

央企及旗下上市公司重组浅析

—2010 年央企重组专题投资策略

投资评级 推荐

投资要点:

● 规模巨大且近年增长迅速

央企作为我国国有及国有控股企业的重要组成部分（2008 年其营业总收入及利润总额分别为 118705 亿元、6962 亿元，占比分别为 55.6%及 58.8%）；自 2003 年国资委成立以来的 6 年时间，央企的资产总额、营业收入、利润总额及上缴税金复合增长率分别为 16.2%、21.5%、18.3%、24.0%；均实现了快速增长。

● 央企重组有利于国资委目标的实现

争取培养 30-50 家具有国际竞争力的大企业集团（2008 年央企已有 24 家进入财富 500 强），到 2010 年底央企数量要减少到 80-100 家；而目前央企总数为 132 家，比 2003 年国资委成立时减少 64 家，离其目标仍有较大距离，在 2010 年国资委将加大央企的重组力度。

● 借助于资本市场及央企本身的优势资源

近年来各家央企也对其自身及子公司进行重组与整合，多家央企整体上市、对旗下上市公司注入资产及收购外部资产等方式来达到自身的发展；目前央企及其控股上市公司已占沪深两市总市值的 35%；在经济逐渐复苏且资本市场逐渐好转的刺激下，央企及各上市公司的重组明显加大且获得资本市场的持续关注。

● 可能受益的上市公司

在 132 家央企中，共有 86 家（包含其控股的子公司）央企在 A 股上市，其控制的上市公司为 152 家；其中既有国资委要保持绝对控股的 7 大行业，也有部分竞争性充分的其他重要行业；通过分析央企以前的重组方式，并根据各央企及其上市公司的经营情况，分析各上市公司是否有可能受益于未来央企的重组及其带来的投资机会。

● 投资建议

按照国资委对央企要做到行业前 3，否则需要重组及 2010 年央企数量要减少到 80-100 家的目标，选择那些央企控股的上市公司经营状况良好、央企持股比例较低，且有较多可注入资产的上市公司；选择央企有可能整体上市将要吸收合并旗下的上市公司；选择有一家旗舰上市公司，其余的可能被重组的上市公司。

● 风险提示

上市公司被重组延期或停牌的风险、部分有重组概念的股价偏高（而目前经营业绩较差）的风险、重组未达预期的风险。

2009 年 11 月 24 日

主要数据

行业指数

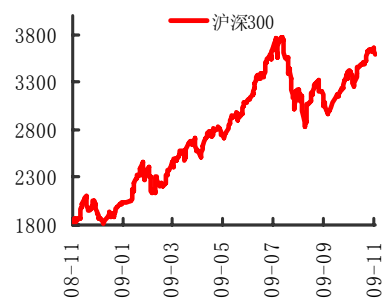
上证指数/深圳成指 3338.66/13854.66

公司家数

总市值(百万元)

流通市值(百万元)

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：包社

电话：021-51097188-1923

电邮：baoshe@gyzq.com.cn

联系人：赵喜娟

电话：(86-21) 51097188-1952

电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn

地址：中国上海市浦东新区南汇路 379 号
金穗大厦 15F (200120)

目 录

1 央企概况及经营状况.....	3
1.1 概况.....	3
1.2 经营状况.....	3
1.3 排名情况.....	4
2 重组背景.....	6
2.1 政策扶持.....	6
2.2 经济环境.....	7
2.3 资本市场.....	7
3 重组方式.....	8
3.1 央企间重组.....	8
3.2 央企内重组.....	10
4 可能受益于央企重组的上市公司.....	11
4.1 各行业央企分析.....	11
4.2 央企控股上市公司.....	13
5 投资策略.....	18
5.1 投资建议.....	18
5.2 风险提示.....	18

引言

央企作为我国国有及国有控股企业的重要组成部分（2008 年其营业总收入及利润总额占比分别为 55.6%及 58.8%），在我国经济发展中发挥着重要作用，自 2003 年国资委成立以来的 6 年时间，央企在我国经济快速发展及国资委重组及整合的刺激下获得较快发展，无论其资产总额、营业收入、利润总额及上缴税金都实现了快速增长。

由于所在行业及各央企成立时规模不同，央企间差异巨大；既有排名世界 500 强，资产过万亿元，利润总额过千亿元的巨型央企；也有资产及收入仅几亿元的微型央企。同时由于各行业周期及行业内竞争激烈程度不同，也有亏损巨大的央企，因此按照国资委对国有资产保值增值的基本原则，国资委近几年加大了对央企的重组与整合力度。

根据国资委的目标，争取培养 30-50 家具有国际竞争力的大企业集团，到 2010 年底央企数量要减少到 80-100 家；而目前央企总数为 132 家，离其目标仍有较大距离，因此在 2010 年国资委将加大央企的重组力度。同时借助于资本市场及央企本身的优势资源，近年来各家央企也对其自身及子公司进行重组与整合，多家央企整体上市、对旗下上市公司注入资产及收购外部资产等方式来达到自身的发展。

我们通过分析央企目前的现状、重组方式，并结合国资委对央企重组与整合的动因及目标，来寻找在未来央企重组与整合中有可能出现的对央企控股上市公司及其所在行业带来的影响及投资机会。

1 央企概况及经营状况

1.1 概况

本文所指央企仅指国资委监督管理的企业，自 2003 年 4 月国资委成立时央企总数为 196 家，经过国资委 6 年的重组及整合，截至到 2009 年 11 月份减少到 132 家。国资委作为 132 家央企的出资人，持有绝大部分央企 100%的股份。

截止 2008 年底 118 家可公开分户国有资产运营信息的央企（军工行业及部分央企数据未公布，基本代表了国资委下辖的 142 家央企 2008 年底的资产状况）总资产为 176287.6 亿元，净资产为 73289.2 亿元，全年平均职工人数为 1145.1 万人。

国资委全称国务院国有资产监督管理委员会，是根据第十届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案和《国务院关于机构设置的通知》设置的，为国务院直属正部级特设机构。国务院授权国资委代表国家履行出资人职责。

1.2 经营状况

央企作为我国国有企业的主要组成部分，2008 年已披露的 118 家央企实现的营业总收入及利润总额分别为 118705 亿元，实现的利润总额为 6962 亿元，占 2008 年我国国有及国有控股企业营业总收入及利润总额的 55.6%及 58.8%。

其中 2009 年 1-10 月份，央企实现营业收入 98289 亿元，同比下降 0.4%；累计实现利润 6337.8 亿元，同比下降 6%；已交税费总额 9305.2 亿元，同比增长 9.5%。

