

重组提速,关注交运、商贸及地产业-

2010年8月13日

上海国资重组专题报告

投资要点:

● 重组背景

在上海市产业结构升级及加快上海国资证券化率的刺激下,今年5月份以来上海国资及旗下上市公司重组进程明显提速,上半年已完成3家上市公司重组,6家上市公司已停牌进行重组;证券市场的稳健发展、政策的大力支持及重组可能带来上市公司盈利能力的提升等为上海国资重组提供较好的外部环境。

● 上海国资概况

上海国资占据上海市经济的半壁江山,不过近几年受到其他资本的冲击,其资产规模及盈利能力的增速有所下降。上海市国资委控股的71家上市公司2009年底总资产高达28815亿元,总市值14530亿元;主要分布于金融、交通运输、汽车及商业贸易业,但各行业上市公司的规模及盈利能力相差较大。

● 重组模式

上海市国资重组思路是坚持开放性、市场化,依据上海市国资委支持的4种重组路径,结合近几年证券市场及上海市国资重组的案例,预计未来可能采取整体上市、吸收合并、资产置换及注入资产等模式,或多种模式结合进行。

● 重点关注行业及上市公司

重点关注受益于上海市产业结构调整并代表未来发展方向的行业,行业规模较大、成长性及盈利能力较好的行业、上市公司的控股股东在行业内领先且旗下有多家类似业务的行业;据此重点关注交运、商贸、地产业以及三个行业内的主要控股公司旗下的上市公司的重组机会。

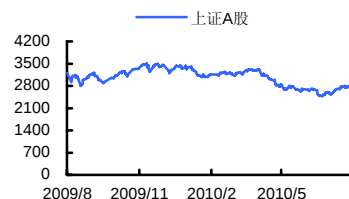
● 投资建议

根据WIND统计,自2009年底特别是今年7月以来在上海国资重组提速的刺激下上海本地股重组指数跑赢沪深300指数13%。结合研究员一致盈利预期,并考虑到各上市公司的估值及重组可能性,重点关注大众交通、申通地铁、中华企业、浦东金桥、新世界、友谊股份、上海机场、隧道股份、海通证券9家上市公司在未来国资重组中的投资机会。

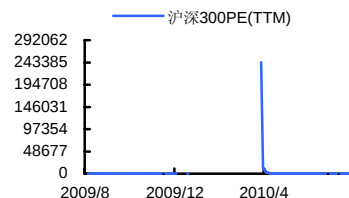
主要数据

上证指数/深圳成指	2575.48/10680.02
沪深300	2855.55
上证总市值(亿元)	
上证流通市值(亿元)	
上证市盈率	
深圳综合市盈率	

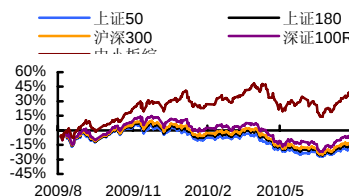
上证A股行情图



沪深300PE(TTM)



主要指数走势图



相关报告

《国元证券2010年央企重组专题投资策略报告: 央企及旗下上市公司重组浅析》, 2009-11-24

上市公司重组研究小组

研究员: 包社
 执业证书编号: S0020108081173
 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

目 录

1 重组背景.....	3
2 上海国资概况	3
2. 1 整体经营概况	3
2. 2 控股公司及旗下上市公司	4
3 重组模式.....	6
3. 1 整体上市.....	7
3. 2 吸收合并.....	7
3. 3 资产置换或剥离.....	7
3. 4 资产注入（并现金增发）	8
4 重点关注行业及上市公司分析.....	8
4. 1 交通运输.....	8
4. 2 房地产	10
4. 3 商业贸易.....	12
5 投资建议.....	13
5. 1 上海重组概念股表现.....	13
5. 2 重点关注上市公司	14

图表目录

图 1 上海市国有经济生产总值及同比增速.....	4
图 2 上海市国有经济生产总值/GDP 比值.....	4
图 3 大众公用事业集团控股公司示意图	10
图 4 上海地产集团控股公司示意图	11
图 5 上海市批发零售总额与国有经济占比.....	12
图 6 上海本地重组指数及沪深 300 对比图	13
表 1 上海市国资委控股的上市公司经营情况（2009 年）及其控股股东	4
表 2 上海市运输业旅客及货物周转量.....	9
表 3 上海市各类商品房销售情况.....	11
表 4 重点关注上市公司盈利预测及估值	14

1 重组背景

今年是上海市实施“十一五”规划的最后一年，率先转变经济发展方式是关系上海经济当前和长远发展的一项紧迫而重大的战略任务。在贯彻落实上海市委、市政府 2008 年 8 月份提出《关于进一步推进上海国资国企改革的若干意见》（以下简称意见）的指引下，上海市国资委及旗下控股公司把加快推进国有资产证券化、提升上市公司治理水平，以达到突出主业发展，提升企业竞争力作为战略目标。

国资委主任杨国雄在部署 2010 年国资国企工作任务时提出，根据《意见》指引到今年年底市属经营性国资资本证券化率要在 2009 年底 25.4%基础上提高到 30%以上；同时将市国资委出资监管的企业（集团）（不包括科研院所及非盈利性机构）由目前的 40 家在 2-3 年内减少到 30-35 家。在此推动下，上半年上海市国资委明显加大了对旗下控制公司的重组及整合力度。

