



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

研究报告

2010年8月25日

A股市场

研究部

邴彬

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010031
linbin@cicc.com.cn

汪超

联系人
wangchao@cicc.com.cn

林剑文

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210080005
linjw@cicc.com.cn

“三维一审”选股法 构建央企整合主题投资组合

投资要点:

- ▶ **央企整合主题已经并将在未来 2-3 年期间成为 A 股市场的持续投资热点。**7 月 23 日国资委主任李荣融在央企负责人会议上讲话再次强调,“要以组建国新资产管理公司为契机,加快中央企业重组和调整步伐,今年要把中央企业调整到 100 家以内”。截止最新统计,央企尚有 123 家,此举也就意味着在未来 4 个多月的时间内,国资委至少要完成 23 家央企的重组工作,如此密集的重组将是史无前例的。受此消息鼓舞,在最近一个月时间内,央企整合主题相关的股票已经启动一波大幅上涨行情。虑及国资委的长远目标,“央企整合主题”仍将作为一个长期的热点,给 A 股市场带来可持续的投资机会。
- ▶ **市场为什么追捧央企整合主题?**首先资产重组的机会带来企业盈利能力和股票市值的爆发式增长,而且更重要的是在中国当前特殊的制度环境下,非市场化定价的资产重组将不断上演(即以高价进(高价私有化上市公司)、低价出(低价向上市公司注入资产)),这种资产重组方式实际上是“国有大股东”变相向“流通股东”输送了大量利益,因而能大幅刺激股价,甚至成为一种“变相的管理层激励”手段。中国央企未上市资产规模依然较大,加上央企层面发生整合的确定性较高,而且只要“国家对于国有企业收购和转让资产的定价原则并无有效监督,加上内幕交易监管执行力度有限”的现状无根本性改观的情况下,资产重组过程中非市场化定价现象不可能在短期内发生改变来自央企重组题材的投资机会仍将继续收到市场追捧。
- ▶ **央企整合的投资机会是否有迹可循?**传统上重组主题投资似乎总是以“得消息者得天下”这种方式在资本市场上演绎着股价暴涨的神话,而草根研究则显得无处着手碌碌无为。事实上对于投资者而言,投资央企整合重组主题,无非关心三个最核心的问题:一是哪些央企整合重组的可能性最大?二是投资哪些关联上市公司能从央企整合重组中获得尽可能大的超额收益?三是选择什么时点投资获利最大?基于此,我们在构建央企整合重组主题投资组合过程中选取三个维度标准为:央企整合可能性、上市公司与央企的关系、上市公司当前所处的整合重组进程。我们通过对央企整合模式、行业属性、上市公司与央企的关系、重组进程等因素做了实证检验,结论是:(1)由国资委主导的基于国有经济布局和结构调整的央企重组(含横向整合、纵向整合和产研重组等方式)可能性及力度最大,而以央企主导的基于提升企业竞争力的重组(即分拆重组方式)次之,以资产经营公司主导的基于不良资产处置的重组(托管方式)最末;(2)依据国家战略要求、产业结构调整升级方向等角度出发选择的行业将是未来央企重组的主要领域,未来投资机会更多;(3)央企关联上市公司中“大集团小公司”、“有资产整合重组相关承诺公司”、“科研院所控股公司”等类型在重组中往往更易于获得显著可观超额收益;(4)从投资介入时间点上来看,首次重组重大事项公告或董事会决议公告后介入重组主题投资将会获得显著可观的超额收益。
- ▶ **我们用“三维一审”选股法构建央企整合主题投资组合。**首先基于上述的“三维”选股法初筛得到的央企关联上市公司股票池,然后采用基本面审核(GARP,即合理价格成长投资法量化策略,此举目的是为了甄别出重组预期给股价带来的溢价之后,寻求一定的股价安全边际),构建了未来半年的央企主题投资组合,如下:

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

央企整合主题投资组合基本面

代码	公司	股价	2011 PE	2011 PB	2011 ROE	10-11年 盈利增长	1个月内对11年盈利预 测调整幅度
000822	山东海化	6.25	23.67	1.55	7%	149.1%	-6%
600372	*ST昌河	8.34	19.90	2.97	15%	1.0%	4%
600081	东风科技	11.70	19.40	5.15	27%	16.6%	-3%
600312	平高电气	11.43	44.30	3.14	7%	88.3%	-49%
600523	贵航股份	18.01	28.18	3.02	11%	19.9%	1%
000423	东阿阿胶	40.66	34.11	7.60	22%	31.6%	1%
600062	双鹤药业	26.14	20.70	3.23	16%	22.7%	3%
000024	招商地产	20.45	13.30	1.70	13%	22.5%	-2%
000851	高鸿股份	9.98	39.92	2.99	7%	92.3%	0%
002281	光迅科技	32.89	32.15	4.25	13%	30.2%	-11%
600498	烽火通信	28.08	24.96	3.18	13%	37.0%	-2%
000930	丰原生化	7.88	20.00	2.81	14%	25.1%	9%

资料来源: Wind, 朝阳永续, 中金公司研究部, 注: 盈利预测来自朝阳永续一致预期, 因*ST昌河尚处于停牌状态, 须待复牌后相机抉择

央企整合主题投资组合三维特征

代码	名称	所属央企	央企整合模式	央企所在行业	央企行业属性	与央企关系	当前重组进度
000822	山东海化	山东海化集团有限公司	纵向整合	石油石化	国家垄断	大集团小公司	董事会决议
600372	*ST昌河	中国航空科技工业股份有限公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团小公司	董事会决议
600081	东风科技	东风汽车零部件有限公司	纵向整合	汽车	政策支持重组	大集团小公司	重组重大事项公告
600312	平高电气	平高集团有限公司	纵向整合	电网电力	国家垄断	大集团小公司	重组重大事项公告
600523	贵航股份	国贵州航空工业(集团)有限责任公	横向整合	军工	国家垄断	大集团小公司、整合重组相关承诺	
000423	东阿阿胶	华润东阿阿胶有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	大集团小公司	重组重大事项公告
600062	双鹤药业	北京医药集团有限责任公司	横向整合	综合	政策支持重组	大集团小公司	重组重大事项公告
000024	招商地产	招商局蛇口工业区有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	央企旗舰上市公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告
000851	高鸿股份	电信科学技术研究院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
002281	光迅科技	武汉邮电科学研究院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
600498	烽火通信	武汉邮电科学研究院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
000930	丰原生化	中粮集团有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	大集团小公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告

资料来源: 国资委网站, 公司资料, 中金公司研究部

目录

央企整合主题是未来市场的持续投资热点	4
“三维一审”法筛选央企整合主题上市公司	7
以史为鉴，实证检验央企整合主题的超额收益	13
构造有安全边际的央企整合主题投资组合	16

图表目录

图表 1：国资委成立至今央企整合进度情况	4
图表 2：央企整合主题与市场表现比较	5
图表 3：央企下属上市公司的行业分布情况	6
图表 4：央企拥有的上市公司数量	6
图表 5：央企整合主题上市公司筛选流程	7
图表 6：央企整合重组主要模式及所属上市公司特点	8
图表 7：已实现的央企重组类型及相关上市公司	9
图表 8：央企整合相关产业政策	10
图表 9：央企整合发生可能性较高的行业	11
图表 10：不同类型的上市公司整合重组情况	11
图表 11：各类型组合与沪深 300 指数年化收益率比较	13
图表 12：与央企不同关联性类型的上市公司组合相对沪深 300 指数的累积超额收益（指数化）	14
图表 13：央企整合主题下上市公司重组进程	14
图表 14：央企整合主题下典型上市公司不同时间节点前后相对沪深 300 指数超额收益示意图	15
图表 15：央企整合主题三维筛选结果	16
图表 16：GARP 策略筛选流程示意图	16
图表 17：央企整合主题投资组合基本面	17

央企整合重组主题是未来市场的持续投资热点

国资委表态重新点燃央企整合主题投资热情

“...对中央企业的调整方向，党中央、国务院的要求很明确，就是要向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向未来可能形成主导产业的行业和领域集中，向优势企业集中，加快培育和发展形成 30-50 家拥有自主知识产权和知名品牌、具有较强国际竞争力的大公司大企业大集团，增强国有经济的活力、控制力和影响力。要以**组建国新资产管理公司**为契机，加快中央企业重组和调整步伐，**今年要把中央企业调整到 100 家以内...**”

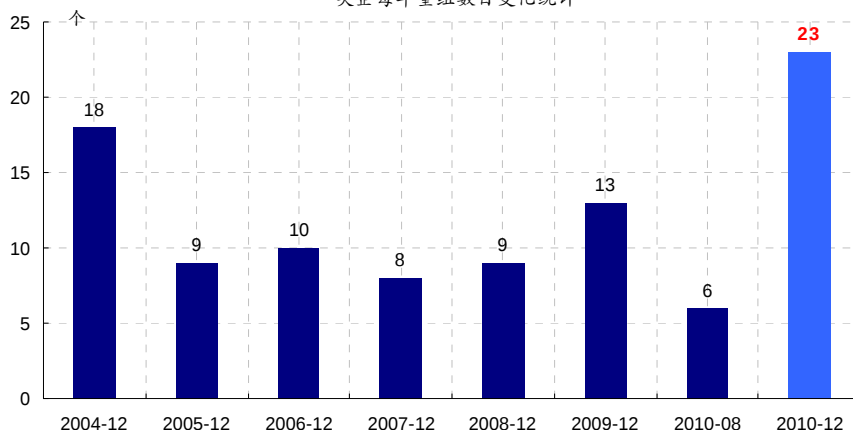
——摘自 2010 年 7 月 23 日国资委主任李荣融在中央企业负责人会议上讲话

这段讲话会引起市场对央企重组情况的高度关注，并将其认为是本次“央企重组概念”的起因，皆源于讲话中再次强调的“今年要把中央企业调整到 100 家以内”。在此之前，虽然早在 2006 年 12 月 28 日国资委下发的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中已经明确提出了 2010 年要将央企数量减少至 80 至 100 家，但是随着时间推进，年初至今的 8 个月时间内，央企重组仅仅进行了 6 组 12 户，央企数量还有 123 家，离目标尚远，按这个进度，是肯定无法完成规划的。但是李荣融主任的这次讲话改变了市场的预期，投资者迅速意识到，如果规划目标不变且能够得以实施，那将意味着在未来不到半年的时间里，国资委至少要完成 23 家央企的重组工作。从图表 1 可以看出，如此密集的重组将是史无前例的，这必将给 A 股市场带来一轮新的投资热情；“央企重组主题”必将作为一个可持续的热点，给下半年的市场带来可持续的投资机会。

图表 1：国资委成立至今央企整合进度情况

日期	央企个数	期间重组企业个数
2003-12	196	
2004-12	178	18
2005-12	169	9
2006-12	159	10
2007-12	151	8
2008-12	142	9
2009-12	129	13
2010-08	123	6
2010-12	100	23
2011E	50-80	20-30
2012E	30-50	20-30

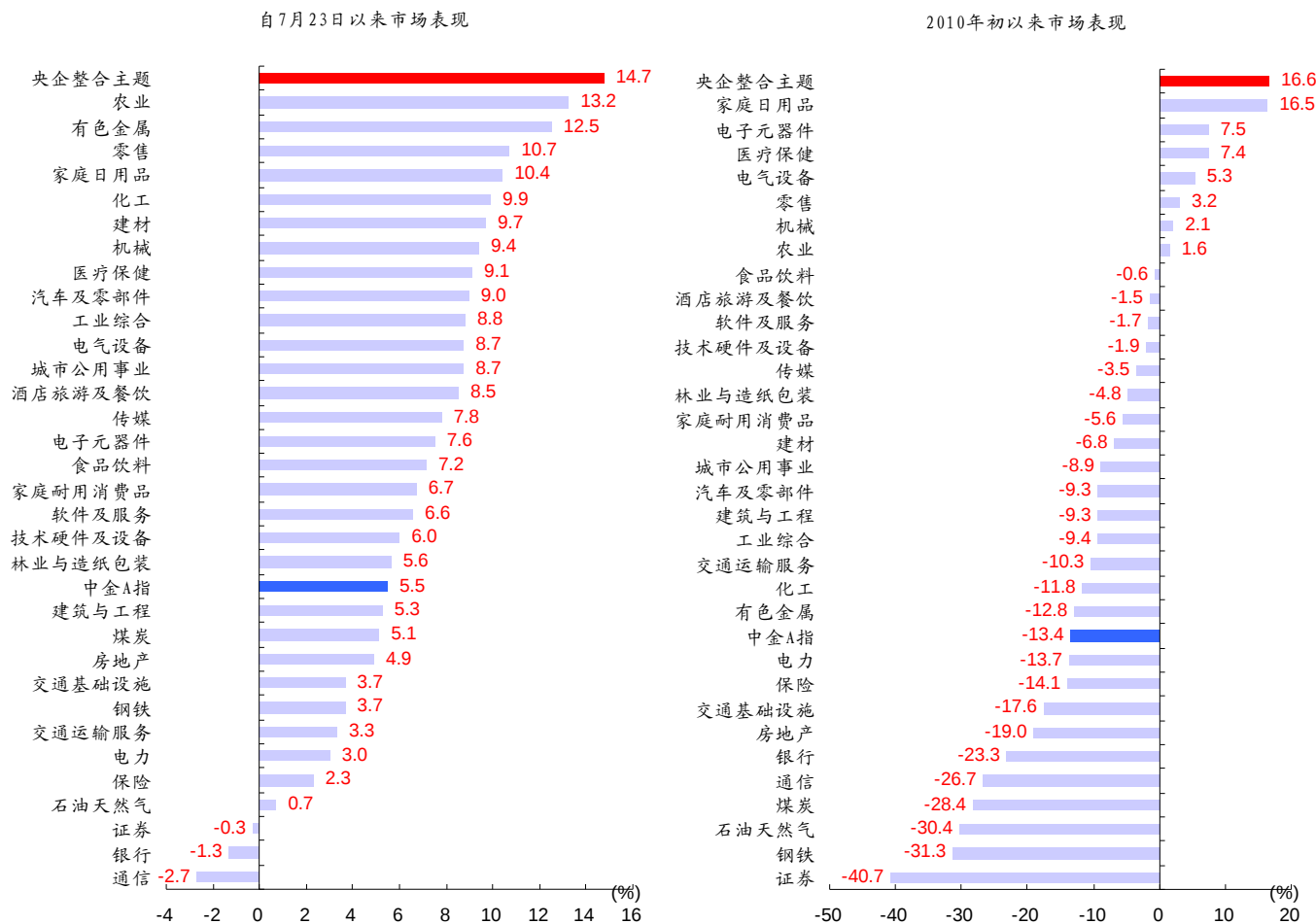
央企每年重组数目变化统计



资料来源：国资委网站，中金公司研究部

自 7 月 23 日国资委主任表态日起，央企整合主题相关的股票启动新一波上涨行情。如图表 2 所示，截至到上周末（8 月 20 日）一个月时间内，央企整合主题相关股票累计上涨达到 14.7%，相比市场整体上涨幅度 5.5% 而言，有近 10% 的超额收益；即使与近期由于全球农产品价格上涨带动的农业板块相比，也有 1.5% 的超额收益。这足以说明市场对央企整合主题的投资热情。事实上，从 2010 年以来，央企整合主题就一直备受关注；按照国资委的要求，2010 年全年的硬指标是要整合掉近 30 家央企，整合动作将超过之前任何一年；而且相关政策已日臻完善，无论从区域还是行业层面都正在加紧制定相关方案；央企整合方式目前以央企之间、央企内部及央企和地方国企为主，而且拆分上市也逐步走入市场视线中。尽管市场整体年初以来下跌幅度达到 13.4%，而央企整合主题却录得 16.6% 的正收益，超额收益近 30%。这进一步说明央企整合对相关上市公司是有实质性利好，其得到了资本市场的认可，才引得投资者对央企整合主题的相关股票整体的追逐。放眼往后看 4 个月，“央企整合”的故事会加速被搬到资本市场的舞台上，而且在不到半年时间里会紧锣密鼓地上演 23 幕整合的大戏，这绝对是令所有投资者密切关注和跟踪的机会。

图表 2：央企整合主题与市场表现比较



资料来源: WIND, 中金公司研究部

市场为什么追逐央企整合主题

央企整合，意味着带给上市公司资产重组的机会。上市公司的资产重组有两点值得投资者重视：

- 1) 会带来企业盈利能力和股票市值的爆发式增长。更重要的是在中国当前特殊的制度环境下，非市场化定价的资产重组将不断上演（即以高价进（高价私有化上市公司）、低价出（低价向上市公司注入资产）），这种资产重组方式实际上是“国有大股东”变相向“流通股东”输送了大量利益，因而能大幅刺激股价，甚至成为一种“变相的管理层激励”手段。
- 2) 央企未上市资产规模依然较大，可投资标的会持续增加。只要“国家对于国有企业收购和转让资产的定价原则并无有效监督，加上内幕交易监管执行力度有限”的现状无根本性改观的情况下，资产重组过程中非市场化定价现象不可能在短期内发生改变，加上央企重组的确定性较高，来自央企重组题材的投资机会仍将继续收到市场追捧。

央企整合主题投资标的需仔细甄选

我们梳理了一下当前国资委下属的央企与其旗下的上市公司情况，如图表 3 所示。123 家现有央企拥有 274 家上市公司，仔细分析，发现其呈现出以下特点：

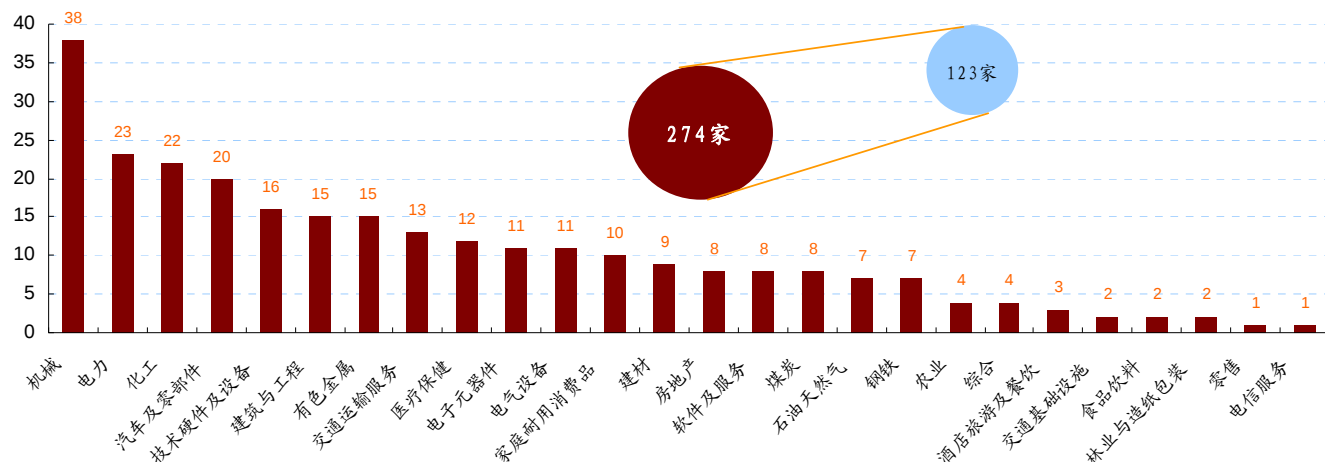
- 1) 央企拥有的上市公司行业分布比较分散。274 家上市分布于 26 个行业¹，拥有最多上市公司的行业是机械行业，包括 38 家上市公司，电力、化工及汽车及零部件拥有的上市公司均在 20 家以上，技术硬件设备、交通运输服务、建筑与工程、有色金属、医疗保健、电子元器件和耐用消费品等传统行业也拥有至少 10 家以上的上市公司；城市公

¹注1： 至 2010 年 8 月 20 日，央企数量为 123 家；国资委控制下央企控股的金融行业上市公司不在本文考虑之内。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

用事业、传媒和家庭日用品行业中并没有央企拥有的上市公司；农业、煤炭、交通基础设施、酒店旅游及餐饮、食品饮料、零售、造纸和电信等行业拥有的上市公司数量不超过 5 家。

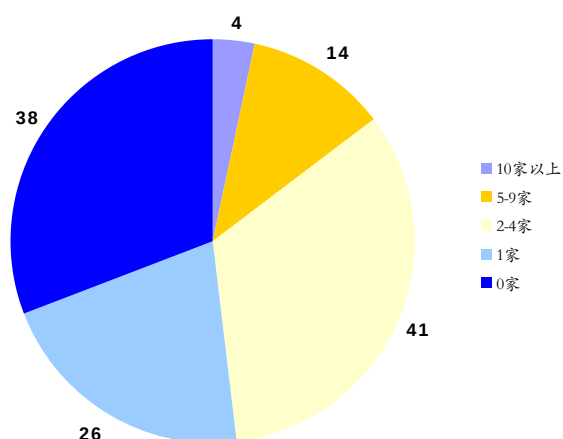
图表 3：央企下属上市公司的行业分布情况



资料来源：国资委网站，中金公司研究部

2) 央企拥有的上市公司数量不均匀。如图表 4 所示，我们可以看到央企拥有上市公司的数量极不均匀，央企下并无上市公司的家数为 38 家，占总数的 1/3 强；而拥有 10 家上市公司的央企有 4 家，最多的是中国航空工业集团公司，拥有 17 家上市公司，其次是中国兵器工业集团公司，拥有 11 家上市公司，中国化工集团公司和中国电子信息产业集团有限公司皆有 10 家上市公司。这些拥有上市公司数量最多的央企带给股票市场关于重组题材投资的机会也最多。另外，拥有 4 家以下上市公司的央企数量共有 98 家，占总数的 8 成左右，进一步验证了央企所属可上市资产规模非常之大，央企的资产证券化之路仍将有较长的路要走。

图表 4：央企拥有的上市公司数量



央企名称	下属上市公司数目
中国航空工业集团公司	17
中国兵器工业集团公司	11
中国电子信息产业集团有限公司	10
中国化工集团公司	10
国家电网公司	9
中国兵器装备集团公司	9
华润（集团）有限公司	7
中国航天科工集团公司	7
中国石油化工集团公司	7
中国电子科技集团公司	6
中国航天科技集团公司	6
中国中材集团公司	6

资料来源：国资委网站，中金公司研究部

央企数量众多，所属上市公司数量和行业分布都不均匀，对于我们挖掘央企整合主题的投资机会而言是一个重大的障碍，因此我们需要寻找一种方法遴选出好的投资标的。

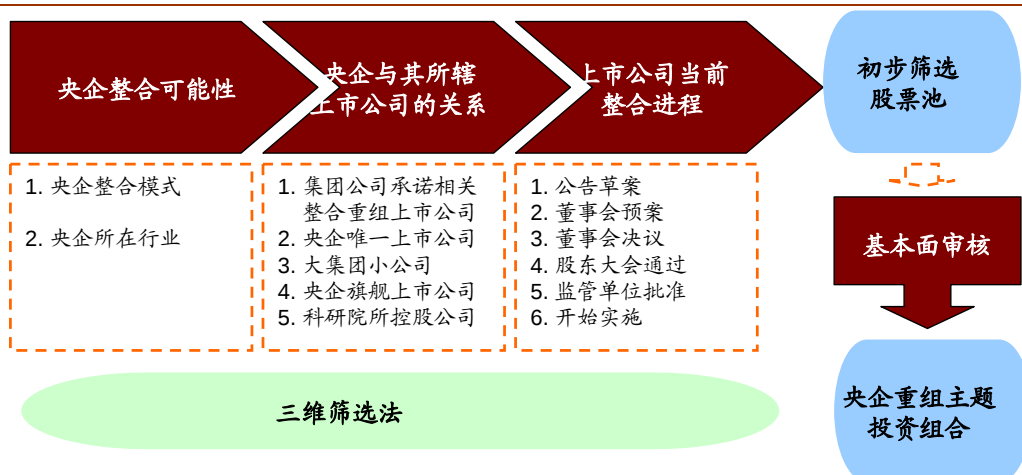
方法论：“三维一审”选股法

对于投资者而言，投资央企整合重组主题，无非关心三个最核心的问题：

- (1) 哪些央企整合重组的可能性最大？这取决于央企整合模式、行业属性等因素。
- (2) 投资哪些关联上市公司能从央企整合重组中获得尽可能大的超额收益？这取决于上市公司与央企的股权、上市与非上市资产比重、整合方向等因素。
- (3) 选择什么时点投资获利最大？这取决于上市公司的资产重组进程等因素。

基于这三个核心问题，我们在构建央企整合重组主题投资组合过程中选取三个维度标准为：央企整合可能性、上市公司与央企的关系、上市公司当前所处的整合重组进程。具体而言，如图表5所示，“三维一审”法表示通过央企整合可能性判断、央企与上市公司关系判断和上市公司当前整合进程判断三个维度进行筛选，得出初选股票池，然后采用基本面审核（我们这里采取 GARP，即合理价格成长投资法量化策略）得到我们最终的投资组合标的。

图表 5：央企整合主题上市公司筛选流程



资料来源：中金公司研究部

维度一：央企整合可能性的判断

要判断未来央企发生整合的可能性，需从两个方面考虑：1) 央企整合的模式；2) 央企所处的行业。

一、央企整合模式分析

国资委主任李荣融曾公开指出：央企整合总体要求是“沿产业链和价值链方向”进行，而“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。

从历史上看，随着央企整合进程的深入，其整合模式可以分为两个阶段。1) 第一阶段（2004-2006），计划将央企从196家减为159家，共减少37家；以自愿重组为主；目标是首次系统性梳理中央企业。这时整合集中在七大行业，往往由重点行业中的两家或数家大型集团合并重组，形成具有巨大优势的行业巨头。2) 第二阶段（2007-2010），计划从159家减少至80-100家，主要由国资委主导推进，同时采用市场手段和行政手段；目标是增强企业的核心竞争力，培养30-50家具有国际竞争力的大企业集团。随着整合进程的深入，整合的重点集团集中到支柱型行业，这一模式正逐步转变为由行业内的优势企业兼并重组弱势企业。

而在央企整合的具体方式上，按照重组目标的不同分为三类，即基于国有经济布局和结构调整的重组、基于提升企业竞争力的重组及基于不良资产处置的重组，以使中央企业重组目的性更强，效果更显著。三种模式分别由国资委、中央企业、资产经营公司为主导来予以推进，如图表6所示。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

无论是上述那一种整合的思路，都必须考虑作为整合平台的上市公司与作为进行整合的集团之间的关系。我们通过对这些典型案例进行分析，来理清其背后的整合思路。如图表7列出所有已重组央企案例及相应合并类型情况，在我们统计涉及到上市公司的央企重组案例有46例，其中，横向整合的案例有18家，占39%；产业链纵向整合的案例有8家，占17%；产业与研究重组的案例有15家，占33%；整体托管和部分托管的案例分别有4家和1家，合起来占11%。在这些案例中，没有涉及到分拆重组的案例；但实际上，最近国资委关于央企退出房地产和千亿酒店资产剥离的指导意见会引发此类型重组案例的频繁发生。

图表 6：央企整合重组主要模式及所属上市公司特点

整合目标	主导部门	合并类型	适用企业范围	典型案例
基于国有经济布局 and 结构调整的重组	国资委	横向整合	业务相同或相近企业的合并	由中国港湾建设(集团)总公司和中国路桥(集团)总公司采取强强联合、新设合并方式组建的中国交通建设集团有限公司
		纵向整合	上下游产业链或业务互补性企业的合并	中国寰球工程公司并入中国石油天然气集团公司
		产研重组	科研院所并入产业集团	中国建筑材料科学研究院整体并入中国建筑材料集团公司
基于提升企业竞争力的重组	中央企业	分拆重组	因涉足行业不适合而主动剥离	招商局将下属旅游企业划转港中旅，华能将下属房地产公司划转中房
			公司战略调整	
基于不良资产处置的重组	资产经营公司	整体托管	经营出现困难、存在大量不良资产、接近破产的企业，为避免企业倒闭引发社会不稳定因素，经国资委授权，由其他企业进行“托管”	国资委主要选择中国诚通集团公司和国家开发投资公司作为资产经营公司的试点。2005年6月，成为国有资产经营公司试点以来，诚通集团先后接收了中国普天集团公司所属的8户企业、中国寰球(集团)公司及中国唱片
			对部分非主业资产或不良资产进行托管	
		部分托管		

资料来源：国资委网站，中金公司研究部

基于上述分析和计算，我们判断不同整合模式下重组的可能性由高到低依次为：**横向整合>产研重组>纵向整合>分拆重组>托管**。主要原因有：

- 1) 基于国有经济布局 and 结构调整的重组发生的频度最高，而且由国资委主导，推行的力度也是最大。细分来看，同行业的横向整合发生的次数最多，横向整合有利于企业在较短时间内实现规模的扩张，形成规模经济效应；而且横向整合只涉及到行业内部之间的整合，因此整合推进相对较为顺利。产研重组发生的频度居于次席，科研院所与产业集团重组，有利于研发型企业与生产型企业在研究与生产上优势互补，实现产研结合，有效提高产业集团的自主创新能力和核心竞争力，这也是做大做强央企的基础条件；而且科研院所整合入产业集团公司，执行起来阻力较小，科研院所也愿意被并入产业集团公司，符合其经济利益。产业链纵向整合发生的次数相对较小，主要是跨行业整合在国内实施起来阻力较大，企业之间的利益不好平衡；这就需要国资委站在全局利益上大力推进。
- 2) 基于提升企业竞争力的重组主导是由央企本身，这无形之中就会有阻力，普遍而言，企业剥离非主业资产的动力略显不足，特别是效益尚好的非主业，企业更是不愿剥离。甚至存在一些盈利能力很差或亏损的非主业，企业也不愿剥离。究其原因，一是因为担心企业规模减小，使得历史问题突显出来。二是母公司与非主业子公司之间，除股权关系外，通常还存在多重其他的经济关系，如担保关系、暗补以及所属非主业企业经营者获得升迁的潜在希望等。三是当母公司经营状况较好，而接收方经营状况较差时，拟剥离的非主业企业职工担心整体待遇下降，风险增大，从而对剥离持消极态度。
- 3) 基于不良资产处置的重组主要是将央企不良资产整体或部分托管至资产经营公司，从历史上看发生的次数不多；而且对上市公司影响不大。

图表 7: 已实现的央企重组类型及相关上市公司

公告日期	被重组方	重组方	相关上市公司	合并类型
2003.12.25	中国海外工程总公司	中国铁路工程总公司	中国中铁	横向整合
	中国四维测绘技术总公司	中国卫星通信集团公司	中国卫星	横向整合
	中国免税品(集团)总公司	中国国际旅行社总社	中国国旅	纵向整合
2004.09.16	中国蓝星(集团)总公司	中国化工集团公司	蓝星石化、沈阳化工、星新材料、 蓝星清洗和蓝星石化	横向整合
2004.12.16	中国科学器材进出口总公司	中国生物制品总公司	天坛生物	纵向整合
	中煤建设集团公司	中国煤炭工业进出口集团公司	中煤能源	横向整合
	中国药材集团公司	中国医药集团总公司	中国生物	横向整合
	中国食品发酵工业研究所	中国轻工集团公司	中国海诚	产研重组
	中国土木工程集团公司	中国铁道建筑总公司	中国铁建	横向整合
	中国进口汽车贸易中心	中国机械装备(集团)公司	轴研科技、林海股份、中工国际、 鼎盛天工和常林股份	纵向整合
	中国牧工商(集团)总公司	中国水产(集团)总公司	中牧股份、中水渔业	横向整合
	邯邢冶金矿山管理局	中国五矿集团公司	五矿发展	横向整合
2004.12.30	中国建筑材料科学研究院	中国建筑材料集团公司	北新建材、中国玻纤和方兴科技	产研重组
	中国轻工业机械总公司			
	中国水利电力对外公司	中国水利投资公司	长江电力	横向整合
2005.03.09	中国外轮理货总公司	中国远洋运输(集团)总公司	中国远洋	横向整合
2005.04.26	天津水泥工业设计研究院	中国材料工业科工集团公司	中材科技	产研重组
	中国纺织物资(集团)总公司	中国恒天集团公司	华茂股份	整体托管
	中国有色工程设计研究总院	中国冶金建设集团公司	中国中冶	产研重组
	华联发展集团有限公司	华侨城集团公司	华侨城	整体托管
2005.08.02	中国港湾建设(集团)总公司	中国交通建设集团有限公司	路桥建设、振华重工	横向整合
	中国路桥(集团)总公司			
2006.04.29	中讯邮电咨询设计院	中国联合通信有限公司	中国联通	产研重组
2006.08.25	中国寰岛(集团)公司	中国诚通控股集团有限公司	华纺股份	整体托管
2006.10.24	中国化工建设总公司	中国海洋石油总公司	中海油服、海油工程	纵向整合
	中国投资担保有限公司 (原中国经济技术投资担保有限公司)	国家开发投资公司	国投电力	部分托管
2006.12.28	冶金自动化研究设计院	中国钢研科技集团公司	安泰科技、金自天正	产研重组
	中国化工供销(集团)总公司	中国海洋石油总公司	中海油服、海油工程	纵向整合
2007.06.25	中国种子集团公司	中国中化集团公司	中化国际	横向整合
	中国纺织工业设计院	中国石油天然气集团公司	中国石油 轴研科技、林海股份、中工国际、 鼎盛天工和常林股份	产研重组 横向整合
2007.12.01	中国福马机械集团有限公司	中国机械工业集团公司	中储股份	整体托管
2008.01.18	中国唱片总公司	中国诚通控股集团有限公司	天地科技	产研重组
2008.09.10	中煤国际工程设计研究总院 煤炭科学研究总院	中国煤炭科工集团有限公司		
	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	中国医药	纵向整合
2008.10.17	中国水利投资集团公司	中国长江三峡工程开发总公司	长江电力	横向整合
2008.11.14	中国海诚国际工程投资总院	中国轻工集团公司	中国海诚	产研重组
2009.01.07	中国联合通信有限公司	中国联合网络通信集团有限公司	中国联通	横向整合
	中国网络通信集团公司			
2009.04.04	中国成套设备进出口(集团)总公司	国家开发投资公司	国投电力、国投新集、国投中鲁和 中成股份	整体国泰
	中国卫星通信集团公司	中国航天科技集团公司	航天电子 中国国脉	横向整合
2009.07.08	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	中国医药	产研重组
2009.09.16	中国生物技术集团公司	中国医药集团总公司	国药股份、天坛生物	横向整合
2009.10.26	长沙矿冶研究院	中国五矿集团公司	五矿发展、金瑞科技	产研重组
	鲁中冶金矿业集团公司			
	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	中国医药	纵向整合
2010.04.12	上海医药工业研究院	中国医药集团总公司	中国医药	产研重组
2010.05.26	鞍山钢铁集团公司	鞍钢集团公司(新设)	鞍钢股份	横向整合
	攀钢集团有限公司			
2010.08.05	中国房地产开发集团公司	中国交通建设集团有限公司	ST中房	纵向整合
	上海船舶运输科学研究所	中国海运(集团)总公司	交技发展、中海发展和中海海盛	产研重组

资料来源: 国资委网站, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

二、央企行业属性分析

根据央企行业属性来判断央企整合发生的可能性大小，需要从两个方面考虑。一是从产业政策角度上，考虑哪些行业的央企可能会被国家支持整合重组；二是从行业规模、业绩等基本属性出发，判断哪些行业应该会被合并重组。

首先，从产业政策角度出发。国资委于 2003 年成立，主要是对中央企业实施兼并和重组以提高企业竞争力。国资委联合相关职能部门为央企兼并重组制定了许多指导性政策意见，为推进央企兼并重组扫清了重重障碍。央企兼并重组几乎出现在轻工、汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶、石化、有色、电子信息及物流产业的每一份振兴规划之中。尽管提法不一，但鼓励兼并重组、调整产业结构却成为一致目标。

图表 8：央企整合相关产业政策

时间	职能单位	政策文件或相关事件	核心内容
2006 年 12 月	国资委	《关于推进国有资本调整和企业重组的指导意见》	分三个层次阐述了不同行业央企的未来发展战略：①国家垄断：国有经济要对军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等七大行业保持绝对控制力，一些重要骨干企业发展成世界一流；②国家主导：国有经济对装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘察设计、科技等行业的重要骨干企业保持较强控制力，这一领域国有资本要保持经济影响力和带动力；③国家参与：机械装备、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属行业的骨干央企要成为行业排头兵，国有资本要保持控股或有条件的相对控股。
2010 年 1 月	国资委	企业改革局发展局通知	2010 年起，在中央企业范围内全面开展非主业宾馆酒店分离重组工作，力争用 3-5 年时间将中央企业非主业宾馆酒店分离重组，今后不以宾馆酒店为主业的中央企业，不得再投资新建经营性的宾馆酒店
2010 年 3 月	国资委	国资委召开部分中央企业会议	明确提出 78 户不以房地产为主业的中央企业，要加快结构调整步伐，15 个工作日内制订有序退出的方案
2010 年 4 月	工信部	《促进企业兼并重组指导意见》	制定了以钢铁、有色金属、化工、建材四个行业为突破口的能效达标工作方案
2010 年 7 月	工信部	《支持行业兼并重组》草案	将主要从金融、财税、资源配给三方面支持大型企业进行兼并重组。所涵盖的行业除了去年调整和振兴规划涉及到的汽车、钢铁、纺织、装备制造、造船、电子信息、石化、轻工、有色金属九大产业外，新增了建材产业
2010 年 7 月	国务院	《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》	决定将涉及到新能源、新材料、生命科学、信息网络、生物医药、空间海洋开发和地质勘探等七大战略性新兴产业，将陆续出台各个领域的具体发展规划，以及中央和地方的配套支持政策。

资料来源：国资委网站，工信部网站，中金公司研究部

央企整合重组对国家而言，有着十分重大的意义，是国家产业结构调整升级、提升国际竞争力、加强重点垄断等战略目标实现的重要保证，是解决中国大企业大集团的极度匮乏，与中国经济规模总量极不相称问题的现实需要，是国有经济布局 and 结构战略性调整的客观要求，加强国有资产监管的必要途径，是中央企业加速发展、应对国际竞争的必然选择。从培养世界一流集团企业角度出发，**最大的重组和整合行为将发生在国家垄断行业中**；这七大行业中，**电力、煤炭、民航和航运**目前还不完全符合国家垄断标准的，而**军工**行业企业分散，缺乏世界一流企业，所以这五大行业未来重组的力度会比较大。从产业结构调整升级这个角度出发，**汽车、钢铁、纺织、装备制造、造船、电子信息、石化、轻工、有色金属及建材**这十大行业是国家希望做大做强行业，未来发生重组的概率也会较高。同时，**房地产和旅游**行业的重启已经启动，之后也会进一步推进。

其次，从行业规模、业绩等基本属性角度出发。若考虑央企被整合的可能性，会有三条标准：1) 行业排名靠后；2) 资产规模偏小；3) 业绩考核效益差。若央企满足这三条基本属性，被整合的概率会加大。

根据国资委《2009 年度及第二任期中央企业负责人经营业绩考核情况》，2009 年是第二任期的最后一年，纳入国资委考核范围的中央企业 132 户。最后确定的业绩考核结果为：A 级企业 38 户，占全部中央企业的 28.79%。其中军工 9 户，商贸 6 户，电力 5 户，建筑 4 户，石油石化 3 户，汽车、交通运输、冶金和其他各 2 户，建材、煤炭和通信各 1 户。中国中铁、中储粮总公司、通用技术集团和新兴铸管集团为首次进入 A 级。B 级和 C 级企业分别为 66 户和 24 户，分别占全部中央企业的 50% 和 18.18%。B 级企业主要集中在受金融危机影响较大，2009 年经营形势有所好转的行业，如：**机械、交通运输、电力、商贸、科研和旅游**等行业。C 级企业主要集中在经营形势仍不容乐观的行业，如：化工企业、部分商贸企业和电子企业等。有 4 户企业被评为 D 级，经营业绩不佳的主要原因是企业结构调整缓慢、产品缺乏竞争力以及自身管理存在问题。同时，C 级和 D 级中**机械、交通运输、电力、商贸、科研、旅游以及化工、电子**行业有大量央企资产规模低于 500 亿，资产规模偏小，被重组的可能性较高。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 9：央企整合发生可能性较高的行业

国家垄断行业	政策支持重组行业	符合被重组标准行业	新兴行业
军工	汽车	机械	新能源
电网电力	钢铁	交通运输	新材料
石油石化	纺织	电力	生命科学
电信	装备制造	商贸	信息网络
煤炭	造船	科研	生物医药
民航	电子信息	旅游	空间海洋开发
航运	石化	化工	地质勘探
	轻工	电子信息	
	有色金属		
	建材		
	房地产		
	旅游		

资料来源：国资委网站，工信部网站，中金公司研究部

维度二：上市公司与实际控制人央企的关联特点

图表 10：不同类型的上市公司整合重组情况

上市公司类型	与央企关系	上市公司资产规模	整合方向	央企对上市公司影响作用	整合概率
资产注入承诺公司	不定	不定	资产注入	央企股东已经做过整合重组相关承诺	高
央企唯一上市公司	一对一	一般较大	资产注入	央企资本运作的唯一上市平台	较高
央企旗舰上市公司	一对多	央企有多家上市公司资源，但该类公司资产占比超过10%	兼并收购	集合了央企主要的核心业务	中
大集团小公司	一对多	央企有多家上市公司资源，但该类公司资产较小，占比不超过2%	被重组	资产规模较小，不一定是央企主营业务，被央企资产剥离的概率较高	中
科研院所控股公司	不定	不定	被重组	控股股东是科研院所，主要会被相关产业集团公司吸收合并	中

资料来源：国资委网站，工信部网站，中金公司研究部

上市公司与央企的关系决定了上市公司在央企重组中的受益程度，因此，我们必须理清其与其控制人央企的关系。这里，我们将上市公司与所属央企的关系划分为 5 类，分别为：

- 1) **有资产重组相关承诺的上市公司**。这类公司相对而言比较特殊，由于上市公司在当年股改或首次发行时，集团公司承诺过会在一定时限内做资产注入。比如中国神华首次招股时，并没有关于资产注入的明确时间表，而是采取“成熟一家，注入一家”的原则来逐步实现煤炭和电力资产的整体上市；但当时管理层在与投资者交流时，口头表达过 3 年左右时间实现整体上市的意思。成发科技在股改时就承诺过，“在本次股权分置改革完成后，将按国家法律、法规的有关规定择机逐步向公司注入其拥有的优质资产及业务，以提高公司的业绩”。又如国家电网公司旗下上市公司国电南瑞，国网公司已明确表示，将对国电南瑞和国网公司下属与国电南瑞存在同业竞争的上市公司的业务、资产、人员进行梳理，在 3 年内通过资产重组、股权并购、业务调整等符合法律法规、上市公司及双方股东利益的方式进行重组整合，将存在同业竞争的业务纳入同一上市平台，消除与国电南瑞的同业竞争。这类公司做资产注入重组的概率非常高，资本市场会长期跟踪关注。
- 2) **央企唯一上市公司**。此类公司是央企旗下唯一上市公司，作为央企资产证券化的唯一平台，其重要性对于央企整合不言而喻。而且因为仅有一家上市公司，在央企重组时阻力较小。比如*ST 阿继系哈电集团控股公司，今年 4 月 19 日起连续停牌，并将于 30 日内召开董事会审议重大资产重组预案。2006 年底，哈电集团在*ST 阿继股改

说明书中承诺：在股改完成后，择机启动资产重组，将哈电集团旗下自动控制相关资产，以资本运作方式整合入上市公司，实现上市公司战略转型。历史上武钢集团、鞍钢集团和长江三峡集团将旗下唯一上市公司作为实现整体上市的资本运作平台的案例还有很多。

- 3) **大集团小公司**。此类公司所属央企集团公司拥有较多上市资源，但该公司相对集团规模而言比较小，但主营业务都是集团公司的核心业务。比如中国航天科技集团公司下的上市公司有航天机电、航天动力、航天电子和中国卫星，但各家公司总资产占集团总资产比最高也仅仅有4.5%，最低的才1.0%。尽管由于多个公司参与重组较为繁琐，但公司所在央企拥有较强的控制力与话语权，可推动重组的进程。
- 4) **央企旗舰上市公司**。此类公司所属央企集团公司也拥有较多上市资源，但该公司“一枝独秀”，资产规模相比集团内其他上市公司相比有非常大的优势，而且集中了央企的核心业务。这类公司也必将成为所属央企在资本市场运作的重要平台。比如中国船舶工业集团购入沪东重机后将其改名为中国船舶，中国船舶作为中国船舶工业集团下众多上市公司最大的一家，其资产规模在2007年底就占有集团资产的25.9%，此后一直作为中国船舶工业集团重组整合的重要平台。
- 5) **科研院所控股公司**。此类公司的控股股东是科研院所，主要会被相关产业集团公司吸收合并。央企当中还有包括武汉邮电科学研究院、上海船舶运输科学研究所、中国建筑设计研究院、中国建筑科学研究院、北京有色金属研究总院、机械科学研究总院等在内的十家科研院所，已经处于“待嫁”状态，或者正在积极寻找买方。此类重组此前也并不少见，例如长沙矿冶研究院并入五矿集团，中国建筑材料科学研究院进入中国建材集团，沈阳化工研究院并入中国中化集团等。

分析清楚上市公司与央企的关系，不仅能够判断上市公司整合发生的可能性提供支持，更重要的是可以根据不同类型的上市公司，来预测其超额收益。这在后文会进一步解释。

维度三：上市公司当前所处的整合重组进程

上市公司资产整合重组事件的完整进程，按惯例需经过以下5个步骤，即**重组重大事项公告、董事会决议、股东大会通过、监管部门（证监会等）审批通过以及实施**。在不同的时间阶段股价表现跌宕起伏，而投资者选择在不同的时点进入所能获得的超额收益将是显著不同的，通过实证检验分析其历史平均超额收益有助于我们做出正确的投资选择。

基本面投资者会利用各种各样的信息渠道挖掘上市公司整合重组的相关信息以及进度，以期获得超额收益。但我们的研究，是通过组合管理的思想，在公开信息中挖掘，依据合理的逻辑来寻找投资机会。简单回顾A股市场，我们就能够发现，通常在上市公司若有关于整合重组进度的“风吹草动”，未公告前就会在市场内流传重组预期；这重组预期会持续影响重组进程的各个节点，带给股价“脉冲式”的波动。因此我们非常有必要弄清楚上市公司重组进程节点前后时间内股价的表现形式，以决定比较合适的买入时机。

一审：基本面审核

我们采取GARP（合理价格成长投资法，Growth At a Reasonable Price）策略作为基本面审核的方法。GARP追求的合理，一般指P/E小于未来数年的增长（G），即PEG小于1。GARP投资策略相信，为未来确信的成長单位付出更小单位的市盈率，使得投资更为有安全边际。当我们通过“三维”筛选出具有较高概率受益于央企整合主题的股票池后，确定最终需要投资的标的时，仍然得回到上市公司基本面来。一个基本原则是，即使最后所选股票并没有重组，其基本面仍然能够支持获取超额收益。

“三维一审”选股法的实证检验结果

上市公司与央企关联性对股价影响的检验

根据我们前文上市公司与所属央企的关系划分的 5 类：**资产重组相关承诺公司**、**央企唯一上市公司**、**大集团小公司**、**央企旗舰上市公司**和**科研院所控股公司**，经回溯检验，我们得出结论：上市公司与央企关联性对股价正面影响由大到小依次为：

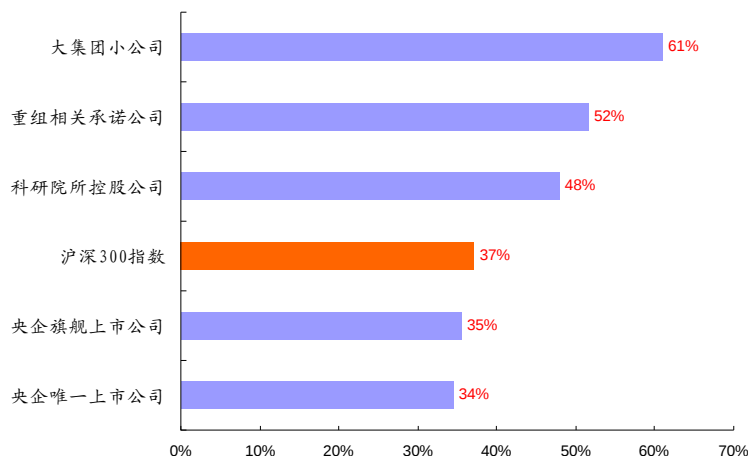
大集团小公司>资产重组相关承诺公司>科研院所控股公司>央企旗舰上市公司>央企唯一上市公司

从央企重组涉及到的 205 家上市公司出发，分别为上市公司划分类别，然后将每个类别自 2005 年 12 月 31 日开始构建投资组合，将结果与沪深 300 指数比较，结果如图表 11 所示：

- 1) 大集团小公司组合年化收益率为 61%，资产重组相关承诺公司组合年化收益率为 52%，科研院所控股公司组合年化收益率为 48%，相比沪深 300 指数都有大幅超额收益；
- 2) 央企旗舰上市公司组合年化收益率为 35%，央企唯一上市公司组合年化收益率为 34%，略低于沪深 300 指数的 37%。

这个结果从直观上比较好解释，大集团小公司组合里的上市公司一方面公司规模较小，在 A 股市场享受小盘股溢价，另一方面大集团里的小公司从整合的难度上讲相比较小，也最容易激发投资者对其的重组预期；资产重组相关承诺公司是最有可能性出现整合重组的一个类型，因为大股东或集团公司已经有过资产注入的承诺，投资者对这类公司一定会长期关注追踪；科研院所控股的上市公司因科研院所被产业整合的概率非常大而容易引发整合重组的预期，因而会享有一定的估值溢价。而央企旗舰上市公司和央企唯一上市公司理论上均可作为央企资本运作的首选平台，但实际上央企会从实际利益出发，会慎对将资产注入到旗舰上市公司或唯一上市公司；若是具有较大规模的央企旗舰上市公司和央企唯一上市公司去整合其它公司，对其股价的影响还要视其吸收合并的资产质量而定。因此，其股价的表现也难比能够确定性较高带来利好的前三种类型的公司。

图表 11：各类型组合与沪深 300 指数年化收益率比较



资料来源：天相，中金公司研究部（注：计算时间自 2005 年 12 月 31 日截至 2010 年 8 月 20 日）

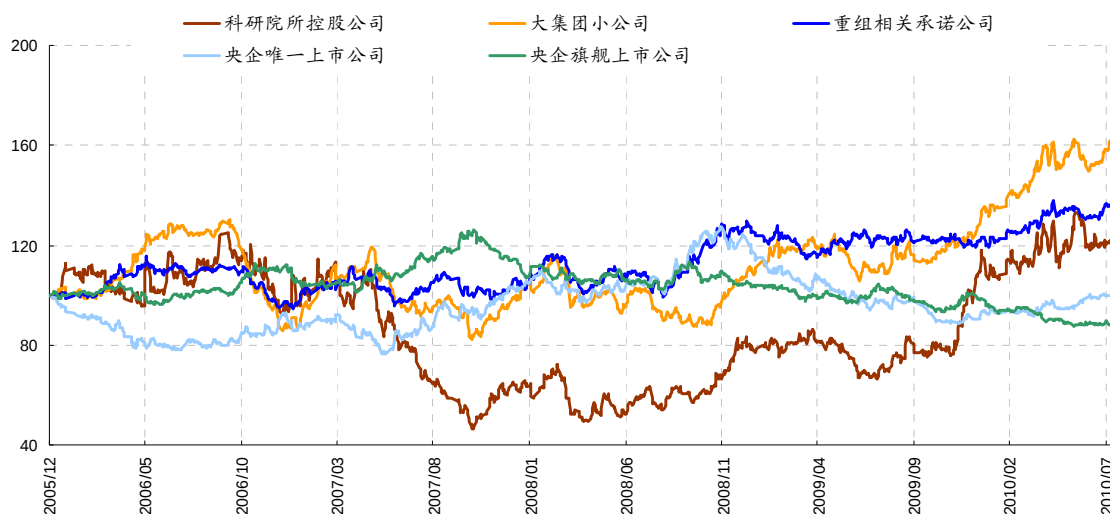
进一步分析各组合相比沪深 300 指数的累积超额收益情况，如图表 12 所示，有几个非常明显的特征：

- 1) 2008 年之前，央企旗舰上市公司组合的表现最好。因为当时资本市场有一股“央企整体上市”的热潮，许多央企借助资本市场，将企业部分资产打包上市，形成其控股旗舰上市公司，以求迅速扩大规模；但 2008 年之后趋势调转之下，近期也看不到掉头的迹象。

2) 2008 年之前, 科研院所控股公司组合表现最差。科研院所与其控股公司之间当时存在非常严重的问题, “产研不明确”, 管理效率也非常低下, 上市公司高管也无明确的股权激励机制, 业绩难以提升。但进入 2010 年, 科研院所控股公司的股价开始加速上涨; 2010 年国资委目标将央企数量减少 100 家, 市场预期科研院所是首当其冲被整合的对象; 旗下上市公司明显受益于此。往后看, 此类型公司仍然是资本市场关注的对象, 其整合重组的投资机会值得进一步挖掘。

3) 大集团小公司组合一方面走势波动相对较大, 可能由于受小盘股的高 beta 所致, 另一方面进入 2010 年来其超额收益非常显著, 市场上对于央企整合的预期以及小盘股效应均可能是其上涨的推动力。资产重组相关承诺公司则明显较为平稳, 对于构造投资组合, 此类型公司能明显降低组合的波动而带来稳定的超额回报。

图表 12: 与央企不同关联性类型的上市公司组合相对沪深 300 指数的累积超额收益 (指数化)



资料来源: 天相, 中金公司研究部 (注: 计算时间自 2005 年 12 月 31 日截至 2010 年 8 月 20 日)

重组进度对股价影响的检验

这里我们选出 10 个比较典型的上市公司重组案例, 如图表 13 所示。依据前文所述设定上市公司重组进度的 5 个步骤, 即**重组重大事项公告**、**董事会决议**、**股东大会通过**、**监管部门 (证监会等) 审批通过**以及**实施**; 其时间节点以相应公告时间为准。

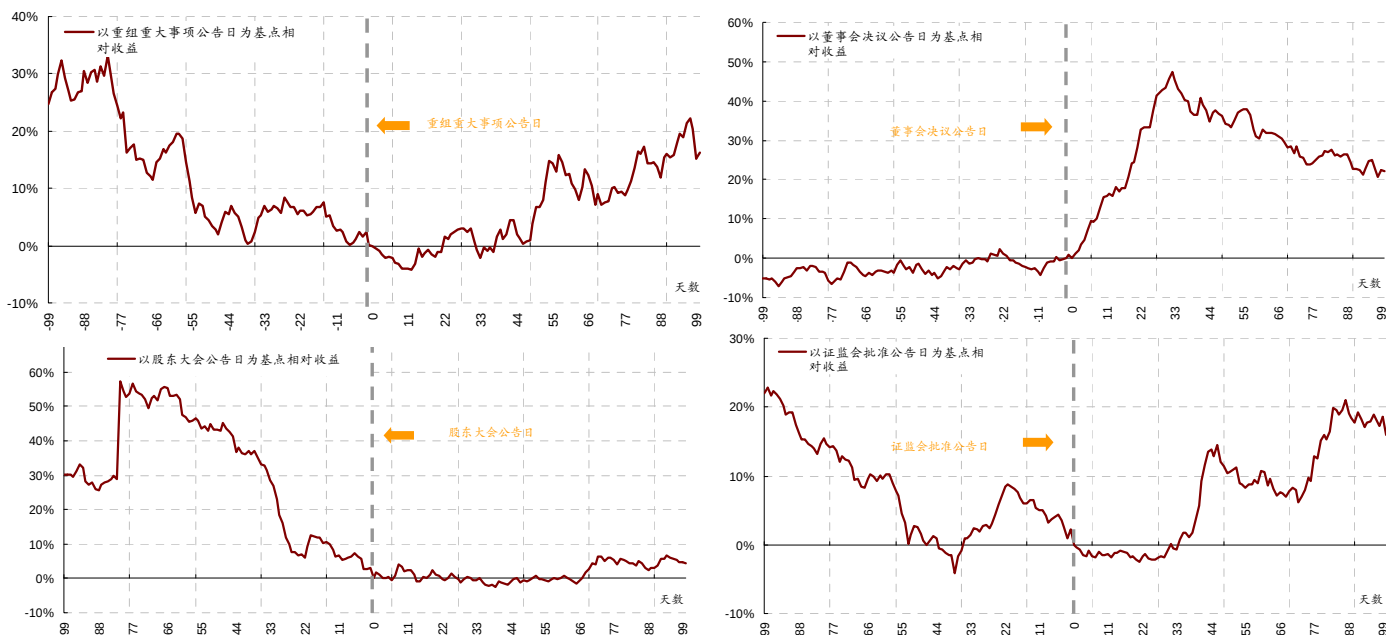
图表 13: 央企整合主题下上市公司重组进程

股票代码	受让方	转让方	重组方式	所属行业	开始公告日	董事会预案	董事会决议	股东大会	证监会批准	实施
600115	东方航空	上海航空	集团间整合	交通运输服务	2009-06-09	2009-07-13	2009-08-11	2009-10-10	2009-12-01	2010-01-08
600886	国投电力		集团内整合	电力		2009-03-02	2009-10-20	2009-11-05	2009-11-28	
600050	中国联通	中国网通	集团间整合	电信服务	2008-05-26	2008-06-03	2008-08-26	2008-09-17	2008-10-09	2008-10-18
000751	锌业股份		集团内整合	有色金属	2007-09-03		2007-11-24		2008-01-03	
600058	五矿发展	五矿矿业	集团间整合	综合	2007-05-09	2007-06-16	2007-08-10	2007-09-11	2007-12-27	2008-02-19
601600	中国铝业	包头铝业	集团内整合	有色金属	2007-06-13	2007-07-03	2007-07-23	2007-10-15	2007-12-10	
601919	中国远洋		集团内整合	交通运输服务			2007-09-04	2007-10-24	2007-11-30	2007-12-19
600150	中国船舶	沪东重机	集团内整合	机械			2006-04-11	2006-06-20	2006-12-01	2006-12-05
600037	歌华有线		集团内整合	传媒	2004-09-04			2004-09-14	2004-12-29	2004-12-31
600879	航天电子		集团内整合	机械					2004-04-15	

资料来源: 天相, 中金公司研究部

因为上市公司整合重组实施完成后，影响公司股价的是其执行方案实际对于公司业绩的提升，与我们主题投资关系不大，故分别以前 4 个时间为基点考察其上述股票组合在节点前后股价相对于沪深 300 指数的超额收益。如图表 14 所示，非常明显可以知道：公告前有明显超额收益的时间节点包括：重组重大事项公告、股东大会通过决议公告、证监会审核通过公告；公告后有显著超额收益的时间节点包括：重组重大事项公告、董事会决议和证监会通过公告。显然，介入重组题材的股票时点越靠前，带来超额收益的机会就越大。当然，我们在进行组合投资时，主要基于公告获取信息，通过信息优势在公告时间节点前获取超额收益比较不具操作性；但我们分析来看，**即使在重组重大事项公告及董事会决议公告日之后介入，我们仍然能获取整合重组主题所带来的超额收益**。因此，我们从重组进程这个维度筛选股票时，首选当前正处于重组重大事项公告或董事会决议公告之后阶段的上市公司。

图表 14：央企整合主题下典型上市公司不同时间节点前后相对沪深 300 指数超额收益示意图



资料来源：天相，中金公司研究部（注：所选公司股价均为复权后价格，复权时间为 2000-01-01）

构造有安全边际的央企整合主题投资组合

根据前述央企整合可能性、上市公司与实际控制人央企的关系和重组进度“三维”法筛选，从123家央企旗下274家上市公司中，我们得到央企整合主题相关的股票池，结果如图表15所示；该股票池共有股票28只，涉及到20家央企。对于风格比较激进的投资者，若希望投资央企整合主题，可直接从该股票池中进行选择投资。

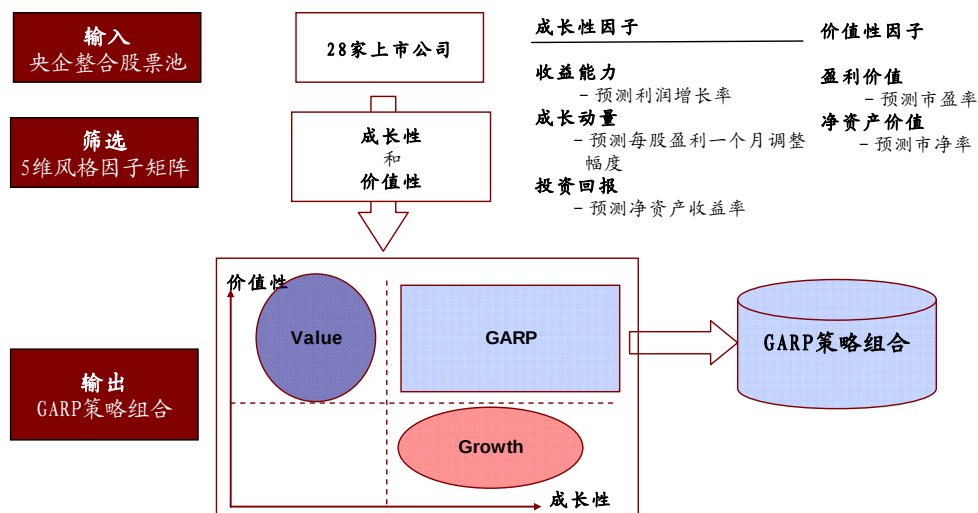
图表15：央企整合主题三维筛选结果

代码	名称	所属央企	央企整合模式	央企所在行业	央企行业属性	与央企关系	当前重组进度
600312	平高电气	国家电网公司	纵向整合	电网电力	国家垄断	大集团子公司	重组重大事项公告
600406	国电南瑞	国家电网公司	纵向整合	电网电力	国家垄断	大集团子公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告
600579	ST黄海	中国化工集团公司	纵向整合	化工	政策支持重组、符合被重组标准	大集团子公司、整合重组相关承诺	董事会决议
600179	*ST黑化	中国化工集团公司	纵向整合	化工	政策支持重组、符合被重组标准	大集团子公司	重组重大事项公告
600335	鼎盛天工	中国机械工业集团有限公司	横向整合	机械	符合被重组标准	大集团子公司	董事会决议
600262	北方股份	中国兵器工业集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司	董事会决议
600877	中国嘉陵	中国兵器装备集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司	董事会决议
600698	ST轻骑	中国兵器装备集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告
600372	*ST昌河	中国航空工业集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司	董事会决议
600391	成发科技	中国航空工业集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告
600523	贵航股份	中国航空工业集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告
600855	航天长峰	中国航天科工集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告
002405	四维图新	中国航天科技集团公司	横向整合	军工	国家垄断	大集团子公司	董事会决议
600980	北矿磁材	北京矿冶研究总院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
002206	有研硅股	北京有色金属研究总院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
000851	高鸿股份	电信科学技术研究院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
600198	大唐电信	电信科学技术研究院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
002281	光迅科技	武汉邮电科学研究院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
600498	烽火通信	武汉邮电科学研究院	产研重组	科研院所	符合被重组标准、新兴行业	科研院所控股	
600081	东风科技	东风汽车公司	纵向整合	汽车	政策支持重组	大集团子公司	重组重大事项公告
000822	山东海化	中国海洋石油总公司	纵向整合	石油石化	国家垄断	大集团子公司	董事会决议
000617	石油济柴	中国石油天然气集团公司	纵向整合	石油天然气	国家垄断	大集团子公司	重组重大事项公告
600057	*ST夏新	中国电子信息产业集团有限公司	纵向整合	信息网络	政策支持重组、符合被重组标准、新兴行业	大集团子公司	重组重大事项公告
000423	东阿阿胶	华润（集团）有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	大集团子公司	重组重大事项公告
600055	万东医疗	华润（集团）有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	大集团子公司	重组重大事项公告
600062	双鹤药业	华润（集团）有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	大集团子公司	重组重大事项公告
000024	招商地产	招商局集团有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	央企旗舰上市公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告
000990	丰原生化	中粮集团有限公司	横向整合	综合	政策支持重组	大集团子公司、整合重组相关承诺	重组重大事项公告

资料来源：WIND，中金公司研究部

为甄别出在重组预期给股价带来的溢价之后，寻求一定的股价安全边际，我们采用基本面审核（GARP，即合理价格成长投资法量化策略，见图表16），构建了未来半年的央企主题投资组合。

图表16：GARP策略筛选流程示意图



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 17: 央企整合主题投资组合基本面

代码	公司	股价	2011 PE	2011 PB	2011 ROE	10-11年 盈利增长	1个月内对11年盈利预 测调整幅度
000822	山东海化	6.25	23.67	1.55	7%	149.1%	-6%
600372	*ST昌河	8.34	19.90	2.97	15%	1.0%	4%
600081	东风科技	11.70	19.40	5.15	27%	16.6%	-3%
600312	平高电气	11.43	44.30	3.14	7%	88.3%	-49%
600523	贵航股份	18.01	28.18	3.02	11%	19.9%	1%
000423	东阿阿胶	40.66	34.11	7.60	22%	31.6%	1%
600062	双鹤药业	26.14	20.70	3.23	16%	22.7%	3%
000024	招商地产	20.45	13.30	1.70	13%	22.5%	-2%
000851	高鸿股份	9.98	39.92	2.99	7%	92.3%	0%
002281	光迅科技	32.89	32.15	4.25	13%	30.2%	-11%
600498	烽火通信	28.08	24.96	3.18	13%	37.0%	-2%
000930	丰原生化	7.88	20.00	2.81	14%	25.1%	9%

资料来源: Wind, 朝阳永续, 中金公司研究部, 注: 盈利预测来自朝阳永续一致预期, 因*ST昌河尚处于停牌状态, 须待复牌后相机抉择

我们将根据央企整合进展和上市公司最新变化及时更新央企整体主题投资组合。未来我们将陆续推出关于地方国企整合重组的相关研究报告。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (8628) 8612-8188
传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。