自 2003 年国资委成立以来，央企无论其总资产规模、营业收入、利润总额及上缴税金等均实现了快速的增长，2003-2008 年复合增长率分别为 16.2%、21.5%、

18.3%、24.0%；一方面是受益于我国经济近年来持续快速增长，另一方面表明国资委对央企的管理及重组卓见成效。

2008 年央企虽然其资产总额、营业收入及上缴税金等依然实现了快速增长，不过其利润总额出现了 30% 的大幅度下降；一方面是受世界金融危机影响并导致我国经济增长下降，导致部分行业的盈利能力出现明显下滑；另一方面是部分行业国家实现价格限制措施或原材料大幅度涨价等因素导致大幅度亏损，如电力及航空业（也有航油套期保值的亏损因素）。

图 1 总资产及净资产增长情况（亿元）（2003-2008）

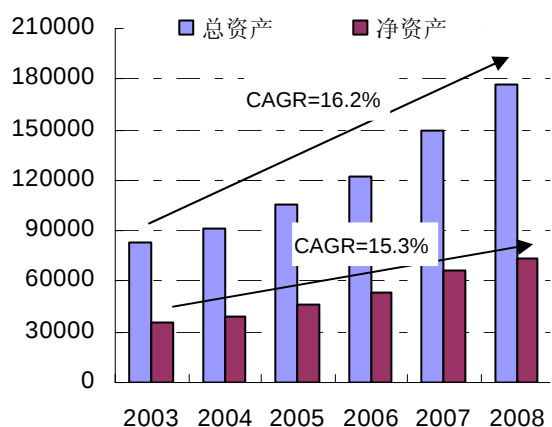


图 2 营业收入增长情况（亿元）

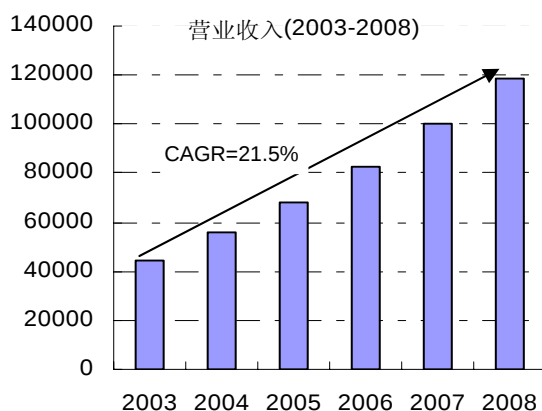


图 3 利润总额增长情况（亿元）

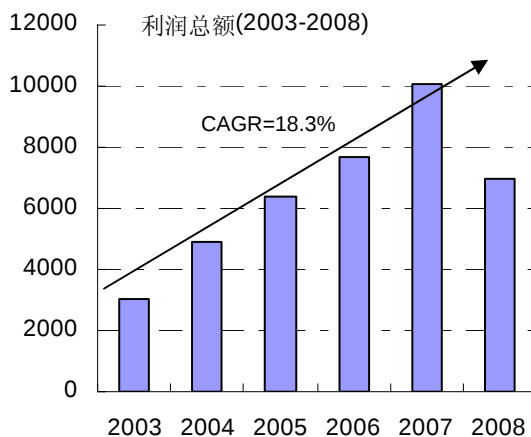
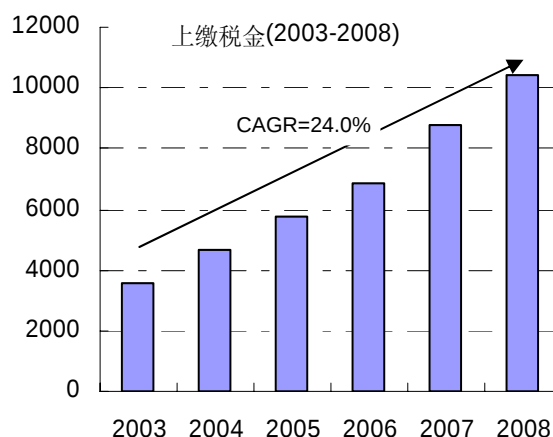


图 4 上缴税金增长情况（亿元）



资料来源：国资委网站、国元证券研究中心

资料来源：国资委网站、国元证券研究中心

1.3 排名情况

总体上央企的各项主要经营指标都处于较好的状况，尤其在《财富》杂志每年公布的世界 500 强排名中，我国央企数量及排名都在逐年上升；不过具体到每家央企本身，由于所在行业规模及其行业景气周期不同，存在较大的差异。

从各家央企的营业收入来看，既有高达上万亿元的巨型央企，也有仅数亿元的微型央企，从实现的利润总额来看，既有实现上千亿元的央企，也有亏损上百亿元的央企。在 118

家已公布经营数据的央企中，前 10 大央企的营业收入总额高达 58529 亿元，占 118 家央企的 49%，前 50 名的营业收入总额占比高达 84.1%；而后 10 家央企实现的营业收入总额为 76 亿元（主要为科研院所及承担特殊功能的央企），不及前三名央企中每家的百分之一。

表 1 2008 年央企营业收入排名

公司 名称	排名 位次	营业收入 (亿元)	公司 名称	排名位次	营业收入 (亿元)
中国石油化工集团公司	1	14624.4	中国纺织科学研究院	109	13.3
中国石油天然气集团公司	2	12730.0	中国电子工程设计院	110	11.8
国家电网公司	3	11407.4	中国印刷集团公司	111	9.8
中国移动通信集团公司	4	4518.5	上海医药工业研究院	112	9.1
中国中化集团公司	5	3089.8	中商企业集团公司	113	8.0
中国南方电网有限责任公司	6	2855.2	中国航空器材集团公司	114	7.0
宝钢集团有限公司	7	2468.4	中国国际工程咨询公司	115	5.6
中国铁路工程总公司	8	2359.5	中国华星集团公司	116	5.2
中国铁道建筑总公司	9	2264.9	上海船舶运输科学研究所	117	5.0
中国电信集团公司	10	2211.0	中国远东国际贸易总公司	118	1.5
合计			合计		

资料来源：国资委网站、国元证券研究中心

从利润总额来看，118 家央企发生了冰火两重天的变化，前 10 家央企实现的利润总额高达 5080 亿元，占 118 家央企企业的 73.0%，其中前 3 名就占 50%；而后 10 家央企的利润总额则为-697 亿元，平均每家亏损约 70 亿元。亏损公司主要集中在电力及航空公司，主要是电力公司受到原材料价格上涨，电价因受到政策管制所致，航空公司主要受到航油价格大涨而公司又存在巨额航油套期保值亏损所致。

