



A股投资策略报告

民品资源整合 渐行渐近

——A股并购重组专题报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

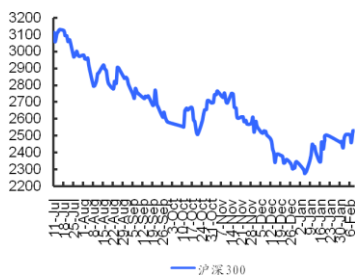
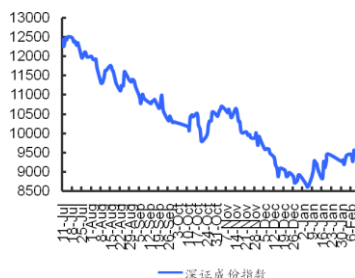
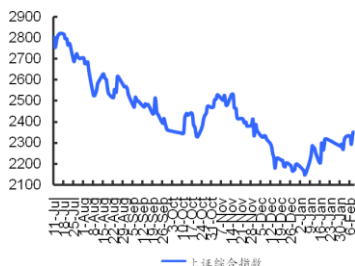
2012年2月10日

联系人

李德轩

022-28451845

bohaildx@hotmail.com



相关研究报告

《军工并购浪潮 涛声依旧》

——A股并购重组专题报告

《军工板块：乐享重组盛宴》

——2月并购重组月报

投资要点：

- 在上一期专题报告中，我们列出了并购浪潮中三家值得关注的军工集团：中国航空工业集团、中国航天科技集团、中国电子科技集团。本篇专题我们仍然采用“行业-集团-上市公司-并购资产”的分析思路，重点考察中国电子科技集团的重组机遇。中国电子科技集团资产证券化率较低，受到国家政策扶持，集团内部有大量民品资源，因而在整合中优势明显。
- 中国电子科技集团旗下有杰赛科技、海康威视、太极股份、华东电脑、四创电子、卫士通六家上市公司。我们简要列出了集团中可能注入到上市公司中的资产，并重点分析了上市公司大股东旗下资产的注入机会。我们认为，集团中值得重点关注的上市公司是**华东电脑（600850）**和**卫士通（002268）**。
- 通过对上市公司大股东资产的考察，我们认为华东电脑可能并购的资产包括处于重组进程中的华讯网络、提供云计算软硬件支持的普华基础软件股份有限公司、上海中标软件有限公司，以及提供软件应用的中电科长江数据股份有限公司；卫士通可能并购的资产包括涉及信息安全领域的成都二零盛安信息系统有限公司、从事信息安全芯片生产的成都二零嘉微电子技术有限公司、研发生产安全手机的成都二零瑞通移动通信有限公司以及产业链下游成都二零普瑞科技有限公司信息安全产品海外销售业务。
- 通过对上市公司并购资产质量的分析，我们认为华东电脑相关资产注入在短期和长期内均能增加公司业绩，是我们挖掘出的最佳投资标的。卫士通相关资产注入在短期内并不能够明显增厚公司业绩，但是在长期能够实现整体业绩的增长，值得长期持有。

1. 行业中定位军工集团：中国电子科技集团的重组机遇

军工行业的并购重组一直是我们关注的焦点，在上一期专题报告中，我们针对军工央企集团确立了“行业-集团-上市公司-并购资产”的自上而下的选股策略，列出了三家值得关注的军工集团：中国航空工业集团、中国航天科技集团、中国电子科技集团，并重点分析了中航工业集团内部的并购机会。在本月的专题中，我们重点关注中国电子科技集团的并购重组。

中国电子科技集团公司成立于 2002 年 3 月，主要从事国家重要军民用大型电子信息系统的工程建设，重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产，是一家国有大型高科技企业集团。

中国电子科技集团确立了在 2020 年前后建设成“国内卓越、世界一流”的企业集团的宏伟目标，集团资产整体上市的计划是其中的重要方面。根据中电科集团的规划，未来 10 年除国拨资金与自筹资金外，实现社会累计融资额占总投入的 30% 以上，将集团公司总体资产证券化率提升至 40% 以上。到 2015 年，推动集团公司主导产业板块龙头企业上市和现有上市公司的整合，打造“中国电科系”；到 2020 年，把中国电科打造成国有控股整体上市公司。

作为军工央企资产整合的考察对象，中国电子科技集团优势明显。首先，在九家军工集团中中国电子科技集团资产证券化率很低，仅有 16.64%，相对于 40% 的规划，未来整合空间巨大；其次，从国家政策扶持上看，武器装备信息化的大趋势无法改变，中国电子科技集团的相关业务将成为重点支持对象；最后，它是一个军民融合十分明显的公司，集团内部有大量智能交通、软件与信息服务、半导体照明等民品资源，整合预期强烈。

