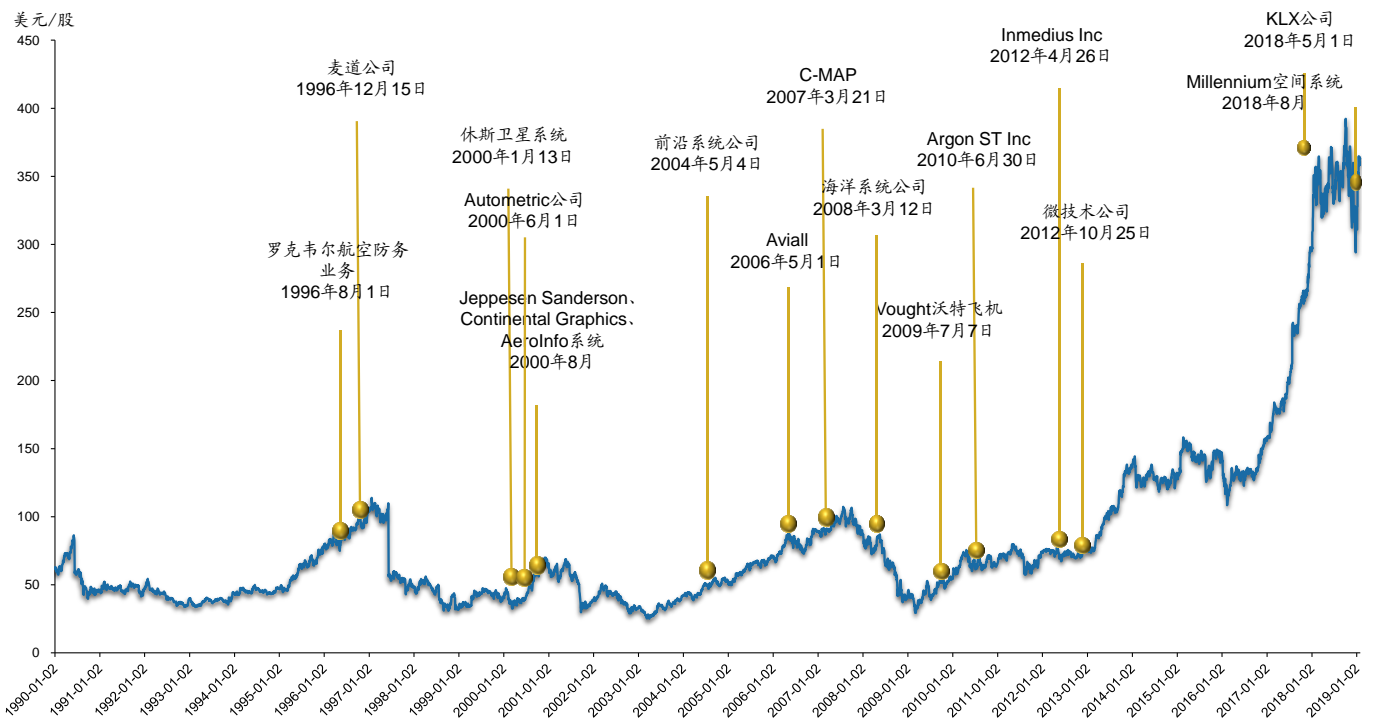
第四批混改试点即将启动，民营企业参与度有望提升。国家发改委会同相关部门已推出三批共50家混改试点示范项目，第四批混改试点即将启动，军工是重点突破领域。同时，11月4日，工信部部长苗圩在接受央视记者采访时表示将放宽民间资本在电信、军工等领域市场准入，国务院也鼓励积极引入社会资本参与军工企业股份制改造。我们认为，在第四批混改试点中，民营企业有望在军工企业改革中有更强参与感，发展空间将会更大。

并购是民营企业进入、扩张军工业务的最快方式，未来仍将是民营企业“参军”的核心手段。长期以来，我国的军工技术资源集中于军工集团及地方国企中，随着政策门槛的降低、经济快速发展带来民用技术赶超军用技术，以及相关人才的流动，有越来越多的非公有制企业拥有军工资质、技术及产品。由于军工技术的研发周期、军品的开发、验证周期漫长，即使不断降低准入门槛，民营企业从零开始的难度依然很大，所以未来跨业并购仍将是民营企业“参军”的核心方式。

从海外公司的发展历程来看：

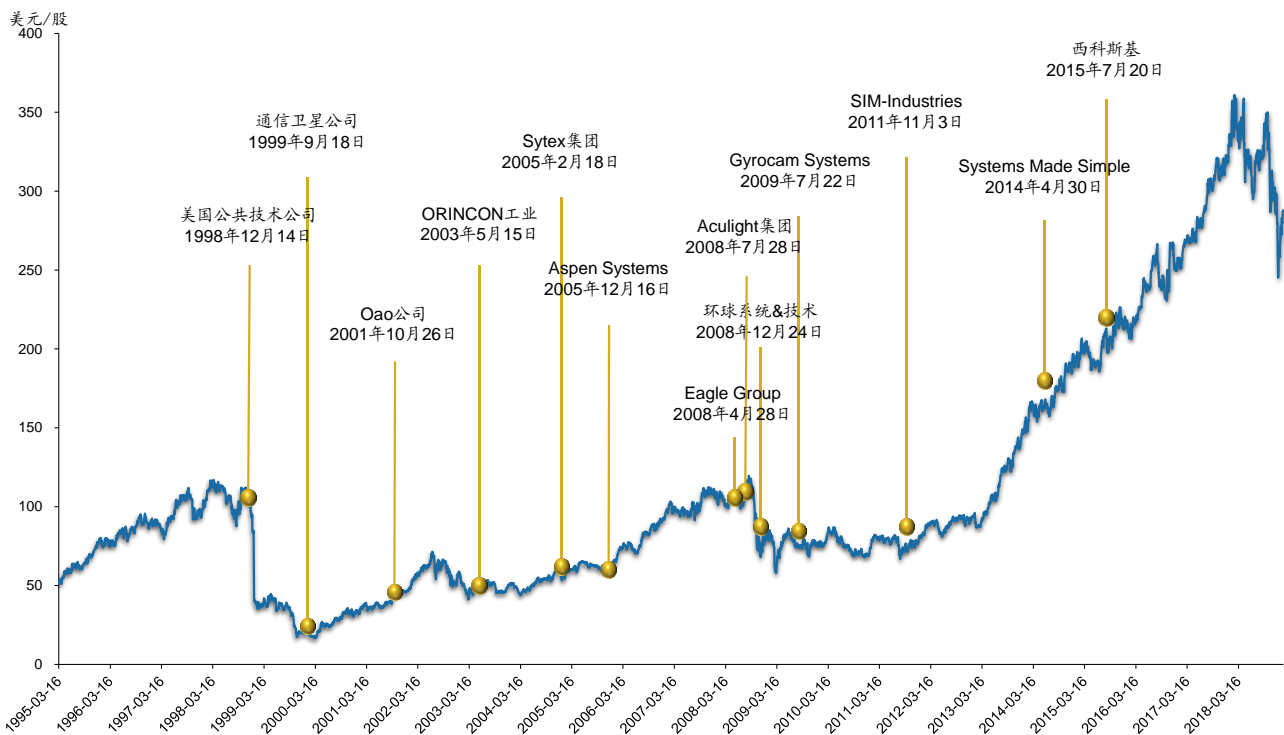
并购是军工企业成长中的必要手段。从美国波音和洛克希德·马丁两大军工巨头的发展历程来看，两家公司围绕核心业务在军民领域进行了大量并购：波音公司先后并购了罗克韦尔航空、麦道公司、休斯卫星公司等；洛克希德·马丁公司先后并购了公共技术公司、海洋系统公司、西科斯基公司等。对于军工企业而言，利用资本市场开展并购，从而推动公司发展，是一条成熟的路径。

图 23: 波音公司股价走势及并购情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 24: 洛克希德·马丁公司股价走势及并购情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

投资建议

军工行业自2013年以来，并购增多使得行业商誉增速较快，部分公司进行过多次并购，商誉较高。被并购公司无法完成业绩承诺或者在业绩承诺期后出现业绩下滑均有可能致使公司计提商誉减值，近期部分高商誉公司已经开始计提商誉减值准备。在年报季，建议规避商誉减值风险较高的公司，并关注商誉/净资产、商誉/净利润值较高的公司对于商誉的处理进展。

风险提示

大量被并购公司在2018年完成业绩承诺，或者是业绩承诺期后的第一年，存在业绩承诺无法完成，或者业绩下滑风险；部分公司商誉、商誉/净资产、商誉/净利润较高，存在商誉减值风险。

广发军工行业研究小组

赵炳楠：资深分析师，哈尔滨工业大学工学学士和硕士，6年以上军工企业工作经历，4年以上证券从业经历，2015年进入广发证券发展研究中心。

袁晓宣：联系人，海军工程大学国防经济学士和硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

李炼：联系人，同济大学管理学硕士、同济大学机械设计制造及其自动化学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。