2008 年部分行业大幅度亏损，特别是排名后 10 家亏损幅度较大，而 2007 无一家央企实现的利润总额为负，再加上巨型央企中国石化实现的利润总额大幅度下降 65.1%，导致央企实现的利润总额同比 2007 年下降 30.8%。

表 2 2008 年央企利润总额排名

公司 名称	排名 位次	利润总额 (亿元)	公司 名称	排名位次	利润总额 (亿元)
中国石油天然气集团公司	1	1458.4	攀枝花钢铁（集团）公司	109	-16.0
中国石油天然气集团公司	2	1348.0	中国南方航空集团公司	110	-49.8
中国海洋石油总公司	3	678.0	中国华能集团公司	111	-58.4
神华集团有限责任公司	4	383.2	中国大唐集团公司	112	-63.2
中国联合网络通信集团有限公司	5	309.6	中国铝业公司	113	-67.6
中国石油化工集团公司	6	264.0	中国华电集团公司	114	-68.8
宝钢集团有限公司	7	238.1	中国电力投资集团公司	115	-69.5
中国远洋运输（集团）总公司	8	174.0	中国国电集团公司	116	-71.0
中国长江三峡工程开发总公司	9	113.5	中国航空集团公司	117	-96.5
中国中煤能源集团公司	10	112.9	中国东方航空集团公司	118	-135.9
合计		5080.0	合计		-696.7

资料来源：国资委网站、国元证券研究中心

近年来央企在美国《财富》杂志每年公布的世界500强排名中，不仅进入500强的央企数量在逐年增加，单个央企的排名也在逐年上升，2009年共有24家央企上榜，比上一年增加5家（共有43家中国企业上榜，比上一年增加7家）。

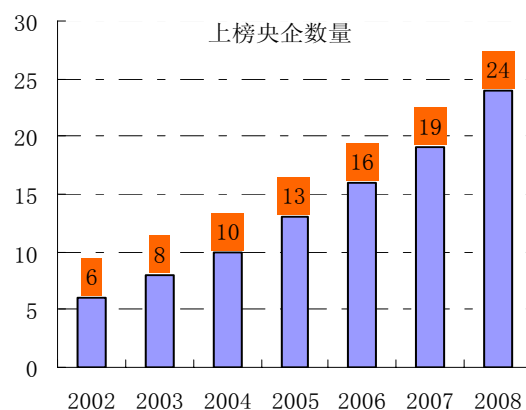
从2009年上榜的24家央企的综合排名可以看出，仅前三位排名比较靠前，这和其庞大的资产和收入相对应（而《财富》杂志的排名中营业收入是重要考核指标），而其余央企排名大都在200位以后。

图 5 2009《财富》500 强央企名单及位次

上榜企业	排名	上榜企业	排名	上榜企业	排名
中国石化	9	中国铁建	252	中钢集团	372
中国石油	13	中国电信	263	中冶集团	380
国家电网	15	中国建筑	292	一汽集团	385
中国移动	99	中国海油	318	中国联通	419
中化集团	170	中远集团	327	中国华能	425
南方电网	185	中国五矿	331	中航工业	426
宝钢集团	220	中粮集团	335	南方工业	428
中国中铁	242	中交集团	341	中铝公司	499

资料来源：《财富》杂志网站、国元证券研究中心

图 6 央企上榜数量及变化



资料来源：《财富》杂志网站、国元证券研究中心

2 重组背景

2.1 政策扶持

早在 2006 年，国资委就明确提出中央企业必须做到行业前三名，达不到要求的要强制重组，2007 年 12 月 5 日国资委发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，拉开了央企资产注入、整体上市的序幕。同时国务院及中央其他部委也对央企重组提供相应的政策支持。

表 3 支持央企或国有企业重组的政策

发布时间	发布部门	政策内容
2007.12	国资委	《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，拉开了央企资产注入、整体上市的序幕。
2008.4	证监会	《上市公司重大资产重组管理办法》，旨在为上市公司并购重组建立良好的法规和监管环境。
2008.8	国资委	中央企业到 2010 年将会减少到 80 户到 100 户，并努力培育 30-50 家具有国际竞争力的大公司大企业集团。
2008.12	中央经济工作会议	明确 2009 年工作重点之一是加快企业兼并重组。
2008.12	国务院	国务院 30 条金融政策明确"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"。
2009.1-2	国务院	国务院通过十大产业振兴规划，明确提出支持和推动优势企业联合重组，

		做大做强。
2009.5	财政部、国税总局	《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》，明确了企业重组所得税政策。对于为了资源的合理流动而进行的企业重组给予免税待遇，减轻了企业负担。
2009.10	财政部	《关于编报 2010 年中央国有资本经营预算建议草案的通知》，推动央企兼并重组将成为下一年度中央国有资本经营预算编制的重点。

资料来源：各政府部门相关网站、国元证券研究中心

2.2 经济环境

由于 2008 年世界经济危机的不利影响，也间接导致了我国经济增速的下降；同时使我国外贸进出口总额从 2008 年 4 季度到今年前 3 季度同比大幅度下降 20%，部分行业需求下降同时带来产能过剩、价格下降，导致部分行业产生大幅度亏损。

部分央企也受到较大不利影响，央企 2008 年实现的利润总额明显较 2007 年大幅度下降 30%；部分行业的央企如航空、电力等出现全行业大幅度亏损。这和国资委成立央企的目的是保护国有资产的保值和增值是违背的。

同时由于世界经济的复苏到目前仍未完全扭转，也导致我国部分行业在 2009 年仍经营困难；部分行业前几年投资较大，如钢铁、水泥等行业出现产能过剩现象，这些行业由于集中化不够，加上从国外进口的大宗原材料价格居高不下，这些行业目前的竞争较为激烈，盈利能力较弱；在这种情况下，通过重组与整合，调整行业的结构与产能布局，并加以合理引导，才能引领行业向健康的方向发展。

2.3 资本市场

我国的资本市场经过多年的快速发展，目前已经成为企业重要的融资与资源优化的平台；2009 年 11 月底沪深两市的总市值已超过 23 万亿元，位于世界第三位；再加上香港及海外上市的国内企业的总市值，估计超过 30 万亿元。

根据不完全统计，其中已经上市的央企及央企控制的上市公司的总市值约占我国沪深两市的 35%。众多大型央企及其子公司陆续通过 A 股及香港主板上市，通过募集大量资金不仅支持其快速发展，也提高了其管理能力及综合盈利能力；同时提高了其知名度及竞争力。

