

政策主导的资产重组路径研究系列一

—广东省国资委资产证券化研究

报告要点

■ 政策主导的资产重组路径研究

近年来中央、上海、重庆等地国资企业整合动作先后开展，通过资本市场整合地方国资企业，以迅速的“做大做强”地方国有企业。在分析中央、上海国资委资产证券化的发展路径后，力图对每个省份资产证券化路径进行梳理和总结，寻找各省份的资产证券化路径，特别是寻找资产注入预期强和有望“被借壳”注入国资委资产的“壳公司”，并及时跟踪。

■ 广东省国资委首次明确证券化率

广东省国资委首次明确下属国资证券化率目标，到 2015 年末新增 20 户国有控股上市公司，80%以上集团至少控股 1 户上市公司，证券化率突破 60%。

■ 国资委整合思路明确——注资与借壳

我们认为经营主业单一且只有唯一上市平台的省属国资企业，及多种业务经营且已有多个上市公司平台的国资集团企业，主要是通过资产注入上市公司提高证券化率。

拥有较好潜在“壳资源”，省属企业可利用地方国资的上市公司借壳上市，既可能完成国资证券化要求，更有助于区县国有上市公司增强竞争力，整合区域国企资源，借壳上市符合目前广东省属国资企业的证券化的实际情况。

■ 三方面锁定潜在优质“壳资源”

尝试从以下三方面锁定可能被借壳的区县级国资上市公司：1) 与省属国资经营主业相同，但行业内竞争力一般。2) 盈利能力较差但负债较低 3) 股权结构较为清晰，若各级国资委实际控制力较大，则整合阻力较小。

■ 重点关注标的

两类受益上市公司：1) 资产注入明朗的平台：白云机场、粤高速、粤电力、风华高科、星湖科技、佛塑科技；2) 可能“被借壳”区县部分国资上市公司：东莞控股、南海发展、超声电子、华发股份、深圳华强、力合股份。

相关研究

《产能过剩治理下的大企业“重生”——铅酸蓄电池的主题投资逻辑梳理》，邓二勇
《国家首个海洋经济主题新区——舟山群岛新区》，邓二勇，2011 年 7 月 8 日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751256

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

胡瑞丽

(8621) 68751589

hurl@cjsc.com.cn

正文目录

政策主导的资产重组路径研究	4
广东省国资委首次明确证券化率	5
广东省国资企业证券化潜力巨大	6
国资委整合思路及案例分析	9
单一主业且唯一上市平台的省属国资企业	10
多元经营且有多上市平台省属国资企业	12
省属国企借壳市区县国资上市可能性较大	15
行业方面分析——潜在壳资源上市公司的经营主业	15
财务方面分析——潜在壳资源的盈利能力及负债	17
股权角度分析——潜在区县级国资上市公司股东结构	19
投资标的归总	20

图表目录

图 1: 广东国资委组织结构图	7
图 2: 广东省机场管理集团公司主要资产机构	10
图 3: 粤高速现有主要资产结构	11
图 4: 广新集团结构图	12
图 5: 新湖科技主要股东	13
图 6: 佛塑股份主要股东	14
表 1: 广东省属国资企业列表	5
表 2: 广东省属国资企业及其 A 股上市公司	6
表 3: 广东省广州市深圳市及其他各级国资委下属上市平台	Error!
Bookmark not defined.	
表 4: 单一主业且唯一上市平台省属国资企业，及多业务且已有多上市平台国资集团企业	9
表 5: 广州省属尚无境内上市平台的国资企业，及其主要业务	15
表 6: 区县级国资委下属潜在壳资源主营业务	16
表 7: 区县级国资上市公司盈利能力分析	18
表 8: 区县级国资上市公司负债情况	18
表 9: 区县各级国资上市公司股权集中度	19
表 10: 关注的投资标的	20

政策主导的资产重组路径研究

近年来中央、上海、重庆等地国资企业整合动作先后开展之后，已取得了一定的成绩，市场也出现了不少机遇热点。自 2006 年中央国资委明确提出央企调整目标之后，中央国资委直属企业已从当年的 196 户减少至 2010 年末的 121 户，仅 10 年就完成了 12 户央企集团的整合工作，减少央企 7 户。虽然并未完成早前既定在 2010 年央企数量减至 80-100 户的目标，但中央国资委整合央企的决心表露无遗。在此背景下，中央开始推进地方国资委下属企业的整合工作，根据国资委的规划，至 2013 年前后将央企数量缩减至 20-50 户，地方国资企业也不宜超过 1000 家。其主要思想是通过资本市场整合地方国资企业，以迅速的“做大做强”地方国有企业。

上海国资方面自 2008 年 9 月《关于进一步推进上海国资国企改革的若干意见》发布以来，上海国资委坚持“开放性、市场化”的重组整合理念，个别行业如非金属矿采选业、造纸业等高污染且“不适宜”的大都市发展的产业已相继退出。同时，优化产业结构，通过整体上市、优质资产注入等手段提到地方国资企业资产化进程。截至 2010 年底，已实现上海国资证券化率 30.5%，同时全年实现利润总额 697 亿元。而 2011 年，上海市国资的证券化率目标为：力争达到 35% 左右，涉及上市资产 167 亿。“十二五”期间目标为：上海经营性国资的资产证券化率目标为 40%，其中 90% 以上的产业集团经营性资产要实现上市。从该数据上看，上海国资企业证券化将在今年再次提速。

重庆方面国有资产总量发展较快，于 2009 年首破万亿大关，达到 1.25 万亿元，较 2005 年增长了 2.4 倍，是我国国资系统第四个迈进“万亿俱乐部”的省市。就证券化改革思路上看重庆国资委坚持抓住“整体上市”这个纲要，提出了国企转机建设、融资发展、监管创新这个魂。目前，重庆国资在渝股板块地位举足轻重。重庆 32 家上市公司中，市国资控股参股 14 家，涪陵区国资委控股参股 5 家，中央国资下属的有 3 家，占渝股板块较大比重。今年年初该市国资委表示将积极推动重庆银行、川仪股份、重庆建工、燃气集团、民生轮船等公司上市进程，力争今年上市。该市“十二五”期间规划为：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，所有者权益达到 6500 亿元，年实现利润突破 600 亿元，股东回报率 8% 以上。

云南省国资委去年提出的资产证券化率为 32%，比 2009 年提高 5 个百分点。在此基础上，云南省将“十二五”资产证券化率的目标定在 50%，按照此前几年进展，2011 年云南省国资证券化率有望提高 5 个百分点左右。

安徽省国资委今年初也确定将提高国资企业资产证券化水平作为“十二五”工作重点。“十二五”期间，安徽省国资委将进一步推进省属企业改革，继续探索和推动省属企业集团层面的股份制改革，积极推动省属企业上市融资，提升资产证券化水平。据悉，安徽省属企业上市公司已达 16 家，资产证券化率达 40% 左右。

越来越多的地方国资委具体了资产证券化的目标，未来五年内预计可以看见一波国资委资产证券化的大浪潮，在分析了中央、上海国资委资产证券化的发展路径后，我们力图对每个省份资产证券化路径进行梳理和总结，寻找各省份的资产证券化路径，特别是寻找资产注入预期强和有望“被借壳”注入国资委资产的“壳公司”，并及时跟踪各省份资产证券化进程。

广东省国资委首次明确证券化率

广东省国资委近日首次明确了其下属国资企业证券化率，官方称其省属国资企业力争到2015年末，新增20户国有控股上市公司，80%以上集团至少控股1户上市公司，证券化率突破60%。然而目前广东省属国资企业资本运作水平仍然较低。根据广东省国资委数据，其省属国资大型企业共计24户拥有控股上市公司共20户，其中境内A股上市公司仅11户，另有境外上市公司9户，证券化率低于20%，且目前无一家省属企业实现整体上市。5年内将不到20%的证券化率提升到60%，因此单从该目标规划时间表来看，可以预见未来五年内广东省属国资企业将会有大动作。

表 1: 广东省属国资企业列表

省 国 有 企 业	广东省机场管理集团公司	广东省广业资产经营有限公司
	广东省广弘资产经营有限公司	广东省广晟资产经营有限公司
	广东省粤电集团有限公司	广东省交通集团有限公司
	广东省航运集团有限公司	广东物资集团公司
	广东省商业企业集团公司	广东省建筑工程集团有限公司
	广东新广国际集团有限公司	广东省广新外贸集团有限公司
	广东省丝绸(集团)有限公司	广东省粤旅集团有限公司
	广东省中旅(集团)有限公司	广东省粤海控股集团有限公司
	广东省广盐集团有限公司	广东省水电集团有限公司
	广东省铁路建设投资集团有限公司	广东恒健投资控股有限公司
	广东白天鹅酒店集团有限公司	广东联合电子收费股份有限公司
	南方联合产权交易中心	广东南粤集团有限公司
省 持 股	中国南方电网有限责任公司	中国电信股份有限公司
	中国广东核电集团有限公司	深圳华强集团有限公司
代 管	广东省粤科风险投资集团有限公司	广东省二轻工业集团有限公司

资料来源：国资委，长江证券研究部

这24户省属企业覆盖了电力、物流、贸易等多个行业。2010年末，广东省属企业资产总额5965.14亿元，同比增长13.1%；全年累计实现营业收入3155.03亿元，同比增长18.25%；累计实现利润总额187.86亿元。其中，营收超过100亿元的企业有10户，突破400亿元的有3户。其中，总资产超千亿的有广东省交通集团有限公司和广东省粤电集团有限公司两户。

根据广东省国资委规划到“十二五”末期，广东省属企业资产总额将翻一倍达到 1.2 万亿元，归属于母公司所有者权益达到 3000 亿元，营业收入达到 6000 亿元，利润总额达到约 400 亿元。要在现有基础上再形成 4-5 户资产超千亿元、2-3 户营业收入超千亿元、主业突出的省属国资企业。

表 2：广东省属国资企业及其 A 股上市公司

广东省人民政府国有资产监督管理委员会	下属集团公司	持股比例	二级集团公司	持股比例	上市公司
	广东省机场管理集团公司			61.96%	白云机场
	广东省交通集团有限公司			40.83%	粤高速
		100%	广东省高速公路有限公司	1.56%	
		100%	新粤有限公司	1.05%	
	广东省粤电集团有限公司			48.99%	粤电力
		100%	广东省电力开发公司	2.81%	
	广东省水电集团有限公司			39.18%	粤水电
	广东省广新外贸集团有限公司			16.55%	星湖科技
				20.78%	佛塑科技
				23.04%	省广股份
	广东省广晟资产经营有限公司			18.25%	风华高科
				31.73%	中金岭南
		100%	深圳市广晟投资发展有限公司	6.51%	
		100%	广东广晟有色金属集团有限公司	0.99%	
				50.02%	广晟有色
	广东省广弘资产经营有限公司			50.18%	广弘控股

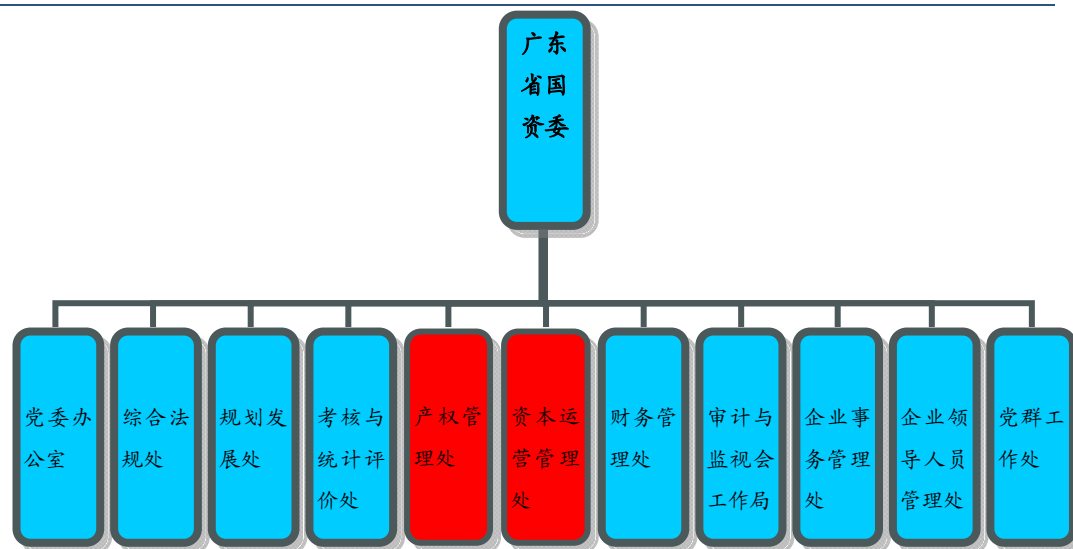
资料来源：国资委，长江证券研究部

广东省国资企业证券化潜力巨大

“十二五”期间广东省国资企业证券化潜力较大，首先我们考虑目前该省省属国企证券化率只有不到 20% 仅有 11 家 A 股上市公司，且无一实现整体上市的情况。而 5 年规划的目标为证券化率达到 60%，且新增 20 户国有控股上市公司，80% 以上集团至少控股 1 户上市公司。相对于其他各省而言广东省存在证券化起点较低但目标较高的情况。因此，广东省国企的整合改革、资本证券化进程或将存在不断加速，动作幅度较大的明显特点。面临巨大挑战的同时存在的机遇也越大，看好广东省国资企业证券化进程我们主要基于广东省国资企业的两大优势面，即“资源”方面与广东国资委的“推动力”方面。

首先，地方国资委的推动显然是加速地方国企证券化进程的重要动力，在这方面显然广东国资委是做了相当的准备工作的，先后设立了产权管理处及资本运营管理处。

图 1：广东国资委组织结构图



资料来源：国资委，长江证券研究部

广东省国资委下属产权管理处专门负责研究提出完善国有产权管理的意见；承担所监管企业国有资产产权界定、登记、划转、处置及产权纠纷调处等工作；依法承担国有股权管理的相关工作；承担所监管企业国有资产评估项目的核准和备案工作，监督、规范国有产权交易；承担所监管企业清产核资和资产损失核销工作。资本运营管理处负责研究拟订所监管企业结构调整和资产重组方案并指导落实；拟订所监管企业资本运营的政策措施，指导所监管企业资本运营工作；研究提出所监管企业深化改革的政策和建议，指导所监管企业主辅分离和辅业改制、富余人员分流等工作，协调解决企业改革中的重大问题。这两个机构部门的建立表明广东国资委对未来国资企业提高证券化率的准备工作已经展开，至少政府职能上以有一定备案。

从另一个角度来说，广东省国资委对省属国资企业的整合思路已然明确。根据近日广东省国有企业改革与发展工作会议上国资委的官方发言可以总结出以下思路：**对已有上市公司的集团把核心业务资产注入上市公司实现整体上市，拥有优质资产但缺乏上市公司的集团应通过IPO、借壳等方式实现优质资产上市。**对业务板块未能进入省属企业范围内前三名的，优先由该业务板块位居前三名的省属集团兼并重组，但被重组后的企业仍可按相应比例持有重组后企业的股份，但丧失决策权和控制权。对主业突出、市场竞争力强、成长性高的集团所属企业，在不改变其产权关系的前提下，以其为龙头整合相关业务，调整为国资委直接监管企业，集中资源支持其做大做强。

其次，广东省同时还拥有较好的潜在资源，该省拥有各省及国资委中规模最大的国有资产。截至去年底，广东省国资监管企业资产总额达 21105 亿元。2010 年实现营业收入 8552 亿元、利润总额 612 亿元、上缴税金 720 亿元，较“十一五”初分别增长 67%、56.2%、94.7% 和 99.5%。

潜在的“壳资源”同样较为充足，整个广东省国资委下共有 67 户境内上市公司，其中除去省级国资委直属 11 户上市公司，广州市级国资企业有约 15 户上市公司，而深圳市级国资企业有 23 户上市公司，其他各区县级地方国资委下属企业约 18 户上市公司。单从上市公司数量上而言不亚于上海国资企业数量，因此有理由认为广东省有众多潜在壳资源。

表 3：广东省广州市深圳市及其他各级国资委下属上市平台

国企集团	A 股上市公司
广州无线电集团有限公司	*ST 吉药、广电运通、海格通信
珠江实业集团有限公司	珠江实业
广州汽车工业集团有限公司	广汽长丰
广州轻工工贸集团有限公司	广州浪奇
广州医药集团有限公司	白云山 A、广州药业
广州发展集团有限公司	广州控股
广州珠江啤酒集团有限公司	珠江啤酒
广州百货企业集团有限公司	广百股份
广州岭南（国际）企业集团有限公司	东方宾馆
广州钢铁企业集团有限公司	广钢股份
广州友谊商店股份有限公司	广州友谊
凯德控股（广州开发区管委会）	穗恒运 A
广州日报报业集团	粤传媒
深圳国资局直属	深长城、深天健
深圳投资控股	深振业 A、深物业 A、深深房 A
深圳市沙河实业集团	沙河股份
深圳东部开发集团	深天地 A
深圳国资局直属	农产品、深圳燃气
深圳投资控股	深深宝 A
深圳盐田港集团	盐田港
深圳机场集团	深圳机场
深圳能源集团	深圳能源
深圳国际控股	深高速、南玻 A
深南石油集团	广聚能源
深圳赛格集团	ST 三星（停牌中）、深赛格
深圳特发集团	特力 A、特发信息
深圳通产实业	通产丽星
深圳投资控股	深纺织 A
深圳广播电影电视集团	天威视讯
东莞市公路桥梁开发建设总公司	东莞控股
佛山市南海供水集团有限公司	南海发展
高要鸿图工业有限公司	广东鸿图
广州市鸿汇投资有限公司	春晖股份
惠州市德赛工业发展有限公司	德赛电池
汕头超声电子（集团）公司	超声电子
韶关市工业资产经营有限公司	韶能股份
中山火炬集团有限公司	中炬高新

中山中汇投资集团有限公司	中山公用
珠海城市建设集团有限公司	力合股份
珠海港控股集团有限公司	珠海港
珠海格力集团有限公司	格力电器
珠海格力集团有限公司	格力地产
珠海华发集团有限公司	华发股份
江门市资产管理有限公司	ST 甘化
广西贵糖集团有限公司	贵糖股份
深圳华强集团有限公司	深圳华强

资料来源：国资委，长江证券研究部

国资委整合思路及案例分析

回顾广东国资委“十二五”期间的规划目标，广东省要打造更多的“千亿俱乐部”大型国企，短短 5 年内将证券化率提高 40%，其任务难度较大。因此，我们认为若想达成这些既定目标广东省国资委将必然有“大动作”且“愈行愈快”。总结，广东省属国资委现有的整合思路，“对已有上市公司的集团把核心业务资产注入上市公司实现整体上市，拥有优质资产但缺乏上市公司的集团应通过 IPO、借壳等方式实现优质资产上市。”我们认为对于经营主业单一且只有唯一上市平台的省属国资企业，及多种业务经营且已有多个上市公司平台的国资集团企业，他们未来的证券化发展思路及方向相对于目前尚无上市平台的国企是比较清晰的，因此投资机遇也是较为明确的。

表 4：单一主业且唯一上市平台省属国资企业，及多业务且已有多上市平台国资集团企业

单一主业集团公司	广东省属国资企业	主要业务	上市公司
	广东省机场管理集团公司	旅客过港服务；航空运输地面服务、交通运输和仓储服务；航空设施使用服务；	白云机场
	广东省交通集团有限公司	高速公路、等级公路，桥梁的建设施工，公路、桥梁的收费和养护管理，兼营投资房地产开发经营业务	粤高速
	广东省粤电集团有限公司	电力项目的投资，电力的生产和销售，电力行业技术咨询和服务。	粤电力
	广东省水电集团有限公司	水利水电工程、水电开发	粤水电
多种业务集团公司	广东省广新外贸集团有限公司	主要业务 味精、肌苷原料药系列产品制造。	星湖科技
		生产、销售各类高分子聚合物、塑料化工新材料、塑料制品	佛塑科技
		设计、制作、发布、代理国内外各类广告，广告咨询	省广股份
	广东省广晟资产经营有限公司	研究、开发、生产、销售高科技新型电子元器件、集成电路、电子材	风华高科

		料、电子专用设备仪器及计算机网络设备	
		有色金属铅锌的采、选、冶及铝型材、玻璃幕墙、出租车运输和房地产开发等	中金岭南
		有色金属、贵金属矿采选；有色金属、贵金属冶炼；有色合金制造、有色金属压延加工	广晟有色

资料来源：长江证券研究部

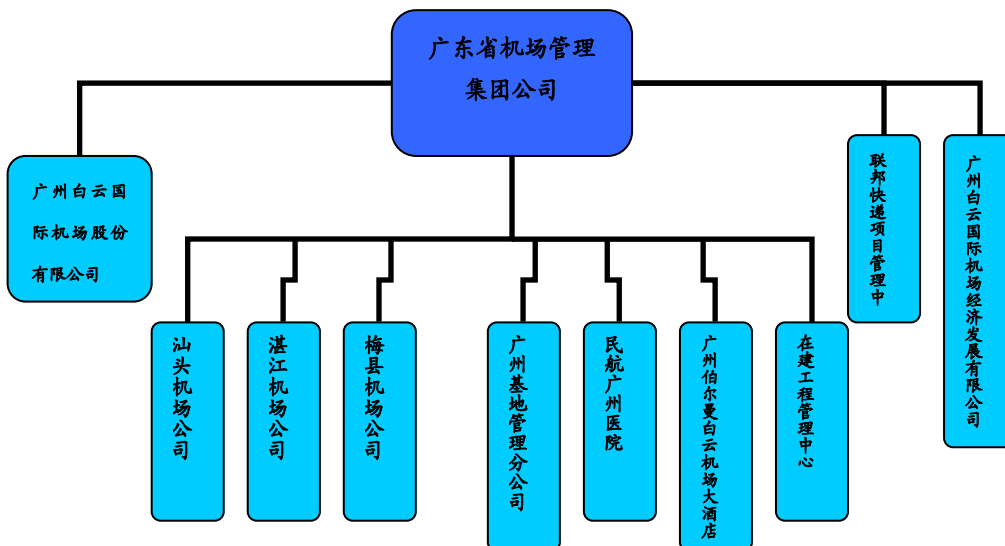
单一主业且唯一上市平台的省属国资企业

作为单一主业且拥有唯一的上市公司平台的省属国资企业未来证券化发展方向最为明确。根据省国资委披露的整合思路，该类国资企业应当向属上市平台注入优质资产，以期整体上市。

白云机场

公司于 2000 年 9 月 19 日由广州白云国际机场集团公司作为主发起人,以其所属的航空地面服务主业的优质经营性净资产,与中国国际航空公司、中国民航机场建设总公司、广州白云国际机场有限公司及广州交通投资有限公司共同发起设立。机场集团以其所属的航空地面服务主业的优质经营性净资产作为出资投入股份公司。就目前而言新白云机场近 60 亿元航空主业资产已经上市，且已通过资产置换机场宾馆 50%股权及部分老机场土地建筑得到了机场集团所有的新白云机场部分资产。从机场集团角度来看，仍有不少优质资产等待注入，包括新机场在建的新航站楼，联邦快递亚太运转中心等。

图 2：广东省机场管理集团公司主要资产机构



资料来源：长江证券研究部

粤电力

粤电力同样属于省属国资企业的唯一上市公司平台，其控股股东为广东粤电集团有限公司。粤电集团公司曾承诺，粤电力将是该集团在发电主业板块唯一的核心上市公司，并曾表示将通过资产注入等方式逐步减少集团内部的同行业竞争，将优质资产注入以支持粤电力的发展。实际上早在 10 年粤电集团有限公司已开始向粤电力注入优质资产，该轮注入主要集中在电厂、风力发电及 LNG 业务等 7 家公司方向。然而之前粤电集团旗下全资、控股及一级参股的主要企业有 53 家，其中电力行业公司多达 34 家。34 家电力行业公司中火力发电厂有 19 家(含粤电力)，水力发电厂 11 家，风力发电厂 1 家，天然气发电厂 3 家。

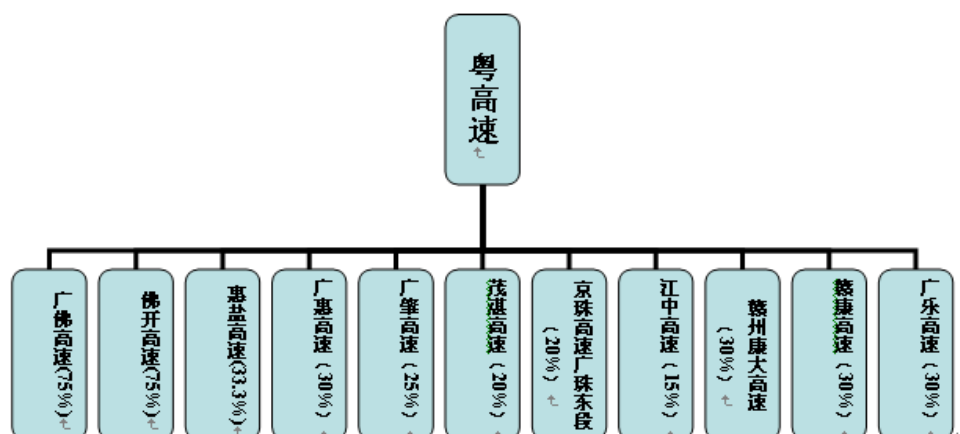
我们认为粤电力尚有多达 20 余家电力行业公司未注入，虽然目前粤电集团所控制的剩余发电资产注入受阻，存在审批手续不完善、盈利情况、合作协议约定以及土地使用等各种问题，可能尚不适合注入粤电力。但根据目前省国资委的整合证券化时间表相信在未来 2-4 年内粤电力将会重启注入进程，最终实现粤电集团发电资产的整体上市，因此我们认为应当予以粤电力一定的关注。

粤高速

粤高速作为广东省交通集团有限公司下属的唯一高速公路业务上市公司平台，其目前所拥有的高速公里里程相对于集团而言占比较小约不到集团路产的 10%左右，粤高速目前权益里程是 305.6 公里，而集团累计投资、控股和管理的高速公路通车里程 3338 公里，占全省高速公路通车总里程的 69%。

值得注意的是 6 月 13 日粤高速曾公布资产重组方案，粤高速拟以 4.93 元/股，向控股股东广东交通集团旗下全资子公司广东省公路建设有限公司发行 5.66 亿股 A 股，收购其持有的广州广珠交通投资管理有限公司 100%的股权。本次发行后，广东交通集团直接和间接持有公司的股权比例将由 43.65%提升至 61.15%，控股股东地位不变。该资产重组方案显示，本次交易对价（评估价值）为 27.92 亿元，较账面价值 3.22 亿元增值 767%。后于 7 月 13 日公司公告称由于粤高速 A、B 股两类股东就这一方案同意率都没有达到 2/3，重组方案最终被否。虽然，粤高速的本次资产注入受阻，但这一事件也从侧面印证了广东交通集团将把粤高速作为上市公司平台注入优质资产的这一证券化思路。

图 3：粤高速现有主要资产结构



资料来源：广东高速公路发展股份有限公司，长江证券研究部

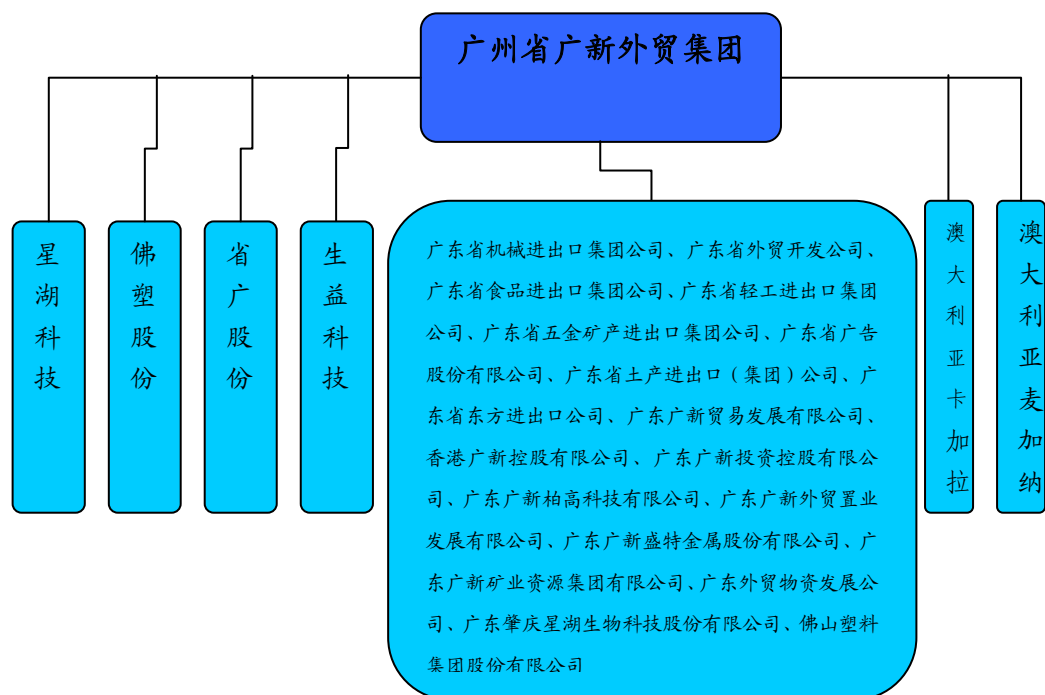
多元经营且有多上市平台省属国资企业

如果说单一主业的国资企业在证券化进程中的主要思路是优质资产注入上市平台的话，那么多业务国资企业的证券化思路为整合各主业上市平台，避免内部竞争，集中优势资源，以期做大做强。我们认为对于这类国资企业证券化或可分为三个步骤，其中整合旗下各个业务将为第一步，通过借壳手段获得各个行业上市平台为第二步，然后向各业务类别上市平台逐步注入相关主要业务资产为第三步。

广州市广新外贸集团（现更名为广东省广新控股集团有限公司）

广新外贸集团属多主业经营外贸集团企业，下辖共 18 家一级企业，4 家境内上市公司和 2 家外海上市公司，主要业务包含了：有色建材、矿冶化工、轻工食品、装备制造电子电机和现代物流为主的五大产业。

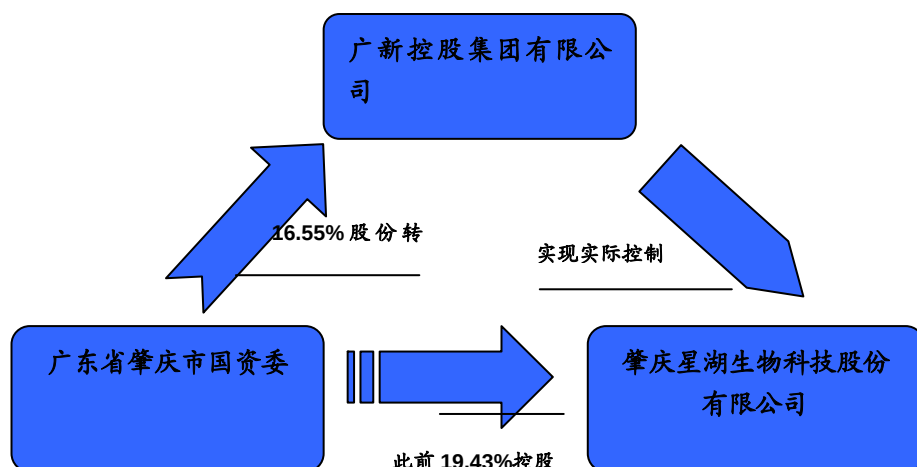
图 4：广新集团结构图



资料来源：长江证券研究部

新湖科技被广新集团定位为集团轻工食品主业的上市整合平台。值得注意的是，新湖科技实际上原先属广东省下级国资企业被广新集团借壳。根据公告：东肇庆星湖生物科技股份有限公司于 2009 年 2 月 13 日接到控股股东广东省肇庆市国资委通知，通过公开征集和择优选择，市国资委确定广东省属广新外贸集团有限公司为本次股份转让的受让方，并于同日与广新集团签订了《公司人民币普通股股份转让协议》，将其持有的公司国有股约占公司总股本的 16.55% 转让给广新集团，此前肇庆国资委持有占公司总股本的 19.43%。本次股份转让完成后，广新集团成为公司第一大股东，肇庆市国资委持有公司股份减至公司总股本的 2.88%，为公司第二大股东。

图 5：新湖科技主要股东

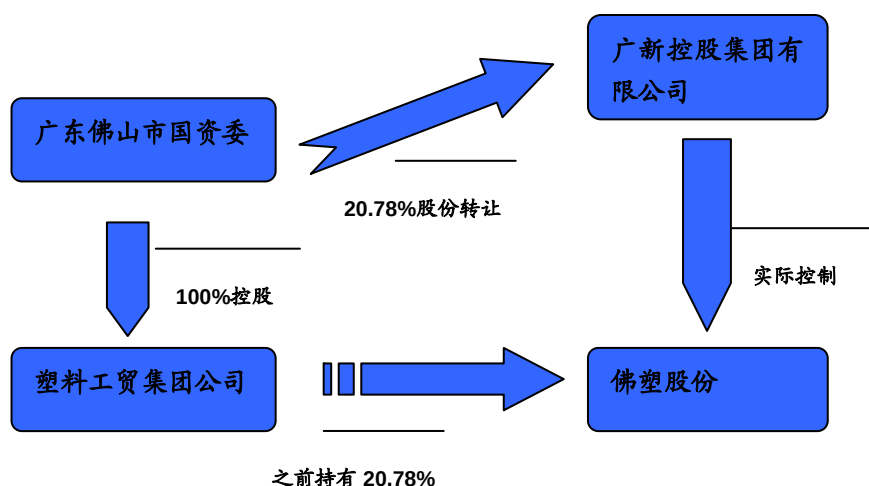


资料来源：长江证券研究部

根据肇庆市国资委转让股份时协议，广新集团将把新湖科技作为轻工食品主业上市平台向其注入优质资产。实际上广新集团在完成了上文我们总结的第一、第二步之后已于 10 年开始了资产注入进程，新湖科技于同年 7 月认购集团旗下珠江桥 11% 股份，成为其第二大股东。

佛塑股份作为广新集团新材料产业的整合平台，同样是由市县一级国资委转让而来的。2009 年 6 月，广东佛山市国资委下属塑料工贸集团将其持有的 20.78% 佛塑股份股权全部转让给广新集团。

图 6：佛塑股份主要股东



资料来源：长江证券研究部

广新集团虽然尚未有明确向佛塑股份注资的计划，但广新集团同样承诺将会有切实可行的优质资源或资产注入该上市公司以提升佛塑股份综合实力。

省属国企借壳市区县国资上市可能性较大

对于目前尚无上市平台的集团公司证券化的进程中主要有两种选择，其一发掘潜力壳资源，以期借壳上市。其二，便是储备优秀资源，准备冲击 IPO。目前，就广东省国资委提出的证券化时间表及目标而言，存在时间较紧，任务较大，目标较高的特点。根据省国资委给出的整合思路，我们认为证券化期间应当会以整合区域资源为核心。而同时广东省属企业与地方各级国有企业相比拥有资质较为优良，规模较大且管理完善等优势。各级国资委对旗下上市公司拥有一定控制能力，故整合阻力相对较小。因此若省属企业能够利用地方国资的上市公司借壳上市，既可能按时完成了国资证券化的要求，更有助于区县各级国有上市公司增强市场竞争力，减少同行业间的竞争。

“借壳上市”又是一种简捷的上市方法，成本低、时间快，能避免直接上市的高昂费用与上市流产的风险。“借壳上市”的费用一般包括“壳公司”的成本、律师费、审计费、申报费、材料费等，其费用不高，远远低于 IPO 的前期费用。另外，“借壳上市”的时间周期也较短，一般 3 到 4 个月内就可以完成。同时，“借壳上市”的效果也不亚于 IPO。因此我们认为，借壳上市可能更加符合目前广东省属国资企业的证券化的实际情况。

广东省属国资企业通过“借壳”手段获得上市平台存在较大的可能性，但同时“被借壳”目标却不同与上文分析的已上市平台未来资产注入思路明确且标的清晰，存在较大的不确定性。因此我们尝试从以下三方面锁定可能被借壳的区县级国资上市公司：1）与省属国资经营主业相同，但行业内竞争力一般。2）盈利能力较差但负债较低 3）股权结构较为清晰，国资委实际控制占比较大，整合阻力较小。

行业方面分析——潜在壳资源上市公司的经营主业

本次广东省属国资企业整合思路中提到对业务板块未能进入省属企业范围内前三名的，优先由该业务板块位居前三名的省属集团兼并重组，但被重组后的企业仍可按相应比例持有重组后企业的股份，但丧失决策权和控制权。因此，广东省各级国资委在本轮证券化进程中或将鼓励整合区域内资源，所以我们认为应当首先考虑潜在壳资源的主营行业。

表 5：广州省属尚无境内上市平台的国资企业，及其主要业务

尚未拥有境内上市平台的广东省属国资企业	主业板块
广东省广业资产经营有限公司	环保主业，燃料能源 矿产资源 现代服务业
广东省航运集团有限公司	水上交通运输 仓储物流
广东物资集团公司	材料，汽车，能源，电器，化工等贸易 商业地产 电子商务 资本运作
广东省商业企业集团公司	商品贸易，现代物流 市场和物业经营
广东省建筑工程集团有限公司	房屋建筑 水利水电 机电安装 市政路桥 装饰装修 金属结构
广东新广国际集团有限公司	建筑与房地产 资本运营与投资管理 物流贸易
广东省丝绸(集团)有限公司	茧丝绸、纺织服装产品 轻工机电 文体用品、医药保健品
广东省粤旅集团有限公司	盖酒店及餐饮业 旅行业 出租客运 商场及房地产开发

广东省中旅（集团）有限公司	旅游业 酒店 汽车服务
广东省粤海控股集团有限公司	公用事业，基础设施 基础设施 制造业 零售批发 酒店及 酒店管理
广东省广盐集团有限公司	盐业
广东省铁路建设投资集团有限公司	铁路、城际及其他轨道交通设备 土地开发、房地产经营 酒 店管理 货物及技术进出口 物资供销和国内商业
广东恒健投资控股有限公司	科技旅游娱乐 电子信息 电子专业市场 房地产物业 制糖 造纸 水务环保
广东白天鹅酒店集团有限公司	酒店、酒店管理 房地产 汽车服务
广东联合电子收费股份有限公司	电子商务
南方联合产权交易中心	全社会各类产权，包括股权、债权、物权和知识产权等交 易服务
广东南粤集团有限公司	酒店餐饮 劳务管理输出 环保 地产开发 食品生产贸易 物业管理

来源：长江证券研究所

通过上表发现，剩余的多家属属国企存在多种主业重复的现象，其主要集中在以房地产开发、酒店业为代表的服务业，现代物流为代表的交通运输业，其他还包括，能源，化工，机电制造业，环保，水务等行业。因此，省属国资的潜在壳资源应当主要匹配以上行业，以期在未来能够以“壳”做上市平台整合资产。

表 6：区县级国资委下属潜在壳资源主营业务

名称	行业	占比业务	增长率
德赛电池	电池及配件(行业)	99.62	43.84
	物业开发与经营	82.53	
	酒店	8.84	
深圳华强	电子商务	8.16	
	信息服务	0.04	
	商业	61.41	-38.29
珠海港	工业	25.37	4.89
	房地产业(含物业)	7	-28.5
	计算机应用服务业	29.27	-12.02
	电子器件制造业	29.12	37.42
力合股份	电子设备制造业	20.57	317.77
	公共设施服务业	12.51	13.99
	科研服务业	6.9	5.75
ST 甘化	工业	93.31	-20.19
	电力(行业)	55.39	21.91
韶能股份	建材	13.59	31.14
	纸	10.23	31.02
格力电器	家电制造	93.25	44.24
中山公用	供水(行业)	58.2	7.36

超声电子 东莞控股	房地产销售(行业)	12.4	
	市场租赁(行业)	11.95	0.41
	污水、废液处理(行业)	9.61	2.14
	物业管理(行业)	1.11	53.02
	其他(行业)	0.22	64.35
	电子元器件行业	100	30.02
	交通运输辅助业	98.48	35.9
	造纸业	63.48	6.5
贵糖股份	制糖业	35.98	79.64
	化工	0.52	0.08
春晖股份	合成纤维制造业	99.24	30.39
广东鸿图	铸件制造业	97.2	83.61
格力地产	房地产(行业)	96.85	121.03
	其他(行业)	1.77	
	建材销售(行业)	1.05	
南海发展	自来水生产和供应业务	75.27	18.77
	污水处理业务	15.33	90.4
	垃圾焚烧发电业务	3.89	0.14
华发股份	房地产销售(行业)	94.92	42.43
中炬高新	制造业	85.91	30.92
	房地产及服务业	12.87	103.38

来源：wind 长江证券研究所

比较两表发现，区县一级潜在壳资源多能满足省属国资企业“借壳上市”及后期向其注资整体上市的行业需求，两者之间匹配度较高。从这样的潜在壳资源行业情况来看，如德赛电池，ST 甘化、南海发展、华发股份之类单一的主营业务的上市平台较为适合多元经营的省属集团公司分别整合各主业之用。

财务方面分析——潜在壳资源的盈利能力及负债

在广东国资委的整合规划显然会考量这个区域内的资源优化问题，某些地方国资企业由于各种原因出现盈利能力低下，行业内缺乏竞争力的情况，而这些上市公司若被省属大型国企集团公司“借壳”既能提高壳公司实力，同时又能满足省属国企的证券化要求。

在国资企业选择壳公司兼并重组的过程中，目标公司的负债显然也是考量标准之一，高负债的企业在处理债权债务上将会遇到困难，其中涉及到定价问题及承债问题，省属国企在承接这些债务的过程中是否将面临困难。

表 7：区县级国资上市公司盈利能力分析

名称	销售毛利率(%)			净资产收益率(%)		
	2010 年	2009 年	增长率(%)	2010 年	2009 年	增长率(%)
东莞控股	69.14	63.08	9.59	3.90	3.09	26.00
南海发展	39.29	39.53	-0.61	2.32	2.05	13.13
广东鸿图	26.03	25.55	1.87	3.39	3.85	-11.81
春晖股份	8.11	3.93	106.50	3.19	1.24	156.69
德赛电池	23.77	16.42	44.73	10.33	7.38	40.04
超声电子	20.21	18.26	10.70	2.31	1.54	49.83
韶能股份	20.96	19.34	8.39	-0.07	-0.17	56.32
中炬高新	25.20	26.80	-5.95	2.02	1.51	34.51
中山公用	30.99	29.13	6.37	2.32	2.99	-22.44
力合股份	30.28	26.76	13.15	0.33	0.15	113.72
珠海港	19.33	8.62	124.33	-0.63	-1.39	54.47
格力电器	16.45	21.40	-23.13	6.79	6.21	9.22
格力地产	54.84	44.16	24.21	3.26	5.15	-36.62
华发股份	25.55	49.34	-48.22	2.48	2.59	-4.32
ST 甘化	8.72	8.94	-2.55	-2.11	-2.26	6.73
贵糖股份	19.21	22.71	-15.42	2.79	4.24	-34.16
深圳华强	69.61	74.10	-6.06	0.98	1.80	-45.30

来源：wind 长江证券研究所

上图中发现部分区县级国资企业盈利能力确实不尽如人意。其中如春晖股份、格力电器等上市公司行业内毛利率较低，ST 甘化、贵糖股份等毛利率负增长态势明显，而韶能股份、珠海港等 ROE 为负值。

表 8：区县级国资上市公司负债情况

名称	资产负债率(%)			负债合计(万元)		
	2010 年	2009 年	增长率(%)	2010 年	2009 年	增长率(%)
东莞控股	28.26	40.23	-29.74	118,750.75	190,019.40	-37.51
南海发展	48.59	47.84	1.58	155,096.08	101,914.98	52.18
广东鸿图	36.50	41.03	-11.05	48,133.24	28,157.54	70.94
春晖股份	60.70	60.94	-0.39	107,851.85	98,497.63	9.50
德赛电池	67.27	73.43	-8.39	57,205.16	48,075.18	18.99
超声电子	42.39	40.97	3.49	142,733.68	126,064.62	13.22
韶能股份	61.95	62.70	-1.20	520,661.61	529,444.91	-1.66
中炬高新	33.67	31.96	5.36	98,152.42	87,446.38	12.24
中山公用	20.82	25.93	-19.71	128,467.96	149,448.60	-14.04
力合股份	20.31	18.94	7.21	24,758.96	19,235.98	28.71
珠海港	21.81	26.98	-19.18	39,628.18	53,653.38	-26.14
格力电器	78.64	79.33	-0.86	5,159,266.99	4,087,756.54	26.21
格力地产	81.47	69.23	17.67	784,527.10	373,372.99	110.12
华发股份	67.78	68.34	-0.82	1,377,731.51	1,193,579.72	15.43
ST 甘化	54.12	48.38	11.87	37,977.29	37,407.31	1.52

贵糖股份	40.53	42.55	-4.75	56,293.55	56,884.27	-1.04
深圳华强	52.70	38.39	37.28	201,064.22	105,524.78	90.54

来源：wind 长江证券研究所

就负债来看部分企业拥有较高的负债比例，债务额也较大，但是如果在重组收购期间公司大股东能够消化这部分债务就不会对整合工作带来阻力。

股权角度分析——潜在区县级国资上市公司股东结构

从股权角度来看，结构较为清晰，国家股或法人股相对集中的话，则国资企业整合阻力较小，股权的大宗转让较容易实现。因此，在绝对控股方愿意出让的前提下，股权相对集中的上市公司易成为壳公司目标。目前，在政府行为下的实际操作中，股权协议转让已成为买卖交易的主要方式。

表 9：区县各级国资上市公司股权集中度

名称	股权集中度 (%)			实际控制人	控制人类型
	2010年6月	半年变动	上期		
东莞控股	71.85	0.00	71.85	东莞市国有资产监督管理委员会	地方国资委
南海发展	41.54	0.23	41.31	佛山市南海区公有资产管理委员会	其他
广东鸿图	66.60	0.67	65.93	高要市国有资产经营有限公司	地方国有企业
春晖股份	32.74	1.22	31.52	开平市资产管理委员会	地方国资委
德赛电池	61.37	8.73	52.64	惠州市国有资产监督管理委员会	地方国资委
超声电子	54.36	5.95	48.41	汕头市国有资产监督管理委员会	地方国资委
韶能股份				韶关市人民政府国有资产监督管理委员会	
	23.98	-0.38	24.36	会	地方国资委
中炬高新	20.75	-3.39	24.14	中山火炬高技术产业开发区管理委员会	地方政府
中山公用	75.40	-6.66	82.06	中山市国有资产监督管理委员会	地方国资委
力合股份				珠海市人民政府国有资产监督管理委员会	
	21.82	-1.55	23.37	会	地方国资委
珠海港	34.18	3.20	30.98	珠海市国有资产监督管理委员会	地方国资委
格力电器				珠海市人民政府国有资产监督管理委员会	
	39.75	-1.20	40.95	会	地方国资委
格力地产	66.21	2.02	64.19	珠海市国有资产监督管理委员会	地方国资委
华发股份	36.21	-3.92	40.13	珠海市国有资产监督管理委员会	地方国资委
ST 甘化	24.28	-2.25	26.53	江门市国有资产管理局	地方国资委
贵糖股份	29.76	-0.17	29.93	原华强集团员工 680 余名	
深圳华强	76.51	-0.65	77.16	原华强集团 704 名员工	

来源：wind 长江证券研究所

从股权结构来看，东莞控股、广东鸿图、德赛电池、超声电子、中山公用、格力地产及深圳华强可能在兼并重组过程中所受阻力较小，较高的股权集中度在各级地方国资委愿意的情况下较容易促成大宗股权转让，因此，它们也能成为被重点关注的壳资源。

投资标的归总

上文中我们分析了本次广东省国资委在推动省属国企证券化进程中可能的思路及具体操作方式，对于已有上市平台的省属国企主要以资产注入的方法，逐步达成整体上市。而对于目前尚未有上市平台的国企，“借壳上市”是较为节约、快捷的方法。当然，仍然会有一批拥有优质资产储备的集团公司会选择整体 IPO 的道路。

我们认为在广东省属国企证券化浪潮的推动下可能存在两类受益较大的上市公司，其中包括了整合思路明朗，具体可能操作方式较为清晰的部分省属国企上市公司平台，以及目前虽然尚未明确但极可能成为“被借壳”对象的下一级区县部分国资上市公司。

对于如何“押宝”可能的壳资源，我们根据以下三个方面进行了筛选：1）与省属国资经营主业相同，但行业内竞争力一般。2）盈利能力较差但负债较低 3）股权结构较为清晰，国资委实际控制占比较大，整合阻力较小。

表 10：投资标的选择

国资委集团公司直接资产注入标的		
证券代码	证券简称	推荐理由
600004	白云机场	广东省机场管理集团旗下多处资产可能注入，包括联邦快递亚太转运中心，新建航站楼，新建跑道等优质资产
000429	粤高速 A	作为集团内唯一的上市平台，目前拥有高速公路资产不到集团总量的 10%，预期多条高速公路及在建高速可能注入该上市平台。如集团旗下深汕高速，粤赣高速，惠河高速等
000539	粤电力 A	集团旗下尚余 20 余家发电行业公司尚未注入，其中包括 10 余家火力电厂，及数家风力水力电厂。
600259	广晟有色	广晟集团内另一境内上市平台，主营稀土业务，预计未来可能由集团向上市平台注入包括八家稀土公司，五家钨公司在内的优质资产。
000636	风华高科	作为广晟集团内电子板块唯一上市平台，预计集团内部相关产业均将注入该公司，包括广晟微电子，广晟数码等公司在内，早前粤晶高科已经注入。
600866	星湖科技	其作为广新集团整个食品轻工行业的上市平台，已于 10 年将珠江桥 11% 的股份注入，但是集团内部仍有较大潜力可挖，其中包括集团新的调味品项目。
000973	佛塑科技	其作为广新旗下新材料业战略上市平台，集团承诺将未来注入优质相关产业。
省国资委借助区县级国有上市公司的优质“壳资源”		
证券代码	证券简称	可能吸引的省级国资
000828	东莞控股	2003 年公司实施了重大资产重组，主业变更为高速公路的运营，将交通运输作为主业，可能吸引包括如广东省航运集团有限公司，广东省商业企业集团有限公司在内的省级国资对其进行并购重组，将其作为陆路交通运输业的上市整合平台，值得注意的是公司目前拥有数条高速公路，作为壳资源成长性较强。

600323	南海发展	主营水务，废水处理及环保相关业务。可能吸引如广东恒健投资控股有限公司，广东南粤集团有限公司，广东省建筑工程集团有限公司在内的相关水务产业集团公司，并作为相关业务的上市整合平台。
00082	超声电子	电子元件制造业，或将吸引包括广东物资集团公司，广东恒健投资控股有限公司在内的拥有电器机电贸易业务的公司。
600325	华发股份	房地产销售业，适合广东新广国际集团有限公司，广东白天鹅酒店集团有限公司，广东省粤海控股集团有限公司，广东省建筑工程集团有限公司等房地产业主力公司入驻。
000062	深圳华强	涉及业务从物业开发到酒店，电子商务，信息服务等，从产业相关的角度来看，可能吸引包括广东物资集团公司，广东联合电子收费股份有限公司，广东恒健投资控股有限公司在内的集团公司。
000532	力合股份	主业包含计算机服务及其他服务业，或将吸引如广东联合电子收费股份有限公司，南方联合产权交易中心，广东省广业资产经营有限公司等大力发展现代服务业的公司集团。

来源：国资委，长江证券研究所

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

胡瑞丽，华中科技大学金融学硕士，现为长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为主题投资与投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。