

上海故事

报告日期：2009 年 4 月 20 日

相关报告：

《促增长与经济回落的较量》

2008 年 11 月 27 日

《行业周期与宏观经济关系研究》

2008 年 10 月 21 日

《力保经济增长，提升股市信心—利率下调周期下的投资策略》

2008 年 10 月 9 日

《救市行情能走多远—基于历史与现实的分析》

2008 年 10 月 6 日

《上海国资后续整合依然值得期待》

2008 年 8 月 8 日

《从上海国企改革看地方国企投资机会》

2008 年 4 月 8 日

天相宏观及策略组

分析师：朱礼旭

021-58824282-869 zhulx@txsec.com

qiuyy@txsec.com

首席策略分析师：仇彦英

021-58824282-816 qiuyy@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本报告关注点：

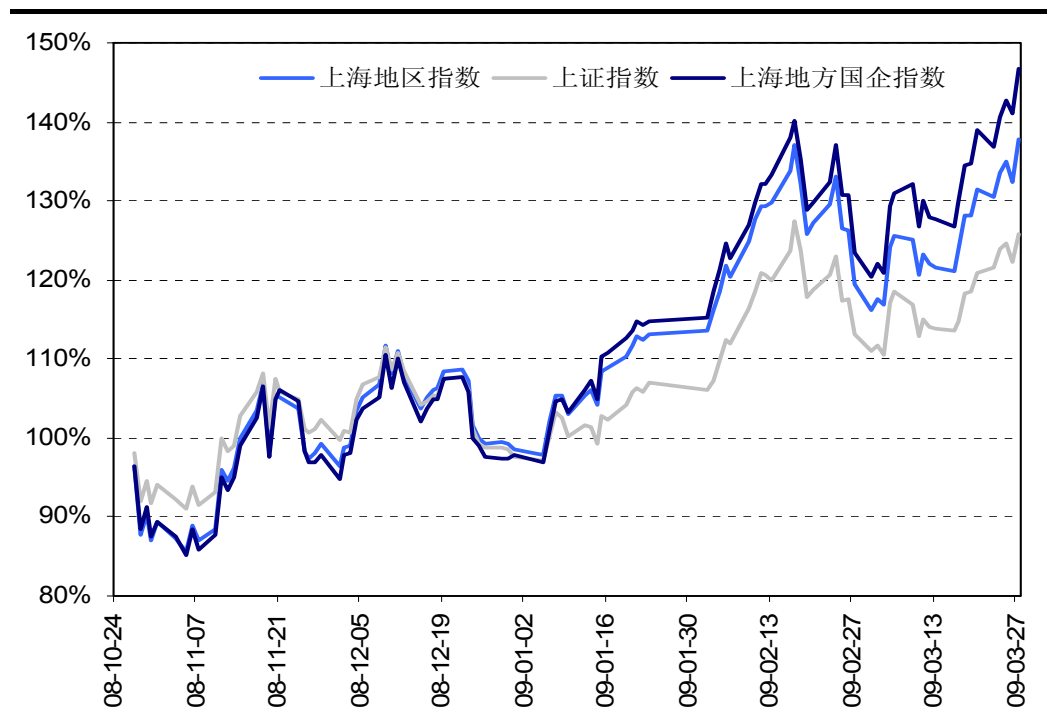
- 我们观点：上海板块理论上仍存在较大的上涨空间；
- 指出上海板块未来重点关注的投资机会；

投资要点：

- **对上海板块行情的理解**，上海板块的走强大致可分为两个阶段，第一个阶段是去年中期特别是6、7月份的一波上海国资重组行情，这波行情可以理解为随着上海国资改革的推进，可以理解为事件驱动性的行情；第二个阶段是去年年底特别是今年以来随着上海迪斯尼项目的逐渐清晰、上海世博会的临近和上海国际金融中心 and 航运中心建设规划获国务院的批复推动上海板块概念股的大幅上涨。
- **上海板块未来理论上仍存在较大的提升空间**。首先，受产业结构制约，上海经济未来进一步增长的空间比较有限。而地方国资改革、上海迪斯尼、上海世博会和近期批复的上海国际金融中心和航运中心建设是打造上海先进制造业和大力发展第三产业发展的重要途径。其次，从上海地方国企与其上市公司的ROE和利润比较来看，上海地方国企本身存在部分盈利能力较强的优质资产，这也为未来的上海国企重组和整体上市提供了想象空间。最后，国内外经济的回落和股市的前期调整带来的并购成本的下降和保增长的现实需要为上海加大国企整合力度和进程提供了动力。
- **“上海故事”持续到何时**。首先，按照相关条件假设估算，上海地方国企未来理论上能注入上市公司的国有资产规模空间大约2530亿。其次，按照相关条件假定，上海地方国资的理论上涨空间大约有109.88%的上涨空间，上海地方国企指数对应的理论上涨“顶部”点位大约为3774.88点。
- **投资机会**。一、通过资产整合内在价值或发展潜力进一步提升的公司，建议关注上海汽车、上海电气等上市公司。二、国资整合事件驱动型的机会。我们预期建筑、地产、基础设施、医药、电气设备和金融有望成为上海国资委整合的下一步重点领域，建议关注上海建工、上海机电、大众交通、海博股份、申通地铁、上海机场、上实医药、上海医药、中华企业、浦发银行和海通证券等上市公司。三、两个中心和迪士尼间接受益股，关注陆家嘴和东方明珠。四、壳资源的交易性机会，关注有望成为壳资源的海博股份、第一医药、中西药业、金丰投资

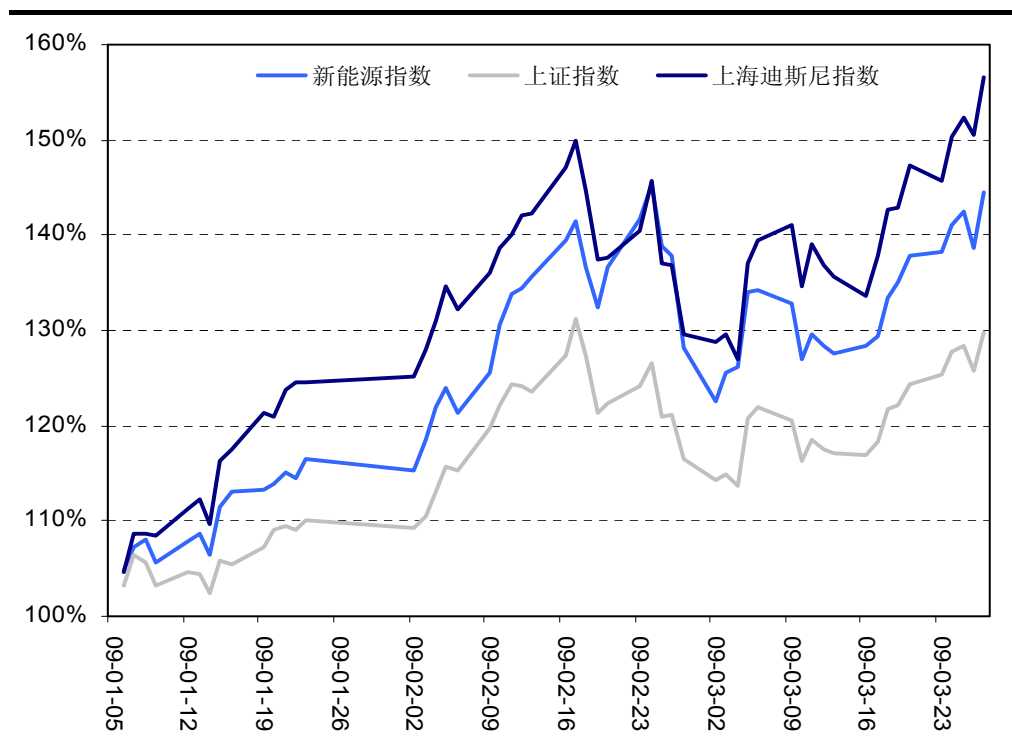
1. 国企重组催动的上海板块激情走向何方？

图表 1：上海板块大幅跑赢上证指数，国企重组备受关注



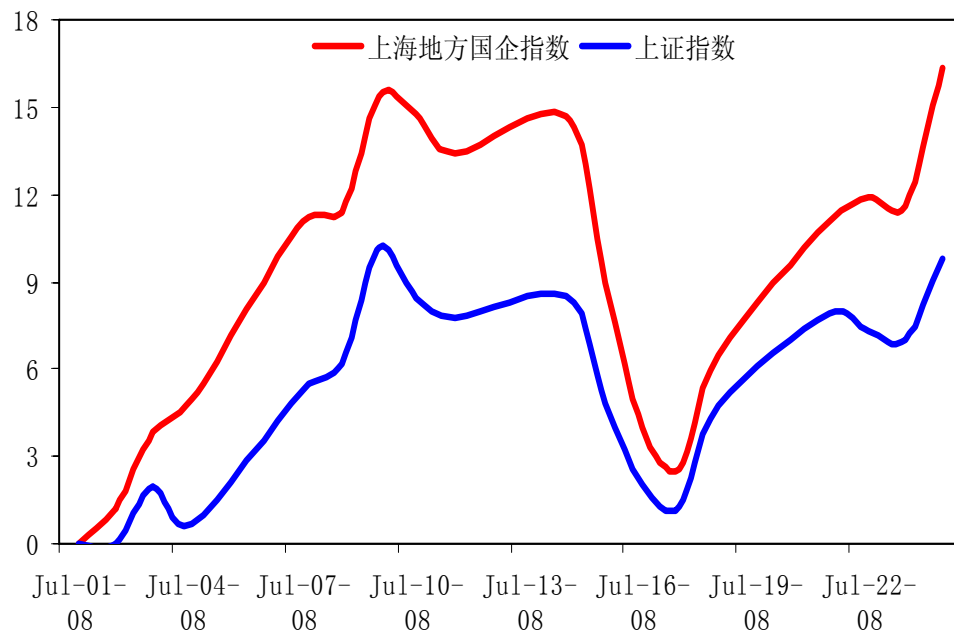
数据来源：天相投资分析系统

图表 2：迪斯尼概念是推动上海板块上涨的另一动力



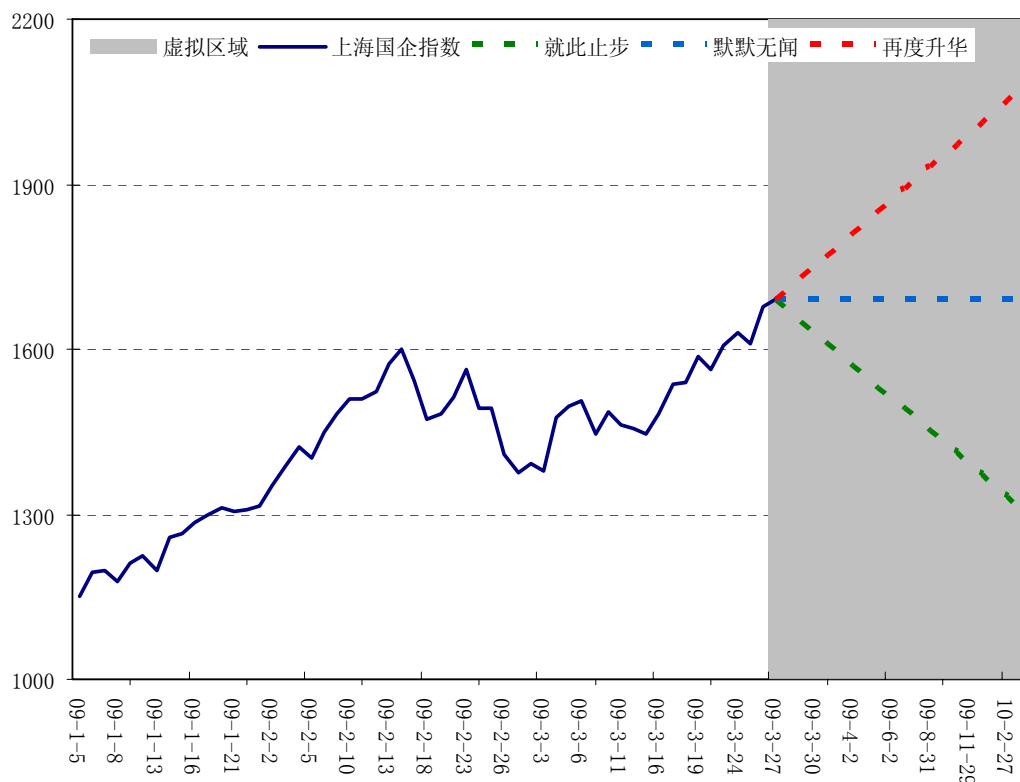
数据来源：天相投资分析系统

图表 3：去年 6、7 月份上海国企也一度成为市场热点



资料来源：天相宏观策略专题报告：《上海国资后续整合依然值得期待》

图表 4：上海板块未来走向何方？



数据来源：天相投资分析系统

近期，二级市场上的上海板块备受市场关注，上海地区指数与上海地方国企指数涨势凌厉，这些指数大幅跑赢大盘。特别是今年以来，市场热点切换频繁，市场信心逐渐恢复之际，二级市场对上海板块的热情和关注丝毫不减，使上海板块成为二级市场备受关注的重点投资领域。

从去年以来上海板块走强的路径的来看，自我们在去年 4 月开始推出专题报告《从上海国企改革看地方国企投资机会》和 8 月推出专题报告《上海国资后续整合依然值得期待》以来，上海板块的走强大致可分为两个阶段，第一个阶段是去年中期特别是 6、7 月份的一波上海国资重组行情，这波行情可以理解随着上海国资改革的推进，市场初步预期反映的结果，也可以理解为事件驱动性的行情；第二个阶段是去年年底特别是今年以来随着上海迪斯尼项目的逐渐清晰、上海世博会的临近和上海国际金融中心 and 航运中心建设规划获国务院的批复，将作为中国经济中心、对外开放“窗口”和经济体制改革“试验田”等万千宠爱在一身的上海再次推进资本市场的风吹浪尖，成为资本市场关注的焦点，进而推动上海板块概念股的大幅上涨。

不言而喻，从上海板块这几次走强的路径来看，至少从表面上看上海板块的走强离不开上海自身的一些事件的驱动，诚如上文提到的上海地方国资改革、上海迪斯尼、上海世博会和近期批复的上海国际金融中心和航运中心建设等事件。在这种情况下，我们不禁要思索，上海板块的未来将走向何方？上海板块未来的投资领域在哪里？上海板块的未来走势究竟是昙花一现就止步还是再度升华成就辉煌，抑或归隐“股林”而默默无闻？我们在下文将就这些问题进行深入的分析与回答。

2. 上海板块仍存在较大的上升空间

看过武侠小说的人都了解，任督二脉是武功高强特别是内功高强的大侠在修炼之前必须要克服重要关口。只要任督二脉被打通，武功即突飞猛进，从此威震江湖。金庸武侠小说《倚天屠龙记》里的张无忌被书中的头号反角成昆用混元掌击中，反而打通了任督二脉，完全练成了九阳神功。张三丰，虽然有通天彻底之能，但是穷其一生，因未打通任督二脉，也只修炼了九阳神功的一部分，而张无忌却凭借奇遇巧合，就练成了全部的九阳神功。

武侠小说中所言虽然未必完全可信，任督二脉的作用依然被中医和道家的养生所称道，但这与上海板块的未来走势有何关联呢？

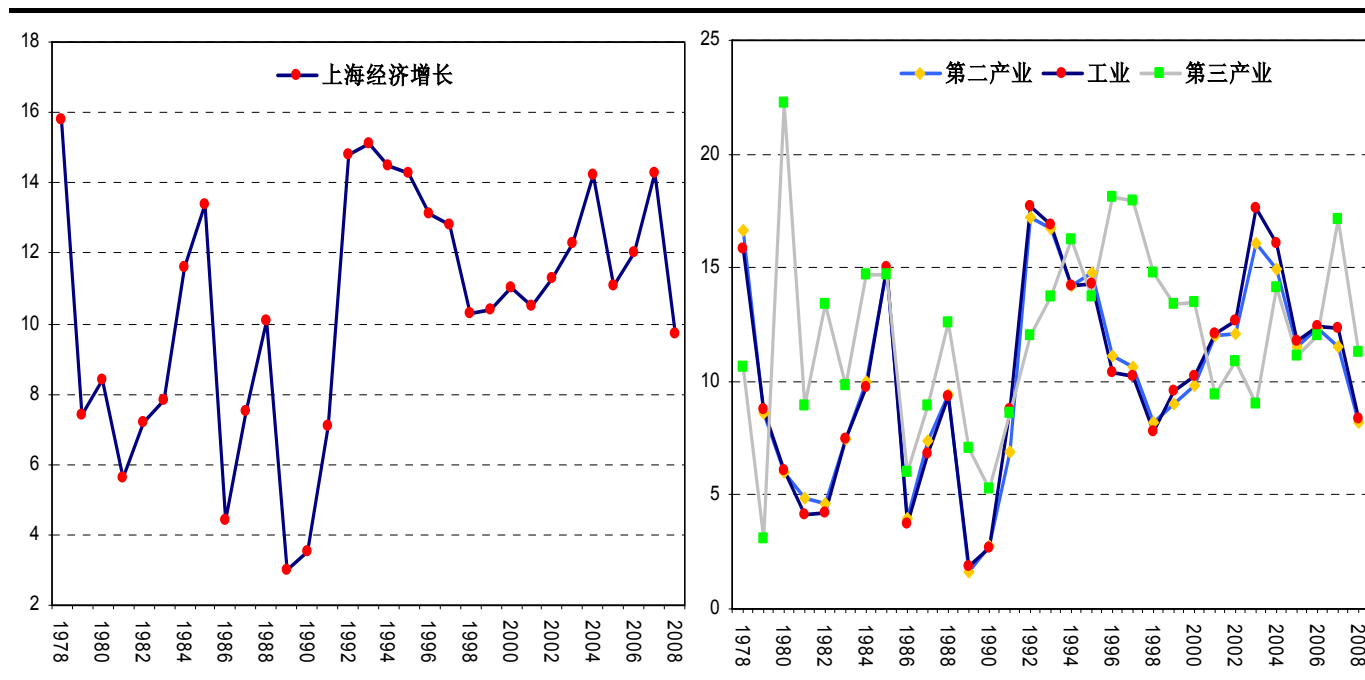
我们认为，从经济转型的角度，上海地方国资改革、上海迪斯尼、上海世博会和近期批复的上海国际金融中心和航运中心建设等事件就是打通上海经济结构转型乃至全国经济转型的“任督二脉”。这些事件将由点及面，逐渐发挥推动经济结构调整与转型的作用。从这个意义上讲，上海板块未来的投资机会将由前期偶然性的事件驱动型投资机会将逐渐过渡到受益促进上海乃至全国经济结构调整必然性的价值投资机会。从哲学的意义上说，这就是事物发展的一般规律，是偶然性到必然性发展的必然趋势。因此，从这个意义上来说，上海国企改革仍有望成为推动上海板块走强的重要动力。

从上海地方国企改革的背景或基本面出发，上海地方国企改革是上海打造先进制造业和推动经济结构调整向服务业转型的重要途径，也是上海打造新经济增长点的重

要一环。

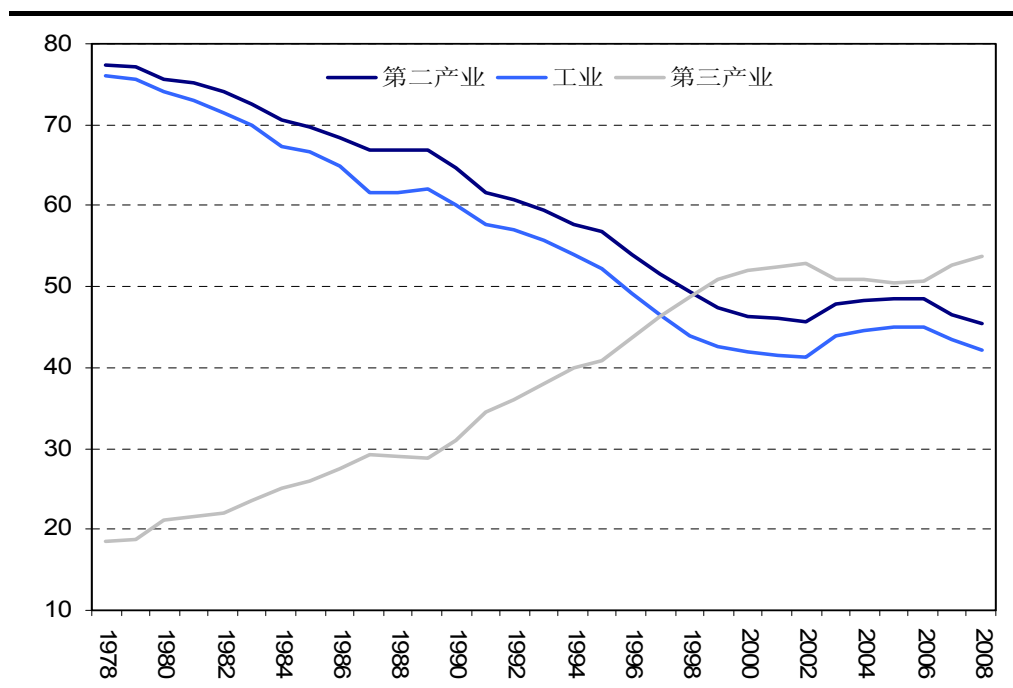
2.1 上海经济结构约束了上海经济进一步增长空间

图表 5：上海经济进一步增长受制于经济结构的调整（%）



数据来源：《2008 上海统计年鉴》及《2008 年上海市国民经济和社会发展统计公报》；天相投资顾问有限公司

图表 6：二产与三产几乎旗鼓相当的产业结构是制约上海经济进一步增长的主因

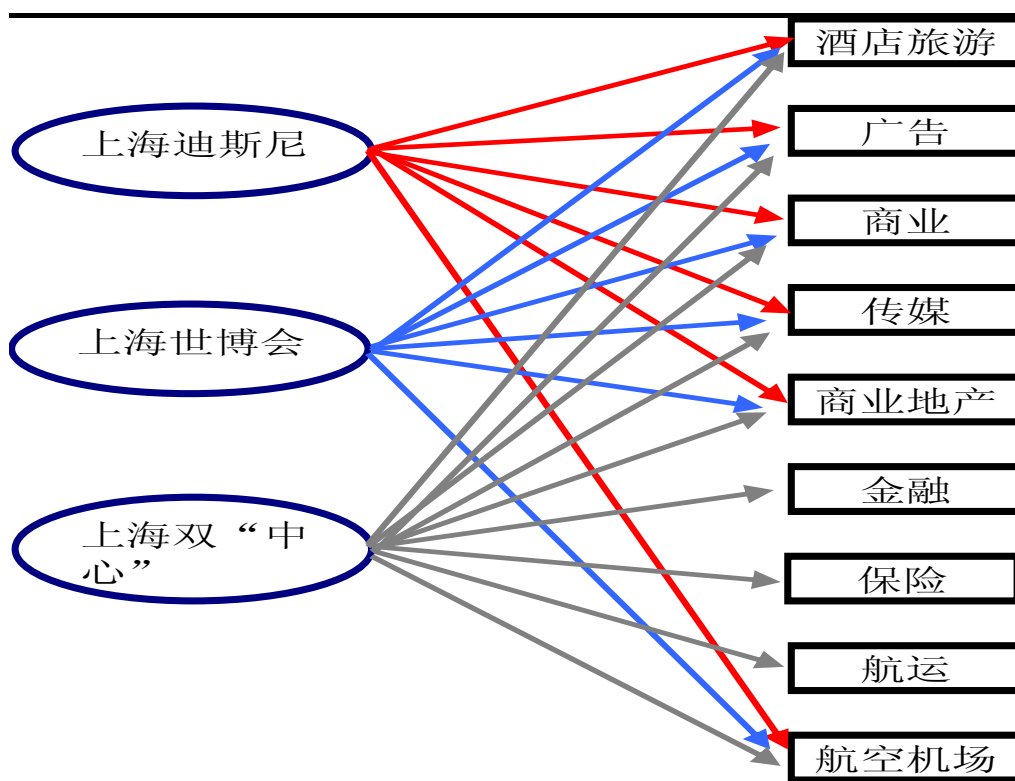


数据来源：同上；

从上海宏观经济运行来看，上海在经历了上个世纪 90 年代和本世纪初几年经济的快速增长后，上海经济未来进一步增长的空间比较有限。主要的原因是，上海本地旗鼓相当的产业结构是制约上海经济未来进一步增长的主要原因。上海无丰富的自然资源，又无广阔的地域，上海依靠工业和进出口的经济增长模式已经开始显示出制约经济进一步增长空间的迹象，而且在国际大宗商品金融属性逐渐增强的时代背景下，国际主要大宗商品价格的波动以及外部需求的变化将加大上海经济波动的风险。因此，上海未来的经济增长模式必须依靠先进制造业和促进服务业即第三产业的发展来寻求上海自身新的经济增长点。

从这一角度出发，上海地方国资改革、上海迪斯尼、上海世博会和近期批复的上海国际金融中心 and 航运中心建设是打造上海先进制造业和大力发展第三产业发展的的重要途径。因为上海迪斯尼、上海世博会和近期批复的上海国际金融中心 and 航运中心建设有利于促进上海第三产业中的商务会展、地产、传媒、广告、商业、酒店旅游等行业的发展。

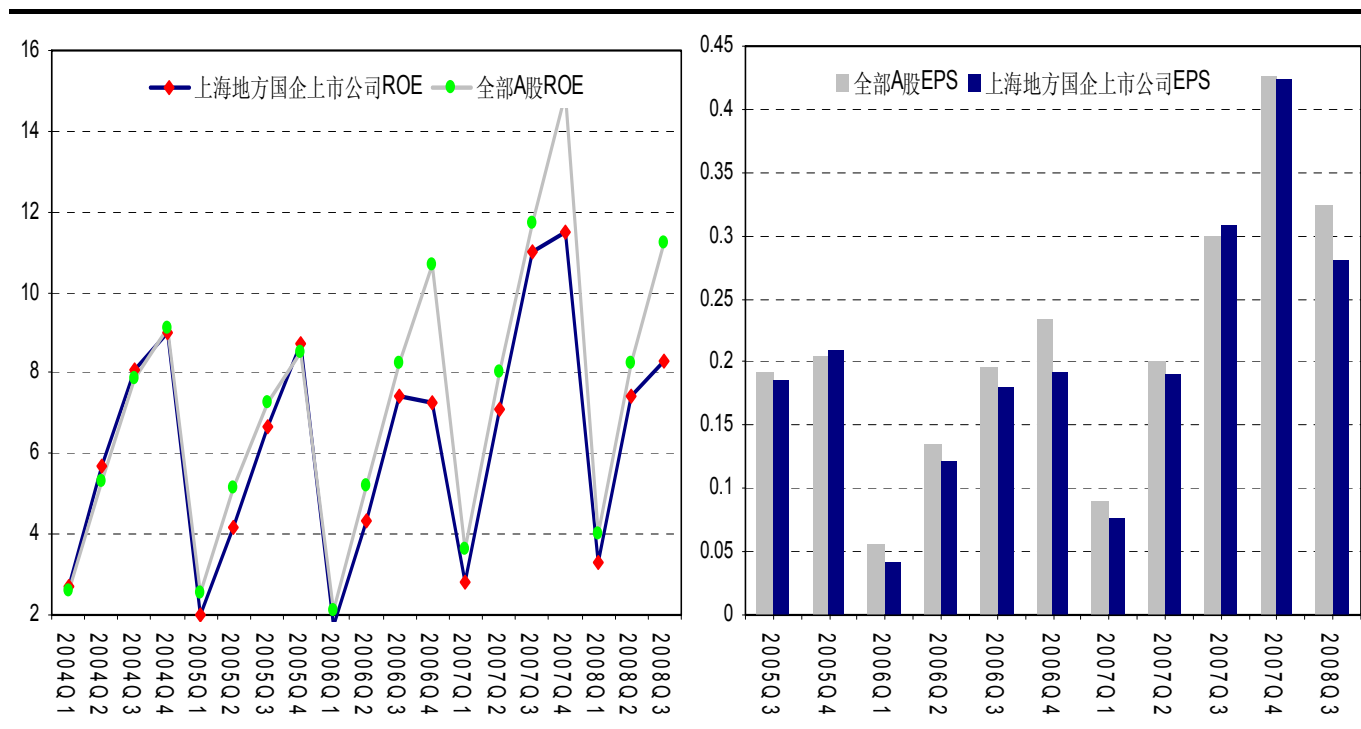
图表 7：海迪斯尼、世博会和上海双中心建设对上海第三产业的辐射带动



资料来源：天相投资顾问有限公司

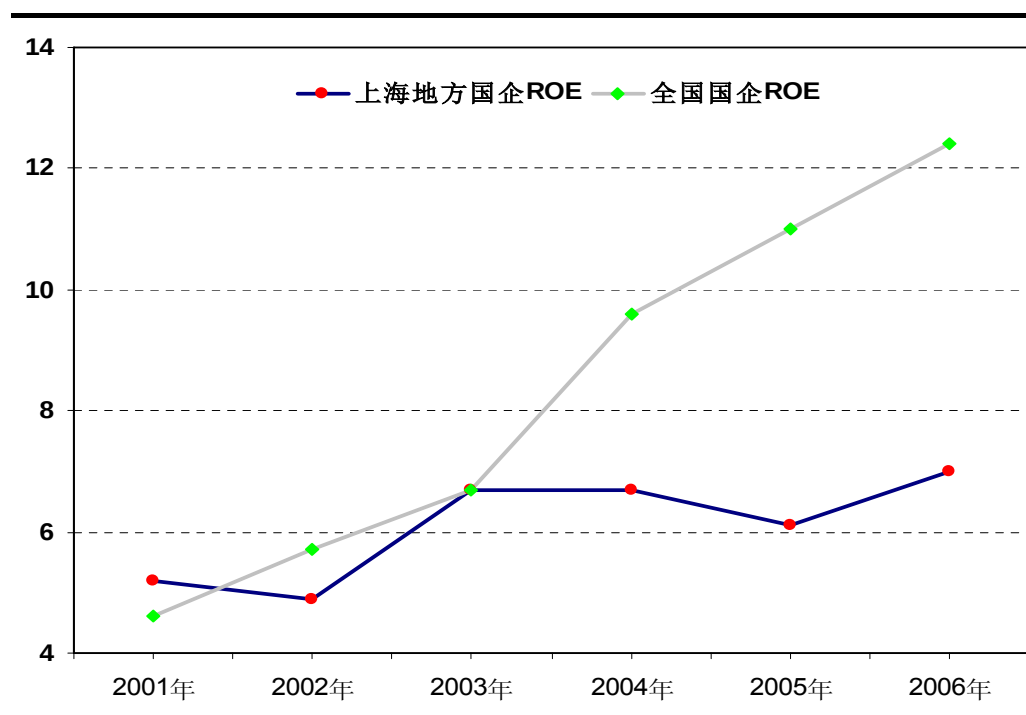
2.2 上海地方国企存在较大部分的盈利资产未注入上市公司

图表 8：上海地方国企上市公司的盈利能力和水平要低于全部 A 股平均水平



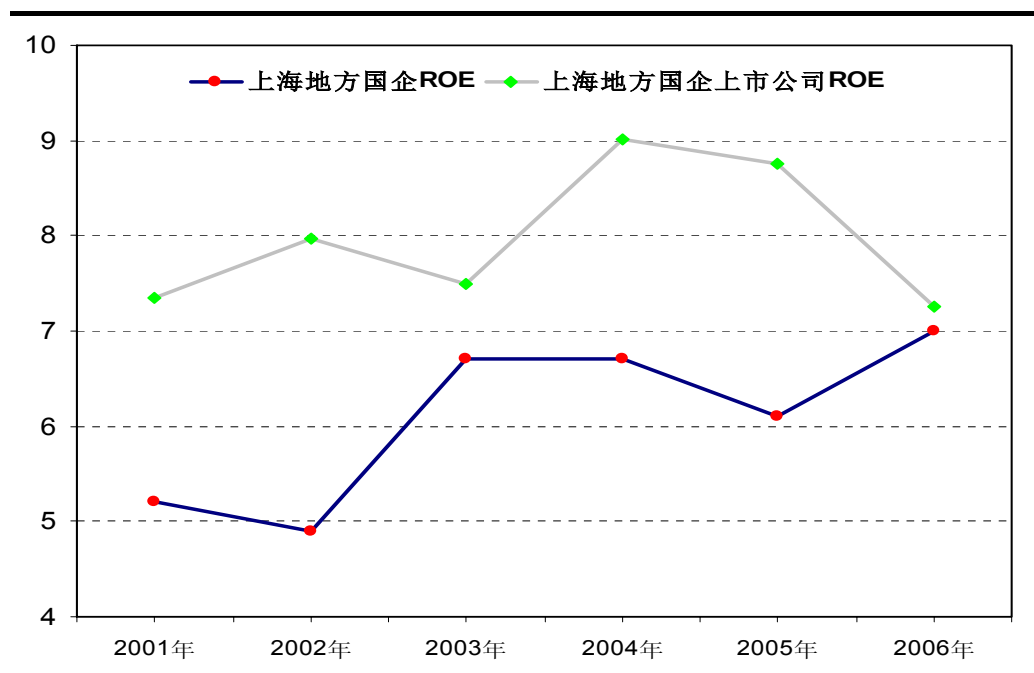
数据来源：天相投资分析系统

图表 9：上海地方国企 ROE 水平要低于全国国企 ROE 水平 (%)



数据来源: Ministry of Finance P.R.C ;天相投资顾问有限公司

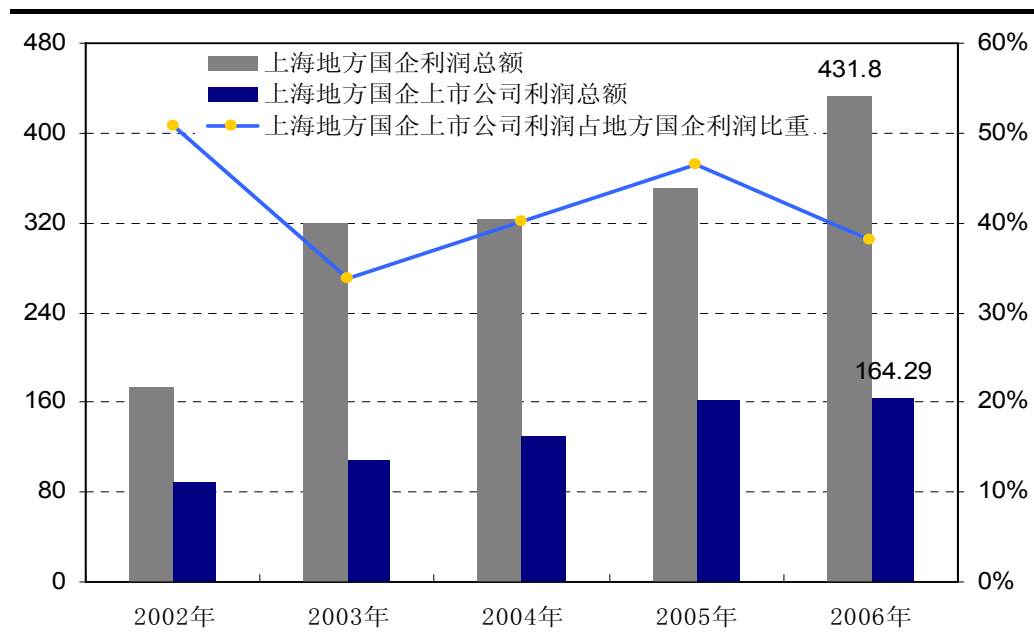
图表 10: 上海地方国企上市公司 ROE 仍有很大的提升空间 (%)



数据来源: Ministry of Finance P.R.C ;天相投资分析系统

从盈利能力来看,上海地方国企及其上市公司的盈利能力和水平明显与上海作为全国经济中心的地位不相匹配。因为上海地方国企及其上市公司的盈利能力和水平分别要低于全国和全部 A 股水平。这在客观上要求上海必须采取更大的力度以国企资产重组来推动国企改革,提高上海地方国企的盈利能力,实现国资的保值增值的目标。

图表 11: 上海地方国企仍有较大部分的盈利资产未注入上市公司 (亿元; %)



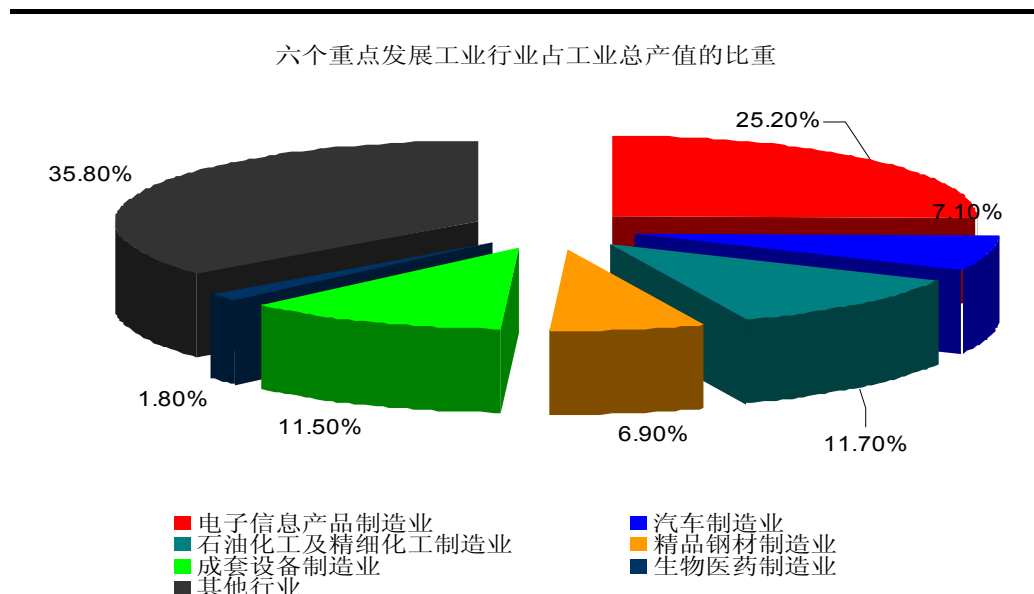
数据来源：Ministry of Finance P.R.C ;天相投资分析系统

从纵向比较来看,即上海地方国企的盈利能力与上海地方国企上市公司的盈利能力比较来看,上海地方国企的盈利能力还有较大的提升空间。整体上来看,上海地方国企上市公司的 ROE 要高于上海地方国企的 ROE 水平,而且上海地方国企上市公司利润占上海地方国企利润总额的比重维持在 40%左右的水平,也就是说上海地方国企本身仍有部分的盈利资产未注入上市公司,因此,这为上海通过资产重组和整体上市带动地方国企进一步做大做强提供了坚实的基础。从 ROE 的变化趋势来看,上海地方国企的 ROE 自 2001 年-2006 年上升幅度要大于上海地方国企上市公司的幅度,说明上海地方国企本身存在的部分优质资产的盈利能力较强,这也为未来的上海国企重组和整体上市提供了想象空间。而且通过资产重组或整体上市,上市公司未来的盈利能力有望获得大幅提升,这反映在投资上,这些上市公司理应获得更大的估值溢价,这也是推动上海板块持续走强的重要原因。

2.3 国内外经济回落和前期股市调整有利于刺激资产重组

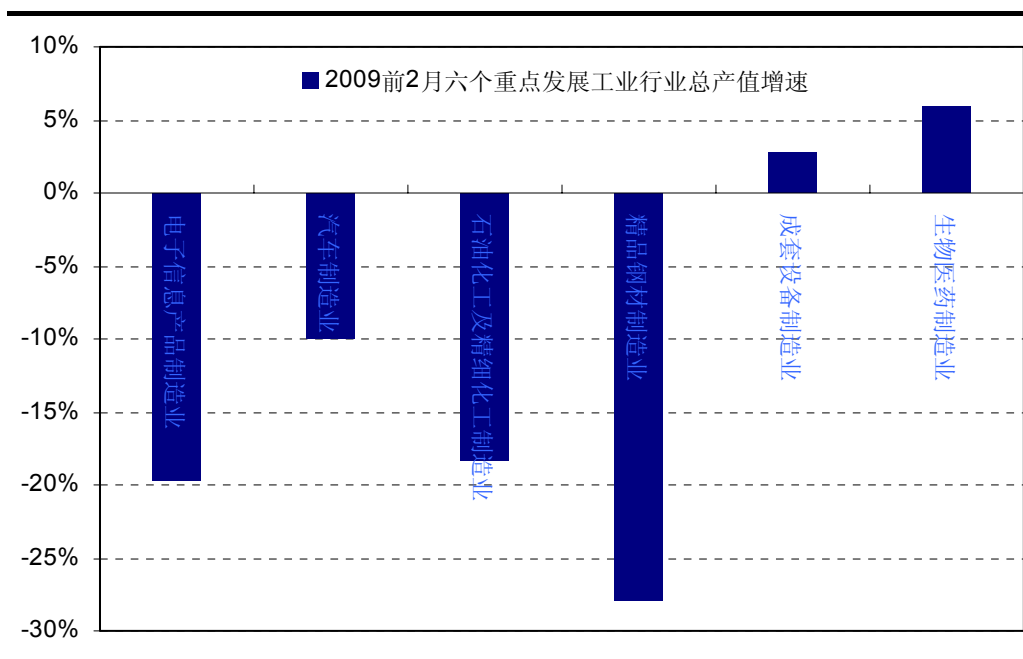
国内外经济的回落和股市的前期调整为上海加大国企整合力度和进程提供了动力。首先,随着国内外经济的大幅回落,产品需求市场的萎缩使得企业间的竞争压力和产能过剩的压力日趋紧张。在这种背景下,企业如何通过整合资源提高企业的竞争力并为经济回暖后取得资源优势占据市场先机成为当务之急。从上海来看,占全市规模以上工业总产值的比重达到 64.2% 的电子信息产品制造业、汽车制造业、石油化工及精细化工制造业、精品钢材制造业、成套设备制造业、生物医药制造业等六个重点发展工业行业,在经济危机的影响下,这 6 大行业的景气大幅下行,今年前 2 个月,这 6 大行业的总产值比去年同期下降 14.7%。上海 6 大重点发展行业景气的下行,客观上要求这些行业必须通过资产整合与重组提高企业的竞争力,以应对当前的经济萧条。

图表 12: 2008 六个重点发展工业行业占工业总产值的比重 (%)



数据来源：《2008 年上海市国民经济和社会发展统计公报》；天相投资顾问有限公司

图表 13：2009 前 2 月上海 6 大重点发展工业行业总产值增速大幅回落



数据来源：《2008 年上海市国民经济和社会发展统计公报》；天相投资顾问有限公司

其次，经济回落带动股市的大幅调整，大大降低了上市公司重组并购的成本。随着大盘去年以来的回调，上海地方国企指数也大幅回落，目前上海地方国企指数已经调整到 2006 年年末到 2007 年年初的水平，这将大大降低上海国资重组中收购股份的成本。此外，我国去年以来印花税的调整，使得重组并购的其他成本费用也大幅降低。

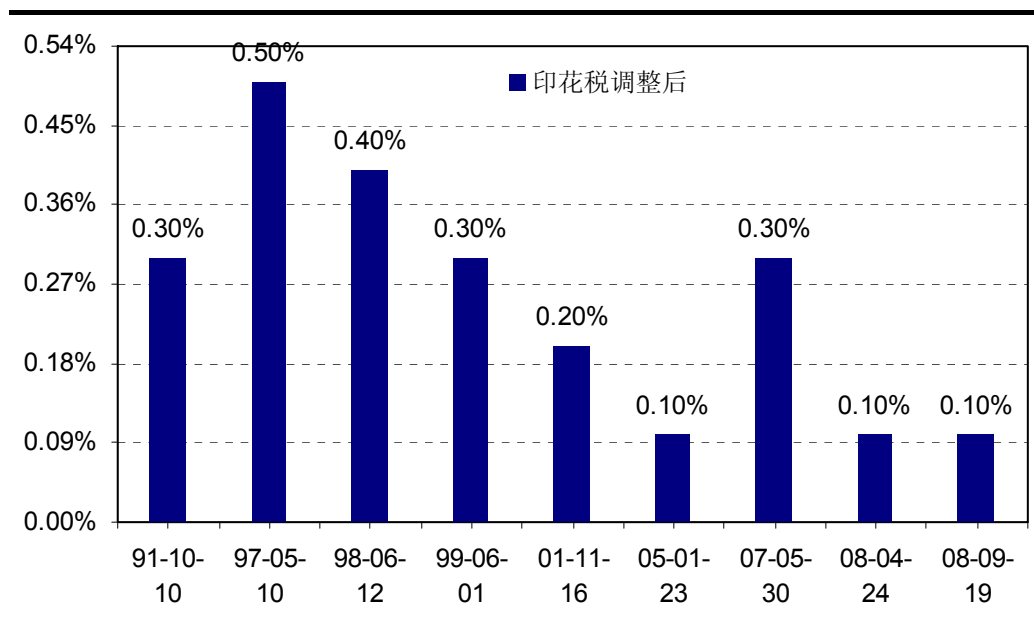
图表 14：去年以来上海地方国企指数大幅调整





数据来源：天相投资分析系统

图表 15：我国印花税已经调整到单边征收，税率创 05 年以来新低（%）



数据来源：天相投资分析系统

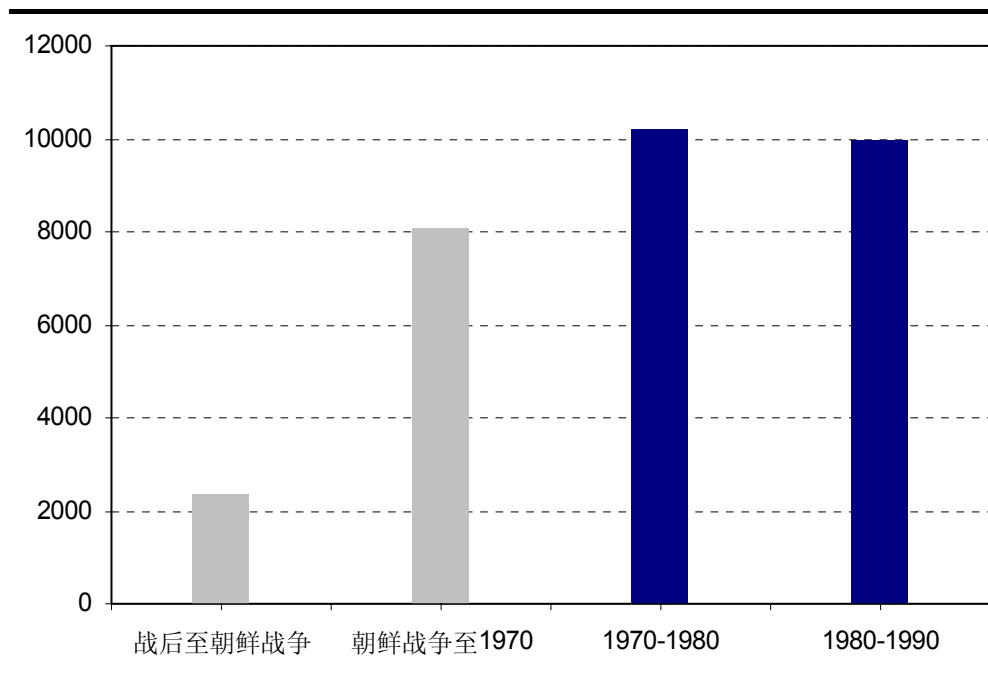
最后，从日本 60、70 年代工业结构调整及石油危机对经济的影响来看，经济放缓时期是刺激企业并购重组的高潮时期。日本 60 年代和 70 年代是日本企业大规模兼并重组的高发时期，而且兼并的数量也呈现急剧上升的趋势。朝鲜战争爆发到 1970 年 20 年左右的时间里，日本企业并购重组总共 8100 起，到 1970 年-1980 年 10 年期间里，企业兼并重组的案例急剧增加到 10210 起。

图表 16：日本典型企业重组并购案例

时期	日本强强合并案例	合并发生产业
50年代	不二商事、东京贸易、东西交易和光和实业合并为三菱商事；住友金属兼并小仓制钢；帝国制麻和中央纤维合并为帝国纤维；三井物产和第一物产合并为三井物产；	贸易、钢铁、合成纤维；
60年代	石川岛重工与播磨造船合并后，兼并名古屋造船和名古屋重工；新三菱重工、三菱造船、三菱日本重工合并为三菱重工；日产与普林斯汽车合并为日产；川崎重工、川崎飞机制造和川崎车辆合并；八幡制铁和富士制铁合并成新日本制铁；住友机械和浦贺重工合并为住友重工；东洋高压与三井化工合并为三井东压化学；日商与岩井合并为日商岩井；日本人造丝与日纺合并；	机械设备；造船；汽车；化工；纺织纤维；
70年代	第一银行与日本劝业银行合并为第一劝业银行；大同制钢、日本特殊钢和特殊制钢合并为大同特殊钢；伊藤忠商事兼并安宅产业；	银行；钢铁；贸易；
80年代	丰田汽车工业与丰田汽车销售合并；昭和石油和壳牌石油合并为昭和壳牌石油；大协石油与丸善石油合并为柯斯摩石油；住友银行兼并平和相互银行；三洋电机兼并东京三洋；	汽车、石油、银行和电气设备；

数据来源：孙黎：《公司购并与产权交易》；天相整理；

图表 17：日本并购数量（件）



资料来源：日本并购交易委员会；天相整理；

3. “上海故事”持续到何时

资本市场上的“上海股市”持续到何种程度，主要取决于两个因素：一、上海地方国资未来注入资产的规模空间有多大？二、上海地方国资未来注入资产后上海地方国企上市公司净资产收益率提升的空间有多少？为此，我们先看一下，上海地方国资整合的思路如何，上海地方国资整合的思路或路径是决定“上海故事”持续到什么程度的关键。

3.1 资产注入或整体上市是上海地方国资整合的基本思路

我们在去年4月初发出的策略专题报告《从上海国资改革看地方国企投资机会》一文中对上海未来地方国资整合进行了比较详细和准确的判断。我们主要结论是：上海国资国企改革的整体思路是：分类推进国有资本向战略性、基础性、先导性产业和关键领域集中，向自主创新能力强的优势企业集中；借助资本市场，推动国资国企整体或核心资产上市，使上市公司成为集团核心资产集聚和主营业务发展的主要载体，并依据主业加快企业集团的非主业剥离。

按照《上海市“十一五”国有资产调整和发展专项规划》提出的“三个着力点”、“五项战略”和“五大目标”的要求，上海将推进资产资本化和资本证券化，推动优质资产和资源向关键产业领域和优势企业集聚；实施政策聚焦，集中力量在先进制造业、现代服务业和城市重大基础设施建设等行业、领域，打造一批具有国际竞争力、跨国经营的世界级大企业集团。

图表 18：上海市 “十一五” 国有资产调整和发展专项规划

上海市 “十一五” 国有资产调整和发展专项规划	主要内容
“四个原则”	坚持有进有退的原则，以适应上海产业转型升级为依据调整国资布局 and 结构；坚持监管分类分层的原则，按照企业资本结构、功能定位和所在行业等方面的差异，分别采取不同的监管和考核评价方式；坚持发展集成集约的原则，强化资本集中，促进产业集聚；坚持改革一司一策的原则，稳步有序推进企业改革重组。
“三个着力点”	着力推进产权多元化，大力发展混合所有制经济；着力推进资产资本化和资本证券化，推动优质资产和资源向关键产业领域和优势企业集聚；着力推进监管法制化。
五大总体目标	发展目标：“十一五”期间，国有资产总量年均增长保持10%左右，到2010年总量达到1万亿元左右。 布局结构调整目标：加快推进国有资本从传统产业、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聚，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、基地； 改革目标：到2010年，逐步收缩市国资委出资监管单位户数，30%的经营性国有资产集中到上市公司中，80%左右的市属行政事业性的企事业单位完成多元化改制； 科技创新目标：到2010年，重点产业集团R&D投入占销售收入比重达到5%左右，力争完成3-5项原创性技术开发项目，在先进制造业领域发展形成3-5个具有国际竞争力的自主知识产权品牌； 监管体系目标：健全出资人监管体系，对专业性投资公司、资产经营公司和产业性集团实行分类监管，分类考核。
“13588” 具体目标	“1”指“十一五”期间，国有资产总量年均增长速度保持一成左右，到2010年总量达到1万亿元左右； “3”指三成以上的经营性国有资产集中到上市公司，实现证券化进一步提高； “5”指五成左右的经营性国有资产集聚在先进制造业、现代服务业和城市基础设施领域； “8”指八成的经营性国有资产分布在产权多元化的大型、特大型企业集团； 后一个“8”指在社会事业领域八成左右的市属企事业单位探索实施多元化改制。

资料来源：上海国资委；天相投资顾问有限公司整理；

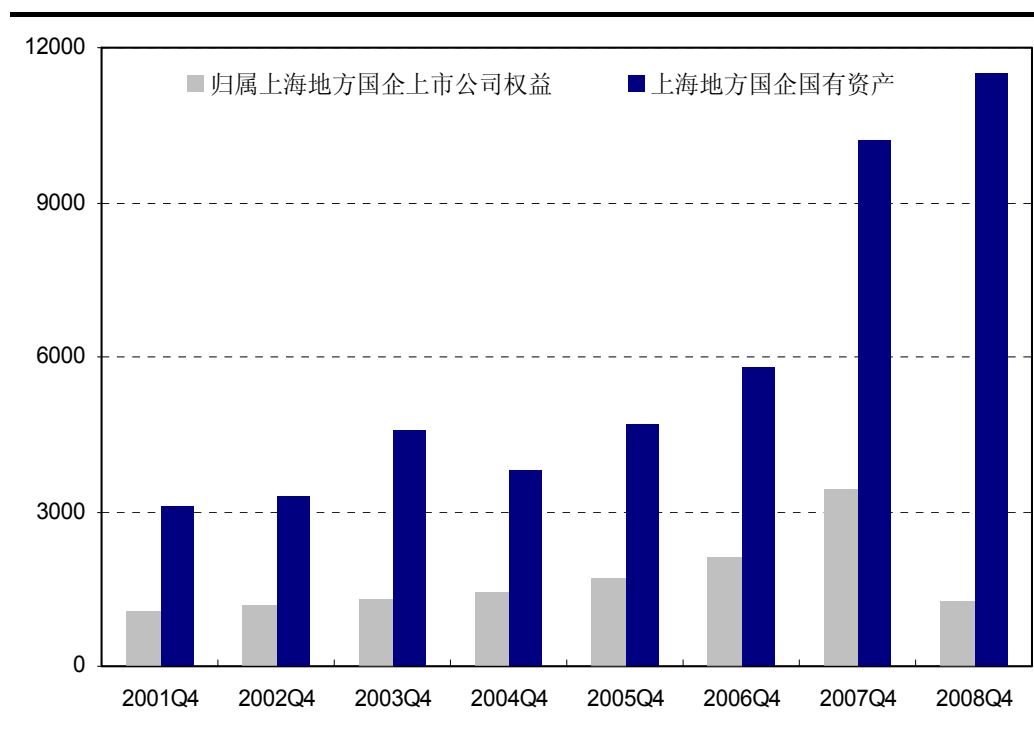
3.2 能注入上市公司的上海国有资产近 2530 亿元

我们认为，从理论上来看，上海地方国企未来能注入上市公司（72 家国资上市公司）的资产规模大约将近 2530 亿。首先，从最新的上海国资整合的政策导向来看，4 月 8 日上海召开的最高级别及最重要的国资国企改革工作会议，上海市委书记和市长同时出席。市长韩正在会议上明确提出了未来上海国资国企改革的目标：，“资产证券化的比例从现有的 18%提高到 40%左右，要形成 3-5 家全球布局，跨国运营的

国资集团公司，形成 5-8 家全国布局、产业领先的公司，形成 20-30 家有主业竞争力的蓝筹上市公司。”

从上海地方国有资产规模来看，2007 年上海地方国有资产突破 1 万亿元，2008 年上海地方国有资产达到了 11500 亿元。按照上海市市长韩正提出的资产证券化的比例从 18% 提高到 40% 计算，未来上海约有 2530 亿元地方国有资产进入上市公司。

图表 19：上海地方国企国有资产及归属上市公司权益分布（亿元）



数据来源：Ministry of Finance P.R.C ;上海国资委；天相投资分析系统

3.3 上海地方国企指数大约有 109.86% 的理论上涨空间

为了对上海地方国企指数未来的上涨空间从理论上做一个保守、简单和粗略的大致测算，我们首先对这一测算模型进行如下的假设：

- 1、上海地方国资未来重组的平台为上海地方国资 72 家上市公司；
- 2、上海地方国资未来重组的方式单一，为资产注入；
- 3、上海地方国资未来资产注入采取定向增发购买的方式；
- 4、定向增发的价格按 2008 年 9 月 30 日前 20 个交易日上海地方国资平均价格 8.94 元计算；
- 5、不考虑增发费用；不考虑分红；
- 6、增发后 PE 保持不变（即 21 倍）

7、上海国资委一次注入上市公司 2530 亿元；

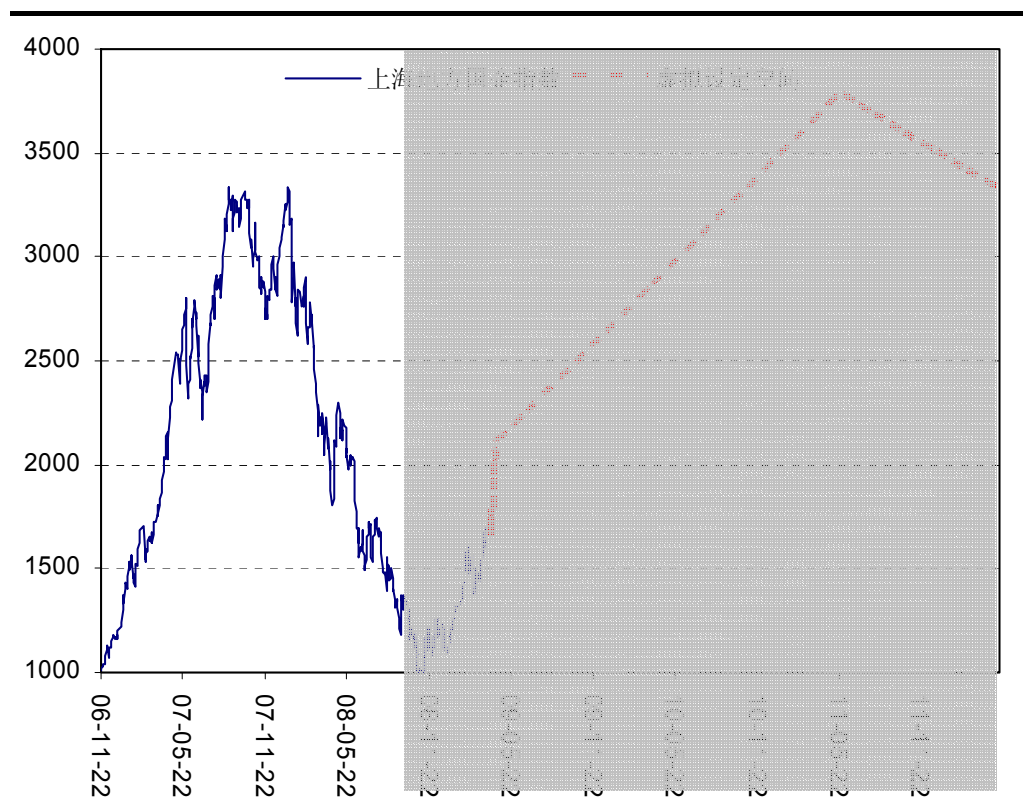
在做了如上的假设后，我们假定 p 为上海地方国资指数的平均价格，那么上海地方国资指数未来上涨幅度的计算公式为：

$$\Delta p = \Delta PE + \Delta ROE + \Delta \text{每股净资产}$$

其中， Δp 为对 p 求自然对数后再求导，即粗略表示 p 的增长率，其他类似；

按假定的资产注入规模和增发价格，这将增加上海地方国资上市公司的股份为 283 亿股，上海地方国资的总股份将由 2008 年 9 月 30 日的 1037.02 亿股，增加到 1320 亿股，增发后的每股净资产将由增发前的 3.37 元增加到 4.56 元，增长了 35.3%。净资产收益率变化方面，2008 年三季报显示，上海地方国资的 ROE 为 8.31%，上海地方国资资产注入后上海地方国资的 ROE 水平参考日本 70 年代中后期工业结构调整后所有行业平均 20% 的 ROE 水平，ROE 未来上涨的空间约为 140.67%。那么在上述假设和数据分析的基础上，上海地方国资指数相对 2008 年 9 月 30 日的 1367.71 的点位，未来上涨空间大约有 176% 的理论上涨空间，对应的理论上涨“顶部”点位大约为 3774.88 点。相对 2009 年 4 月 17 日的点位 1798.76 点，上海地方国资的理论上涨空间大约有 109.86% 的上涨空间。

图表 20：上海地方国资指数未来理论上涨空间想象



数据来源：天相投资分析系统

4. “上海故事”如何演绎

4.1 正在演绎的特征分析：资产注入与辅业剥离共舞

图表 21：2008 年以来上海地方国资整合进程

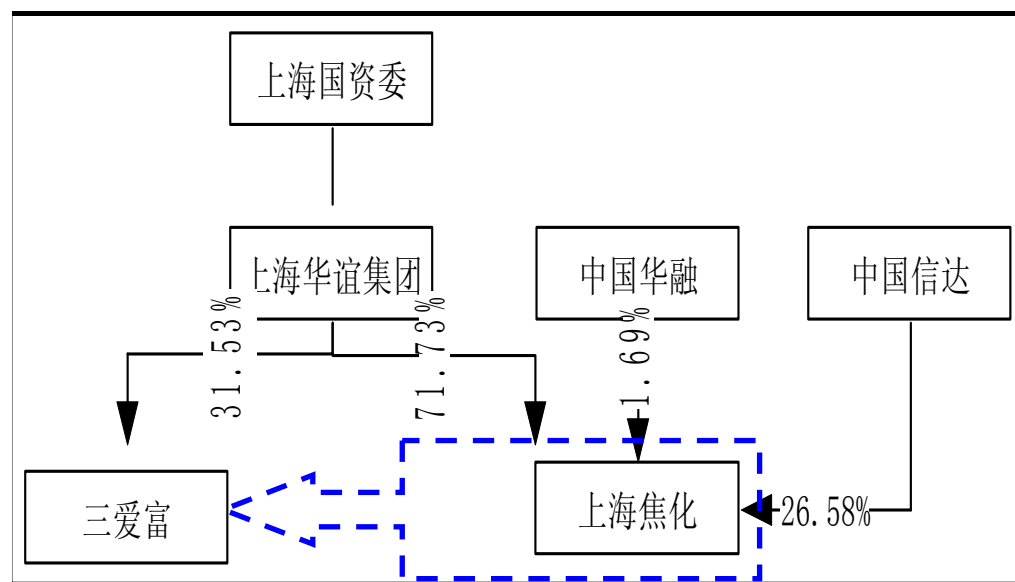
上市公司	公司代码	公告日期	资产重组内容
上柴股份	600841	2008. 4. 9	国资委同意上海电气集团股份有限公司将持有的上海柴油机股份有限公司24170.928万股股份（占本公司总股本的50.32 %）转让给上海汽车集团股份有限公司。
广电电子	600602	2008. 5. 12	广电电子以向广电集团发行股份的方式收购广电集团持有的光电子62.5%股权，同时广电电子以现金收购广电信息持有的光电子18.75%的股权。本次交易完成后，广电电子持有光电子的股权由18.75%增至100%，拥有完整的第五代TFT-LCD业务。
巴士股份	600741	2008. 6. 2	上海国资委同意上海久事公司上报的巴士股份公交资产剥离上市公司方案，并决定上海汽车工业（集团）总公司正在研究制定将汽车零部件资产注入巴士股份的方案。
外高桥	600648	2008. 6. 4	外高桥向母公司外高桥集团及东兴投资定向发行2.66亿股，发行价为16.87元/股，募集的45亿资金主要用于购买外联发、新发展、三联发公司的股权，通过此次交易，将外高桥集团主营业务优质资产注入上市公司
浦发银行	600000	2008. 6. 16	国资委批准了上海上实（集团）有限公司将所持公司股份839.71万股和12260.29万股分别划转至上海国际控制的上海市上投投资管理有限公司、上海国鑫投资发展有限公司。
上实医药	600607	2008. 6. 18	附属公司上海实业联合集团药业有限公司收购锦江国际持有的上海实业联合集团长城药业有限公司30%股权。
新华传媒	600825	2008. 06. 28	上市公司与新华传媒集团进行资产置换，置入新华连锁100%股权；
上海医药	600849	2008. 7. 2	上海国资委批准将上药集团股东方上海工业投资（集团）有限公司、上海华谊（集团）公司分别持有的上药集团各30%国有股权无偿划转给上海上实（集团）有限公司。股权变动后，上海上实（集团）有限公司将持有上药集团60%股份，中国华源集团有限公司持有上药集团40%股份。
城头控股	600649	2008. 08. 08	城投控股采取向上海城投非公开发行股票和支付现金相结合的方式购买上海城投旗下的主要经营性资产——环境集团和置地集团各100%的股权
三爱富	600636	2008. 8. 23	向华谊集团、华融和中国信达非公开发行股份购买上海焦化100%的股权
上电股份	600627	2008. 9. 23	上海电气集团股份有限公司吸收合并方案已经证监会上市公司并购重组审核委员会审核并获有条件通过。
棱光实业	600629	2008. 10. 13	公司向控股股东上海建筑材料（集团）总公司发行股份购买其持有的上海玻璃钢研究院100%的权益
中西药业	600842	2008. 10. 23	华谊集团公司和上海工投将其各持有的上药集团30%（合计60%）的国有股权无偿划转给上海上实
上海医药	600849	2008. 10. 23	华谊集团公司和上海工投将其各持有的上药集团30%（合计60%）的国有股权无偿划转给上海上实
开创国际	600097	2008. 12. 9	开创国际向上海渔业总公司定向增发8700万股购买资产
上工申贝	600843	2008. 12. 13	全资子公司上海申贝办公机械有限公司（下称“申贝公司”）所持有的上海新沪玻璃有限公司20%股权有偿转让给上海浦东国有资产投资管理有限公司
强生控股	600662	2009. 01. 14	核准豁免上海久事公司因国有资产行政划转而增持上海强生控股股份有限公司264,495,799 股股份，导致合计控制该公司32.51%的股

资料来源：天相投资分析系统

从 2008 年以来上海国资整合的特征和案例来看，资产注入和辅业剥离构成上海国资整合的两大显著的特点。资产注入主要是指大股东将优质资产注入上市公司，有利于提高上市公司整体竞争力和盈利能力。而辅业的剥离主要是指上市公司或集团公司按照上海国资委出台的的四批监管企业主业目录（见我们的 2008 年 4 月的策略专题报告：《从上海国资整合看地方国企投资机会》），将与主业不相关或不符的资产剥离，从而使得上市公司能专注主业经营，进一步将主业做精做深。像广电电子、巴士股份、三爱富和上柴股份的重组案例，都说明了上海地方国资整合中资产注入和辅业剥离的显著特点。

从上海地方国资整合的方式来看，主要分为集团内整合与跨集团整合。集团内整合主要根据上海国资委出台的主业目录将大股东的优质资产注入上市公司，像三爱富、广电电子等上市公司。而跨集团整合主要是根据上海未来重点发展的行业及该行业内上海国资委出资监管企业的主业目录两者的结合来进行，像上汽集团、上海电气及上海医药集团与上实集团的重组案例。

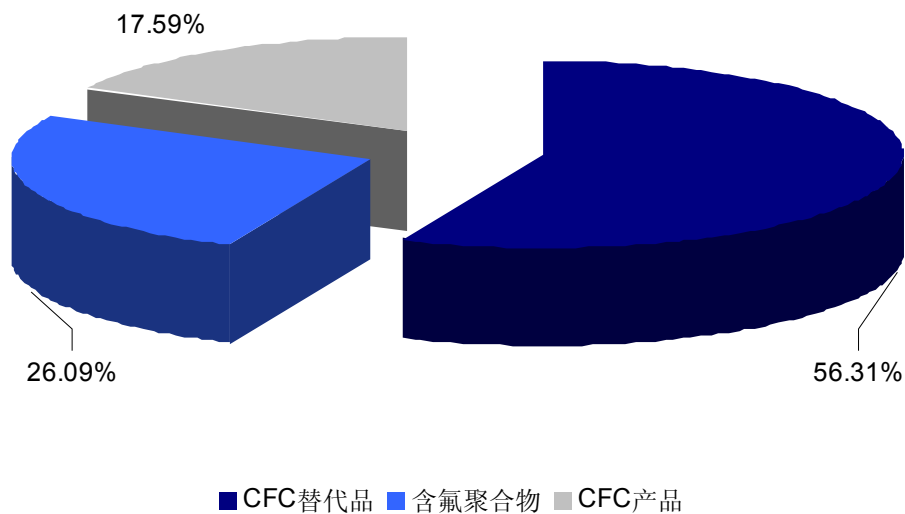
图表 22：上海华谊集团将“煤基多联产”注入上市公司



资料来源：公司公告

图表 23：三爱富被注入资产前的收入分布（%）

三爱富产品收入分布



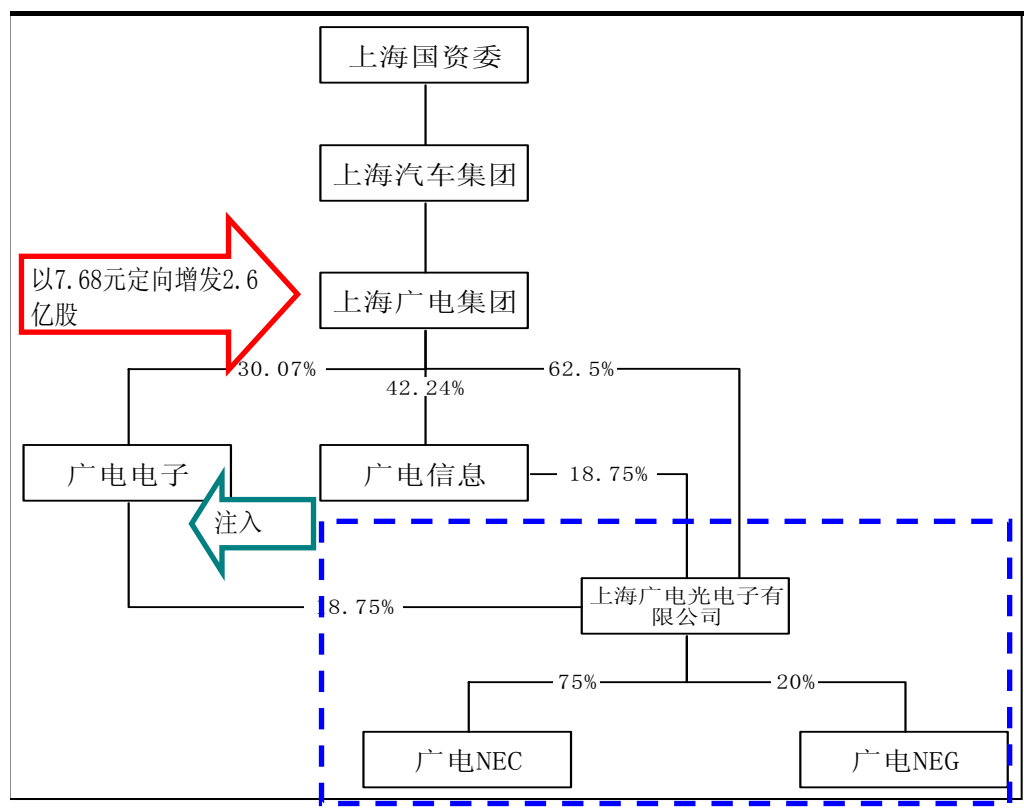
资料来源：公司公告

图表 24：上海国资委确定的上海华谊集团主业

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海华谊(集团)公司 ➤ 氯碱化工 (600618) ➤ 三爱富 (600636) ➤ 双钱股份 (600623)	煤基多联产产品及清洁能源产品制造；高分子材料及轮胎橡塑产品制造；精细化学品制造	化工品物流及化工工程服务；生物医药及生物化学品制造	聚氯乙烯、烧碱、氯产品等；含氟聚合物、CFC产品、CFC替代品。 工业、商业、房地产业、旅游饮食服务业、其他业务等。	精细化工产业为上海6大重点发展产业

资料来源：上海国资委

图表 25：上海广电集团将光电子资产注入广电电子



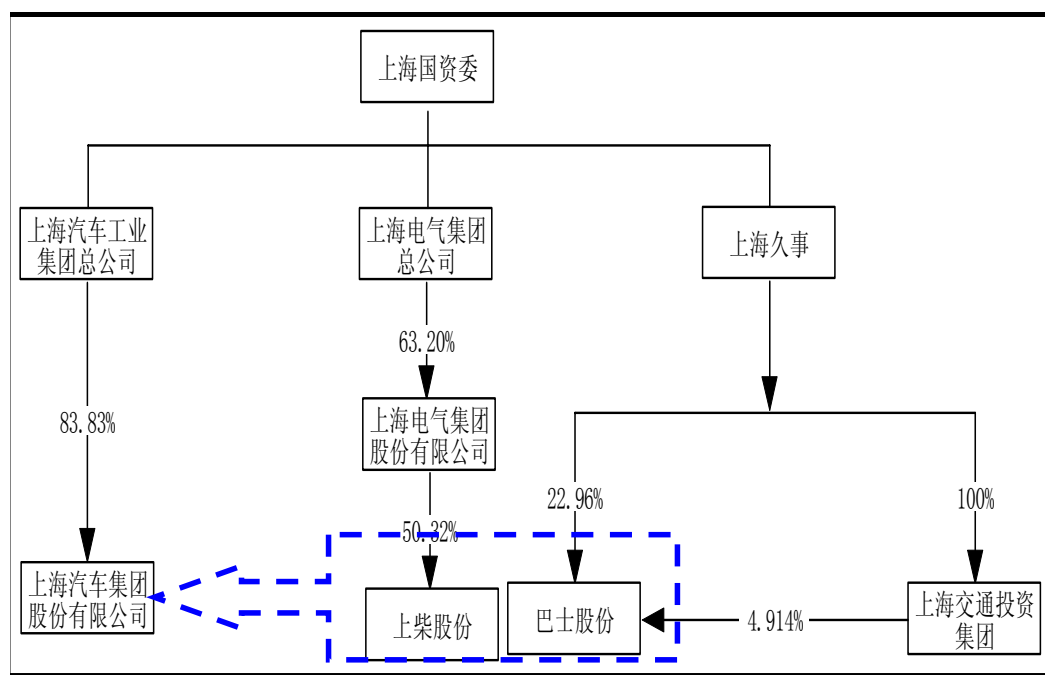
资料来源：公司公告

图表 26：上海国资委确定的上海广电集团主业

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海广电（集团）有限责任公司	平板显示器件及上游组件与材料、下游整机业务。	卫星直播电视业务(DTH)。	电视机制造、计算机及网络设备、影视音像设备制造、通讯设备制造、电子元件加工和进出口业务等	信息产业——上海6大支柱产业和6大重点发展产业
广电信息 (600637)	电子与器件业务。	信息服务业务。	彩色显像管玻壳、液晶显示屏及其模块、贸易等	
广电电子 (600602)				

资料来源：上海国资委；公司公告

图表 27：上海汽车与上海股份、巴士股份的跨集团整合



资料来源：公司公告

从上海地方国资整合的路径来看，集团内部的资产重组相对简单。而如果是跨集团整合，股权划转成为跨集团整合的主要信号，像巴士股份并入上海汽车集团的重组案例。

图表 28：上海国资委确定的上海汽车集团与上海电气集团的主业

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务[1]	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海汽车工业（集团）总公司	汽车及相关零部件、整机制造；	新能源汽车及其关键零部件研发制造。汽车相关的系统集成增值服务。汽车二手车及汽车零部件售后市场相关的业务。与汽车相关的循环经济业务	整车业务、零部件业务、劳务及其他。	汽车制造业——上海6大支柱产业和6大重点发展产业
➤ 上汽股份（600104）	汽车服务贸易(汽车物流、汽车金融、汽车租赁、汽车信息、汽车销售及服务)			
上海电气（集团）总公司	电力设备生产制造及系统集成（发电设备和输配电设备等）；	轨道交通设备生产制造及系统集成。环保设备生产制造及系统集成。大型煤矿机械生产制造。	柴油机、配件和其他	设备制造业——上海6大支柱产业和6大重点发展产业
➤ 上柴股份	通用设备生产制造(高精度数控机床、自动化仪表及控制系统、机械基础件、电梯、泵机阀等)；	以技术服务、工程设计与工程总包、系统集成与设备成套等为主的生产性服务业		
	专用设备生产制造(大型冶金、船舶机电、印刷包装、空调压缩机、新型纺织机械等)			

资料来源：上海国资委；公司公告

4.2 未来关注的上海国资整合：（地产、公共交通、电气设备、医药、金融）

4.2.1 建筑和地产行业：重点关注上海建工与中华企业

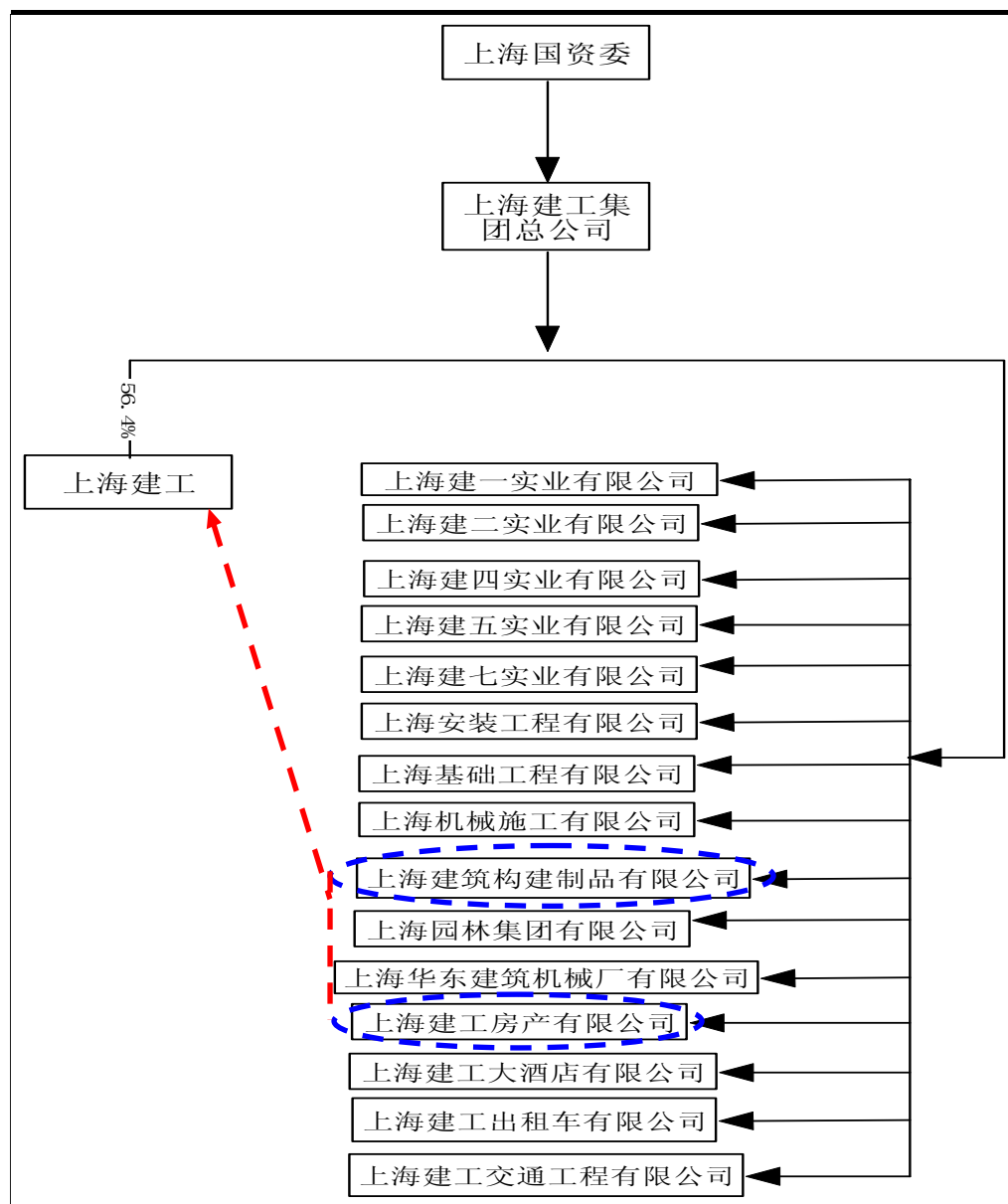
图表 29：上海国资委出资监管的与房地产有关的企业与上市公司

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海建工（集团）总公司	建筑工程和商品混凝土及混凝土构件制造 房地产开发经营。	基础设施投资与经营。	民用建筑、工业建筑、市政建筑、公共设备建筑、建筑工程装饰、总承包工程等。	建筑业
➢ 建工股份（600170）				
上海地产（集团）有限公司	土地储备前期开发和滩涂造地建设管理 房地产开发经营和服务			
➢ 金丰投资（600606）			房地产流通服务、开发与委托管理	房地产
➢ 中华企业（600675）			房地产销售与租赁	
上海实业（集团）有限公司	实业投资与经营（国际经贸、医药、房地产）；资产经营管理（基础设施、消费品、金融股权）			
➢ 上实发展（600748）			房地产销售	房地产

资料来源：上海国资委；公司公告；天相投资顾问有限公司

从上海国资委出资监管企业的主业来看，与房地产行业相关的地方国资企业主要有三家，分别是上海建工集团总公司、上海地产集团与上海实业集团公司。但从资产

图表 30：上海建工资产注入可能性分析

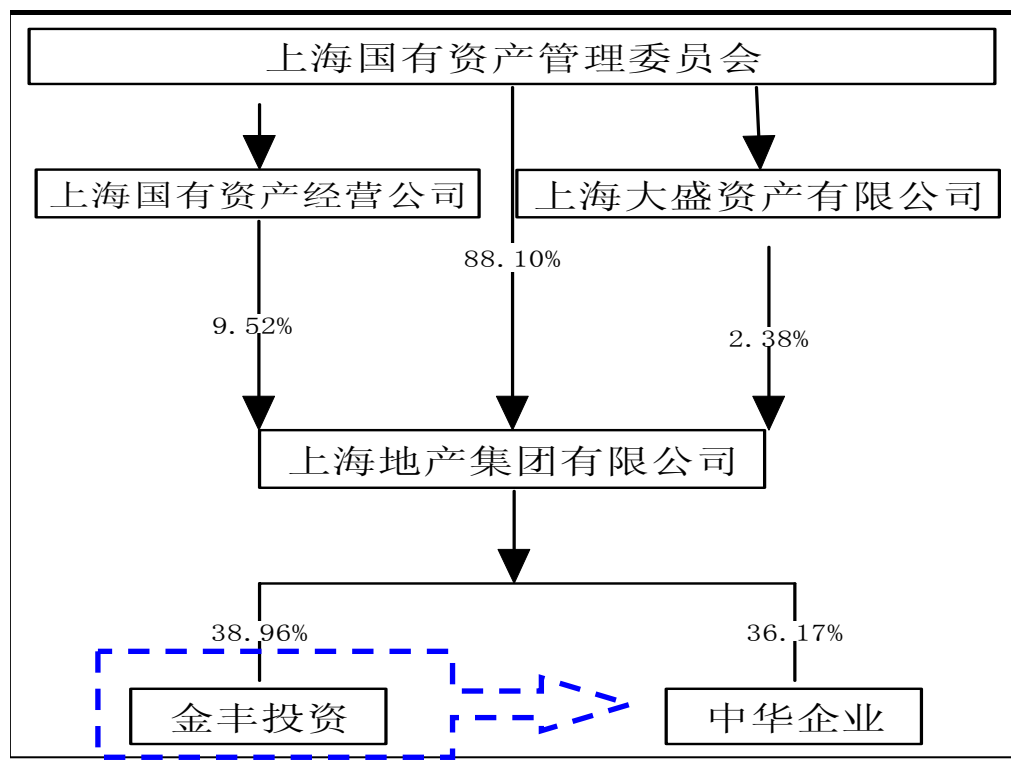


资料来源：公司公告；天相投资顾问有限公司

重组整合的角度，我们认为上海建工集团与上海地产集团在房地产方面的整合可能性较大，而且这种整合主要体现为集团内部的资产整合。因为 2007 年下半年上实集团将集团内的房地产资产已经注入到上市公司上实发展中。

从上海建工集团来看，按照上海国资委出台的上海建工集团主页目录，上海建工集团未来的主业除了建筑工程外，还有商品混凝土及构件制造和房地产经营等主业。而从上市公司上海建工来看，上海建工的主营业务主要是建筑工程。按照上海国资委确定的“使上市公司成为使上市公司成为集团核心资产集聚和主营业务发展的主要载体”的国资改革思路，上海建工集团旗下的建筑构件与房地产类资产有望注入上海建工。

图表 31：金丰投资资产有望注入中华企业

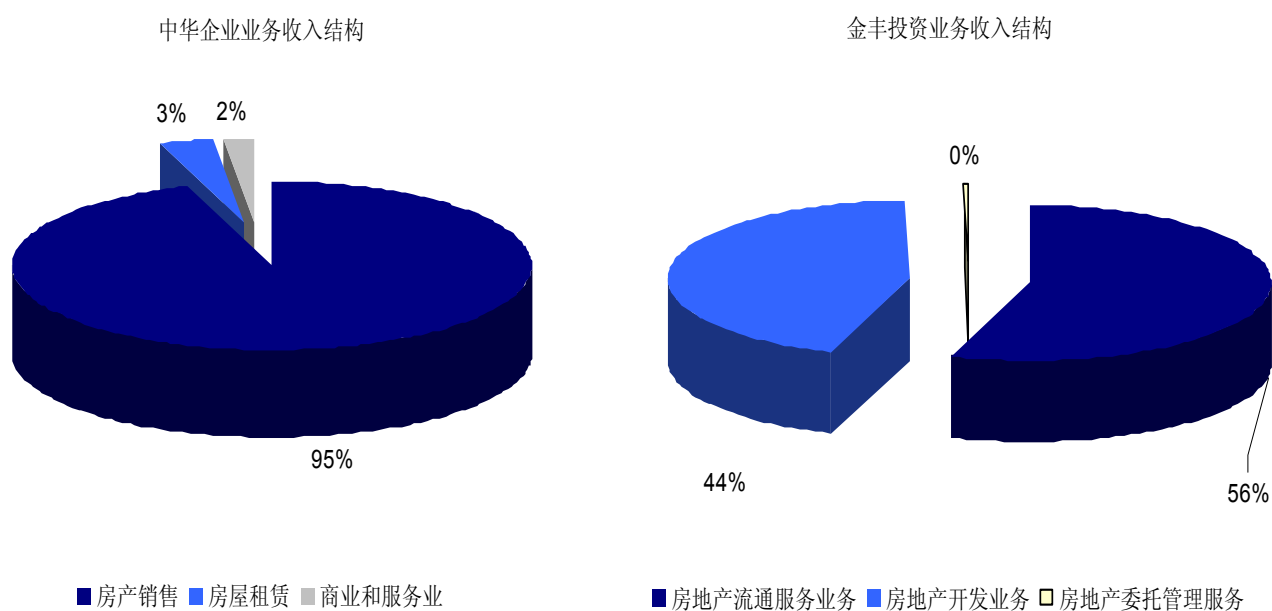


资料来源：公司公告；天相投资顾问有限公司

从上海地产集团来看，我们认为上海地产集团的整合的方案有可能是金丰投资房地产资产注入中华企业。主要的原因是：

首先，从两家上市公司的业务结构来看，两家上市公司存在业务的互补性。根据

图表 32：中华企业与金丰投资存在业务的互补性



资料来源：公司 2008 年报；天相投资顾问有限公司

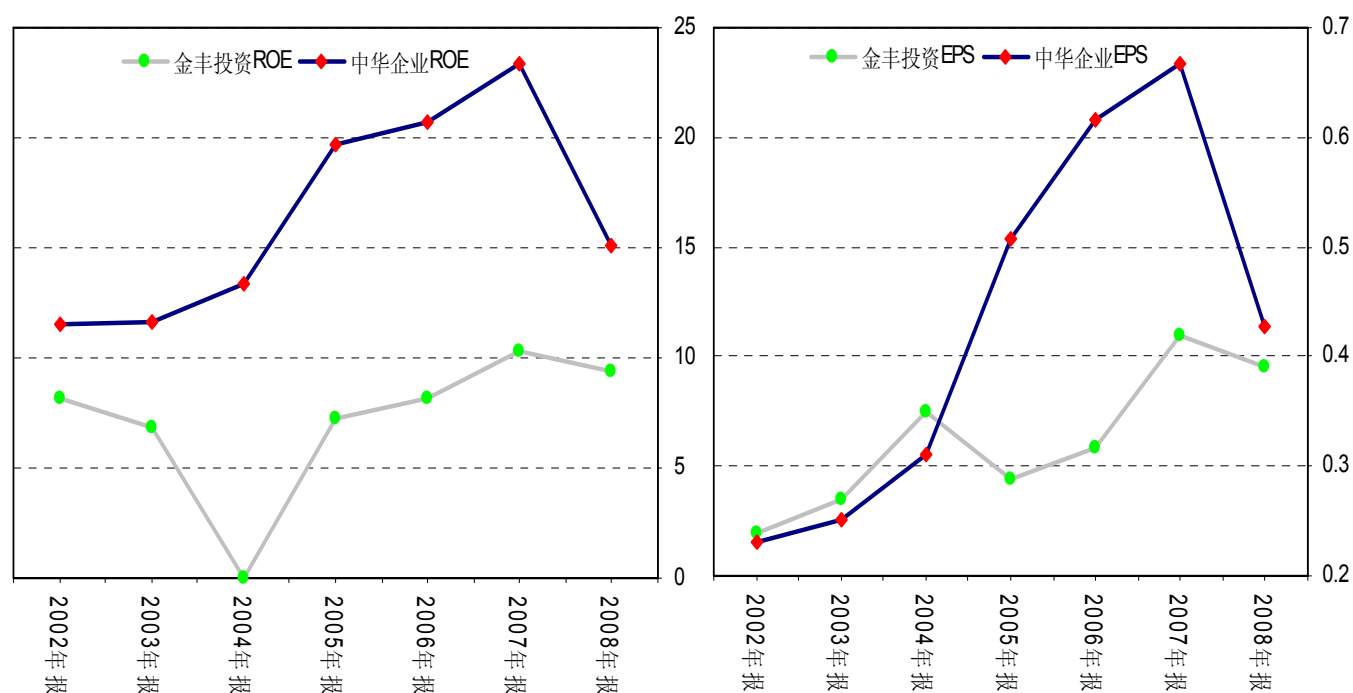
两家上市公司的年报，中华企业的主营业务是房地产销售与租赁，而金丰投资的主营业务是房地产开发与流通服务，两家上市公司业务在产业链上属于上下游的关系，因此上海地产有动力通过整合这两家上市公司的业务资源来提高房地产资产的盈利能力。

其次，从盈利能力来看，从整体上来看，金丰投资的盈利能力要高于中华企业。从近几年的 ROE 来看，中华企业的净资产收益率要大幅高于中华企业。从巴士股份、上柴股份和上海汽车的整合案例经验来看，将盈利能力较弱的资产并入盈利能力较强的资产，以利于资产的整合，提高资产的效率。

最后，从房地产行业的运行背景来看，在国内外经济放缓和国内房地产市场低迷的背景下，主营业务为房地产销售与租赁的中华企业盈利能力和水平大幅下降，下降的幅度要大于中华企业的下降幅度，上市公司的经营形势比较严峻。经营形势的严峻，我们这也是推动金丰投资和中华企业资产整合的动力。

综上两家上市公司的主营业务、盈利能力和行业运行背景来看，金丰投资有可能被并入中华企业，由中华企业对房地产资源进行整合。而金丰投资有可能被作为壳资源

图表 33：中华企业的盈利能力和水平要高于金丰投资



资料来源：公司 2008 年报；天相投资顾问有限公司

4.2.2 公共交通行业：关注强生控股、大众交通、海博股份和申通地铁

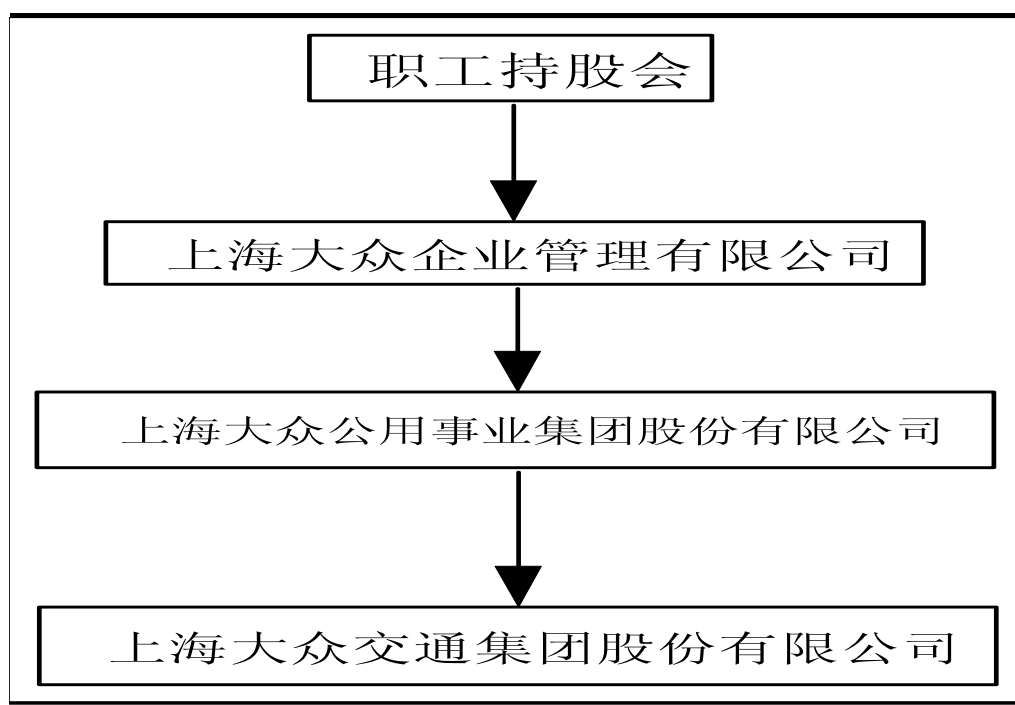
4.2.2.1 上海公交改革有望带来强生控股、大众交通和海博股份的交易性机会

近期召开的上海推进公交优先发展工作会议宣布启动新一轮公交改革，改革的主要思路是上海全市公交行业将全面回归国有控股。这意味着，曾经历从国有推向市场这一“市场化改革”的上海公交行业，正重新回归公益为先、国有主导的模式。根据

此次体制机制改革的安排，上海将以久事公司为主体，实施浦西市区的公交重组，成立国有独资的上海巴士公交有限公司，并对大众等原公交企业实施收购兼并。而原巴士公交等资产从上市公司退出，逐步实现骨干企业国有控股。

在上海公交行业公益性改革的背景下，上海公交行业的公益性或国有主导的特征将更加明显。从投资机会的角度，主要有两类机会：一是重组类的机会，主要关注强生控股和海博股份。因为按照主业清晰的原则，上海国资委确定的光明集团的主业并无出租业务，而光明集团出租业务主要集中在海博股份，因此光明集团的出租业务存在剥离的可能。同时，上海确立了以久事公司为主体的公交改革龙头，而久事公司下面存在出租业务的上市公司主要是强生控股。在这种情况下，海博股份和强生控股业务上的同一性给予市场整合的空间。如果海博股份出租业务注入强生控股，那么海博股份还存在壳资源的交易性机会。二是公交业务剥离的交易性机会。根据上海公交改革方向，以前市场化的公交业务将来将全面回归国有主导，而目前在上市公司大众交通中仍存在公交客运业务，因此大众交通有望存在出售这部分业务的可能，进而带来短期交易性机会。

图表 34：大众交通有望借公交改革机会出售公交客运业务



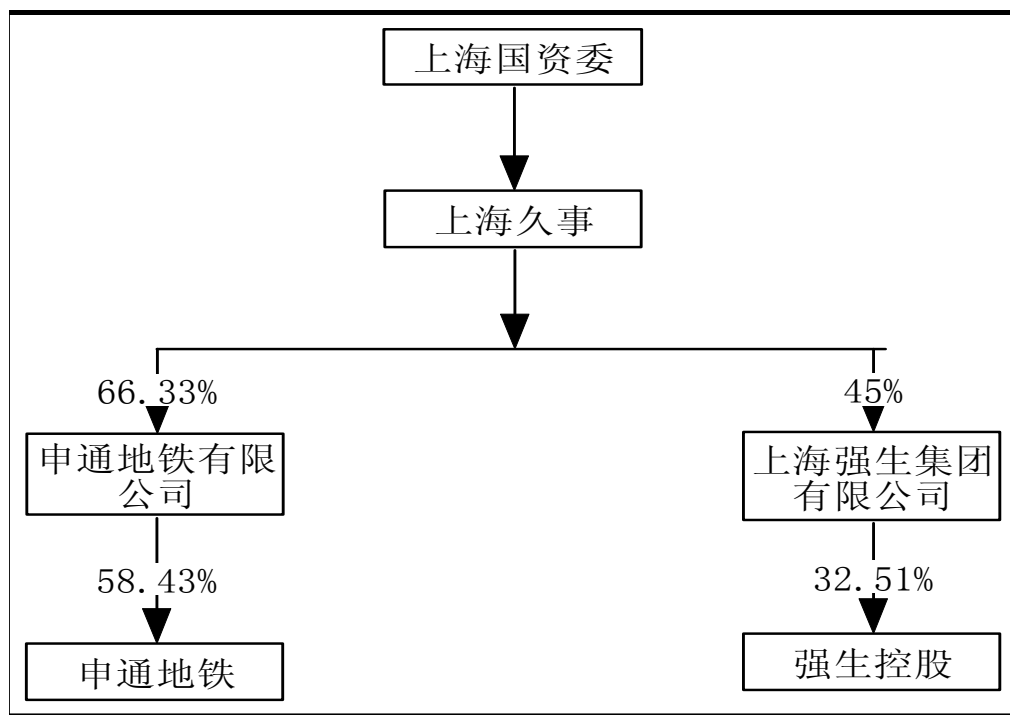
资料整理：公司公告；天相投资顾问有限公司

图表 35：上海国资委确定的光明集团主业中并无出租业务

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
光明食品（集团）有限公司	都市农业；食品制造与加工业；	➤ 食品物流	黄酒生产经营、食堂生产经营和食品销售。	食品加工业、零售业、交通运输
➤ 第一食品（600616）	食品零售及品牌代理、批发分销业		工业、商业、交通运输业、旅游饮食服务业等。	
➤ 海博股份（600708）			贸易、食品、房地产等。	
➤ 梅林股份（600073）			乳品业、零售业等	
➤ 光明股份（600597）				

资料整理：上海国资委；天相投资顾问有限公司

图表 36：上海久事有望成为上海公交资产整合的重要平台



资料整理：公司公告；天相投资顾问有限公司

4.2.2.2 申通地铁存在资产注入的机会

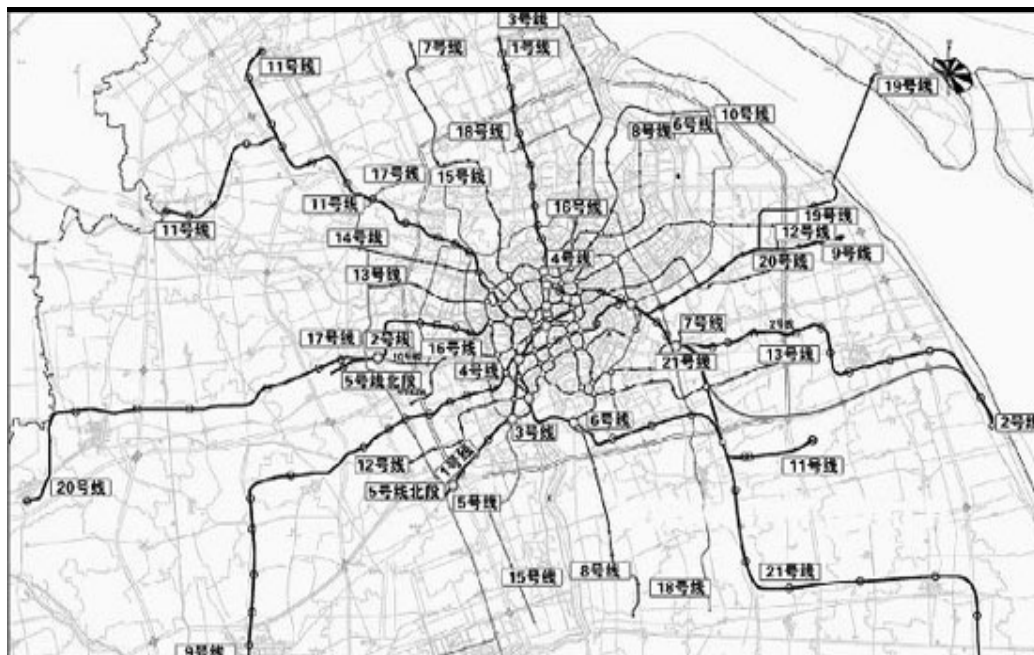
我们认为申通地铁存在资产注入的机会，主要的理由有如下几点：

- 1、上海大规模的轨道交通建设存在较大的融资需求。上海力争在世博会前，建成轨道交通 8 号线二期、7 号线、9 号线二期、10 号线、11 号线北段、2 号线东延伸、

7 号线北延伸等线路，形成 11 条运营线路、运营长度 400 公里的轨道交通基本网络。

按照上海地铁 2020 年规划，至 2020 年，上海城市轨道交通网络总规模将达到约 877 公里，并延伸至长兴岛。按平均每公里 6 亿元的费用计算，2010 年—2020 年间上海地铁潜在的融资需求大约有 2862 亿元的规模。

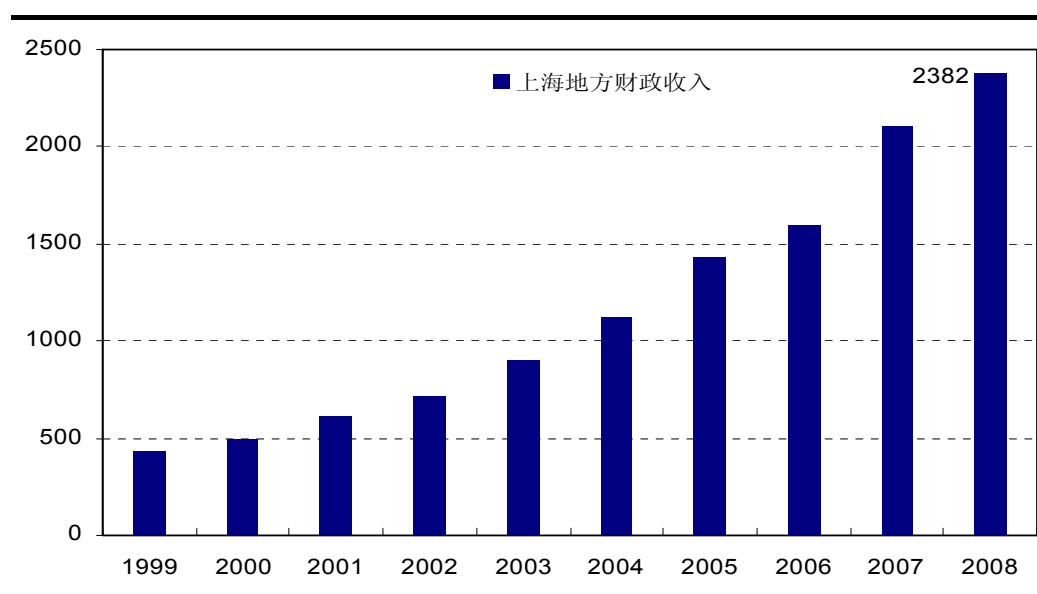
图表 37：上海地铁 2020 年规划



资料整理：天相投资顾问有限公司

2、社保基金支出和基础设施投资加大海财政收支缺口

图表 38：上海地方财政收入



资料整理：上海统计局及上海政府工作报告；天相投资顾问有限公司

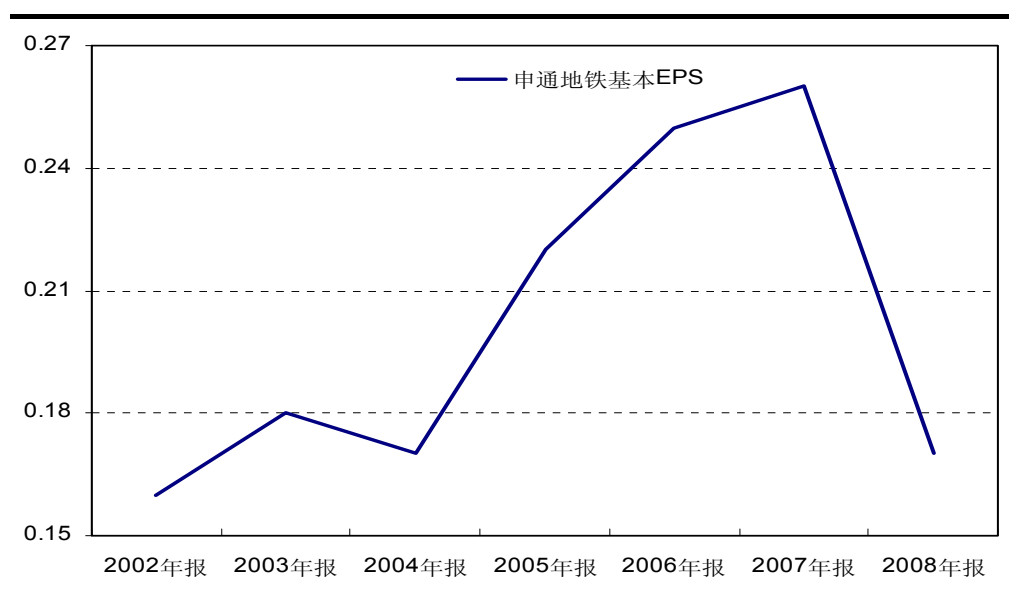
在 2008 年上海财政收入开始大幅放缓的情况下，上海财政为地铁建设融资压力加大。从社保支出来看，2007 年上海 60 岁以上老人占户籍人口的比重达到了 20.8%，2008 年上海社保局还增加了养老支出。1 月 6 日，上海市委书记俞正声在与上海市政协委员座谈时称，“社保基金严重穿底，仅 2008 年上海市级财政收入为上海社保基金托底 170 亿—180 亿元，占到了市级财政收入的 17%—18% 左右，而预计今年还需要增加 60 亿—70 亿元才能把社保基金的窟窿补上。”（《人民网》2 月 23 日）。另外，2008 年上海地方财政收入为 2382 亿元，而 2010—2020 年地铁建设的资金需求将达到约 2900 亿的规模，已经超过了一年上海财政收入。在目前的经济背景下，上海财政收入继续下滑的概率较大，今年 2 月上海地方财政收入下滑 8.7%，其中企业所得税和营业税分别下滑 34.1% 和 20.4%，上海财政陷入了比较尴尬的境地，要保增长就要加大基础设施投资，但资金来源遭遇财政收入捉襟见肘的境地。为此，上海如何为基础设施特别是地铁建设融资是一大考验。

3、利用申通地铁在资本市场融资或将是上海募集建设资金的重要途径。上海地方政府为地铁项目建设融资主要有利用国企代发地方政府融资、发行地方政府债券和利用申通地铁融资等途径。但在当前债券供给，特别是地方政府债券蜂拥上市，债券供给加大的情况下，债券市场的供需关系发生转变，再加上近期市场对于宏观基本面“预期”正在发生转变，债市融资面临压力。新疆和安徽地方债券发行跌破发行价就是一个例子，4 月 8 日，在上市第一天，安徽地方债跌破发行价，收报在 99.98；这不是第一只“破发”地方债：4 月 3 日，新疆债也在上市首日跌破发行价，在随后的交易日里，其成交价继续走低。因此，通过债券融资在目前的市场环境下并非最好的选择。

因此，利用资本市场筹资资金将是上海的一个重要选项。而且利用资本市场融资主要有以下两个优点：一、随着近期市场的逐渐回暖，市场信心和心态已经有所恢复。二、申通地铁作为上市公司，本身就提供了一个融资平台。

4、注入申通地铁资产将是提高融资能力的重要砝码。

图表 39：2008 年报显示申通地铁 EPS 下降 34.6%

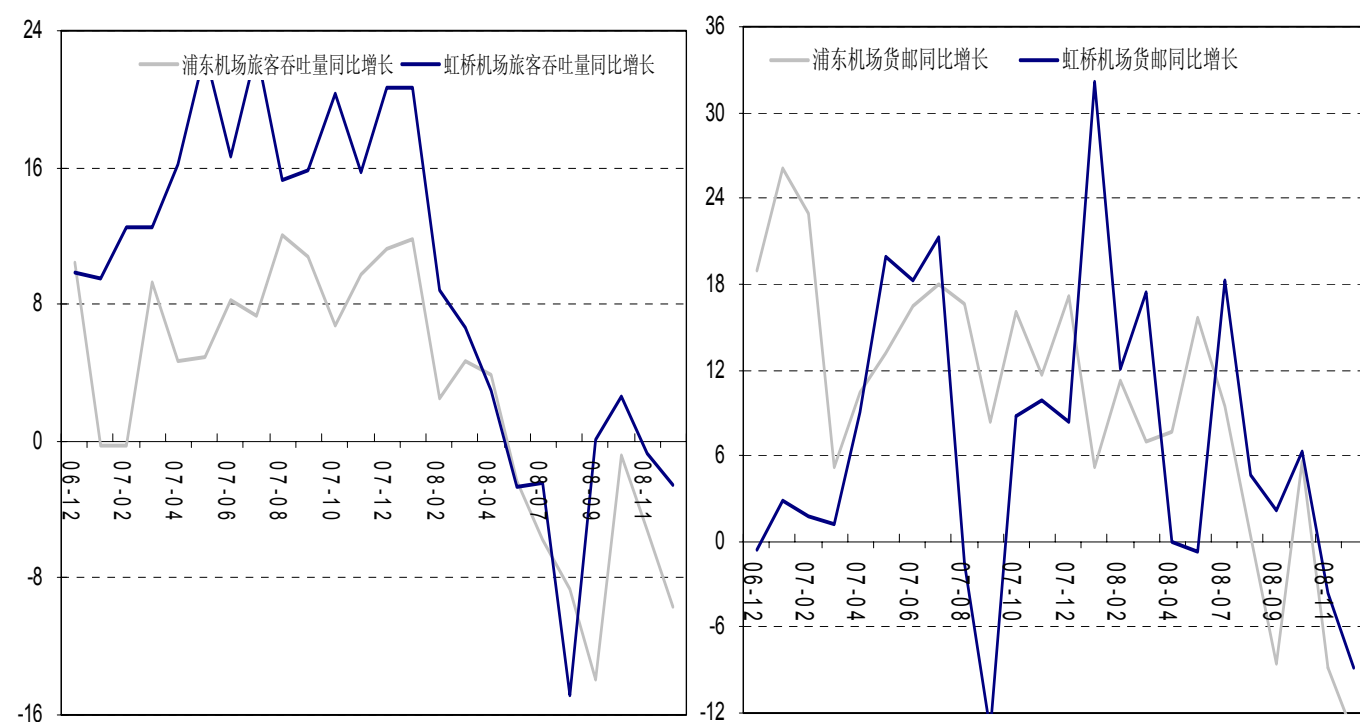


资料整理：天相投资分析系统

从申通地铁 2008 年报的基本情况来看，2008 年申通地铁营业利润大幅下降，基本每股收益为 0.17 元，比 2007 年下降 34.6%。在这种情况下，要提高上市公司的融资吸引力，注入资产将是一个可以考虑的选项。目前申通地铁主要资产为上海地铁 1 号线，上海地铁 2 号线、3 号线乃至已经运营的 4 号线都是可以考虑的注入资产。在注入资产的空间方面，随着上海地铁网络覆盖面的扩大，申通地铁未来注入资产的空间相当大。

4.2.2.3 虹桥机场有望注入上海机场

图表 40：浦东国际机场与虹桥国际机场主要业务量对比（%）



资料来源：天相投资顾问有限公司

我们认为虹桥机场注入上海机场的主要的驱动力来自于目前航空业的低迷。在全球经济衰退的背景下，一些航空公司的经营趋于困难，特别是涉及国际航线的航空公司，经营业绩出现下滑。再加上管理不善或制度不完善，在经济低迷的全球背景下，航空公司的处境艰难。而航空公司的业务量的缩减，直接导致机场类上市公司的盈利。由于浦东机场的经营业绩与国际业务密切相关，因此在经济下滑的情况下，上海机场经营趋于困难。与此同时，作为上海机场集团公司的另一块资产的虹桥机场，其主要业务量与国内相关，在外围经济放缓的情况下，业务量相对浦东机场要好，这主要得益于国内经济相对稳健，从这一角度，虹桥机场有注入上海机场的可能。

另外，根据上海国资的改革思路，上市公司要成为集团公司核心资产的主要经营平台。作为上海市政府下的上海机场集团，也有将虹桥机场注入上海机场的政策支撑。

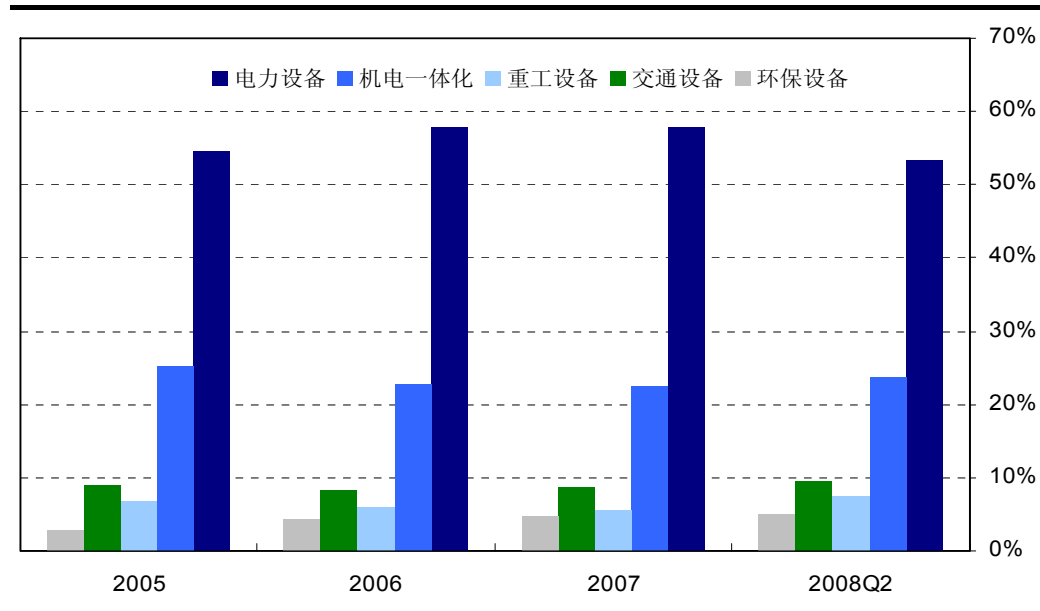
4.2.3 电气设备行业：关注上海机电

图表 41：上海国资委确立的上海电气集团公司主业

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海电气（集团）总公司	电力设备生产制造及系统集成（发电设备和输配电设备等）；	轨道交通设备生产制造及系统集成。环保设备生产制造及系统集成。大型煤矿机械设备生产制造。		设备制造业——上海6大支柱产业和6大重点发展产业
➢ 上海电气（601727）	通用设备生产制造(高精度数控机床、自动化仪表及控制系统、机械基础件、电梯、泵机等)；	以技术服务、工程设计与工程总包、系统集成与设备成套等为主的生产性服务业	电站及输配电，机电一体化，交通运输、环保设备的相关装备制造	
➢ 上海机电（600835）	专用设备生产制造(大型冶金、船舶机电、印刷包装、空调压缩机、新型纺织机械等)		电梯及自动扶梯；人造纤维板；焊接器材；印刷包装机械；液压气动产品；工程机械	
➢ 自仪股份（600848）			仪表及装置；数字控制系统工程；其他控制系统工程；	

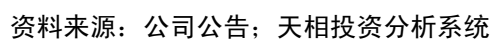
资料来源：上海国资委；天相投资分析系统

图表 42：上海电气主要业务收入结构（%）

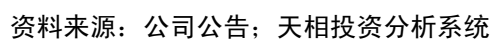


资料来源：公司公告；天相投资分析系统

图表 43：上海机电业务收入比重及毛利率（%）



图表 44：上海电气主要资产分布



其次，上海电气机床类资产有可能注入上海机电。当前占上海机电主营业务比重较大的是电梯及自动扶梯，其营业收入比重达到 70% 以上。而电梯与机床同属通用设备类产业，从提高资产效率的角度，机床类资产与电梯类的整合有利于提高上海机电的资产运行效率。

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海实业（集团）有限公司	实业投资与经营（国际经贸、医药、房地产）；资产经营管理（基础设施、消费品、金融股权）			设备制造业——上海6大支柱产业和6大重点发展产业
➤ 上实发展（600748）			房地产开发与经营	
➤ 上实医药（600607）			医药开发、制造与销售；医疗器械；	
➤ 上海医药（600849）			医药销售、制造	
➤ 中西药业（600842）			医药制剂与药机业务	
集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海百联（集团）有限公司	超商业业务；	物流配送业务	商业、房地产业、旅游饮食服务业等。	商贸流通业
➤ 百联股份（600631）	综合百货业务；	商业置业业务	连锁超市、建材、百货、房屋出租。	
➤ 友谊股份（600827）	生产资料贸易业务；	电子商务业务	油品业、金属材料、汽车贸易、进出口业务、化学品和木业加工等	
➤ 上海外贸（600822）			医药销售。	
➤ 第一医药（600833）				

资料整理：上海国资委；天相投资分析系统

从上海的医药板块来看，上实医药、上海医药、中西药业和第一医药是上海医药类资产整合的重点方面。随着去年上海医药集团整体划入上海实业集团，我们认为，上实医药和上海医药作为资产整合平台的可能性较大。

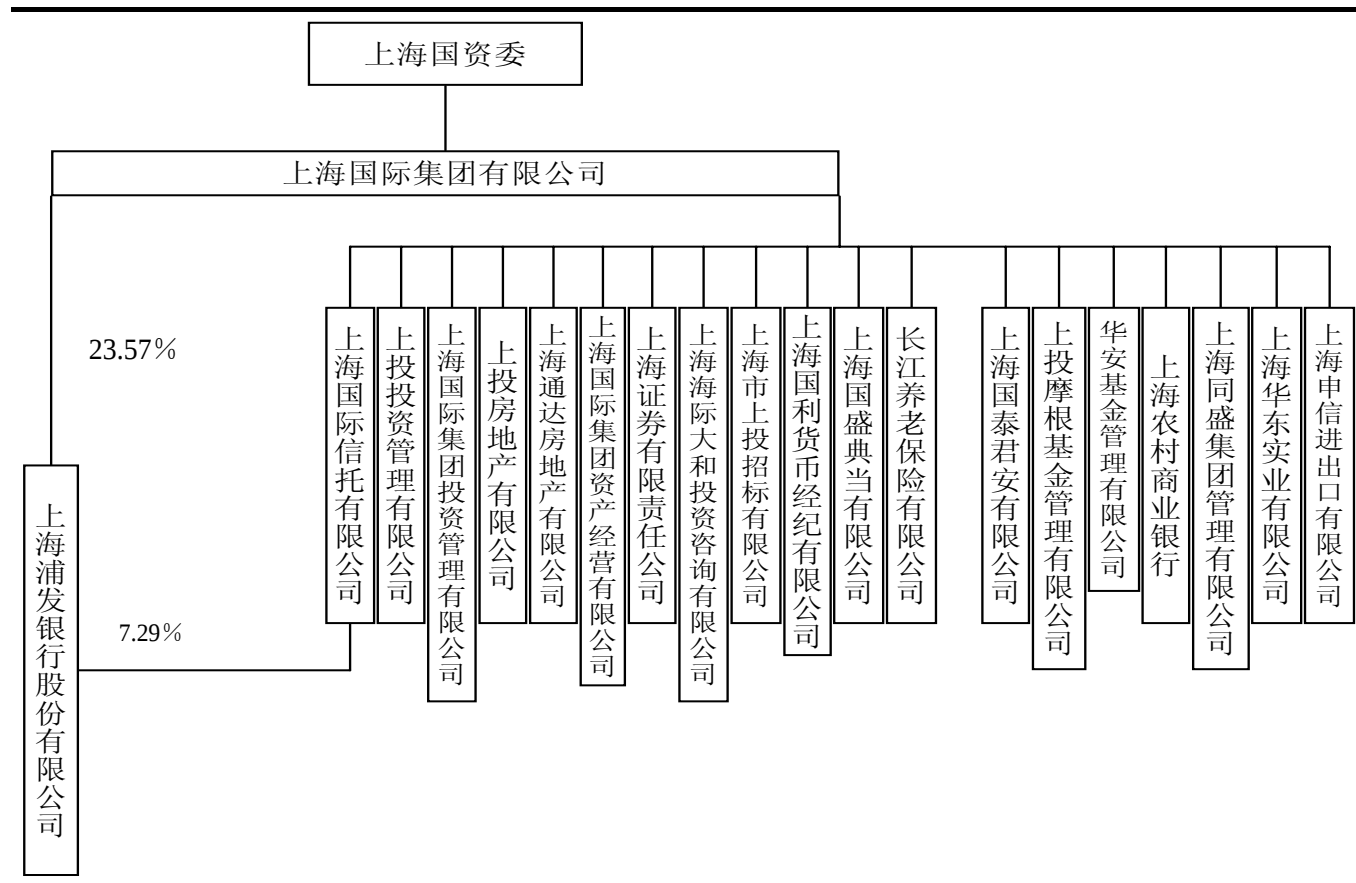
首先，从上市公司业务类型来看，上实医药和中西药业，上海医药和第一医药在主营业务上存在同业竞争或业务交叉。特别是上海医药和中西药业均涉及医药的开发制造及医疗器械的制造，上海医药和第一药业涉及医药的销售，从业务整合的角度，这些上市公司存在资产整合的需要。

其次，从上海国资委确定的主营业务来看，第一药业有可能从百联集团业务中剥离。根据上海国资委确定的百联集团主业来看，百联集团主业并无明确涉及医药类业务。而根据上实集团的主业，上海国资委明确确定了上实集团医药类业务的运营。

最后，依据前面资产整合的可能性分析，中西药业和第一药业在完成资产整合后，有可能作为壳资源以供其它类资产的注入。

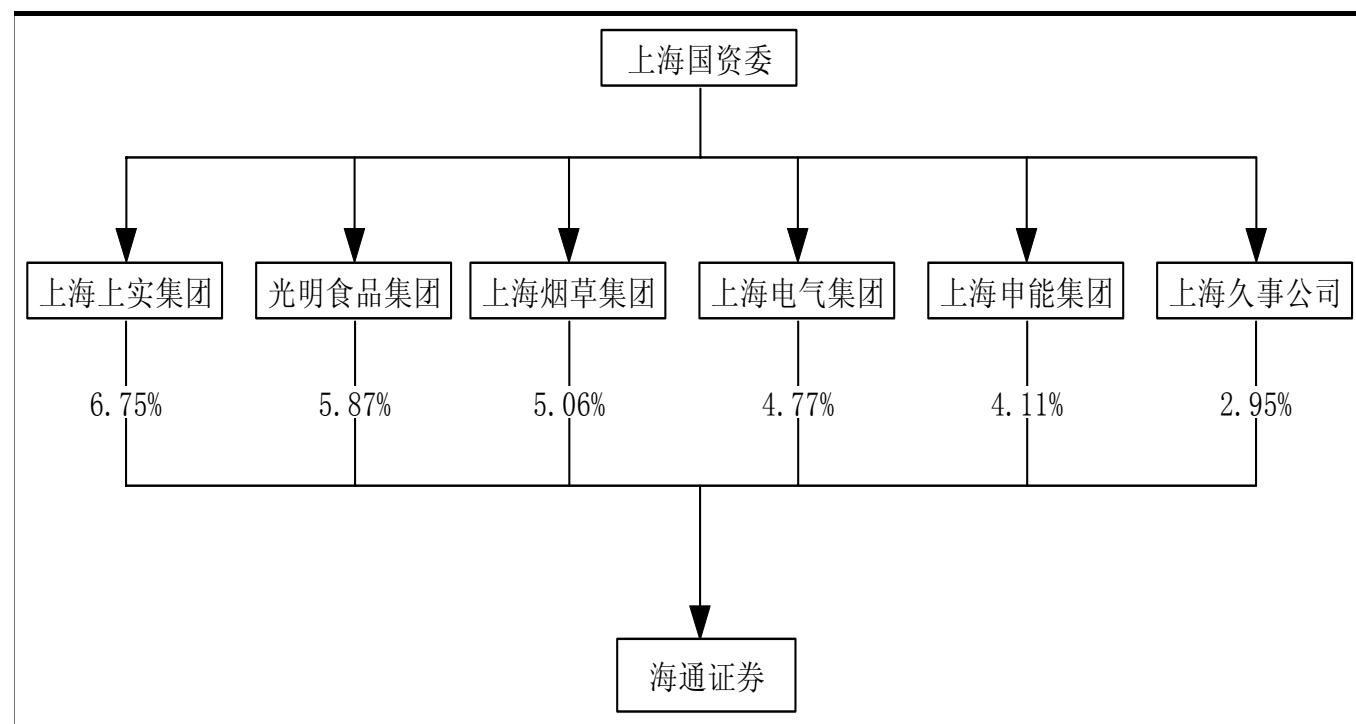
4.2.5 金融行业：关注海通证券和浦发银行

图表 47：上海国际集团控股及相关公司



资料来源：浦发 2007 年报；上海国际集团网站；天相投资顾问有限公司

图表 48：海通证券股权关系



资料来源：海通 2008 年报；上海国际集团网站；天相投资顾问有限公司

我们认为金融行业是未来上海国资整合中的一个重要看点。随着上海国际金融中心获得国务院批复，国际金融中心建设预期将对上海金融业的资产整合注入新的推动力量。在目前的上海上市的金融企业中，只有浦发银行和海通证券。基于此，我们预期浦发银行和海通证券有望成为上海金融类资产特别是银行和证券的资产整合的重要平台。而从上海及上海国际集团的主要金融资产来看，上海证券、国泰君安证券和上海银行等金融类资产还没有实现上市。如果基于上海国资委确定的地方国资核心资产整合上市的思路，那么这些资产整合将存在很大的市场想象空间。

4.2.6 航运业：关注上港集团和长江投资

图表 49：上海国资委确定的上港集团与长江投资的主业

集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
上海国际港务（集团）股份有限公司	集装箱装卸；散杂货装卸；港口服务	港口物流		航运业
➤ 上港集团（600018）			集装箱板块；散杂货板块；港口物流；港口服务；	
集团公司及旗下上市公司	上海国资委确立的集团公司主业		目前上市公司主要业务	行业类别及地位
	核心业务	培育业务		
长江经济联合发展（集团）股份有限公司	长江三角洲及沿江地区投资与投资服务（物流集成、产业联动、配合中小城市开发）；资产经营管理（物流、房地产）			航运业
➤ 长江投资（600119）			物流业；工业；旅游饮食服务业；	

资料来源：公司年报；上海国资委；天相投资顾问有限公司

上港集团和长江投资作为上海航运与物流行业的重要的上市平台，有望受益近期获得国务院通过的上海航运中心建设。根据国务院通过的建设国际航运中心建设的意见，上海建设国际航运中心要优化现代航运集疏运体系，实现多种运输方式一体化发展。整合长三角港口资源，完善航运服务布局。探索建立国际航运发展综合试验区，积极稳妥发展航运金融服务和多种融资方式，促进和规范邮轮产业发展。上港集团和长江投资作为上海建设国际航运中心的重要平台，有望受益于以下两个方面的机会：

1、政策受惠。随着上海航运中心建设获得国务院批复，上海航运中心建设有望提升到国家层面，预期后续的与航运中心建设的政策细则有望出台，特别在税收和信贷方面的政策有望出台以加以扶持。上港集团和长江投资作为上海建设航运中心的上市平台，有望受益优惠政策出台。

2、资产整合的机会。上海建设国际航运中心的关键是港口资源的整合和物流体系的建设。根据国务院批复的建设航运中心建设的意见，整合长三角港口资源和完善航运布局成为建设航运中心的重要内容。在国家行政力量的推动下，上海特别是长三角地区的港口资源整合有望加速。上港集团作为上海建设航运中心的重要载体，有望

成为长三角港口资源整合的重要平台，同时上港集团利用资本市场的有力条件也可以加速长三角地区港口资源的整合。另外，航运中心的建设需要一个体系完善、覆盖长三角乃至华南地区的发达的物流体系，长江投资有望是这一目标的重要平台。

4.2.7 两个中心建设间接效应：关注陆家嘴和东方明珠

从两个中心建设所带来的间接推动效应来看，上海国际金融中心和航运中心建设以及迪斯尼项目有望吸引更多的金融机构、航运和商务服务业相关企业进驻，将有力带动上海地产行业的升温，上海地产股有望获得进一步提升的动力，如陆家嘴等。而且，上海金融中心和航运中心建设也有利于带动酒店旅游行业特别是商务服务业带来新的发展机会，广告、酒店旅游类等与商务服务密切相关的行业也有望受益，建议关注东方明珠。最后，作为迪斯尼项目重要组成部分的迪斯尼电视频道，东方明珠有望成为这一项目的候选合作对象。

5. 投资策略

随着上海国资委四批监管企业主页目录公布完毕和上海国资改革进程的加快，能赫然列入这些目录的上海国资委出资监管企业有望成为上海国资委重点发展企业，也意味着上海国资委出资监管企业的结构未来将保持在基本稳定的水平，大的格局的调整概率倾向于相对较小。那么，上海国资整合未来的看点在哪里呢？

1、通过资产整合上市公司内在价值或发展潜力进一步提升的公司。这些公司通过资产的整合，实现了资源的优化配置。这些公司有望在未来获得内生提升的投资机会，这些公司主要是上海汽车、巴士股份、上海电气、上柴股份等上市公司。

2、国资整合事件驱动型的投资机会。随着 2008 年上海国资整合紧锣密鼓的加快，2008 年上海国资整合已经涉及到了汽车制造、成套设备制造、医药、精细化工。接下来，我们预期建筑、地产、基础设施、医药、电气设备和金融有望成为上海国资委整合的下一步重点领域，因为这些行业基本都是上海的支柱产业和重点发展产业，也是上海着力打造先进制造业和服务业的行业，同时也是上海打造双中心战略的重点行业。在这些行业中，建议关注上海建工、上海机电、强生控股、大众交通、海博股份、申通地铁、上海机场、上实医药、上海医药、中华企业、浦发银行和海通证券等上市公司。

3、壳资源的交易性机会。按照上海国资改革的整体思路，上海地方国资改革发展趋势是推动国有企业整体上市，而能以相对简便的路径进行上市的方式就是寻找壳资源，像海通证券借壳都市股份就是一个案例。而且按照上海国资发展趋势，也存在着对壳资源的现实需求。上海地方国资中仍有部分的优质资源未能上市，举例来说，在金融方面仅有浦发银行和海通证券实现了上市，而且上海地方国资中金融资源丰富，如何实现这些金融类资产的上市将是一大看点。从关注壳资源的角度，建议关注有望成为壳资源的海博股份、第一医药、中西药业、金丰投资等上市公司以及业绩较差的上市公司。

图表 50：推荐组合

上市公司	07EPS	08EPS	09EPS(预期)
上海机电	0.71	0.63	0.62
上实医药	0.38	0.54	1.50

东方明珠	0.33	0.21	0.26
上海医药	0.12	0.14	0.26
海通证券	1.58	0.40	0.44
浦发银行	1.26	2.21	2.22
上海建工	0.42	0.42	0.46
中华企业	0.67	0.43	0.56
申通地铁	0.26	0.17	---
上海机场	0.88	0.45	0.51
上港集团	0.17	0.22	0.18
陆家嘴	0.40	0.47	0.58

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 51：上海概念组合

名称	代码	流通市值（亿元）	历史每股收益				
			20080930	20080630	20080331	20071231	20070930
		2009.4.17					
第一医药	600833	7.33	0.096	0.0655	0.037	0.13	0.0892
长江投资	600119	16.86	-0.0186	0.0096	-0.023	0.04	0.0324
中西药业	600842	23.19	0.0627	0.0419	0.0363	0.187	0.2001
上海梅林	600073	15.04	-0.05	-0.046	0.0024	0.017	0.003
自仪股份	600848	19.29	0.0163	0.0133	0.0047	0.025	0.0159
广电电子	600602	33.51	-0.0986	-0.034	-0.014	0.023	0.01
飞乐股份	600654	31.79	0.029	0.04	0.025	-0.28	0.029
*ST上航	600591	51.26	-0.383	0.022	0.034	-0.402	-0.053
飞乐音响	600651	37.40	0.107	0.089	0.055	0.096	0.087
海博股份	600708	24.49	0.1952	0.1348	0.0442	0.3101	0.1946
金丰投资	600606	19.30	0.219	0.188	0.051	0.42	0.21
爱建股份	600643	72.15	0.041	0.085	0.012	0.793	0.723

资料来源：天相投资分析系统



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%---(+) 5%
4	减持	(-) 5%---(-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002