

“并购重组活跃资本市场”系列之八：

中航电测百亿级“蛇吞象” 军工央企并购加速证券化进程

证券时报记者 杨霞 范璐媛

军工央企核心资产证券化再进一步。

8月6日，中航电测(300114.SZ)发行股份收购成都飞机工业(集团)有限责任公司(以下简称“成飞集团”)100%股权获证监会同意注册。9月30日，上市公司公告称，重组的实施工作正在稳步推进中。

中航电测与成飞集团的“联姻”自2023年年初首次披露起便备受瞩目。成飞集团是军机界的明星企业，资产总额超过1200亿元，而作为并购方的中航电测，总资产仅有40亿元，借助本次“蛇吞象”式并购，中国航空工业集团有限公司(以下简称“航空工业集团”)将成飞集团注入上市公司，通过上市平台加强对先进航空装备建设任务的保障和支撑，不断提升航空产品制造水平，借助资本市场推动核心企业高质量发展。

本次重组历时18个月，交易金额高达174.39亿元，成为注册制以来深市金额最高的重组项目，也是央国企借助并购重组调整产业布局、加强专业化整合、推进核心资产证券化的典型案例。

注册制后深市最大重组项目

中航电测是航空工业集团控股企业，2010年在创业板上市，主营业务覆盖航空军品、传感控制、智能交通三大领域，是国内军民用智能测控龙头。2021年，中航电测营业收入和净利润分别达到19.43亿元和3.07亿元，创上市后最高水平。随后，受市场环境和行业政策等因素影响，公司业绩出现连续下滑。

2023年1月11日，中航电测公告拟向航空工业集团发行股份购买其持有的成飞集团100%股权。最终，此次股份发行价格被定为8.36元/股，总发行20.86亿股，交易作价174.39亿元。

本次重组交易总金额174.39亿元，成为注册制后深市规模最大、金额最高的重组项目，同时也是航空工业集团内部专业化整合的标志性事件。重组消息甫一披露便点燃了市场情绪，中航电测连续收获8个涨停板，股价在短短一个半月内最高上涨513%。

中航电测表示，发起本次重大资产重组的目的，一是践行国家战略，加强航空装备建设任务保障能力；二是借助资本市场推动核心企业高质量发展；三是增强上市公司持续盈利能力，提高上市公司股东的投资回报水平。

近年来，国务院及相关部门持续大力推进央企改制上市，积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市，鼓励国有控股公司把优质主营业务资产注入下属上市公司。

航空工业集团是担负重要航空装备研制任务的军工央企，积极贯彻国企改革方针要求，加速开展资产调整，聚焦主责主业。交易完成后，成飞集团成为上市公司全资子公司，上市公司将新增航空装备整机及部附件研制生产业务，实现主营业务的转型升级。通过本次交易，航空工业集团可利用上市平台为航空装备体系建设任务提供资源和制度保障，不断提升航空产品制造水平。

从股权结构来看，本次交易前，中航电测控股股东为汉航机电，实际控制人为航空工业集团。本次交易后，上市公司控股股东、实际控制人均为航空工业集团，实际控制人未发生变化，航空工业集团在上市公司的直接持股比例将由0.62%升至78.07%。

重组方案中，航空工业集团针对本次重组做出创新性业绩承诺，对于不同类别资产，分别设定了基于净利润和收入的业绩承诺方案。其中，对于成飞航产，承诺2024年至2026年净利润分别不低于1630.41万元、1699.06万元、1713.21万元；对于成飞母公司、贵飞、长飞和成飞民机，承诺2024年至2026年营业收入分别不低于660.86亿元、699.7亿元和749.42亿元，三年合计不低于2109.98亿元。

“蛇吞象”式收购

中航电测与成飞集团的重组，是典型的“蛇吞象”式收购。

成飞集团创建于1958年，是航空工业集团旗下最后一块尚未证券化的明星资产，在军用飞机研制方面取得了突破性成就。从早期的歼5、歼7系列到如今的隐身战机歼20，成飞集团一次次刷新了中国航空工业的新高度。除了军机之外，成飞集团民机也备受瞩目，承担了大型客机C919、新支线客机ARJ21、大型水陆两栖飞机AC600机头的研制生产，是国际一流的民机大部件供应商。

当前，成飞集团建有3个国家级、8个省部级平台、6个企业级科技创新平台，并建院士(专家)创新工作站。资深的研发技术团队保障了公司的持续创新能力，使公司在国内处于技术领先地位。



2023年年末，成飞集团资产总额1216.76亿元，2023年实现营业收入749.68亿元，归属于母公司净利润24.23亿元。根据重组方案，成飞集团全部股权估值为240.24亿元，扣除国有独享资本公积65.85亿元后，中航电测本次收购成飞集团100%股权的股价为174.39元，而在首次发布重组公告时，上市公司市值仅有62.5亿元。

本次重组完成后上市公司规模将急速放大，总资产将由39.75亿元增至1256.34亿元，增长超30倍，2023年营业收入由16.77亿元增长至766.3亿元，增长近45倍，归属于母公司净利润由0.98亿元增至25.21亿元，增长近25倍。

同时，成飞集团在被注入上市公司后，也将通过规范的上市公司治理和市场化的考核激励机制等多种途径提升企业市场化经营水平，实现产业经营与资本运营融合发展、相互促进。

“蛇吞象”式并购在资本市场并不罕见，重组失败者亦不在少数。本次中航电测对成飞集团的重组之所以得以顺利实施，原因之一在于重组双方属于同一控制下的企业，本次交易并未发生实控人变更，不构成借壳上市；另一原因是本次重组通过注入优质资产实现了集团资产整体上市，提升了央国企上市公司质量及市值，符合当下国企改革和并购重组政策的指导方向。

军工龙头呼之欲出

作为军机产业链备受瞩目的明星企业，2014年，成飞集团就曾计划参与成飞集成重组谋求上市，但最终未能成功。近两年在国企改革深化背景下，央国企并购潮开启，成飞集团终于在时隔十年后借助并购重组走向资本市场。

市场人士普遍对重组后上市公司的估值持乐观预期，中航电测有望成为下一个千亿市值的巨头企业。对标同以战机型研制为主业的中航沈飞，成飞集团2022年、2023年营收是中航沈飞的1.6倍左右，当前中航沈飞市值接近1300亿元。天风证券研报认为，“若此次收购成功完成，中航电测将成为A股军工板块的权重龙头，亦有望带动整个板块估值提升”。

中航电测与成飞集团的“联姻”备受瞩目，借助本次“蛇吞象”式并购，中国航空工业集团有限公司将成飞集团注入上市公司，通过上市平台加强对先进航空装备建设任务的保障和支撑，不断提升航空产品制造水平，借助资本市场推动核心企业高质量发展。

本次重组历时18个月，交易金额高达174.39亿元，成为注册制以来深市金额最高的重组项目，也是央国企借助并购重组调整产业布局、加强专业化整合、推进核心资产证券化的典型案例。

以上市公司为平台开展并购重组、实施专业化整合，是加快国有经济布局优化和结构调整的重要举措。根据国务院国资委2022年文件要求，支持通过吸收合并、资产重组、跨市场运作等方式盘活或退出薄弱的上市平台，且要求在2024年年底前基本完成调整。除了中航电测外，中交设计的重组上市，也是中交集团成功将优质资产注入上市平台，推动国有资本向重要行业和关键领域集中的典型案例。

南开大学金融发展研究院院长田利辉接受证券时报记者采访时表示，央国企重组中，资产注入可以提高企业的透明度和规范性，可以便捷融资，降低融资成本，提升上市公司的业绩和市值，增加股东价值。

“国家政策鼓励国有企业通过并购重组优化资源配置，提高效率和竞争力，特别是在军工领域，这与国家的战略目标紧密相关。而且，随着市场的发展和变化，企业需要通过并购重组来适应新的市场环境，增强自身的市场地位。此外，技术的发展要求企业不断更新自身的技术能力，并购重组可以快速获取新的技术和专利。”田利辉说。

相比于IPO，通过并购重组“曲线上市”也节约了时间成本。“将优质资产注入上市公司是一种更便捷的上市方式，减少了IPO流程等待时间，更快地进入到资本市场，让企业资产更快实现流通，从而以股市估值提高公司资产价值。”

知名经济学者、工业和信息化部信息通信经济专家委员会委员盘和林表示。

资产注入式重组同时也存在一定的风险。“将集团资产注入上市公司有利于资源整合，但如果注入的资产不够优质、业务相关性不大，反而会拖累上市公司的发展。”远致富海投资总监张玉岩表示。

资产整合加速

军工行业是国企改革的重点领域，近几年我国军工领域重点企业的证券化进程不断加速。

“以前我国军工体系存在条块分割，大而不强的问题，很多按照单一学科进行的科研院所划分和发展，已经与现代军事体系装备的多学科、多融合的体系不相适应。重大军工资产重组是一个必然发展趋势。”张玉岩说。

作为重要军工龙头，航空工业集团是积极利用资本市场助力自身发展壮大的典范。一方面，航空工业集团持续推动旗下优质资产上市，近几年中，集团旗下江航装备、中无人机先后于

2020年7月、2022年6月登陆科创板。目前中航系拥有25家上市公司，是A股军工板块的重要力量。

另一方面，航空工业集团持续响应政策引导，不断通过并购重组加强专业化整合，聚焦主业，推动优质资源不断向上市公司集中。

2017年11月，中航沈飞通过与中航黑豹的重大资产重组，实现了军工核心资产的整体上市，成为了“中国战斗机第一股”。

2023年1月9日，航空工业集团宣布将旗下的直升机领域优质资产昌飞集团100%股权和哈飞集团100%股权注入中直股份，以实现直升机业务的整体上市，中直股份成为航空工业直升机产业链的“链长”。

2023年4月13日，航空工业集团旗下中航电子通过“A并A”换股吸收合并中航机电，全面提升机载系统装备研制能力，打造世界一流的航空机载系统供应商。同年8月2日，中航重机公告，拟13.18亿元用于收购宏山锻造80%股权项目。

在整体上市、并购重组等一系列资本运作之下，当前航空工业集团的证券化率已超过70%，公司业绩稳步增长。航空工业集团借力资本市场发展壮大的成长路径，也为其他军工央企提升证券化水平提供了可供借鉴的范本。

“军工资产并购重组加速对行业的影响主要表现在三个方面，一是产业集中度提高，同质化竞争减少；二是技术创新能力提升，产业升级加速；三是资本运作效率提高，资本结构优化，企业资本实力增强”。田利辉告诉证券时报记者。

田利辉认为，军工资产的并购重组是一个复杂的过程，涉及多方面的因素，需要综合考虑政策、市场、技术等多方面的影响。

上海交大上海高级金融学院教授陈欣认为，军工资产上市后能够打开资本市场融资渠道，更加市场化，这对于企业激励员工和吸引人才都有很大帮助。公司上市后再配合做一些体制机制上的优化，有助于提升治理水平，进一步助力企业做大做强。

有效整合内部资产 夯实央国企市值管理基础

证券时报记者 杨霞

近期，证监会、交易所等监管部门多次对上市公司市值管理和价值提升作出阐述。

9月24日，证监会表示就新起草的《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》(下称“《指引》”)向社会公开征求意见。《指引》明确，上市公司应当聚焦主业，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值提升。

今年年初，国资委宣布进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，证监会随后强调推动将市值纳入央国企考核评价体系。

市值管理的核心内涵是以提升上市公司发展质量为基础，创造长期价值，提升投资者回报。过往经验来看，实施高质量的并购重组对提升央国企价值效果最为显著。

以中航电测为例，公司在宣布重组停牌前，其股价持续维持在10元/股左右，总市值约为60亿元。2023年2月2日股票复牌后，在优质资产注入的预期下股价飙升，连续8个交易日以20%的涨停板高歌猛进，短期股价最高触及64元/股的高点，市值一度冲破380亿元的关口。近期受并购重组概念热度影响，中航电测股价再度拉升，公司最高股价突破70元大关，最新市值412亿元。

并购重组是企业快速实现跨越式发展的重要手段，通过并购能快速获得目标企业的自然

资源、技术资源、品牌资源、渠道资源、客户资源，而这些资源如果仅依靠企业自身发展和积累需要数年时间。并购后通过和目标企业实现经营上、管理上、财务上的协同效应，进一步提升自身综合竞争优势。同时，并购重组也是国企改革背景下，央国企整合资源、聚焦主责主业的重要途径。

梳理发现，近年来实施重大资产重组的央企上市公司多处于国防军工、电力设备等行业。这些行业囿于特殊性，市场化程度较低，通过并购重组提高证券化水平后，公司引入了现代化治理理念，提高了资产运营和协同效率，不少公司的业绩水平均有所改善。以中国动力为例，公司经过资产重组，实现了对中国船舶集团内柴油机动力整机及主要零部件业务进一步整合，重组完成后，中国动力营收增速维持稳定增长。

和成飞业务相近的中航沈飞，在2017年完

成资产重组后，成为我国军机总装上市主体。此后公司业绩大幅改善，2018年~2023年营收年均复合增长率为18.07%，归母净利润年均复合增速为32.06%，公司实现了从百亿市值到千亿市值的跨越。

并购重组影响公司估值的内在逻辑在于，并购重组是上市公司优化资源配置、改善业务结构、实现市值管理的重要工具。从相对估值法视角看，企业市值是净利润和市盈率的乘积。由此来看，无论是横向资源整合，还是纵向产业链延伸，只要有利于公司做大做强盈利规模，都对估值提升有积极的作用。

无并购不巨头，纵观资本市场巨头成长之路，大部分都伴随着一系列并购举措。对于不断强化市值管理的央国企而言，并购重组更是其资源整合、提高证券化水平、发挥优质资产协同效应，从而提升公司市值的重要利器。