根据 7 月份刘燮副主任对上半年上海市国资委工作总结的讲话，上半年已经完成了上海医药、上海建工、锦江股份等 3 家上市公司资产重组工作。同时 5 月份以来包括中华企业在内的 6 家国资控股的上市公司进行停牌重组。刘燮副主任同时表示下半年将加快实施国资证券化，支持企业通过资产置换、并购重组等方式，推进国资企业和资本市场的进一步融合；在重组之外，根据促进产业结构调整和经济转型的需要，将部分行业如皮革、毛皮、木材加工等退出，以确保国有资本的保值增值。

由于上市公司重组后的盈利能力大都获得显著提升，并能提升上市公司的市场形象或提升其竞争力，因此获得证券市场的极大关注。证监会及相关部委也出台了多项政策对上市公司重组进行指引及支持。根据统计，2009 有 176 家上市公司提出重大资产重组预案或草案。按照已提出的重大资产重组预案计算，通过并购重组注入上市公司的资产共计约 1248 亿元，增加上市公司总市值 13250 亿元，相关公司平均每股收益提高 78%。

2 上海国资概况

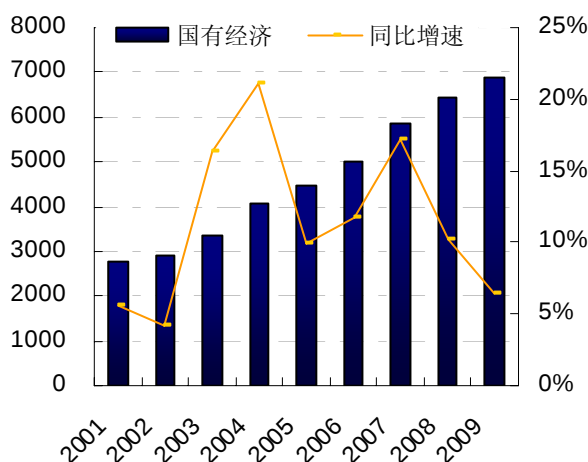
2.1 整体经营概况

国有资本及其控股公司在上海经济发展中一直占有重要地位，不过近几年随着民营资本及其他资本的进入以及竞争的激烈，上海市国有资本的年生产总值虽然逐年增长，但其占上海市生产总值的比重呈现逐年下降趋势。

根据上海市统计局统计，2009 年上海市国有经济实现生产总值 6864 亿元，同比增长 6.4%，其占上海市生产总值的比重已从 2001 年的 53.2%降至 45.6%，下降超过 7%。2009 年上海国资实现营业收入 8028.78 亿元，同比增长 10.6%；实现利润总额 408.71 亿元，同比增长 53.3%；总资产额约 12597 亿元，同比增长约 10.7%。

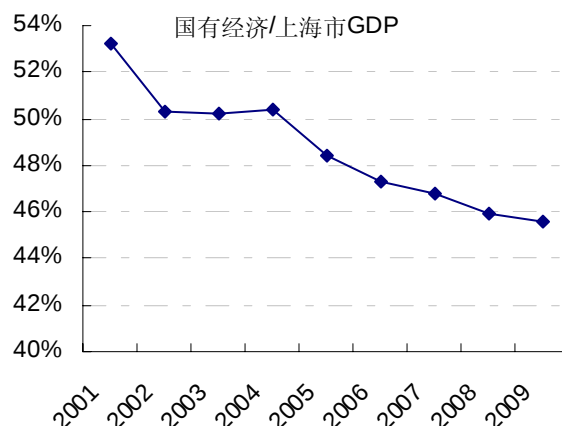
虽然上海国资的各项经营指标近几年均取得较快增长，不过与央企（国资委控制，包含盈利能力较好的中国烟草总公司）2009 年资产总额 221229.7 亿元，同比增长 18.2%；利润总额 9655.6 亿元，同比增长 9.8% 相比，仍显偏低。这一方面是因为 120 余家央企中包含多个垄断性行业且规模巨大、盈利能力突出的央企；另一方面和近几年上海进行产业结构调整以及受到 2008 年金融危机的冲击较大有关。

图 1 上海市国有经济生产总值及同比增速 单位：亿元



资料来源：上海市统计局网站、国元证券研究中心

图 2 上海市国有经济生产总值/GDP 比值



资料来源：上海市统计局网站、国元证券研究中心

2. 2 控股公司及旗下上市公司

根据上海市国资委统计，上海市国资委及各区国资委控股的 71 家上市公司在 2009 年底总资产 28815 亿元，总权益 4644 亿元，总股本 1161 亿股，其中国有股东权益约 1792 亿元，国有股本 482 亿股；总市值 14530 亿元，国有股市值 5699 亿元。

我们据此将 67 家上市公司（2 家已退市，文广系统的东方明珠及新华传媒除外）及其控股公司按行业进行统计与分析。通过分析发现各上市公司的规模及盈利能力差异较大，较大的公司是较小公司的近百倍。

- 各行业家数：67 家公司主要集中于交通运输（11 家）、房地产（8 家）、商业贸易（12 家）及机电电气（11 家）四大行业，占比超过 60%。
- 控制股东控制上市公司家数：上海仪电控股（集团）公司 5 家、上海电气(集团)总公司 4 家、光明食品(集团)有限公司 4 家、百联集团有限公司 3 家、上海华谊（集团）公司；其余大都控股 1-2 家。
- 各行业经营情况：从总资产额来看，金融行业最大，是由于浦发银行的总资产超过其他所有 66 家公司总资产之和；其余行业中总资产规模较大的为交通运输、机电电气、汽车、商业贸易。从营业收入来看，较高的为汽车、交通运输、商业贸易、机电电气等；从净利润来看，较高的为金融、交通运输、汽车。
- 单个上市公司情况：净利润较高的前 5 家分别是浦发银行、上海汽车、海通证券、上港集团及上海电气，这 5 家公司的净利润占有所有 67 家上市公司的净利润的比重高达 68%；亏损公司共 5 家，其中亏损较大的为氯碱化工、耀皮玻璃。

表 1 上海市国资委控股的上市公司经营情况（2009 年）及其控股股东

	股票代码	公司简称	总资产	营业收入	净利润	持股比例	控股股东或控制人
交通 运输	600009	上海机场	169.60	33.33	7.06	43.25%	上海机场（集团）有限公司
	600018	上港集团	633.47	165.45	37.60	44.23%	上海市国有资产监督管理委员会
	600115	东方航空	720.19	398.31	5.40	42.84%	中国东方航空集团公司

	600611 大众交通	91.17	34.34	6.12	20.76%	上海大众公用事业（集团）股份有限公司
	600662 强生控股	29.18	13.01	1.30	32.51%	上海强生集团有限公司
	600676 交运股份	44.72	35.86	1.54	49.18%	上海交运(集团)公司
	600834 申通地铁	12.96	8.41	1.02	58.43%	上海申通地铁集团有限公司
	600708 海博股份	31.17	17.02	1.61	30.00%	光明食品(集团)有限公司
	600119 长江投资	12.14	5.68	0.13	38.61%	长江经济联合发展（集团）股份有限公司
	600278 东方创业	33.61	42.56	0.93	50.39%	东方国际(集团)有限公司
	600692 亚通股份	10.34	4.39	0.04	32.51%	崇明县国有资产监督管理委员会
汽车	600104 上海汽车	1381.58	1396.40	65.92	78.94%	上海汽车工业（集团）总公司
	600741 华域汽车	275.28	246.68	15.31	70.10%	
	600841 上柴股份	32.34	33.78	0.70	50.32%	上海汽车集团股份有限公司
食品	600073 上海梅林	23.40	19.83	(0.70)	50.74%	光明食品(集团)有限公司
	600097 开创国际	11.33	8.11	1.52	43.02%	上海远洋渔业有限公司
	600315 上海家化	20.00	6.68	0.47	38.18%	上海家化（集团）有限公司
	600597 光明乳业	41.23	79.43	1.22	35.27%	光明食品(集团)有限公司
	600616 金枫酒业	11.38	9.45	1.46	33.04%	光明食品(集团)有限公司
建筑 建材	600629 棱光实业	7.91	4.38	0.65	64.04%	上海建筑材料（集团）总公司
	600170 上海建工	232.60	401.88	3.59	69.91%	上海建工（集团）总公司
	600284 浦东建设	114.44	17.60	1.59	22.64%	上海浦东发展（集团）有限责任公司
	600820 隧道股份	178.41	150.83	3.61	36.85%	上海城建（集团）公司
	600819 耀皮玻璃	57.73	21.64	(2.11)	26.33%	上海建筑材料（集团）总公司
地产	600675 中华企业	137.85	41.23	6.36	36.17%	上海地产（集团）有限公司
	600606 金丰投资	38.58	6.45	2.03	38.96%	
	600639 浦东金桥	74.00	8.40	3.60	43.82%	上海金桥(集团)有限公司
	600663 陆家嘴	194.57	34.88	11.32	57.64%	上海陆家嘴（集团）有限公司
	600895 张江高科	142.79	21.59	7.07	53.58%	上海张江(集团)有限公司
	600648 外高桥	215.85	71.94	3.53	62.54%	上海外高桥（集团）有限公司
	600748 上实发展	130.74	22.73	2.44	63.65%	上海上实(集团)有限公司
	600622 嘉宝集团	36.42	10.48	2.79	11.97%	嘉定建业投资开发公司
商业 贸易	600628 新世界	39.43	27.30	1.80	25.22%	黄浦区国有资产监督管理委员会
	600612 老凤祥	36.50	108.50	1.30	29.88%	
	600631 百联股份	151.11	102.74	4.04	44.01%	
	600822 上海物贸	59.05	458.00	0.72	48.10%	百联集团有限公司
	600827 友谊股份	185.79	291.87	1.88	20.95%	
	600838 上海九百	10.20	1.77	0.13	19.59%	上海九百（集团）有限公司
	600824 益民商业	20.40	14.50	1.11	39.04%	卢湾区国有资产监督管理委员会

	600826 兰生股份	35.81	14.58	0.11	52.45%	上海兰生（集团）有限公司
	600272 开开实业	9.91	8.66	0.40	16.20%	上海开开（集团）有限公司
	600650 锦江投资	26.67	15.98	2.69	28.54%	上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司
	600754 锦江股份	47.62	7.83	2.81	50.31%	
	600630 龙头股份	25.01	29.72	0.43	30.08%	上海纺织(集团)有限公司
	600642 申能股份	316.66	153.95	16.00	50.56%	申能（集团）有限公司
公用	600649 城投控股	202.35	33.59	7.61	51.52%	上海市城市建设投资开发总公司
医药	601607 上海医药	86.57	195.68	1.73	37.05%	上海医药（集团）有限公司
	600833 第一医药	7.22	10.37	0.40	31.40%	百联集团有限公司
金融	600000 浦发银行	16227	368.24	132.17	21.16%	上海国际集团有限公司（第一大股东）
	600837 海通证券	1207.27	99.40	45.48	26.06%	上海上实(集团)有限公司（第一大股东）
	601727 上海电气	896.26	577.90	25.01	57.78%	上海电气(集团)总公司
	600835 上海机电	131.12	109.86	4.66	47.28%	
	600848 自仪股份	12.52	11.18	0.06	26.39%	
	600619 海立股份	52.47	45.13	0.63	30.49%	
	600621 上海金陵	17.70	10.07	1.01	20.00%	
机电	600637 广电信息	32.45	23.48	0.35	42.24%	
电气	600651 飞乐音响	15.59	13.13	0.68	9.75%	上海仪电控股（集团）公司
	600654 飞乐股份	18.86	12.18	0.10	12.93%	
	600602 广电电子	24.23	5.67	0.58	30.07%	
	600843 上工申贝	19.78	16.32	0.33	24.44%	浦东新区国有资产监督管理委员会
	600679 金山开发	12.27	9.02	0.03	33.13%	金山区国有（集体）资产监督管理委员会
	600618 氯碱化工	57.21	49.10	(3.86)	50.73%	
	600623 双钱股份	87.28	72.94	1.69	65.66%	上海华谊（集团）公司
	600636 三爱富	23.40	21.02	0.19	31.53%	
其他	600626 申达股份	28.52	51.67	1.01	31.07%	上海申达（集团）有限公司
	600604 ST 二纺	9.24	2.87	(1.20)	41.92%	太平洋机电（集团）有限公司
	600610 SST 中纺	4.08	0.72	0.08	32.74%	
合计(去掉浦发银行)		9057.53	5979.45	315.11		
平均(去掉浦发银行)		137.24	90.60	4.77		

资料来源：上海市国资委、WIND、国元证券研究中心

注：净利润中红色字体者为亏损，持股比例是控股股东持股比例。

3 重组模式

《关于进一步推进上海国资国企改革的若干意见》提出的主要重组思路是坚持开放性、市场化重组联合，可通过多种方式推动上海国有企业跨地区、跨所有制重组，吸引中央企业、全国地方企业及外资企业、民营企业参与本市国资调整和国有企业重组。

今年 5 月份上海市国资委主任杨国雄在“上海国有控股上市公司工作会议”的讲话透露未来上海国资的 4 种重组路径。即支持符合条件的企业，以适当方式实现整体改制上市；支持企业对主业板块进行分类整合，实现单一板块或分板块上市；支持集团公司之间通过并购重组，对同类型的控股上市公司进行资源整合；支持企业利用资本市场创新工具，进一步扩大直接融资规模，做强做优主业。

结合几年我国资本市场以及上海市各上市公司成功实施或正在实施的重组模式，认为上海国资重组未来可能采取以下 4 种模式，并结合已有重组案例进行分析。

3. 1 整体上市

整体上市一般是上市公司用资金收购自己的母公司或通过定向增发购买母公司其余资产，完成后母公司整体上市；整体上市可以快速壮大上市公司的规模，并减少上市公司与母公司的关联交易、避免同业竞争。

2009 年上海建工股份有限公司采取定向增发方式收购母公司上海建工集团旗下其他主要资产；根据增发方案，上市公司以每股 14.52 元向大股东上海建工集团增发 3.23 亿股收购其母公司旗下多家子公司的全部或部分资产，拟收购资产评估价值为 46.86 亿元，是上市公司净资产的 1.1 倍；根据评估方案的预测拟收购资产 2009、2010 年预计实现净利润分别为 3.83、4.21 亿元，高于上市公司的盈利能力，收购完成后上海建工的资产规模及盈利能力获得大幅度提升。

3. 2 吸收合并

吸收合并一般是两个或两个以上的公司合并，其中一个公司吸收其他公司后而继续存在，被吸收公司主体资格同时消灭。目前国内的吸收合并大多发生在控股股东相同的几家经营业务类似的上市公司之间的合并。

2009 年东方航空股份有限公司换股吸收合并上海航空股份有限公司，根据合并方案，以定价基准日前 20 个交易日两家公司的平均股价为定价基础，并给予被合并方以 25% 的风险溢价作为补偿，每 1 股上海航空股份可换取 1.3 股东方航空的股份；并约定可给予上海航空的异议股东现金选择权、给予东方航空异议股东收购请求权，合并完成后，上海航空将终止上市并注销法人资格。

合并完成后，新东航（截止 2009 年 12 月底）的运行资产将超过 1500 亿元人民币；拥有大中型飞机 331 架，通航点 151 个，步入世界较大航空公司之列；同时可降低二者在上海市场的同质竞争，提升新东航的盈利能力。

3. 3 资产置换或剥离

资产置换或剥离一般指上市公司控股股东以优质资产或现金置换上市公司的呆滞资产，或以主营业务资产置换非主营业务资产等情况。

2009 年 6 月广电电子公布重大资产出售方案，拟将其持有的光电子公司 18.75% 的股权、其他子公司的全部或部分股权以及部分房地产转让给母公司广电集团及其子公司；拟出售资产评估值为 18.64 亿元，占公司资产总额的 64.84%。同时本次交易与仪电集团向本公司控股股东广电集团收购其所持本公司 30.07% 的股权互为前提条件。

由于广电电子在 2006-2008 年大幅度亏损近 10 亿元，公司面临经营困难；若本次重组能够完成，将有利于改善广电电子的经营情况并缓解其偿债压力，同次实力较强的上海仪电控股（集团）公司成为公司的控股股东有利于公司未来的发展。

3. 4 资产注入（并现金增发）

一般是控股股东将旗下与上市公司经营业务类似的资产注入上市公司，整体上市可看作是其中的一种。比较典型的是上市公司采取非公开定向增发，上市公司的控股股东一般以其他优质资产进行认购，同时吸引其他机构投资者以现金方式认购；控股股东以资产认购的股份一般设定一定期限的锁定期，并对注入的资产提供相应的保证。

2008年7月上海棱光实业股份有限公司公布增发方案，拟向控股股东上海建材集团以每股不低于12.19元的价格非公开发行2100万股票购买建材集团持有的上海玻璃钢研究院100%权益，同时公司拟向不超过10名的特定投资者以每股不低于10.98元发行2300万股份，合计募集资金总量不超过2.5亿元，用于向玻璃钢院增资改扩建年产200套风力发电机叶片项目及建设年产5700吨多轴向玻纤增强材料项目。

根据公司对拟收购资产的预期，两个项目的加权税后收益率高达18%，远高于上市公司的盈利能力，同时控制股东自愿将认购的股份锁定3年。

4 重点关注行业及上市公司分析

在国务院《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》以及上海市《关于进一步推进上海国资国企改革的若干意见》的指引下，上海市国资重组在今年下半年将进一步加快步伐；通过重组进一步推进上海市的产业机构调整，壮大国资规模并提升国有资本的盈利能力。

我们基于以下思路选择未来上海国资重组中有望获得实质性利好的行业及上市公司。

- 1) 行业代表未来上海市产业发展的方向，并获得政府的支持。
- 2) 行业规模较大，成长性较好或稳健增长
- 3) 同一控股公司旗下有多家公司经营业务类似的公司
- 4) 上市公司的大股东实力强大，且有类似于上市公司的盈利能力较好的其他业务。
- 5) 上市公司本身资质及盈利能力较好

综合以上分析，我们认为交通运输、商业贸易及地产业可能成为未来上海市国资重组的重点，三个行业中的部分上市公司有望成为市场关注的重点。

4. 1 交通运输

1) 上海市交通运输业现状

交通运输业对上海市经济发展起到重要作用，也是上海市建成国际航运中心的基础。由于受到2008海外经济下滑的不利影响，2009年上海市实现交通运输、仓储和邮政业增加值642.13亿元，比上年下降4.2%。全年完成货物周转量14436亿吨·公里，同比下降9.95%；完成旅客总周转量1002.59亿人次·公里，同比增长15.36%，不过各细分领域的规模及同比增速表现较大的差异。

根据下表可以看出2001-2009年间，在旅客周转量方面，铁路、水运的旅客总周转量占比较小，且年增长速度较慢，民用航空成的旅客总周转量规模较大且增速较快，8年时间增加3倍以上；在货物周转量方面，水运较大，铁路占比较小且逐年降低，而民用航空增速最快。

表 2 上海市运输业旅客及货物周转量

单位：亿人（吨）·公里

	旅客周转量	铁 路	公 路	水 运	民用航空	货物周转量	铁 路	公 路	水 运	民用航空
2001	286.93	37.81	42.31	5.48	201.30	6 992	113	60	6 808	11
2002	332.12	39.48	50.43	4.41	237.80	7 472	100	65	7 295	12
2003	353.62	38.10	58.00	4.65	252.88	8 587	118	69	8 385	15
2004	599.62	46.35	72.09	4.49	476.70	10 036	42	71	9 899	24
2005	663.93	48.86	75.06	4.52	535.48	12 132	47	73	11 986	27
2006	742.87	51.23	86.85	4.52	600.28	13 837	55	80	13 683	19
2007	883.25	51.34	94.02	6.10	731.79	15 949	35	85	15 789	40
2008	869.07	53.18	94.07	6.73	715.09	16 031	29	253	15 712	37
2009	1 002.59	51.12	99.57	6.38	845.52	14 436	25	244	14 118	49

资料来源：上海市统计局、国元证券研究中心

2) 主要控股公司及旗下上市公司

承担上海市交通运输业重任的大型公司是上港集团、东航集团、上海机场，其在上海交通运输业中无论资产总额及盈利能力的占比较大，这三家公司目前均已上市。特别是上海机场及东方航空受到上海民航业的快速发展，未来成长性较高。目前东方航空已完成对上海航空的吸收合并，而上海机场在股改时就承诺的将虹桥机场的相关资产注入，不过受到各种因素的制约，一直未能成行，因此在未来上海国资重组加快的背景下，其重组进程也有望加快。上港集团目前由上海国资委直接控制，作为上海建设国际航运中心最重要的载体，目前上港集团在交通运输业的规模及盈利能力均最大，不过上港集团在 2007 年已将旗下大部分资产上市，未来不存在重组的可能。

除了以上 3 家公司外，其他 8 家公司相对来说资产规模和盈利能力相对较小。我们排除大股东及上市公司资产规模及盈利能力较弱的亚通股份、东方创业、长江投资；以及主要资产已上市的海博股份不是光明集团未来的发展重点；重点选择大众交通、申通地铁进行分析。

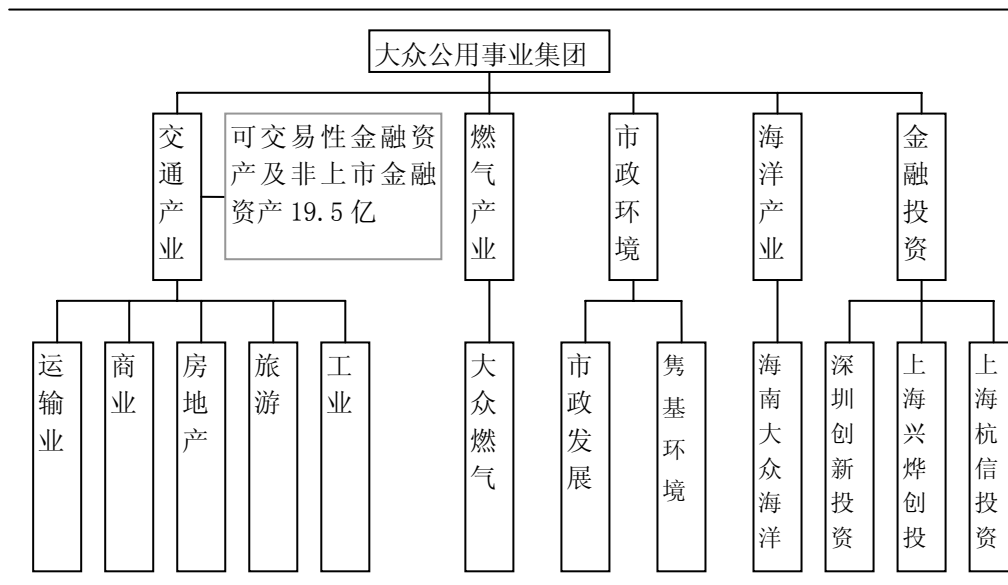
A) 大众交通

大众交通及其控股股东的资产规模及盈利能力均较为突出，目前已停牌进行重组中。大众交通截止2009年底的资产总额为91.17亿元，2009年净利润为6.12亿元，大股东持股比例为20.76%。公司对2010 年-2014 年五年发展规划明确地提出了“一体两翼（五板块）”的产业架构。“一体”指以交通运输服务业为主体，“两翼”分别指房地产业、金融及股权投资产业。

公司2009年各细分业务收入构成中，运输业占57%，商贸旅游占30%。同时公司持有包括光大证券、华域汽车等多家上市公司的少数流通股，2009年底公允价值高达17.32亿元；以及包括国泰君安、大众保险等4家非上市金融公司的少数股权，帐面价值2.18亿元；这些股权在2009年为公司贡献了4.60亿元的投资收益。

其控股股东大众公用事业集团还拥有包括市政环境、燃气、金融投资类的多家公司，这些公司的总资产及未来的盈利能力都较为突出，大众交通作为运输类公司，其金融资产的股权处置及大股东资产注入的预期均较强，投资价值较为明显。

图3 大众公用事业集团控股公司示意图



资料来源：公司网站、国元证券研究中心

B) 申通地铁

申通地铁目前仅经营上海市地铁一号线的一部分线路的运营权，2009 年底公司总资产为 12.96 亿元，净利润为 1.02 亿元；其实际控制人为上海久事公司。

上海久事公司作为上海市的政府性投资公司，主要致力于城市基础设施的建设和管理；截至 2008 年底，公司合并总资产 2085 亿元，合并净资产 822 亿元，资产负债率 60.6%。控股上海申铁投资有限公司等多家大型企业集团，旗下拥有上海市地铁多条线路的所有权。

随着上海地铁的快速发展，目前上海市已有 10 多条线路投入运行，总运营里程超过 400 公里，日最大客流量超过 600 万人次，随着地铁网络的建成，其集聚效应日益体现。不过地铁投资额巨大，因此作为投资方将承受较大的资金压力，随着地铁客流的增加，地铁线路的盈利能力得以逐步体现。为支持上海市轨道交通的进一步建设，将目前已运营的客流量较大的线路的资产进行上市，融得资金用于对新建地铁线路的投资成为可能。申通地铁作为国内唯一的地铁运营上市公司，将上海市其他地铁线路运营权注入将有利于公司规模壮大及盈利能力的提升。

4. 2 房地产

1) 上海市房地产业现状

房地产业作为上海市政府支持的六大支柱产业之一，在上海市经济中占有重要地位，随着上海经济中心地位的确立，上海吸引了众多跨国公司进行投资，同时近年来上海经济快速发展，城市及交通环境日益改善，并带动了上海房价以及土地价格的大幅度上升。

根据上海市统计局资料，2009 年上海市实现商品房销售面积 3372.45 万平方米，同比增长 46.88%；其中住宅销售面积 2 928.04 万平方米，同比增长 48.94%。实现商品房销售额 4330.22 亿元，同比增长 128.45%，销售额已占上海市生产总值的 30%；其中住宅销售额 3 620.23 亿元，同比增长 125.07%；这主要和 2008 年房地产市场低迷，而 2009 年受到政策刺激及需求爆发有关。

表 3 上海市各类商品房销售情况

单位: 万 m ²	2000 年	2008 年	2009 年	单位: (亿元)	2000 年	2008 年	2009 年
商品房销售面积	1557.9	2296.1	3372.5	商品房销售额	555.5	1895.5	4330.2
住宅	1445.9	1965.9	2928.0	住宅	481.0	1608.5	3620.2
办公楼	47.8	145.9	203.0	办公楼	44.1	172.3	438.4
商业营业用房	54.5	117.3	126.5	商业营业用房	27.9	77.5	192.7

资料来源: 上海市统计局、国元证券研究中心

上海房地产市场的蓬勃发展吸引了国内外众多房地产公司在上海进行房地产开发, 以目前上海房地产的投资额及销售额计算, 目前上海本地的房地产公司特别是市国资背景的房地产公司占比明显较低; 上海的房地产上市公司与大型房地产上市公司如万科、保利等相比, 其规模还是盈利能力相比明显偏弱。因此借助于上海市政府及其控股股东的支持, 通过重组进一步做大做强, 以维持其竞争优势。

2) 控股公司及上市公司

目前上海市国资背景的以房地产业为主的上市公司有 8 家, 近几年房价持续上涨, 这 8 家公司虽然规模都为中等(8 家公司的资产及净利润总和还赶不上万科一家), 目前都保持较好的盈利能力。

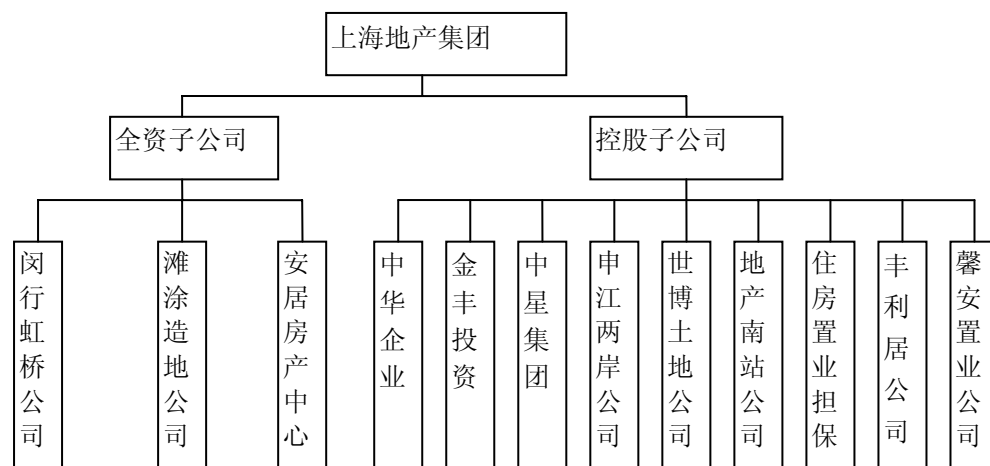
其中上海地产集团控股中华企业及金丰投资两家, 目前已停牌进行重组; 上实发展已停牌重组。其余 5 家中除嘉宝集团外, 主要集中于浦东地区, 一般以商业及工业地产为主, 并有租售相关业务。目前外高桥集团大部分资产已进入上市公司;

A) 中华企业与金丰投资

两家公司的控股股东均为上海地产集团; 两家公司都从事房地产业务, 不过侧重点有所不同, 中华企业主要从事住宅地产的开发及商业地产的出租; 金丰投资除住宅开发外, 还包括房屋中介及酒店业务。中华企业的规模及盈利能力明显强于金丰投资, 且金丰投资近两年加大了对地产业务的投入力度, 与中华企业的同业竞争不可避免。

两家公司的大股东地产集团是上海市最大的房地产公司, 在 2002 年组建之初的净资产即高达 66 亿元, 是上海市政府土地储备运作载体, 旗下土地储备规模庞大, 此外还拥有在排名上海房地产市场第四的中星集团以及多家以地产业务为主的子公司。

图 4 上海地产集团控股公司示意图



资料来源: 公司网站、国元证券研究中心

中华企业作为上海地产集团的旗舰公司，未来将受益于地产集团对其的重组或资产注入，以提升其竞争优势。

2) 浦东金桥

公司业务主要来自金桥开发区 27 平方公里的房地产租售及部分投资业务，2009 年底净资产为 74 亿元，净利润为 3.6 亿元。由于目前开发区大部分已开发完毕，公司目前的营业收入主要来自于所持有物业的租赁收益，公司目前持有 130 万平方面的工业厂房、办公楼及公寓、商业等进行出租。

大股东金桥（集团）主要负责国家级开发区上海金桥出口加工区 27.38 平方公里范围内的土地开发、基础建设、招商引资、产业发展和功能配套。2008 年开发区销售收入达到 2267.5 亿元；税金总额达到 92.1 亿元。集团拥有全资、控股和参资企业 50 余家，具有房地产开发一级资质，目前资产总额超过 100 亿元，特别是南汇并入浦东后，金桥开发区在浦东的区位优势较为明显，土地在未来有望继续获得升值。

4. 3 商业贸易

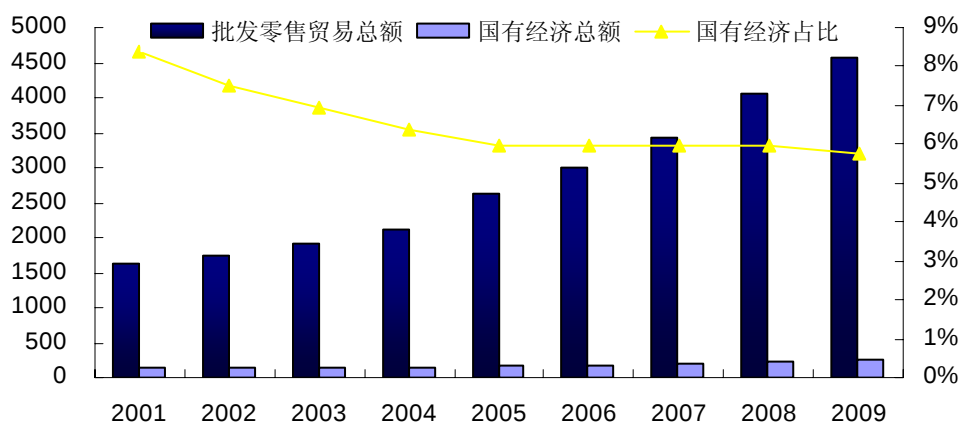
1) 上海市商业贸易现状

上海的商贸业务一直领先于全国水平，根据统计 2009 年上海市实现批发零售总额 4575.50 亿元，同比增长 12.93%，不过国有经济仅实现 263.80 亿元，同比增长 8.70%，占比仅为 5.77%，比 2001 年下降 2.61%；这一方面是民营经济在 90 年代后大规模进入上海市场，另一方面是部分国有企业因经营不善陆续转变成民营有关。

国有经济总额占比较小可能也与统计的口径不同，根据百联集团的资料显示，2009 年百联集团实现的销售收入高达 900 亿元。

图5上海市批发零售总额与国有经济占比（2001-2009）

单位：亿元



资料来源：上海市统计局，国元证券研究中心

2) 控股公司及上市公司

12 家商业贸易公司中，百联集团控股百联股份、上海物贸及友谊股份 3 家，黄浦区国资委控股新世界及老凤祥，锦江国际控制锦江投资及锦江投资；我们排除资产规模及盈利能力较弱的龙头股份、开开实业、兰生股份及上海九百。老凤祥已于 2009 年进行一次资产重组；百联集团目前排名国内商业零售业第一位，2009 年其资产规模高达 900 亿元，不过旗下大部分资产已上市，目前百联和友谊已停牌重组，锦江投资已停牌重组。我们

主要分析新世界及友谊股份 2 家公司。

A) 新世界

2009 年底新世界资产总额为 39.43 亿，在上海商业上市公司规模中等，不过其盈利能力较为突出，2009 年实现营业收入 27.3 亿，净利润 1.80 亿元。公司主营商业零售、医药销售及酒店服务，业务全部集中于上海地区，在南京路拥有 21 万平方米的新世界综合消费圈。控股股东目前持股仅 25.22%，资产注入预期较高。

其控股股东新世界集团除拥有新世界股份外，还对其所属 22 个全资及控股、参股子公司进行经营管理，集团拥有总资产 116.38 亿元，拥有 70 多万平方米商业网点，其中 50 多万平方米集中分布在上海黄浦商业中心的多条著名商业街。

B) 友谊股份

2009 年公司总资产高达 185.79 亿元，在上海商业类上市公司中位列第一，盈利能力仍较弱，这和公司所在的超市业毛利率较低，销售净利率较低有关。公司目前已成功实现由百货向连锁业转型，目前主营业务包括连锁超市、连锁建材卖场、特色百货及社区购物中心连锁。其中连锁超市贡献营业收入的 90%，主要由国内最大的联华超市贡献。

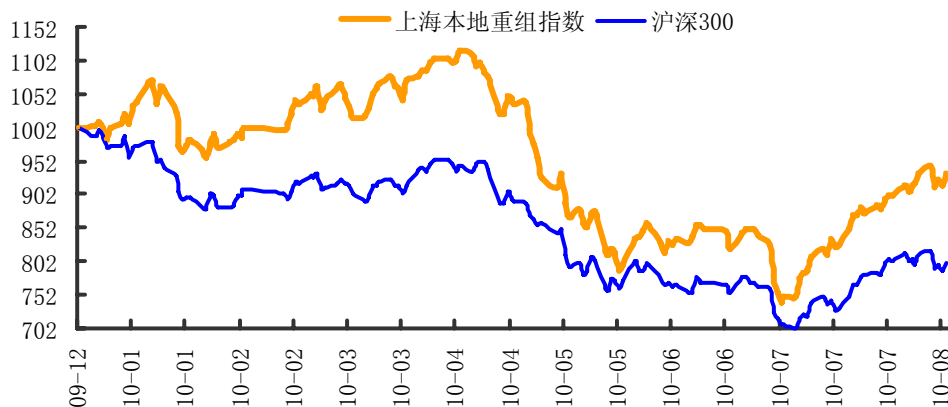
大股东为上海友谊复星（控股）有限公司，百联集团持有其 52% 的股份，同时又直接持有友谊股份 6.3% 的股份，因此公司的实际控制人为百联集团，百联集团目前大部分资产已进入旗下各上市公司。由于公司与百联股份在某些业务上存在重合，为避免同业竞争，市场预期大股东可能对两家上市公司进行资产互换。

5 投资建议

5.1 上海重组概念股表现

根据 WIND 统计，其上海重组成分股指数从 2009 年 12 月 31 日成立以来，明显跑赢沪深 300 指数，超越沪深 300 指数 13%，特别是 7 月份以来，在上海国资重组进程加快的刺激下，其走势更为强劲，这表明上海国资重组将带来较好的投资机会。

图6 上海本地重组指数及沪深300对比图（2009.12.31-2010.08.13）



资料来源：WIND，国元证券研究中心

不过由于受益于上海国资重组的上市公司及其控股股东的实力及盈利能力不同，各家上市公司未来推出的重组方案可能不同，导致其对未来业绩的提升将会出现较大的差异，

因此通过以上分析，希望能为投资者提供各上市公司在未来上海国资重组中可能出现的机会。

5. 2 重点关注上市公司

结合 WIND 资讯研究员的一致盈利预测，并考虑到各上市公司的估值及未来重组的可能性，建议重点关注以下 9 家上市公司。

表 4 重点关注上市公司盈利预测及估值

公司简称	净利润			股价 (10.8.13)	PB	PE		
	2009	2010(E)	2011(E)			2009	2010(E)	2011(E)
大众交通	6.12	4.56	4.72	8.19	2.41	21.1	28.3	27.23
申通地铁	1.02	1.33	1.14	12.13	5.5	56.7	43.5	50.9
中华企业	6.36	8.01	9.52	7.18	2.04	12.3	12.7	10.7
浦东金桥	3.60	4.49	5.17	10.11	2.51	23.7	20.9	18.2
友谊股份	1.88	3.05	3.66	16.88	2.81	42.4	26.1	21.8
新世界	1.80	2.38	2.60	12.84	3.63	37.9	28.7	26.3
上海机场	7.06	10.91	12.39	12.91	1.90	35.2	22.8	20.1
隧道股份	3.61	4.66	5.74	10.35	1.88	21.1	16.3	13.2
海通证券	45.48	43.61	50.99	9.71	1.79	17.6	18.3	15.7

资料来源：WIND，国元证券研究中心

注：中华企业 5 月 17 号停牌，友谊股份 7 月 16 日停牌。

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%” 以上	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, 股价涨跌幅与上证指数持平在正负 5%” 以内	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