

军工资产证券化遇重大挫折

暂无评级

成飞集成日前公告，公司收到控股股东中航工业的书面通知，因国防科工局认为“按照该方案实行后，将消除特定领域竞争，形成行业垄断，建议中止本次资产重组”；中航工业建议公司终止本次重大资产重组。为此，公司取消召开2014年第三次临时股东大会，并终止本次重大资产重组事项。同时公司股票自2014年12月15日起复牌。

⑤ 中航工业歼击机资产上市遇短期难以解决的难题

此次重组预案未获国防科工局通过的原因在于“方案实行后，将消除特定领域竞争，形成行业垄断”。但如果为了规避垄断而选择将沈飞成飞其中一家先行注入一家上市公司或者分别注入两家上市公司又会因同业竞争而难以通过证监会的审核。我们认为，除非有政策上的创新，中航工业歼击机资产上市困难较大。

⑤ 成飞集成重组未获通过或许仅是个案

在军工领域，航天、兵器、船舶等行业都有两家央企集团，而航空行业仅有中航工业一家，因此中航工业推动旗下资产上市容易涉嫌垄断。另外，相比于运输机轰炸机等大型飞机整合平台的中航飞机和直升机整合平台的哈飞股份，成飞集成此次涉及的歼击机业务规模较大，对军方来说更为敏感。

⑤ 成飞集成重组未获通过将影响整个军工板块

我们认为，军工行业的高估值短期来自于资产注入预期。但高估值会导致大股东重组的成本过高而选择体系外的公司，比如南通科技和闽福发的案例。成飞集成的案例则表明军工资产上市并非一帆风顺，甚至会遭遇短期内难以解决的问题，比如垄断和同业竞争。从这个角度讲，成飞集成重组未获通过将影响军工板块资产注入的预期，进而影响整个板块。

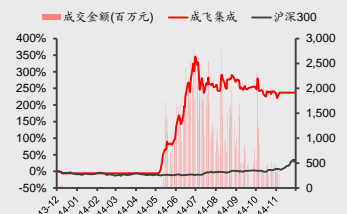
⑤ 投资建议

对于成飞集成，由于本身的业务无法支撑目前的估值，因此短期的下跌在所难免。对于军工板块，虽然我们认同军工资产证券化率提升是大的趋势，但短期预期的波动将导致市场的波动。我们下调行业评级，直到行业发生标志性的重组成功事件或者其他刺激性事件，如政治事件、重点型号突破、军工行业政策改革如研究所改制等再考虑上调行业评级。

⑤ 风险提示

1、资产证券化受制于政策因素而停滞；2、军品装备新型号研制进展缓慢；3、国防投入增长放缓；4、军民融合进度低于预期。

市场表现 截至 2014.12.12



市场数据 2014-11-25

A股收盘价(元)	54.29
一年内最高价(元)	72.60
一年内最低价(元)	15.11
上证指数	2,938.17
市净率	11.77
总股本(万股)	34,519
实际流通A股(万股)	34,519
限售流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	187.40

分析师：赵宇

执业证书号：S1490513070002

电话：010-58565124

邮箱：zhaoyu@hrsec.com.cn

证券研究报告

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

赵宇, 在此声明, 本人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, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010-58568159

网址: www.hrsec.com.cn