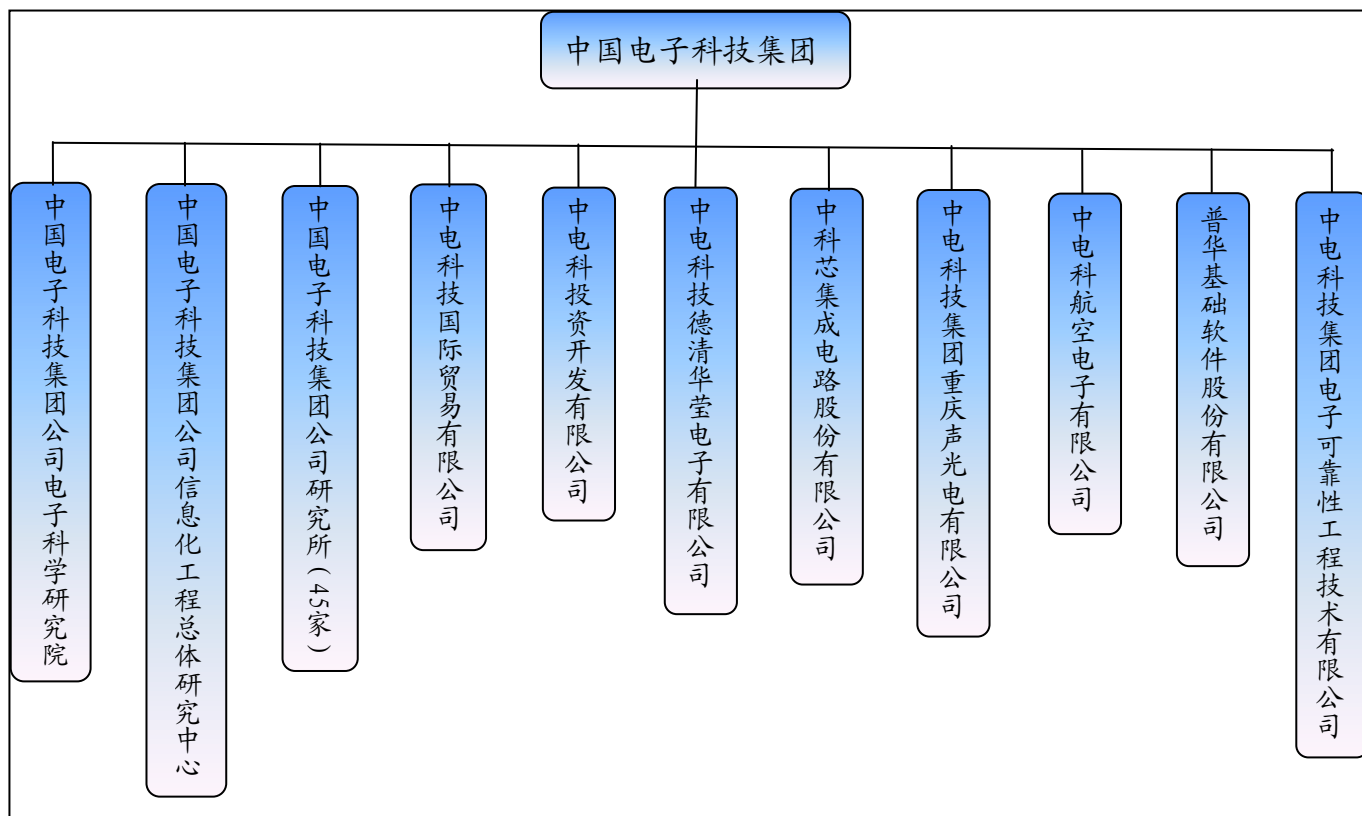
2. 集团中锁定上市公司：集团资产注入上市公司机会

2.1 集团内部相关资产注入机会

中电科集团旗下有杰赛科技(002544)、海康威视(002415)、太极股份(002368)、华东电脑(600850)、四创电子(600990)、卫士通(002268)六家上市公司，分布在集团内的不同研究所内。我们延续上一期专题报告中的分析方法，按照“主业化、专业化、一体化”分析思路，考察中电科集团内部是否有同上市公司主业

类似或者处于其产业链上下游的资产。由于集团内资产众多且较为分散，资产板块划分并不清晰，首先我们仅针对集团的一级子公司或下属单位的主营业务进行考察，将长期内集团可能注入上市公司的相关资产简要列出，供投资者参考。

