

## 站在更高的起点

### —— 上海国资整合倒计时



东方证券  
ORIENT SECURITIES

#### 前言：

上海本地股有三个投资纬度，迪士尼、世博会和国资整合。2010 年我们更加关注上海本地股中具备国资整合背景的集团和上市公司，作为集团资产整合平台的相关上市公司或将在 2010 年国资整合的大潮中获得估值的溢价和基本面的大幅改善，相关上市公司有望获得大幅的超额收益，建议投资者重点关注。

#### 主要观点：

- **上海国资整合提升资产盈利能力。**回顾历史，上海国有资产的盈利能力和经营效率欠佳，我们认为：通过以下三种方式的整合。上海国有资产的盈利能力将大幅提升。第一，集团优质资产注入上市公司，或者实现整体上市。第二，整合产业链上下游，使上市公司在产业链上有更明确的分工。第三，按照上海国资委公布的主业目录，剥离非主业资产，做大做强核心主业。
- **三大因素加速 2010 年上海国资整合。**首先，国资整合的方式已经由自下而上转变成成为自上而下，国资委由协调者到主导者定位的变化将大大推动整合的进程。其次，相关法律法规的陆续完善，增加了相关集团和上市公司整合的可操作性和整合效率。最后，2009—2010 年是《上海市“十一五”国有资产调整和发展专项规划》的最后两年。目前 25%左右的证券化率仍有较大的提升空间。
- **集团核心主业目录——上海国资整合不得不关注的内容。**市国资委目前已向绝大部分沪属国资集团下发了核心主业目录。根据目录要求，企业将对自身产业结构进行调整，做大做强核心主业，逐步退出非核心主业是未来上海国资整合的主要方向。而 3 月底成立的上海国有资本管理公司也将大大加快主辅剥离的进程。建议关注明确定位在集团主业资产整合平台的上市公司。
- **上海国资整合，做加法更要做减法。**目前上海国资相关集团下属上市公司仅 72 家，剔除已经整合过的和整合空间不大的，剩余的上市公司和集团将成为 2010 年国资整合的主要标的。结合目前整合的进展，建议投资者重点关注区国资委和定位在金融主业方向的集团和对应上市公司。

报告日期

2010 年 5 月 6 日

东方证券研究所策略团队

毛楠

股票策略高级分析师  
8621-63325888 × 6107  
maonan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860209100203

王明旭

股票策略资深分析师  
8621-63325888 × 6253  
wangmingxu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860209100201

刘俊

组合策略资深分析师  
8621-63325888 × 6109  
liujundl@163.com  
执业证书编号：S0860208110153

王晓李

股票策略分析师  
8621-63325888 × 6108  
wangxiaoli@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860108081123

杨娜

股票策略分析师  
8621-63325888 × 6057  
yangna@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860108111177

郑文琦

股票策略分析师  
8621-63325888 × 6081  
zwq@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860108061082

## 目 录

<b>一</b>	<b>2010 年国资整合大背景</b>	<b>4</b>
1、	产业结构优化调整的需要	4
2、	重组整合的资本市场大环境得以改善	7
3、	相关政策的推出助推国资整合	8
<b>二</b>	<b>历史整合模式回顾</b>	<b>9</b>
1、	整合模式梳理	9
2、	具体案例回顾	9
<b>三</b>	<b>未来整合思路展望</b>	<b>13</b>
1、	做减法，不做加法——上市公司整合范围梳理	13
2	国资整合的参考书——集团核心主业目录	18
3、	开放式，全方位——国资整合机会几何？	20

## 图表目录

图 1：上海市产业结构调整规划 .....	4
图 2：上海各支柱行业增加值与对应上市公司利润总额 .....	5
图 3：全部 A 股和上海本地上市公司历年 EPS 和 ROE 均值 .....	6
图 4：国有经济占上海 GDP 以及上海国资工业产值占上海工业产值比重 .....	7
图 5：上海本地股和全部 A 股历年的估值水平 .....	8
图 6：上海市国资委整合模式示意图 .....	9
图 7：上汽资产整合示意图 .....	10
图 8：上实和上药股权结构示意图 .....	11
图 9：强生控股股权结构示意图 .....	11
图 10：上海外高桥股权结构示意图 .....	12
图 11：上海国资整合展望 .....	20
 表 1：上海国资具有控制力的集团及上市公司(共 72 家) .....	13
表 2：上市公司最新资产整合公告或其他事件 .....	15
表 3：集团剥离非主业资产情况（2010 年 3 月 31 日至 4 月 29 日） .....	18

上海国资整合从宏观角度看意义极为重要，通过不同方式的重组和整合，优化了国有资产的分布，提升了上海国有资产整体的盈利能力和发展空间。在整合的大方向上，优化产业布局，各集团坚持上海国资委公布的企业核心目录的方向不变。而从整合具体内容看，完善上下游产业链，解决同业竞争问题，剥离非主业资产，将优质资产注入上市公司仍将成为主要的整合方式。从资本市场的角度看，通过大规模的整合，不仅将大大提升上市公司的盈利能力，也将使得上市公司和流通股东的利益更趋于一致，资本市场会给予良好的回应。我们认为：上海国资经过这次大规模的资产整合后在产业布局和发展方向上更为明晰，相关集团和上市公司的发展前景将更为清晰，未来发展的步伐也将更为坚定。

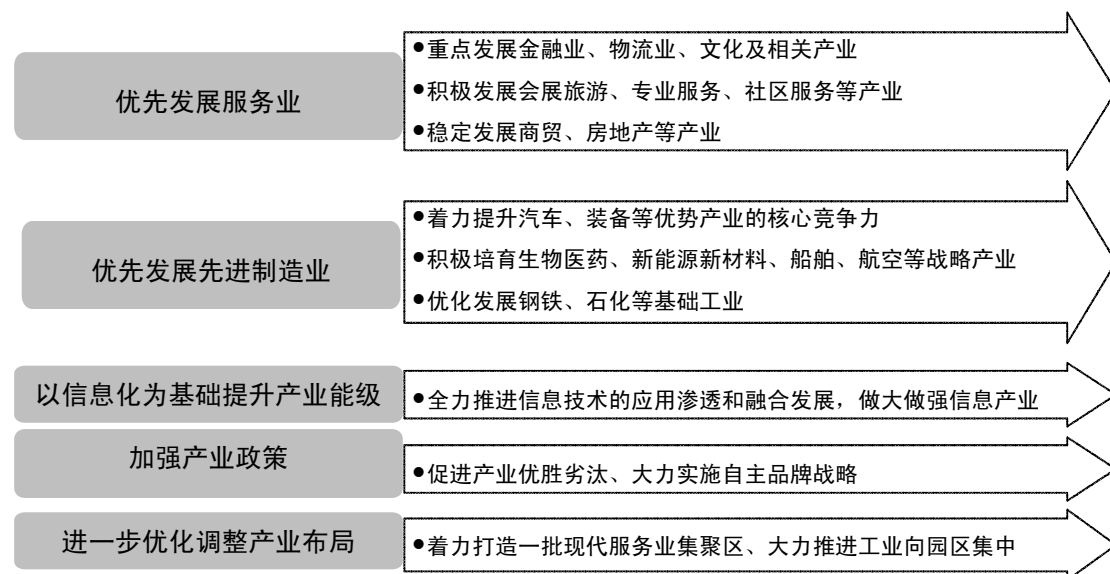
## 一 2010 年国资整合大背景

### 1、产业结构优化调整的需要

上海国资在结构的分布上存在较大优化调整的空间。一方面，上海国资之前的布局过散、国资流动不畅。48 家企业集团涉及 79 个行业，近 11% 的资产分散在餐饮、造纸、木材加工、建筑装饰、塑料制品、纺织服装鞋帽等 59 个一般竞争性行业。另一方面，集团相互持股现象严重，层级分布复杂。之前的国资重组更多偏重于‘治标’式重组，可持续性差，没有突出相关产业的竞争优势。

《上海市国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》中明确指出，上海将继续坚持“三、二、一”产业发展方针，按照逐步形成服务经济为主的产业结构的总体要求，优先发展现代服务业和先进制造业，把提高自主创新能力作为产业结构优化升级的中心环节，以信息化为基础提升产业等级，促进二、三产业融合发展，努力提高产业的国际竞争力。

图 1：上海市产业结构调整规划

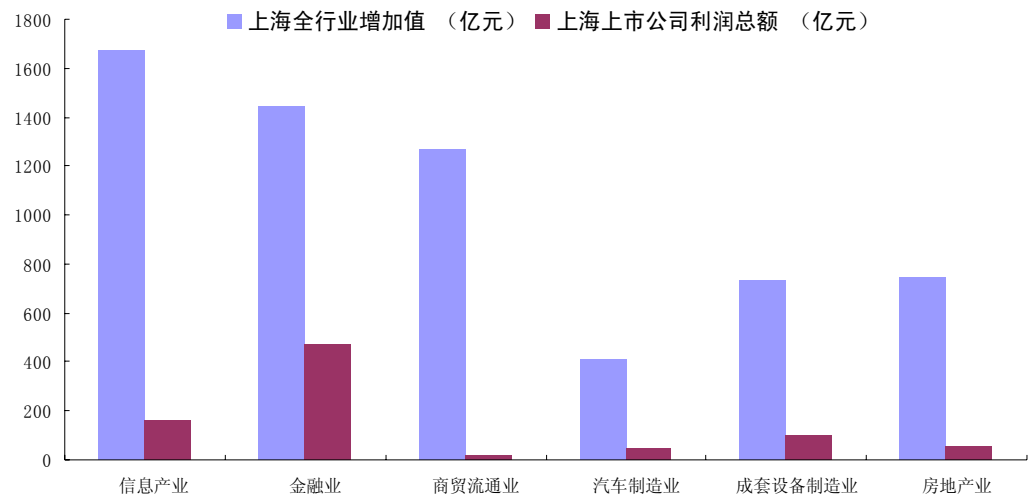


资料来源：《上海市国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》

根据上海“十一五”规划的逻辑，上海将形成以国际经济、金融、贸易、航运为中心的基本框架。在产业结构上，形成信息技术、金融、商贸物流的三大先进服务行业体系。然而，我们发现，上海本地股中部分行业特别是“十五”规划中提到的六大支柱产业的上市公司总体规模和质量与对应行业的发展程度严重不匹配。

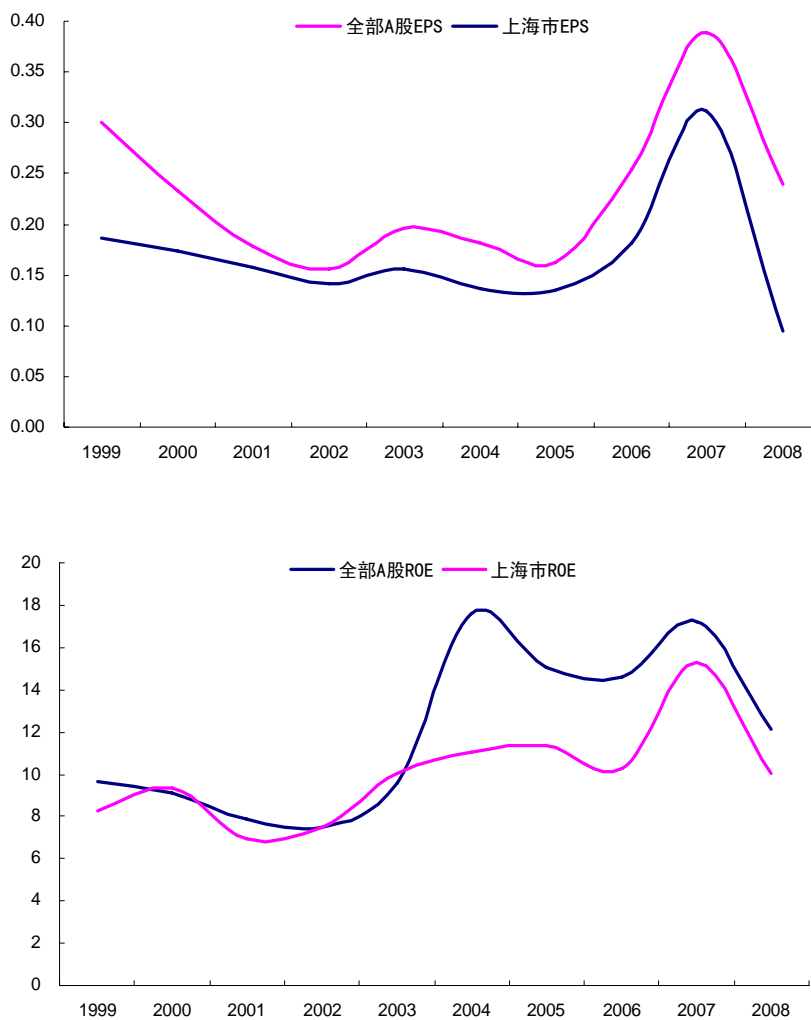
我们将上海本地股按行业分类进行统计，得到信息产业、金融业、商贸流通业、汽车制造业、成套设备制造业、房地产业六大支柱产业的 2009 年前三季度的利润总额，并将其与上海市这六大产业 2008 年的增加值进行比较。可以看出，从数量、利润等规模上，上海本地股所代表的资本平台与上海产业发展严重不匹配，这主要与该行业内资源过于分散，部分优质行业资源并未进入上市公司等因素有关。因此，未来作为先进生产力代表的上海本地股有强烈的重组和变革的需要。

**图 2：上海各支柱行业增加值与对应上市公司利润总额**



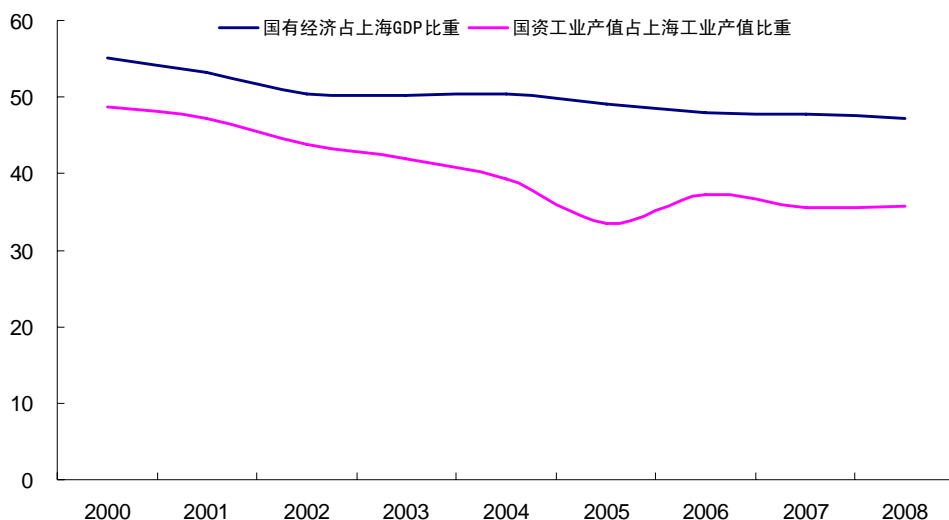
资料来源：wind，上海统计局网站，东方证券研究所整理

此外，我们按照行业分类对全部 A 股各上市公司每股收益和净资产收益率进行加权平均，作为行业平均水平，并将上海本地股相关指标与之进行对比，发现上海本地股各行业上市公司 EPS 和 ROE 高于行业平均水平的公司占比比较低，显示出上海上市公司的质量与其城市的经济发展程度严重不匹配。上海上市公司作为展示上海形象的重要平台，并不具有较强的代表性。国资具有直接控制力的 72 家上市公司不论从 EPS 的均值，还是历年 ROE 的平均水平，都大幅低于 A 股平均水平。

**图 3：全部 A 股和上海本地上市公司历年 EPS 和 ROE 均值**

资料来源：wind，东方证券研究所整理

这种质量上的不匹配状况主要是因为上海国资比重偏高。从国有经济增加值对 GDP 增长的贡献度来看，目前上海市国有经济增加值占上海市 GDP 的比重明显偏高。数据显示，尽管近几年上海市国有经济增加值占 GDP 的比重呈现明显的持续下降趋势。

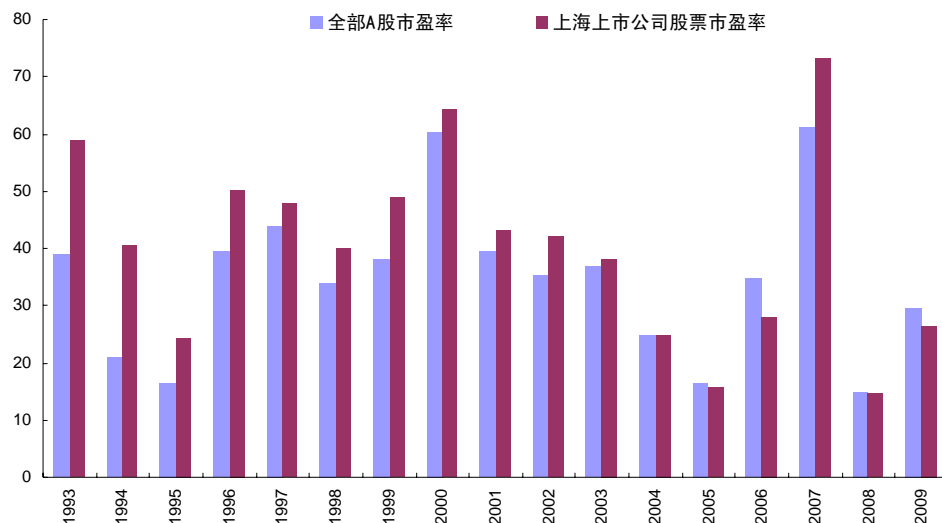
**图 4：国有经济占上海 GDP 以及上海国资工业产值占上海工业产值比重**


资料来源：wind，上海统计局网站

## 2、重组整合的资本市场大环境得以改善

从 2007 年到 2008 年，A 股市场投资者的情绪经历了大幅波动的过程。而回复正常后 2009-2010 年，将给上海国资的整合提供了良好的大环境。

一方面，估值相对合理，资产整合和重组的成本大幅降低。整个 A 股市场和上海本地股的估值水平在经历大幅向下调整之后，资产整合和重组的成本将得到有效控制。整个 A 股和上海本地股目前的静态市盈率为 25 倍左右，较 07 年下半年接近 70 倍市盈率大幅降低。另一方面，A 股市场融资功能的恢复也为重组和整合创造了良好条件。由于 2008 年整个 A 股市场的整体估值水平出现了大幅的下降，A 股市场基本丧失了融资功能，许多上海本地的上市公司以及集团在这样的背景下很难进行有效的资本运作。其实我们也看到：与地方国资整合受阻相对应的，许多央企集团和对应的上市公司在 2007 年底和 2008 年初进行了相关的股权划拨和实际控制人的变更，相关上市公司已经被明确作为相关主业的资产整理平台，但是由于 A 股市场的低迷，资本运作的进程也一样受到很大的影响。2009 年以来，随着 A 股市场的日益回暖，上海国资的重组将再次得以提速。

**图 5：上海本地股和全部 A 股历年的估值水平**


资料来源：wind，东方证券研究所整理

### 3、相关政策的推出助推国资整合

在上海国资的大规模整合过程中，国资委以及相关管理部门的政策推动起到了极为重要的作用。上海市国资委先后出台了《上海市“十一五”国有资产调整和发展专项规划》，《市国资委出资监管单位改制重组工作指引》，《关于进一步推进上海金融国资和市属金融企业改革发展的若干意见》等一系列文件，增加相关集团和上市公司重组和整合的可操作性。

2008 年底以来推出的一系列辅助措施也成为助推上海本地股整合的重要原因之一。2008 年 12 月 9 日发布实施了《商业银行并购贷款风险管理指引》，上海国资委将积极推动银企合作，以推进企业资产并购重组进程；2008 年 12 月《金融 30 条》中明确指出：支持有条件的企业利用资本市场开展兼并重组，促进上市公司行业整合和产业升级，减少审批环节，提升市场效率，不断提高上市公司竞争力。为期三年旨在减轻企业兼并重组成本的契税优惠政策从 2009 年起开始实施。根据财政部和国税总局下发的通知，从 2009 年起，企业在股权转让、合并等领域涉及的土地、房屋权属，只要符合相关条件，免征契税。这些辅助措施都有利地推动了上海国资的整合，我们看到 2009 年 3 月，百联集团就运用并购贷款实现了集团内的一部分资产整合。

此外，从政策角度看，《上海市国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》中明确指出 2010 年是国资整合的重要时间节点。首先，要在 3-5 年的时间之内将 47 家控股集团减少到 35-30 家。其次，2008 年 9 月，国资委领导表示：“到 2010 年，上海国资至少将有 30% 以上的经营性资产集中到上市公司，目前，上海地方国有控股上市公司占全上海经营性国有资产总量的比重远小于 30%。”最后，最新数据显示，上海国资控制的企业中，证券化率仅为 25% 左右，未来进一步提高的空间较大。



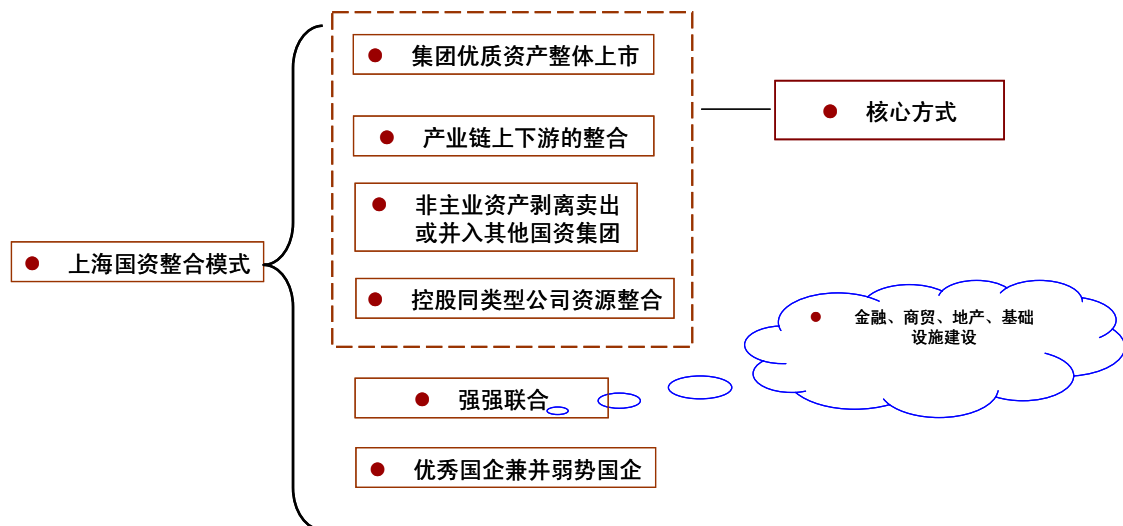
## 二 历史整合模式回顾

通过历史回顾，我们发现：上海国资的整合在宏观角度看意义更为重要，通过不同方式的重组和整合，优化了国有资产的分布，提升了上海国有资产作为一个整体的盈利能力和发展空间。而从整合方式的角度看，我们认为四种主要的整合方式仍将延续。与此同时，在兼顾整体效果的同时，上市公司的盈利能力，和资产质量也得到了大幅提升。

### 1、整合模式梳理

上海国资整合的大思路是全方位，开放式重组。具体到整合的模式上，主要有以下几个方式：第一，集团优质资产注入上市公司，或者实现整体上市。第二，整合产业链上下游，使上市公司在产业链上有更明确的分工。第三，按照上海国资委公布的主业目录，剥离非主业资产，做大做强核心主业相关资产。

图 6:上海市国资委整合模式示意图



资料来源：东方证券研究所收集整理

## 2、具体案例回顾（以下案例回顾仅基于公开信息和客观分析）

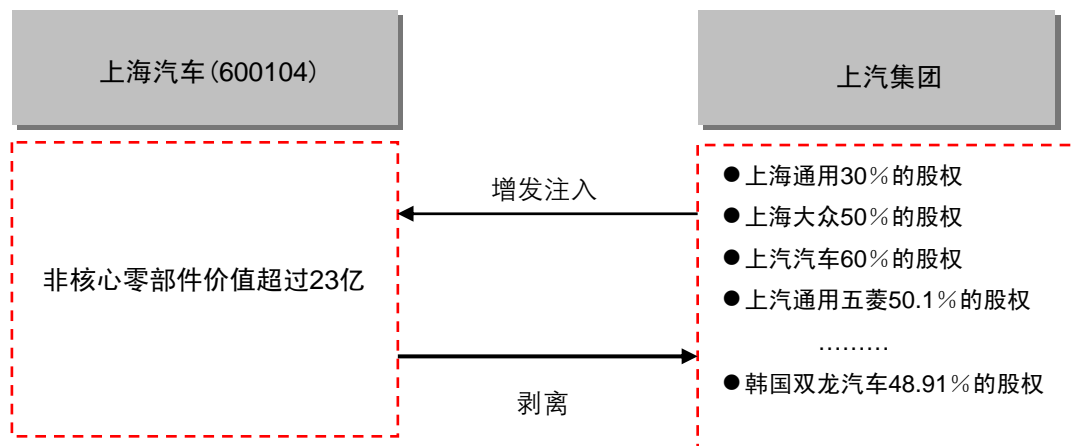
### 1 优质资产实现整体上市

上汽集团借上海汽车实现整体上市在整体上市众多案例中具有典型性，通过整体上市明确了上市公司的主业经营方向，即汽车的整车制造，同时实现了主业和辅业的分离，大大提升了上市公司的资产质地和公司的赢利能力。

集团整体上市之后，上海汽车的经营业务将集中在汽车整车(包括乘用车、商用车)、与整车开发紧密相关的零部件(包括动力传动、底盘、电子电器等)的研发、生产、销售，以及与汽车业务密切相关的汽车金融。集团整体上市，把上海大众、上海通用、上海汽车工业销售有限公司、上海汽车股

份有限公司等，整车、关键零部件、相关服务贸易和自主开发四大块的核心优质资产纳入集团股份公司中，并作为战略目标重点做强。与此同时，上海大众、上海通用等盈利能力强的企业被纳入使上汽集团也使上市公司融资能力大大增升，为后续发展创造了空间。

**图 7：上汽资产整合示意图**



资料来源：东方证券研究所收集整理

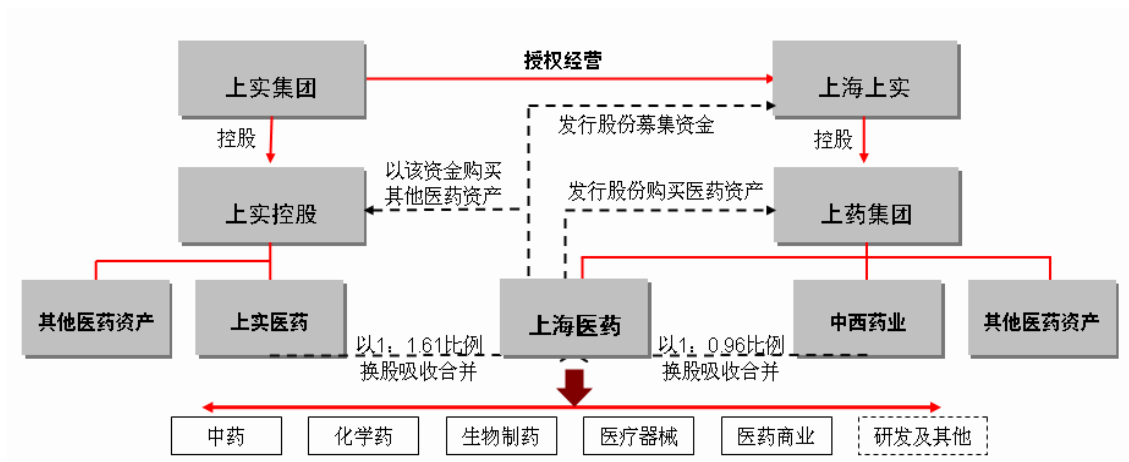
## 2 产业链上下游进行整合

上药集团的整合可以理解成为一次医药产业链的资产重新布局。本次重组整合后新上海医药有望在 2010 年成为一个收入超过 360 亿元、净利润超过 10 亿元的新医药航母，主业包括医药商业和医药工业两部分五大业务板块，覆盖研发、制药、分销全产业链，产业布局更加合理，能够发挥协同效应，提升了公司的抗风险能力和盈利能力。

上海医药、上实医药、中西药业重组方案草案：本次重大资产重组包括三项交易，即（1）上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业，上实控股拟通过行使现金选择权全部转让其持有上实医药的 43.62%的股权；（2）上海医药向上药集团发行股份作为支付方式购买信谊药业、第一生化等评估值合计为 53.85 亿元的医药核心资产；及（3）上海医药向上海上实定向增发 1.69 亿股 A 股，以募集资金购买上实控股旗下除上实医药以外的青春宝等优质医药资产。

重组后公司将进行大规模资产和业务整合，启动以三大基地为核心的产业布局调整计划，即以浦东为制剂产业基地、奉贤为中药产业基地、星火为原料药产业基地，集中、集聚生产资源发展聚焦产品，进一步降低运营成本，提高整体营运质量；凭借新上药的集团化优势，将工业产品销售渠道的拓展与分销渠道的扩张有机结合，形成工商一体协同发展的局面，扩大工业、商业的整体市场占有率。同时，利用零售门店网络优势，提升新上药自有品牌非处方药的市场占有率。新上海医药商业资产占据上海市 52.6%和华东地区 16.3%的市场份额，是我国第二大医药商业龙头，未来将充分受益于新医改药物集中招标和统一配送。

图 8：上实和上药股权结构示意图

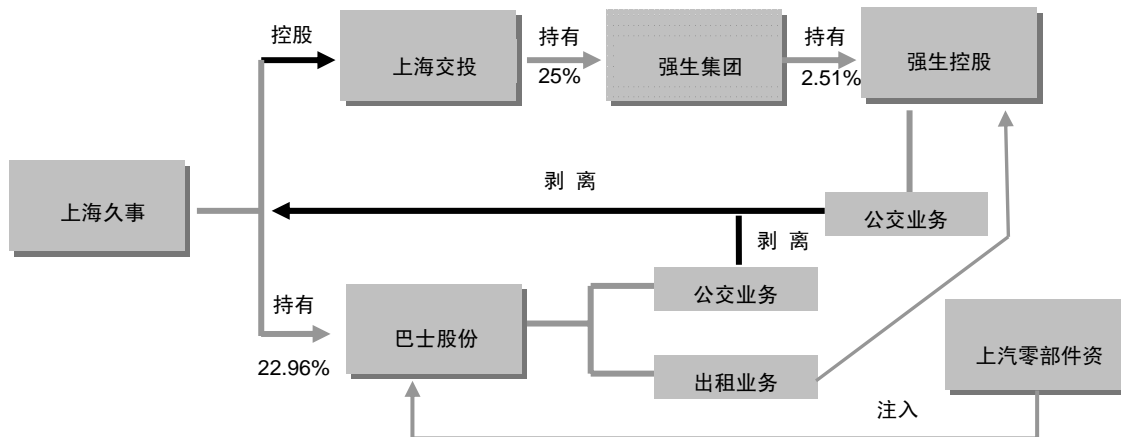


资料来源：东方证券研究所收集整理

### 3 非主业剥离，做大做强核心主业

久事集团以及巴士股份的整合反应的主要思路是：非主业剥离，解决同业竞争，做大做强核心主业。整合主要将巴士股份和强生控股的盈利能力低的地面公交资产划到集团层面，剥离上市公司，将剩余公共交通资产集中于一家上市公司；把巴士股份在主营业务收入占比小但营利性较强的出租车业务剥离给强生，做大做强主业。

图 9：强生控股股权结构示意图



资料来源：东方证券研究所收集整理

整合后上海久事可以更集中发展上海市公交，做大做强路面交通产业，把公交资产从上市公司剥离，国有公交成为行业主力军，公交重新回归公益为主的运营模式。巴士股份原有主营业务以公益性为主不以盈利为主要目的，而这与上市公司以及股东的根本利益不符；受油价上涨、人工成本提高、

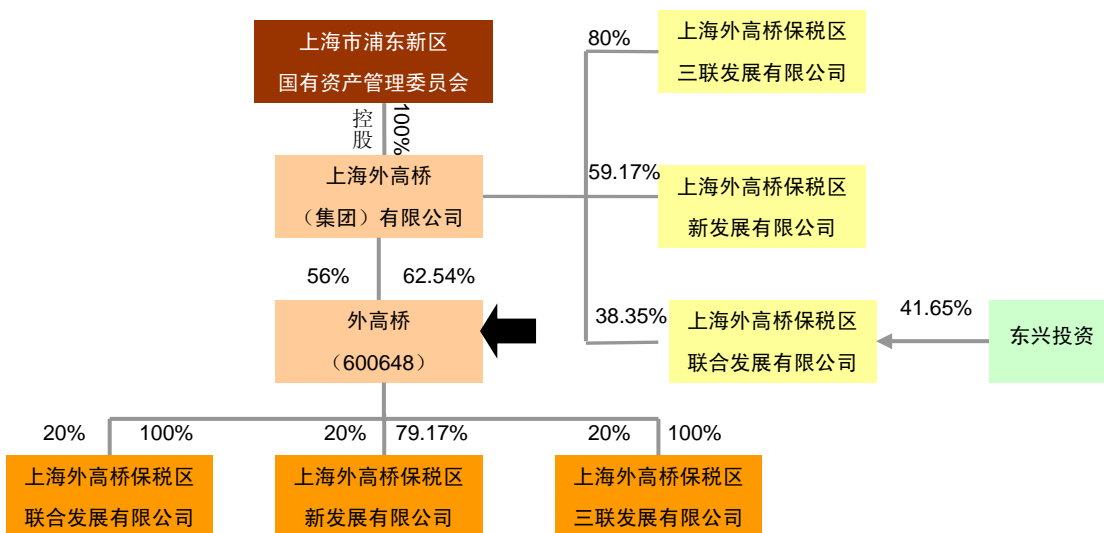
轨道交通大幅扩容以及优惠乘车等因素影响,公司收益率和毛利率均出现下滑趋势;从盈利能力看,公交客运业务主要依赖于政府的财政补贴,公司可持续发展能力弱;出租车客运业务效益下滑,发展空间受限,而战略转型后公司盈利能力显著提高;国家对汽车零部件产业的政策支持以及上汽集团独立供应汽车零部件业务的整体优势,可使公司后续发展能力和盈利能力得到增强。

#### 4 优质资产注入上市公司,提高上市公司的代表性

外高桥集团的资产注入对于上市公司的意义在于:一方面,外高桥集团注入的三家公司约占集团总资产的 66%,其具有核心盈利能力的资产均已注入上市公司;上市公司总资产与净资产规模显著扩张,整体实力明显增强。另一方面,外高桥集团将工业房地产综合开发经营、现代物流和国际贸易等园区综合服务业务注入上市公司;上市公司的定位也将转变为上海外高桥保税区和外高桥功能区域的综合开发商、营运商和服务商。

资产注入使上市公司在房地产主业上更具优势。首先,公司的房地产主业规模扩大,规模效应初现,完成注入后上市公司拥有建筑面积 600 万平方米项目储备和 279 万平方米出租物业;其次,注入后上市公司房地产主业将具有很强的成本优势;地产储备地理位置得到了优化,沿海是东海和黄浦江入海口,上海-崇明-江苏的桥隧大通道的起点,往内是金桥出口加工区、张杨路居住中心,轨道交通有 4 号线,地理位置优越;产品类型得到了丰富,既有出租物业,也有开发销售项目;既有工业厂房,也有商业办公和住宅;熟地比例高,因此不用考虑拆迁等其他因素对地价成本和项目进度的影响。

图 10:上海外高桥股权结构示意图



资料来源:东方证券研究所收集整理

### 三 未来整合思路展望

#### 1、做减法，不做加法——上市公司整合范围梳理

##### 1 上海国资具有控制力的集团及上市公司梳理

归属上海市国资委的大型国有企业集团超过 40 家，下属企业近千家，首先必须对于重组和整合的大范围作出界定。国资委于 2007-2008 年先后公布了四批下属集团的核心目录，除去第四批的研究院所，市国资委下属的核心集团为 32 家。我们对于相关集团下的上市公司进行了梳理，国资委下一步资产整合的对象将主要集中在这些集团下属的 72 家上市公司中。

**表 1：上海国资具有控制力的集团及上市公司(共 72 家)**

上海国资委下属集团	集团所控制上市公司（括号内为持股比例）					
上海汽车工业（集团）总公司	上海汽车（78.94%）	上柴股份（50.32%）				
上海电气（集团）总公司	上海电气（59.24%）	上海机电（47.28%）	上电股份（83.75%）	自仪股份（26.39%）	海立股份（30.49%）	二纺机（41.92%）
上海华谊（集团）公司	氯碱化工（51.59%）	双钱股份（66.33%）	三爱富（31.53%）			
上海仪电控股（集团）公司	上海金陵（17.71%）	飞乐音响（6.26%）	飞乐股份（12.2%）	广电电子（30.07%）	广电信息（42.24%）	
上海纺织控股（集团）公司	龙头股份（30.08%）					
上海国际港务（集团）有限公司	上港集团（69.70%）					
上海地产（集团）有限公司	中华企业（36.17%）	金丰投资（38.96%）				
上海建工（集团）总公司	上海建工（56.41%）					
上海交运（集团）公司	交运股份（49.18%）					
上海城建（集团）公司	隧道股份（36.85%）					
光明食品（集团）有限公司	海博股份（35.25%）	金枫酒业（32.75%）	上海梅林（50.74%）	光明乳业（35.27%）		
锦江国际（集团）有限公司	锦江投资 AB(38.54%)	锦江股份 AB(50.31%)	锦江旅游 B(50.21%)	锦江酒店 H(69.52%)		
百联（集团）有限公司	百联股份（44.01%）	友谊股份（6.31%）	第一医药（19.39%）	上海物贸 AB(51.71%)	联华超市（香港上市）	
上海水产（集团）总公司	开创国际（43.02%）					
东方国际（集团）有限公司	东方创业（65.39%）					
上海兰生（集团）有限公司	兰生股份（52.50%）					
上海市城市建设投资开发总公司	城投控股（55.61%）					
上海久事公司	巴士股份（22.96%）	强生控股（32.51%）				
上海广电（集团）有限公司						
华虹（集团）有限公司	上海贝岭（27.80%）					
上海医药（集团）有限公司	中西药业（55.09%）	上海医药（39.69%）				
申能（集团）有限公司	申能股份（50.56%）	中国太保（16.60%）				
上海实业	上实医药	上实发展	海通证券			

(集团)有限公司	(43.62%)	(63.65%)	(6.75%)			
上海联和投资有限公司	上海航空 (35.73%)	新海宜(11.66%)				
上海国盛 (集团)有限公司						
长江经济联合发展(集团)股份有 限公司	长江投资 (38.61%)					
上海市黄浦区国有资产监督管理 委员会	老凤祥(29.05%)	新世界(25.19%)				
上海市国有资产监督管理委员会	申达股份 (31.07%)	中路股份 (9.56%)				
上海工商界爱国建设特种基金会	爱建股份 (16.57%)					
上海市金山区国有(集体)资产监 督管理委员会	金山开发 (33.13%)					
上海市崇明县国有资产监督管理 委员会	亚通股份 (32.51%)					
上海市卢湾区国有资产监督管理 委员会	益民商业 (39.04%)					
上海市浦东新区国有资产监督管 理委员会	上工申贝 (24.44%)	外高桥(62.54%)				
上海同济资产经营有限公司	同济科技(22.9%)					
上海市静安区国有资产监督管理 委员会	上海九百 (19.59%)					
上海机场集团有限公司 (上海国资委授权)	上海机场 (53.25%)					
上海广播电影电视发展集团	东方明珠 (45.22%)					
上海建筑材料总公司	棱光实业 (69.67%)					
上海陆家嘴集团有限公司 (上海国资委授权)	陆家嘴 (57.64%)					
上海浦东发展集团有限公司(上海 国资委授权)	浦东建设 (22.64%)					
上海金桥集团有限公司 (上海国资委授权)	浦东金桥 (43.82%)					
上海家化集团有限公司	上海家化 (38.23%)					
上海申通地铁集团有限公司	申通地铁 (58.43%)					
上海张江集团有限公司	张江高科 (53.50%)					
上海国际(集团)有限公司	浦发银行 (23.57%)					

资料来源：东方证券研究所根据公开信息整理

## 2 未经过大规模整合的上市公司梳理

从这 77 家上市公司最新的资产出售、置换等相关公告中看,有 55 家企业在 2008 年后有公告披露。根据我们的梳理,自 2007 年以来,上海国资下属的上汽、上海建工以及上实等集团都已经实施过资产重组。但目前的 77 家(包括 H 股)上市公司中,仍然有一部分尚未进行资产重组。

我们认为,对于已经经历过大规模资产重组的上市公司而言,其整合空间已经不大,从这个简单的逻辑出发,我们的关注重心应该放在那些尚未经历过大规模资产重组的上市公司上。而从频繁的公告披露上可以看出,一些未经历大规模资产重组的上市公司,正在进行公司内部的资产整理,为未来的大规模资产整合做铺垫。

**表 2：上市公司最新资产整合公告或其他事件**

股票名称	日期	最新资产整合公告或其他事件
上海汽车	2008-12-30	上海汽车关于收购上海柴油机股份有限公司进展情况的提示性公告
上柴股份	2008-9-26	上柴股份关于转让金山缸套厂 70.746%股权的提示性公告
上海电气	2009-10-24	上海电气转让下属子公司股权的关联交易公告
上海机电	2009-10-24	上海电气股份有限公司关联交易公告：上海电气（集团）总公司向上海电气集团印刷包装机械有限公司持股 50%的企业日本秋山国际株式会社单方增资 27 亿日元。上海申威达机械有限公司将塑机分厂房屋及附属设施设备以 27,251,201.05 元人民币的价格转让给上海电气（集团）总公司。
上电股份	2008-11-11	上海电气集团股份有限公司首次公开发行 A 股暨换股吸收合并上海输配电股份有限公司换股与现金选择
自仪股份	2010-02-04	上海自动化仪表股份有限公司关于受让上海轨道交通设备发展有限公司综合监控系统相关资产的关联交易公告
海立股份	2010-01-04	海立股份第五届董事会第十次会议公告：审议通过《向上海珂纳电气机械有限公司转让青岛海立电机有限公司股权整合冰箱压缩机业务的议案》
二纺机	2009-8-3	*ST 二纺重大重组进展公告
氯碱化工	2009-4-15	氯碱化工董事会关于转让所持拜耳(上海)聚合物有限公司 10%股权事项的进展公告
双钱股份	2010-02-02	双钱集团关于出售上海米其林回力轮胎股份有限公司 28.49%股权的实施公告
三爱富	2009-5-15	三爱富非公开发行股份购买资产暨重大资产重组(关联交易)报告书(草案)
上海金陵	2009-8-25	上海金陵重大资产重组事项公告
飞乐音响	2009-10-31	公司将持有的上海浦江智能卡系统有限公司（以下简称：浦江公司）75%股权在上海联合产权交易所公开挂牌出让
飞乐股份	2009-11-14	飞乐股份关于转让上海精密科学仪器有限公司 100%股权的关联交易公告
龙头股份	2000-9-26	上海龙头股份有限公司公告：资产置换
上港集团	2008-5-8	上港集团发起人股东变更公告：上海国资将所持上港集团股份无偿划转给上海久事公司获得国资委批准
中华企业	2008-02-26	中华企业股份有限公司关联交易公告：公司与上海馨安置业有限公司签署了《上海顺驰置业有限公司 55%股权转让合同》。
金丰投资	2008-6-18	金丰投资关于收购无锡灵山房地产投资开发有限公司 100%股权的公告
上海建工	2009-8-29	上海建工重大资产重组事项进展公告
交运股份	2009-9-30	交运股份关于转让公司持有的巨田投资有限责任公司 17.5083%股权的公告
隧道股份	2009-12-18	隧道股份关于全资子公司上海建元投资有限公司转让奉化元康公路建设有限公司股权事项的公告
海博股份	2009-12-10	海博股份关于控股子公司出售资产及交易情况的公告
金枫酒业	2009-6-20	金枫酒业关于转让上海顺联通创业投资有限公司股权的关联交易公告



上海梅林	2008-12-20	上海梅林重大资产重组事项的进展公告
光明乳业	2007-7-14	光明乳业股份有限公司重大事项公告：向农工商超市转让所持有的可的便利 81%的股权
锦江投资	2004-4-22	上海锦江国际实业投资股份有限公司关于重大资产置换的提示性公告
锦江股份	2009-8-13	锦江股份重大资产重组事项进展公告
锦江旅游	2010-4-10	关联交易公告：拟与控股股东锦江酒店集团进行重大资产重组，重组完成后公司主营业务转变为经济型酒店业务和餐饮投资业务，待公司重大资产重组获中国证监会核准后，公司日常关联交易将发生变化。
锦江酒店	2009-8-6	锦江酒店重大资产重组及连续停牌公告
百联股份	2010-1-19	第六届董事会第十六次会议决议公告：通过《关于收购上海金山百倍购物中心有限公司 100%股权的议案》
友谊股份	2005-10-28	上海友谊集团股份有限公司关于转让上海世纪联华超市发展有限公司股权的公告
第一医药	2005-11-26	上海第一医药股份有限公司 2005 年临时董事会决议暨召开公司 2005 年临时股东大会公告：审议通过了公司关于转让蔡同德药业有限公司股权的议案
上海物贸	2006-4-1	上海物资贸易股份有限公司关于重大资产置换实施进展情况的公告
联华超市 (香港上市)		
开创国际	2009-7-4	开创国际关于重大资产重组进展的公告
东方创业	2006-12-27	东方国际创业股份有限公司重大事项进展公告：转让本公司持有的荣恒公司全部 62%的股权
兰生股份	2009-9-19	兰生股份重大资产重组事项进展公告
城投控股	2009-4-15	城投控股发行股份购买资产暨重大资产重组(关联交易)持续督导工作报告书
巴士股份 (华域汽车)	2008-08-15	巴士股份重大资产重组相关事项进展公告
强生控股	2009-4-1	强生公交已于今年四月份划入巴士。
广电电子	2009-12-31	出售、购买资产等关联交易实施情况公告
广电信息	2008-6-28	关于转让杭州中正生物认证技术有限公司 20%股权事项变更转让对象及进展情况的公告。
上海贝岭	2003-6-4	出售资产公告：出售的资产为公司所持有的 25.22% 的上海先进半导体制造有限公司股权(以下简称“先进”)和公司已转让给 LANMAX 的 0.78% 先进股权的应收债权,转让价格合计暂为人民币 2.8 亿元。
中西药业	2009-12-28	中西药业:关于重大资产重组事宜获得中国证监会并购重组审核委员会审核通过的公告
上海医药	2009-10-16	上海医药换股吸收合并、发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)
申能股份	2002-4-20	申能股份有限公司关于完成吴泾六期输变电工程长期投资转让的重大事项公告
中国太保		
上实医药	2009-6-25	上实医药重大资产重组进展公告
上实发展	2009-9-12	全资子公司上海远东国际桥梁建设有限公司 100% 股权挂牌出售应价情况及股权转让的公告



海通证券	2009-11-23	海通证券关于海通(香港)金融控股有限公司收购大福证券集团有限公司进展的公告
上海航空	2004-7-29	上海航空股份有限公司 2004 年第二次临时董事会会议(通讯方式)决议公告: 同意公司签署《中国联合航空公司转让重组协议》
新海宜	2007-10-26	苏州工业园区新海宜电信发展股份有限公司第三届董事会第七次会议决议公告: 审议通过《关于受让苏州工业园区奥克科技有限公司持有本公司控股子公司苏州工业园区海宜新材料有限公司 25% 股权的议案》
长江投资	2009-11-5	长江投资关于转让公司拥有的陆交中心部份股权意向的公告
老凤祥	2009-9-21	老凤祥股份有限公司拟以向上海市黄浦区国有资产监督管理委员会发行新增股份的方式购买其持有的上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权和上海工艺美术有限公司 100% 的股权。
新世界	2008-1-3	关于再受让上海蔡同德药业有限公司 10% 股权的公告
申达股份	2010-1-28	有关资产置换事宜产权交易完成公告: 完成与申达集团置换资产的过户
中路股份	2007-8-25	董事会关于出售上海浦江缆索股份有限公司部分股权的公告: 向元昊实业出售持有的浦江缆索股份有限公司 41.01% 股权
爱建股份	2009-12-02	爱建股份关于出让上海爱建顾村置业有限公司 90% 股权的公告: 转让给上海宏润地产有限公司。
金山开发	2009-12-31	关于转让公司持有上海凤凰(江都)电动车有限公司 55% 股权的公告: 董事会审议通过《关于转让公司子公司上海凤凰(江都)电动自行车有限公司 55% 股权的议案》
亚通股份	2010-1-4	重大事项进展公告: 公司大股东仍在就重大资产重组事项的有关问题与相关部门进行政策咨询及方案论证, 存在不确定性
益民商业	2007-3-6	上海益民百货股份有限公司四届二十一次董事会议决议及召开第四届股东大会第三次会议事项公告: 公司决定出资 5226.79 万元人民币通过下属全资子公司上海益民置业发展有限公司收购“卢湾工商局”拥有的柳林大厦 7-8 层
上工申贝	2010-3-26	与中捷缝纫机股份有限公司签署《关于缝纫机业务战略合作框架协议书》的公告: 将以全资子公司上海上工蝴蝶缝纫 40% 的股权和相关资产经评估后向中捷股份的全资子公司中屹机械增资并成为中屹公司的参股股东
外高桥	2008-12-26	向特定对象发行股份购买资产暨关联交易行为实施结果暨股份变动公告: 向上海外高桥(集团)有限公司、上海东兴投资控股发展公司非公开发行股票收购其持有公司的股权
同济科技	2009-10-17	关于出资设立酒店管理公司的关联交易后续公告: 同意本公司与同济大学建筑设计研究院(集团)有限公司共同出资设立酒店管理公司
上海九百	2007-12-20	关联交易公告: 签订了《股权转让协议》, 将公司持有的东方证券股份有限公司 780 万股股权转让给九百集团
上海机场	2009-2-28	收到公司控股股东上海机场(集团)有限公司《关于集团公司出资人调整的通知》, 截至 2009 年 7 月 31 日, 上海机场(集团)有限公司由上海市国有资产监督管理委员会履行出资人职责
东方明珠		

棱光实业	2009-12-22	棱光实业出售资产公告:公司召开了六届十二次(临时)董事会会议,审议通过了《关于出售两幢建筑物的提案》,公司与上海住建创意投资有限公司签订《上海市产权交易合同》。
陆家嘴	2009-7-30	陆家嘴关于收购上海浦项商务广场大厦进展情况的公告:
浦东建设		
浦东金桥	2009-12-08	关于出售部分所持海通证券股份的公告
上海家化	2008-5-24	关于控股股东的国有权益权属划转的公告:上海家化(集团)有限公司100%的国有权益已由上海大盛资产有限公司划转上海国盛集团有限公司。
申通地铁	2003-4-15	关联交易公告:向控股股东上海申通集团有限公司转让上海地铁广告公司51%股权
张江高科	2009-11-24	张江高科收购资产公告:本公司全资子公司—上海张江集成电路产业区开发有限公司出资 9520 万元向福尼克斯成像技术(上海)有限公司收购“福尼克斯厂房及部分附着设备”
浦发银行		

资料来源:根据 WIND、及其他公开信息整理

## 2 国资整合的参考书——集团核心主业目录

自 2007 年下半年开始,市国资委已陆续向绝大部分沪属国资集团下发了核心主业目录。根据目录要求,企业将对自身产业结构进行调整,做大做强核心主业,逐步退出非核心主业——或卖出,或改制。上海明确二批 23 家企业集团的主业,与央企大力推进主副剥离、实现主业的联合重组、做大做强上市公司的路径如出一辙。

根据国资委的规划目标,国有资本将从传统产业和一般竞争性领域退出,向先进制造业、现代服务业和城市基础设施领域集中。到 2010 年,50%左右的经营性国有资产集中在现代服务业、先进制造业和城市基础设施建设领域,80%的经营性国有资产分布在大型、特大型控股公司(集团),80%的制造业大型企业国有资产主要集聚于开发区、园区和基地。此外,将有三成以上的经营性国有资产集中到上市公司,提高证券化资产比例。

表 3: 集团剥离非主业资产情况 (2010 年 3 月 31 日至 4 月 29 日)

集团	主业	拟出让公司	拟出让资产的主业	拟出让份额	是否全部股份拟出让	与集团主业一致与否	出让原因
宝钢集团有限公司	钢铁	申银万国证券股份有限公司	证券	0.01%	是	否	剥离少数股权
光明食品(集团)有限公司	现代农业、食品制造业和连锁商贸业	依伦贸易(上海)有限公司	国际贸易及贸易咨询;保税区企业间的贸易,区内贸易代理;贸易及技术进出口	20%	是	否	剥离辅业
		依伦(上海)香精香料有限公司		20%	是	否	剥离辅业
		长兴梅林饮用水有限公司	生产经营(桶装、瓶装)饮用天然水、饮用天然矿泉水	51.02%	是	否	剥离辅业
		上海新文化演出有限公司	演出经纪、代理演出票务	30%	是	否	剥离辅业
锦江国际(集团)有限公司	酒店、餐饮服务、旅游客运业	上海锦江印务有限公司	胶印、制版、铜锌版彩印	75%	是	否	剥离辅业

		上海锦江国际低温物流发展有限公司	仓储物流管理服务及相关业务，存货管理服务，货物运输代理管理	38.33%	是	否	剥离辅业
上海城开（集团）有限公司	房地产投资、开发、经营及相关服务	上海城大水处理科技有限公司	环保、节能、水处理领域内的“四技”服务；销售环保产品，机电设备，水处理设备及材料，五金交电，日用百货，汽车配件，仪器仪表。	50%	是	否	剥离辅业
		上海深城环保设备工程有限公司	环保设备工程设计及环保设备安装测试销售，室内装潢，金属材料，建筑材料	35%	是	否	剥离辅业
上海国际集团有限公司	金融投资	上海申瑞家具有限公司	以超市形式经营 IKEA 品牌的家具和家居用品	40%	是	否	剥离辅业
上海华谊(集团)公司	煤基多联产及清洁能源产品，轮胎橡塑产品及高分子材料制造，精细化学品制造等	上海江湾化工机械厂	制造非标化工设备，空冷换热设备，中低压力容器设计，制造鼓风机，高压电器，电机线圈	100%	是	是	剥离效率低下资产
		上海邦达天原国际货运有限公司	承办海运、空运进出口货物、国际展品、私人物品及过境人货物的国际运输代理业务，包括：揽货、订舱、中转报关等	30%	是	否	剥离辅业
上海浦东发展(集团)有限公司	土地开发和经营管理、城市基础设施项目投融资建设和经营管理、房地产开发和经营管理、建筑施工、金融、高科技环保和进出口贸易业务	上海华力加油站有限公司	汽油、柴油、润滑油的零售	30%	是	否	剥离辅业
上海市北高新（集团）有限公司	围绕市北园区的发展，行使规划建设、投资促进和企业服务	上海北杰旺房地产有限公司	房地产开发、经营，房地产咨询，建筑装潢材料	11.25%	是	是	剥离少数股权
上海市浦东新区建设(集团)有限公司	建筑工程施工、市政公用工程施工、地基与基础工程施工等	上海东迅市政建设有限公司	市政道路、公路工程施工	50%	是	是	剥离效率低下资产
上海外高桥（集团）有限公司	房地产开发和经营	上海外高桥危险化学品交易市场经营管理有限公司	保税区内生产资料的现货交易，现货合同转让，期货标准合约交易以及转口贸易、经营各类商品和技术的进出口；以化工、农药为主的国际贸易、保税区内企业间的贸易及代理；仓储、运输业务；保税区内商业性简单加工及商务咨询服务；	46%	是	否	剥离辅业
上海仪电控股(集团)有限公司	仪表电子	申银万国证券股份有限公司	证券	0.05241%	是	否	剥离股权投资
上海中城企业(集团)有限公司	房地产开发、施工和物业管理	上海安信复兴置地有限公司	房地产开发、销售、物业管理，房地产咨询业务、停车场(库)经营	1%	是	是	剥离少数股权

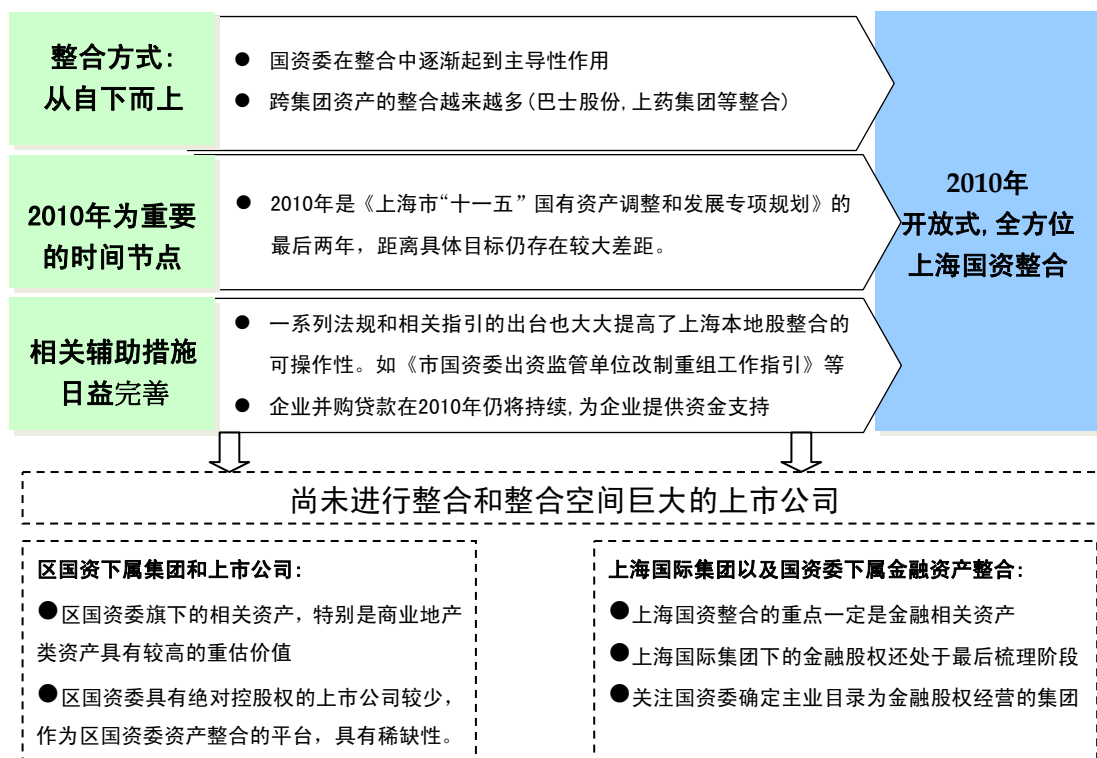
资料来源：上海产权交易所，东方证券研究所整理

我们认为：未来各集团的整合仍将严格按照上海国资委公布的集团主业核心目录，这个大的方向不会变。在具体过程上，各集团将先对非主业资产进行剥离，然后根据产业结构调整的需要，在各集团之间和上市公司之间进行资产的重组和整合。

### 3、开放式，全方位——国资整合机会几何？

首先，整合方式从自下而上转变到自上而下将大力推动整合的进程。管理层在整合中的作用已经发生了实质性的变化，从以前的辅助作用转变为地方国资整合的主导者。国资整合的思路将发生重大的变化，过去自下而上低效率的整合过程将被自上而下高效率的国资整合所取代。一方面，整合的方向性十分明确。地方国资整合作为一个系统性的工程，相关的辅助工作已经暗流涌动，这亦将推动未来整合的力度。从近期上海产权交易所公布的信息中，我们看到大量相关上市公司和集团正在按照上海国资委之前公布主业目录进行主业和辅业剥离的过程，其剥离的资产规模从今年 4 月份起持续增加。国资委公布的四批集团主业和辅业的核心目录成为整合的主线。另一方面，整合难度较大的一些集团和下属上市公司都进行了整合。例如，上海建工集团和上海医药集团的整合。未来，集团内部整合过程中出现的问题都将得到国资委的统一协调。

图 11：上海国资整合展望



资料来源：东方证券研究所收集整理

其次，相关法律法规的陆续出台，增加相关集团和上市公司重组和整合的可操作性。上海市国资委先后出台了《上海市“十一五”国有资产调整和发展专项规划》，《市国资委出资监管单位改制重组工作指引》，《关于进一步推进上海金融国资和市属金融企业改革发展的若干意见》等一系列文

件，增加相关集团和上市公司重组和整合的可操作性。此外，2008 年先后发布的《商业银行并购贷款风险管理指引》和《金融 30 条》也明确指出：支持有条件的企业利用资本市场开展兼并重组，促进上市公司行业整合和产业升级，减少审批环节，提升市场效率，不断提高上市公司竞争力。

最后，2009-2010 年是《上海市“十一五”国有资产调整和发展专项规划》的最后两年。目前 25% 左右的证券化率仍有较大的提升空间。这也为大规模自上而下推动的整合打下了基础。

因此，2010 年上海国资全方位的整合可期。本次上海国资整合涉及国有资产布局的全面调整，着力于解决同业竞争，非主业剥离以及完善上下游产业链，所以会涉及绝大部分的上市公司和集团，而近期上海本地集团和上市公司的大规模重组和整合正是反映了这一状况。

展望未来，我们认为：

**一方面，下一步区国资委下属集团和上市公司应有较大规模的重组和整合。**区国资委具有绝对控股权的上市公司较少，作为区国资委资产整合的平台，具有稀缺性。区国资委旗下的相关资产，特别是商业地产类资产具有较高的重估价值，注入上市公司之后，对于上市公司的业绩提升具有明显作用。此外，上海国资委对区国资委控股公司也要求最起码达到 26% 的持股比例，目前仍有一些区国资委对于所属上市公司没有达到此控股比例。因此，如何利用相关资产运作平台进行整合非常值得关注。

**另一方面，上海国资整合中最为重要的一块是关于金融相关资产的整合。**国务院办公厅于 2009 年 04 月 29 日发出了《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，意见指出：上海有比较完备的金融市场体系、金融机构体系和金融业务体系，有雄厚的制造业基础和技术创新能力，有先进的现代航运基础设施网络。推进上海加快发展现代服务业和先进制造业，加快建设国际金融中心、国际航运中心和现代国际大都市，是我国现代化建设和继续推动改革开放的重要举措。

国际金融中心建设的总体目标是：到 2020 年，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心；基本形成国内外投资者共同参与、国际化程度较高，交易、定价和信息功能齐备的多层次金融市场体系；基本形成门类齐全、结构合理、流动自由的金融人力资源体系；基本形成符合发展需要和国际惯例的税收、信用和监管等法律法规体系，以及具有国际竞争力的金融发展环境。其中，总体目标中还提出要基本形成以具有国际竞争力和行业影响力的金融机构为主体、各类金融机构共同发展的金融机构体系。



## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)