

央企上市公司“估值+整合”双优势

——2009 年中央企业整合投资机会分析

杨伟聪

(021) 5010 6022
yangwc@lhqz.com

赵媛媛

(021) 5010 6022
zhaoyy@lhqz.com

戴爽

(0755) 8249 2172
daishuang@lhqz.com

央企整合 2009 年起将提速

2005 年以来只有大型央企通过“一事一批”方式才能获得银行贷款支持整合，09 起“并购贷款”新政实施后央企整合将获得金融资本的实质支持，整合规模、效率将会明显提高。中央企业加速整合，不只是某产业链的上下游资源重构，其最终将打破产业链上长期固有的利益均衡格局，行业利润将被重新分配，相应地，资本市场对行业和公司的估值判断将随之改变，这样的整体影响将不亚于股权分置改革。况且，深沪市场总市值占比中 240 家央企直属上市公司已占半壁江山，央企整合对股票市场的影响更不容忽视。

整合的两个方向“产业链和价值链”

央企整合总体要求是“沿产业链和价值链方向”进行，我们认为“价值链方向”将体现在体制改革，包括了股份制改革、整体上市、资产注入等；“产业链方向”包括了增强央企行业话语权、产业链上游低成本资源扩张等。

央企将以“阻力最小”方式展开整合

这决定了中长期行业投资机会。整合阻力最大当属行业分布在“产业链上下游”关系集团之间（因利益集团博弈），其次是同行业上下游公司间（因单位利益博弈），阻力最小的是相同主业范围中生产商和配套服务商之间的整合。我们把确定主业的央企按照“生产、制造”和“配套服务”两大类进行了分类。国资直属上市公司短期投资从具有相对估值优势（毛利率、PE）、潜在整合优势（主业差异）中寻找机会。

信息技术业央企具有相对估值优势

从毛利率（历史趋势）、PE（2007-2010 年一致预期）综合优势比较。

- 1、央企直属上市公司保持 PE 相对优势的行业分别是“批发和零售贸易”、“交通运输、仓储业”、“综合类”和“信息技术”；
- 2、央企直属上市公司毛利率相对优势自 05 年开始明显下降，08 年上半年甚至落后市场 0.14%，但一些行业仍能长期保持优势，连续 7 年毛利率平均水平维持在 20% 以上的行业有：“房地产业（41.33%）”、“社会服务业务（33.43%）”、“信息技术（32.83%）”、“采掘业（30.72%）”、“交通运输仓储（23.34%）”，其中“房地产业（+3.69%）”、“信息技术业（+2.59%）”盈利能力优势明显。综合两指标，央企直属“信息技术业（+2.59%）”具有相对估值优势。

制造业和信息技术业央企整合概率更大

整合优势：直属上市公司与控股央企主业差异越大，潜在整合概率高。统计数据显示，差异大的行业多集中在“制造业”、“信息技术业”两大类，两行业相关公司整合概率会更大。

目 录

一、央企整合 2009 年始提速.....	3
整合提速迫在眉睫.....	3
金融资本将提高整合效率和规模.....	3
二、央企整合沿着产业链、价值链两方向进行.....	3
三、央企整合对深沪市场影响深远	4
四、央企整合长期、短期投资机会	4
中长期：行业----选择整合“阻力最小”者.....	4
短 期：行业公司----选择“估值+整合”双优者	7
1、估值优势：PE、毛利率	7
2、整合优势：直属上市公司与控股央企主业差异.....	9

2009 年经济衰退背景下,强周期行业盈利下滑趋势明确,市场投资预期下降,“主题投资”将取代“周期性行业投资”,而“央企并购主题投资”在政策推动、金融资本实质支持下将很具吸引力。

一、央企整合 2009 年始提速

央企整合 09-10 年提速;金融资本为整合助一臂之力

整合提速迫在眉睫

2008 年,“共有 8 组 17 家中央企业进行了联合重组,企业户数从去年底的 151 家调整到 143 家”,国资委整合目标是“2010 年整合到 80-100 家”,未来 2 年内将有 43-63 家央企将被整合,年整合 20-30 家。

金融资本将提高整合效率和规模

央企整合任务非常清晰,股权转让相关配套也已经逐步完善。2007 年建立了全国联网的国有产权交易检测系统、2008 年初央企国有产权交易信息联合发布制度施行、9 月李荣融提出央企“根据自身发展需要增持上市公司股份、支持央企控股上市公司回购股份”、11 月银监会原则通过《并购贷款管理办法》为央企并购提供金融支持、12 月 3 日国务院“金融新国九条”明确银行推出“并购贷款”、12 月 15 日国资委“央企 09 年工作会议”再次明确央企“具备条件把主业资产逐步注入上市公司”、“在一些重要行业、重要产品中争取更多的话语权……实施低成本并购”的工作任务。

2005 年以来,央企通过“一事一批”方式获得银行贷款推进整合(中国石油、中国石化、中海油、华能国际、中国国航),央企整合 2009、2010 年将正式获得银行“并购贷款”金融资本的实质支持,整合规模、效率将会明显提高。

二、央企整合沿着产业链、价值链两方向进行

整合的两个方向

央企 2009 年工作总体要求是“继续沿产业链和价值链方向,将企业自愿重组与出资人主导重组有机结合”,加快推进联合重组和资源整合。我们认为“价值链方向”将体现在体制改革与资产证券化方面,包括了股份制改革、整体上市、资产注入等;“产业链方向”包括了增强央企行业话语权、上游的低成本资源扩张等具体内容。

表一: 央企 2009 年股份制改造、产业结构调整任务(部分 2008.12.15)

任务	涉及内容	方式
体制	股份制改造	保持控股 多元持股: 央企交叉持股、上下游相互参股
	上市	资产注入
产业	“抓住机遇、行业更多话语权”	获取战略性资源, 引进关键设备和高新技术
	海外低成本并购 扩大内需带动	重大装备、建筑施工、冶金、建材等行业

资料来源: 联合证券研究所整理

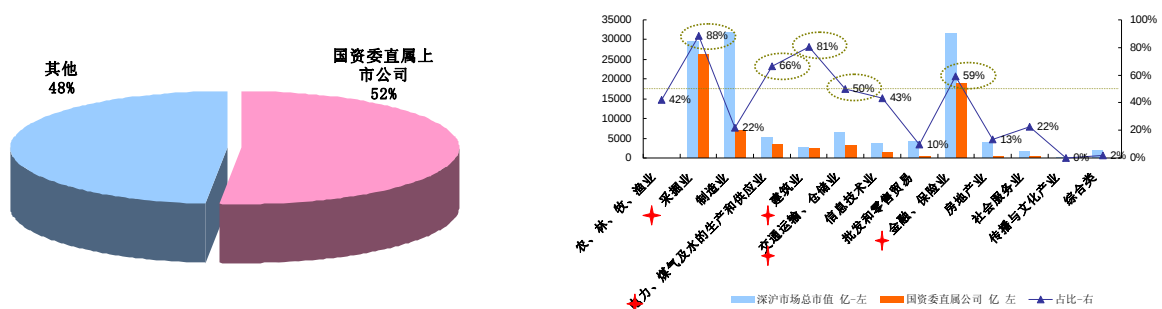
三、央企整合对深沪市场影响深远

整合由于市值规模过半而影响深远

目前央企直属上市公司共 240 家，共覆盖 12 个证监会大类行业（“传播与文化产业”为空白）。经过 06、07 年“股改”资产注入和大型蓝筹公司上市，央企直属上市公司在深沪两市场总市值占比已达 50% 强（12 月 26 日深沪市场总市值 12 万亿元中，央企直属公司总市值为 6.4 万亿）；其中，股指权重行业中，“采掘业”、“电力、煤气及水的生产和供应业”、“金融、保险业”市值占比均超过 50%，分别达到 88%、66%、59%。央企直属上市公司在深沪市场总市值已占半壁江山，在主要行业（同时也是股指权重行业）也占绝对控股地位。央企整合提速对深沪两地市场影响不容忽视。

中央企业加速整合，不只是某产业链的上下游资源被重构，其最终将打破产业链上长期固有的利益均衡格局，行业利润将被重新分配；相应地，资本市场对行业和公司的估值判断将随之改变，这样的影响将不亚于股权分置改革。

图 1、国资直属企业--总市值及各行业市值占比



数据来源：联合证券研究所

四、央企整合长期、短期投资机会

中长期：行业----选择整合“阻力最小”者

生产制造和配套服务商之间整合“阻力最小”

长期而言，央企对上下游产业链整合将为市场提供行业的投资机会，但由于产业链整合意味着央企长期固有利益均衡将打破，在当前价格双轨制下，各大央企利益博弈将尤为激烈（2009 年 12 月 29 日煤电企业“全煤会”五大电力集团“谈崩”即为佐证），这将增加投资不确定性。

我们认为央企将以“阻力最小”方式展开整合。整合阻力最大当属“产业链上下游”中行业集团之间（因利益集团博弈）、其次是同行业上下游公司间（因单位利益博弈），阻力最小的是相同主业范围中生产商和配套服务商之间的整合，“阻力最小”意味着成功机会较高。我们把确定主业的央企按照“生产、制造”和“配套服务”两大类进行整理分类（如表二），2008 年 12 月 19 日中国对外贸易运输（集团）总公司与中国长江航运（集团）总公司重组即是沿阻力最小路径完成。

表二：确定主业的中央企业

主业大类		生产、制造	配套服务
采掘类	煤炭采洗	神华集团有限责任公司、 中国中煤能源集团公司、 中国海洋石油总公司、中国石油化工集团公司、 中国石油天然气集团公司	中煤国际工程设计研究总院、中国煤炭地质总局、煤炭科学研究总院、 中国中化集团公司、 珠海振戎公司、 北京矿冶研究总院、长沙矿冶研究院、 中国五矿集团公司
	石油、天然气开采	鲁中冶金矿业集团公司	中国冶金地质勘查工程总局
	黑色金属矿采选	中国铝业公司、中国有色矿业集团有限公司	
	有色金属矿采选	中国盐业总公司、	
	非金属矿采选	中国黄金集团公司	
	贵金属矿采选		
上游：制造类	化学原料及制品制造	中国化工集团公司、中国乐凯胶片集团公司 攀枝花钢铁（集团）公司、鞍山钢铁集团公司、 上海宝钢集团公司、武汉钢铁（集团）公司、 新兴铸管集团有限公司；中国中钢集团公司	中国化工供销（集团）总公司、中国化工建设总公司、沈阳化工研究院、 钢铁研究总院
	黑色金属冶炼及压延加工	国家电网公司、中国南方电网有限责任公司、 中国大唐集团公司、中国国电集团公司、中国华能集团公司、中国华电集团公司；中国广东核电集团有限公司；	中国电力工程顾问集团公司、中国电力投资集团公司、 中国海诚国际工程投资总院、中国轻工业品进出口总公司、
	电力生产		
	轻工原材料	中国轻工集团公司	
中游：制造类	非金属矿物制品	中国盐业总公司 中国材料工业科工集团公司	
	大型机械设备制造	中国第二重型机械集团公司、 中国第一重型机械集团公司、 中国福马机械集团有限公司 中国东方电气集团公司、 哈尔滨电站设备集团公司、 西安电力机械制造公司；	机械科学研究总院、中国通用技术(集团)控股有限责任公司；中国农业机械化科学研究院、中国成套设备进出口（集团）总公司、中国机械装备集团公司、 中国通用技术(集团)控股有限责任公司、
	专用设备制造	中国核工业建设集团公司、中国船舶工业集团公司、中国船舶重工集团公司、中国核工业集团公司、中国航空工业第二集团公司、中国航空工业第一集团公司、中国兵器工业集团公司、中国兵器装备集团公司、中国航天科技集团公司、中国航天科工集团公司、中国电子科技集团公司、	
	军工	汽车： 东风汽车公司、中国第一汽车集团公司 铁路： 中国北方机车车辆工业集团公司、中国南方机车车辆工业集团公司	中国保利集团公司、 中国新时代控股（集团）公司、
	交通运输设备制造	彩虹集团公司	中国汽车技术研究中心
	光电产品制造	中国电子信息产业集团公司	中国电子工程设计院
	电子、通信设备制造	中国普天信息产业集团公司	冶金自动化设计研究院

	上海贝尔阿尔卡特股份有限公司	中国邮电器材集团公司
农业、种业、林业及渔业	中国种子集团公司、 中国农业发展集团总公司、 中国林业国际合作集团公司	中国储备粮管理总公司、 中国储备棉管理总公司、 中谷粮油集团公司
食品加工制造	中粮集团有限公司、中国粮油食品（集团）有限公司、中国华孚贸易发展集团公司	
医药、生物制品	中国生物技术集团公司、中国医药集团总公司	上海医药工业研究院
纺织	中国恒天集团公司	中国纺织工业设计院、中国纺织科学研究院、中国中纺集团公司、
媒介复制	中国华录集团有限公司	
地产	华侨城集团公司、中国房地产开发集团公司、 中国建筑材料集团、中国海洋航空集团、中国 建筑工程总公司、中国化学工程集团公司、中国 新兴集团总公司、中国铁道建筑总公司、中国 冶金科工集团公司、中国交通建设集团有限公 司、中国铁路工程总公司、中国水利水电建 设集团公司、中国葛洲坝集团公司；中国长江 三峡工程开发总公司	中国轻工对外经济技术合作公司、中国 建筑科学研究院、中国建筑设计研究院； 中国水电工程顾问集团公司、中国国际 工程咨询公司
消费、服务类	信息传输服务	中国轻工对外经济技术合作公司、中国 建筑科学研究院、中国建筑设计研究院； 中国水电工程顾问集团公司、中国国际 工程咨询公司
	中国电信业务集团公司、中国联合通信有限公司、 中国铁通集团有限公司、中国网络通信集团公 司、中国移动通信集团公司；中国卫星通信集 团公司	武汉邮电科学研究院、电信科学技术研 究院、
	航空： 中国东方航空集团公司、中国航空集团 公司、中国南方航空集团公司、招商局集团有 限公司	中国民航信息集团公司、中国航空油料 集团公司、中国航空器材进出口集团公 司、中国铁路通信信号集团公司、上海 船舶运输科学研究所、 中国对外贸易运 输（集团）总公司
	水上运输： 中国海运（集团）总公司、中国远 洋运输（集团）总公司、 中国长江航运（集团） 总公司	中商企业集团公司、南光（集团）有限 公司、华润（集团）有限公司；中国丝绸 进出口总公司
	铁路： 中国铁路物资总公司	中国工艺美术（集团）公司 中国出国人员服务总公司、 中国国际技术智力合作公司
投资资产管理类	国家开发投资公司、中国水利投资集团公司、 中国高新投资集团公司、中国节能投资公司； 中国诚通控股公司	

说明：1、“配套服务商”为主业大类提供“贸易、研究、咨询”等的机构；
2、制造业上中游分类参考工业企业分类标准并按主业类别有所变更。

资料来源：国资委网站 联合证券研究所整理

短期：行业公司——选择“估值+整合”双优者

短期的选择

国资直属上市公司短期投资从具有相对估值优势、潜在整合优势的行业或公司中寻找机会。

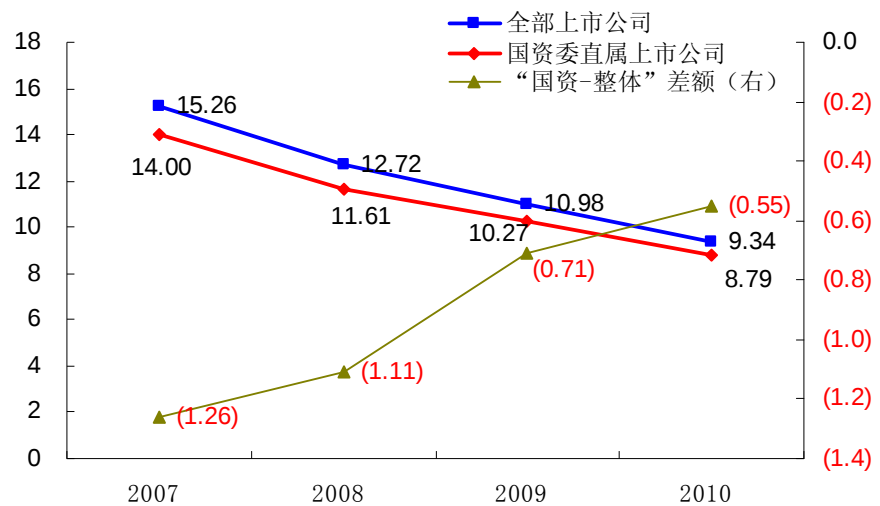
1、估值优势：PE、毛利率

从毛利率（历史趋势）、PE（一致预期）两方面对国资直属上市公司与深沪市场同行业水平进行综合比较，筛选估值上有比较优势的行业。

■ PE 一致预期

总体上，国资直属上市公司 PE 估值（一致预期）相对深沪市场水平一直保持优势，尽管优势正逐年减弱。如下图。

图 2、总体：PE 一致预期比较（08-10）



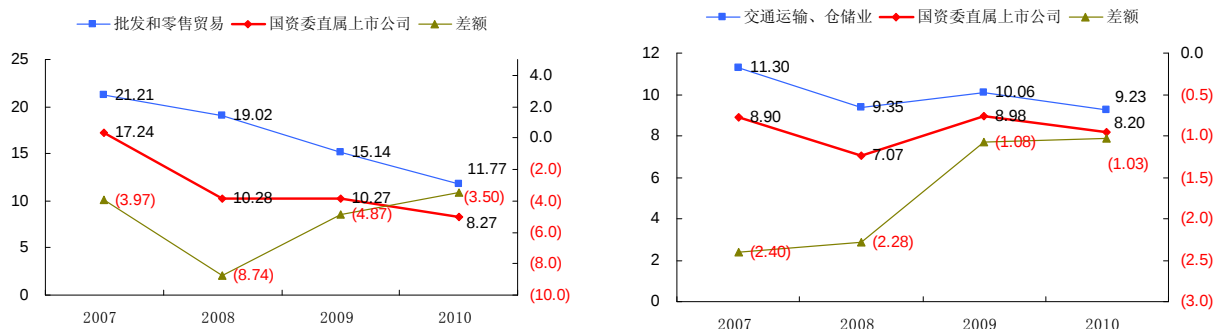
说明：以 2007 年财报数据、剔除负值。

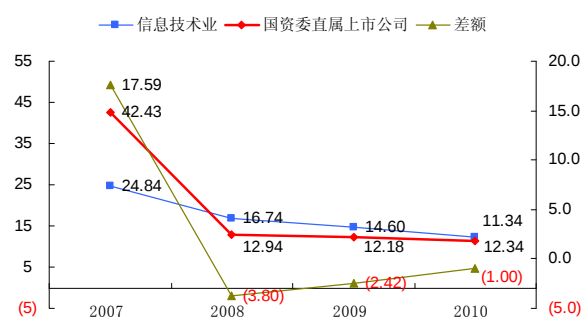
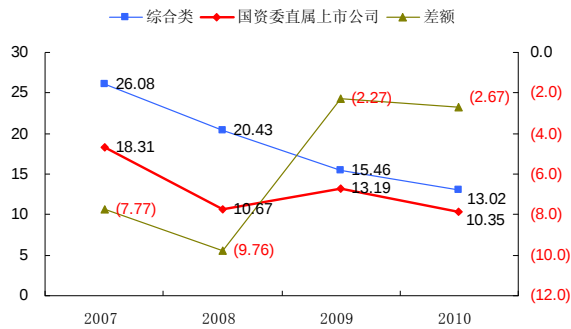
数据来源：WIND 联合证券研究所

具有 PE 相对优势的四大行业

同行业数据比较显示，央企直属上市公司保持 PE 相对优势的行业分别是“批发和零售贸易”、“交通运输、仓储业”、“综合类”和“信息技术”。如图。

图 3、分行业：PE 一致预期比较（08-10）



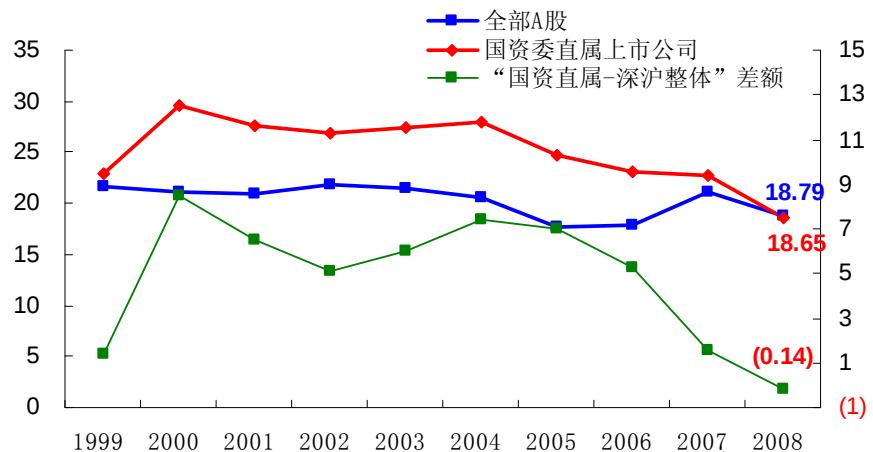


数据来源：联合证券研究所

■ 毛利率

毛利率趋势反映行业持续盈利水平。国资直属上市公司总毛利率与深沪市场对比（1999-2008 年上半年）如图。

图 4、总体：毛利率趋势（1999-2008H）

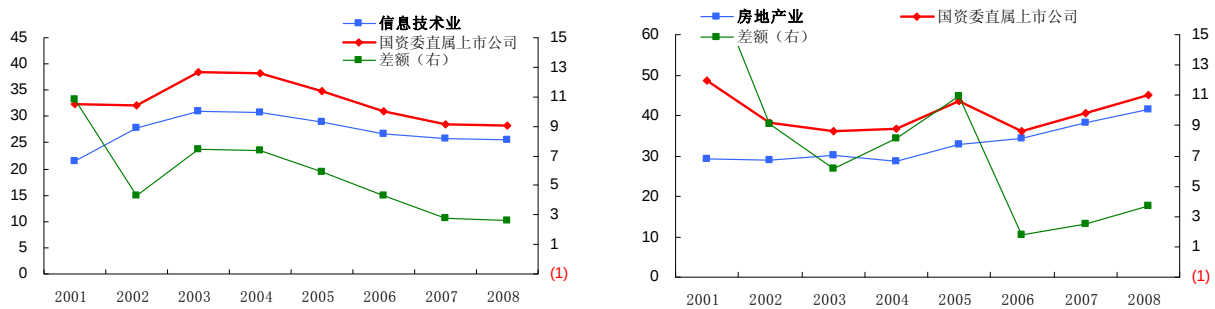


数据来源：WIND 联合证券研究所

总毛利率优势已失，但仍有 5 大行业优势依然

图 4 显示国资直属公司毛利率一直保持相对优势，但 05 年开始优势明显下降，08 年上半年甚至落后市场 0.14%。尽管如此，有一些行业仍能保持长期优势，2000 年起毛利率平均水平维持在 20% 以上的行业有：“房地产业（41.33%）”、“社会服务业务（33.43%）”、“信息技术（32.83%）”、“采掘业（30.72%）”、“交通运输仓储（23.34%）”，其中“房地产业（+3.69%）”、“信息技术业（+2.59%）”盈利能力优势明显。

图 5、分行业：毛利率变动趋势比较（1999-2008H）



数据来源：联合证券研究所

总括而言，PE 和毛利率两指标比较，国资直属上市公司的“信息技术业”兼备了两者优势，这为央企整合主题投资提供了具体行业投资方向。

2、整合优势：直属上市公司与控股央企主业差异

具体公司的投资机会在
主业差异上选择

央企直属上市公司与控股央企主业差异大的，潜在整合概率就高，投资机会相对较大。需要说明的是我们忽略了资产注入（主业相同公司）、产业链上下整合（主业属于上下游）两个主题。

从表三的统计数据显示，上市公司与控股央企主业差异大的多集中在“制造业”、“信息技术业”两大类中，两行业下的公司整合概率会更大，投资机会也会较大。

表三：央企直属上市公司与控股央企主业差异比较（部分公司）

证券简称	上市公司大股东名称	大股东与上市公司 主业比较	所属证监会行业
国投中鲁	国家开发投资公司	饮料生产-资产管理	农、林、牧、渔业
海油工程	中国海洋石油总公司	工程承包-油气开采	采掘业
中海油服	中国海洋石油总公司	服务-油气开采	采掘业
北矿磁材	北京矿冶研究总院	生产-研发	制造业--电子
深康佳 A	华侨城集团公司	电器生产-旅游	制造业--电子
风帆股份	中国船舶重工集团公司	电池生产-设备制造	制造业--机械、设备、仪表
长春一东	中国第一汽车集团公司	汽车配件-汽车制造	制造业--机械、设备、仪表
*ST 凯马 B	中国恒天集团公司	农机生产-纺织制造	制造业--机械、设备、仪表
天地科技	煤炭科学研究总院	制造-研发	制造业--机械、设备、仪表
航天长峰	中国航天科工集团第二研究院二〇四所	制造-研发	制造业--机械、设备、仪表
振华港机	中国交通建设股份有限公司	机械制造-建筑工程	制造业--机械、设备、仪表
金自天正	冶金自动化研究设计院	制造-研发	制造业--机械、设备、仪表
ST 张铜	中国高新	加工-资产管理	制造业--金属、非金属
有研硅股	北京有色金属研究总院	生产-研发	制造业--其他制造业
金瑞科技	长沙矿冶研究院	生产-研发	制造业--其他制造业
现代制药	上海医药工业研究院	制造-研发	制造业--医药、生物制品

东阿阿胶	华润东阿阿胶有限公司	医药-日用消费品	制造业--医药、生物制品
国投电力	国家开发投资公司	生产-资产管理	电力、煤气及水的生产和供应业
招商轮船	招商局轮船股份有限公司	运输-经营服务	交通运输、仓储业
中粮地产	中粮集团有限公司	集团新增地产业	房地产业
卫士通	中国电子科技集团公司第三十研究所	信息-设备制造	信息技术业
中国软件	中国电子信息产业集团公司	软件-电子制造	信息技术业
中国联通	中国联合通信有限公司	电信投资-电信服务	信息技术业--电信服务业
启明信息	中国第一汽车集团公司	汽车软件-汽车制造	信息技术业--计算机应用服务业
烽火通信	武汉邮电科学研究院	制造-研发	信息技术业--通信及相关设备制造业
ST 大唐	电信科学技术研究院	生产-研发	信息技术业--通信及相关设备制造业
桂冠电力	中国大唐集团公司	水电生产-电力生产	社会服务业

资料来源:联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。