

## A股专题策略：低估值背景下的大机遇（20101008）

分析师：王智勇

MSN:wangzhiyong4444@gmail.com

执业资格：S1150210040002

### 投资要点：

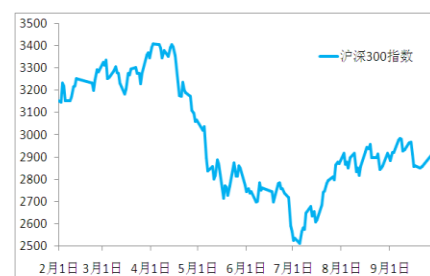
📖 市场观点：四季度上证综指估值的市盈率区间 16-20 倍，核心波动区间 2400-3100 点。

📖 并购重组观点：四季度并购重组板块将是市场处于低估值背景下的大机遇。重组预期强烈的 ST 股将掀起波澜，确定性的并购重组股将成为市场明星股，特别关注的进程和公司见图表 7。

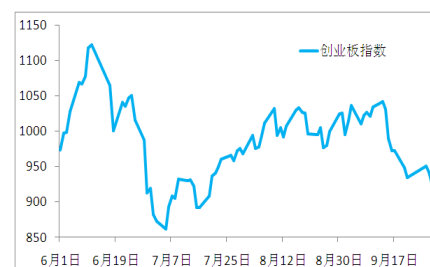
### 投资摘要：

- A 股市场的并购重组板块蕴藏着巨大机遇和风险。我们在三季度推出的专题报告《大整合，大机遇》、《中线布局股东权益变动型重组股》、《布局跌破增发价格的重组概念股》和《并购重组每日简报》对其中的重点公司进行了持续跟踪，股票池整体表现远强于同期的上证综指基准指数。
- 我们考察 2009 年-2010 年 9 月启动并购重组的 220 家 A 股公司二级市场股价表现，影响资产重组公司股价走势最重要的三大要素是 A 股市场、注入资产的定价和盈利能力、注入资产的行业分布和公司所处的并购重组进程，且三大要素的重要性呈递减趋势。
- 关注的重组进程板块：中止的重大资产重组、董事会预案、股东大会通过、证监会批准、实施、预期的重大资产重组第 1 类、预期的重大资产重组第 2 类，重点关注的公司见图表 7。

沪深 300 指数：



创业板指数：



### 近期报告：

- 1 月，2010 年度 A 股投资策略：2010，后危机下的结构性成长
- 6 月，2010 年下半年并购重组专题策略：大整合，大机遇
- 8 月，中线布局股东权益变动型重组股
- 8 月，布局跌破增发价格的重组概念股
- 8 月，股改大小非减持未见明显加速
- 8 月，延续挖掘“高增长、低估值和大跌幅”的公司
- 8 月，中报披露提速，财报行情延续
- 8 月，社保基金乐观增仓 11 大行业，拓展市场向上空间
- 8 月，国有企业主要效益指标延续同比高增长
- 9 月，10 月 A 股面临较大的解禁和减持压力
- 9 月，延续挖掘三季度财报高增长、低估值和大跌幅的公司
- 2010 年 1 月至今，并购重组每日简报

## 一、我们关注的并购重组板块回顾

A 股市场的并购重组板块蕴藏着巨大机遇和风险。

6 月 10 日，我们推出 2010 年下半年并购重组专题策略《大整合，大机遇》，创造性的提出了一种新的研究并购重组板块的方法，严格定义我们关注的并购重组板块、归类影响重组股最主要的公开信息和逻辑要素、熟悉并购重组进程、以历史数据和合理逻辑推导国企整合和民营企业整合预期。

我们关注的基于 A 股市场的并购重组包括三种类型：

其一、A 股公司股东权益变动。一般指上市公司的第一大股东或者实际控制人发生变更，股东权益变动包括三种形式：国资股权无偿划转、股权司法冻结和司法划转、股权市场化交易。

其二、A 股公司对控股股东和关联方或者其他的产业资本非公开发行股份以购买产业资本旗下资产。本质上讲，产业资本以旗下资产认购 A 股公司非公开发行的股份，其对上市公司的控股权进一步增加，是锁定增持成本和增持数量的要约收购。

其三、A 股公司对市场投资者非公开或者公开发行股份募集资金以购买关联方产业资本的资产。本质上讲，关联方产业资本的资产通过现金形式出售给上市公司，其对 A 股公司控制权进一步减少，是减持上市公司股份的操作。

我们在研究报告《大整合，大机遇》给出了 2010 年下半年重点关注的央企整合、地方国资整合和“小公司、大集团”民营企业整合，以及重点关注的 49 家公司，见图表 1。

**图表 1：重点关注的并购重组板块（原表）**

| 阶段          | 央企集团整合                                | 区域国资整合            | 区域民营整合                     |
|-------------|---------------------------------------|-------------------|----------------------------|
| A 股公司股东权益变动 | 中成股份、平高电气                             | 风华高科              | *ST 国发                     |
| 董事会预案       | *ST 昌河、成发科技                           | 金马集团、武汉塑料         | *ST 威达、*ST 偏转、ST 贤成、ST 黄海  |
| 股东大会通过      | 许继电气、国电南瑞、深天马 A、华东电脑、中工国际、*ST 高陶、星马汽车 | 吉林制药、*ST 建机、穗恒运 A | 万好万家、金德发展、*ST 光华、三普药业、富龙热电 |
| 证监会批复       | 新华光、东安黑豹                              | ST 百花、*ST 豫能      | ST 东源                      |

|           |                           |                                        |        |
|-----------|---------------------------|----------------------------------------|--------|
| 资产置换的增发完成 | ST 宇航、航天科技、轴研科技、中兵光电、长江电力 | 闽闽东、广晟有色、宁波富达、盘江股份、鲁商置业、西藏城投、广弘控股、华域汽车 | 中弘地产   |
| 重组预期      | 贵航股份、*ST 烽火               | 广晟有色、风华高科、飞乐音响                         | *ST 国发 |

数据来源：2010 年 6 月 10 日，《大整合，大机遇》图表 30

在 2010 年 6 月 10 日-9 月 30 日的统计区间内，49 只并购重组股中 10 只股票涨幅低于同期的上证综指，即 79.59% 的股票表现强于上证综指。49 只并购重组股的平均涨幅是 26.50%，近 10 倍于上证综指的涨幅。个股方面，除复牌的\*ST 昌河涨幅 231.18% 之外，西藏城投上涨 115.07%，是上述统计区间内全部 A 股涨幅榜第 4 位，广晟有色上涨 97.78%，是上述统计区间内全部 A 股涨幅榜第 11 位，中工国际、\*ST 光华、深天马 A 和华域汽车等 4 只个股的涨幅均超过 50%。

图表 2：49 只并购重组股的涨跌幅表现[%]

| 证券简称   | 区间涨跌幅  | 证券简称   | 区间涨跌幅 | 证券简称   | 区间涨跌幅 | 证券简称   | 区间涨跌幅  |
|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| *ST 昌河 | 231.18 | 国电南瑞   | 37.12 | ST 黄海  | 13.91 | 上证综指   | 2.78   |
| 西藏城投   | 115.07 | ST 宇航  | 28.40 | 中兵光电   | 13.50 | 宁波富达   | 2.22   |
| 广晟有色   | 97.78  | 华东电脑   | 27.86 | 三普药业   | 13.07 | 盘江股份   | 1.57   |
| 中工国际   | 74.42  | 成发科技   | 26.40 | 富龙热电   | 12.65 | ST 百花  | 0.23   |
| *ST 光华 | 60.54  | *ST 偏转 | 23.63 | *ST 豫能 | 10.54 | 长江电力   | -2.75  |
| 深天马 A  | 57.43  | 金德发展   | 18.65 | *ST 烽火 | 10.31 | 轴研科技   | -3.54  |
| 华域汽车   | 55.00  | 穗恒运 A  | 18.45 | 风华高科   | 9.62  | *ST 建机 | -3.97  |
| *ST 威达 | 49.38  | 平高电气   | 17.60 | 武汉塑料   | 9.18  | 飞乐音响   | -4.06  |
| 东安黑豹   | 44.86  | 航天科技   | 17.38 | 万好万家   | 6.05  | 金马集团   | -8.54  |
| *ST 高陶 | 42.36  | 中弘地产   | 16.19 | *ST 国发 | 5.65  | 闽闽东    | -8.57  |
| 新华光    | 40.04  | ST 贤成  | 15.30 | 吉林制药   | 5.48  | 许继电气   | -14.04 |
| 贵航股份   | 38.47  | 广弘控股   | 14.61 | 鲁商置业   | 4.85  | 平均涨幅   | 26.50  |
| 中成股份   | 38.10  | ST 东源  | 14.20 | 星马汽车   | 4.48  |        |        |

数据来源：《大整合，大机遇》图表 30，统计区间：2010 年 6 月 10 日-9 月 30 日

涨幅低于上证综指的 10 只重组股中，从截至 6 月 10 日其所处的进程看，金马集团是董事会预案，许继电气和\*ST 建机是股东大会通过，ST 百花是证监会批复，轴研科技、长江电力、闽闽东、宁波富达和盘江股份是资产置换的增发完成，飞乐音响是重组预期。综合来看，结论跟我们之前总结的基本一致，处于重组四大进程前期的个股表现总体强劲，增发完成后的公司走势多数弱于同期基准指数，有第 2 次重组预期的除外。

8 月 2 日，我们推出专题策略《中线布局股东权益变动型重组股》，提出第一类 A 股公司股东权益变动的重组股中，根据其发布的《详式权益变动报告书》中 12 个月有无明确的改变主营业务、资产注入或者资产置换的表述，中线关注 14 家有

明确的改变主营业务、资产注入或者资产置换公司表述的公司：\*ST 中服、光华控股、\*ST 传媒、ST 泰复、\*ST 海鸟、ST 宝诚、ST 松辽、\*ST 宏盛、\*ST 沪科、冠豪高新、ST 博信、渤海物流、\*ST 建通、\*ST 筑信。

14 家公司中，以 9 月 30 日计算，过 12 个月重组截止日期的公司是\*ST 建通和渤海物流，\*ST 建通第一大股东再次易主廊坊市国土土地开发建设投资有限公司，实际控制人廊坊市土地储备交易中心，原大股东履行重组，但无实质性资产注入。渤海物流尚无资产重组，市场预期较高，其在 8 月 2 日-9 月 30 日区间涨幅 39.72%，是 14 家公司中涨幅最大的个股。

以 8 月 2 日-9 月 30 日区间统计，14 家公司平均涨幅 6.84%，远高于同期上证综指的 0.69%。后期，对上述 14 家公司保持中线关注，并依据《详式权益变动报告书》的重组时间期限提前 3 个月重点关注。

8 月 3 日，我们推出专题策略《布局跌破增发价格的重组概念股》，提出跌破增发价格的 16 只第 2 类并购重组股，桂冠电力、穗恒运 A、中国玻纤、蓉胜超微、东方创业、ST 黄海、富龙热电、迪马股份、万方地产、\*ST 百科、绿景地产、\*ST 德棉、实达集团、ST 兴业、宜华地产、吉林制药。

在 2010 年 8 月 2 日-9 月 30 日的统计区间内，16 家公司平均涨幅 6.63%，远高于同期上证综指的-0.63%，涨幅最大的富龙热电上涨 36.24%，ST 百科和中国波纤的涨幅均在 20%以上。

## 二、基于 A 股公司的并购重组流程

在本章节我们重点讨论中止的重大资产重组、进展中的重大资产重组（包括实施）和预期的重大资产重组，挖掘相对确定性的重组机会。

### 2.1、中止的重大资产重组

根据渤海证券研究所的统计，以 2009 年 1 月-2010 年 10 月，沪深两市累计 38 家公司中止了重大资产重组，并且承诺未来 3 个月内不再研究相关的重组。这些公司中止重组的原因不尽相同，其中一个数量较多的原因是拟重组的资产范围较广，重组方未能在规定时间内完成预案所需的必备资料。一般而言，这类公司在后续继续推动相关重组的概率较大。如 9 月 27 日复牌的银河动力，在 4 月份发布公告称拟注入的资产为军工类资产，其行业相对比较特殊，办理相关手续复杂，中止其重大资产重组。

中止的重大资产重组基本上分为两类：其一，首次停牌的一个月内因为没有具体的重组预案推出而中止的重大资产重组；其二，发布重组预案后无法推进重组导致重组中止的公司，如贵航股份等。

图表 3：中止重大资产重组的 39 家公司

| 中止日期       | 股票简称   | 中止原因                                     |
|------------|--------|------------------------------------------|
| 2009-01-20 | 泰达股份   | 拟用于重组的资产范围较广、规模较大，涉及程序复杂                 |
| 2009-02-27 | 国投新集   | 拟用于重组的资产范围较广、规模较大，涉及程序复杂                 |
| 2009-04-18 | 西安旅游   | 拟向特定对象发行股份购买资产的重组工作涉及的标的资产范围较广，重组程序较为复杂  |
| 2009-04-21 | 金德发展   | 涉及外方股东                                   |
| 2009-05-07 | 紫光古汉   | 拟用发行股份购买的资产范围较广、规模较大，涉及程序复杂              |
| 2009-05-11 | 莱茵置业   | 南昌龙力房地产综合开发有限公司未能全部完成其资产的梳理工作            |
| 2009-05-13 | ST 甘化  | 重大资产重组的条件尚不成熟                            |
| 2009-05-27 | ST 零七  | 重大资产重组涉及的代县金泰矿业有限公司安全生产许可证尚在办理之中         |
| 2009-06-01 | *ST 广夏 | 重大资产重组涉及的矿产资源储量在规定时间内无法核实                |
| 2009-06-22 | 国际实业   | 交易对方未能在规定的时间内完成前期承诺的解除中油公司 1.67 亿元对外担保事项 |
| 2009-07-08 | ST 中房  | 本次重大资产重组的方案尚不成熟                          |
| 2009-07-27 | 太原刚玉   | 拟重组的资产范围较广，重组方未能在规定时间内完成预案所需的必备资料        |
| 2009-07-28 | 德豪润达   | 本次重大资产重组的方案尚不成熟                          |
| 2009-08-04 | 国兴地产   | 重组双方对合作条件及重组预案进行了研究、讨论，最终双方未能达成一致意见      |
| 2009-10-17 | 广晟有色   | 珠江矿业方案尚不成熟                               |
| 2009-11-12 | 深国商    | 因目前重组的条件尚不成熟，重组相关各方决定中止筹划该重大资产重组事项       |
| 2009-11-13 | ST 南方  | 南宁管道燃气 80%股权转让纠纷，无法按照原计划推进               |
| 2009-11-16 | *ST 中钨 | 重大资产重组事项涉及面广，相关各方在某些问题上未能完全达成一致          |
| 2009-12-02 | 美利纸业   | 重组事项涉及面广，相关各方在某些问题上未能完全达成一致              |
| 2009-12-08 | *ST 传媒 | 鉴于本次重大资产重组事项方案尚不完备                       |
| 2009-12-5  | ST 九发  | 股东大会否决                                   |
| 2009-12-5  | 深天地    | 通达果汁业绩下滑                                 |
| 2009-4-16  | *ST 亚太 | 亚太工贸未能按期完成其资产的预审计、预评估及尽职调查工作             |
| 2010-01-08 | 酒鬼酒    | 本次重大资产重组的方案尚不成熟                          |
| 2010-02-22 | 天业股份   | 跨国并购                                     |
| 2010-03-02 | 华新水泥   | 本次重大资产重组的方案尚不成熟                          |
| 2010-03-26 | *ST 科健 | 同方集团未能按计划完成其资产的预评估工作                     |
| 2010-04-07 | 上海梅林   | 有关重要事项仍存在重大不确定性                          |
| 2010-04-09 | 华东科技   | 本次重大资产重组的方案尚不成熟                          |
| 2010-04-16 | 江南红箭   | 拟注入的资产为军工类资产，其行业相对比较特殊，办理相关手续复杂          |
| 2010-04-20 | 天兴仪表   | 拟注入的资产为矿山类资产，需办理相关手续较多，相关手续办理时间较长        |
| 2010-06-07 | 锦龙股份   | 非公开发行条件尚不成熟                              |
| 2010-08-03 | 贵航股份   | 贵州天义电器有限责任公司业绩连续下滑                       |
| 2010-08-06 | 四川圣达   | 本次重大资产重组的方案尚不成熟                          |

|            |        |                                    |
|------------|--------|------------------------------------|
| 2010-08-06 | 中国中期   | 鉴于本次重大资产重组事项比较复杂，涉及面较广             |
| 2010-08-21 | 实达集团   | 资产重组注入资产的审计、评估和盈利预测等相关工作进展缓慢       |
| 2010-09-27 | *ST 海鸟 | 本次重大资产重组的方案尚不成熟                    |
| 2010-09-28 | 驰宏锌锗   | 公司无法在短期内完成环保整改工作，需要较长的时间来达到整改目的和效果 |

数据来源：渤海证券研究所，截止日期 9 月 30 日

## 2.2、进展中的重大资产重组（包括实施）

在我们跟踪的 2008-2010 年 A 股公司并购重组案例中，比较典型且完整的重组分为董事会预案、股东大会通过、证监会批复和实施四大进程，包括十二步骤：A 股公司股权权益变动、董事会提出重大资产置换及发行股份购买资产预案、会计师事务所提出重大资产重组相关备考财务报告和盈利预测、股东大会审议公司重大资产重组方案、重组方案获得国资部门批复通过、与银行等相关债权人的债务重组、证监会并购重组委员会审核、公司新增股份上市和相关资产完成过户、年度财报业绩大幅增长的盈利预测和年度财报发布、撤销股票交易特别处理或者退市风险、上市公司的其它股权收购、发行股份募投项目。当然多数公司少于 12 个步骤，如缺少权益变动、撤销特别处理、其它股权收购和发行股份募投项目等环节。

四大进程十二步骤中最主要的步骤是董事会预案至新增股份上市和相关资产完成过户的七个步骤，根据 2009 年-2010 年完成重组的 64 家公司的实际操作看，七个步骤历时平均周期为 9.68 个月，随着重组公司数量的增多上述平均周期会适当延长。四大进程最重要的七个步骤按照时间轴是重组风险逐渐释放的过程，随着公司重组不确定性的降低二级市场的股价是震荡走高的趋势。

图表 4：2010 年 1 月-9 月启动并购重组的 93 家 A 股公司所处的重组进程

| 证券简称   | 增发进度<br>[年度] 2010 | 证券简称  | 增发进度<br>[年度] 2010 | 证券简称    | 增发进度<br>[年度] 2010 |
|--------|-------------------|-------|-------------------|---------|-------------------|
| *ST 偏转 | 董事会预案             | 东方创业  | 股东大会通过            | *ST 鑫新  | 证监会批准             |
| *ST 威达 | 董事会预案             | 方大特钢  | 股东大会通过            | S*ST 万鸿 | 证监会批准             |
| *ST 张股 | 董事会预案             | 富龙热电  | 股东大会通过            | ST 百花   | 证监会批准             |
| ST 黄海  | 董事会预案             | 广百股份  | 股东大会通过            | 老凤祥     | 证监会批准             |
| 安源股份   | 董事会预案             | 广宇发展  | 股东大会通过            | 南钢股份    | 证监会批准             |
| 鼎盛天工   | 董事会预案             | 华东电脑  | 股东大会通过            | 中工国际    | 证监会批准             |
| 格力地产   | 董事会预案             | 吉林制药  | 股东大会通过            | 重庆百货    | 证监会批准             |
| 航空动力   | 董事会预案             | 金德发展  | 股东大会通过            | 重庆港九    | 证监会批准             |
| 航天长峰   | 董事会预案             | 领先科技  | 股东大会通过            | *ST 烽火  | 实施                |
| 济南钢铁   | 董事会预案             | 强生控股  | 股东大会通过            | *ST 豫能  | 实施                |
| 建投能源   | 董事会预案             | 深发展 A | 股东大会通过            | ST 华龙   | 实施                |
| 丽江旅游   | 董事会预案             | 深天马 A | 股东大会通过            | ST 三农   | 实施                |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

|         |        |        |        |       |    |
|---------|--------|--------|--------|-------|----|
| 绿景地产    | 董事会预案  | 穗恒运 A  | 股东大会通过 | ST 宇航 | 实施 |
| 通宝能源    | 董事会预案  | 天保基建   | 股东大会通过 | 安琪酵母  | 实施 |
| 万丰奥威    | 董事会预案  | 天山纺织   | 股东大会通过 | 凤凰股份  | 实施 |
| 武汉塑料    | 董事会预案  | 武汉中商   | 股东大会通过 | 桂冠电力  | 实施 |
| 西部资源    | 董事会预案  | 西安民生   | 股东大会通过 | 航天科技  | 实施 |
| 新希望     | 董事会预案  | 西飞国际   | 股东大会通过 | 冀中能源  | 实施 |
| 兴蓉投资    | 董事会预案  | 欣网视讯   | 股东大会通过 | 鲁信高新  | 实施 |
| 云南旅游    | 董事会预案  | 星马汽车   | 股东大会通过 | 闽闽东   | 实施 |
| 中国玻纤    | 董事会预案  | 宜华地产   | 股东大会通过 | 三一重工  | 实施 |
| 江南红箭    | 董事会预案  | 中国重工   | 股东大会通过 | 上海建工  | 实施 |
| *ST 百科  | 股东大会通过 | 中润投资   | 股东大会通过 | 上海医药  | 实施 |
| *ST 北生  | 股东大会通过 | *ST 建机 | 股东大会通过 | 四川湖山  | 实施 |
| *ST 光华  | 股东大会通过 | ST 马龙  | 股东大会通过 | 天坛生物  | 实施 |
| *ST 汇通  | 股东大会通过 | 江南化工   | 股东大会通过 | 中弘地产  | 实施 |
| *ST 夏新  | 股东大会通过 | 顺发恒业   | 股东大会通过 | 诚志股份  | 实施 |
| S*ST 鑫安 | 股东大会通过 | 道博股份   | 证监会批准  | 刚泰控股  | 实施 |
| ST 昌河   | 股东大会通过 | 棱光实业   | 证监会批准  | 深圳华强  | 实施 |
| ST 琼花   | 股东大会通过 | 三环股份   | 证监会批准  | 徐工机械  | 实施 |
| ST 双马   | 股东大会通过 | 新华光    | 证监会批准  | 轴研科技  | 实施 |

数据来源：渤海证券研究所

## 2.3、预期的重大资产重组

### 2.3.1、第 1 类：未来 12 个月承诺资产注入的 13 家 A 股公司

2009 年 10 月-2010 年 9 月，沪深两市 130 家公司累计 160 份《详式权益变动报告书》，13 家公司有明确的改变主营业务、资产注入或者资产置换的表述。根据其发布的《详式权益变动报告书》中 12 个月有无明确的改变主营业务、资产注入或者资产置换的表述，中线关注 13 家有明确的改变主营业务、资产注入或者资产置换公司表述的公司。包括，\*ST 中服、光华控股、\*ST 传媒、ST 泰复、\*ST 海鸟、ST 宝诚、ST 松辽、\*ST 宏盛、\*ST 沪科、冠豪高新、ST 博信、\*ST 建通、\*ST 得亨。

### 2.3.2、第 2 类：央企整合、地方国资整合和“小公司、大集团”民营企业整合

央企整合、地方国资整合和“小公司、大集团”民营企业整合仍然是预期资产重组的重点板块。相比第 1 类未来 12 个月承诺资产注入的公司，第 2 类公司的不确定性较大。

央企整合从行业上重点关注军工和电网电力，特别是前期股东权益发生变动

的 A 股公司。

前期的地方国资整合表现出较强的区域特征：其一，山东、上海、江苏、广东、浙江等东部省份的重组公司数量较多，贵州、内蒙、宁夏等区域的重组公司数量较少；其二，东部省份的产业资本在中部和中西部省份寻找上市公司资源以完成资产重组。后期重点关注的区域为上海、江苏、广东、浙江、山东和天津。

“小公司、大集团”民营企业整合，从行业上分析，轻工制造、纺织服装等板块的公司更容易被重组成为壳资源，而房地产、商业贸易、公用事业和有色金属等行业的公司借壳重组的意愿较为强烈。

从股本角度分析，总股本在 1-4 亿之间的 A 股公司是较好的壳资源，特别是 1-2 亿股本的 A 股公司。

### 三、影响并购重组板块趋势的三大因素

我们考察 2009 年-2010 年 9 月启动并购重组的 220 家 A 股公司二级市场股价表现，影响资产重组公司股价走势最重要的三大要素是 A 股市场、注入资产的定价和盈利能力、注入资产的行业分布和公司所处的并购重组进程，且三大要素的重要性呈递减趋势。

#### 3.1、四季度上证综指核心波动区间为 2400-3100 点

根据我们的股利贴现模型（DDM），以 2010 年静态市盈率作为模型估计，在未来几年业绩增长 15%左右的预期下（低于过去 20%的业绩增长预期），对应核心股权资本成本 10%左右的市盈率区间应当在 16.5-20.7 倍左右，考虑 2010 年 25%业绩增长的预期，对应的 2010 年动态市盈率大致在 13.2-16.56 倍，所对应上证指数的点位大约在 2450-3050 之间。

通过分析，我们认为在较好的业绩保障下，四季度上证综指的估值重心会略有上移，其市盈率区间将位于 16-20 倍左右，因此我们适度上调上证综指四季度的核心波动区间至 2400-3100 点之间。（上述市场判断摘自研究所策略报告《以业绩寻求价值，以预期追寻成长》，周喜等）

#### 3.2、注入资产的定价和盈利能力

在董事会审议通过 A 股公司的非公开发行购买资产重组预案之后，董事会将进一步审核《重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易报告书》，关联交易报告书

将详细的阐述本次重大资产重组的交易背景、上市公司基本情况、交易对方的基本情况、交易标的、发行股份、同业竞争和关联交易等。

在交易对方的基本情况部分，会对置入资产的原持有产业资本进行详细的描述，应重点关注交易对方的股权结构、交易对方的下属企业、交易对方的行业地位和盈利能力等。以已经实施完成重组的中弘地产为例，其交易对方包括中弘卓业集团和建银国际，两者均具备较强的盈利能力和清晰的股权结构，且对上市公司\*ST科苑的重组思路较为清晰，即注入地产类资产。

交易标的部分主要涉及置入资产和置出资产的定价、置入资产的盈利能力等。对于置出资产，多数资产的盈利能力很差，资产评估价值很低，增值率不高，我们主要关注置出的资产中是否有近期交易大幅折价的情况，如出现前期高价买入现评估价值差别巨大的硬伤仍值得注意。对于置入资产，根据不同的行业、不同的资产性质、不同的资产质量，资产增值情况差异较大，一般置入资产的增值率介入100-250%之间，高于上述比例则应该分项资产进行甄别，同时也应特别关注置入资产前期交易的情况。置入资产的历史盈利能力是衡量未来盈利预测能否实现的主要指标，多数公司在置入前后历史盈利能力和未来盈利预测差别巨大，提出预案后或者实施完成后因无法完成盈利预测或差别较大放弃重组方案的公司比较多，如ST太光等。

会计师事务所会向董事会提交重大资产重组相关备考财务报告和盈利预测，多数公司还会同时公布注入资产的原持有产业资本对注入资产盈利预测的补充承诺。盈利预测根据方案不同或有差异，包括仅预测注入资产的未来盈利（无置出资产方案）、预测重组后公司的未来盈利（上市公司资产全部置出），后者对于上市公司未来盈利能力更有保障。我们的经验是对于重组类公司的估值，拟采用近期同行业上市新股的估值进行比较，同时考虑到重组类公司后期资产更加确定性的增长和摘帽等陆续题材等因素，重组类公司的估值或较近期同行业上市新股的估值更高。注入资产盈利预测的补充承诺一般包括两类，其一是述预测净利润在保证期限内未能达到，则上市公司应在其年度报告披露后的10日内，以书面方式通知交易对方，交易对方在接到通知后的30日内，交易对方将以现金补足预测净利润未实现部分，如中弘地产的补充承诺；其二是交易对方以一定价格和数量回购上市公司股份，均有具体的计算方法，如世荣兆业的补充承诺。我们更倾向于第一种现金补齐方案，保证未来上市公司更确定性的盈利增长。

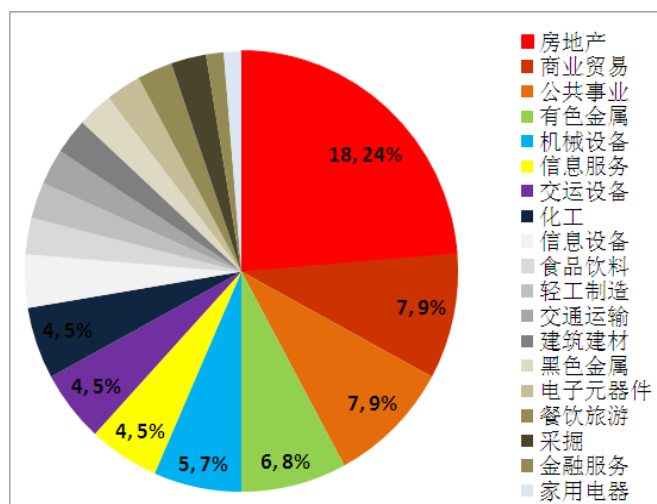
### 3.3、公司所处的并购重组进程和行业分布

最简单的并购重组进程包括董事会预案、股东大会通过、证监会批复和实施四个进程，我们在第三部分会有更详细的阐述。以 62 家完成重大资产重组 A 股公司的历史表现看，股价在董事会预案公告后的若干交易日内会有非常强势的上涨，特别是 2009 年重组后的行业分布所属房地产、有色金属、军工时，未来确定性的高增长会刺激股价出现连续上涨，如\*ST 百科、天业股份、\*ST 高陶等；在证监会批复后股价会有 1-2 个异动交易，重组不确定性风险基本释放；股东大会通过至证监会批复这段时间，股价出现震荡走高的概率较大，但是会随大盘出现补跌；重组实施后，股价逐渐反映重组后的基本面，受市场走势的影响更大。

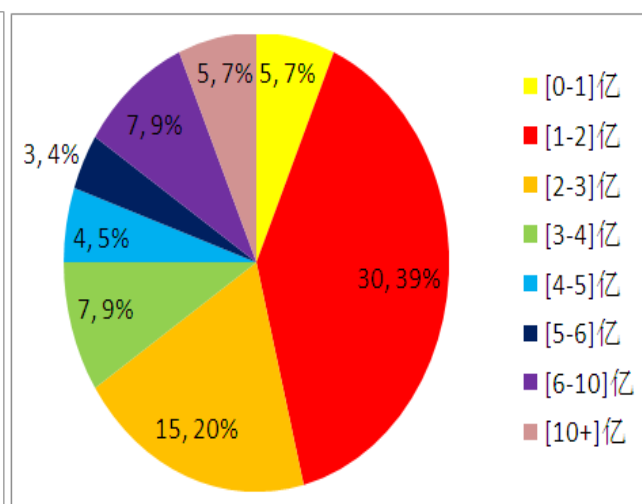
以综合 2009 年的重组方案和市场走势，市场表现较好重组方案其重组后的行业集中在房地产、有色、煤炭、军工等，这类资产重组方案中基本都有确定性高增长的盈利预测和现金补齐承诺。2010 年，我们认为重组的行业重点集中在有色、煤炭、军工、商业贸易等行业，选择所属上述行业的重组公司预计会有较好的市场表现。

2009 年 6 月 1 日-2010 年 7 月 31 日期间，沪深两市累计 76 家 A 股公司提出对大股东及其关联方或第三方产业资本发行股份购买产业资本资产的预案，即第 2 类资产重组。以 76 家 A 股公司重组后的行业分布分析，房地产公司 18 家，占比 23.68%；商业贸易 7 家，占比 9.21%；公用事业 7 家，占比 9.21%；有色金属 6 家，占比 7.89%。房地产、商业贸易、公用事业和有色金属等行业的公司借壳重组的意愿较为强烈。以 76 家 A 股公司重组前的股本分布分析，1-2 亿股本 30 家，占比 39%；2-3 亿股本 15 家，占比 20%；1-4 亿股本的公司合计 52 家，占比 68%。总股本在 1-4 亿之间的 A 股公司是较好的壳资源，特别是 1-2 亿股本的 A 股公司。

图表 5：76 家 A 股公司重组后的行业分布



图表 6：76 家 A 股公司重组后的股本分布



数据来源：渤海证券研究所

数据来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 四、并购重组板块股票池

图表 7：重点关注的并购重组板块

| 进程             | 重点公司                                                                                      |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中止的重大资产重组      | *ST 传媒、酒鬼酒、天业股份、上海梅林、贵航股份                                                                 |
| 董事会预案          | *ST 偏转、*ST 张股、ST 黄海、江南红箭、鼎盛天工、航天长峰、建投能源、绿景地产、云南旅游、武汉塑料                                    |
| 股东大会通过         | 东方创业、*ST 百科、*ST 汇通、广百股份、吉林制药、天保基建、武汉中商、西安民生、星马汽车                                          |
| 证监会批准          | 重庆港九、三环股份、ST 百花                                                                           |
| 实施             | 深圳华强、闽闽东、桂冠电力、*ST 烽火、*ST 豫能                                                               |
| 预期的重大资产重组第 1 类 | *ST 中服、光华控股、*ST 传媒、ST 泰复、*ST 海鸟、ST 宝诚、ST 松辽、*ST 宏盛、*ST 沪科、冠豪高新（已推出方案）、ST 博信、*ST 建通、*ST 得亨 |
| 预期的重大资产重组第 2 类 | 贵航股份、天科股份、上海梅林、飞乐音响、*ST 传媒、海印股份、ST 迈亚、S*ST 鑫安                                             |

数据来源：渤海证券研究所

**渤海证券股票投资评级说明**

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15% ~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%之间；

**渤海证券行业投资评级说明**

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明2：**本报告PDF版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋           022-28451131  
                13512060965  
[loyalbright@yahoo.com.cn](mailto:loyalbright@yahoo.com.cn)  
[huangfeng@bhq.com](mailto:huangfeng@bhq.com)

谢晓冬           022-28451849  
                13820872805  
[actionfish@live.cn](mailto:actionfish@live.cn)  
[xiexd@bhq.com](mailto:xiexd@bhq.com)

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)