图 1 中国电子科技集团旗下公司



资料来源：公开资料，渤海证券研究所

表 1 中国电子科技集团可能注入上市公司的资产

证券代码	证券简称	主营业务	可能注入资产的公司	相关资产
002544. SZ	杰赛科技	网络建设综合解决方案，信息网络建设相关产品	七所（公司控股股东）	通信线缆
002415. SZ	海康威视	安防视频监控产品研发、生产和销售	五十二所（公司控股股东）	电力安全视频监控
			三十六所	保安监控网络、矿井安全监控等
			五十所	无线监控系统、探测设备等
002368. SZ	太极股份	IT 咨询、行业解决方案与服务、IT 产品增值服务、IT 基础设施服务	普华基础软件股份有限公司	基础软件产品
			信息化工程总体研究中心	软件开发
600850. SH	华东电脑	以 IT 服务为主业，系统集成和网络工程为龙头，以存储网络产品和软件开发	三十二所（公司控股股东）	信息网络服务、软硬件
			信息化工程总体研究中心	系统集成、软件开发

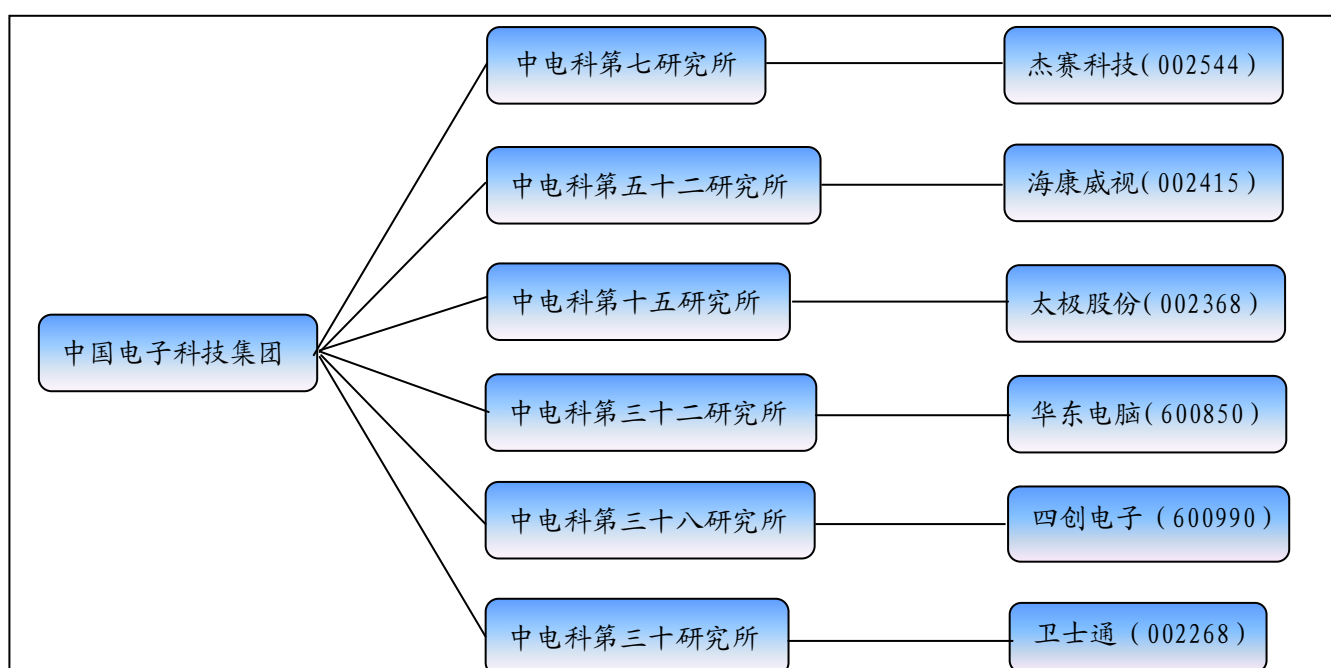
		为新的业务增长点	二十八所	系统工程、系统集成
			二十九所	系统集成与设计
			普华基础软件股份有限公司	基础软件产品
600990. SH	四创电子	民用雷达整机及雷达配套产品、集成电路、广播电视及微波通信产品等	三十八所（公司控股股东）	雷达、卫星通信
			十二所	微波电子技术应用设备及器件
			十四所	雷达系统装备
			二十所	卫星导航、火控雷达
			二十四所	集成电路、电源等
			三十九所	雷达、卫星通信
002268. SZ	卫士通	民用信息安全产品和系统的研发、生产、销售	三十所（公司控股股东）	信息安全

资料来源：公开资料，渤海证券研究所

2.1 大股东旗下相关资产的注入机会

中国电子科技集团内部资产众多且较为分散，集团子公司和研究所之间的资产注入需要长期的协调和规划，短期内同时注入到上市公司中较为困难。而六家上市公司的大股东本身旗下也有大量未上市的相关资产，在集团资产整合中很可能会率先注入到上市公司中，值得我们重点考察。因此，接下来我们分别针对不同上市公司所在的研究所，具体分析研究所旗下同上市公司主业相近或处于同一产业链上的资产，从中挖掘整合机会。

图 2 中国电子科技集团旗下上市公司分布



资料来源：公开资料，渤海证券研究所

中电科第七研究所：七所是一家以移动通信系统与设备为主要研究方向的总体研究所，旗下仅有杰赛科技一家上市公司。杰赛科技的公司定位为“信息网络建设综合解决方案提供商”及“信息网络建设相关产品提供商”，主要为公众信息网络及智能专用网络建设提供综合解决方案以及提供相关网络产品。七所内部与之相关的资产较少，作为信息网络建设的上游产品，广州通广通信科技公司以及广州通广通信电缆有限公司的线缆业务有望注入，通过一体化的方式整合网络建设方案配套产品，形成完整的业务链条。

中电科第五十二研究所：五十二所实际从事的主要业务为计算机系统的科研与开发，旗下仅有海康威视一家上市公司。海康威视是一家专业从事安防视频监控产品研发、生产和销售的高科技企业，是国内视频监控行业的龙头企业，公司在 2011 年收购了北京节点迅捷技术发展有限公司和北京邦诺存储科技有限公司 53.31% 股权。从五十二所控制的公司来看，其中并没有海康威视产业链上下游相关资产或同样属于安防监测的相关业务资产。但是同样是作为安全在线监测产品的开发生产，杭州海康雷鸟信息技术有限公司的输电线路监测、变电站网络监测、线路杆塔远程监控等业务可能注入，海康威视可能会通过横向整合方式实现公司业务从安防视频监控领域扩大到电力安全视频监控领域。

中电科第十五研究所：十五所是国内规模最大的综合性计算技术研究所之一，旗下仅有太极股份一家上市公司。太极股份是一家 IT 综合性信息系统产品、解决方案与服务提供商，面向政府、金融、能源、冶金、媒体等行业提供一体化 IT 服务。从十五所控制的企业资产情况来看，并没有与太极股份同类或产业链上下游的资产，在十五所内部资产整合的可能性不大。而从太极股份并购历史来看，公司 2011 年完成了增资国产数据库公司人大金仓，拉开了整合软件类资源的序幕，今后公司可能继续并购中国电子科技集团内部的其他软件资源。

中电科第三十二研究所：三十二所即华东计算所，是国内最早建立的计算科学和技术研究所之一，旗下仅有华东电脑一家上市公司。华东电脑是是中国大陆 IT 行业的首家上市公司，形成了以 IT 服务为主业，系统集成和网络工程为龙头，以存储网络产品和软件开发为新的业务增长点的业务体系。2010 年 1 月华东电脑发布了预案，拟通过定向增发上海华讯网络系统股份有限公司 90% 股权，目前该项并购事项仍处于证监会审核当中。此外，作为上海“云计算”产业的龙头，华东电脑推出了“华云计划”，致力于构建云计算完整产业链，将公司打造成中国云计算全价值链解决方案提供商和服务商，未来公司在云计算产业链上的扩张可以预见。在三十二所控股或参股的公司中，除了处于重组进程中的华讯网络外，长

期内可能并购的资产包括提供云计算软硬件支持的普华基础软件股份有限公司、上海中标软件有限公司，另外中电科长江数据股份有限公司有利于云计算业务向应用方向扩展，存在注入预期，值得投资者重点关注。

中电科第三十八研究所：三十八所是国内特种雷达的重点生产企业，旗下仅有四创电子一家上市公司。四创电子主营气象电子、通信导航、广播电视、公共安全等领域产品的开发、生产和销售，自上市以来完成了四次资产重组，从并购历史中可以确定其雷达资产整合平台的地位。三十八所内与之相关的资产有安徽博微长安电子有限公司拥有的部分卫星通信和导航雷达资产，有注入上市公司的机会。

中电科第三十研究所：三十所是我国国家信息安全和保密通信领域的领头羊和核心院所之一，旗下仅有卫士通一家上市公司。卫士通为国内首家专业从事信息安全的股份制企业，在密码设备及其为基础的安全系统及安全集成领域具有主导地位。在三十所内部资产中，卫士通可能整合的资源有涉及信息安全领域的成都三零盛安信息系统有限公司、从事信息安全芯片生产的成都三零嘉微电子有限公司、研发生产安全手机的成都三零瑞通移动通信有限公司以及产业链下游成都三零普瑞科技有限公司信息安全产品海外销售业务，相关资产注入值得重点关注。

通过以上分析，在中国电子科技集团的上市公司中，值得重点关注的上市公司是华东电脑和卫士通；而其他几家上市公司可能注入的资产量较小，对上市公司业绩影响不大。

3. 进一步考察并购资产：上市公司并购资产质量

下面进一步考察注入资产的质量如何，我们从可获得的公开资料中对注入资产的盈利状况与两家上市公司进行比较，以大体确定注入资产是否能够对上市公司业绩有增厚作用。对于两家上市公司的并购计划和注入资产的具体盈利状况我们将进行持续跟踪。

华东电脑：华东电脑 2010 年的销售利润率为 2.36%，盈利能力较差。可能注入的资产中，华讯网络和普华软件 2010 年的销售利润率分别为 11.19%、5.44%。短期来看，预计两家公司资产的注入将会较大幅度增厚上市公司业绩，而另外两家公司中标软件和长江数据的盈利情况难以从公开资料中获得，我们将进行持续跟踪。

从长期来看，华讯网络由于同华东电脑覆盖了不同的细分子行业，其资产注入能够同上市公司实现业务互补，增加协同效应；而其他几家公司资产注入能够扩展

华东电脑的云计算产业链，实现对上市公司云计算业务的软硬件和相关应用的支持，未来云计算的推广能够对公司的业绩提供持续提升的良好动力。预计几家公司的资产注入能够在长期内增厚公司业绩水平。

表 2 华东电脑可能注入资产业绩考察

上市公司及注入资产	注册资本 (万元)	华东所持股比例	2010 年收入	2010 年利润总额	销售利润率
华东电脑 (600850)	17103.15	44.62%	151095.68	3559.89	2.36%
华讯网络	7500	42%	160,488.00	17,965.30	11.19%
普华基础软件	20000	5%	14700	800	5.44%
中标软件	8000	10.94%	—	—	—
长江数据	6651	3%	—	—	—

资料来源：上市公司公告，渤海证券研究所

卫士通：卫士通 2011 年的销售利润率为 21.19%，盈利能力较强。可能注入的资产中，三零瑞通 2011 年的销售利润率为 20%。从短期来看，虽然三零瑞通的盈利能力良好，但是公司资产的注入并不能够明显增厚上市公司业绩。而另外三家公司三零盛安、三零嘉微和三零普瑞的盈利情况难以从公开资料中获得，我们将持续跟踪。因此相关资产注入对公司业绩的短期影响存在较多不确定性。

从长期来看，虽然注入资产都是有关信息安全业务，但是覆盖了不同子行业，几家公司的资产注入不仅能够扩大业务范围，实现业务互补，同时可以完善信息安全产业链，增加生产能力和协同效应。预计几家公司的资产注入能够在长期内增加公司盈利水平。

表 3 卫士通可能注入资产业绩考察

上市公司及注入资产	注册资本 (万元)	三十所持股比例	2011 年收入	2011 年利润总额	销售利润率
卫士通 (002268)	17271.21	37.36%	53708.5	11381.33	21.19%
三零瑞通	3000	66.67%	10000	2000	20%
三零盛安	3000	35.10%	—	—	—
三零嘉微	450	65.11%	—	—	—
三零普瑞	300	85%	—	—	—

资料来源：上市公司公告，渤海证券研究所

从以上分析中我们可以看出，华东电脑相关资产注入在短期和长期内均能增加公

司业绩，是我们挖掘出的最佳投资标的。卫士通相关资产注入在短期内并不能够明显增厚公司业绩，但是在长期能够实现整体业绩的增长，建议投资者长期持有。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队		
朱艳君	吴慧	刘啸
渤海证券研究所机构销售部经理 华南区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华东区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华北区销售经理
座机: 86-22-28451995	座机: 86-10-68784269	座机: 86-10-68784275
手机: 13502040941	手机: 13811199719	手机: 13810427284
邮箱: zhuyanjuan@bhqz.com	邮箱: wuhuihui09@gmail.com	邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn