

央企重组进程加速、关注科研院所资产整合

策略专题报告

2011 年 2 月 28 日

主要观点:

- 2011 年央企重组或将加速，目前多家相关上市公司停牌实施资产整合；重组概念个股具有跌幅小、涨幅大的特点，在股指震荡过程中更易跑赢市场，同时具有较好的防御性。
- 央企重组的主要方式，可以归结为三种：合并重组、分拆重组、托管重组。在各整合方式中，整体并入被广泛应用于科研院所的整合过程中，实现产研一体化，提升企业自主创新能力；而业绩较差、主业不突出的公司进行了非主营业务以及不良资产剥离后进行分拆重组；同时对于主营业务较为接近，实现企业集团合并，达到避免同业竞争、实现资源有效合理配置的目的；在整合重组过程中，既有产业链整合也有业务拓展扩张式整合。
- **投资选股主线：业绩、规模主线，即关注规模业绩排名相对靠后的央企，其中科研院所是重点之一。**在科研院所类央企整合中，控股股东具有优质资产的上市公司更容易在资产整合过程中受益。北京有色金属研究总院、北京矿冶研究总院、电信科学技术研究院、武汉邮电科学研究院等科研院所是关注重点，其中有研硅股、高鸿股份以及烽火通信等均存在资产注入或注入预期。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: ducc@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目录

一、 央企资产整合大潮临近	3
二、 资产整合方式	5
2.1、合并重组	5
2.2、分拆重组	6
2.3、托管重组	6
三、 央企资产整合的历史、现状及其市场表现	7
四、 投资选股主线之一：业绩、规模主线	8
4.1、关注央企规模靠后企业	8
4.2、关注科研院所资产注入预期	10

图表目录

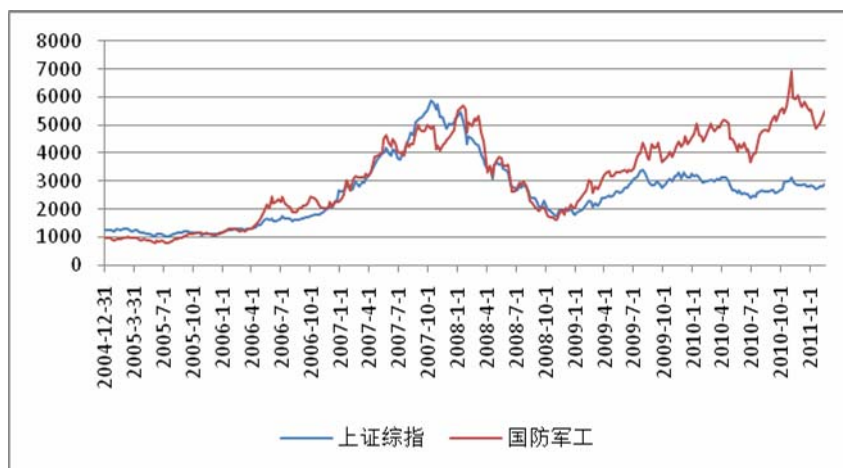
图 1、以军工板块为代表的央企重组股具有跌幅小、涨幅大的特征	3
图 2、公司各项业务毛利率变化趋势	13
图 3、公司个产品毛利率变化趋势	16
表 1、国新控股成立标志央企重组步伐加快	3
表 2、国家关于支持央企、国企重组的相关政策及意见	4
表 3、资产重组方式及对市场影响	6
表 4、2010 年我国央企整合步伐	7
表 5、2010 年部分央企资产整合方式及市场表现	8
表 6、央企规模靠后的企业	9
表 7、历史科研院所被合并后相关上市公司股价变动	10
表 8、目前央企科研院所及下属上市公司	11
表 9、科研院所下属上市公司及控股股东相关资产	11
表 10、北京有研总院业务构成及收入状况	12
表 11、公司业务构成收入及毛利率	12
表 12、公司 2007 年-2010 年上半年企业利润表主要数据(万元)	13
表 13、公司主要盈利指标	14
表 14、公司近年按业务收入及毛利率	14
表 15、电信科学技术研究院主要财务指标	14
表 16、公司主营业务收入及占比	15
表 17、各产品板块毛利率情况	15
表 18、公司财务指标	16

关注央企重组概念股理由：

1、2011 年央企重组或将加速，近期上海板块多只个股停牌实施资产整合导致央企重组概念受到普遍关注，尤其是军工行业中的辽通化工、北化股份等也均出现了停牌，行业整体资产重组进程加快。

2、重组概念个股弹性高，具有跌幅小、涨幅大的特点，在股指震荡过程中更易跑赢市场，同时具有较好的防御性。

图 1、以军工板块为代表的央企重组股具有跌幅小、涨幅大的特征



数据来源：WIND，东北证券

一、 央企资产整合大潮临近

“十二五”将是我国经济社会发展的关键时期，也是我国加快推进经济调整结构、转变发展方式的关键时期。作为“十二五”规划的开局之年，2011 年也将央企重组结构发生重大变化的一年。

目前国内央企在数量以及规模上在各行业已经凸显一定竞争优势，但从整体上看仍存在产业布局和企业组结构不尽合理、企业主业不够突出、核心竞争力不强等问题，因此，国资委自 2006 年开始变着手推动央企重组。央企数量已由 03 年的 196 家调整到 2010 年末的 122 家，但央企总量上并不符合国资委 10 年末调整到 100 家“硬指标”。但是随着 10 年 12 月 23 日被誉为“中投二号”的中国国新控股公司成立，也标志着央企重组将进入又一个新阶段，我们预计 2010 年未能实现的目标很有可能将在 2011 年实现，同时也标志着央企整合及重组有望成为年内又一重要的主题热点。

表 1、国新控股成立标志央企重组步伐加快

中国国新控股有限责任公司	
任务和作用	持有国资委划入国新公司的有关中央企业的国有产权并履行出资人职责，配合国资委推进中央企业重组；接收、整合中央企业整体上市后存续企业资产及其他非主业资产，配合中央企业提高主业竞争力。
特殊性	国新公司定位为配合国资委优化中央企业布局结构、专门从事国有资产经营与管理的企业化操作平台。
未来将划入国新公司的企业	不属于关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域且规模较小、实力较弱的企业。同时，这些企业与其他大型中央企业的产业关联度不大，它们之间重组的资源优化配置效应

	不大；或者承担公益性等特殊职能，不宜进入某一家产业型企业的企业。
实现国有资本的优化配置	要求国新公司通过股份制改革和重组整合，实现国有资本有进有退合理流动。例如，对具有潜在市场竞争力的企业或者优质业务、国家产业政策鼓励的业务，国新公司应在资本金注入、重组上市等方面予以支持，促进企业发展，通过发展实现国有资产保值增值；具备条件的，还可以改造成为战略性新兴产业配套服务的企业或业务。对于丧失持续发展能力的企业或业务板块，国新公司应在支付改革成本等方面给予支持，保护好职工合法权益，促使这些企业或业务板块的国有资本平稳退出。

资料来源：国资委网站，东北证券

表 2、国家关于支持央企、国企重组的相关政策及意见

时间	部门	文件	指导思想
2006 年 12 月 5 日	国资委	《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》	到 2008 年，长期积累的一批资不抵债、扭亏无望的国有企业政策性关闭破产任务基本完成；到 2010 年，国资委履行出资人职责的企业调整和重组至 80—100 家。
2008 年 4 月 18 日	证监会	《上市公司重大资产重组管理办法》	标志着上市公司并购重组迈入了规范与发展并举的新阶段。
2009 年 2 月 24 日	国资委	《企业国有产权无偿划转工作指引》	对国有产权的无偿划转工作做出更具针对性和操作性地指导，使得大规模的国有产权转移具备了条件。
2009 年 9 月 26 日	发改委	《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	明确了坚决抑制产能过剩和重复建设的对策措施，做好企业兼并重组工作，建立信息发布制度，实行问责制，深化体制改革等。
2010 年	工信部	《钢铁行业准入条件》、《促进钢铁行业兼并重组指导意见》	明确提出了通过兼并重组，重点培育 3-5 家具有较强国际竞争力，积极推进 6-7 家具有较强实力的钢铁企业集团在全国范围内实施战略性兼并重组。
2010 年 2 月 24 日	国资委	《关于中央企业国有产权协议转让有关事项的通知》	央企内部的国有产权协议转让审批权被下放到央企手中。在央企重组地方国企方面也“减掉”了地方国资审批这一环节。
2010 年	工信部	《关于加快推进企业兼并重组的指导意见》	推进工业企业兼并重组，必须充分发挥大型工业企业技术、资金、管理、市场优势，努力在钢铁、装备制造、纺织等领域形成一批竞争力强的大型企业集团。
2010 年 3 月 22 日	国资委		召开部分中央企业会议，明确“78 户不以房地产为主业的中央企业，要加快结构调整步伐”。
2010 年		政府工作报告	温家宝总理在两会的政府工作报告中提出钢铁行业可以进行跨行业的联合重组。
2010 年 6 月 30 日	国务院		国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署促进企业兼并重组。按照国资委的规划，到 2010 年央企将缩减到 80-100 家，其中 30-50 家为具有国际竞争力的大企业集团。

2010年9月6日	国务院	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》	建立健全组织协调机制，加强对企业兼并重组工作的领导，成立企业兼并重组工作协调小组，统筹协调企业兼并重组工作。
2010年11月	工信部	发布《促进汽车企业兼并重组指导意见》初稿拟定，2011年有望出台	
2010年12月22日			中国国新控股公司成立
2010年12月23日			国资委召开会议部署2011年工作。国资委主任王勇表示，明年将深入推进央企联合重组、资源整合以及强化节能减排等工作。122家到100家。
2011年1月7日	国资委		国务院国资委召开全国国有资产监督管理工作会议，2011年要着重抓好的几项工作中包括推动调整重组，提高国有资本配置效率。
2011年2月18日			国资委副主任邵宁表示推动央企整体上市是国资委目前的一项核心工作，未来所有央企都将成为“彻底多元化，彻底资本化”、“不附带任何存续公司和母公司”的上市企业。

数据来源：部门网站，东北证券

二、资产整合方式

从我国央企理念重组过程中所采取的主要方式看，可以归结为以下三种，即合并重组、分拆重组、托管重组。在各整合方式中，整体并入被广泛应用于科研院所的整合过程中，实现产研一体化，提升企业自主创新能力；而业绩较差、主业不突出的公司进行了非主营业务以及不良资产剥离后进行分拆重组；同时对于主营业务较为接近，实现企业集团合并，达到避免同业竞争、实现资源有效合理配置的目的；在整合重组过程中，既有产业链整合也有业务拓展扩张式整合。

2.1、合并重组

2.1.1 整体并入式：即一户或几户企业整体并入另一户企业，前者成为后者的全资子公司，可用公式“ $A+B=B(A)$ ”来表示(见图1)。其操作特点是A企业并入B企业，B企业成为A企业的出资人，A企业是B企业的全资子公司，继续保留法人资格，独立承担相应的民事责任。重组后A企业与B企业合并会计报表。

整体并入方式主要适用于优势企业对小企业或者效益差的企业的重组，如小企业并入大型或特大型企业，科研院所进入产业集团等。整体并入是目前中央企业合并重组中普遍采取的方式，此种模式充分体现了以大带小、以强代弱的特点。

案例：

10.4.12 上海医药工业研究院整体并入中国医药集团总公司，成为其全资子公司。

10.3.15 中国新时代控股（集团）公司与中国节能投资公司合并重组。

10.2.2 中国包装总公司并入中国诚通控股集团有限公司，成为其全资子公司。

2.1.2、吸收合并式：是指一户企业吸收另一户企业，其中目标企业被注销，另一家企业成为存续公

司，可用公式“ $A+B=A$ ”来表示。其操作特点是 B 企业划转到 A 企业并被注销，A 企业独自保留法人资格，B 企业注销法人资格。A 企业承接 B 企业的资产和债权债务、相关经营资质，独立承担相应的民事责任，A 企业资产规模扩大。

案例：

在中央企业的合并重组中，采用吸收合并方式的较少，其中主要包括了复兴浆纸有限公司并入中国高投资集团公司、天津水泥工业设计研究院中国材料工业科工集团公司及中国长城计算机集团公司并入中国电子信息产业集团公司。

2.1.3、新设合并式：是指两户或两户以上企业合并，另外设立一个新企业，成为新的法人实体，合并各方都不再以原法律实体形式存在，都不再继续保留其法人地位，均作为新设企业的一部分。可用公式“ $A+B=C$ ”来表示。

案例：

10.5.26 鞍山钢铁集团公司与攀钢集团有限公司实行联合重组。重组后，新设立鞍钢集团公司作为母公司，由国资委代表国务院对其履行出资人职责；鞍山钢铁集团公司与攀钢集团有限公司均作为鞍钢集团公司的全资子公司，不再作为国资委直接监管企业。

09.1.7 中国联合通信有限公司与中国网络通信集团公司重组合并，新公司名称为中国联合网络通信集团有限公司。

2.2、分拆重组

此类重组以中央企业自身为主导，国资委起监督作用，主要表现为央企间分拆重组。分拆是指重组企业对业务和资产进行分类，保留符合其战略导向的业务和资产，剥离或卖掉不符合其战略导向的业务和资产的行为。在公司重组的整体战略中，剥离部分业务和资产作为子战略在其中占有重要地位，并形成了公司重组的显著特征。

案例：

招商局将下属旅游企业划转港中旅，华能将下属房地产公司划转中房等。

2.3、托管重组

该种重组以资产经营公司为平台，主要采取托管的方式。作为一种过渡，在托管期内，托管企业要对所托管的资产进行重组整合，包括托管企业利用娴熟的资产管理经验为困难企业制定企业发展战略；对托管部分进行投资，改善资本负债结构，使其恢复生机；由托管企业对来自不同企业的资产、业务和人员重新整合，合并同类项，提高其竞争力等等。

案例：

2005 年 6 月，成为国有资产经营公司试点以来，诚通集团先后接收了中国普天集团公司所属的 8 户企业、中国寰岛(集团)公司及中国唱片总公司，中包公司则交由国开投托管，均取得较好成效。

表 3、资产重组方式及对市场影响

重组方式	合并重组			分拆重组	托管重组
	整体并入	吸收合并	新设合并		
适用对象	小企业并入大型	同行业或相关	资产规模接近、竞争力相当	中央企业自身为主	规模小、实

	或特大型企业，科研院所进入产业集团等	领域之间	的企业，且处于同一系统或同一行业，资产质量优良。	导，国资委起监督作用，主要表现为央企间分拆重组。	力弱，资产质量较差。
优点	不涉及大的机构或人员变动，且保留了小企业的法人资格，操作较为容易	减少了管理层次，资源整合比较彻底	有利于对资源进行有效整合，减少机构重叠，能够提高企业效益，并易形成具有较强综合竞争力的大型企业集团。	剥离非主营业务有利于提高企业核心竞争力。	避免同业竞争，剥离不良资产。
缺点	对大集团的影响有限	操作起来较为复杂	可能存在业务单一的缺陷，操作和整合的难度较大，原企业品牌、资质等较难承继	没有产生新的法律实体，只是使非主业资产在中央企业间实现合理流动。	不同企业的资产、业务和人员重新整合难度大。
对上市公司股价影响	增加上市公司潜在资产注入可能	资产规模增加，利好股价	影响较小	业务扩张，利好股价	影响较小

资料来源：东北证券

三、央企资产整合的历史、现状及其市场表现

我国央企重组历史已有多多年，2011 年有望在政策支持下出现加速趋势，2010 年我国央企减少 6 家，从变更形势看，多以整体并入成为另一集团公司子企业的方式，也有部分采取合并重组形势。

表 4、2010 年我国央企整合步伐

日期	央企变更	变更方式	央企户数
2010 年 12 月 23 日	中国国新控股有限责任公司	新设	122
2010 年 12 月 23 日	中国高新投资集团公司整体并入国家开发投资公司，成为其全资子公司。	整体并入	121
2010 年 10 月 18 日	中国出国人员服务总公司整体并入中国医药集团总公司，成为其全资子公司。	整体并入	122
2010 年 8 月 5 日	中国房地产开发集团公司整体并入中国交通建设集团有限公司，成为其全资子公司；上海船舶运输科学研究所整体并入中国海运（集团）总公司，成为其全资子公司。	整体并入	123
2010 年 5 月 26 日	鞍山钢铁集团公司与攀钢集团有限公司实行联合重组。重组后，新设立鞍钢集团公司作为母公司；鞍山钢铁集团公司与攀钢集团有限公司均作为鞍钢集团公司的全资子公司	新设合并	125
2010 年 4 月 12 日	上海医药工业研究院整体并入中国医药集团总公司，成为其全资子公司。	整体并入	126
2010 年 3 月 15 日	中国新时代控股（集团）公司与中国节能投资公司合并重组	合并重组	127
2010 年 2 月 2 日	中国包装总公司并入中国诚通控股集团有限公司	整体并入	128

数据来源：国资委，东北证券

对上市公司来说，资产重组一方面需要政策支持和配合，另一方面也要取决集团公司的整合思路 and 未

来的发展方向、模式。上市公司作为国家大型企业集团的融资平台通常拥有着部分优质资产，在资产整合方面具有显著的优势。大型企业集团可以依托上市公司通过资产注入等方式将优质资产实现证券化，并可以提高对上市公司的控股权。从以往央企上市公司资产整合方式看，上市公司通过收购母公司部分优质资产实现产业链资源整合，或是拓展相关业务增强上市公司整体实力。与此同时，上市公司的资产整合动作使得股价也在二级市场得到充分体现。

表 5、2010 年部分央企资产整合方式及市场表现

公司	公告日期	最高涨幅	资产整合情况	整合路径
航空动力	2010.8.23	92%	公司将向五家特定对象发行 1.75 亿股, 购买预估值 41.2 亿元的四项与航空发动机业务有关的资产, 定向增发价为 23.93 元。将向实际控制人中航集团等发行股份, 购买其所持有的南方公司和黎阳航空动力 100%股权和三叶精密 80%股权, 及大股东西航集团拥有的航空发动机业务有关的资产及负债, 标的资产预估值 41.2 亿元。	产业链整合
中航重机	2010.10.29	167.6%	拟以 15.35 元/股价格, 增发 1.16 亿股, 收购实际控制人中航工业集团和控股股东贵航集团持有的贵州安吉航空精密铸造公司 100%股权; 中航工业集团持有的中国航空工业新能源投资公司 30.7%的股权; 中航工业集团, 惠阳螺旋桨公司和美腾风能(香港)持有的中航惠腾风电设备股份公司 80%股权, 以及贵航集团以授权经营方式取得的 12 宗国有土地使用权。上述资产评估值为 17.92 亿元, 增值率达 44.4%。	产业链整合
光电股份	2010.9.2	207%	公司向西安北方光电有限公司发行 8467.93 万股, 向红塔创新投资股份有限公司发行 1575.8 万股, 向云南省工业投资控股集团有限责任公司发行 394.32 万股购买相关资产。	业务外延拓展
ST 昌河	2010.9.2	373.6%	公司向中航工业收购其持有的上航电器和兰航机电 100%的股权, 同时向中航工业出售全部资产及负债。公司将购买华燕仪表 80%, 千山航电 100%, 宝成仪表 100%, 太航仪表 100%, 凯天电子 86.74%和兰州飞控 100%的股权, 评估值合计为 255240 万元。	资产重组内延扩张
中国重工	2010.7.16	109.3%	向包括大股东中船重工集团在内的 7 名对象发行约 25 亿股, 以购买其持有的大船重工, 渤船重工, 山船重工 100%的股权及北船重工 94.85%的股权, 实现中船重工集团民船业务整体上市, 标的资产估值超过 173 亿元。	产业链整合
航天长峰	2010.7.26	124.8%	以不低于 9.02 元/股的价格向控股股东中国航天科工防御技术研究院非公开发行约 3547.67 万股, 购买防御院拥有的改制后的长峰科技工业集团公司 100%股权。	资产注入内延扩张

数据来源: WIND, 东北证券

四、投资选股主线：业绩、规模主线

4.1、关注央企规模靠后企业

根据《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，三年内国资委将根据规模、利润水平、

成本控制能力、研发费用、资本保值增值率等因素构成的综合指标为央企排定座次，做不到行业前三名的将被国资委强行重组。

表 6、央企规模靠后的企业

集团公司	主营业务	上市公司	集团公司	主营业务	上市公司
中国华星集团公司	氟化工精深加工		中国航空器材集团公司	从事飞机采购及航空器材保障业务	
中国水电工程顾问集团公司	水电和新能源等发电项目的勘测、设计、咨询、施工、监理、审查、评估等		中国丝绸进出口总公司	茧丝绸原料商品和丝绸服装服饰成品的国内外贸易	
中国国际工程咨询公司	政策规划咨询、咨询评估、工程管理服务、管理咨询		中国轻工集团公司	轻工原材料和产品的开发及应用；国内外轻工和相关工程总承包及工程规划、咨询、设计、施工、监理与技术服务；轻工装备的研发、制造、销售与服务；国际经济和劳务合作、进出口贸易、展览及实业投资。	中国海诚
中国民航信息集团公司	提供航空客运业务处理、航空旅游电子分销、机场旅客处理、航空货运数据处理、互联网旅游平台、国际国内客货运收入管理系统应用和代理结算清算等服务		中国乐凯胶片集团公司	膜材料及涂层材料、印刷材料、影像记录材料、精细化工等四大产品体系	乐凯胶片
中国印刷集团公司	主营业务包括印刷包装加工、器材生产销售、印刷物资贸易、出版文化传媒、图书发行文化、印刷科研开发等六大板块。		中国冶金地质总局	从事固体矿产地质勘查、研究、开发、服务，超硬材料生产及机械装备制造	
新兴际华集团	黑色金属冶炼及加工、纺织服装、专用设备制造等	新兴铸管、际华集团	中国钢研科技集团有限公司	金属新材料及制品、冶金工程技术与装备、自动控制技术、工程技术和分析测试仪器等	安泰科技、金自天正、钢研高纳
中国华录集团有限公司	从事音视频产品及相关应用技术研发、制造、销售等		彩虹集团公司	显示器件及其零部件的研发制造、光电产品整机及相关零部件研发制造	彩虹股份、彩虹电子
中国华孚贸易发展集团公司	主要经营食糖、肉类、菜蔬、酒类等副食品的生产加工、批发、零售、进出口、物流和工程设计及承包、食品检测及研	酒鬼酒	中国林业集团公司	主要经营速生丰产林培育，国外森林资源开发，木竹及其制品、人造板、家具、木片、林化产品、林木种苗、花卉等产品的生产销售及进出口，森林旅游、森林食品	

	发、连锁商场、全国糖酒会、广告等			药材及相关产品的经营贸易。	
中国国旅集团有限公司	旅行服务、交通运输、对外贸易、房地产开发与管理、电子商务等	国旅联合、中国国旅	中国航空油料集团公司	航空油品采购、运输、储存、检测、销售、加注为一体的航油供应商。	

数据来源：国资委网站等，东北证券

4.2、关注科研院所资产注入预期

国资委主任王勇也表示“不属于关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域且规模较小、实力较弱的企业”将被划入国新公司。

从企业规模以及行业属性看，科研院所有可能将成为未来央企重组过程中减少步伐最快的领域。目前央企中研究院所共 7 家，下属上市公司 7 家。从科研院所的整合历史看，主要是合并方式为主，如中国纺织科学研究院、中国农业机械化科学研究院、长沙矿冶研究院、上海医药工业研究院、上海船舶运输科学研究所已分别并入中国通用技术集团、中国机械工业集团、中国五矿集团、中国医药集团总公司、中国海运（集团）总公司等。而科研院所被并入集团公司，并不会对旗下所属上市公司业绩短期内产生显著影响，因此这种合并方式对所属上市公司股价的影响也并不显著。因此，对于科研院所下属上市公司更应关注其潜在的资产注入情况。

表 7、历史科研院所被合并后相关上市公司股价变动

事件	时间	上市公司	当日涨跌幅(%)	事件 5 日内涨跌幅
上海船舶运输科学研究所整体并入中国海运（集团）总公司	2010 年 8 月 5 日	交际发展	0.51	7.6
		中海集运	1.28	3.07
		中海发展	-0.53	1.22
上海医药工业研究院整体并入中国医药集团总公司	2010 年 4 月 12 日	现代制药	-5.24	-4.6
		国药股份	1.81	1.21
		天坛生物	1.52	3.98
		现代制药	-5.24	-4.24
		一致药业	0.90	8.01
中国纺织科学研究院并入中国通用技术（集团）控股有限责任公司	2009 年 7 月 8 日	中国医药	3.12	5.30
		天方药业	1.09	3.80
长沙矿冶研究院和鲁中冶金矿业集团公司并入中国五矿集团公司	2009 年 10 月 26 日	五矿发展	0.83	-3.64
		金瑞科技	1.54	6.56

数据来源：WIND，东北证券

表 8、目前央企科研院所及下属上市公司

科研院所	下属上市公司	持股比例	2009 年总资产 (亿)	2009 年净利润 (亿)	2010 年三季度报净利润 (亿)
北京有色金属研究总院	有研硅股	39.68%	11.25	-0.34	0.04
北京矿冶研究总院	北矿磁材	40.0%	4.13	-0.49	-0.02
	当升科技	30.95%	3.32	0.40	0.22
电信科学技术研究院	大唐电信	30.64%	33.51	0.57	0.27
	高鸿股份	12.36%	18.63	0.17	0.06
武汉邮电科学研究院	光迅科技	46.25%	12.99	1.04	1.05
	烽火通信	56.01%	72.41	2.62	2.94
中国建筑设计研究院	——	——	——	——	——
机械科学研究总院	——	——	——	——	——
中国建筑科学研究总院	——	——	——	——	——

数据来源：WIND，东北证券

表 9、科研院所下属上市公司及控股股东相关资产

控股股东		上市公司			控股股东资产证券化率 (%)	控股股东相关资产
名称	预计总资产 (亿)	简称	主营业务	总资产 (亿)		
北京有色金属研究总院	29.15	有研硅股	单晶硅、锗、化合物半导体等材料生产和销售	12.43	42.64	有研半导体材料股份有限公司、有研亿金新材料股份有限公司、有研粉末新材料有限公司、厦门火炬特种金属材料有限公司、国瑞电子材料有限公司等
北京矿冶研究总院	12.49	北矿磁材	磁性材料和磁器件的研发、生产和销售	4.13	59.65	北京矿冶总公司、北京钨钼材料厂、北京北矿冶金材料科技有限责任公司、北京星宇惠龙科技发展有限公司等
		当升科技	小型锂电、动力锂电正极材料等研发生产	3.32		
电信科学技术研究院	210.32	大唐电信	通信网络系统、通信终端、计算机软硬件及外部制造等	36.50	27.34	大唐电信科技产业控股有限公司、大唐移动通信设备有限公司、联芯科技有限公司
		高鸿股份	多业务宽带电信网络产品，通信器材，通信终端设备等	18.23		
武汉邮电科学研究院	126.64	光迅科技	光电子器件的研发制造	14.82	70.61	武汉电信器件有限公司（总资产：4.54 亿） 武汉烽火网络有限责任公司、烽火藤仓光纤科技有限公司、烽火飞虹通信器材有限责任公司、南京烽火藤仓光通信有限公司、武汉烽火国际技术有限责任公司等
		烽火通信	通信设备制造	74.60		

数据来源：公司年报，东北证券（注：北京矿业研究总院数据为 09 年年报，其余为 2010 年半年报）

从目前科研院所类央企及相关上市公司看，控股股东具有优质资产的上市公司更容易在资产整合过程中受益，因此，从控股股东及其相关资产看，未来有研硅股、高鸿股份以及烽火通信均存在资产注入预期。

4.2.1、北京有色金属研究总院资产质量分析

北京有研总院是我国有色金属研究领域最大的科研开发机构，在多个研究领域具有技术领先优势，拥有较高的行业地位。其产品技术含量较高，且具有持续开发能力，具有较强的市场竞争实力。

表 10、北京有研总院业务构成及收入状况（截至 2009.12.31）

全称	简称	主营业务	总院持股比例	2009 年营业收入(亿元)	总资产
北京有色金属研究总院	有研总院	研制、生产和销售金属、稀土、贵金属材料及合金产品、电池及其储能材料、机械电子产品、环保设备、自动化设备，提供技术服务	——	4.69	——
有研半导体材料股份有限公司	有研硅股 (600206)	研发、生产和销售晶硅、锗、化合物等半导体材料及相关电子材料	39.68	4.75	12.43
有研亿金新材料股份有限公司	有研亿金	生产和销售贵金属功能材料	67.39	5.54	1.25
有研稀土新材料股份有限公司	有研稀土	稀土及其相关材料的研究、开发与生产	36.25	2.65	2.83
有研粉末新材料（北京）有限公司	有研粉末	生产和销售有色金属粉末	68.35	4.45	1.22
厦门火炬特种金属材料有限公司	厦门火炬	研制、生产与销售特殊有色金属	40.00	0.65	——
北京国晶辉红外光学科技有限公司	国晶辉	研发、生产和销售半导体锗及红外材料、光电材料	80.00	1.11	——
北京康普锡威焊料有限公司	康普锡威	研究、生产、销售合金焊料及有色金属新材料	70.00	0.90	——

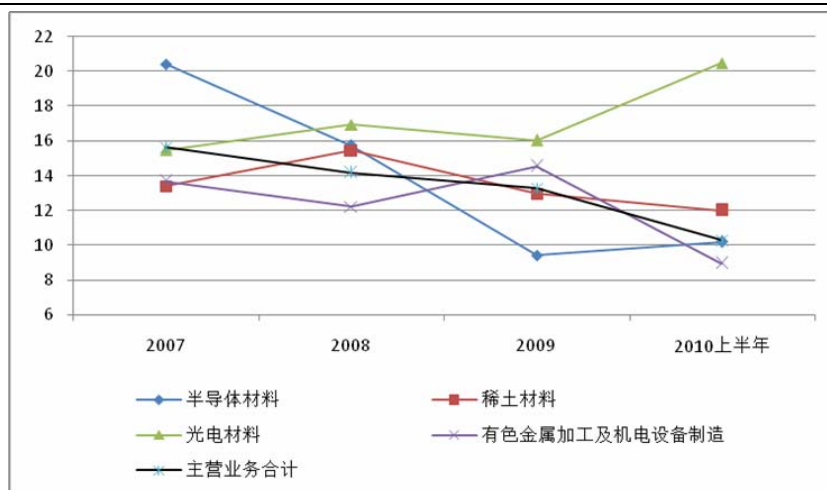
数据来源：公司年报，东北证券

表 11、公司业务构成收入及毛利率

项目	2010 年上半年		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)	收入	毛利率 (%)
半导体材料	33228.89	10.21	43150.65	9.41	93345.72	15.74	68849.49	20.43
稀土材料	27519.06	12.00	26401.41	12.96	38945.73	15.45	45671.23	13.41
光电材料	4620.98	20.50	9832.21	16.04	12846.91	16.96	11817.93	15.49
有色金属加工及机电设备制造	67507.96	8.95	115567.90	14.56	117324.89	12.21	114605.35	13.67
主营业务合计	132876.90	10.30	194952.17	13.28	225249.91	14.18	240944.01	15.64
其他业务	28037.10	2.71	43772.75	4.37	58501.31	5.60	41804.64	3.38

数据来源：公司年报，东北证券

图 2、公司各项业务毛利率变化趋势



数据来源：公司年报，东北证券

表 12、公司 2007 年-2010 年上半年企业利润表主要数据(万元)

项目	2010 年上半年	2009 年度	2008 年度	2007 年度
营业收入	160,913.99	238,724.91	320,964.54	282,748.65
营业成本	146,466.59	210,924.79	280,476.80	243,644.59
期间费用	9,303.99	20,020.48	20,374.97	20,714.83
销售费用	1,624.78	2,645.99	3,219.51	2,965.29
管理费用	6,769.25	16,216.40	14,442.76	14,920.45
财务费用	909.96	1,158.09	2,712.70	2,829.09
营业利润	3,841.61	4,856.57	15,282.59	15,356.62
利润总额	4,070.69	6,849.55	16,662.05	16,393.01
净利润	3,443.56	5,878.61	13,679.32	13,438.39
主营业务毛利率	10.30%	13.28%	14.18%	15.64%
营业利润率	2.39%	2.03%	4.76%	5.43%
现金收入比率	124.47%	134.95%	141.68%	129.73%
净资产收益率	/	5.10%	6.98%	7.00%

数据来源：公司年报，东北证券

4.2.2、电信科学技术研究院资产质量分析

电信科学技术研究院作为 TD-SCDMA 标准的提出者、核心专利的拥有者、产业的主要推动者和设备市场的领先者，直接受益于 3G 牌照发放以来电信行业的快速发展。公司凭借先发优势以及由此带来的政府支持和市场优势在中国移动 TD 业务四期招标中占有较高的市场份额。同时，电信科研院持续得到国有资本金注入后资本实力不断增强。

电信科学技术研究院目前总资产为 210.3 亿元，而资产证券化比例仅为 27.34%。从电信科学技术研究院总体经营状况看，2009 年营业收入 91.01 亿元，同比增长 70.05%，毛利率为 20.78%，同比下降 6.81 个

百分点，2010 年上半年公司实现营业总收入 39.55 亿元，毛利率为 23.85%。

表 13、公司主要盈利指标

时间	2007	2008	2009	2010H1
营业总收入(亿元)	57.61	53.52	91.01	39.55
净利润(亿元)	1.89	2.21	1.67	1.01
毛利率(%)	26.38	27.59	20.78	23.85
总资产收益率(%)	5.33	3.50	2.55	——
EBITDA(亿元)	9.76	8.30	8.52	——

数据来源：公司年报，东北证券

表 14、公司近年按业务收入及毛利率

	2009 年			2010 年上半年		
	收入	收入占比(%)	毛利率(%)	收入	收入占比(%)	毛利率(%)
无限移动通信	38.94	43	10	12.88	33	20
集成电路设计	7.96	9	41	4.91	12	45
特种通信	8.35	9	26	3.90	10	33
其他	35.76	39	27	17.85	45	19
合计	91.01	100	21	39.55	100	24

数据来源：公司年报，东北证券

表 15、电信科学技术研究院主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009	2010H1
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	26.38	27.59	20.78	23.85
三费收入比(%)	27.9	26.39	18.78	20.7
EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%)	16.95	15.51	9.36	—
总资产收益率(%)	5.33	3.5	2.55	—
流动比率(X)	2.37	2.59	3.9	4.12
速动比率(X)	1.71	2.16	3.32	3.45
存货周转率(X)	1.39	1.69	2.92	—
应收账款周转率(X)	2.83	2.7	4.63	—
资产负债率(%)	51.08	42.32	31	30.86
总资本化比率(%)	42.72	33.98	21.33	19.81
短期债务/总债务(%)	65.09	64.88	55.62	53.1
经营活动净现金/总债务(X)	-0.22	0.03	0.11	—
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.35	0.04	0.19	—

经营活动净现金/利息支出(X)	-2.94	0.53	1.48	-23.88
总债务/EBITDA(X)	5.11	6.96	4.51	-
EBITDA/短期债务(X)	0.3	0.22	0.4	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.55	2.96	3.08	-

数据来源：公司年报，东北证券

公司无线移动通信业务收入占比最高，并且受益于中国移动在 TD-SCDMA 领域的大规模投资，该板块收入增长较快，公司在 TD 产业化工程中盈利能力不断增强。近三年电信科研院的补贴收入分别为 2.52 亿元、1.51 亿元和 1.98 亿元，主要是税收返还、事业费拨款和政府项目拨款。由于电信科研院为我国拥有自主知识产权的 TD 产业，且主要产业均在国家电子产业振兴规划支持范围内，预计仍将获得较大程度的政府扶持。从整体上看，公司在 TD-CDMA 业务领域具有较强的竞争优势，但同样面临着激烈的市场竞争。

4.2.3、武汉邮电科学研究院资产质量分析

公司是光通信领域国内唯一同时拥有光通信系统、光电子器件、光纤光缆三大通信技术的企业，公司受益于国内 3G 网络建设及“三网融合”战略的事实，该院营业收入大幅增长，盈利能力进一步增强。

公司未来发展远景目标：实施资本运作战略，推进国际化战略。到 2015 年，力争将院建设成国际知名的通信设备制造商和服务提供商，销售额达到 200 亿元，其中国际市场销售额占 35%；到 2020 年，实现销售达到 400 亿元，成为在国际上有相当竞争力的大型跨国企业集团。

表 16、公司主营业务收入及占比

主营业务收入	2007		2008		2009		2010H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
光通信终端系统设备	134,836.06	35.45%	203,714.13	39.22%	291,768.00	39.77%	118,358.46	28.88%
光纤光缆及电缆	86,487.48	22.74%	116,219.05	22.37%	148,350.20	20.22%	94,010.13	22.94%
通信器件	82,569.05	21.71%	113,043.88	21.76%	134,775.61	18.37%	90,134.38	21.99%
通信室内覆盖系统	61,795.00	16.25%	81,715.98	15.73%	137,634.78	18.76%	74,874.77	18.27%
其他光通信产品	14,692.86	3.86%	4,724.72	0.91%	21,052.45	2.87%	32,483.67	7.93%
合计	380,380.44	100%	519,417.76	100%	733,581.04	100.00%	409,861.41	100.00%

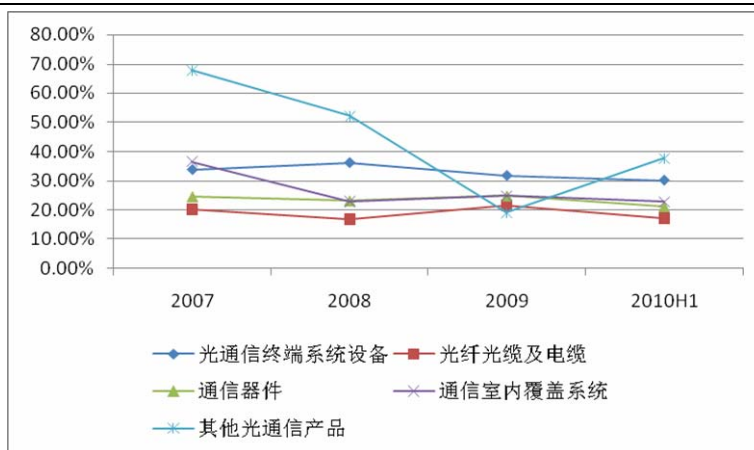
数据来源：公司年报，东北证券

表 17、各产品板块毛利率情况

毛利率	2007	2008	2009	2010H1
光通信终端系统设备	33.80%	36.17%	31.75%	30.13%
光纤光缆及电缆	20.15%	16.90%	21.59%	17.37%
通信器件	24.60%	23.15%	24.81%	21.10%
通信室内覆盖系统	36.42%	22.88%	24.77%	22.81%
其他光通信产品	67.76%	52.12%	19.15%	37.71%
合计	30.41%	27.08%	26.75%	24.48%

数据来源：公司年报，东北证券

图 3、公司个产品毛利率变化趋势



数据来源：公司年报，东北证券

表 18、公司财务指标

	2010H1	2009	2008	2007
营业收入	417,097.37	745,484.92	529,707.49	384,439.35
毛利率	24.48%	27.05%	27.08%	30.41%
销售利润率	6.76%	6.47%	4.45%	4.55%
总资产报酬率	2.43%	4.00%	2.67%	2.19%
净资产收益率	5.58%	8.87%	6.10%	4.75%
利润总额	33,837.26	55,137.77	24,937.41	17,449.63
归属于母公司的净利润	16,741.52	23,421.17	15,471.66	5,343.71

数据来源：公司年报，东北证券

4.2.3、重点上市公司推荐

有研硅股：公司是目前中国最大的硅材料研究和生产基地，公司是全球大家大单晶硅生产企业之一，产品为整个产业链的上流，且公司高度重视生产技术的保密性以及生产工艺的高难度，使得公司具有较强的市场定价能力。公司产品主要应用于集成电路、分立器件、太阳能等多个领域。主要产品包括：集成电路用 4-12 寸直拉硅抛光片、12 寸硅单晶外延片、节能灯用 4-6 寸直拉双磨片、3-6 寸区熔抛光片和双磨片、4-18 寸直拉硅单晶棒、3-6 寸区熔硅单晶棒。

公司大股东为北京有色金属研究总院，公司是控股股东唯一上市平台，大股东在半导体材料、稀土冶金与材料、稀有及贵金属材料、粉末冶金与材料、有色金属复合材料、有色金属加工等方面均有相应优质资产，在央企整合大背景下，控股股东存在进一步资产整合预期。

公司近期动态：2 月 25 日公司公告称，控股股东北京有色金属研究总院正与中国钢研科技集团公司就联合重组事宜进行了洽谈。对此有表示，有色研究总院重组计划和进程为控股股东层面变化，不会对公司业务和经营产生影响，目前公司生产经营稳定，且未来三个月内公司未有筹划资产重组、收购等重大事项计划。

高鸿股份：公司推进经营战略转型和商业模式调整，业务框架逐步转变为通讯产品及系统集成业务、互联网服务和电信增值业务以及 IT 连锁经营三大业务体系。

控股股东电信科学技术研究院专门从事电子信息系统装备开发、生产和销售的大型高科技中央企业，旗下有大唐电信与高鸿股份两家上市公司，集团公司研发实力雄厚，仍拥有大量优质未上市资产。而且目前距离公司“百亿收入、百亿资产”的战略目标仍有较大提升空间。

烽火通信：公司是国内优秀的信息通信领域设备与网络解决方案提供商，是国家科技部认定的国内光通信领域唯一的“863”计划成果产业化基地和创新型企业。

控股股东武汉邮电科学研究院，拥有四块业务分别为：光电技术、热案件及系统集成、固定网络技术以及无线网络技术，烽火通信作为固定网络技术的核心资产整合平台，控股股东仍有烽火飞虹通信器材、烽火网络、烽火藤仓光纤科技等大量相关资产存在注入上市公司预期。

投资评级说明

行业投资评级分为：优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为：推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益±5%之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。