由于资本市场受到经济波动的影响较大，在 2008 年下半年世界经济增长最低迷时期，整个世界资本市场出现较大幅度下挫，随着 2009 年以来世界及我国经济逐步复苏，资本市场逐步好转。我国也在 2009 年下半年重新开启 IPO，并陆续上市了中国建筑、中国中冶等大型央企，资本市场在经济逐步复苏的刺激下逐渐向好的方向发展。

我国资本市场有望继续随着我国经济的快速增长而继续发展与壮大，同时将有更多的企业通过资本市场上市融资。这对于资产及营业收入总额庞大，盈利能力较强的未上市央企来说，为其提供了融通资金的平台，并支持重组及快速发展。

3 重组方式

3.1 央企间重组

通过对央企间重组企业的分析，发现自国资委2003年成立以来先后有64家央企被其他央企所重组，其中60家央企被其他央企并入，另有8家是两两合并为一家（用新的名称）。

统计表明，在央企之间 64 次的合并重组中，最常见的方式是一家央企被另一家更大型的央企并入，成为其全资子公司；其中五矿及中国通用、中国轻工等分别合并 3 家另外的央企；也有几家央企在并入一家公司后，又被其他央企合并，成为其他央企的全资子公司；还有两家公司是将其部分股权合并入另外一家央企。

科研院所类的央企因为规模较小，被其他央企并入的比例较高，一共有 14 家，占 20% 左右。

大部分重组是在两个主营业务相同或类似的央企间进行，也有部分是被综合性央企所并入，如诚通集团及通用技术集团就合并多家不在一个行业的央企。

表 4 央企间重组公司（2003-2009.11）

重组日期	被重组方	重组方	备注
1	中国科学器材进出口总公司	中国生物制品总公司	
2	中煤建设集团公司	中国煤炭工业进出口集团公司	
3	中国药材集团公司	中国医药集团总公司	
4	中国食品发酵工业研究所	中国轻工集团公司	吸收 3 个
5	中国华轻实业公司	中国工艺美术(集团)公司	2 次合并
6	复兴浆纸有限公司（注销）	中国高新投资集团公司	吸收合并
7	中国土木工程集团公司	中国铁道建筑总公司	
8	中国海外工程总公司	中国铁路工程总公司	
9	中国四维测绘技术总公司	中国卫星通信集团公司	2 次合并
10	中国免税品(集团)总公司	中国国际旅行社总社	
11	中国进口汽车贸易中心	中国机械装备(集团)公司	
12	中国牧工商(集团)总公司	中国水产(集团)总公司	
13	邯邢冶金矿山管理局	中国五矿集团公司	吸收 3 个
14	中国旅游商贸服务总公司	中国中旅(集团)公司	2 次合并
15	中国土畜产进出口总公司	中国粮油食品(集团)有限公司	吸收 2 个
16	中国昊华化工(集团)总公司	中国蓝星(集团)总公司（保留法人）	
17	中国建筑材料科学研究院	中国建筑材料集团公司（并入）	吸收 2 个
18	中国轻工业机械总公司	中国建筑材料集团公司（并入）	吸收 2 个
19	中国水利电力对外公司	中国水利投资公司	2 次合并
20	中国外轮理货总公司	中国远洋运输（集团）总公司	
21	天津水泥工业设计研究院	中国材料工业科工集团公司	
22	中国纺织物资（集团）总公司	中国恒天集团公司	
23	中国寰球工程公司	中国石油天然气集团公司	
24	中国有色工程设计研究总院	中国冶金建设集团公司	
25	华联发展集团有限公司（少数股权划转）	华侨城集团公司	部分国资划转

26		中国长城计算机集团公司	中国电子信息产业集团公司	
27		中国港湾建设（集团）总公司	中国交通建设集团有限公司（新设公司）	
28		中国路桥（集团）总公司		
29		中国医疗卫生器材进出口公司	中国生物技术集团公司	
30		长江口航道建设有限公司	撤消	
31		中谷粮油集团公司	中国粮油食品（集团）有限公司	
32		中讯邮电咨询设计院	中国联合通信有限公司	
33		中国寰岛（集团）公司	中国诚通控股集团有限公司	吸收 3 个
34		中国化工建设总公司	中国海洋石油总公司	
35	2006	中国投资担保有限公司	国家开发投资公司	吸收 3 个
36		中国华源集团有限公司（少数股权划转）	中国华润总公司	部分国资划转
37		中国工艺品进出口总公司		
38		中国工艺美术(集团)公司	中国工艺（集团）公司（新设合并）	
39		冶金自动化研究设计院	中国钢研科技集团公司	
40		中国地质工程集团公司	中国新时代控股（集团）公司	
41		沈阳化工研究院	中国中化集团公司	吸收 2 个
42		中国化工供销（集团）总公司	中国海洋石油总公司	
43		中国种子集团公司	中国中化集团公司	吸收 2 个
44	2007	中国中旅集团公司	中国港中旅集团公司	
45		中国纺织工业设计院	中国石油天然气集团公司	
46		中国福马机械集团有限公司	中国机械工业集团公司	吸收 2 个
47		中国海洋航空集团公司	中国机械工业集团公司	吸收 2 个
48		三九企业集团	华润（集团）有限公司	
49		中国唱片总公司	中国诚通控股集团有限公司	吸收 3 个
50		中国铁通集团有限公司	中国移动通信集团公司	
51		中国国际企业合作公司	中国诚通控股集团有限公司	吸收 3 个
52		中煤国际工程设计研究总院		
53	2008	煤炭科学研究总院	中国煤炭科工集团有限公司（重组）	
54		中国轻工业品进出口总公司	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	吸收 3 个
55		中国水利投资集团公司	中国长江三峡工程开发总公司	
56		中国海诚国际工程投资总院	中国轻工集团公司（并入）	吸收 3 个
57		中国轻工业对外经济技术合作公司	中国轻工集团公司（并入）	吸收 3 个
58		中国长江航运（集团）总公司	中国对外贸易运输（集团）（母公司）	
59		中国联合通信有限公司		
60		中国网络通信集团公司	中国联合网络通信集团有限公司（重组）	
61		中国电子工程设计院	国家开发投资公司	吸收 3 个
62		中国成套设备进出口（集团）总公司	国家开发投资公司	吸收 3 个
63	2009	中国卫星通信集团公司	中国航天科技集团公司	
64		中国纺织科学研究院	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	吸收 3 个
65		长沙矿冶研究院	中国五矿集团公司	吸收 3 个
66		鲁中冶金矿业集团公司	中国五矿集团公司	吸收 3 个
67		中国新兴（集团）总公司	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	吸收 3 个
68		中国生物技术集团公司	中国医药集团总公司（联合重组）	

资料来源：国资委网站、国元证券研究中心

除以上在国资委主导下的央企间重组方式外，还有主营业务相同或相似的央企之间进行重组，或对其某同一业务板块进行重组，2009年11月份刚完成的中国兵器装备集团公司、中国航空工业集团公司两家公司签署汽车资产重组协议。这是近年来我国汽车行业规模最大的一次兼并重组。

根据重组方案，中航工业以其持有的昌河汽车、哈飞汽车、东安动力、昌河铃木、东安三菱的股权，划拨兵装集团旗下的中国长安汽车集团。兵装集团将旗下中国长安汽车集团23%的股权划拨中航工业。两集团重组成立新的长安汽车集团股份有限公司，兵装集团持股77%、中航工业持股23%。重组后的长安汽车集团总资产达到715亿元人民币，汽车产能超过200万辆，以产量计算有望排名行业第三。这符合国资委对央企必须做到行业前三名，达不到要求的要强制重组的经营目标。

3.2 央企内重组

央企内重组是同一家央企对其旗下子公司进行重组，由于目前我国央企通过整体上市及部分业务单独上市的比重逐渐加大，而涉及到央企内上市公司的重组最为资本市场关注，同时其数据的获取也最为直接。我们仅就央企上市公司及其已经上市的子公司近几年的重组方式进行分析。

1) 私有化旗下上市公司

最为资本市场关注的是在股改时，中国石化对旗下上市公司的私有化，且最为成功；通过私有化，一方面减少关联交易及同业竞争，另一方面进一步加强内部的统一管理，提高管理效率，培养公司成为有国际竞争力的一体化公司的战略目标。

2006年2月，中国石化发布《要约收购报告书摘要》，宣布以143亿元现金收购齐鲁石化、扬子石化、中原油气、石油大明4家公司的全部流通股和流通股，收购价格均比以上4家公司的收盘价格有一定幅度的溢价，收购完成后上述4家公司终止上市。

2) 对旗下上市公司进行注资

大部分央企规模巨大且旗下拥有1家或多家上市公司，央企出于做大做强旗下上市公司的目的而将旗下其余资产注入上市公司。

较为资本市场关注的是长江电力收购大股东旗下其余资产，完成集团整体上市的目的，一方面体现了大股东支持其旗舰上市公司长江电力做大做强，另一方面通过将集团其余同类型的资产注入有利于实现协同发展。

2009年5月长江电力公布重组预案，其大股东中国三峡总公司将其持有的三峡电站8台70万千瓦地上发电机组及对应的大坝、发电厂房、共用发电设施等主体发电资产和相关生产性设施注入到长江电力。此外，中国三峡总公司还将向长江电力注入6家辅助生产专业化公司的股权，资产总计829.7亿元。长江电力将向中国三峡总公司通过三种方式支付对价。其一，以每股12.68元的价格定向中国三峡总公司发行15.87亿股，作价201.34亿元；其二以现金支付对价约372亿元；其三则以承接债务的方式支付对价约500亿元。

3) 旗下上市公司合并

央企之旗舰上市公司合并吸收集团旗下上市公司，主要发生各上市公司经营业务类似的行业，而其中一个上市公司的资产占集团的资产比重较大。较有特色的是攀钢集团的重组。

2009年8月攀钢钢钒（重组前总股本为40.25亿股）发布公告，在完成换股吸收长城股份

（总股本为7.54亿股，对价每股为1: 0.82）、攀渝钛业（总股本为1.87亿股，对价每股为1: 1.78）后，以9.59 元/股的价格定向发行股份作为支付方式向攀钢集团（1.84亿股）、攀钢有限（1.87亿股）、攀成钢（3.34亿股）以及攀长钢（0.44亿股）购买其拥有的主要与钢铁、钒、钛、矿相关的业务与资产，合计发行股票7.5亿股，完成后总股本增至57.2亿股；从而完成集团的整体上市。

4）收购外部资产

央企利用其自身优势，通过对外部公司的收购，以增强其竞争力或完成其迅速多元化布局的目的，较为被资本市场关注的是中粮集团收购上市公司蒙牛。

2009 年 7 月，中粮集团联手厚朴基金以港币每股 17.6 元的价格收购蒙牛公司 20%的股权，总金额达 61 亿港元，收购完成后中粮集团成为蒙牛的第一大股东。

中粮作为我国最大的粮油食品进出口公司和实力雄厚的食品生产商，其业务多元化明显，且旗下拥有 6 家上市公司；中粮通过此次收购控制了在我国乳业领域排名领先且近年发展迅猛的蒙牛，从而成功进军前景广阔的乳业市场，同时完善了其相关多元化产业链的布局。

4 可能受益于央企重组的上市公司

4.1 各行业央企分析

1）核心行业

根据国家对于国有资本调整的思路，将在军工、电力、煤炭、航空、航运、电信、石油石化等七大行业保持国有经济的绝对控制力，这些行业中目前有 40 多家 A 级中央企业。

目前这 7 大行业内的央企在本行业都有具有一定的集中度，特别是军工、航空、电信及石油石化 4 大行业的央企集中度估计都超过 70%，只有航运和煤炭行业的集中度较低。

表 5 核心央企及其行业情况

行业	公司名称	集中度	行业情况
军工	中国核工业集团	90%	行业进入壁垒高，竞争不充分，价格受到政策影响大。军工行业作为事关国际军事安全的行业，其主要资产及业务为国家绝对控制。
	中国航天科技集团		
	中国航天科工集团		
	中国航空工业第一集团		
	中国航空工业第二集团		
	中国兵器工业集团		
	中国兵器装备集团		
电力	国家电网公司	90%	行业进入壁垒高，为国 5 大集团控制，且每家公司资产巨大，具有一定的垄断性，同时其经营受到政府政策的影响较大，2008 年巨亏，2008 年在需求及价格上升的情况下盈利较好。
	中国华能集团公司		
	中国大唐集团公司		
	中国华电集团公司		
	中国国电集团公司		
	中国电力投资集团公司		
	长江三峡工程开发总公司		
煤炭	神华集团有限责任公司	15%	我国煤炭行业地域分布较广，且中小煤矿众多；3 家央企都是后续整合而来，行业集中度较低。
	中国中煤能源集团公司		

	中国煤炭科工集团有限公司		神华及中煤作为行业龙头，主要资产先后于 A、H 股上市，受到资源价格持续涨价影响，盈利情况较好。
航空	中国航空集团公司	80%	行业进入壁垒高，集中度高，三大航空公司的主要资产已上市，除 3 大集团外还有海航及国外航空公司（主要经营国际航线）。由于受到原材料价格波动及飞机成本较高影响，加之航油套保亏损，3 大航空公司 2008 年巨亏；国资委已多次进行注资。
	中国东方航空集团公司		
	中国南方航空集团公司		
航运	中国远洋运输（集团）总公司	50%	行业进入壁垒高，需要大规模资产及航线，3 家央企主要经营海运相关的业务，需要与外资进行竞争。行业受到我国贸易总额波动的影响较大，2008 行业亏损较大。
	中国海运（集团）总公司		
	中国外运长航集团有限公司		
	上海船舶运输科学研究所		
电信	中国电信集团公司	90%	行业进入壁垒高，集中度高，3 大央企具有垄断优势，主要资产已在国内外上市。由于需求刚性，而价格受到政策影响大，行业盈利能力较好。
	中国联合网络通信集团有限公司		
	中国移动通信集团公司		
	电信科学技术研究院		
石油石化	中国石油天然气集团	90%	3 家央企已基本垄断行业，其主要资产已上市；由于原油价格大幅度波动，而中石油及中海油拥有较多原油资源，盈利能力较强；中石化下游业务多，盈利波动较大。
	中国石油化工集团公司		
	中国海洋石油总公司		

资料来源：相关公司资料、国元证券研究中心

2) 其他主要行业

除以上 7 个行业的央企，国资委已明确表示需要保持绝对控股之外，还有如下比较重要行业的央企，在其行业内已具有较大优势并初步形成规模效应，符合国资委培育 30-50 家有竞争力的大企业集团的目标。

以下 5 个主要行业的央企，多为竞争性较为充分的央企，如果汽车、钢铁等。由于整个行业规模较大，因此央企在每个行业的集中度相对较低；特别是电子通讯类的两大央企，虽然旗下上市公司众多，每家上市公司的规模及盈利能力都相对偏弱。

表 6 其他主要行业央企及其情况

行业	公司名称	集中度	行业及上市公司情况
汽车	中国第一汽车集团公司	30%	行业竞争较为激烈，且外资利用其技术及品牌优势占有相当比例。行业成长性高，受政策刺激及需求上升，今年盈利能力较好。一汽仅部分资产上市，且旗下上市公司规模较小；东风的规模及盈利能力偏弱。
	东风汽车公司		
建筑	中国建筑工程总公司	50%	行业竞争较为激烈，不过六大央企主要经营大型工程项目，且在其所在细分行业优势明显，积极向多元化及海外拓展；目前每家的主要资产均已上市，竞争力提升明显。由于行业处于景气高点，各公司经营定单饱满，盈利能力尚好，行业整体毛利率偏低，改善的空间较大。
	中国交通建设集团有限公司		
	中国铁路工程总公司		
	中国铁道建筑总公司		
	中国冶金科工集团公司		
	中国葛洲坝集团公司		
电子通讯	中国普天信息产业集团公司	30%	细分行业较多，导致行业内中小公司较多，与国外同行相比，技术优势不明显。两大央企规模较大，不过旗下细分业务较细，上市公司较多；各上市公司没有形成规模效应，盈利能力一般。
	中国电子信息产业集团公司		
	武汉邮电科学研究所		
	上海贝尔股份有限公司		
有色	中国铝业公司	40%	行业细分较多，属于资源类产品，其价格受到国外大宗原材料及需求的波动影响较大。
	中国有色矿业集团有限公司		

	北京有色金属研究总院		而中铝利用其整合优势，在铝行业处于主导地位，其主要资产已上市。中国黄金在黄金领域具有一定优势，且受益于金价持续上扬的利好。五矿部分业务为贸易类。
	北京矿冶研究总院		
	中国黄金集团公司		
	中国五矿集团公司		
钢铁	鞍山钢铁集团公司	30%	行业竞争激烈，目前产能过剩，受到国家调控政策影响较大。
	宝钢集团有限公司		目前行业的主要公司及其主要资产已经上市，且规模较大；不过其主要原材料铁矿石受到国外进口价格波动影响大，目前行业出境艰难，需要重组来优化资源。
	武汉钢铁（集团）公司		
	新兴铸管集团有限公司		
	攀枝花钢铁（集团）公司		中钢及钢研旗下上市公司规模相对于庞大的营业收入较小，具有资产注入预期。
	中国中钢集团公司		
	中国钢研科技集团公司		

资料来源：相关公司资料、国元证券研究中心

4.2 央企控股上市公司

根据不完全统计，在 132 家央企中，共有 86 家（包含其控股的子公司）央企在 A 股上市，其控制的上市公司为 152 家。

我们根据 2008 年每家央企的营业收入进行划分，超过 200 亿的为大中型央企，200 亿元以下的为小型央企。由于军工行业央企的营业收入未公布，单独分析。

根据央企旗下之上市公司占央企营业收入的比重（是否超过 50%）进行二次划分，以分析其是否有可能有注入资产或重组的可能。

在备注栏里所标注的重组方式（包括注资、重组或整体上市）是针对各央企及上市子公司收入的情况，及控股比例、营业收入及所属行业进行推测，具体到是否采取何种方式进行及是否进行取决于个央企本身及市场情况。

1) 大中型央企

通过分析，我们发现 23 家央企的主要经营业务已在 A 股上市，或者已经实现整体上市。这些央企大都具有较大的规模，其中包括 10 家世界 500 强企业。

从下表可以看出石化、钢铁、航空及建筑工程类央企已整体上市或大部分资产上市的居多。而其中中国中铁旗下子公司中铁二局、中交股份旗下之公司路桥建设存在重组可能性，其中路桥建设已停牌，并与大股东中交股份进行重组。北车集团 IPO 已过会。

表 7 整体或大部分资产已在 A 股上市的大中型央企（单位：亿元）

序号	企业（集团）名称	行业	集团收入	控股上市公司	持股比例	上市公司收入	备注
1	中国石油天然气集团公司	石化	12730	中国石油	86.40%	10711	主要资产已上市
2	中国石油化工集团公司	石化	14624	中国石化	75.84%	14521	已整体上市
3	中国海洋石油总公司	石化	1948	海油工程 中海油服	48.79% 54.73%	96 124	主要资产已 H 股上市
4	中国长江三峡工程开发总公司	电力	213	长江电力	62.07%	88	已整体上市
5	神华集团有限责任公司	煤炭	1440	中国神华	73.86%	1071	主要资产已上市
6	中国联合网络通信集团有限公司	通信	1881	中国联通	61.05%	1528	主要资产已上市
7	中国东方电气集团公司	机械	339	东方电机	50.12%	279	主要资产已上市

8	鞍山钢铁集团公司	钢铁	960	鞍钢股份	67.30%	796	主要资产已上市
9	宝钢集团有限公司	钢铁	2468	宝钢股份	73.97%	2006	主要资产已上市
10	中国航空集团公司	航空	558	中国国航	40.40%	530	主要资产已上市
11	中国东方航空集团公司	航空	445	东方航空	56.08%	418	主要资产已上市
12	中国南方航空集团公司	航空	572	南方航空	50.30%	564	主要资产已上市
13	中国化学工程集团	工程	254	东华科技	60.01%	14	集团准备上市
14	中国建筑工程总公司	工程	2072	中国建筑	60.00%	2021	已整体上市
15	中国中煤能源集团公司	煤炭	713	中煤能源	57.58%	515	主要资产已上市
16	中国冶金科工集团公司	工程	1652	中国中冶 美利纸业	64.18% 27.13%	1536 12	已整体上市
17	中国北方机车车辆工业集团公司	机械	369	时代新材	16.79%	11	已过会
18	中国南方机车车辆工业集团公司	机械	380	南方汇通 中国南车	42.64% 56.75%	14 358	主要资产已上市
19	中国铁路工程总公司	工程	2360	中国中铁 中铁二局	58.30% 49.74%	2346 235	已整体上市
20	中国铁道建筑总公司	工程	2265	中国铁建	63.31%	2261	已整体上市
21	新兴铸管集团有限公司	机械	374	新兴铸管	49.35%	206	主要资产已上市
22	攀枝花钢铁（集团）公司	钢铁	506	攀钢钢钒	45.78%	281	已整体上市
23	中国葛洲坝集团公司	工程	197	葛洲坝	43.54%	194	整体上市

资料来源：WIND、国元证券研究中心

部分资产上市或控股的子公司上市的大中型央企共有 36 家，其控制的 A 股上市公司数量为 80 家。这部分央企旗下的上市公司的重组最为资本市场关注。

从控股上市公司营业收入的占比来看，有部分央企如国家电网今占 1% 不到，也有部分央企旗下有 1 家旗舰上市公司（营业收入占集团的比重约 30-50%），这部分上市公司有可能作为集团未来整体上市的融资平台，或者集团可将旗下其他上市公司合并入旗下旗舰上市公司。

表 8 部分资产已在 A 股上市的大中型央企及控股上市公司（单位：亿元）

序号	企业（集团）名称	行业	集团收入	控股上市公司	持股比例	上市公司收入	备注
1	中国船舶工业集团公司	运输	无数据	中船股份 中国船舶 广船国际	40.00% 61.06% 35.71%	13 277 70	/
2	中国华能集团公司	电力	1514	华能国际 内蒙华电 北海港	42.03% 71.08% 40.79%	678 73 2	注资或重组
3	中国大唐集团公司	电力	1017	桂冠电力 华银电力 大唐发电	45.53% 33.34% 33.61%	27 32 368	注资或重组
4	中国华电集团公司	电力	895	华电能源 华电国际	20.71% 50.60%	56 320	注资或重组

5	国家电网公司	电力	11407	平高电气	22.71%	26	注资
				许继电气	29.90%	26	
6	中国国电集团公司	电力	945	国电电力	53.42%	164	注资
				长源电力	37.39%	45	
7	中国电力投资集团公司	电力	698	吉电股份	25.58%	16	注资或重组
				漳泽电力	36.24%	34	
				九龙电力	30.62%	22	
				上海电力	42.84%	93	
8	中国电子信息产业集团公司	科技	686	长城电脑	47.82%	40	注资
				长城信息	20.18%	8	
				南熊猫	51.10%	11	
				中电广通	54.46%	18	
				深桑达	42.23%	17	
				中国软件	36.03%	22	
9	中国第一汽车集团公司	汽车	1645	一汽夏利	47.73%	73	注资或重组
				一汽轿车	53.03%	202	
				一汽富维	20.14%	35	
				长春一东	37.01%	5	
10	东风汽车公司	汽车	823	东风汽车	60.10%	124	注资
				东风科技	65.00%	12	
11	哈尔滨电气集团公司	机械	330	ST 阿继电器	42.40%	1	注资
12	武汉钢铁（集团）公司	钢铁	1237	武钢股份	64.71%	733	注资
13	中国铝业公司	有色	1291	中国铝业	38.56%	767	注资或重组
				焦作万方	29.00%	60	
14	中国远洋运输（集团）总公司	航运	1906	中远航运	50.13%	69	注资或重组
				中集集团	21.80%	473	
15	中国海运（集团）总公司	航运	749	中海海盛	27.49%	12	注资或重组
				中海发展	46.36%	176	
16	中国中化集团公司	化工	3090	中化国际	55.76%	274	注资
17	中国粮油食品（集团）有限公司	地产、食品	1012	中粮地产	50.65%	11	注资
				丰原生化	20.74%	48	
18	中国五矿集团公司	有色	1853	五矿发展	63.49%	1132	注资
				金瑞科技	41.34%	13	
19	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	物流、医药	307	中国医药	61.10%	31	注资
20	招商局集团有限公司	地产、运输、金融	无数据	招商地产	40.38%	36	/
				招商轮船	54.07%	32	
				招商银行	12.37%	553	
21	华润（集团）有限公司	地产、医药	1300	万科	14.73%	410	/
				东阿阿胶	23.12%	17	
				三九	59.19%	43	
22	中国诚通控股公司	多元	314	中储股份	46.81%	16	注资

				轴研科技	34.00%	3	
				中工国际	62.04%	19	
23	中国机械工业集团公司	机械	974	鼎盛天工	46.56%	6	注资
				林海股份	45.06%	3	
				常林股份	35.72%	19	
24	中国中钢集团公司	钢材	1684	种钢吉炭	61.90%	21	注资
				中钢天源	29.14%	4	
25	中国化工集团公司	化工	1220	ST 黄海	46.33%	11	注资
26	中国建筑材料集团公司	建材	629	北新建材	52.40%	25	
				中国玻纤	36.15%	40	注资
				方兴科技	37.87%	6	
27	中国中材集团公司	建材	288	中材国际	53.31%	141	注资
				天山股份	36.28%	35	
28	中国交通建设集团有限 公司	机械	1806	路桥建设	61.06%	68	主要资产
				振华重工	28.71%	274	已 H 股上市
29	中国普天信息产业集团 公司	电子	252	上海普天	51.45%	8	
				东方通信	49.26%	88	注资或重组
				ST 波导	21.71%	20	
				东信和平	29.49%	8	
30	中国中纺集团公司	纺织	269	中纺投资	35.99%	12	注资
31	中国外运长航集团有限 公司	运输	651	外运发展	63.46%	33	注资
				长航油运	49.18%	32	
32	中国医药集团总公司	医药	453	国药股份	45.03%	44	注资
				天坛生物	56.27%	7	
33	中国保利集团公司	地产	236	保利地产	48.97%	155	
34	中国黄金集团公司	有色	233	中金黄金	52.40%	145	注资
35	华侨城集团公司	地产 家电	208	华侨城	48.26%	35	
				深康佳 A	16.68%	122	
36	国家开发投资公司	多元化	379	中成股份	49.78%	6	
				国投电力	44.26%	66	注资或重组
				国投新集	43.38%	54	
				国投中鲁	44.62%	14	

资料来源：WIND、国元证券研究中心

2) 小型央企

通过分析有 20 家营业收入在 200 亿元以下的小形央企，其控制的上市公司为 25 家，大部分公司控制 1 家上市公司，由于各央企本身营业收入较小，因此各上市公司的营业收入普遍偏小，也有某些央企的主要资产已经进入上市公司，因此其未来进行资产注入的比重并不大，大部分小型央企本身并没有能力对其进行大规模重组或整合。

不过在央企做大做强目标的指引下，这部分央企未来有可能被经营业务相似的其他大型央企所重组，而旗下上市公司也可能从中受益。

表 9 小型央企及其控股上市公司情况（单位：亿元）

序号	企业（集团）名称	行业	集团收入	控股上市公司	持股比例	上市公司收入	备注
1	中国煤炭科工集团有限公司	煤炭	149	天地科技	61.90%	41	注资
2	中国盐业总公司	食品	133	兰太实业	49.13%	10	注资
3	中国恒天集团公司	纺织	132	中国服装	25.11%	20	/
4	中国有色矿业集团有限公司	有色	176	中色股份	33.34%	49	注资
5	上海贝尔股份有限公司	电子	172	上海贝岭	27.81%	51	注资
6	中国高新投资集团公司	有色	16	高新张铜	30.00%	14	/
7	中商企业集团公司	商业	8	华联股份	25.13%	4	/
8	中国华孚贸易发展集团公司	酒业	73	S 酒鬼酒	32.15%	4	注资
9	中国钢研科技集团公司	钢材	52	安泰科技	42.57%	30	/
				金自天正	44.07%	6	/
10	华诚投资管理有限公司	纺织	26	华纺股份	26.50%	18	/
11	北京有色金属研究总院	有色	32	有研硅股	39.68%	10	/
	北京矿冶研究总院	有色	19	北矿磁材	49.58%	2	/
12	中国房地产开发集团公司	地产	17	ST 中房	24.93%	1	/
13	电信科学技术研究院	通信	54	大唐电信	30.34%	27	/
				高鸿股份	12.43%	7	/
				中水渔业	25.36%	4	/
14	中国农业发展集团总公司	农业	71	中牧股份	58.46%	18	/
				ST 中农	32.91%	5	/
15	中国国旅集团有限公司	旅游	61	中国国旅	61.35%	44	/
16	中国乐凯胶片集团公司	胶卷	26	乐凯胶片	35.61%	7	/
17	彩虹集团公司	家电	50	彩虹股份	41.44%	30	/
18	武汉邮电科学研究院	通信	53	烽火通信	61.24%	34	/
19	上海医药工业研究院	医药	9	现代制药	38.15%	7	/
20	中国轻工集团	工业	52	中国海诚		18	/

资料来源：WIND、国元证券研究中心

3) 军工行业央企

我们把军工行业的央企上市公司单独列出，主要是考虑到每家军工行业的央企的资产及经营数据缺乏；我们仅对其所控制的上市公司的情况作出比较分析。

从下表可看出，7 家军工央企控制 16 家上市公司，除西飞国际外，每家上市公司的收入都偏小，较高的为长安汽车及西飞国际；持股比例也偏低，大部分低于 50%，这为其资产注入提供较大的可能性。

表 10 军工行业央企控股上市公司情况（单位：亿元）

序号	企业（集团）名称	控股上市公司	持股比例	上市公司收入（亿元）
1	中国核工业集团公司	中核科技	27.53%	6
2	中国航天科技集团公司	航天电子	20.33%	23
		中卫国脉	50.02%	3
3	中国航天科工集团公司	航天科技	12.67%	2

		航天长峰	19.62%	4
		航天通信	19.15%	36
		风华高科	18.25%	19
4	中国航空工业第一集团公司	西飞国际	57.07%	94
		中航精机	37.79%	4
5	中国航空工业第二集团公司	哈飞股份	50.05%	22
		洪都航空	55.29%	16
		ST 宇航	53.85%	4
6	中国兵器工业集团公司	北方创业	23.18%	20
		北方国际	58.05%	11
7	中国兵器装备集团公司	长安汽车	45.55%	134
		中国嘉陵	37.00%	35

资料来源：WIND、国元证券研究中心

5 投资策略

5.1 投资建议

我们按照国资委的以下 4 个目标对可能受益于央企重组的上市公司进行分析。

- 1) 央企要做到行业前 3，否则需要重组的目标。
- 2) 成立央企以保护国有资产保值及增值的目标。
- 3) 央企 2010 年底需减少到 80-100 家的目标。
- 4) 未来培养 30-50 家有竞争里的大企业集团的目标。

我们根据以上 86 家央企控制的 152 家 A 股上市公司及其央企母公司的情况，并结合资本市场情况及重组方式，选择以下 4 种可能受益于重组的上市公司。

- 1) 央企持股比例较低，且有较多可注入资产的上市公司。
- 2) 央企吸收合并旗下的上市公司，以完成整体上市。
- 3) 央企有多家上市公司，其中一家为旗舰上市公司，其余的上市公司可能被重组。
- 4) 旗下上市公司经营业绩较好，而股价未大幅度上升，有基本面支持的公司。

由于各家央企及控制上市公司的经营情况差异较大，因此在具体是否重组以及采取何种方式重组，将取决于各央企自身情况并结合资本市场的需要。

5.2 风险提示

- 1) 上市公司被重组延期或停牌的风险。
- 3) 部分有重组概念的股价偏高（而目前经营业绩较差）的风险。
- 2) 重组未达预期的风险。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn