

行业评级:

通信 增持(维持)

通信国改领风潮，关注四个方向的机会

通信行业国企改革专题研究

投资要点:

◆ **国企改革顶层设计方案发布，三大亮点。**2014年以来，中央和地方政府频频释放积极信号，国企改革顶层方案有望近期出炉。国资委“2015年深化经济改革重点工作意见”的发布首次明确国企改革的“1+15”方案。地方国改进程方面，上海、北京、山东、江苏、广东等省进程值得重点关注。新方案下的国企改革主要有以下三大亮点：(1)混合所有制改革仍将成为重点内容。(2)管理层激励、员工持股有望成为改革新的突破口。(3)资产证券化发展潜力巨大。

◆ **通信国企改革惠及空间广。**通信设备商市场国企小而散，缺乏行业龙头，国产设备商纷纷试水互联网+，向产品+服务模式转型；运营商市场，随着FDD牌照的发放移动一家独大的竞争格局稍有缓和，流量经营将成为运营商转型突破口。(1)通信行业国企公司体量虽小但营收、净利润占比显著，对行业影响力巨大。(2)行业国企运行效率普遍低于民企，成为制约公司发展的重要因素。(3)行业国企改革相关概念标的累计涨幅远低于市场平均水平，此轮行情中将存在较大上升空间。

◆ **行业内国改预期强。**首先，通信属智力密集型行业，国企亟需提升核心竞争力。其次，从行业特征来看，设备商市场国企小而分散，有望率先受益于改革进程。OTT厂商的冲击倒逼传统运营商加快改革步伐，简单的拆分重组治标不治本，运营商引入混改预期强烈。最后，中央政策频频释放改革预期，政府以促进行业市场化，注重效率的提升为主要目标，显示出高层对于电信行业改革的决心。

◆ **问题即突破点。**通信行业14家国企中9家属于CETC、CEC、武汉邮科院、普天、大唐五大集团。对于CETC、CEC一类大平台集团，集团旗下资源丰富，存在向上市公司资产注入或集团整体上市预期。对于普天系为代表的老牌央企集团，内部组织结构不够清晰，内部资源存在浪费，组织结构改革为主要关注点。另外，集团下属子公司业务范围存在交叉重叠、内部运营效率低下都是此类大集团央企存在的普遍问题，对于此类公司，外延扩张、产业链整合与内部治理改革均是未来关注的焦点。

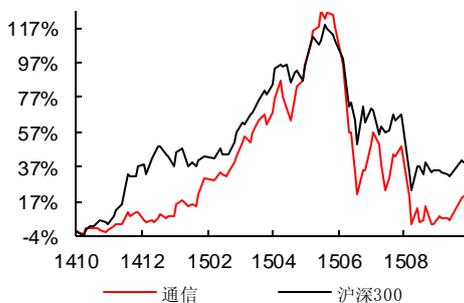
◆ **基于五大集团在业务领域、集团资产及股权结构以及公司内部经营治理等方面的问题，我们建议关注四个方向的投资机会：**(1)引入民资、战略投资者或外延式并购重组：建议关注高鸿股份、光迅科技、中国联通。2、集团优质资产注入和整体上市：建议关注杰赛科技。3、借壳上市：考虑体量小、成长性不足的壳资源，建议关注中电广通、长江通信。4、公司治理改革：主要包括股权激励，薪酬市场化、市值管理等手段，建议关注大唐电信。

◆ **风险提示：**国企改革执行进度低于预期；国企业绩不达预期。

相关研究

- 1《新海宜(002089):终止增发，高成长预期不变》2015.09
- 2《通信设备制造II/通信运营II:移动领跑4G，无线、网优、专网是赢家》2015.09
- 3《中兴通讯(000063):受益通信建设高潮，估值见底》2015.08

行业走势图



正文目录

一、国企改革成为市场热点.....	3
1.1 国企改革势在必行.....	3
1.2 顶层设计方案终落地.....	3
1.3 地方政府频频发力.....	3
二、通信国企改革空间广，问题即突破口.....	4
2.1 通信设备国企规模小，亟待转型.....	4
2.2 通信运营竞争格局难改，趋于饱和.....	6
2.3 改革红利空间惠及通信行业.....	7
2.4 通信国改或成下一个风口.....	9
2.5 四大问题制约发展，但也是投资突破口.....	10
三、推荐关注四个方面的投资机会.....	12
3.1 引入民资、战略投资者或外延式并购重组.....	12
3.1.1 成功案例：云天化、星网锐捷、特发信息.....	12
3.1.2 投资逻辑：目标产业扩张与效率提升，关注带入基因协同性.....	13
3.1.3 建议关注：高鸿股份、光迅科技、中国联通.....	13
3.2 集团优质资产注入或整体上市.....	17
3.2.1 成功案例：上港集团、中国船舶.....	17
3.2.2 投资逻辑：关注小公司大平台.....	19
3.2.3 建议关注：杰赛科技.....	19
3.3 借壳上市.....	22
3.3.1 成功案例：绿地集团.....	22
3.3.2 投资逻辑：寻找缺乏成长动力，定位边缘化小市值壳资源.....	23
3.3.3 建议关注：中电广通、长江通信.....	23
3.4 公司治理改革.....	23
3.4.1 投资逻辑：关注持续改革预期 效率提升空间可期.....	24
3.4.2 建议关注：大唐电信.....	24
风险提示.....	24
四、附录：五大集团组织架构及基本情况.....	25

一、国企改革成为市场热点

1.1 国企改革势在必行

经济增长动力不足 国企改革有望成为下半年行情焦点。2015年上半年，GDP增速放缓，虽然上半年GDP增速数据超预期，但市场对于短期经济增长的预期仍保有怀疑态度。其次，高额的地方债务压力冲击着地方政府的神经，各地政府正在加速推动地方国有企业通过剥离资产、兼并重组等举措，使处置不良资产和增强国企运营效率同步并行，以此助力化解地方债务风险。经济增长的压力与地方政府债务压力使得国企改革启动迫在眉睫。另外，经历了6月以来的全盘调整行情，市场信心受到极大打击，我们认为政府会从加快国企改革进程着手，提振市场信心。在后半年即将迎来的个股分化的行情中，具有国资背景的超跌优质个股将迎来爆发式增长。

1.2 顶层设计方案终落地

顶层设计落地 改革进程再加速。5月18日，国资委《关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见》的发布细化了今年国资国企改革的重点任务，首次明确深化国资国企改革的“1+15”方案。2015年9月，中共中央、国务院正式发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，备受瞩目的国企改革顶层设计方案终于落地，改革进程再一次提速。国有资本的管理效仿新加坡淡马锡模式，通过设立国有资本管理平台，国有资本的管理体制由政府-企业的两层结构逐渐转变为政府-资本运营平台-实体企业的三层结构。政府部门不再直接参与资本市场，而真正成为市场的服务者与秩序维护者。

分类改革、资本运营及资产证券化为方案三大亮点。根据新方案提出的要求，我们认为国企改革有以下三大亮点：(1)国企分类提高改革效率。此次方案通过将国企细分国企分为提供公益性产品或服务的国有企业、国有资本继续控股经营的自然垄断行业和一般性竞争领域的国有企业三类，按照谁出资谁分类的原则，实行分类改革、分类发展、分类监管、分类定责、分类考核，针对不同类型的国企进行有的放矢的改革，提升了改革效率。(2)经营权所有权分离使得国有资本的管理更加灵活。国资委由原先的管人、管事、管资本转变为纯粹的监管者，实现出资者、监管者身份分离。(3)资产证券化发展潜力巨大，从各地出台的改革方案细则来看，对于资产证券化的要求最为普遍：已有超过半数的省市提出了明确的资产证券化目标，其中多数省市将目标设定为50%-80%。根据财政部公布的数据，截至今年6月末，地方国有资产总额共计52万亿元，保守估计未来5年将会有13万亿地方国有资产上市。

1.3 地方政府频频发力

2014年以来，各地方政府纷纷提出改革计划与目标，其中上海、北京、山东、江苏、广东等省进程相对较快。7月17日，习近平总书记在长春调研时指出推进国有企业改革，要有利于国有资本保值增值，有利于提高国有经济竞争力，有利于放大国有资本功能，为国企改革进程提速释放积极信号。

表格1：各地方国企改革进程

	部门	发布时间	发布文件
中央	国务院国资委	2015.9	发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，顶层方案确定
	国务院发改委	2015.8	发布《经济体制改革取得新进展》，国企改革配套文件基本形成
	国务院国资委	2015.6	关于进一步做好中央企业增收节支工作有关事项的通知
	中央深改小组	2015.6	关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见
	中央深改小组	2015.6	关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见
	国务院	2015.5	关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见
	国务院国资委	2015.5	国务院国资委2015年度指导监督地方国资工作计划
广东	广州市委	2015.5	中央广州市委广州市人民政府关于全面深化国资国企改革的意见

	广东省国资委	2015.1	发布《关于规范省属企业发展混合所有制经济的意见》，提出混改五大原则
	广东省国资委	2015.3	发布《关于深化省属企业负责人薪酬制度改革的实施方案》
	广东省国资委	2014.9	发布《体制机制创新试点企业相关工作说明》，员工持股激励幅度大幅提升
	广东省国资委	2014.8	关于进一步深化全省国有企业改革的意见
	广东省国资委	2014.11	关于深化省属国有企业改革的实施方案
上海	浦东国资委	2015.6	正式发布浦东国资国企改革“18条”，确定五大改革重点
	市委市政府	2015.1	成立混合所有制改革（上海）促进基金
	市委市政府	2014.7	公布了《上海市国资委管好资本、服务企业履职清单(试行)》
	市委市政府	2014.6	发布《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》
	上海市国资委	2014.3	印发《关于在经营业绩考核中视同于利润和单列政策的操作指引(试行)》实施细则
	上海市国资委	2014.1	联合发布《关于进一步加快培育上海国有跨国公司的实施意见》
	上海市国资委	2013.12	《进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》“20条”发布
江苏	江苏省委	2014.7	印发《关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》
	江苏省委	2014.1	发布针对省属国资国企“深化改革实施细则”
山东	山东省委	2015.7	山东省委发布推进省属经营性国有资产统一监管工作方案
	山东省委	2015.3	山东省委发布深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见
	山东省委	2014.7	中共山东省委山东省人民政府关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见
北京	北京市委	2015.8	市委市政府出台《关于全面深化市属国资国企改革的意见》
天津	市委市政府	2014.3	关于进一步深化国资国企改革的实施意见
重庆	市国资委	2014.5	中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见
安徽	省委省政府	2014.8	2014年深化全省国资国企改革的安排意见
江西	省政府	2014.6	关于进一步深化国资国企改革的意见

资料来源：政府官网、华泰证券研究所

二、通信国企改革空间广，问题即突破口

2.1 通信设备国企规模小，亟待转型

国企分散规模小 缺乏行业龙头。通过对行业内国资背景企业和非国资背景企业对比我们发现：大部分国资背景设备商主营业务范围较为单一，营收规模和净利润较低，尚未形成中兴华为一样大而全的行业龙头。从下表上市公司的主营业务中可见，国资背景的上市公司多只专注于无线通信、光通信、集成电路等细分领域，行业内 14 家国资背景通信设备上市公司 2014 年净利润总计达到 20.57 亿元，尚不及行业龙头中兴通讯一家；营收方面，14 家国企 2014 年营收均值达 33.74 亿元，只有星网锐捷一家达到百亿级别。国资背景设备商市场较为分散，存在较大整合空间。

表格2：通信行业国企非国企特性对比

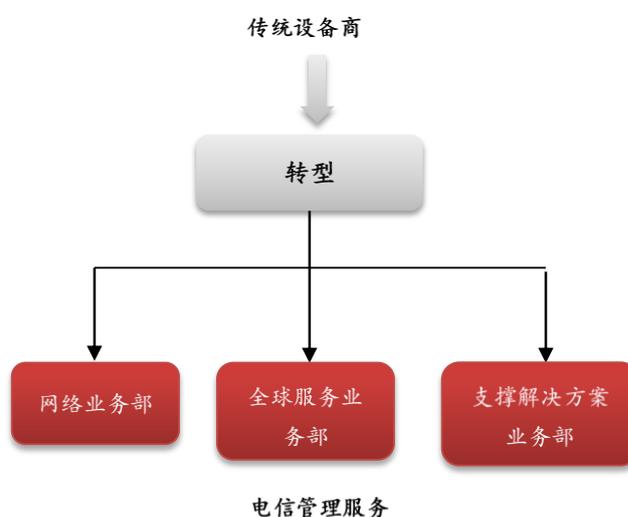
属性	名称	市值(亿元)	盈利(EPS)	ROE	营收(亿元)	净利润(亿元)
	东信和平	51.39	0.03	7.58	12.87	0.59
	光迅科技	86.79	0.19	6.06	24.33	1.44
	杰赛科技	158.34	0.02	8.06	19.47	0.92
	大唐电信	259.16	(0.17)	5.38	79.84	2.48
央企	长江通信	30.73	0.05	3.72	8.66	0.40
	烽火通信	246.24	0.10	8.71	107.21	6.30
	上海普天	53.35	(0.02)	0.67	17.87	0.10
	中电广通	59.55	0.03	0.86	7.19	0.18
	东方通信	135.95	0.02	6.26	37.12	1.77
地方国企	特发信息	61.63	0.05	5.20	19.13	0.71

	星网锐捷	108.58	(0.03)	11.27	36.42	3.72
	南京熊猫	129.56	0.03	4.82	34.88	1.96
	总计	1381.27	0.31	68.59	404.98	20.57
	均值	115.11	0.03	5.72	33.75	1.71
非国企	中兴通讯	754.87	0.24	11.10	814.71	27.28

资料来源：华泰证券研究所

向产品+服务模式转型。国内设备商在享受 4G 建设带来的市场机会的同时也面临着巨大转型压力，服务取代技术已逐渐成为产业发展的新的驱动力。随着传统电信业务市场见顶，OTT 市场的迅速拓张使得通信设备产业面临重要变革。单独的技术创新已不能够支撑行业发展的新方向，“产品+服务”的新模式越发受到追捧。巨头爱立信将目光瞄准电信管理服务市场，将业务重心从传统的设备销售转向电信服务与移动宽带业务，已经形成网络业务、全球服务业务、支持解决方案业务三大业务模块，其中服务业务收入占比从 2003 年的 25% 增长至 2013 年的 48%。目前而根据工信部电信研究院的数据，行业龙头爱立信 2013 年专业服务收入 168 亿美元，占总收入的 48%；诺基亚服务业务收入占比达到 51%；阿朗这一数字也达到 33%。国外先进市场设备商服务收入占比均已经趋近 50%，服务业务不仅是设备厂商收入重要来源，也成为推广产品、锁定客户群体的重要手段。而我国通信设备产业目前仍以硬件设备为核心，借助硬件产品集成创新与软件技术模仿创新立足。在产业转型的趋势下，设备商积极试水新领域，视频业务、网游、云计算等互联网+业务成为转型新热点。

图 1: Verizon 转型模式



资料来源：公开资料、华泰证券研究所

表格3: 主要设备商服务收入占比

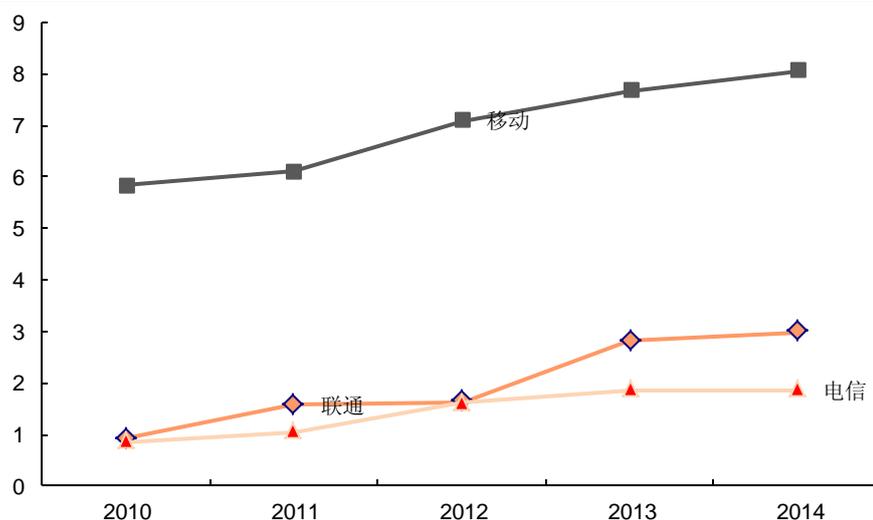
爱立信	诺基亚	中兴
网络业务 51.5%	移动宽带设备 53.9%	运营商网络 80%
全球服务 42.80%	全球服务 45.60%	电信软件系统、服务及其他产品 20%
支撑方案业务 5.60%	其他 0.50%	

资料来源：公司财报、华泰证券研究所

2.2 通信运营竞争格局难改，趋于饱和

移动一家独大优势明显。4G 牌照发放以来，移动再次取得领先优势，截至 2014 年底，4G 用户数已突破 9 千万，联通电信两家 4G 用户总和不过 722 万。新增 4G 基站方面，根据工信部披露的数据，截至今年 2 月份中国移动 4G 基站总数累计达到 70 万个，而联通电信两家 4G 基站合计约达 15 万个。从数据上看移动似乎占据着用户与基站存量的绝对领先优势，虽然年初 FDD 牌照的发放，联通电信的 4G 建设终于得以大张旗鼓开展，但与移动的距离正在拉大。

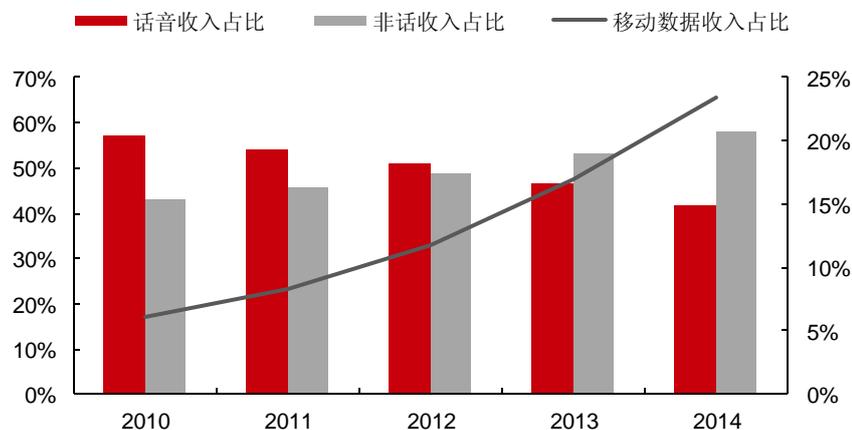
图 2: 三大运营商用户数量



资料来源: 工信部、运营商公开资料、华泰证券研究所

传统运营商市场趋于饱和，移动电话普及率超过 90%。根据工信部 2014 年通信运营统计公报显示，目前我国移动电话用户普及率达到 94.5%，传统电信运营市场空间已趋于饱和，面临增量不增收的窘境。2014 年全国移动电话通话时长 29270.1 亿分钟，同比增长仅 1%，比上年增速下降 4%。2015 年 6 月，三家运营商电信业务总量达到 1877.2 亿元，同比增长 27.0%；电信业务收入 976.2 亿元，同比增长仅为 0.2%。行业发展对话音业务的依赖大幅减弱，与此同时三大运营商移动数据业务收入占比由 2010 年的 6.1% 提高至 2014 年的 23.5%。互联网应用对于语音与短信业务替代效应明显。

图 3: 三大运营商营收情况



资料来源: 工信部、运营商公开资料、华泰证券研究所

流量经营成为新突破口 运营商加快转型步伐。传统运营商纷纷谋求转型，借鉴海外成熟模

式希望通过流量经营实现服务增值。美国运营商 Verizon 通过推出 Share Everything 套餐在资费方案上推行“流量共享”，创新流量营销方式，精细化设计资费，促使流量价值不断增长；在对语音短信资费隐性化的同时聚焦高价值流量产品，提升用户流量，用户 ARPU（每账户收入）从 2010 年的 125.8 美元增至 159.7 美元，复合增长率高达 7.1%。与此同时，Verizon 不含终端销售的移动服务收入也从 2010 年的 556.3 亿美元增长至 2013 年的 690.3 亿美元，年复合增长率达 7.5%。而国内运营商在流量经营上尚显谨慎，除了联通的流量银行和电信的流量宝业务外，占据最大市场份额的移动在这一方面反应较为滞后。

另外，运营商手中的海量数据资源也具有极大商业价值。但如何运用与管理数据资源将成为运营商转型是否成功的主要难题。运营商有望从最初的语音运营转变为大数据运营模式，后者将成为其未来营收重要来源。为尽快顺应互联网+、云计算的发展趋势，运营商并购热潮渐渐升温，各大运营商希望通过并购迅速补齐其在新领域所需要的关键资源与能力，其中包括葡萄牙电经营信为提升其物联网技术能力收购 Axeda；NTT 为提升企业云服务能力收购 Virtela 和 RagingWire。运营商通过并购向产业链上下游延伸，加快转型步伐。

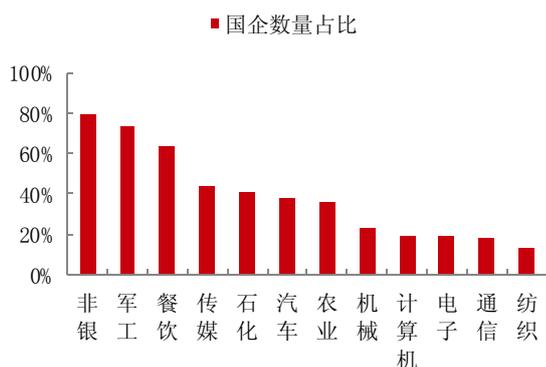
2.3 改革红利空间惠及通信行业

国企体量小但影响显著。通过不同行业的比较分析，我们看到通信行业国企体量虽小但影响显著：行业内 83 家公司中，14 家具有国资背景，其中 11 家属于央企，3 家为地方国有企业，国有企业数量占比为 16.8%，市值占比为 24.82%（其中中国联通以 1288.75 亿元占据 10.29%）。无论从体量还是数量上，行业内国企比重均较低，但净利润占比方面却高达 60.34%。可见行业国企数量虽不多但影响大。

国企效率普遍低于民资，存提升空间。在盈利能力方面，2015 年第一季度国有企业毛利率均值为 21.92%，低于通信行业均值 30.92%（其中中国联通毛利率水平为 26.60%）；国企净资产收益率 ROE 均值为 4.98%，低于通信行业平均 5.09%（中国联通 3.69%），与行业非国企 ROE 水平基本持平。近 5 年以来，国有资本运行效率显著低于民营资本，国企净利率虽逐年改善，但始终低于同行业内非国有企业。若能通过混改成功改善运营效率，行业内国企存在客观的业绩提升空间。

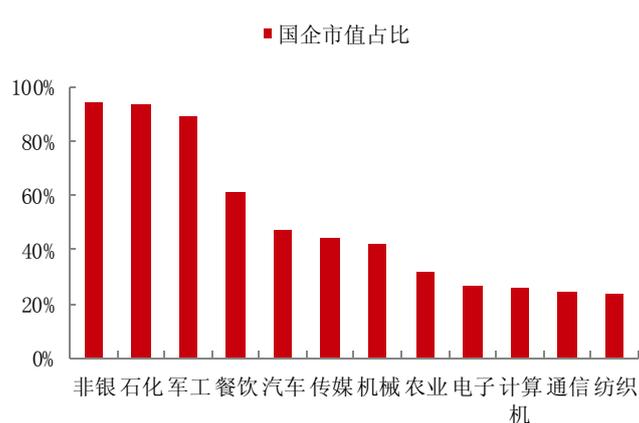
与其他行业相比，通信国改概念股涨幅小。从前期涨幅情况来看，2014 年 7 月 15 日，国资委深化改革领导小组办公室主任彭华岗表示，6 家央企入选首批国资“四项改革”试点。国企改革概念开始逐渐成为市场焦点。自 2014 年 7 月至 2015 年 8 月，国企改革概念龙头构成的国改指数累计涨幅超过 200%，电力、建材等板块涨幅居前，而通信行业相关国企改革概念股涨幅相对滞后，累计涨幅仅为 85%，此轮行情将存在较大上升空间。

图 4： 不同行业国企数量占比



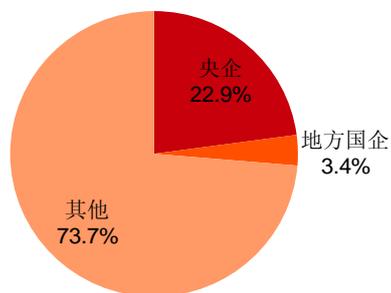
资料来源：WIND、华泰证券研究所

图 5： 不同行业国企市值占比



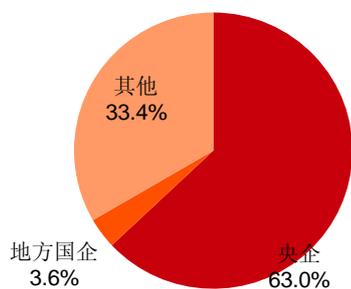
资料来源：WIND、华泰证券研究所

图 6: 通信行业国企市值占比



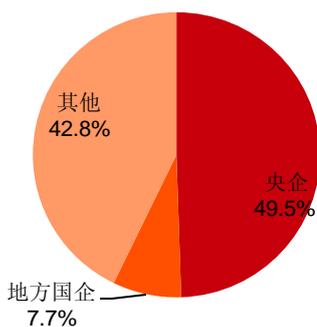
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 7: 通信行业国企总资产占比



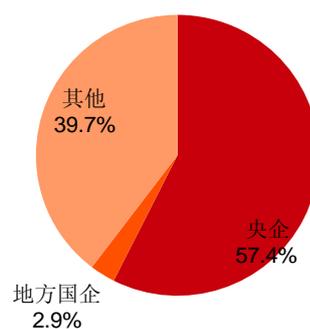
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 8: 通信行业国企营收占比



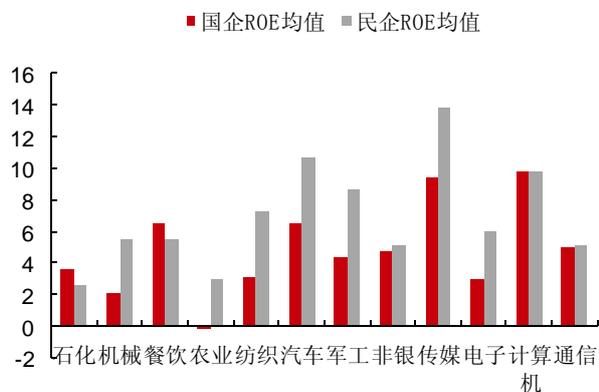
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 9: 通信行业国企净利润占比



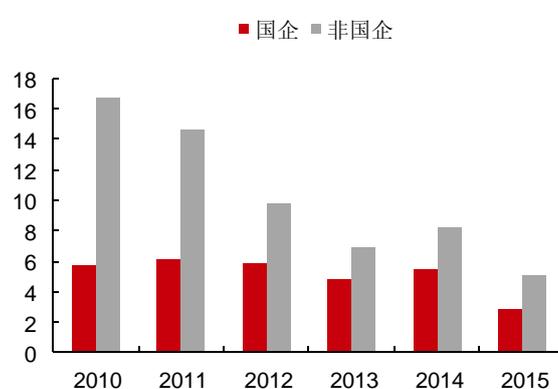
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 10: 不同行业国企民企 ROE 对比



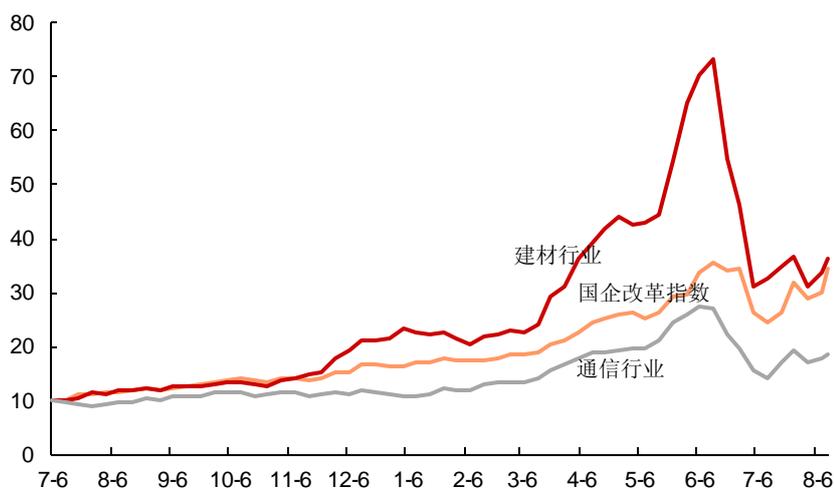
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 11: 2010-2015 通信行业国企民企净利率对比



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 12: 国企改革相关概念行业个股走势



资料来源: 工信部、运营商公开资料、华泰证券研究所

2.4 通信国改或成下一个风口

首先, 通信属智力密集型行业, 国企亟需提升核心竞争力。随着工业 4.0 的兴起, 发达国家正试图依靠创新、升级换代在工业化占领新一轮产业制高点。国企在创新方面与发达市场差距甚大, 需通过新一轮国企改革, 进一步释放市场活力, 推动技术能力升级。

其次, 从行业特征来看, 通信设备商市场国企小而分散, 市场化程度较高, 改革难度较低, 有望率先受益于改革进程。传统运营商市场趋于饱和, OTT 厂商的冲击倒逼传统运营商加快改革步伐。从历史经验上来看, 简单的合并重组并不能从根本上提升运营商的效率, 只有民资的引入才能从根本上改变企业属性, 提升国有资产的活力。

从政府对于电信行业整合的态度方面, 2012 年至今, 国务院及工信部频频发文, 指出电信行业改革的重点与方向, 移动转售业务、国家铁塔公司、混合所有制, 是关键性的改革措施。政策频频释放改革预期, 显示出高层对于电信行业改革的决心。

通信新政频出, 力度不断加强

早在 2010 年, 国务院颁布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》, 鼓励民间资本以参股方式进入基础电信运营市场, 支持民间资本开展增值电信业务。2012 年 6 月, 工信部发布《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》, 其中主要包括: 启动移动转售业务试点; 重新受理 IDC、ISP 申请; 推进民资进入宽带接入网试点。截至 2014 年底, 已有 42 家企业获得了虚拟运营商的牌照。2015 年 1-5 月, 中国移动转售用户数净增超过 440 万户, 占全行业总净增用户数的 41%。虽然增速并不及预期, 但虚拟运营商的引入对于促进市场良性竞争, 对于改变行业垄断格局具有极其重要的作用。2014 年底, 工信部进一步将民资引入宽带市场, 发布《关于向民间资本开放宽带接入市场的通告》, 首批开放试点城市 16 个。截至 2014 年底, 全国 2 亿宽带接入用户中民资企业仅占 3000 多万, 市场份额不足 10%, 民资宽带市场还存在巨大发展空间。

2014 年 7 月, 三大运营商出资成立铁塔公司, 以减少行业内铁塔以及相关基础设施的重复建设, 提高行业投资效率为初衷。铁塔公司成立后, 三大运营商每关闭 1 万个重复建设的基站, 可减少支出 200 亿元。这些建设成本减少, 将可能使用户享受到未来更低的电信资费。此外, 铁塔公司成立后将实现联合组网, 通信质量也会得到优化。2015 年 7 月, 中国移动率先发布高管降薪方案, 将薪酬与绩效挂钩, 对国有企业管理效率的提升起到了重要作用。

表格4: 2014年通信行业改革大事

时间	事件
2014.3	工信部开展移动通信转售业务试点, 初步向 42 家民企发放试点批文
2014.4	推动上海自贸区增值电信业务 7 项对外资开放, 其中 5 项放开国有股权比例限制
2014.5	放开所有电信业务资费: 实行市场调节价, 电信企业自主制定具体资费结构、资费标准和计费方式
2014.7	成立铁塔公司, 三大运营商共同出资
2014.11	取消电信企业国有股权比例要求, 降低民营企业注册资本金限制
2014.12	开放民资进入宽带接入市场

资料来源: 华泰证券研究所

2.5 四大问题制约发展, 但也是投资突破口

通信国企多隶属于五大集团。通信行业 14 家国资背景上市公司, 其中 11 家为央企, 3 家为地方国有企业。11 家央企中 9 家来自于电子信息领域五大集团体系 (CETC, CEC, 烽火科技, 普天信息, 大唐电信集团, 五大集团体系情况介绍详见附录)。因此, 我们认为对于行业内国企的研究应首先了解五大集团组织结构、业务范围及目前所存在的典型问题。

表格5: 通信行业国资背景上市公司一览

名称	所属行业	公司属性	实际控制人名称	第一大股东	市值 (亿元)	PE	ROE
东信和平	通信--通信设备制造--通信终端及配件	中央国有企业	中国普天信息产业集团公司	普天东方通信集团有限公司	60.44	103.22	7.58
科大讯飞	通信--增值服务II--增值服务III	中央国有企业	中科大资产经营有限责任公司;胡宏伟	中国移动通信有限公司	475.36	110.93	10.24
光迅科技	通信--通信设备制造--网络接配及塔设	中央国有企业	武汉邮电科学研究院	武汉烽火科技集团有限公司	93.40	61.12	6.06
杰赛科技	通信--通信设备制造--网络覆盖优化与运维	中央国有企业	中国电子科技集团公司	广州通信研究所(中国电子科技集团公司第七研究所)	194.18	212.77	8.06
中国联通	通信--电信运营II--电信运营III	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会	中国联合网络通信集团有限公司	1562.19	39.72	5.15
大唐电信	通信--通信设备制造--系统设备	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会	电信科学技术研究院	255.81	1821.29	5.38
长江通信	通信--通信设备制造--网络接配及塔设	中央国有企业	武汉邮电科学研究院	武汉烽火科技集团有限公司	35.80	74.07	3.72
烽火通信	通信--通信设备制造--通信终端及配件	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会	武汉烽火科技集团有限公司	264.87	48.11	8.71
上海	通信--通信设备	中央国有企业	国务院国有资产监督	中国普天信息产业股份有	75.27	(6087.42)	0.67

普天	制造--系统设备	企业	管理委员会	有限公司			
中电	通信--通信设备	中央国有	国务院国有资产监督	中国电子信息产业集团有	78.94	491.04	0.86
广通	制造--系统设备	企业	管理委员会	有限公司			
东方	通信--通信设备	中央国有	国务院国有资产监督	普天东方通信集团有限公	143.47	87.42	6.26
通信	制造--其他	企业	管理委员会	司			
特发	通信--通信设备	地方国有	深圳市国有资产监督	深圳市特发集团有限公司	69.59	116.37	5.20
信息	制造--线缆	企业	管理委员会				
星网	通信--通信设备	地方国有	福建省人民政府国有	福建省电子信息(集团)有	127.12	57.30	11.27
锐捷	制造--通信终端	企业	资产监督管理委员会	限责任公司			
	及配件						
南京	通信--通信设备	地方国有	国务院国有资产监督	熊猫电子集团有限公司	144.53	112.88	4.82
熊猫	制造--系统设备	企业	管理委员会				

资料来源：华泰证券研究所

通过附录的详细分析，我们主要得出以下结论：

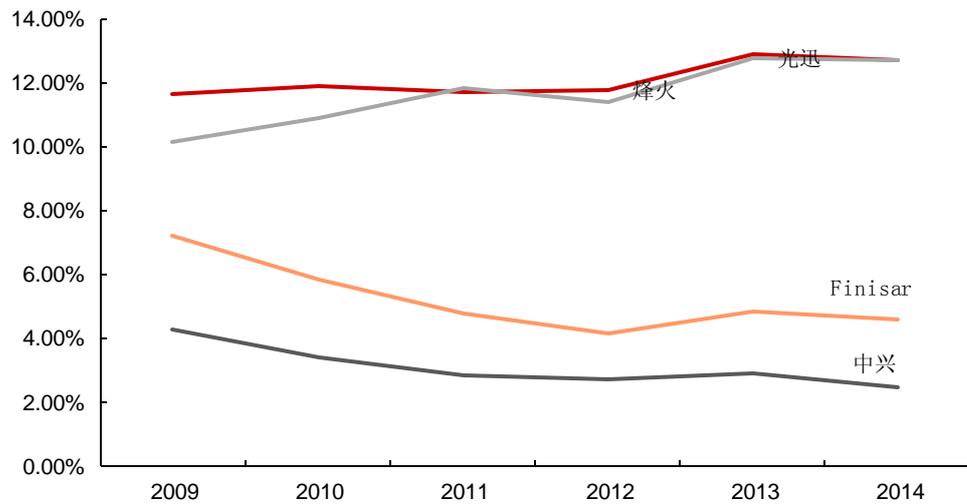
集团资源丰富，存在资产整合预期。五大集团下多拥有丰富的优质资源，他们或全领域覆盖产业内核心板块，或为某一子领域的行业龙头，集团旗下拥有丰富的非上市优质资源，包括集团全资或参股子公司及研究资源，可为集团旗下上市公司进行资产注入或进一步实现整体上市。其中，中国电子科技集团拥有业内顶尖的 58 家研究所，旗下 7 家上市公司均由全资子公司或实力雄厚的研究所控股，科研实力行业顶尖。因此，对于此类以优质央企集团为背景的上市公司，主要考虑集团的资产注入或整体上市预期。

组织结构不够清晰，资源存在浪费。成立于上世纪 40 年代的中国普天集团是计划经济时代的产物，由于历史问题，集团内部资源相对分散，旗下上百家子公司均拥有独立的二级法人结构。各子公司各自为战，出现了产品结构高度同质化、相互压价恶性竞争的不良现象。集团对旗下子公司的控制力有资源协调能力相对较弱，不仅使得集团资源无法得到合理利用，进一步影响集团管理效率。对于此类集团上市公司，母公司主体对集团结构的改革决心与诉求以及改革为公司带来的效率提升空间为主要关注点。

子公司业务交叠，集团产业结构有待梳理。央企大集团平台下均拥有多家子公司，内部业务范围难免有所交集，因此，对于集团旗下子公司业务板块的梳理与整合是此类集团改革的重点。中国电子信息产业集团作为行业内营收规模最大的央企平台，中国电子对于集团内部产业结构的梳理已有较为清晰的规划，总基调是将集团旗下的二级企业都成为业内具有竞争力的专业子集团，专业子集团实现整体上市；将集成电路、信息安全产业作为整合重点，实现产业链垂直整合，发挥集团不同公司协同效应。大唐系、烽火系也存在着较强烈的整合预期。

内部效率普遍低于同类民企。内部效率低下是央企最为普遍与典型的问题。以烽火系旗下的烽火通信与光迅科技为例，企业管理费用率远高于国外竞争对手 Finisar 及国内行业龙头中兴通讯。在毛利率相近的前提下，过高的管理费用使得公司净利水平相较于 Finisar、中兴等竞争对手偏低。集团旗下虽拥大量优质资产但内部效率的低下制约了企业的发展。因此，对于此类公司，集团内部治理体制的改革是关注的焦点。

图 13: 国内外设备商管理费用率



资料来源: 工信部、运营商公开资料、华泰证券研究所

三、推荐关注四个方面的投资机会

根据上述几大集团情况, 我们看到行业国资背景上市公司存在的主要问题集中在业务领域、集团资产及股权结构以及公司内部经营治理, 而根据目前政策中提出及已经用到的改革方式, 我们针对行业内的主要问题提出以下改革措施(由宏观到微观), 这些措施也是投资通信国企改革的方向: 1) 引入民资、战略投资者或外延式并购重组; 2) 集团优质资产注入和整体上市; 3) 借壳上市; 4) 公司治理改革。

3.1 引入民资、战略投资者或外延式并购重组

3.1.1 成功案例: 云天化、星网锐捷、特发信息

云天化: 引入战投 成功拓展业务空间

云天化为国内重要的化肥企业, 2013 年实现整体上市, 主营业务变为化肥、有机化工、新材料、磷矿采选等四大业务板块。2014 年, 公司以 8.24 元/股向实际控制人以化上海定增 1.99 亿股引入战略投资者以色列化工公司并与其合资建立覆盖磷产业上下游的合资企业, 在磷产业形成全面的战略合作伙伴关系。公司子公司磷化集团和以化上海拟共同经营合资公司, 双方各持有其 50% 股权; 另外, 公司和以化上海将在昆明共同设立研发中心, 在磷化工行业产品开发等方面开展合作。重组完成后, 合资公司业务将覆盖磷产业从资源至产品的上下游完整产业链。

星网锐捷: 积极并购, 加速市场外延扩张

公司于去年 11 月与今年初先后收购四创软件与德明通信 60% 与 65% 的股权, 此次收购后四创软件 40% 的股权仍为自然人持有, 公司成功引入民资的同时实现了业务范围的快速扩张, 堪称行业国企改革的先锋。四创软件是在市场具有领先地位的防灾减灾信息与应用服务提供商, 星网将凭借四创软件成熟的产品打开企业网差异化服务的市场, 并表后将带来公司新的利润增长点。德明通信专注于无线数据接入终端产品和解决方案。公司将借助于德明通讯在 4G LTE 市场的领先优势与客户资源快速切入高速成长的 4G 应用产业链, 拓展在移动互

联网市场的竞争力。

特发信息：并购成功转型 延伸产业链突破发展瓶颈

特发信息收购成都傅里叶，成功切入军用市场，打开更大市场空间。收购深圳东至使公司从传统光纤光缆制造企业向传输、终端一体化企业转型，通过并购延伸产业链布局，提升产品竞争力。

3.1.2 投资逻辑：目标产业扩张与效率提升，关注带入基因协同性

从政策方向上看，国资背景企业期待引入国外具有丰富投资经验或整合经验的战略投资者，改变企业原有运营模式，提供先进管理经验，提高运营效率，甚至能够在业务上给公司带来协同性。在混合所有制的过程中，建议关注母体的改革诉求和决心，战略投资者的基因带入和协同效应，股权激励落地效果。

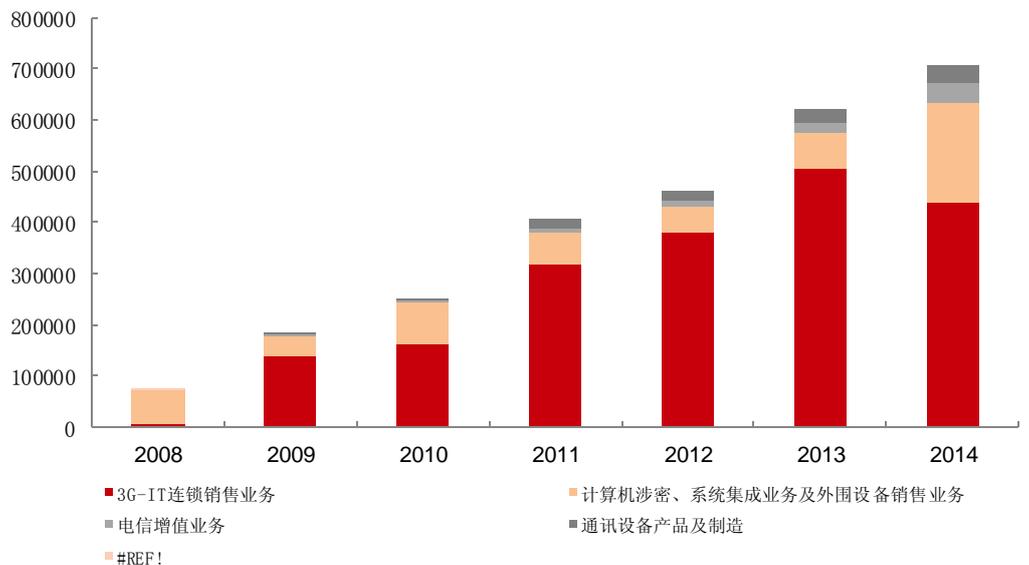
在标的选择方面，主要考虑以下投资逻辑：1) 延伸产业链或多元化发展为目的：公司为行业龙头具备较强扩张能力但业务范围较为集中，管理层具有较强的多元化发展或扩张意愿。2) 提升经营管理效率：大股东对公司影响显著，公司经营管理效率有待提升。

3.1.3 建议关注：高鸿股份、光迅科技、中国联通

高鸿股份

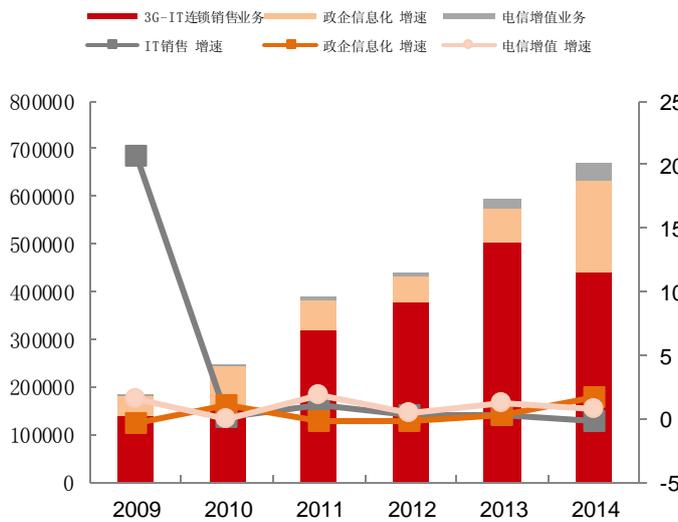
主动谋求转型，未来存在进一步并购预期。公司传统 IT 销售、政企信息化、信息服务三大主营业务发展稳定，近年来增速趋缓。公司积极谋求转型，2013 年成功收购高阳捷迅，涉足移动充值平台业务，新业务已成为公司利润有力增长点。收购高阳捷迅使得公司业务从电商向互联网数字服务转型，为未来互联网+布局做好准备。

图 14： 高鸿股份主营业务



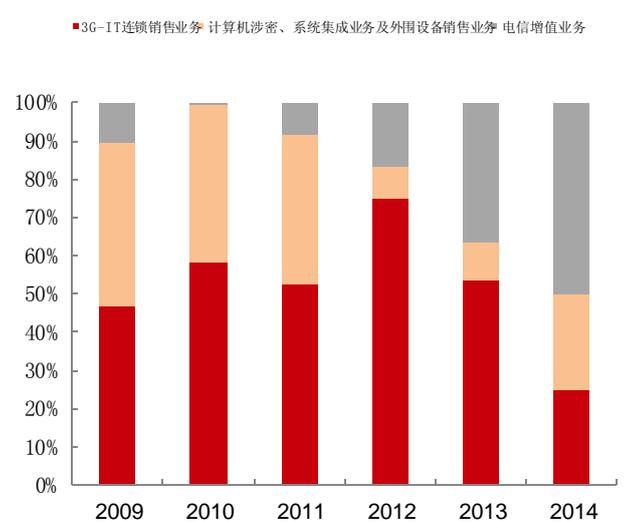
资料来源：工信部、运营商公开资料、华泰证券研究所

图 15: 高鸿股份营收贡献占比



资料来源: WIND、华泰证券研究所

图 16: 高鸿股份利润贡献占比



资料来源: WIND、华泰证券研究所

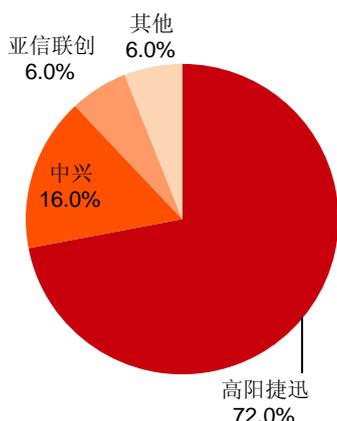
平台渠道资源为重要优势，期待互联网+转型。 对高阳捷迅的收购显示了公司转型的动机，相比于在线充值业务给公司带来的利润贡献，高阳捷迅的平台和渠道资源将为公司未来的互联网+转型带来更大价值。公司与包括淘宝、京东、易迅、微信钱包在内的多家大型电商和软件 APP 进行合作，这类电商和软件 APP 拥有大量活跃用户；此外，公司是电信、联通的核心合作伙伴，并于去年与移动建立了合作关系，我们认为与三大运营商良好的合作关系将为公司未来互联网+转型提供重要的渠道与数据资源。另外，国内支付行业正处于发展初级阶段，支付企业的服务不可再简单停留于为客户提供初级的网关支付等应用服务，而应拓展增值化服务，其中行业的拓展和深度应用就是典型的方式。

图 17: 高阳捷迅合作伙伴



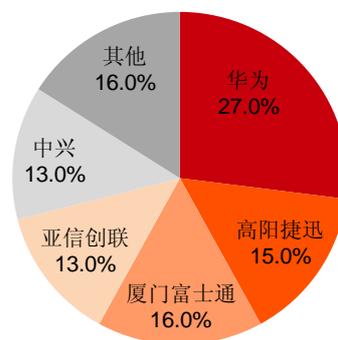
资料来源: 华泰证券研究所

图 18: 中国联通充值系统供应商分布



资料来源: 高阳捷迅、华泰证券研究所

图 19: 中国电信充值系统供应商分布



资料来源: 高阳捷迅、华泰证券研究所

股权激励落地拉开混改序幕, 改革进程有望加速。作为电信科学技术研究院旗下的上市公司, 高鸿股份的改革态度十分积极。2014 年, 公司率先推出股权激励计划, 包括董监高在内的公司核心领导层及高级技术人员参与计划, 不仅极大调动员工的积极性, 还显示了高管层面对于公司长期发展的信心。

年初公司进一步表示混合所有制改革仍在进行过程中, 公司混合所有制改革试点包括完善公司治理, 优化控股股东管控模式, 积极推进股权激励计划及各层次员工持股形成资本所有者和劳动者利益共同体、市场化选聘管理层等多个方面, 可见股权激励只是公司改革进程的起点。公司有望在未来将目前的股权激励继续进行下去, 并在未来实施更多的、持续性的改革计划。

表格6: 高鸿股份股权激励授予对象名单

姓名	职务	人数	计划授予股数	占总股本比例
付景林	董事长兼总经理	1	6.5	0.01%
侯玉成	副总经理	1	6	0.01%
王芊	副总经理兼董事会秘书	1	6	0.01%
刘雪峰	副总经理	1	6	0.01%
赵德胜	副总经理兼总工程师	1	6	0.01%
张新中	副总经理	1	6	0.01%
丁明峰	财务负责人	1	6	0.01%
其他	管理人员	36	162.5	0.28%
	技术研发人员	52	207.5	0.36%
	市场及业务人员	49	312.5	0.54%
		144	725	1.24%

资料来源: 华泰证券研究所

表格7: 行业国企股权激励计划

股票简称	计划公布日期	激励参与情况	占总股本比例	行权价	1年内相对涨幅	1年内最大相对涨幅
------	--------	--------	--------	-----	---------	-----------

东信和平	2013/9/5	向 87 名高管上市公司定向发行股票	1.88%	7	41%	59%
光迅科技	2010/12/9	向公司董事、高级管理人员以及核心管理、业务及技术骨干等 234 人定向发行股票	0.97%	19.52	7%	1%
	2010/12/9	对 72 名高管授予期权, 行权股票来源为上市公司定向发行股票		初始行权价格 43.65 调整后 42.43		
烽火通信	2009/2/14	向 720 名高管及技术骨干定向发行股票	0.58%	7.15	71%	89%
	2009/2/14	向 140 名高管授予期权, 行权股票来源为上市公司定向发行股票		初始行权价格 17.46 调整后 8.19		
东方通信	2012/12/14	向 97 名高管授予期权, 行权股票来源为上市公司定向发行股票	1%	初始行权价格 3.95 调整后 3.81	41%	59%
长江通信	2011/3/10	对 50 名高管授予期权	1.2%	16.1	9%	15%

资料来源: 华泰证券研究所

光迅科技

行业龙头通过并购成功实现产业链扩张与横向整合。公司为国内光器件行业龙头, 市场份额稳居国内第一, 2013 年已达全球第六。背靠武汉邮科院, 拥有国内一流的研发能力。目前公司 6G/10G 中低速芯片市占率已超过 50%, 处于领导地位。公司积极布局高速光芯片市场, 40G/100G 高速光芯片已有小批量出货。2013 年公司成功收购武汉电信器件有限公司, 将公司业务从无源拓展到有源, 实现市场横向扩张, 同时积极布局光芯片市场, 已具备从芯片到模块的垂直整合能力, 去年完成对丹麦高端光芯片厂商 IPX 公司的收购, 其核心技术将为光迅科技在发展 100Gb/s、400Gb/s 高端器件产品提供重要助推, 扩大公司可进入市场并巩固公司市场地位。光迅科技已形成“芯片-器件-模块-子系统”的垂直产业链结构, 无论从技术、产品还是规模实力上在全球的排名都将得到进一步提升。通过最近的两次收购可看出管理层对于产业链扩张的规划与意愿, 公司有望复制 Finisar 的成功模式通过并购进一步拓展海外市场, 提高核心技术研发实力。

高速芯片 IDC 市场是未来发展方向。光子芯片是光模块的心脏, 也是整个光通信系统的核心。光子芯片的开发实力, 代表着一个企业的光通信技术水平。目前国内大部分光通信厂商还停留在 10G 低速光模块的水平上, 缺乏 100G 高速光模块的核心技术。高速光模块代表着未来光通信技术发展的方向, 拥有巨大市场空间。公司近年来集中精力在高速光芯片的研发, 有望通过并购国外成熟芯片厂商进一步快速提升芯片研发实力, 尽快实现规模化供应。另外, “互联网+”和大数据风潮带动了对数据中心和网络建设的投入, 非传统运营商市场存在巨大市场空间, 光迅率先在 IDC 市场发力, 将目标定位于全球数据类产品供应商前三位置, 期望数据产品线到 2020 年实现 15 亿人民币以上的年销售额。预期有望通过引入战略投资者或外延并购的方式增加 IDC 市场投入分享市场爆发所带来的红利。

中国联通

政策支持使得运营商具有强烈改革预期。政府层面对于电信行业的改革十分重视，自 2012 至 2014 年，工信部先后发文，鼓励民营资本进入电信行业和宽带市场，拉开了电信行业混合所有制改革的序幕。打破电信业垄断一直是电信业改革的长期目标，相比之下，运营商市场更加需要民营资本的介入。最新数据显示，国内共有 26 家虚拟运营商正式放号开展业务，发展用户总数超过 820 万。更为重要的是，7 月 18 日由三大运营商合资设立的铁塔公司，在制度设计上为民资进入预留接口，此举是三大运营商混合所有制改革的重要尝试，其经验可能会成为未来运营商各项改革的重要参考。

简单拆分组合无法改变低效率根本，中国联通期待混改方案。电信改革是潮流，电信运营商的改革史充满了大大小小的兼并与重组。纵观中国电信史上几次大规模重组，我们看到无论是 1999 年的邮电总局的分拆还是 2009 年的三大运营商重组，均没有从根本上改变电信运营商寡头垄断、资源浪费的格局。面对传统电信运营愈发饱和的市场空间，当竞争格局由增量市场逐渐向存量市场和细分市场转变时，如何在市场形成新的公平竞争与良性循环将成为运营商改革最为重要的话题。我们认为，只有引入民营资本，才能从根本上提升国有体制的竞争性，改变低效率的根基。对于中国联通，我们不看好简单拆分重组，重点关注公司混合所有制改革预期。

数据资源具有重要价值 IDC 爆发有望重塑运营商格局。首先，IDC 市场拥有巨大商机。根据最新的研究数据显示，国内 2014 年 IDC 市场规模达到了 372.2 亿元人民币，同比增速达到 41.8%，远高于全球市场 15.3% 的增速。互联网企业的发展使其对数据中心资源需求旺盛；与此同时云服务业务量的快速增长也产生了大量的 IDC 机房和带宽需求。其次，电信运营商在 IDC 市场上具有巨大的优势：电信运营商拥有海量、全面的用户数据资源，相比之下，中国联通在固网资源方面具有独特的优势，而固网数据在类型上更为丰富；另外联通在 IDC 机房建设与数据分析能力上具有先发优势，具有优秀的数据汇集与处理能力。长远来看，联通有望在 IDC 市场发力，遏制移动一家独大的发展势头。

联通在转型与引入民资方面领先市场。今年 2 月，中国联通与西班牙电信合资成立大数据公司，将在中国市场开展基于位置的大数据业务（如精准营销）。并有望与澳大利亚电讯成立一家车联网及相关大数据服务公司。在大数据运营方面联通先发制人，走在国内运营商前列。而在民营资本的引入方面，自牌照发放以来，联通以其优质的 3G 网络资源与灵活开放的模式吸引了大量民营资本，80% 以上的虚拟运营商选择与联通合作。综上所述，联通的混改意愿与动作极大领先于行业内其他两家竞争对手，虽然与电信的合并传言未能验证，但预期公司仍将通过股权激励、引入民资、战投等方式进一步加快改革进程。

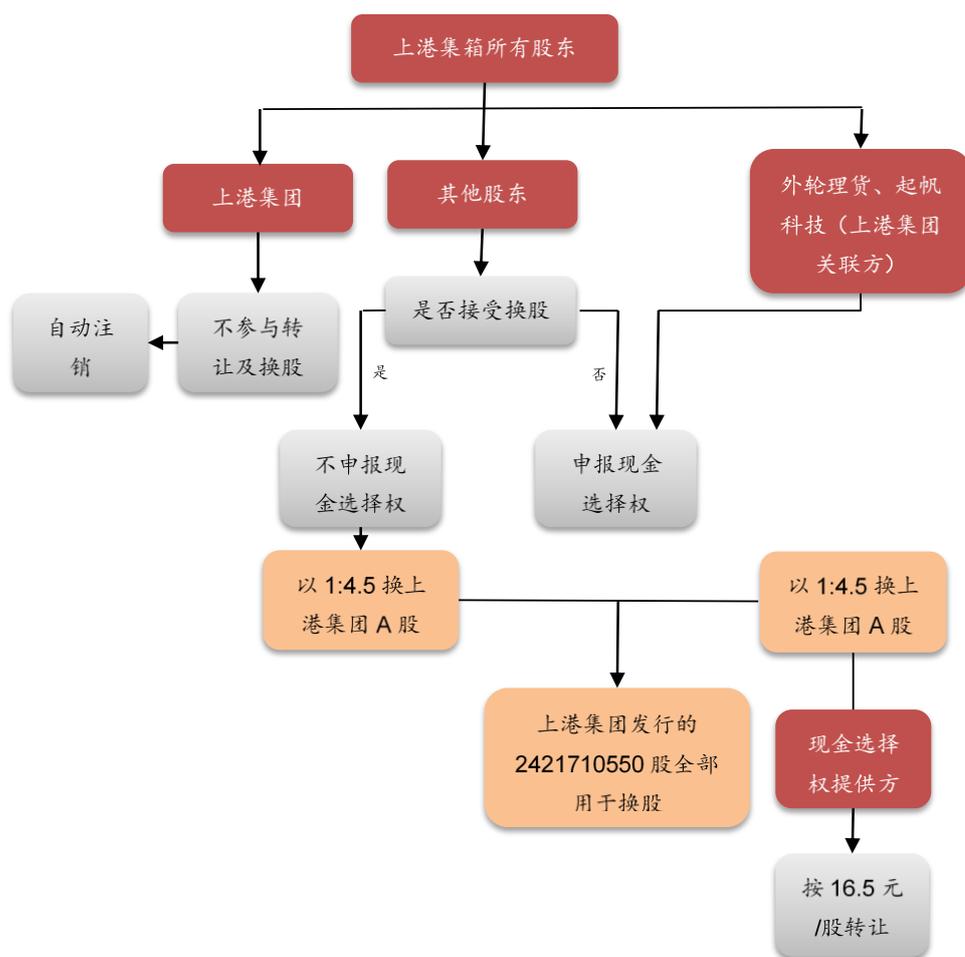
3.2 集团优质资产注入或整体上市

3.2.1 成功案例：上港集团、中国船舶

上港集团：整体上市做大做强融资平台

2006 年，上港集团通过发行股票换股的方式吸收合并旗下上市子公司上港集箱的股票，实现集团整体上市。上港集团将发行的股份作为合并对价，换取上港集箱除上港集团所持股份外、未行使现金选择权的股份及第三方因现金选择权行使而持有的全部股份。吸收合并完成后，原上港集箱的全部资产负债和权益由存续公司承担，上港集箱注销法人资格。

图 20: 上港集团整体上市方案



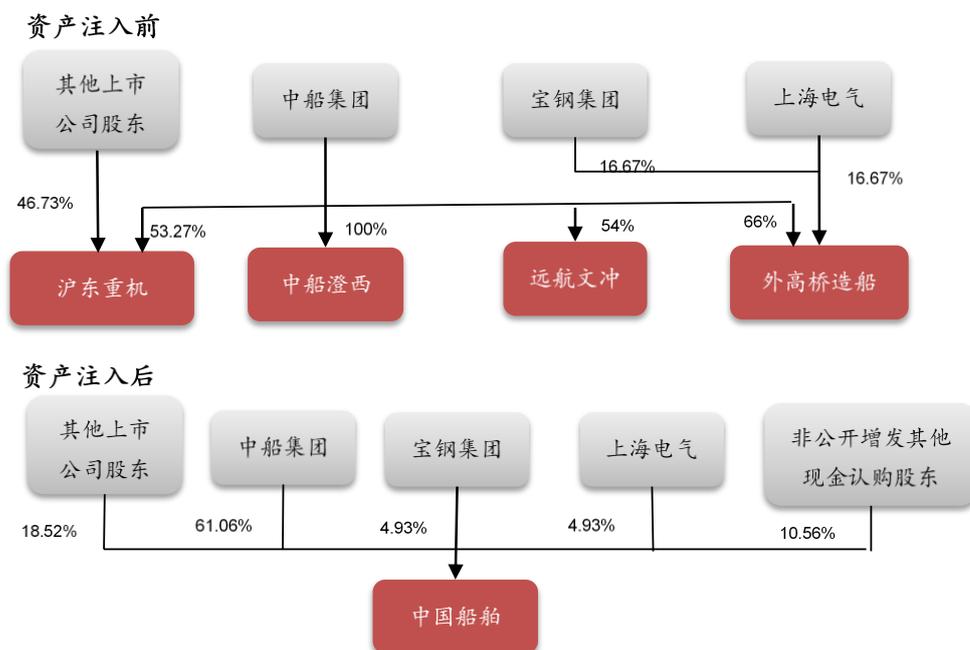
资料来源：公开信息，华泰证券研究所

整体上市的上港集团，不仅将集团的融资平台做大做强，更有效的解决了和原子公司上港集箱之间的同业竞争问题。2008 年上港集团成功发行 24.5 亿元认股权和债券可分离交易的可转债，融资能力得到显著提升。在整体上市后，母公司上港集团每股净资产略有下降，但每股收益大幅增加，换股吸收进入存续公司的资产质量优异，经营业绩良好，有具有看好的盈利前景。

中国船舶：母公司优质资产注入

中国船舶集团为中央直接管理的大型央企，旗下聚集了一批国内最具实力的骨干造修船企业、研究设计所、船舶配套企业及外贸公司。2007 年，中国船舶向控股股东中船集团等特定对象通过非公开发行股票的方式收购外高桥、澄西船舶、远航文冲的股权，定增完成后这三家成为中国船舶的全资子公司，母公司中船集团通过资产注入向上市公司输送优质资产，使上市公司实现核心民品造船、修船、核心配套三大业务的整合，新的上市公司形成了完整的产业链，具备国际竞争实力。

图 21: 中国船舶公司架构



资料来源：公开信息，华泰证券研究所

3.2.2 投资逻辑：关注小公司大平台

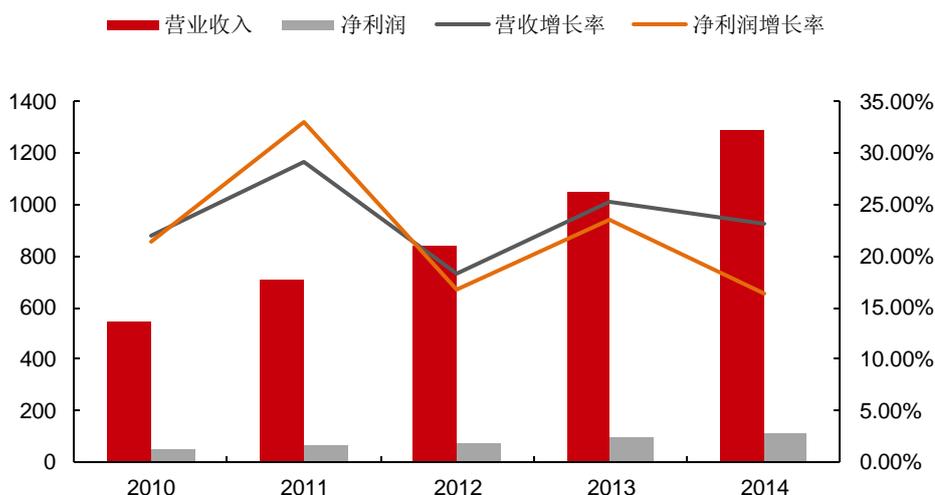
通过以上两个案例分析，我们认为在对上市公司进行优质资产注入时应优先选择小公司大集团模式的标的，要求上市公司体量较小但其母公司拥有丰富优质资产，优质资产的注入可为上市公司带来协同效应，为上市公司带来成长空间，并进一步梳理集团内部资产结构，提高资产证券化比率。依次逻辑，我们选择上述提到的中国电子科技集团平台下相关标的进行重点关注。

3.2.3 建议关注：杰赛科技

杰赛科技

母公司平台大而优，资产证券化仍存在较大空间。公司背靠中国电子科技集团，后者为国内最具竞争力的军工信息产业集团，中央直接管理的十大军工集团之一。2014年，母公司中国电子科技集团总资产规模达到1876亿元，营业收入与净利润增速分别达到23.15%和16.42%，高于军工信息化行业平均增速水平。集团旗下拥有大量国内顶尖的科研院所，集团旗下上市公司均由实力强劲的科研院控股，最大限度实现研究成果市场化与集团资产证券化。目前，通过资产证券化实现军工企业并购整合是世界强国的普遍做法。在美国防务新闻网公布的2015年全球最大的100家军工企业中，80%为上市公司，资产证券化率大都在70%~80%的水平。而根据中国电科2014年数据，目前集团资产证券化率仅为20%，远低于发达国家资产证券化率水平及国资委先前设定的2015年央企资产证券化比率为80%的目标，集团还存在资产证券化空间。

图 22: 中国电子科技集团公司近五年营收状况



资料来源: CETC 年报、华泰证券研究所

表格8: CETC 旗下优秀研究所资源

研究所	地点	名称	主要领域
中国电子科技集团公司 电子科学研究院	北京	电子科学研究院	电子信息技术发展战略研究和大型信息系统顶层设计
第 7 研究所	广州	广州通信研究所	移动通信系统与设备
第 14 研究所	南京	南京电子技术研究所	集团旗下规模最大, 国内顶尖的雷达整机所, 涉及微波、通信、计算机信息系统等数十个技术领域
第 29 研究所	成都	西南电子设备研究所	主要从事电子战技术研究、装备型号研制和生产, 以电子对抗、干扰机闻名
第 38 研究所	合肥	华东电子工程研究所	雷达整机所, 主要涉及领域为集成电路与雷达, 规模效益属集团前列
第 52 研究所	杭州	杭州计算机外部设备研究所	主要涉及数字音视频和存储记录技术

资料来源: 华泰证券研究所

母公司整合意愿强烈, 公司有望成为集团下通信大平台。集团旗下 56 个成员单位, 其中不乏行业龙头与先驱, 但如何让这些高手形成合力, 是集团整合的关键。为此, 集团高层提出了子集团的整合概念, 56 个成员单位未来会进一步整合成若干个子集团, 但整合将以专业划分, 而非成员单位为基础。在整合研究所资源的基础上, 借助上市公司平台, 实现子集团的整体上市。在这个过程中, 集团的体制机制都势必会做出重大改革。目前集团已形成安全电子、能源电子、软件与信息服务、电子制造装备与仪器仪表、新型元器件等五大产业板块, 并陆续整合形成装备子集团, 声光电子集团及安全电子产业子集团。根据集团提出的“两步走”战略: 到 2015 年, 巩固提升军工电子国家队和电子信息产业主力军的地位, 实现“二次腾飞”; 成员单位和二级、三级公司普遍建立起现代科研院所制度和现代企业制度, 主体资源整合上市。我们预期今年集团将会有大幅度整合动作。

杰赛科技有望成为集团旗下大通信板块的资源整合平台。从集团业务地域分布上我们可以看到, 杰赛科技是集团在华南地区唯一一家上市公司平台。广东地区在电子信息领域的渠道与

资源优势将促使集团加大对华南地域业务的重视。2013年，广东省政府与中国电子科技集团有限公司在广州签署战略合作框架协议，双方将以产学研协同创新和产业转型升级为突破口，优先在LED、通信与导航、汽车电子、云计算、物联网、数字家庭、智慧城市等领域开展战略合作，杰赛有望成为二者合作的突破口。另外，从业务范围上来看，杰赛科技主要为运营商、政府机关及企业提供信息网络相关解决方案，与集团信息服务产业板块的定位十分吻合。因此，我们认为杰赛有望成为子集团旗下通信信息领域的资源整合平台。

图 23: CETC 旗下上市平台及子集团结构



资料来源：公开信息、华泰证券研究所

图 24: 杰赛科技为 CETC 华南地区唯一上市平台



资料来源：公开信息、华泰证券研究所

轻资产平台，有望获得研究所优质资源注入。公司市值小、资产较轻，资产整合后价值提升空间大。目前，通过披露的公开资料，电子装备子集团、声光电子集团、安全电子产业子集团

团、信息服务子集团是均已成为集团下属于集团。各子集团均通过整合集团旗下研究领域相近的研究所实现板块划分。通过研究我们发现，集团旗下 7 所、30 所、36 所、54 所研究领域相似度较高，均涉及通信网络与服务，产品与业务具有极大协同性，预期未来整合形成大通信平台的可能性高。其中 7 所为移动通信的专业研究所，是电子行业移动通信总体研究单位；36 所主要为特种通信研究与设备制造；54 所为国内电信研究所的先驱，主要从事雷达通信、航天电子信息系统等前沿领域的技术研发，获得国家授权专利 338 项，拥有雄厚的技术实力。而 36、54 所旗下尚无上市公司平台，集团有望将优质资产注入杰赛科技，打造集团通信产业大平台。

3.3 借壳上市

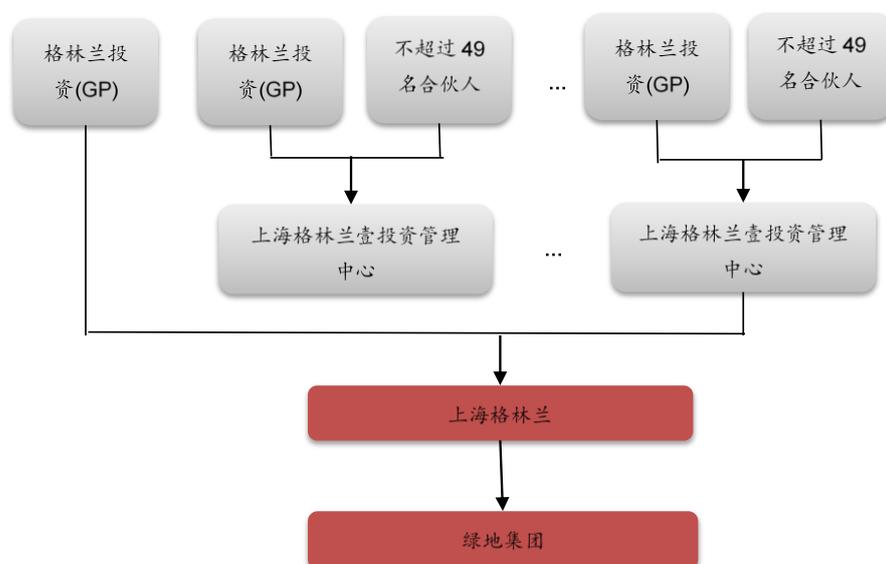
3.3.1 成功案例：绿地集团

绿地集团：资产置换借壳上市引入混合所有制

金丰投资通过资产置换和发行股份购买资产方式进行重组，注入资产为绿地集团 100% 股权，预估值达 655 亿，这也是当时 A 股史上最大规模借壳纪录，新公司总市值将直逼房企龙头万科。

重组之前，上海国资委通过上海地产(集团)、上海城投总公司、中星集团掌控绿地集团 48.45% 的股权。重组完成后，上海国资委系统旗下上海地产集团、上海城投总公司、上海格林兰持股比例较为接近且均不超过 30%，没有任何一个股东能够单独对上市公司形成控制关系，但从持股比例来看，上海国资委仍然掌控 46.25% 的股权，国有资产依旧处于主导地位，但控制地位已有所淡化。关键变化在于由绿地集团管理层 43 人同时注册成立了格林兰投资，作为上海格林兰的执行事务合伙人，扮演普通合伙人角色，承担管理决策职能。公司在成功完成借壳上市的同时为国有资本为主体的体系内注入了市场活力，重组既保证了国有资本的主导地位，又使国有体制与市场机制充分结合，顺应了国企改革的方向。

图 25： 绿地集团借壳上市方案



资料来源：公开信息、华泰证券研究所

3.3.2 投资逻辑：寻找缺乏成长动力，定位边缘化小市值壳资源

通过对之前成功案例的分析我们认为，在借壳平台的选择上应遵循：1) 主营业务较差或成长动力不足；2) 体量较小，轻资产；3) 集团定位边缘化，据此标准选择以下标的进行重点关注。

3.3.3 建议关注：中电广通、长江通信

中电广通

主营产品毛利率下滑 积极谋求业务转型。中国电子信息产业集团下一级子公司，2014年，公司两大主营业务计算机系统集成与分销、集成电路分别遭遇毛利率下滑，加之大客户 IBM 需求量大幅下降，导致公司业绩下滑，公司业务转型需求迫切。另外，公司与集团下上海贝岭、长城电脑等公司存在一定业务重叠，而在集团定位方面，上海贝岭将作为集团 IC 板块的核心平台，为下一步集团整合的重点；长城系内资本运作频频，整合意向明显。中电广通地位愈发边缘化，公司转型意图明显。

借壳转型经历失败 仍将坚持寻找机会。2014年，公司有意让壳于集团旗下 IC 板块优质标的华大智宝，但由于业绩对赌存在分歧导致此次借壳被迫搁浅。可见公司管理层存在让壳意愿，并表示今后将继续捕捉相应机会进行资本运作，公司存在较强被借壳预期。

长江通信

主营业务缺乏竞争力，与长飞同业竞争有待解决。作为持股长飞光纤 25% 的股东，后者一直是长江通信的主要利润来源。根据公司 2014 年报数据显示，公司营收较同期下降 18%，长飞光纤的投资收益是公司主要利润来源，长飞光纤于去年港股上市。烽火通信与长江通信大股东均为武汉邮科院（烽火科技），而二者在光纤光缆业务上竞争关系，存在资产整合预期。

资产有待进一步整合 成为理想壳资源。目前公司市值仅为 31 亿元，资产 17.02 亿元，为邮科院旗下市值最小、资产最轻的平台，最有能成为理想壳资源。烽火集团有望将长江通信旗下不良资产剥离，剩余资产整合注入烽火通信，而长江通信有望获得其他优良资产。

3.4 公司治理改革

人力资源为行业关键因素 股权激励拉开混改序幕。通信行业正处于快速发展阶段，市场结构较为分散，行业竞争较为激烈，而在这样的环境中，人力资源成为竞争的重要砝码。股权激励、员工持股计划等方式将员工的利益与企业绑定到一起，极大调动员工的积极性和忠诚度。目前，行业内已有过半数企业提出了激励性股权、股票计划，我们认为股权激励等措施将成为公司混改的起点，表明了管理层对于提升公司内部管理效率、改善激励机制的动力与决心，这是公司混合所有制改革的基础。

公司内部治理改革为混改关键。除了上述提到的股权激励，薪酬市场化、市值管理等均为竞争性行业提升企业经营效率的主要手段。根据之前指出的几大央企集团存在的问题，我们发现内部层级过多、股权结构复杂、管理效率低下是所有国资背景企业共同面临的问题，而其它国家和地区的改革实践已经证明，对政府企业的改革不是彻底取缔；而是要在市场化进程中提升其运行效率。公司内部治理改革是混改的开始，也是改革的核心。我们认为，用市场化的方式来选择、考评、激励员工甚至高管人员将成为未来改革的重点任务，版块内所有国企均会有所受益。

3.4.1 投资逻辑：关注持续改革预期 效率提升空间可期

根据以下三个方面选择标的：1) 近期已实施激励计划的，如高鸿股份、特发信息；2) 业绩良好，存在持续改革预期，如星网锐捷、科大讯飞；3) 经营业绩有待改善，内部治理改革提升空间较大，如大唐电信。

3.4.2 建议关注：大唐电信

大唐电信

IC 平台不断升级。根据之前所述，集成电路现为公司业务发展的核心。2014 年收购联芯科技后，新公司大唐半导体将作为大唐电信集成电路设计产业的统一平台，进行资源共享和资本运作。而联芯科技专注于低端芯片的研发制造，为掌握高端芯片核心技术，进一步拓展产品线，分享 4G 市场爆发的红利，公司将目光投向国际市场，预期将对国际厂商进行整合。

内部效率存在进一步提升空间。2012 年起，公司经历了大规模的资产重组与改革。净资产过低、资产负债率过高、产业过于单薄等障碍一直困扰着大唐。转型后的大唐电信业务种类较为分散，难以发挥协同效应。在内部管理方面，集团内部存在的大量关联交易使得大唐电信难以逃脱大股东及附属企业对其资金的占用。另外，薪酬体系和激励制度难以市场化，使得并购的新企业与大唐电信的融合存在极大阻碍。因此，公司内部效率存在较大提升空间，市场化新薪酬体系、股权激励、员工持股计划将成为大唐未来改革的重要方向。

风险提示

国企改革执行进度低于预期

国企业绩不达预期

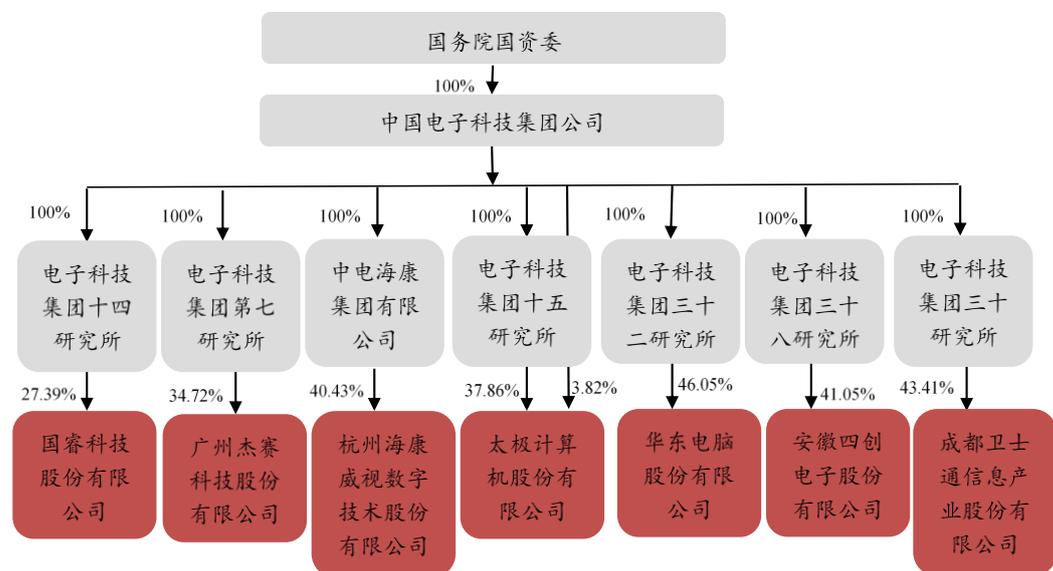
四、附录：五大集团组织架构及基本情况

1 中国电子科技集团(CETC)

电子信息领域全覆盖 盈利能力强。中国电子科技集团公司是中央直接管理的十大军工集团之一。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。作为国内唯一几乎覆盖整个电子信息技术领域央企,相比于竞争对手中国电子,电科更注重加强产业集中度,虽然营收规模不及中国电子,但净利率却远高于后者。目前已形成“电子信息产品与装备制造”、“行业信息化应用系统工程”、“现代信息服务”三大产业群和安全电子、能源电子、软件与信息服务、电子制造装备与仪器仪表、新型元器件等五大产业板块。从业务领域看,集团核心业务集中在雷达、软件与计算机系统集成、信息安全、民航业务等领域。

集团科研实力雄厚 产品高附加值。所属二级成员单位 58 家,上市公司 7 家,分布在全国 18 个省市。现有职工 11 万余人,其中,中国工程院院士 11 名。拥有国防科技重点实验室 15 个,国防研究应用中心 6 个,研究中心 7 个,博士后科研工作站 27 个,流动站 1 个,拥有国内一流的中试线、生产线、装配线和机加工中心,形成了国内电子领域最完整的研究、设计、试制、生产及试验能力体系。在国家公布的 16 个重大专项中,集团在多个专项中承担重要攻关任务。这些数字充分说明集团技术上的浓厚科研氛围,也为中国电科戴上了“高科技、高附加值、高利润率”的光环。

图 26: CETC 旗下上市公司股权关系图



资料来源:公开信息,华泰证券研究所

国睿科技

主要涉足微波与信息技术领域,重点发展民品和军民结合产品,纵深拓展微波电子产品、交通电子系统、信息系统集成三大业务板块。主要产品包括雷达整机系统和子系统、大功率脉冲电源、微波组件、变动磁场微波铁氧体器件、轨道交通控制系统以及二次雷达集成产品等。目前谋求由装备供应商向整体解决方案提供商转型。

杰赛科技

由电子科技集团第七研究所组建。信息网络建设技术服务及产品的综合服务商，从技术解决方案、建设解决方案和相关网络产品等多个维度为电信运营商、广电运营商、政府机构、公共事业部门及企事业单位提供信息网络建设综合解决方案。

海康威视

国内最大的综合监控产品供应商，以电子科技集团五十二研究所为技术依托，提供摄像机/智能球机、板卡、视频综合平台、中心管理软件等全线监控产品和解决方案，核心产品中国市场占有率 50%以上。公司针对金融、公安、电信、交通、司法、教育等多行业提供细分产品，营销网络遍布全球，2013 年位列全球视频监控行业第一位。

太极股份

以 IT 咨询服务、行业解决方案与服务、IT 产品增值服务、IT 基础设施服务等 4 大业务板块为核心，构建一体化 IT 服务服务链。

华东电脑

大陆首家 IT 行业上市公司，以电子科技集团三十二所为技术依托，主营业务为信息系统、弱电工程、电子工程和软件工程开发，定位于提供全面解决方案为核心业务的供应商。

四创电子

“中国雷达第一股”，国内第一家以雷达为主业的上市公司。以气象电子、通信导航、广播电视、公共安全等领域产品的开发、生产和销售为一体的软件企业和高科技上市公司。

卫士通

“中国信息安全第一股”。我国最具主导地位的信息安全产业龙头企业，以此为核心拓展税务电子化、金融电子化、电子商务等安全 IT 化业务。目前覆盖信息安全主流领域并渗透应用安全、网络安全、通信保密、安全平台/模块、IT 信息终端、安全集成与服务等 IT 行业的六大业务。其中部分拳头产品填补了国内空白并成为行业技术标准。

表格9: CETC 旗下上市公司基本情况

	上市公司	集团持股比例	所属行业	总资产(亿元)	资产负债比	营收(亿元)	净利润(亿元)	净利率
	国睿科技	27.39%	国防军工	14.42	37.81	0.97	0.14	14.26
	杰赛科技	34.72%	网络覆盖优化与运维	28.49	59.78	3.83	0.12	3.06
国资委监管	中国海康威视	40.43%	电子设备	214.18	25.5	42.88	10.47	24.41
	太极股份	37.86%	系统集成及 IT 咨询	41.86	50.32	8.47	0.1	1.23
	华东电脑	46.05%	系统集成及 IT 咨询	36.01	56.66	9.71	0.34	3.46
	四创电子	41.05%	兵器兵装	24.63	62.29	1.91	0.01	0.68
	卫士通	43.41%	专用计	17.73	29.75	0.9	-0.32	-35.84

计算机设备

资料来源：公司官网、WIND、华泰证券研究所

背靠顶尖科研院所 资产整合率先发力。截至2013年9月底，集团资产总额共计1343.31亿元，旗下7家上市公司均由集团及集团旗下全资子公司或实力雄厚的研究所控股。集团旗下58个研究所均为业内领先水平，其中以第十四研究所和第三十八研究所实力最为顶尖，前者为国家国防电子信息行业的骨干研究所，中国预警机雷达的绝对权威和龙头，产值规模在集团均属第一；后者为是国内顶尖的雷达整机所，为国内军事雷达电子的主要供应商，规模效益均属集团前列。二者目前拥有中国电科最核心的雷达资产，是集团旗下最为重要的子版块。其下属控股的国瑞科技和四创股份具有较强的科研实力和成长空间。作为集团旗下资产量最大、净利率最高的子公司，海康威视是国内综合安防领域的龙头，也是集团旗下资产整合的先行者。2014年CETC率先启动集团资产重组计划，从削减管理层级、提高集团内部管理效率出发，将海康威视由原先的三级公司变为二级子集团，原大股东CETC 52所的股权无偿划转至海康集团，可见公司在集团内部地位至关重要。海康集团表示将进一步与52所进行优质资源的培养与整合，优质资产注入期待协同效应爆发。

2 中国电子信息产业集团(CEC)

电子信息产业优质央企。中国电子信息产业集团是中央管理的国有重要骨干企业。中国电子以提供电子信息产品与服务为主营业务，产业分布于新型显示、信息安全、集成电路、信息服务等国家战略性、基础性电子信息产业领域，是中国最大的国有综合性IT企业集团。中国电子旗下拥有25家二级企业和15家控股上市公司。2014年实现营业收入2039亿元，2014年底资产总额达2343亿元，连续4年入选世界500强企业。

强大的电子信息产品研制能力和产业竞争优势。集团拥有全球最完整的LCD产业链，液晶显示器制造服务全球第一，市场份额超过35%，液晶电视制造全球第三；拥有从操作系统、中间件、数据库、安全产品到应用系统的可控软件产业链，形成从安全咨询、系统集成、安全运维等全生命周期的信息安全服务体系；国内最大的智能卡芯片及UKEY芯片供应商，市场份额分别超过50%和90%；国内一流的电子信息产品贸易与服务提供者、高科技、创新型产业园区的建设者和运营者、海外信息化工程及服务建设者和电子信息产业金融创新平台。

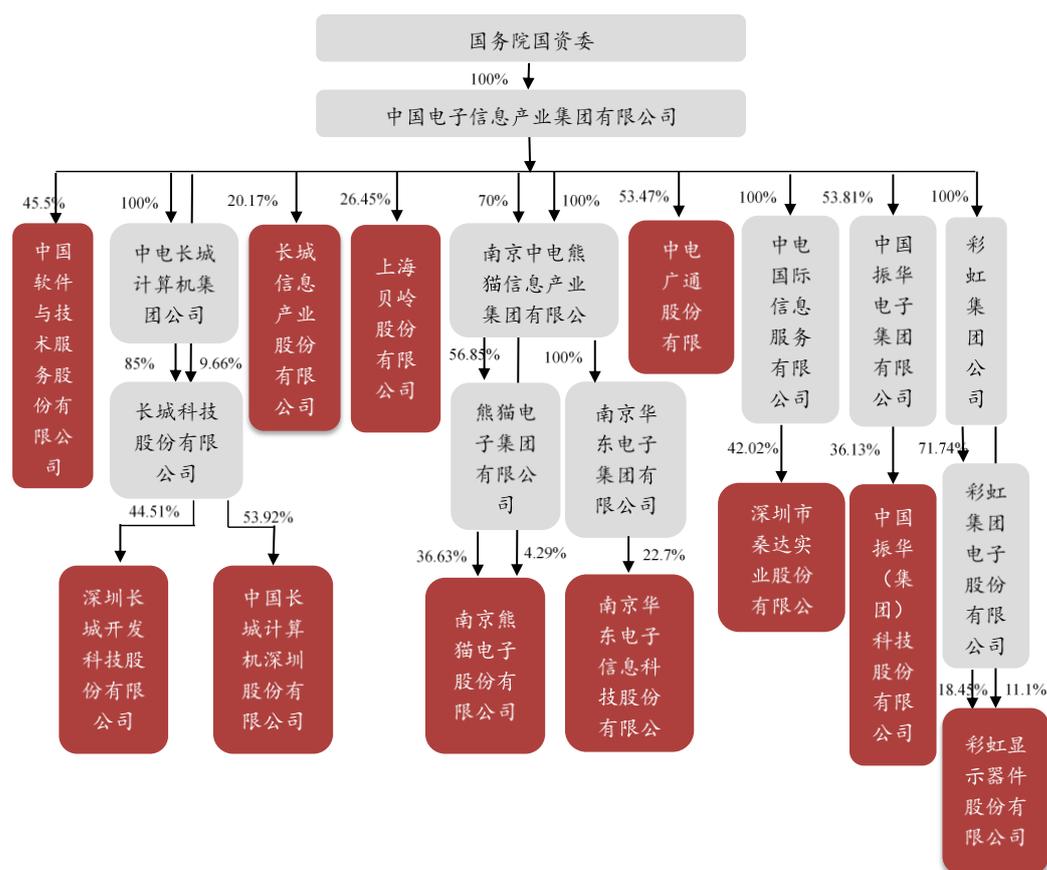
南京熊猫

定位于CEC旗下专用电子装备平台，结合开发、制造、销售通信设备、电子设备及技术服务于一体。主要业务是开发、生产及销售电子装备产品、电子智能产品、通信技术产品和电子制造业务等。与南京爱立信熊猫通信公司、北京索爱普天移动通信公司等公司建立了战略合作关系。二者发展迅速，已成为爱立信重要的全球供应中心之一，成为南京熊猫发展的新增长点和重要利润来源。

长城开发

中国电子信息产业集团有限公司的重要企业之一。业务涉及自主产品、先进制造和零部件三大业务领域，特别是硬盘磁头、计量系统、支付终端产品、数字家庭产品及LED的研发生产以及电子产品的先进制造。

图 27: CEC 旗下上市公司股权关系图



资料来源: 公开信息、华泰证券研究所

长城电脑

中国电子信息产业集团有限公司通过长城科技股份有限公司控股的骨干企业。长城电脑业务涵盖计算机关键零部件、计算机整机及消费数码产品等领域,是全球最大的显示器研发制造商、国内最大的计算机电源研发制造商。

上海贝岭

国家认定的高新技术企业,是国内集成电路骨干企业之一。经营范围包括集成电路、分立器件、相关模块和多媒体信息系统配套产品的设计制造,电子专用设备及仪器的设计制造;技术服务及咨询;销售自产产品(涉及许可经营的凭许可证经营),从事货物及技术进出口业务。

华东科技

电子信息产业元器件领域的骨干企业。主导产品涵盖国民经济及国防建设诸多领域。公司被国家经贸委指定为全国 520 家重点企业集团之一;公司被国家科技部列为国家级重点高新技术企业;公司“电工”牌荧光灯被授予“中国驰名商标”称号,成为国内光源业的第一品牌。

表格10: CEC 旗下上市公司基本情况

上市公司	集团持股比例	所属行业	总资产(亿元)	资产负债比	营收(亿元)	净利润(亿元)	净利率
国电资委	45.50%	基础软件及套装软件	40.25	44.41	4.78	-0.76	-15.99

监 管 业	息	深科技	44.51%	电子设备	141.62	62.7	40.74	0.53	1.31
	产	长城电脑	53.92%	PC 及服	378.3	77.96	156.05	-3.29	-2.11
	业	长城信息	18.60%	专用计算	41.16	39.61	4.24	0.02	0.38
		上海贝岭	26.45%	半导体	18.27	11.04	1.12	0.02	1.77
		南京熊猫	36.63%	通信设备	48.52	29.59	8.76	0.43	4.9
		华东科技	3.60%	电子元器	295.49	38.39	1.77	-0.1	-5.77
		中电广通	53.47%	通信设备	14.2	47.68	1.84	0.14	7.85
		深桑达	42.02%	电子设备	13.52	23.95	2.9	-0.02	-0.83
		振华科技	27.57%	电子设备	53.48	32.65	7.46	0.26	3.48
		彩虹股份	18.45%	电子元器	59.72	74.92	0.41	-0.82	-198.9

资料来源：公司官网、WIND、华泰证券研究所

集团定位明确 内部结构复杂导致效率低下。目前，华东科技主要定位于新型平板显示中的面板业务，南京熊猫专注于电子装备产业，中国软件专注于软件和信息化发展业务，深科技的定位是先进制造业，长城电脑定位于自主可控的计算机和服务器，长城信息继续坚持以金融电子、医疗信息化和高新电子产品为主业，上海贝岭则属于集成电路设计板块。作为行业内体量最大的央企，中国电子旗下并不缺乏优质资产，但由于集团内部结构复杂，业务过于庞杂，导致管理混乱且资源分配不当，集团整体盈利状况一直弱于竞争对手中国电科。

股权重组调结构 产业链整合期待协同效应。集团内部已于 2013 年下半年确定了改革的大方向：总基调是将集团旗下的二级企业都成为业内具有竞争力的专业子集团，专业子集团实现整体上市；将集成电路、信息安全产业作为整合重点，实现产业链垂直整合，发挥集团不同公司协同效应。

新一轮国企改革启动以来，集团下上市平台资本运作动作频频。其中，南京熊猫改革进程最引人关注。公司于去年进行大规模股权重组，原控股股东华融、长城资产管理公司曲线退出完全撤资的同时，母公司以较少花费实现对熊猫集团的完全控制。目前公司经营决策权已完全归属于大股东中电熊猫及实控人 CEC 手中。大股东中电熊猫作为国家军用电子对抗装备的科研生产骨干企业，同时也是 CEC 集团旗下最重要和最据竞争力的军工平台。作为 CEC 集团旗下一块金字招牌及重点扶持对象，公司进一步改革措施箭在弦上。目前集团正按照一个板块一个上市公司的终极多元上市主体结构在进行调整，上海贝岭、振华科技以及长城系公司的资产整合均为集团未来改革重点看点。

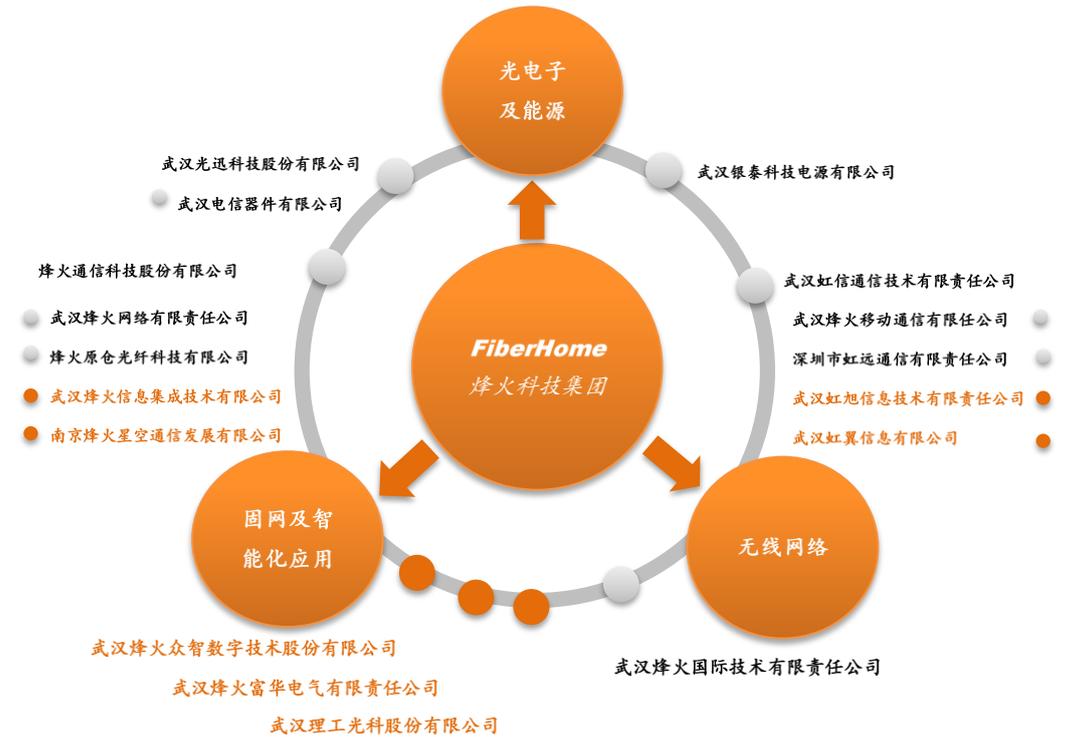
3 烽火科技集团·武汉邮电科学研究院

中国光通信发源地。武汉邮电科学研究院是中国光通信的发源地，直属国务院国有资产监督管理委员会管理，是中国主要的信息通信领域产品和综合解决方案提供商，也是国内唯一集光通信三大领域：通信系统、光纤光缆、光电器件的研究、开发、生产和销售于一体的科研与产业实体。集团专注于光通信领域的研发生产，实现中国光通信产业诸多创举。从 1976 年拉出国内第一根光纤到实现 FTTH 规模部署、率先部署 100G 商用工程、中标 TD-LTE 基站设备集采，是世界上唯一一家集宽带网络设备、光纤光缆、光电子器件、ODN、宽带业务终端于一体的解决方案提供商，形成了立足光通信主业，覆盖数据通信、无线通信与智能

化应用的产业结构和市场布局。

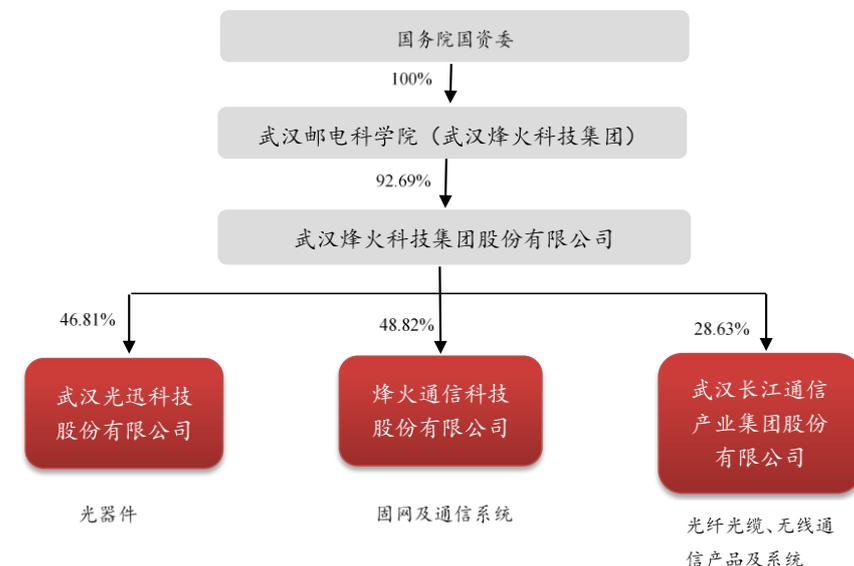
率先进行体制改革，注重研发与创新。2008年以来集团积极进行体制改革释放创新潜能，通过员工持股计划、股权激励计划、部门重组等方式改变集团原有的传统国企低效的运营模式。并制定研发投入占销售收入比重不低于10%，且每年增长不低于10%的科研投入制度，鼓励创新。借助于十几年前进行的企业化改制，集团脱胎于国有科研院所，已成功地从一个以技术和软课题研究为主的科研院所转变为具备现代企业制度的集团公司，拥有包括上市、控股、参股、全资等数十个子公司，形成了多元化的产业发展新格局。

图 28: 烽火科技集团业务模块及组织结构



资料来源：华泰证券研究所

图 29: 武汉邮科院旗下上市公司股权关系图



资料来源：公开信息、华泰证券研究所

烽火通信科技股份有限公司

国内主要信息通信设备与网络解决方案提供商，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。产品涵盖光网络、宽带接入、光纤光缆、光配线、业务与终端、系统集成、软件与服务等多个领域，具备提供通信网络建设、集成、优化与服务一揽子解决方案的能力。

武汉烽火网络有限责任公司

国内重要的行业信息通信网络产品和解决方案提供商，依托母公司产业优势，深根于IP数据通信技术领域，数通、接入、传送三大系列产品和解决方案广泛应用于国内运营商、广电、电力、军队、政府、交通等多个行业，为行业客户深度定制提供最佳信息通信网络产品、服务和解决方案。

武汉烽火信息集成技术有限公司

面向政府、轨道交通、高速公路、电信、金融等行业提供通信、网络、监控、视频、收费等系统的整体解决方案及相关软、硬件产品及子系统的开发和集成服务。拥有计算机信息系统集成壹级资质、涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质、建筑智能化工程设计与施工壹级资质、交通工程三大系统综合资质、“双软”认证等多项专业资质。

武汉虹信通信技术有限责任公司

国内主要的移动通信领域整体方案提供商，主要从事宽带移动通信技术的研究和相关系统设备以及移动增值业务的开发、生产、销售和服务。业务范围覆盖2G/3G/4G领域以及无线宽带和行业专网，包括移动通信主设备、网优设备、天馈、无线传输与接入、以及资讯与施工集成服务。

武汉烽火国际技术有限责任公司

全面负责烽火科技集团运营商和专网类国际市场营销工作，向海外用户提供全面解决方案。

武汉光迅科技股份有限公司(深交所 002281)

主要从事光无源器件、光纤放大器、光仪表及集成光电子器件等的研究、开发、生产、销售和技术服务，是全球主要的光器件供应商和市场领导者。

武汉电信器件有限公司

主要从事光通信用半导体激光器组件、发光二极管、探测器组件、光发射/接收模块、光收发合一模块等的研究、开发、生产和销售，是中国主流的光电器件制造商和供应商之一，在国际上享有相当的知名度和影响力。

武汉烽火众智数字技术有限责任公司

主要开展政府和行业的智能监控与安全管理、物联网及智慧城市业务。为客户提供定制解决方案及智能管理平台、智能视频分析、网络存储、视频编解码、高清网络摄像机及移动终端等系列产品。目前已服务公安、应急、安监、机要、人防、石油化工、电信运营商、铁路、金融、电力等多个政府和行业市场。

武汉烽火富华电气有限责任公司

集团与粤富华集团共同投资组建，是目前国内唯一集电力技术、光电子、通信系统与网络等优势于一体的高新技术企业，致力于智能电网技术应用研究与产品开发，主要产品包括全光纤电流互感器、智能变电站整体解决方案及产品、配网智能化产品及整体解决方案、设备状态监测产品及整体解决方案等。

武汉理工光科股份有限公司

国内最大的光纤传感技术研究开发和生产基地，是我国批准建设的国内光纤传感领域唯一一所“光纤传感技术国家工程实验室”的参与建设单位，拥有以中国工程院院士姜德生教授为首席科学家的研究人员及工程师近百人，是国内最大的光纤传感安全监测技术设备提供商。

武汉银泰科技电源股份有限公司

产品包括多系列的高容量密封型免维护铅酸蓄电池、太阳能风能及风光互补发电系统及组件、锂亚电池、蓄电池恒温箱等，广泛应用于通信、计算机备用电源系统、太阳能光伏及储能系统、车用动力系统、智能电网及仪器仪表等领域。产品通过了 UL 认证、CE 认证、泰尔认证，是国内三大通信运营商的主流备用电源供应商。

表格11: 武汉邮科院旗下上市公司基本情况

	上市公司	集团持股比例	所属行业	总资产(亿元)	资产负债比	营收(亿元)	净利润(亿元)	净利率
国 资 委 监 管	烽火通信	50.25%	通信终端及配件	161.98	55.57	22.18	1.08	4.86
	光迅科技	44.16%	网络接配及塔设	37.84	32.82	7.19	0.42	5.78
	长江通信	28.63%	网络接配及塔设	17.02	18.94	1.21	0.08	6.97

资料来源: 华泰证券研究所

集团资产整合意向明确。早在 2012 年，集团就已经启动了重组计划。先是通过股权转让将原本归属武汉国有的长江通信转到了武汉邮科院旗下。长江通信拥有的长飞光纤光缆有限公司 25% 的股权成为最大看点。此后不久，光迅科技通过向控股股东烽火科技发行股份的方式收购邮科院旗下另一家无源器件龙头武汉电信器件有限公司（WTD）100% 股权，实现了从无源到有源的业务拓展。去年，烽火通信通过了定增方式收购旗下子公司烽火星空 49% 股权，将产业链从传统的通信产业业务，延伸至网络信息安全领域。

优质资产期待进一步整合，体制改革提升管理效率。目前集团旗下仍拥有虹信科技、理工光科等优质公司，但不同公司间产业领域存在一定的重叠，存在一定重复建设的弊端，未来集团整合的重点将首先放在进一步梳理集团的产业结构，实现优质资产合理划分，降低运营成本。预期的整合路径包括：通信设备方面，将长江通信不良资产剥离后剩余部分注入烽火通信，同时将武汉虹信等邮科院剩余资产注入烽火通信。另外，受到国资体质的影响，邮科院旗下两大主力光迅和烽火近年来管理费用逐年升高也成为制约企业发展重要的影响因素，如何通过内部体制改革提升管理效率降低费用成本也将是未来集团改革的主攻方向。

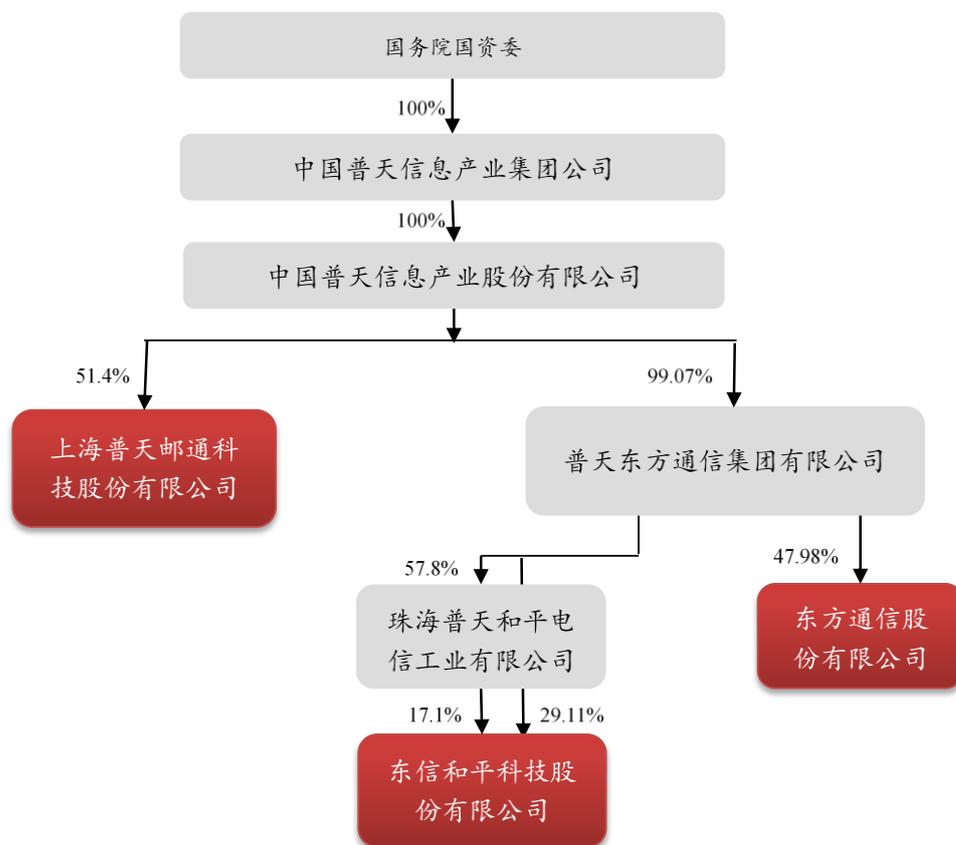
4 中国普天信息产业股份有限公司

三大业务领域实力强大。中国普天信息产业股份有限公司是以信息通信产品制造、贸易、相关技术研究和服务为主业的中央企业，是国内最早的通信设备制造企业之一，净资产超过 100 亿元，2013 年营业收入超过 500 亿元。集团设有通信、广电、行业电子、国际事业部，全资企业 21 家、控股企业 12 家、参股企业 14 家，旗下拥有东方通信、北京首信、上海普天、东信和平、成都普天电缆等数十家子公司，5 家子公司分别在香港、上海、深圳等地上市。目前集团大力发展通信业务、行业电子、广电行业这三大业务领域。其中通信业务领域，中国普天智能卡产业具备中国第一，全球第五的产业实力，可提供覆盖信息和通信领域的各种配套设备和电子元部件，通信线缆、电源电池、配线设备的市场占有率居行业前三名。行业电子领域，智能交通产品位居国内前列；物流系统设备在邮政、烟草、图书、机场等领域

得到了广泛应用；楼宇布线、电工电气产品的市场占有率居行业前三名。

历史体制问题令改革任务更为艰巨。普天集团前身为成立于1980年的中国邮电工业总公司。改制前的邮电工业总公司只是一个管理机构，旗下的几十上百家子公司都有独立的二级法人，在通信行业中单打独斗，并且每个子公司只专注于某一类产品。行业总公司的性质使得集团资源相对分散，竞争力不足，即使拥有实力强劲的个体，却很难发挥协同效应，形成一个统一的企业整体。随着原先的明星企业波导股份、首信股份、东信等出现的业绩下滑趋势，集团体制改革更加迫在眉睫。

图 30: 普天系上市公司股权关系图



资料来源：公开信息，华泰证券研究所

东方通信

集团麾下专业从事移动通信产业的骨干企业，集通信和金融电子网络于一体的行业应用整体解决方案提供商，在金融电子、无线集群通信、通信增值业务、电子制造与网络服务等领域都确立了全面专业的产品优势。普天系旗下三家最大通信设备制造商中资产状况最良好、研发实力最雄厚。

东信和平

全球知名的智能卡产品及相关系统集成与整体解决方案的提供商和服务商，为目前国内经营规模最大的智能卡行业上市公司。公司的产品和服务广泛应用于通信、金融支付与安全、政府公共事业、终端通讯等主要智能卡及相关应用领域。产品和服务涵盖卡类、增值业务类、解决方案类、终端与工具类。已形成了强大的智能卡芯片封装、模块封装、个人化生产能力和智能卡相关系统解决方案的研发能力，亚洲智能卡生产规模最大的厂商之一。

上海普天

前身是创立于 1951 年的华东邮电器材厂，是国内最早的通信设备制造企业之一。近年来将主营业务由通信行业拓展到行业电子领域，确立了轨道交通、商业自动化、能源集成、安防监控四个产业板块。主要产品涉及轨道交通自动售检票系统、商业自动化板块第二代身份证阅读器及安防领域园区综合安防解决方案、智能公交解决方案、城市监控应用解决方案。

表格12: 普天系上市公司基本情况

上市公司	集团持股比例	所属行业	总资产(亿元)	资产负债比	营收(亿元)	净利润(亿元)	净利率
中国普天信息产业股份有限公司	45.44%	通信设备制造	35.47	17.29	5.43	0.28	5.11
东信和平	29.10%	通信设备制造	15.67	50.93	2.95	0.11	3.57
上海普天	50.45%	通信设备制造	32.29	56.83	3.58	-0.08	-2.19

资料来源: 公司官网、WIND、华泰证券研究所

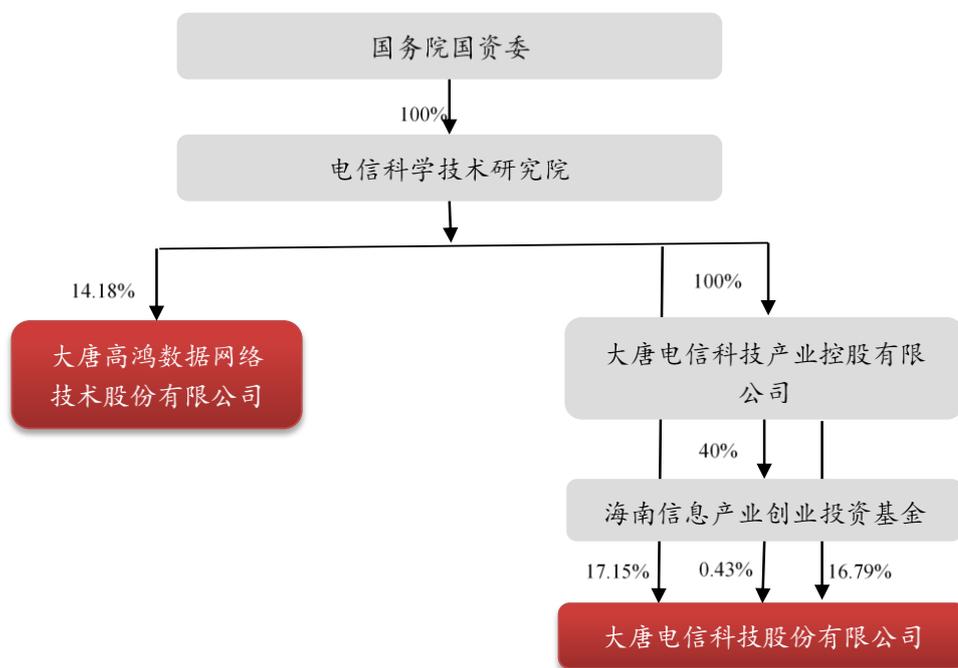
资产整合是方向 股权改革为重点。普天集团成立之初，下辖 16 家直属通信设备工厂、5 家上市公司、超过 20 家总部直接投资的合资企业以及数十家全资子公司，另外间接投资的子公司、孙公司多如牛毛，近百个独立法人形成了“普天系”错综复杂的体系结构。各家公司业务重叠，内部盲目竞争的同时又缺乏核心技术。同时集团内部管理层级过多，影响办事效率。以东信和平为例，就拥有普天信息产业集团、普天信息产业股份有限公司、普天东方集团及珠海普天和平电信工业股份有限公司四层上级公司。各层级把持着各自的权利，制约上市公司的经营管理效率。因此，股权改革、混合所有制改革是普天系本轮改革的重点。从当前上市公司产业分布来看，东方通信与普天信息技术在业务上存在较大相似度，后者拥有高质量的研发平台与专利技术，有望借助东方通信这一优质平台实现集团通信专网及信息安全类业务的整合。上海普天有望通过整合集团旗下南京普天等新能源动力公司实现集团旗下新能源应用类产业平台。集团旗下诸多 B 股失去再融资功能，成为集团资产整合平台意义不大。

5 大唐电信科技产业集团

核心业务转型期待业绩改善。大唐电信科技产业集团是国务院国有资产监督管理委员会管理的一家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，总资产规模近 500 亿元人民币。旗下拥有 12 家控股子公司及 8 家研究所，拥有“无线移动通信国家重点实验室”和“新一代移动通信系统技术国家工程实验室”两个国家级重点实验室。集团早期主营业务以通信网络设备制造销售为主，2000 年后，公司将主营业务从核心网向用户端进行转移，目前已确定集成电路设计与制造、特种通信、物联网应用三大主要产业。围绕三大主要产业，大唐电信集团在物联网、微电子、软件、行业应用、终端等方面布局。通过几年的业务整合与外延扩张，集团已基本构建起几大业务板块基本雏形。集成电路设计领域，公司主要以联芯科技和大唐微电子为主要平台，在手机芯片、金融 IC 卡芯片等领域处于优势地位；之后通过收购上海优思等切入移动终端制造领域；在新兴的移动互联网领域，公司通过收购要玩娱乐、与新华网共建新华瑞德平台等方式加强自身在互联网领域的实力。而转型后的大唐，除了微电子一直保持着较高的市场占有率和行业应用之外，其余领域要么面临着

激烈的市场竞争，要么面临着尚未成熟的产业市场，公司业绩表现尚有待改善。

图 31: 大唐系上市公司股权关系图



资料来源：公开信息、华泰证券研究所

大唐电信科技产业控股有限公司

在无线移动通信、宽带无线接入、终端芯片与解决方案、增值业务等领域实力雄厚，在 TD-SCDMA 3G 国际标准及后续技术与标准演进、TD-SCDMA 3G 系统解决方案，宽带无线接入 McWill 解决方案、终端芯片与解决方案等领域具有领先优势。

大唐移动通信设备有限公司

大唐电信科技产业集团的核心企业之一。TD 系统设备主流供应商之一，协同合作伙伴占据了我国 TD-SCDMA 设备市场 30% 的份额。我国拥有自主知识产权的第三代移动通信国际标准 TD-SCDMA 的提出者、核心技术的开发者以及产业化的推动者，始终主导 TD-SCDMA 后续技术标准 TD-LTE 的技术演进和产业化进程，并拥有 TD-SCDMA 和 TD-LTE 的核心知识产权。

联芯科技有限公司

大唐电信科技产业集团在集成电路设计板块的核心企业。专业从事 2G，3G，4G 移动互联网终端核心技术的研发与应用，提供 3G/4G 移动终端芯片及解决方案。面向个人终端、家庭智能终端、行业应用终端等产品提供核心芯片平台及解决方案，产品形态覆盖智能手机、平板电脑、数据类终端、穿戴式设备等多种移动消费电子产品。

大唐电信国际技术有限公司

大唐电信集团的全资子公司，作为集团国际业务的统一平台，致力于推动集团在移动通信技术、集成电路和特种通信领域里的核心技术和优势产品，特别是具有自主知识产权的 3G/4G 移动通信标准的 TD 技术在国际市场上的广泛应用，促进相关产品在海外市场的销售。大唐国际主要业务包括工程总承包、进出口贸易、产品销售、技术咨询、项目管理、合资合作等

国际业务。

大唐电信科技股份有限公司

电信科学技术研究院控股的高科技企业。主要从事微电子、软件、接入、终端、通信应用与服务等领域的产品开发与销售，是国内具有自主知识产权的信息产业高科技骨干企业。秉承深厚的技术积淀，在十几年的发展历程中，大唐电信沉稳务实，不断超越，在信息产品与服务领域积极拓展，已形成以智能卡与 SoC 芯片为核心技术的芯片产业、以运营支撑系统为核心技术的软件产业、以新一代通信接入及其相关业务为核心的通信设备产业、具有一流设计技术和团队的通信终端产业、与微电子、软件、通信终端协调发展的通信应用和服务产业。

大唐高鸿数据网络技术股份有限公司

由大唐电信科技产业集团整合其多年累积的数据产业技术、产品和资源组建成的高新技术企业。主要从事数据通信领域产品、业务和整体解决方案的提供、行业信息化客户信息系统解决方案的提供。产品广泛应用于通信公网、政府、公安、银行、企业和民用等领域，建立了全国性的渠道销售体系。

表格13: 大唐系上市公司基本情况

上市公司	集团持股比例	所属行业	总资产(亿元)	资产负债比	营收(亿元)	净利润(亿元)	净利率
大唐电信	22.16%	通信设备制造	136.9	69.97	8.74	-1.6	-18.31
高鸿股份	7.83%	商贸零售	65.62	57.63	14.8	0.01	0.06

资料来源: 公司官网、WIND、华泰证券研究所

集成电路为大唐发展核心 股权激励开启高鸿改革序幕。集成电路模块为大唐电信目前营收的主要来源: 2014年, 集成电路设计占公司营收 36%, 利润占比高达 62%。公司于 2013 年对旗下集成电路设计产业资源进行整合, 将旗下联芯科技有限公司、大唐微电子技术有限公司等企业集中并入新公司, 新公司将作为大唐电信集成电路设计产业的统一平台、资源共享和资本运作, 显示了公司将集成电路作为核心业务发展的决心。其次, 国家对于集成电路产业发展给予大力支持, 出于国家安全的角度考虑, 集成电路芯片产业国产化趋势明显, 国内市场龙头最先收益。公司近期有意通过并购国外优秀芯片厂商弥补自己在高端芯片研发方面的短板, 借助国内产业发展的大好时机扩充自身产能与实力。

相比之下, 集团旗下兄弟公司, 高鸿信息在改革方面显得态度更为积极。公司在 2014 年即提出 737 万股的股权激励计划, 标志着公司混合所有制改革拉开了序幕。此外, 公司通过收购高阳捷迅积极拓展移动充值业务, 成为公司新的利润爆发点, 公司改革预期强烈, 将成为集团未来国企改革的一大亮点。