

西部国资整合的先行者：重庆

——地方国资整合系列报告之一



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

冯伟

SAC 执业证书编号:S1000510120039

(0755)8236 4467

fengweisz@mail.htlhsc.com.cn

- **地方财政紧张促使政府力推地方国资整合。**在目前国家收紧银行信贷、对房地产实行严格宏观调控以及整顿地方融资平台的情况下，地方政府“卖地、举债”进行经济发展的道路阻碍重重。地方财政压力日渐凸显，区域振兴、保障房建设及水利建设等资金需求缺口巨大，尤其是地方政府在“十二五”开局之年的重大项目建设和保民生工程如果要全面进展急需大量资金支持。在此种背景下，加速地方国资整合，对省属或市属的大型企业集团进行“控股化”重组，以提高地方国资资产证券化率并形成集合融资优势预计将成为后续地方政府工作的重中之重。借助资本市场，通过国资上市增值来提供资金来源。地方财政的倒逼，正使各地加速推进国资整合，提高资产证券化率。另一方面，国资证券化有助于改善国有企业的治理结构，提高国有经济的质量和效益，同时也有利于未来的调结构，借助资本市场功能，盘活地方国资资产，而这正是各地积极推动的长期目标所在。
- **西部国资整合积极性更高、力度相对更大。**相对东部地区省市而言，西部地区地方政府对利用上市公司推动本地国资重组具有更高的积极性。当前西部地区正在经济上追赶东部地区，客观上存在强烈的投资需求和冲动，需要大量的资金；但是，另一方面，随着信贷环境趋紧，地方融资平台清理整顿，以及房地产调控直接导致的土地财政收入减少，地方政府财力压力增加。在资金来源与需求面临冲突的背景下，西部地区的地方政府将更加重视资本市场的融资能力。
- **重庆证券化率“十二五”末要达到 100%。**作为西部唯一的直辖市，国家对于重庆的定位高于天津的“滨海新区”，优惠的政策及坚实的经济基础使得重庆有望成为西部经济中心。重庆对于国有资产的整合和运用极富特色，“重庆模式”同时也助推重庆资本市场的发展。2011 年 3 月在重庆金融工作会议上，市长黄奇帆表示 2010 年重庆证券化率为 52.2%，到“十二五”末证券化率目标要达到 100%。此外到“十二五”末期，重庆市属重点国有企业资产规模总量再翻一番，达到 2.5 万亿元左右，所有制权益达到 6500 亿元，年实现利润突破 600 亿元，股东回报率 8% 以上。目前重庆市国有资产规模近万亿元，但国有控股上市公司市值不到 2000 亿元，按照重庆市未来的发展规划，国有资产证券化的空间和潜力巨大。
- **重庆国资可以说是西部国资整合的先行者，同时其整合方式在国内也较具代表性和独特性。**自上而下的强力整合使得重庆国资整合机会在 A 股市场脱颖而出，我们预计十二五期间重庆板块将有望成为 A 股的亮点。综合各方面指标和分析，我们认为可以重点关注央企方面的中国嘉陵、九龙电力；地方国资方面的上海三毛、重庆路桥、重庆港九、涪陵电力、建峰化工（已停牌）和太极系。

目 录

引言.....	4
一、 地方国资整合的热潮将逐渐蔓延至全国	4
地方财政紧缺倒逼地方国资整合	4
多省市已明确地方国资整合工作	4
探寻地方国资整合的三类机会	5
西部国资整合积极性更高	5
地方国资整合的三种方式	5
地方国资资产证券化率情况	5
二、 西部地区国资整合积极性更高	6
重庆、西安和成都国资整合的脚步可能会更快	6
三、 重庆国资：世界是可以重组的	6
西部地区国资整合的先行者	7
重庆国资整合的蓝图及路径	10
重庆国资整合机会分析	13
总结	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 全国各区域内 A 股上市公司数目对比	6
图 2: 重庆渝富“过滤”国资债务的独特模式	8
图 3: 重庆“八大投”	8
图 4: 重庆国资整合的三大进程	10
图 5: 重庆路桥股权示意图	15
图 6: 重庆轻纺控股集团控股及参股企业情况	17
图 7: 重庆港务物流集团旗下主要企业	20
图 8: 重庆化医控股集团三大产业及主要控股公司	21
图 9: 太极系三家上市公司股权示意图	22
表格 1: 重庆国资整合的阶段主要目标	9
表格 2: 重庆市国企集团上市时间表	11
表格 3: 重庆市主要国有资产单位及相关单位参控股上市公司情况	11
表格 4: 国务院国资委控股企业	13
表格 5: 重庆路桥参股企业情况	15
表格 6: 重庆轻纺控股集团产业链情况	18
表格 7: 重庆国资下壳资源情况	23
表格 8: 重启区域内重点国资整合上市公司情况	23

引言

重组股投资者是孤独的，时间成本使得无数激情澎湃者失望离场，而其仍默默坚守阵地，不离不弃；重组股投资者也是荣耀的，当理想变成了现实，过往的等待将凝聚成春天里玫瑰，绽放最美的花朵。

一、 地方国资整合的热潮将逐渐蔓延至全国

地方财政紧缺倒逼地方国资整合

在目前国家收紧银行信贷、对房地产实行严格宏观调控以及整顿地方融资平台的情况下，地方政府“卖地、举债”进行经济发展的道路阻碍重重。欧债危机的警钟使国家认识到地方融资平台不能过于依赖银行系统，而较多银行除保障性住房贷款外，也减少甚至停止向地方融资平台发放新贷款。地方政府由于地方融资平台受到规范和整理，地方财政压力日渐凸显，预计未来大量地方财政支撑的项目将面临尴尬境地。

区域振兴、保障房建设及水利建设等资金需求缺口巨大，尤其是地方政府在十二五开局之年的重大项目和保民生工程如果要全面进展急需大量资金支持。在此种背景下，加速地方国资整合，对省属或市属的大型企业集团进行“控股化”重组，以提高地方国资资产证券化率并形成集合融资优势预计将成为后续地方政府工作的重中之重。地方可以通过收缴国企红利或退出部分股权，腾挪出更多资源投入到公共项目上。此外，国资证券化也有助于改善国有企业治理结构，提升国有经济的质量和效益。

按照之前国资委的构想，到 2013 年地方国企总数整合到 1000 家以内，而目前这个数目保守估计在万家以上，可以看出整合空间是十分巨大的。目前，不仅许多省属国有企业资产证券化的行动已紧锣密鼓地展开，各地市属国有企业的类似运作也相当的热闹。地方国资的整合目标较为明确，证券化的主战场应该在金融、地产、核心产业和交通等四大领域。

多省市已明确地方国资整合工作

目前，上海、重庆、河南、黑龙江、浙江、安徽、江西、四川、云南、山西、山东、广东、陕西等省市都明确发布了通过资本市场整合地方国资的具体文件，内容基本围绕调整国有经济布局、推进国企重组、鼓励国企上市融资、提高资产证券化率等。推进国企“控股化”重组、鼓励国企上市直接融资、利用多层次资本市场提高资产证券化率等。通过资产证券化工具，地方政府融资平台可以凭借已经投入使用的城市基础设施项目未来可能产生的现金收入为基础，通过发行以这些现金流为支持的证券，面向资本市场融资，将流动性不佳的中长期贷款变成有较高流动性的现金资产，从而较好地克服融资平台当前主要依赖银行贷款的融资模式，进而加速地方政府融资平台的转型。

借助资本市场，通过国资上市增值来提供资金来源。地方财政的倒逼，正使各地加速推进国资整合，提高资产证券化率。另一方面，国资证券化有助于改善国有企业的治理结构，提高国有经济的质量和效益，同时也有利于未来的调结构，借助资本市场功能，盘活地方国资资产，而这正是各地积极推动的长期目标所在。

探寻地方国资整合的三类机会

按照经济发展特点划分，地方国资整合可以分成三类来看，一是西部经济落后区域，包括重庆、陕西、四川、云南、甘肃、宁夏、青海、新疆、贵州、西藏、内蒙古、广西 12 个省市地区，其中重庆、陕西及云南已经逐步开始整合工作；二是中部承接产业转移区域，包括山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南，其中安徽、湖北等地希望利用资本市场整合所属国企，有效解决当前地方政府财力紧张的部分问题；三是东部沿海经济较发达区域，以上海、北京和广东为代表，计划通过资本市场整合国有资产进而做大做强国有企业。

西部国资整合积极性更高

相对东部地区省市而言，西部地区地方政府对利用上市公司推动本地国资重组具有更高的积极性。当前西部地区正在经济上追赶东部地区，客观上存在强烈的投资需求和冲动，需要大量的资金；但是，另一方面，随着信贷环境趋紧，地方融资平台清理整顿，以及房地产调控直接导致的土地财政收入减少，地方政府财力压力增加。在资金来源与需求面临冲突的背景下，西部地区的地方政府将更加重视资本市场的融资能力。

地方国资整合的三种方式

地方政府整合国资主要有三种方式：推动当地企业 IPO 上市；鼓励当地国有上市企业通过重组，来提高其在资本市场的融资能力；积极引入财力雄厚的央企集团，与本地企业整合、重组，从而为地方发展提供资金支持。

国资委也逐渐思考引入海外战略投资者海外资产投资机构非常看好国内央企及地方国资资产重组，如全球最大的主权财富基金之一的新加坡政府投资有限公司（简称 GIC）表示出对参与中国国有企业重组改制的强烈愿望。

地方国资资产证券化率情况

上海市提出，2011 年将继续全力推动企业集团实现整体或核心业务资产上市，将证券化率从 2010 年底的 30.5% 提高到 35%。重庆市国资委表示，今年力争 5 家企业实现上市，3 家企业完成上市辅导或材料申报，另外 8 家完成资产整合和上市平台搭建等前期工作，2012 年前推动所有适合上市的企业完成或做好上市准备工作。据统计，安徽省属国企资本证券化率最高。该省国企上市公司 16 家，资本证券化率达 40%。这说明地方国资证券化还存在巨大空间。

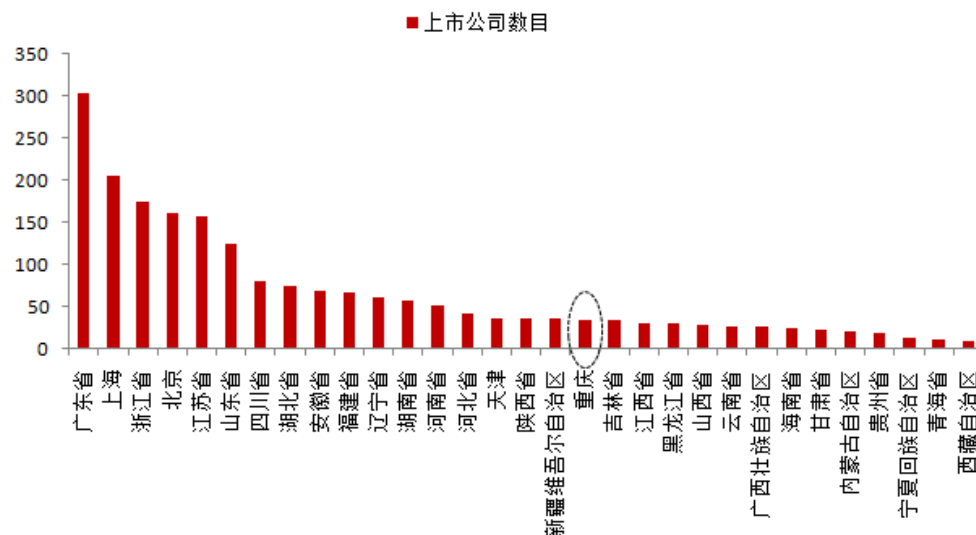
事实上，各地都在加强国资的整合，在重庆金融工作会议上，市长黄奇帆表示 2010 年重庆证券化率为 52.2%，到“十二五”末证券化率（境内外上市公司市值与 GDP 的比例）目标要达到 100%。而上海市则提出，2011 年将继续全力推动企业集团实现整体或核心业务资产上市，将证券化率提高到 35%。可以预期，我国地方大规模的资产整合将加速，而由于地方国资具有相当的实力，其整合过程将会对上市公司形成直接利好。

二、西部地区国资整合积极性更高

重庆、西安和成都国资整合的脚步可能会更快

前面提到如果按照经济发展特点划分，地方国资整合可以分成三类来看，西部、中部和东部（不包括东北的吉林、黑龙江两省）。其中西部包括陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆、四川、贵州、云南、西藏、重庆、内蒙古、广西 12 个省市地区，我们认为重庆、陕西、四川、广西、云南等将成为西部国资整合的先行者，尤其是重庆可以说是西部国资整合的典型。

图 1： 全国各区域内 A 股上市公司数目对比



资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

三、重庆国资：世界是可以重组的

作为西部唯一的直辖市，国家对于重庆的定位高于天津的“滨海新区”，优惠的政策及坚实的经济基础使得重庆有望成为西部经济中心。重庆 08-10 年全社会投资拉动了重庆 75% 的 GDP 增长，其中以大量政府基建投资为主。重庆经济的高速发展给地方财政带来了较大的压力，地方政府有较强动力推动上市公司的资产注入和整合，借助资本市场打造本地优势企业的同时也能从股市套现或抵押变现。

重庆对于国有资产的整合和运用极富特色，“重庆模式”同时也助推重庆资本市场的发展。重庆市政府积极推动国有控股集团整体上市，并鼓励民营企业进入资本市场，同时通过创新型的兼并收购、资源整合等重组手段提高已有上市公司的资产质量和盈利能力，盘活区域资产并抓住机会做大做强。

西部地区国资整合的先行者

重庆在国内率先提出整体上市的国企改革思路

全国各省市地区中是重庆国资于 2006 年率先提出整体上市的国企改革思路的，并已初步取得成效。2007 年重庆钢铁成功 IPO 上市，2008 年机电集团在香港上市，2009 年西南证券借壳 ST 长运上市，2010 年 3 月重庆水务顺利登陆 A 股市场。同时，渝开发、建峰化工等一批国有控股上市公司也成功增发，重庆银行也进入证监会审批上市的最后阶段；四联集团、建工集团、港务物流等也进入了报批或审批程序；燃气集团、重庆信托也引入了战略投资者。首批 10 户企业集团整体上市的实际操作为下一步工作的全面开展积累了经验，目前第二批 14 户集团整体上市工作也正加速进行。

在前期取得初步成效的基础上，后续国企的整体上市依然是重庆国资委的工作重点，而国有集团整体上市也已确立为深化重庆国企改革的基本路径。推进国企进入资本市场不仅有利于扩大直接融资、推动企业转机建制、国有资本战略调整，而且有助于促进国有资产保值增值以及创新国资监管模式。2009 年，重庆国有集团全面拉开上市大幕。目前已实现 6 家整体上市。力争在 2015 年，使全部适宜上市的企业集团全部实现上市。重庆提出的整体上市战略已经逐步在全国形成了共识。

独特的“渝富模式”成为重庆国企改革的代名词

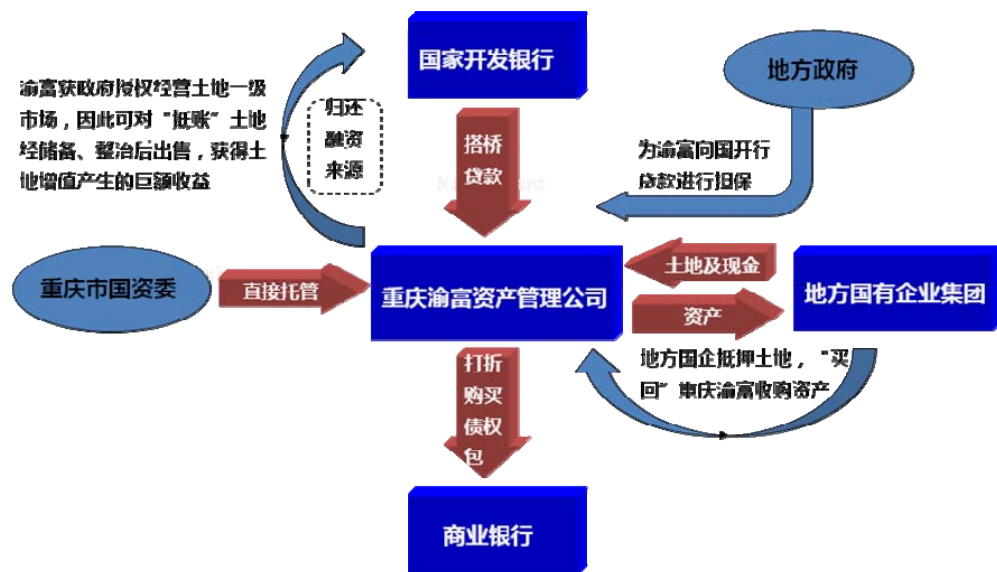
“渝富模式”助推重庆国企改革，其成功较难复制。为处理国有不良资产，重庆渝富于 2004 年应运而生，作为重庆市政府推动当地国企改革而构建的独资市场化运作平台，由重庆市国资委直接监管，旗下控股、参股公司达 25 家，市值约 200 多亿元。

“渝富模式”作为国内的成功案例，尚未被任何省市地区成功复制。该模式背后的支撑是重庆是直辖市，其市政府可以处理辖区内所有事务，有效地避免了省市两级政府的处理难度；同时由重庆市长黄奇帆牵头的非正式行政协调小组对于出现的问题能够及时给予解决，也极大地提高了运行效率和效果；此外渝富诞生主要是抓住国务院批准的一次削债安排，而自那以后国家一直没出台专项核销政策（对于因政策性原因造成事实损失的不良资产给予集中核销），可以说此乃历史性机遇。

重庆渝富被赋予国企战略重组、土地储备及收购和经营及战略投资三大重要职能。五年时间内，帮助国有企业处置不良资产 300 亿元，提供周转资金 200 亿元，资产规模由成立初期的 50 亿元发展到 400 亿元，有力地推动了市属国有企业的改革发展。公司主要参与了西南证券、重庆商业银行、重庆农村信用联社、安诚保险、三峡担保、进出口担保、园区工业担保、银海租赁、渝创担保等地方金融和金融服务业的组建、重组、入股，并介入了 ST 东源、ST 重实、ST 长运、四维瓷业等上市公司的清欠、股改、重组、注资和托管等工作。此外，根据市政府和市国资委的部署，渝富公司还参与了对市属工业、科技、风险投资等行业的注资。

2005 年 11 月 3 日，世界银行在其发布的最新一期《中国经济季报》中说：“重庆市国资委下属的重庆渝富在国家开发银行贷款的支持下，以人民币 22 亿元的折扣价格购得了 667 家当地企业欠中国工商银行 107 亿元的债务……渝富模式’可能为中国东北很多面临破产国有企业的重组、关闭和转型提供借鉴。”（此处世行统计的 107 亿元数据有出入，实际为 157 亿元）。

图 2： 重庆渝富“过滤”国资债务的独特模式



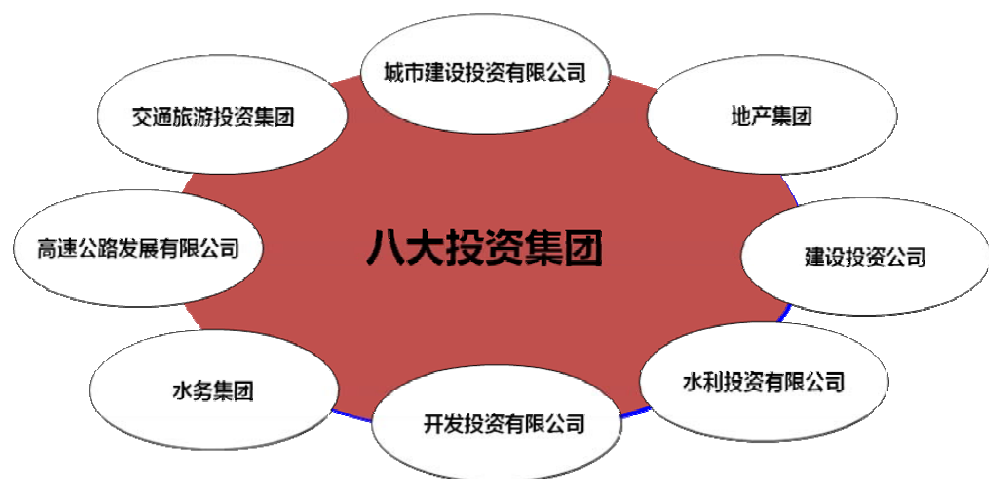
资料来源：重庆市国资委网站，华泰联合证券研究所

重庆“八大投”有效地肩负了地方投融资平台及基础建设的使命

为解决财政资金问题，从 2002 年起，重庆市整合各分散国资资源，陆续组建了重庆市城市建设投资有限公司、重庆地产集团、重庆市建设投资公司（后并入重庆能源投资集团）、重庆市水利投资有限公司、重庆市开发投资有限公司、重庆市水务集团、重庆市高速公路发展有限公司、重庆市交通旅游投资集团等八大国资投资集团。作为地方政府投资建设基础设施的主要力量，“八大投”不仅肩负地方基建的重任，同时也凭借土地储备，向银行抵押土地进行贷款及发行企业债进行融资。

八大投资集团将分散的建设资金整合在一起，形成规模优势，凭借融资信用度的不断提高，有效地实现了地方资源的优化配置，其总投资占到整个重庆基础设施总投资额的 75% 左右，是重庆市公共领域重大项目的重要投融资平台，“八大投”的资产规模也从最初的 200 亿元迅速增长到 09 年末的 2900 多亿。

图 3： 重庆“八大投”



资料来源：重庆市国资委网站，华泰联合证券研究所

重庆计划“十二五”末实现证券化率 100%

目前重庆国资总额已突破 1 万亿元，规模由 2003 年的全国第 19 位跃升为西部第 1 位、全国第 4 位。虽然重庆上市公司的市值增长步伐很快，同时也有 200 多家企业入选上市储备库，但重庆资本市场的发展与发达地区相比还有较大的差距。2011 年 3 月在重庆金融工作会议上，市长黄奇帆表示 2010 年重庆证券化率为 52.2%，到“十二五”末证券化率目标要达到 100%。2010 年实现 7 家企业境内外上市，2011 年力争实现 7 至 10 家企业上市，其中争取 4-5 家企业境内发行上市。非银行融资不低于 750 亿元，银行贷款增长不低于 2000 亿元，重庆 OTC 市场实现 10 至 20 家企业挂牌上市，并成为国家新三板组成部分。此外到“十二五”末期，重庆市属重点国有企业资产规模总量再翻一番，达到 2.5 万亿元左右，所有制权益达到 6500 亿元，年实现利润突破 600 亿元，股东回报率 8% 以上。目前重庆市国有资产规模近万亿元，但国有控股上市公司市值不到 2000 亿元，按照重庆市未来的发展规划，国有资产证券化的空间和潜力巨大。

目前重庆境内外上市公司有 48 家，其中 A 股只有 34 家，可以说与重庆的资源体量及国内的重要性相比，区域内上市公司数目并不多。目前拟上市企业储备库的在库企业数量超过 280 家，已形成梯度培育制度。推进市场化并购重组，探索分类扶持机制，大力推动以行业整合和产业升级为目标的实质性并购重组，支持符合条件的上市公司同步开展资产重组和再融资，进一步加强与国资等部门的协作，综合防控和打击内幕交易。

表格 1：重庆国资整合的阶段主要目标

日期	国资整合目标
2006 年 7 月	时任重庆市委常委、常务副市长的黄奇帆主持召开了重庆国有控股集团公司整体上市工作指导小组第一次会议，专题研究和部署了重庆国有控股集团整体上市有关工作，开启了重庆国资整合第三阶段的序幕
2009 年 8 月	重庆市政府发布了《推进市属国有重点企业整体上市工作的指导意见》， 为加快整体上市。推进已列为首批整体上市企业但还未完成上市的市水务集团、重庆银行、中国四联集团、市能投集团、重庆商社集团、重庆建工控股公司和重庆信托 7 户企业力争 2010 年年底前实现上市。其中市能投集团、重庆商社集团、重庆建工控股公司和重庆信托 4 户企业应在 2009 年完成上市前的辅导和材料申报工作。对未列入首批整体上市的其他市属国有重点企业，除特殊原因外都应实施企业整体上市。重庆化医集团、重庆轻纺集团、市农垦集团、市江北嘴公司、重庆高速集团、市水投集团、重庆港务物流集团、重庆交运集团、重庆粮食集团、重庆国际集团、重庆农商行和重庆三峡银行 12 户企业作为第二批整体上市重点推进企业。列入整体上市计划的市属国有重点企业要结合实际，选聘优秀的中介机构团队，提出本企业的上市计划和工作安排，上报市国企上市办。原则上第二批整体上市重点推进企业应在 2012 年前完成上市前相应的辅导和材料申报工作。
2009 年 12 月	重庆确定市属国企未来三年五大工作目标，其中提到市属资产总额要突破万亿元且资产质量得到全面提升， 国有权益达到 3500 亿元，年利润 350 亿元以上；将市

属国有重点企业整合至 25 户，户均资产达到 400 亿元以上，逐步形成以 1000 亿产值为第一梯、500 亿产值为第二梯的金字塔型梯次的国有集团体系等。

2010 年 1 月 13 日 时任市委副书记、代市长黄奇帆在参加 2010 年全市国资工作会时，对全市国资系统提出工作要求：提出市属国有资产总额要破万亿达到 10500 亿元，金融、投融资、工商产业集团的资产要分别增长 20%、5%和 10%；要明确国有集团的发展目标，到 2012 年前后，重钢要实现 1000 亿元的产能，建工、商社、化医和机电也应达到 500 亿元的规模等。

2011 年 3 月 26 日 **重庆市市长黄奇帆在重庆金融工作会议上表示，2010 年重庆证券化率为 52.2%，到“十二五”末证券化率目标要达到 100%。** 2011 年力争实现 7 至 10 家企业上市，非银行融资不低于 750 亿元，银行贷款增长不低于 2000 亿元，重庆 OTC 市场实现 10 至 20 家企业挂牌上市，并成为国家新三板组成部分。

2010 年重庆贷款余额突破万亿大关，存贷比达 81%，全市银行 48 家，居西部城市第一位，实现 7 家企业境内外上市。截至年末，境内外上市公司 48 家，总市值 4071.6 亿元，拟上市企业储备库的在库企业数量达 284 家，已形成梯度培育制度。重庆证监局局长助理朱晓俊表示，重庆今年争取实现 4 至 5 家企业境内发行上市，推进市场化并购重组，探索分类扶持机制，大力推动以行业整合和产业升级为目标的实质性并购重组，支持符合条件的上市公司同步开展资产重组和再融资，进一步加强与国资等部门的协作，综合防控和打击内幕交易。

资料来源：重庆市国资委网站，华泰联合证券研究所

重庆国资整合的蓝图及路径

重庆国资整合的“三级跳”

重庆“八大投”及“渝富模式”开创了独特的“重庆模式”，从渝富资产解决国企集团的不良资产到国有资本的集中，再到目前大力的推进的国企集团整体上市，使得重庆国资在短短几年内就打了个翻身仗，实现了三级连跳的发展。而整体操刀之人正是此前成功运作上海一系列国资整合的黄奇帆，人称“金融市长”。在黄奇帆的牵头主导下，“重庆模式”使得重庆国资迅速走出困境。目前重庆国资正着力推进第三阶段即借助资本市场实现国有资产的放大和战略发展。

图 4： 重庆国资整合的三大进程



资料来源：重庆市国资委网站，华泰联合证券研究所

分批实现国企集团的整体上市

重庆市政府于 2006 年 7 月 30 日召开了重庆国有控股集团整体上市工作领导小组的第一次会议。2009 年 8 月 20 日重庆市政府正式出炉《关于进一步推进市属国有重点企业整体上市工作的指导意见》，明确提出 5 项优惠政策，涉及行政性收费、能源、税费、资本金及国企职工再就业等，重庆市政府发文指导国企整体上市之举开全国先河。指导意见下同时也确定了分批整体上市国企名单及大概时间表，共有 22 家国企被纳入重点整体上市名单中，其中第一批为 10 户，第二批为 12 户。而考虑到重庆渝惠食品集团的发展规划，也将其纳入国企整体上市的计划中的第二批。

目前重庆钢铁、重庆水务、重庆机电已分别实现 IPO 上市，西南证券也成功实现借壳上市，重庆银行及四联集团也有望在马上敲定。在推进国企集团整体上市的同时，重庆市政府也注意关注资本市场动向，适时回购上市公司股权，收购一批“壳”资源，为增发、借壳上市做准备。

首批上市的企业，大多主业明晰、资产结构较好，较易满足 IPO 的上市要求。尽管第二批拟上市企业集团也需要在 2012 年前完成相关上市准备，但全部走 IPO 的路径较为艰难。部分国企可使集团内较为优良的资产先行上市，然后等到条件成熟时启动整体上市，或是通过借壳的方式登陆资本市场。为了保障整体上市有序进行，重庆市国资委规定，将整体上市工作与企业集团领导年度薪酬挂钩，如规定时间内未完成上市准备工作的进度，将很有可能被减薪，并被追究领导责任。目前各大集团都在摩拳擦掌，为登陆资本市场备战。

表格 2：重庆市国企集团上市时间表

批次	国企集团	上市情况
第一批	重庆钢铁、	IPO:A+H 股上市
	重庆机电	IPO:H 股上市
	重庆水务	IPO:A 股上市
	西南证券	借壳上市
	重庆商社	资产注入重庆百货
	重庆银行、四联集团、重庆信托、重庆能投、建工集团	上市预备中
	重庆农商行	IPO:H 股上市
第二批	轻纺集团、化医集团、高速集团、水投集团、港务物流集团、农垦集团、粮食集团、三峡银行、国际集团、江北嘴公司、交运集团、渝惠食品集团	原则上在 2012 年前完成上市相应的辅导和材料申报工作

资料来源：重庆市政府网，华泰联合证券研究所

表格 3：重庆市主要国有资产单位及相关单位参控股上市公司情况

分类	单位名称	实际控制人	控、参股上市公司	备注
工业集团	庆铃汽车（集团）有限公司	重庆市国资委		
	重庆钢铁（集团）有限责任公司	重庆市国资委	重庆钢铁	
	重庆轻纺控股（集团）公司	重庆市国资委	上海三毛	
	重庆化医控股（集团）供公司	重庆市国资委	建峰化工 渝三峡 A	

	重庆机电控股（集团）公司	重庆市国资委	重庆机电（H股） ST 渝万里	参股
	重庆能源投资集团公司	重庆市国资委	九龙电力	参股
	中国四联仪器仪表集团有限公司	重庆市国资委		
投融资集团	重庆渝富资产经营管理有限公司	重庆市国资委	重庆实业 西南证券	参股 控股
	重庆市水务（集团）股份有限公司	重庆市国资委	重庆水务	
	重庆市城市建设投资集团有限公司	重庆市国资委	渝开发	
	重庆市高速公路发展有限公司	重庆市国资委		
	重庆市交通旅游投资集团	重庆市国资委		
	重庆地产集团	重庆市国资委		
	重庆城市交通开发投资（集团）有限公司	重庆市国资委		
	重庆市水利投资（集团）有限公司	重庆市国资委		
	重庆市江北嘴中央商务区开发投资有限公司	重庆市国资委		
	重庆联合产权交易所股份有限公司	重庆市国资委		
	重庆保税港区开发管理有限公司	重庆市国资委		
	重庆西永微电子产业园区开发有限公司	重庆市国资委		
金融企业	重庆银行股份有限公司	重庆市国资委		
	重庆市农村商业银行股份有限公司	重庆市国资委	重庆农村商业银行	H股
	重庆国际信托有限公司	南光集团	重庆路桥	
	三峡担保有限责任公司	重庆市国资委		
	重庆进出口信用担保有限公司	重庆市国资委		
	三峡银行股份有限公司	重庆市国资委		
商贸物流及其他	重庆农畜产品交易所股份有限公司	重庆市国资委		
	重庆外贸控股（集团）有限公司	重庆市国资委		
	重庆市农业投资集团有限公司	重庆市国资委		
	重庆港务物流集团有限公司	重庆市国资委	重庆港九	
	重庆交通运输控股（集团）有限公司	重庆市国资委		
	重庆商社（集团）有限公司	重庆市国资委	重庆百货	
	渝惠食品集团有限公司	重庆市国资委		
	重庆粮食集团有限责任公司	重庆市国资委		
区国资委	重庆国际投资咨询集团有限公司	重庆市国资委		
	重庆园林绿化建设投资（集团）	重庆市国资委		
	涪陵水电投资集团	涪陵区国资委	涪陵电力 涪陵榨菜	
	太极集团	涪陵区国资委	太极股份 西南药业 桐君阁	

资料来源：重庆市政府网，重庆国资企业网站，华泰联合证券研究所

重庆国资整合的路径

从大的方面来讲，重庆资源整合的路径应是重庆市国资委与涪陵区国资委暂时分别行筹划，同时合并同类项，对主业重复的一些上市公司进行整合。概括来讲，对于重庆国有企业集团整体上市可以分成三个路径进行：

1. 积极培育上市资源，对于符合条件的企业推进 IPO 上市，包括 A 股及 H 股；
2. 单一主业的国有资产集团通过上市公司定向增发，推进整体上市；
3. 多主业控股集团，通过借壳使旗下某一主业整体上市。

对于上市公司来讲，不可否认 IPO 融资是最理想的途径，但进程较慢，而发 H 股虽然进程会快些，但溢价率相对较低；因此可以说，重庆国资整合的亮点在于整体上市和借壳上市，而且目前证监会针对重组事项已经有了较多新的思路，拟把重组审批与再融资结合在一起，这样有利提高重组审批的效率。

重庆国资整合机会分析

今年重庆市国资委将力推重庆银行、川仪股份、重庆建工、燃气集团、民生轮船 5 家企业年内实现上市。下一步，广电集团、高速集团和天友乳业 3 户要完成上市辅导或材料申报。交运集团、化医集团、轻纺集团、水投集团、粮食集团、三峡银行、渝惠食品、对外经贸集团 8 户要完成资产整合和上市平台搭建等前期工作。其中轻纺集团下面控股上海三毛，化医集团下面控股渝三峡 A 和建峰化工。下面我们将对重庆国资相关重点上市公司整合机会进行分析。

国务院国资委控股企业

重庆区域内国务院国资委旗下的上市公司主要有长安汽车、重庆实业、中国嘉陵、三峡水利和九龙电力等。具体重组机会分析如下：

表格 4：国务院国资委控股企业

股票代码	上市公司	重组历史及展望
000625	长安汽车	2009 年 11 月 10 日，兵装和中航制定重组方案，昌河、哈飞、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，长安汽车集团和中航集团旗下的中航汽车合并，两集团重组成立新的中国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%。新的中国长安汽车集团在全国有重庆、黑龙江、江西、江苏、河北、安徽、山西、广东、山东等 9 大整车生产基地，拥有 21 个整车工厂和 27 家直属企业，整车及发动机年产能 220 万辆(台)，并在马来西亚、越南、伊朗、乌克兰等国家建有海外基地，成为生产基地最广的中国汽车企业集团。两大军工集团对中国长安汽车集团进行重组，是央企之间汽车领域自发进行的迄今为止规模最大的战略重组；也是国防科技工业民品领域第一次大规模合作。 2010 年 9 月长安集团承诺，在昌河汽车和哈飞汽车连续两年盈利后，将择机注入上市公司，同时合资企业长安标致雪铁龙汽车建成投产时，集团所持股权也将注入上市公司。2011 年 3 月公司公告长安集团拟将长安工业持有的保定长客 100% 股权和长安跨越 34.3% 股权注入上市公司，为集团整体上市的重要一步。
000736	重庆实业	大股东中房集团已划拨至中交集团，此前大股东中房集团曾经承诺在公司重组完成起 2 年内彻底解决公司与 ST 中房的同业竞争问题。公司于 2008 年 12 月完成重组复牌后，中房集团开展了承诺履行工作，ST 中房曾于 2009 年 6 月上旬策划重大资产重组事宜，公司股票于 2009 年 6 月 8 日起停牌，后因重大资产重组

		方案尚不成熟，公司董事会决定中止筹划重大资产重组事项，并承诺在 3 个月内不再筹划此事。但后续证监会对于房地产开发企业重组申请暂缓，公司重组进程也押后了，但后续仍有重启的可能性。
600877	中国嘉陵	大股东中国南方工业集团旗下摩托车事业部有中国嘉陵、ST 轻骑和建摩 B 三家上市公司，其中中国嘉陵优势相对突出，主营高端摩托车，品牌力和经营能力占优。三家进行整合的预期由来已久，届时资产整体注入中国嘉陵的概率较大，而 ST 轻骑和建摩 B 将成为壳资源。2011 年 3 月长安汽车集团拟将所持湖南天雁 100% 股权与 ST 轻骑资产和负债进行置换，使得长安旗下的汽车零部件公司得以借壳上市，但股东大会没有通过。
600116	三峡水利	公司实际控制人是水利部，通过中国水务投资公司、水利部综合开发管理中心、新华水利水电投资公司及其下属的新华水利发电有限公司共同持有公司 22.89% 股权。新华水利水电投资公司是水利部综合事业局所属全资企业，系以水利水电项目开发建设与管理为主要业务的专业性投资公司，注册资本 7.5 亿元，前身为黄河万家寨工程开发公司。水利部曾公开表示要加快新华水力发电有限公司的上市进程，我们认为不能排除三峡水利作为新华水电上市平台的可能性。
600292	九龙电力	2011 年 5 月 16 日公司公告证监会已批准公司定向增发方案，拟以 9.17 元/股的价格向中电投集团定向发行不超过 18538 万股，所募 16.4 亿元资金将用于收购中电投下属企业拥有的平顶山鲁阳发电 2×1000MW 机组等 9 个脱硫资产项目及对上述项目中在建项目的后续投入。其中，拟收购脱硫资产的投入金额为 140376.97 万元；收购资产中 4 个在建项目的后续投资为 20350 万元。而在本次发行后，九龙电力脱硫机组将由目前的 3190MW 增加到 12190MW，脱硫机组容量大幅度增加。实际上，此前大股东中电投就曾公开承诺要将九龙电力作为集团环保产业发展的唯一平台，并逐步剥离九龙电力非环保资产，解决同业竞争。

资料来源：相关上市公司公告，华泰联合证券研究所

大股东注入资产

重庆水务（601158）：

国家两江新区规划将再造一个重庆，而公司作为重庆最大的水务运营商，相关业务发展将受到大力推动。2010 年公司成功进入重庆长寿化工园工业污水集中处理项目，同时四川甘孜九龙县汤古电力开发项目也在积极推进中，预计后续为公司逐步贡献利润。

公司实际控制人为重庆市水务资产经营公司，控股重庆水务集团股份有限公司 75.1% 股权，我们看好公司在后续整合重庆市水利水务资源中的表现。

重庆路桥（600106）：

南光集团入主，存在重组预期。公司第一大股东为重庆国际信托有限公司，第二大股东为重庆国新投资控股有限公司，而第二大股东重庆国信投资控股有限公司是第一大股东重庆国际信托有限公司的控股股东，实际控制人为南光（香港）投资管理有限公司。2009 年 12 月 12 日，公司原实际控制人重庆市城市建设投资公司与南光集团签订协议，将持有的重庆国信投资控股有限公司 38.412% 的股权转让给南光公司。通过本次股权转让，南光投资成为公司的实际控制人，实际控制上市公司 28.87% 的股份。

南光集团是总部设在澳门的国务院国资委直属央企，其他主要股东有中国东方资产管

理公司、华润集团、中国中化集团、中粮集团和中国五矿集团。主营业务包括日用消费品贸易、酒店旅游会展及配套服务也、地产经营开发和综合物流服务四大类；主营产品有：石化产品、五金矿产、粮油食品、轻纺服装、医药保健品等，拥有大型油库、加油站、商店、百货商场、写字楼、码头、货仓冷库、运输车队等资产。此外南光集团还是国资委圈定的以房地产为主业的 16 家央企之一。公司后续存在成为南光集团国资整合平台的可能性。

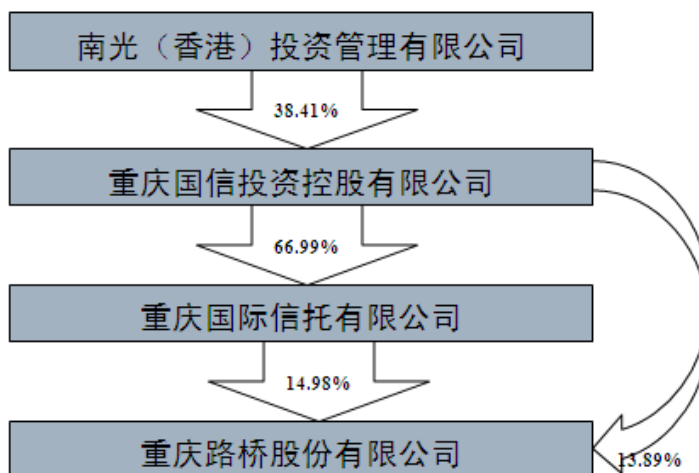
将受益重庆银行上市，同时外延收购资产意向较强。公司的主要营业收入来自路桥收费，目前公司主要资产由“四桥一路”转变为“三桥一路”，嘉陵江牛角沱大桥收费权已到期，公司以 BOT 模式投资建设的长寿湖旅游项目已经于去年 5 月建成投入使用。整体来看，公司主业有所萎缩，成长性不足。公司正积极考虑收购新的优质资产，如渝涪高速资产，确保主业持续稳定发展。此外，公司持有重庆银行 1.7 亿股，成本仅每股 1 元多，而重庆银行上市后保守估计每股将在 4-5 元，重庆路桥收益较大。

表格 5：重庆路桥参股企业情况

参股公司	投资成本（万元）	持股比例（%）	备注
重庆银行	20000	8.48	持有重庆银行 1.7 亿股，目前重庆银行正在积极准备上市的进程中。
重庆渝涪高速	40132.5	17.5	根据协议，公司具有渝富资产拥有渝涪高速 52.25% 股权的有限购买权，购买价格 1.16 元/股。
西南证券	1000	0.153	
重庆通安公路桥梁工程有限公司	250	50	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5： 重庆路桥股权示意图



资料来源：上市公司 2010 年年报，华泰联合证券研究所

渝开发 (000514):

典型的大集团小公司。公司 2002 年划归重庆城投控股, 2006 年向大股东定向增发注入优质资产。公司目前主要业务有房地产开发经营、会展中心经营和石黄隧道运营收费等, 房地产开发业务较薄弱。公司控股股东为重庆市城市建设投资公司, 直属重庆国资委, 成立于 1993 年, 是重庆八大国有投资集团之一, 是重庆市土地储备数量第二大的国有投资集团, 主要职能为参与城市建设相关的经营, 代表重庆市政府进行城市建设和土地储备等。目前重庆城投土地储备超过 10 万亩, 总资产超过 600 亿元, 而唯一控股的上市公司渝开发总资产只有 48 亿元左右, 属于典型的大集团小公司。

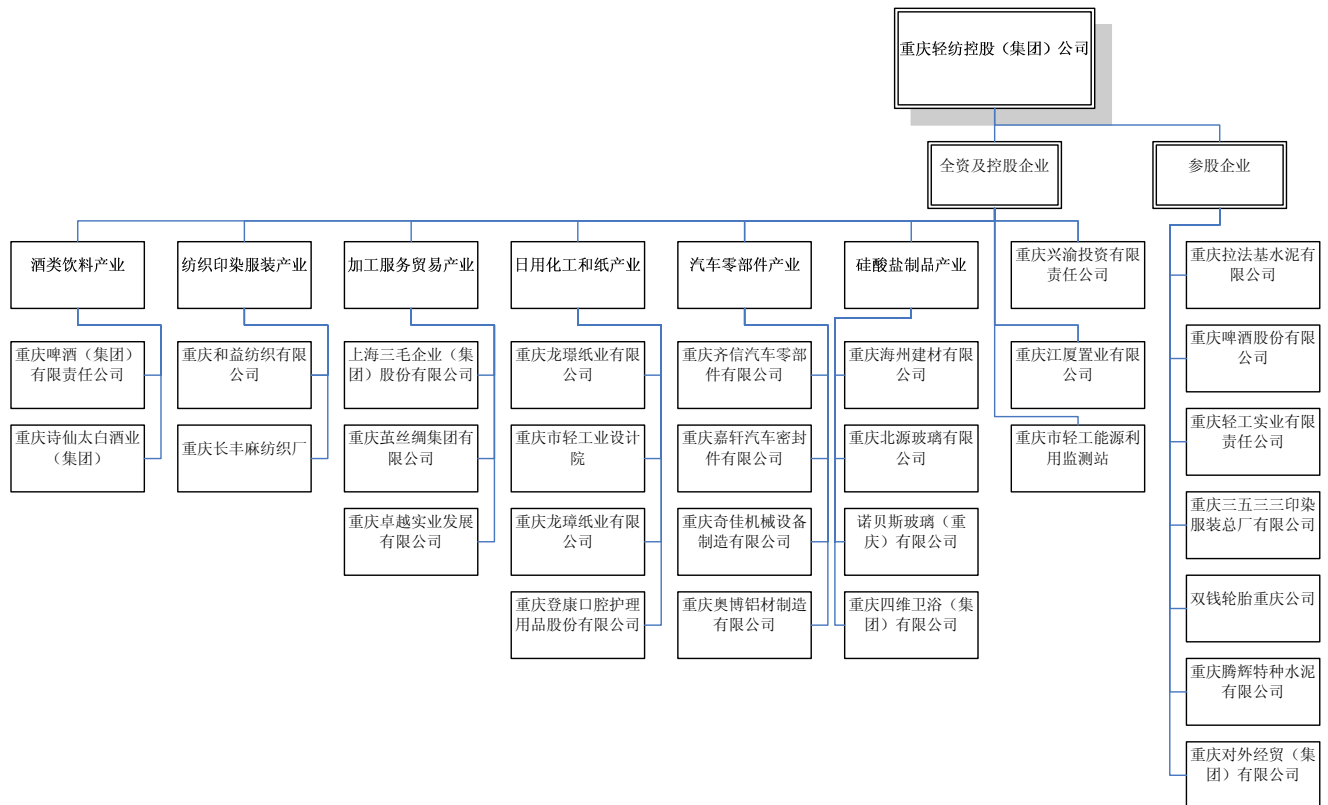
重组重启的概率较大。借国务院批准重庆设立“两江新区”的东风, 渝开发 2010 年 6 月 21 日停牌筹划重大资产重组, 但后续讨论结果为公司目前暂不具备进行战略扩张的条件和可能性, 决定终止筹划相关重大事项。渝开发作为城投公司旗下唯一的上市公司, 从 2002 年获得公司控制权开始就鼓励渝开发做大做强, 并支持在后续 3-5 年实现 100 亿元的资产规模。此外城投公司曾明确表示要通过资本市场融资, 不管最后城投公司是在海外上市还是通过国内资本市场融资, 预计大股东一定会重视利用上市公司这个唯一平台。

上海三毛 (600689):

2006 年公司控股权被无偿划拨给重庆轻纺控股集团, 集团控股 25.95%。重庆轻纺控股集团曾表示接手上海三毛后将整合其下属纺织行业, 剥离不良资产, 并向公司注入优质资产。重庆轻纺控股(集团)公司是隶属于重庆市国有资产监督管理委员会, 集轻工、纺织、建材、汽车零部件、房地产开发和加工贸易等多个行业于一体, 资产总额和销售收入双超百亿的大型国有控股集团公司。拥有全资、控股及参股企业 29 户, 发明专利 7 项、实用新型专利 15 项、外观专利 69 项、市级技术中心 8 户。先后创建了“山城啤酒”、“冷酸灵牙膏”、“华陶日用陶瓷”、“四维洁具”4 个“中国名牌产品”和“山城”、“冷酸灵”、“诗仙太白”、“四维”4 个“中国驰名商标”及“晶质玻璃酒瓶”、“CLB 汽车轮廓轴承”等 20 个“重庆名牌”产品。2008 年、2009 年、2010 年重庆轻纺集团连续三年跻身“中国企业 500 强”和“中国制造业企业 500 强”行列, 并连续三年跻身轻工产品加工业企业前三甲行列。2010 年全集团累计实现销售收入 152.75 亿元, 利润 18.06 亿元, 利税 30.3 亿元, 资产总额达到 214 亿元。

上海三毛是重庆轻纺控股集团旗下唯一上市平台, 2006 年股权划拨以来集团一直未对上市公司进行资产运作, 目前各项业务逐渐得到理顺, 历史遗留问题得以基本解决, 财务指标也渐渐好转, 我们认为作为重庆力推整体上市的轻纺控股利用好上海三毛这个唯一上市平台的概率很大。

图 6： 重庆轻纺控股集团控股及参股企业情况



资料来源：重庆轻纺控股（集团）公司网站，华泰联合证券研究所

“十二五”期间，上海三毛将在对外贸易、现代物业、新型制造业三个领域强势推进，力创足以实现上海三毛快速发展的销售规模、盈利能力和实业依托。2010 年上市公司共实现营业收入 165322 万元，同比增长 24.56%；净利润总额达 1590 万元，同比增长 12.5%。目前上海三毛的主营业务即将完成转型工作，其原有的产业已基本退出公司资产，现在公司的主营业务已转向贸易和现代服务业。

公司利用土地资源优势和政府政策支持，将集团下属全资子公司上海纯新羊毛原料有限公司的仓库用地进行建筑改建后导入现代服务业，创建具有购物网络平台、进口商品实体展示、保税商品品鉴、物流配送、SOHO 式办公和配套服务功能的“上海国际网购生活广场”。公司预计将在今年继续做大做强品牌服饰板块。

此外，公司投资安诚保险 5000 万股份，是其第十大股东。投资成本在上市公司的主营业务中占比不高，但投资收益十分可观。且安诚保险下阶段的重点工作为上市，同时也是重庆政府重点扶持的地方性保险公司，公司计划对其进行长期投资，投资收益将非常可观。

表格 6：重庆轻纺控股集团产业链情况

产业	
酒类饮料产业	该产业以重庆啤酒（集团）有限责任公司和重庆诗仙太白酒业（集团）有限公司为龙头。主要产品有“山城、重庆、麦克王、国人、大梁山以及天目湖”等系列啤酒及“诗仙太白”、“盛世唐朝”系列白酒。啤酒在国内同行业中排名第四、全国市场占有率 5%，在重庆市场占有率 80%；白酒产销居重庆首位，全国排名 28 位。
汽车零部件产业	该产业由重庆嘉轩汽车密封件有限公司、重庆齐信汽车零部件有限公司、重庆奇佳机械设备制造有限公司、双钱集团（重庆）轮胎有限公司、重庆奥博铝材制造有限公司 5 家企业组成。主要产品有轮毂轴承、变速箱、摩托车及通用轴承；汽车整车密封条；全钢丝子午线载重轮胎、微型车、轻型车、轿车转向节、半轴、齿轮、后轮轴；三环减速器、风动送样、钻机、铝镁合金板材等，主要为通用、福特、铃木、本田、丰田、等国际知名汽车制造商在中国的合资企业以及中国本土的上汽、一汽、东风、奇瑞、东风柳汽、比亚迪、重汽等汽车制造商提供配套。
日用化工和纸产业	该产业以重庆登康口腔护理用品股份有限公司为龙头，由重庆龙璋纸业有限公司、重庆龙璟纸业等企业组成。主要产品有“冷酸灵”系列牙膏、保健牙刷，“登康”三面牙刷和“西泉牌”浆板、双胶纸、书写纸，“丝美乐”牌系列纸品。该板块龙头企业——重庆登康口腔护理用品股份有限公司是西南地区最大，以牙膏为主的口腔护理用品生产基地，在全国牙膏行业民族品牌产销排名第 1 位、全国品牌排名第 5 位。
加工服务贸易产业	该产业以上海三毛企业（集团）股份有限公司、重庆茧丝绸集团有限公司、重庆卓越实业发展有限公司为龙头。集加工贸易、园区开发等现代服务业于一体，主要产品有毛纺织品、羊毛条、精纺呢绒、丝绸产品、羽绒服等；贸易涉及机电产品、医化产品、轻工产品等，并已开建合川轻纺工业园和上海国际网购服务中心两个园区项目，拟建设保税区保税物流企业、保税仓库及重庆冷链食品加工贸易园项目。
纺织印染服装业	该产业主要由重庆和益纺织有限公司、重庆长丰麻纺织有限公司、重庆三五三三印染服装总厂有限公司和重庆中染纺织有限公司等主要企业组成，主要产品有各类纤维纱、线、坯布、服装及纯棉、涤、涤麻、棉等系列面料及印染。
硅酸盐制品产业	该产业主要由重庆北源玻璃有限公司、诺贝斯玻璃（重庆）有限公司、重庆四维卫浴和重庆拉法基水泥有限公司等企业组成。该板块主要产品有药用安瓶、输液瓶、太阳能集热管、太阳能集热器、日用玻璃器皿、晶质玻璃包装瓶、晶质玻璃器皿，卫浴陶瓷及各类水泥。

资料来源：重庆轻纺控股集团网站，华泰联合证券研究所

重庆港九（600279）：

2009 年 11 月底，公司公告拟通过资产置换及不低于 8.44 元/股非公开发行 11370 万股，购买实际控制人重庆港务物流集团及其全资子公司万州港旗下 8 家公司的资产及其相应负债，而置出的资产为重庆经略实业公司 100% 的股权。

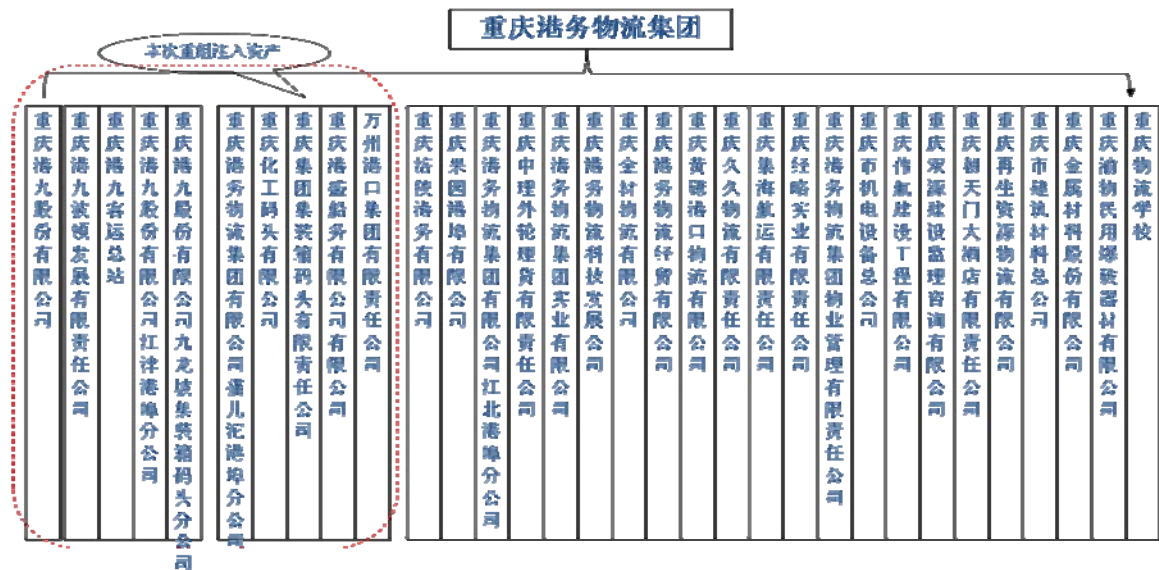
上市公司 2011 年 2 月 22 日公告重庆市国有资产监督管理委员会同意将重庆航运建设发展有限公司所持重庆东港集装箱码头有限公司 35% 的股权、重庆果园港埠有限公司 49%

的股权、重庆黄礁港口物流有限公司35%的股权，以2010年12月31日为基准日，无偿划转给港务集团持有；同意将航发公司在建的涪陵黄旗港资产、债务和人员整体划归港务集团。因港务物流集团在此前对上市公司重组时曾做承诺：在中国境内不再新增直接或间接与公司构成竞争的业务或活动；如果未来出现与公司形成实质性同业竞争的业务，将优先把该业务转让或托管给公司，或转让给其他无关联第三方。为此，港务物流集团向公司作出专项承诺：待东港、果园港、黄礁港、黄旗港建成后，将把持有东港集装箱35%的股权、果园港100%的股权（之前持股51%，本次增持49%）、黄礁港口物流35%的股权及涪陵黄旗港的资产托管给公司。如将来上述港口生产经营状况出现实质性提升，或公司认为必要时，将把上述资产或股权优先转让给公司，以避免可能出现的同业竞争。

重庆港务物流集团有限公司系重庆市委、市政府为建设长江上游航运中心，构建长江上游地区综合交通枢纽，加快重庆现代物流业的发展，于2006年将原重庆港务集团、重庆物资集团、万州港口集团和涪陵港务管理局进行战略重组而成立的市属重点国有港口物流企业。集团公司以港口、航运、综合物流及其延伸服务为主营业务，拥有西南地区水路唯一的国家一类口岸，是我国西部地区最大的内河主枢纽港、集装箱吞吐港运营企业，是重庆市目前唯一的5A级现代综合物流企业。2010年底，集团公司拥有资产总额97亿元，下属企业34家。其中，集团公司控股的重庆港九股份有限公司是长江内河港口第一家上市企业，重庆港盛船务有限公司是目前长江上游地区综合运能最大的航运企业，所属寸滩港区是我国首家内陆保税港区的“水港”。集团公司拥有各类生产性码头泊位181个（四个铁水联运换装口岸），港口货物年设计吞吐能力2667万吨，集装箱年设计吞吐能力达到113.5万TEU，商品车滚装年设计通过能力30万辆，重滚年设计通过能力6万辆，长江干线船舶自有运力25万吨，铁路专用线28.5公里（最大容许车辆编组数645辆）。

“十二五”期间，集团公司围绕市政府给予集团公司的新定位，以构建五大新平台（岸线码头资源要素平台、航运要素资源平台、综合物流平台、网络管理平台、战略联盟经营平台）、发展三大新板块（港航中转运物流板块、聚集物流板块、综合五板块）、创设五大新流程（物流化、信息化、联盟化、集约化、一体化）、实施三大新战略（业务归核战略、板块协同战略、岸陆一体战略），投资80亿元加大包括果园、寸滩、黄礁港区等重点港口基础设施建设力度，加快集团公司由传统中转经营模式向全程物流运营模式的转换，着力提高集团公司在西部物流行业中的控制力、影响力、带动力，积极构建西部现代综合物流航母企业集团，成为重庆商贸中心、物流中心、航运中心、临港工业和保税区的重要支撑。

图 7: 重庆港务物流股集团旗下主要企业



资料来源：重庆港务物流集团有限公司网站，华泰联合证券研究所

渝三峡 A (000565) & 建峰化工 (000950):

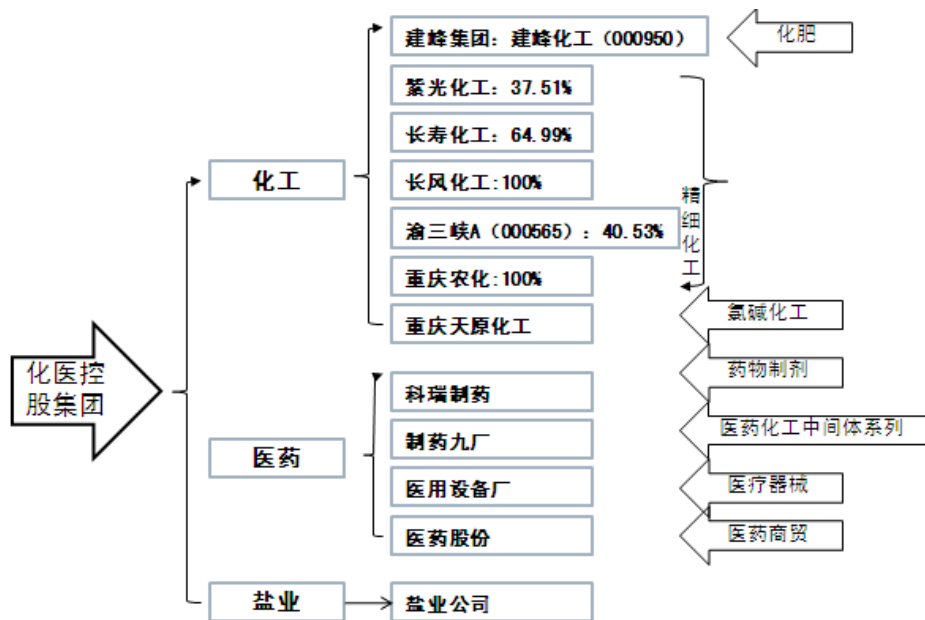
两家上市公司的大股东为重庆化医控股集团。渝三峡及建峰化工的第一大股东重庆建峰工业集团有限公司（原中国核工业建峰化工总厂）分别于 2003 年和 2004 年并入化医集团；重庆西南制药二厂、重庆市盐业总公司于 2006 年并入化医集团。重庆化医控股(集团)公司为重庆市政府出资，在原市化工局和市医药局所属 52 家企业基础上，于 2000 年 8 月成立的国有独资公司，由重庆市国资委直接监管。

集团目前主要有化工产业、医药产业及商贸流通业三大板，涉及化工、医药和盐业三大类共 18 个生产和销售领域。拥有重庆市大部分化工及医药资源。化医集团成立以来经过一系列的创新整合，不仅摆脱亏损困境，总资产也从开始的 82 亿元突飞猛进超过 300 亿元；净资产从 9 亿元突破 90 亿元。2006 年以来，集团公司连续 4 年荣获“中国大企业集团 500 强”，排名从 2006 年的 391 位迅速上升到 2009 年的 377 位，同时，集团公司还荣列中国制造企业 500 强的第 211 名，综合制造业第 11 名，集团公司竞争力得到快速提升。根据重庆市委、市政府对化医集团的工作部署，集团公司力争在 2012 年底资产、营业收入分别实现 500 亿元；2015 年底资产、营业收入分别实现 1000 亿元，进入世界 500 强行列。因此加快推进一批重大新项目建设，实施资本运作及产业重组并购是集团后续工作的重要着眼点。集团目前已基本建成万州盐气化工基地、永川及丰都氰化工基地、江津油漆及涂料基地、潼南铬盐及钛白粉基地、铜梁食品基地、合川制盐及化工基地“六大基地”建设，实现了上、中、下游产品的联动发展，形成产业集群。

大力发展精细化工已成为化医集团结构调整、产业升级的重要方向。集团公司诸多产品在产能、装置、市场占有率等方面均在全国处于重要地位，如：所属建峰工业集团是国内最大的化肥生产基地之一，民丰化工的铬盐装置产能全国第一，紫光化工的亚

胺基二乙腈国内市场占有率 95%，长风化工的二苯甲酮世界市场占有率 60%，聚碳酸酯和碳酸二苯酯国内独家生产等等。

图 8： 重庆化医控股集团三大产业及主要控股公司



资料来源：联合资信评估有限公司《信用等级公告》，华泰联合证券研究所

渝三峡 A：公司主营业务为油漆涂料，在国家节能减排及新兴产业政策的推动下，节能环保低污染的水性涂料将取代溶剂型涂料，并将与高固分子分涂料、粉末涂料、无溶剂涂料和辐射固化涂料等环保型涂料成为涂料产业未来发展的必然方向。公司 2011 年 4 月 9 日发布非公开增发预案，发行价格不低于 13.81 元/股，发行数量不超过 5062 万股，总募集金额不超过 6.9907 亿元，募集资金一部分用于 5 万吨/年环保节能涂料；部分投资于新疆渝三峡涂料化工有限公司年产 1 万吨涂料项目；部分用于营销网络区域管理中心建设项目。此外公司控股子公司重庆三峡英力化工天然气制甘氨酸项目由于产品市场低迷，销售价格持续下滑，主要原材料价格不断走高，甘氨酸项目处于停产状态。但重庆市目前如火如荼的公租房建设中部分公租房选用了公司的墙体涂料，预计对公司的产品需求有望提升。

建峰化工：由于控股股东筹划与公司相关的重大事项，股票已于 2011 年 2 月 21 日起停牌。实际上，早在重庆化医控股集团入主上市公司后，建峰化工启动非公开增发，2009 年 9 月，公司定向增发得以完成，募投项目 45 万吨合成氨/80 万吨尿素项目。该项目全部采用天然气为原料，原预计项目建成投产后年均销售收入可达 138940 万元，年利润总额 35687 万元，年平均总投资收益率为 12.71%。但 2010 年开始天然气开始逐步供应不足，影响了公司的业绩。2011 年 2 月 21 日公司股票由于重大事项已停牌至今。

太极集团（600129）&西南药业（600666）&桐君阁（000591）：

三家上市公司的实际控制人为太极集团有限公司。集团公司实力雄厚，是国内规模较大的中成药生产企业，拥有遍及全国、完善的医药工业分销体系。三家上市公司存

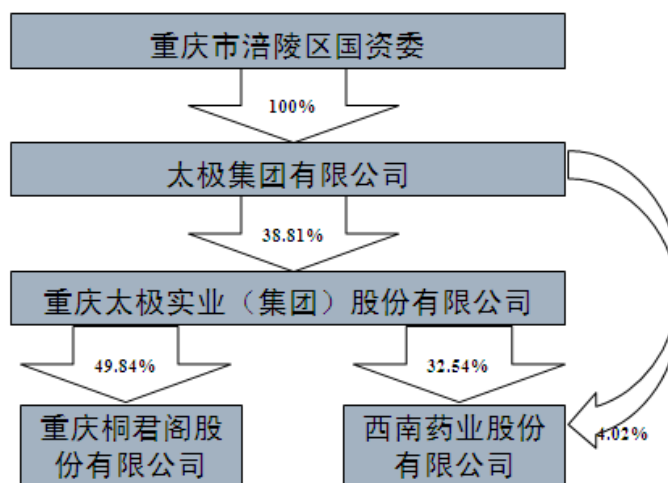
在业务上的相互关联，过多的关联交易使得三家公司在很长一段时间内失去资本市场融资功能，而如果后续要做强做大必须重启相关融资功能，资产整合势在必行。

太极集团科研储备品种丰富，在研中西药项目 80 余个，预计未来 3-10 年，新产品陆续上市将成为公司新的经济增长点。公司将紧紧围绕“大医药”产业上下游链条，紧跟医改政策的步伐，做好“中药”这篇大文章，并通过商业的资源优势，合理配置资源，增强公司的整体竞争实力，立志打造“千亿太极”。2010 年公司主动召回主打产品曲美，产生较大亏损。进入 1 季度，公司调整经营，业绩稳步回升。西南药业是西南地区最大的普药生产企业，产品资源丰富，拥有 470 余个品规，常年生产品种 200 多个，几乎涵盖普通诊所常用药物，且绝大部分产品进入医保目录，随着国家医疗改革特别是农村医疗市场改革的推进，普药生产企业将是最直接的受益者。桐君阁是西部最大的医药商业企业，拥有健全的医药商业分销体系，基本上控制了川渝两地医药商业流通市场。

后续太极集团有限公司通过太极集团（600129）这个平台整合医药资源，而其他两家上市公司作为壳公司被出让的概率较大。实际早在 2006 年，太极集团曾发布方案，拟出让桐君阁净壳资源给央企的中船重工，但其后由于种种原因重组搁浅。我们预计两家壳公司西南药业和桐君阁后续优先被其他重庆国资企业整合的可能性不容小觑。

目前市场有传闻说是后续太极集团可能被并入同属重庆国资的重庆化医控股集团，并与化医控股旗下的其他医药企业共同组建一个庞大的重庆国资医药旗舰企业。目前相关上市公司并没有正式声明，但我们认为不能随便排除这种可能性。化医旗下的重庆医药股份在医药商业领域有布局优势，太极集团旗下的医药有制造也有商业和零售，整合后具有完整的医药科工贸产业链，可以打造一家重庆国资医药的旗舰企业，符合当地国资的意图。

图 9： 太极系三家上市公司股权示意图



资料来源：太极集团、西南药业和桐君阁三家公司 2010 年年报，华泰联合证券研究所

壳资源

之前的*ST 四维（600145）控制权已转让给深圳市益峰源实业有限公司，而另一家

ST 渝万里控股权也已转让给深圳市南方同正投资有限公司，目前重庆市内的壳资源主要有涪陵电力、西南药业、桐君阁等。

表格 7：重庆国资下壳资源情况

上市公司	重组展望
涪陵电力	大股东为涪陵水电投资集团，实际控制人为重庆市涪陵区国资委。2009 年 8 月，涪陵电力曾因实际控制人重庆市涪陵区政府筹划重大资产重组事宜而停牌，但一月后重组中止。2009 年 7 月公司实际控制人涪陵区国资委同意将重庆市涪陵水利电力投资集团持有的重庆川东嘭你集团 46.12% 股权无偿划转给重庆电力，划转后重庆电力将成为公司大股东重庆川东电力集团的控股股东，成为上市公司的实际控制人，但目前证监会尚未作出批复。我们预计后续再次启动重组的概率较大。
太极集团	三家上市公司存在业务上的相互关联，过多的关联交易使得三家公司在很长一段时间内失去资本市场融资功能，而如果后续要做强做大必须重启相关融资功能，资产整合势在必行。后续太极集团有限公司通过太极集团（600129）这个平台整合医药资源，而其他两家上市公司作为壳公司被出让的概率较大。
西南药业	
桐君阁	

资料来源：上市公司 2010 年年报，华泰联合证券研究所

总结

下表是我们对上面重庆国资整合机会的综合汇总，给投资者作为参考。重庆国资可以说是西部国资整合的先行者，同时其整合方式在国内也较具代表性和独特性。自上而下的强力整合使得重庆国资整合机会在 A 股市场脱颖而出，我们预计十二五期间重庆板块将有望成为 A 股的亮点。综合各方面指标和分析，我们认为可以重点关注央企方面的中国嘉陵、九龙电力；地方国资方面的上海三毛、重庆路桥、重庆港九、涪陵电力、建峰化工（已停牌）和太极系。

表格 8：重启区域内重点国资整合上市公司情况

类别	股票代码	上市公司	收盘价(元)	市值(亿元)	重组承诺	重组进程
央企控股	000625	长安汽车	9.04	242.80	有	重组通过
	000736	重庆实业	9.74	28.95	有	重组中止
	600877	中国嘉陵	8.65	59.44	无	重组中止
	600116	三峡水利	20.22	54.10	无	无
	600292	九龙电力	14.78	49.44	有	重组通过
大股东资产注入	601158	重庆水务	8.42	404.16	无	无
	000514	渝开发	7.53	52.51	无	重组中止
	000565	渝三峡 A	12.99	22.53	无	无
	000950	建峰化工	7.78	46.59	无	重组停牌
	600279	重庆港九	10.11	34.59	有	国资委通过
	600689	上海三毛	11.71	23.54	有	无
	600106	重庆路桥	9.32	42.30	无	无

壳资源	600129	太极集团	8.67	37.01	无	重组中止
	600666	西南药业	9.15	26.54	无	无
	000591	桐君阁	8.08	22.19	无	重组中止
	600452	涪陵电力	12.27	19.63	无	重组中止

资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

注: 股价为 2011.6.1 收盘价

风险提示

- 1、证监会对于并购重组方案的审批进程变慢;
- 2、重庆两江新区规划等政策实施力度低于预期;
- 3、宏观经济下滑力度和通胀水平超预期。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn