

政策主导的资产重组路径研究系列三

—重庆市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。

■ 重庆市国资证券化破冰历程——“世界是可以重组的”

“金融市长”黄奇帆的一句“世界是可以重组的”，奠定了重庆市金融建设的基调，政府积极支持国有资产的整合，而重庆市国资委资产证券化步伐亦是走在全国的前列。2010年重庆国资委资产证券化率为52.2%，到“十二五”末国资委资产证券化率目标要达到100%。

■ 重庆国资委资产证券化思路

根据重庆国资整合的思路，其路径可划分为三个阶段，目前正处于第三阶段新一轮的国资再造，借助资本市场实现国资放大和战略扩展，其路径有三：IPO，包括在A股IPO和在香港IPO；以集团下的上市公司为平台实现整体上市；借壳上市。

■ 明确的国资委集团上市平台资产注入路线

商社集团将新世纪注入重庆百货更是明确了重庆国资委通过平台资产注入整体上市思路，在“十二五”时期重庆市重点关注的12家集团中，一部分集团会选择A或H股IPO，同时拥有上市平台的集团通过资产注入整体上市思路较为明确。其中化医集团旗下平台有渝三峡A和建峰化工，建峰化工重组暂停背景下渝三峡A资产注入的预期增强、进程加快；轻纺集团通过上海三毛注入丝绸、麻纺、针织等资产的战略清晰；港务集团在业务归核战略下将港口资产注入重庆港九的思路较为明确。

■ 重庆市可利用“壳”资源分析

作为直辖市，市级以下国资委拥有的可能被借壳的上市公司集合较小，我们预期涪陵区国资委旗下属于同一控股股东的太极集团、西南药业、桐君阁三家上市公司存在集团内资产整合放入一家公司，另两家作为壳资源出售的可能；同时重庆机电集团存在借壳参股公司ST渝万里的预期。

相关研究

《政策主导的资产重组路径研究系列二

—安徽省国资委资产证券化研究》，

邓二勇，2011年8月12日

《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》，

邓二勇，2011年7月19日

《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) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120005

联系人：

胡瑞丽

(8621) 68751500

正文目录

政策主导的资产重组路径研究	4
重庆市国资证券化破冰历程——“世界是可以重组的”	5
重庆国资委资产证券化思路	7
国资整合的三阶段	7
国资资产证券化路径分析	8
明确的国资委集团上市平台资产注入路线	10
商社集团之例——重庆国资委资产注入整体上市思路	10
重庆百货——平台窗口资产注入	10
化医集团资产注入平台	11
渝三峡 A:	13
建峰化工:	14
轻纺集团资产注入平台	15
上海三毛	16
港务物流集团资产注入平台	18
重庆港九	19
重庆市可利用“壳”资源分析	21

图表目录

图 1: 重庆商社集团下属公司结构.....	11
图 2: 资产注入前后股权变更情况.....	11
图 3: 重庆化医集团旗下子公司	11
图 4: 渝三峡 A 可能的资产注入图	14
图 5: 建峰化工可能的资产注入图.....	14
图 6: 重庆轻纺控股(集团)控股公司	15
图 7: 可能的资产注入图.....	17
图 8: 重庆港务物流集团下属企业.....	18
图 9: 可能注入的港口	20
表 1: 重庆市属国资企业名录	5
表 2: 重庆国资整体上市计划推进表	6
表 3: 重庆国资第二批整体上市公司	9
表 4: 第二批集团中资产注入较为明确的集团公司	10
表 5: 重庆化医集团旗下部分子公司业务.....	12
表 6: 重庆轻纺控股(集团)下属公司	17
表 7: 重庆港九下属公司	19
表 9: 重庆国资相关上市公司整合机会分析	21

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。

“广东省属企业力争到 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%。”月前在广东国资系统高层人士齐聚的全省国有企业改革与发展工作会议上，广东省国资委主任温国辉在讲话中对广东省属国资明确提出了这一目标。

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。

重庆市国资证券化破冰历程——“世界是可以重组的”

“金融市长”黄奇帆的一句“世界是可以重组的”，奠定了重庆市金融建设的基调，政府积极支持国有资产的整合，而重庆市国资委资产证券化步伐亦是走在全国的前列，早在 2006 年率先提出国有资产整体上市的发展思路，随后我们看到的是 2007 年重庆钢铁成功在 A 股 IPO，2008 年机电控股成功在香港 IPO，2009 年西南证券借壳登陆 A 股，2010 年重庆水务 A 股闪亮登场。2011 年 3 月在重庆金融工作会议上，市长黄奇帆曾表示 2010 年重庆国资委资产证券化率为 52.2%，到“十二五”末国资委资产证券化率目标要达到 100%，这是全国首个提出证券化率达到 100%的省市，作为上海国资委资产证券化的操刀人，对省市经济建设拥有独特的能力和方法。

截至 2010 年末，重庆市国资委所属企业资产总额已跨越万亿元大关，达 1.25 万亿元，较 2005 年增长了 2.4 倍，成为全国国资系统第四个迈进“万亿俱乐部”的省市。据相关人士表示重庆银行、川仪股份、重庆建工、燃气集团、民生轮船等企业要正在积极准备上市；广电集团、高速集团力争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、对外经贸集团等集团要尽早完成资产整合和上市平台搭建等前期工作，在 2012 年前推动所有适合上市的企业要完成或做好上市准备工作。

从重庆市上市公司看，国资委控股的股东在重庆板块地位举足轻重，重庆 37 家上市公司中，市国资控股参股 10 家，涪陵区国资委控股参股 5 家，中央国资下属的有 4 家，占渝股的一半以上。

重庆市国资委旗下有集团 37 个，可分为工业集团、金融企业、投融资集团和商贸物流及其他四类。其中值得注意的是“渝富+八大投”所组成的重庆特色金融产业，“八大投”是指从 2002 年开始陆续建立的城投公司、地产集团、高发司、建投公司（并入重庆能源集团）、开投公司、交旅集团、水投集团和水务集团。作为西部“金融高地”，重庆已拥有重庆银行、重庆农村商业银行、三峡银行、新华信托、重庆信托、中新大东方保险、安诚保险，益民基金、新世纪基金及西南证券等金融机构。并且，该市有在“十二五”期间打造 1-2 个金融控股集团的发展思路，西南证券成功上市，并在近期吸收合并国都证券，成为证券行业的首例，重庆农村商业银行在香港成功上市，重庆银行、三峡银行均在上市的积极准备中，重庆市发展金融产业链的思路明确。

表 1：重庆市属国资企业名录

工业集团	金融企业
庆铃汽车（集团）有限公司	重庆银行股份有限公司
重庆钢铁（集团）有限责任公司	重庆农村商业银行股份有限公司
重庆化医控股（集团）公司	重庆国际信托有限公司
重庆轻纺控股（集团）公司	西南证券股份有限公司
重庆机电控股（集团）公司	重庆市三峡担保集团有限公司
重庆市能源投资集团有限公司	重庆进出口信用担保有限公司
中国四联仪器仪表集团有限公司	重庆三峡银行股份有限公司
重庆建工投资控股有限责任公司	重庆农畜产品交易所股份有限公司

投融资集团	商贸物流及其他
重庆保税港区开发管理有限公司	重庆对外经贸（集团）有限公司
重庆市水务资产经营有限公司	重庆市农业投资集团有限公司
重庆市城市建设投资公司	重庆港务物流集团有限公司
重庆高速公路集团有限公司	重庆交通运输控股（集团）有限公司
重庆交通旅游投资集团有限公司	重庆商社（集团）有限公司
重庆市地产集团	渝惠食品集团有限公司
重庆城市交通开发投资（集团）有限公司	重庆粮食集团有限责任公司
重庆市水利投资（集团）有限公司	重庆国际投资咨询集团有限公司
重庆渝富资产经营管理有限公司	重庆园林绿化建设投资（集团）有限公司
重庆市江北嘴中央商务区开发投资有限公司	
重庆联合产权交易所股份有限公司	
重庆西永微电子产业园区开发有限公司	

资料来源：重庆国资委，长江证券研究部

重庆市 2009 年 8 月 20 日出台的《重庆市人民政府关于进一步推进重庆市国有重点企业整体上市工作的指导意见》中明确提出：从 2009 年开始，重庆市 19 家国有重点企业将分两批实现整体上市，其中重庆水务集团、重庆银行和四联集团等 7 家企业将在 2010 年前实现整体上市。意见指出，首批 10 户企业集团中还未上市的 7 户，要力争在 10 年前实现上市；另外新推出 12 户企业作为第二批重点推进对象，要在 2012 年前完成相关工作。

从目前完成的情况看，基本实现目标，在第一批的十家集团中，其中四家已经成功上市，另外六家的上市进程已经进入实质运行阶段，因此我们将研究重点放在了第二批的 12 家公司上，其中港务物流、农村商业银行已经成功在 A 和 H 股上市，在第二批 12 家国资中我们更为关注的化医集团与轻纺集团之类已然拥有优良上市平台的企业，是否会通过旗下平台注入集团优质资产。

表 2：重庆国资整体上市计划推进表

划 分	名 称	上市进程
首批十户重点推进整体上市的企业集团	重庆钢铁股份有限公司	重庆钢铁，2007 年 A 股 IPO
	重庆机电控股（集团）公司	机电控股，2008 年香港 IPO
	西南证券有限责任公司	借壳 ST 长运，2009 年
	重庆水务集团股份有限公司	重庆水务，2010 年 A 股 IPO
	中国四联仪器仪表集团有限公司	IPO 上市进行中
	重庆市能源投资集团公司	燃气集团上市进行中
	重庆建工投资控股有限责任公司	IPO 上市进行中

	重庆商社集团有限公司	IP0上市进行中
	重庆银行股份有限公司	IP0上市进行中
	重庆国际信托有限公司	引入战略投资者
第二批圈定整体上市企业	重庆市农业投资集团有限公司	
	重庆化医控股(集团)公司	重庆市重点企业,整体上市准备中
	重庆轻纺控股(集团)公司	整体上市积极进行中
	重庆国际投资咨询(集团)有限公司	
	重庆市江北嘴开发投资公司	
	重庆高速公路发展有限公司	
	重庆市水利投资(集团)有限公司	
	重庆港务物流集团有限公司	重庆港九, 2000年A股IPO
	重庆交通运输控股集团有限公司	
	重庆粮食集团公司	
	重庆农村商业银行股份有限公司	2010年香港IPO
	重庆三峡银行股份有限公司	IP0市场准备中

资料来源: 公开信息, 长江证券研究部

重庆国资委资产证券化思路

在之前的一系列关于各地方国资企业整合的梳理报告中(详见“政策主导的资产重组路径研究系列一、二”),我们已然发现各地具有明确国资证券化整合目标或意图的地方国资委均有一套适合自己思路,它们或强调资产重组的合理性与平衡性,或着重突出“强强联合”的战略目的。但无论是“拉郎配”还是“嫁靚女”之类的整合方略上的判断,首先领会地方国资委精神,“跟随”地方国资委逻辑,找出并整理一个明确且符合实际的证券化思路对于我们下一步在证券化进程中寻求投资机遇有着决定性作用。以下我们对重庆国资整合思路从阶段及路径两方面进行了整理与分析。

国资整合的三阶段

根据我们前述的论述,重庆市国资委加快资产证券化率思路较为明确,且进展快速,2001年,时任上海市政府副秘书长、上海市经委主任的黄奇帆调任重庆市副市长,主管重庆经济工作。黄市长懂经济,熟悉金融工作,曾在上海主导过一系列的国资整合案例,上海原来的嘉丰股份、交运股份、电器股份进行净壳重组的操刀者正是此人,而拉起重庆国资重组帷幕的同样是此人。

根据重庆国资整合的思路,其路径可划分为三个阶段:

第一阶段,以化解国企债务危机为中心,打包收购银行不良资产,减轻国企历史负担,释放国企经营效率。这个阶段典型的事例是渝富公司的多次收购银行对重庆国企的不良债权。

第二阶段,以优化国资管理体系为中心,通过国有股权的划拨,国资企业的重组实现了国有

资本集中。典型的如重庆市开发投资有限公司、重庆市公共交通控股(集团)有限公司、重庆城市公共交通站场集团有限公司三家重庆市属重点国有企业合并重组为“重庆城市交通开发投资(集团)有限公司”(简称“开投集团”)。

第三阶段，新一轮的国资再造，借助资本市场实现国资放大和战略扩展。这也是目前重庆国资正在着力推进的阶段。

回顾重庆市国资整合经历的三个阶段，早在2006年7月30日，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领导小组第一次会议，会议旨在研究和部署市国有控股集团整体上市相关工作。我们可以将该次会议看作是重庆国资整合第三阶段的“开幕式”，新的时代序曲就此奏响。会议上黄奇帆表示，重庆八大集团将要通过四种渠道实现整体上市，其中，西南证券、重庆水务集团将借壳上市（后改为直接IPO，目前已通过证监会审核）。

2009年8月20日，重庆市出台了《重庆市人民政府关于进一步推进重庆市国有重点企业整体上市工作的指导意见》，这一标志性的文件表明了该市国资证券化“进行曲”步入了“高潮”阶段。文件指出：2009年开始，重庆市19家国有重点企业将分两批实现整体上市，其中重庆水务集团、重庆银行和四联集团等7家企业将在2010年前实现整体上市。意见指出，首批10户企业集团中还未上市的7户，要力争在10年前实现上市；另外新推出12户企业作为第二批重点推进对象，要在2012年前完成相关工作。

国有资产证券化路径分析

我们在对重庆国资证券化进行了分阶段总结之外，同样对该市的整合路径进行了梳理。就目前相关文件精神来看，重庆国资的整体上市可能将主要沿着以下三种路径展开：

路径之一：IPO，这包括在A股IPO和在香港IPO；

路径之二：以集团下的上市公司为平台实现整体上市；

路径之三：借壳上市。

当然以上三种路径各具利弊，我们认为在重庆市国资企业具体操作中必然将根据实际情况区别对待。首先，我们考虑IPO可以直接获得融资，从这一角度出发IPO当是重庆国资最为理想的上市途径。但同时需要考虑到IPO进程中的慢慢长路是其最大障碍。虽然在香港上市可能进程比较快，事实上在重庆第一、第二批的国资中确有数家企业选择或已完成了在香港IPO，可在香港上市的不利之处在于溢价率或相对较低，且企业在后期的资本运作上也或有不便之处。

从另一方面考虑到借壳上市和以旗下上市公司为平台的整体上市虽然不能在当期实现融资，但两种方式均能迅速提高集团的资产证券化率，而未来的再融资也因此打开了空间。同时，从进程上来看，以融资为最终目的方式比较中，借壳与依托上市平台实现整体上市这两种方法并不一定较直接IPO获得融资的时间来的晚。值得注意的是2009年6月19日，财政部颁布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，其中规定：境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，除国务院另有规定的，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有。但这项新规并不适用于借壳与依托上市平台实现整体上市。因此，这两种路径的使用预期显得更加强烈。

且根据江苏国资委的发展思路，目前已到了如何提高第二批集团公司资产证券化率的阶段，

因此我们试图研讨第二批集团公司的发展思路。

表 3: 重庆国资第二批整体上市公司

集团公司	主营业务
重庆市农垦控股(集团)有限公司	生猪、乳品、水产、特色农产品和农产品流通
重庆化医控股(集团)公司	化工
	医药制造, 商贸
重庆轻纺控股(集团)公司	轻工、纺织
	建材
	汽车零部件
	房地产开发
	加工贸易
重庆国际投资咨询(集团)有限公司	规划、项目决策评估咨询, 工程设计招标代理, 政府采购, 工程、设备监理, 以及环境评价、安全评估、市场调研、企业管理咨询、财务融资咨询等相关咨询业务。
重庆市江北嘴开发投资公司	江北嘴中央商务区为核心的共计 9000 余亩土地的储备整治、市政基础设施建设的资金筹措、整体开发及管理
重庆高速公路发展有限公司	全市高速公路的建设、营运、养护、融资
重庆市水利投资(集团)有限公司	大中型水源、城镇供水排水、污水处理项目的投资和经营, 河道整治、水土保持项目的投资和经营
	水力发电、风力发电等可再生能源项目的投资和经营
	销售水利水电设备及材料
	实施政府授权范围的土地储备、整治; 房地产开发
	旅游
	种养殖业项目的投资、经营
重庆港务物流集团有限公司	主要从事港口、航运、商贸物流及其延伸服务业务为主
重庆交通运输控股集团有限公司	道路客运
	货运物流
重庆粮食集团公司	粮油购销、粮油制品、饲料加工
	境内外优质粮油基地建设、粮油产品进出口贸易、仓储保管、物流配送
	房地产开发
	旅游开发、酒店管理
重庆农村商业银行股份有限公司	银行业
重庆三峡银行股份有限公司	银行业

资料来源：公开信息，长江证券研究部

最后需要指出，重庆国资的整合、资产证券化率的提高终是一个大方向，然而其所涉及的范围或将不仅仅局限于上面所提到第一及第二批次的国资企业，我们认为凡是那些旗下资产丰富的大型国资企业集团均可能借助资本市场进行相应运作，尤其是那些具有上市平台的集团，将旗下优质资产注入上市公司以做到整体上市这一思路是较为明确的。

综合重庆市国资委资产结构、集团业务类型、控股或参股公司及壳资源，我们认为国资委旗下37家集团中，没有上市平台的集团中，一部分可能会选择国内或国外IPO，一部分通过借壳，但由于重庆市上市公司中下级国资委拥有的上市企业仅有5家，按照我们系列报告中对壳资源的筛选方式，壳资源相对较少。

对即将通过IPO上市的公司不是我们考虑的重点，我们主要分析可能通过已有上市注入资产实现集团整体上市及可能被借壳的公司。

明确的国资委集团上市平台资产注入路线

对拥有上市平台的集团公司，对旗下上市公司通过资产注入的方式实现整体上市不失为最优的选择，IPO 需要经历股份制改造，并且如果企业集团业务机构比较多元化、股权结构较为复杂，股改步骤复杂、进展缓慢。

在我们重点分析的第二批上市公司中，我们参照第一批集团公司中的商社集团将新世纪资产注入，表明重庆市国资委通过资产注入实现整体上市的思路，同时我们分析在第二批集团中的轻纺集团、化医控股、港务集团等均是资产规模较大，参控股公司众多，并且拥有上市公司平台，因此我们认为对这些集团通过上市平台进行资产注入实现整体上市的可能性更大。

表 4：第二批集团中资产注入较为明确的集团公司

涉及集团	直接控股股东	控股股权比例	代码	上市公司
重庆化医控股（集团）公司		40.53	000565	渝三峡 A
	重庆建峰工业（集团）有限公司	52.05	000950	建峰化工
重庆轻纺控股（集团）有限公司		25.95	600689	上海三毛
	重庆啤酒（集团）有限责任公司	32.25	600132	重庆啤酒
重庆港务物流集团有限公司		40.77	600279	重庆港九

资料来源：长江证券研究部

商社集团之例—重庆国资委资产注入整体上市思路

重庆百货——平台窗口资产注入

作为重庆国资委重点扶持上市的国有集团之一，重庆商社集团旗下重庆百货与新世纪百货一直以来都存在同业竞争关系，两家企业的门店重合度高达 90%以上，很多时候两家企业的门店是门对门开着，同业竞争现象显著。为了改变这种同业竞争的局面，提高集团整体运营效率，重庆商社集团将旗下新世纪百货注入到上市公司，这样并购的好处是，整个重庆的商业资源得到了整合，从招商到采购、物流、融资等方面，将更加有利，极大程度的提高了

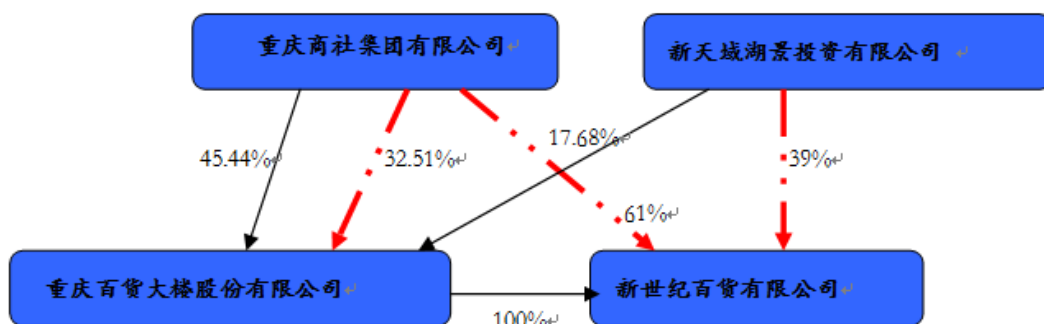
重庆百货公司的盈利能力。以前，重庆百货和新世纪都独立经营，并购以后，通过资源整合，同业竞争也就不存在了，且从集团整体来讲这是其实现整体上市的关键一步。作为首批十家之一，在重庆百货和新世纪实质融合之后，进一步的资产注入值得期待。

图 1: 重庆商社集团下属公司结构



资料来源：商社集团网站，长江证券研究部

图 2: 资产注入前后股权变更情况

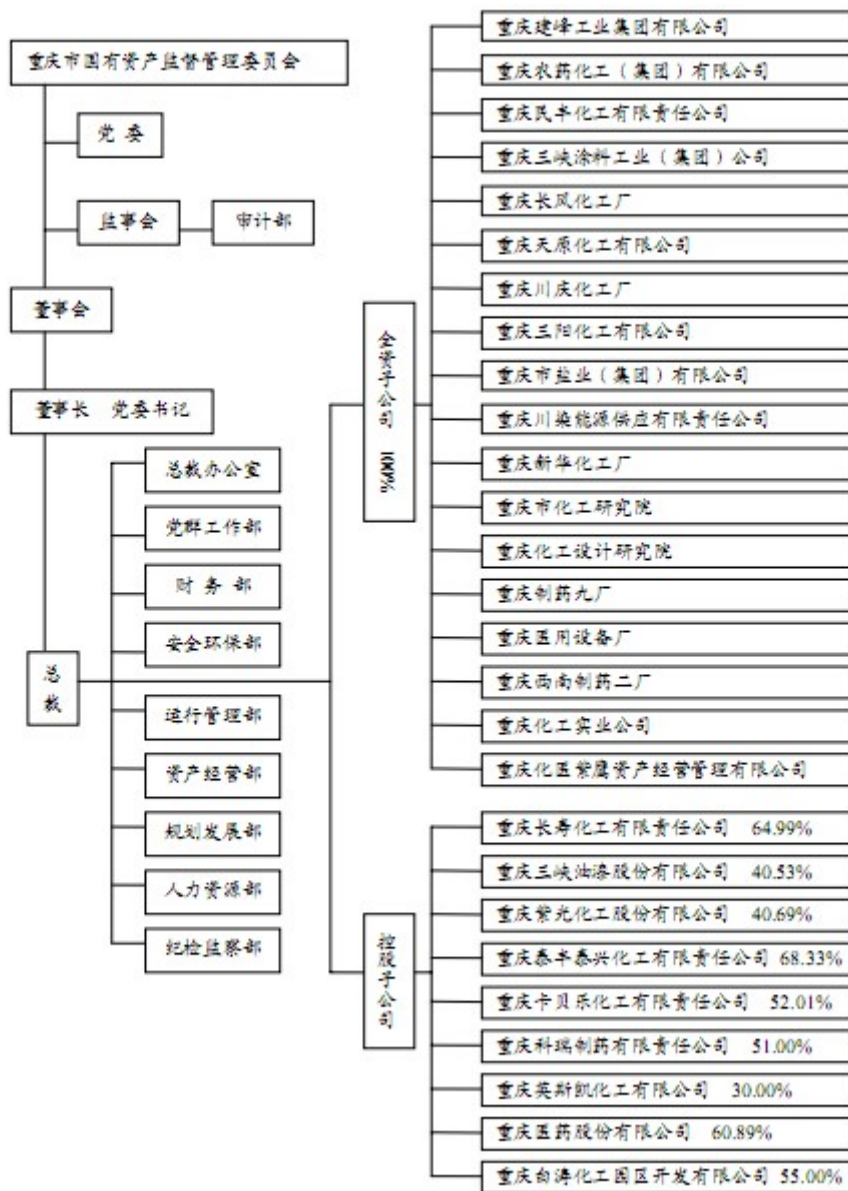


资料来源：商社集团网站，长江证券研究部

化医集团资产注入平台

重庆化医控股(集团)公司是重庆市政府 2000 年 8 月出资组建的国有独资大型控股集团公司,负责经营和管理重庆市市属化工、医药行业国有独资、控股、参股的生产企业、工业供销公司、专业公司和科研院所的国有资产。集团现拥有独资、控股、参股子公司 42 家。其中,生产企业 27 家,科研院所 3 家,商贸公司 5 家,其他企业 7 家。2005 年公司注册资金 17.98 亿元,总资产 108 亿元,销售收入 102.5 亿元。化医集团现主要有化工产业、医药产业、商贸流通业三大板块,涉及 18 个生产和销售领域。

图 3: 重庆化医集团旗下子公司



资料来源：重庆化医网站，长江证券研究部

表 5：重庆化医集团旗下部分子公司业务

企业	主营业务
重庆建峰工业集团有限公司	产品跨及化工、发供电、橡胶、医药生产等多行业
重庆农药化工有限公司	生产重铬酸钠、铬酸酐、碱式硫酸铬等
重庆民丰化工有限责任公司	主要生产重铬酸钠、铬酸酐、氧化铬绿等产品
重庆长风化工厂	生产有机精细化学品和复杂化合物并提供光气化反应等加工服务
重庆天原化工有限公司	主要生产离子膜烧碱、隔膜烧碱、片碱、液氯等

重庆川庆化工厂	主要生产 6-硝基-1,2-重氮氧基萘-4-磺酸, 1-/2-萘酚
重庆三阳化工有限公司	主要生产烧碱、液氯、氯乙酸、三氯氢硅、盐酸等
重庆市盐业有限公司	销售系列盐产品、酒类、副食、日化用品、化肥等
重庆川染能源供应有限责任公司	主要供水、供汽(气)、供电、污水处理
重庆新华化工厂	主要产品有钛白粉系列、铁氧体用氧化铁系列
重庆市化工研究院	研发天然气化工技术和精细化工技术的研究机构
重庆医用设备厂	生产医用 X 射线机系列、医用一次性用具系列、计划生育用品、医用电子仪器等
重庆化工实业公司	定点生产“德化镁合成液”、化工产品、环保产品
重庆长寿化工有限责任公司	生产有机、无机、原料药三大类, 氯碱、氯酸盐、工业磺胺、氯丁橡胶
重庆三峡油漆股份有限公司	生产汽车涂料, 船舶涂料, 木器涂料, 室内涂料等
重庆紫光化工股份有限公司	主营氢氟酸及其衍生物的研发、生产和销售
重庆泰丰泰兴化工有限责任公司	化工设备, 机械, 仪器仪表, 建筑材料, 自动化控制生物工程, 环保工程, 电器, 电子产品
重庆卡贝乐化工有限责任公司	天然气生产甲醇
重庆科瑞制药有限责任公司	生产和销售片剂、胶囊剂、软膏剂、滴眼剂、粉针剂等 15 余个剂型
重庆英斯凯化工有限公司	从事医药中间体及精细化工产品开发、生产和经营
重庆医药股份有限公司	经营药品、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器四大类医药商品
重庆白涛化工园区开发有限公司	资产经营管理, 公用工程及市政设施建设和服务, 园区土地开发及配套服务

资料来源: 重庆化医网站, 长江证券研究部

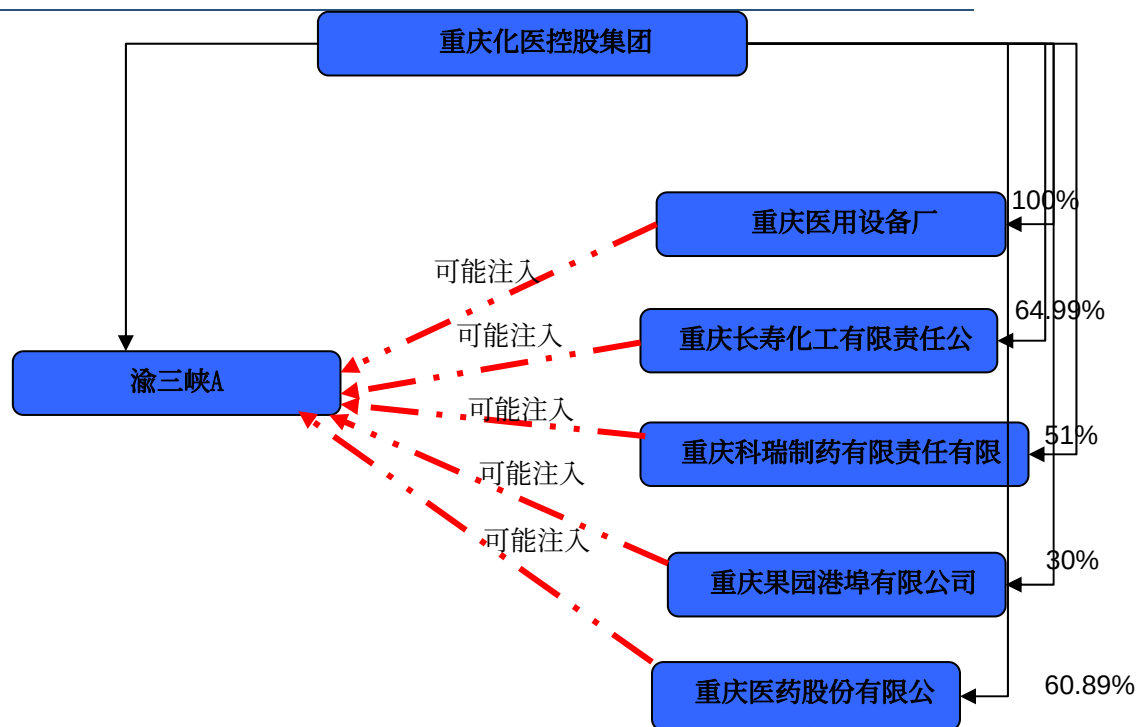
渝三峡 A 和建峰化工作为化医控股旗下仅有的两大上市公司, 虽然同属化学产业, 但是又分属于不同细分领域, 有着各自的竞争优势, 集团内部对二者定位较为明确, 不存在同行业竞争现象。

渝三峡 A:

渝三峡 A 公司是一家以生产和经营三峡品牌汽车漆、建筑漆、家装漆、防腐漆和工程用漆为特色的企业。从公司的产品来看, 渝三峡 A 是一家产品结构较为单一的企业, 且相关产业存在对环境有一定的污染; 从盈利能力来看, 渝三峡 A 略显不足, 2011 的每股净利润排名按 SW 三级行业来看, 未进入同行业前五, 且 2010 年净利润为-0.13 亿元, 主营业务竞争力较差; 同时相较于同一集团下的建峰化工, 渝三峡的规模相对较小, 而且集团旗下几乎没有什么与油漆相关的产业, 相对而言, 医药产业较为强大, 由此, 我们预期渝三峡 A 很有可能进行一个主营业务的转型, 结合公司的多元化、经营规模化发展目标, 我们认为这种预期是具有一定合理性的。

作为重庆化医控股集团旗下两大上市公司之一，结合重庆国资整合大背景，在企业本来具有一个转型的诉求下，我们预期渝三峡 A 很有可能作为一个多元化转型的整合平台，被注入与主营非相关的优质资产；而且重庆国资委历史上曾出现过重庆百货和新世纪的一个整合，所以我们预期重庆国资不会外借壳资源；更进一步加强了我们对渝三峡 A 医药相关资产注入的预期。

图 4：渝三峡 A 可能的资产注入图

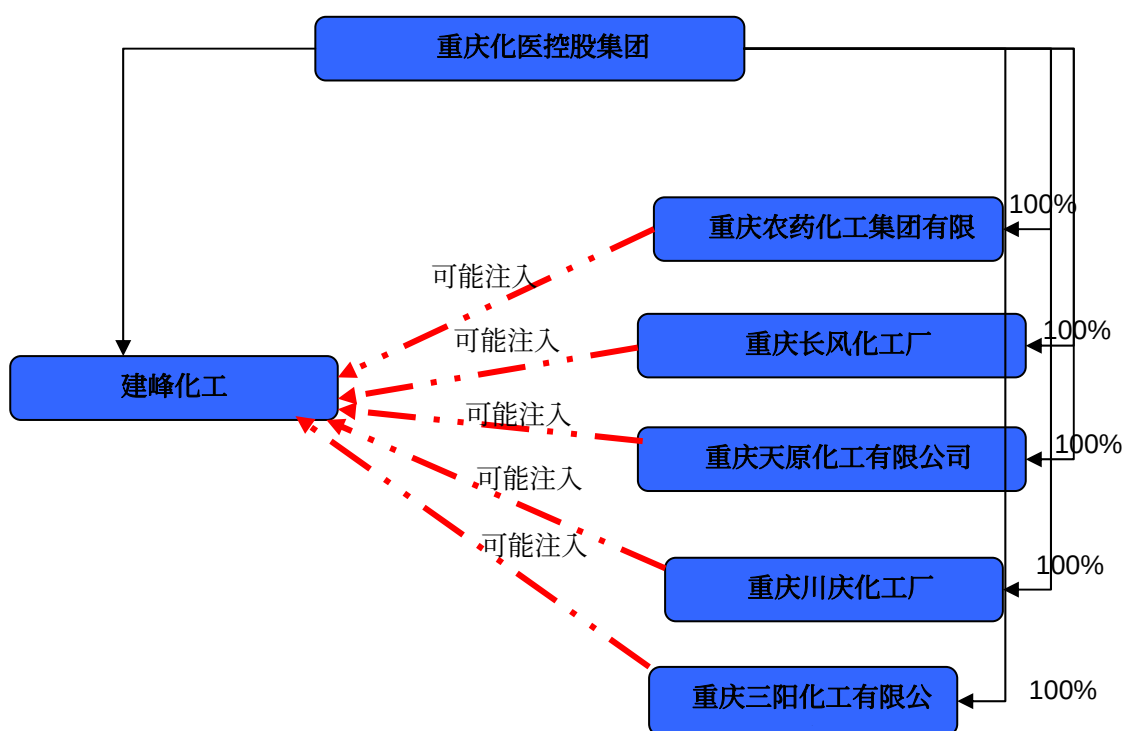


资料来源：重庆化医网站，长江证券研究部

建峰化工：

公司是一家化肥及相关产品的生产、销售为主营的企业，主要产品是农用尿素。公司发展目标明确，旨在成为我国一流的化肥生产基地和重庆市综合化工龙头企业”，并秉承“以肥为基、以化为主、相关多元、跨越发展”的公司战略。化医控股接手公司后，经过资产置换，公司盈利能力大幅提升。2009 年 12 月 28 日，公司募投项目 45 万吨合成氨/80 万吨尿素项目建成。2011 年 2 月 21 日，公司因重大重组停牌但重组受阻于 2011 年 8 月 15 日复牌；因此，在短期内，公司可能并无资产注入预期，但受重庆国资重组大背景影响，结合公司的发展目标并结合公司的募投举措，我们预期集团对建峰化工的定位是较为明确的——化肥领域的龙头，从而公司作为化肥相关企业的整合平台可能性较大，长期中与化肥相关度较高的资产注入预期强烈。

图 5：建峰化工可能的资产注入图

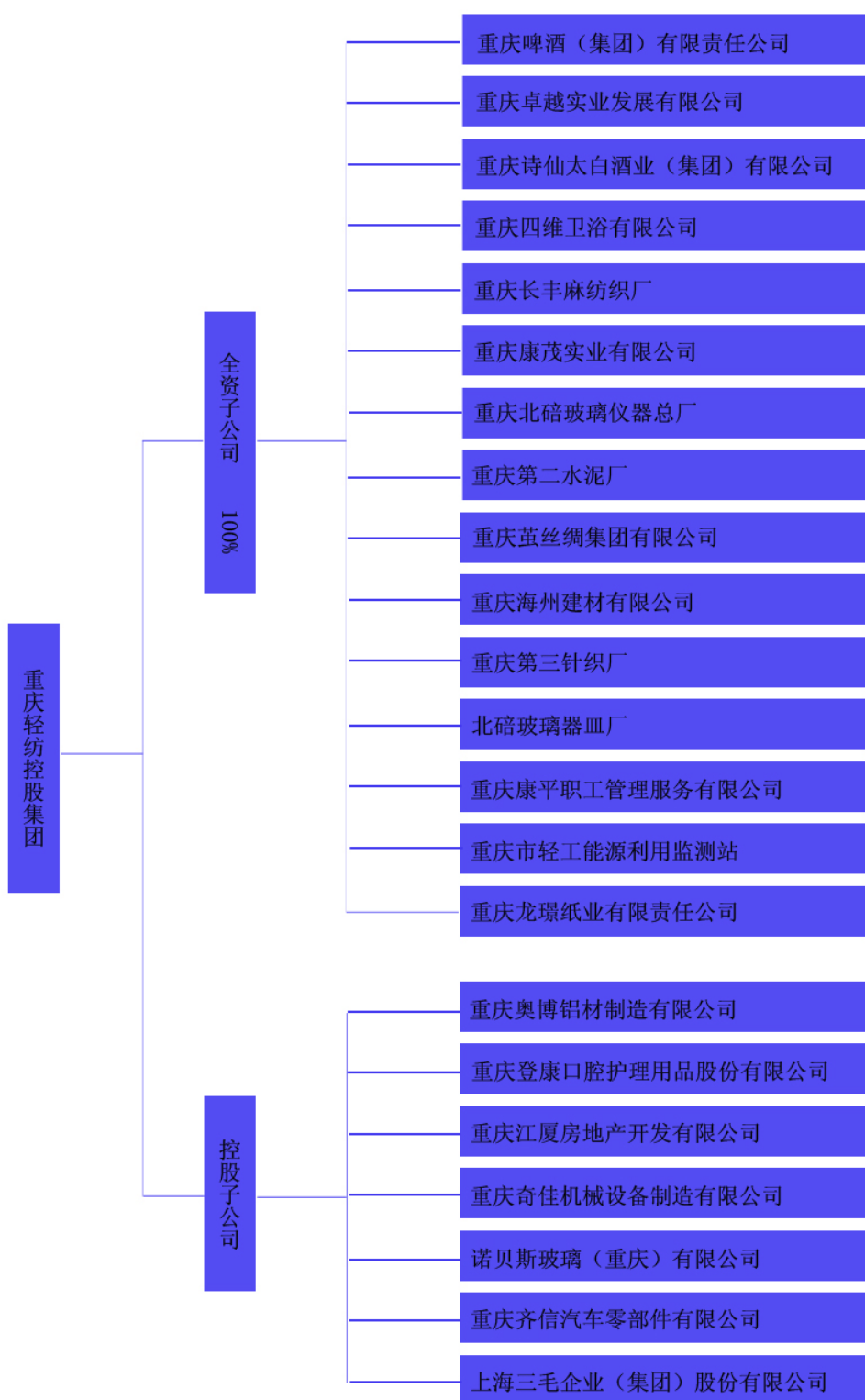


资料来源：重庆化医网站，长江证券研究部

轻纺集团资产注入平台

重庆轻纺控股(集团)公司是重庆市属国有八大工业集团之一，现有重庆啤酒集团、外贸集团、上海三毛集团、重庆登康公司、诗仙太白集团等 22 户二级企业，其中控股、参股上市公司 4 户（重庆啤酒、上海三毛、双钱股份、四维控股），是集工业生产、内外贸易为一体，产销规模上百亿元的大型国有控股集团。2008 年，集团累计完成营业收入 112.6 亿元，利税总额 14.66 亿元，利润 4.19 亿元。集团生产经营涉足啤酒白酒饮料、日用化工造纸、国际国内贸易、汽车零部件、纺织印染服装和硅酸盐六大产业。

图 6：重庆轻纺控股(集团)控股公司



资料来源：轻纺控股公司网站，长江证券研究部

上海三毛

上海三毛公司主要从事进出口贸易、实业投资、现代物业、房地产开发经营、毛纺及相关产品生产销售、网络信息技术服务等业务活动。公司现有子公司 16 家，分公司 2 家。公

司作为上海的一家上市公司，其重庆国资实质的背景往往易被人忽略。2006 年 2 月 28 日，重庆轻纺控股与上海纺织控股签订股权转让协议，轻纺控股受让上海纺织控股所持上海三毛 36.11%的股权，上海三毛化身为重庆类上市公司。

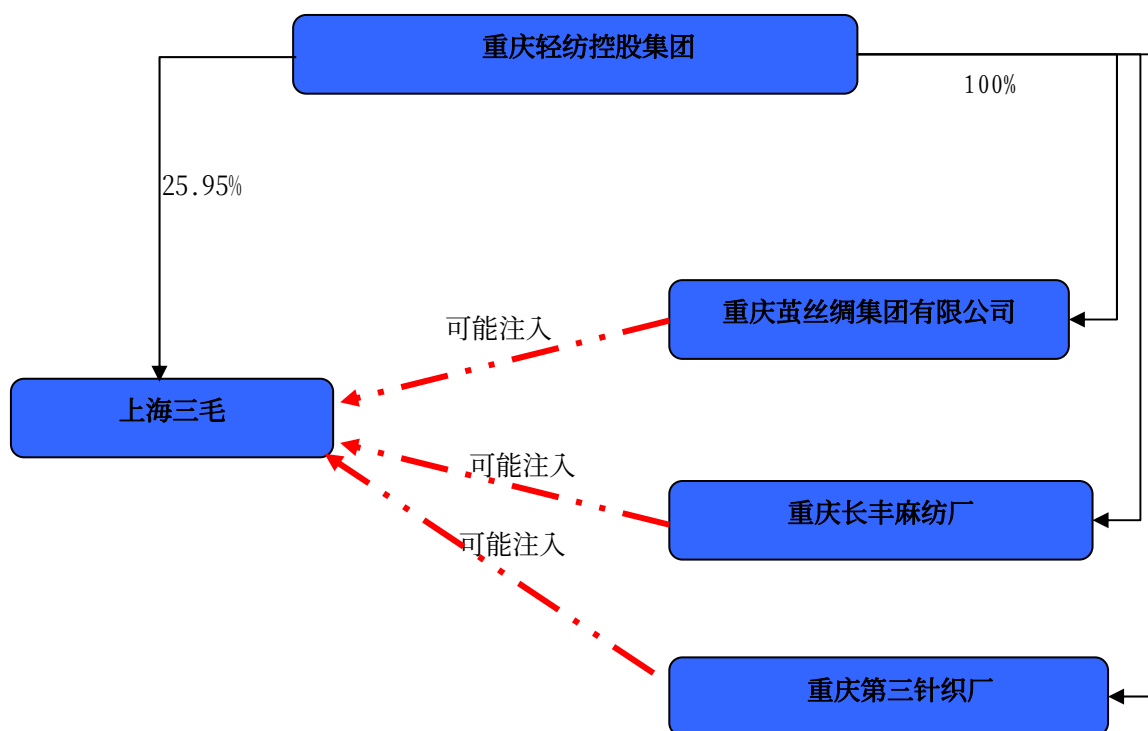
自重庆轻纺控股入主上海三毛以来，一直没有对其进行运作。在上海三毛与原控股股东上海纺织控股之间的历史遗留问题得以基本解决之后，上海三毛的各项财务指标也得到了明显的好转；其中，2010 年的主营收入为 16.5 亿多，较 2009 年有较大增长，增幅为 24.5%，且主营收入的占比也略有增加。同时，09 年 5 月 21 日，轻纺控股将所持四维控股 18.94%股权转让给深圳中技系的益峰源，这实质上是宣告轻纺控股最终已经放弃了四维控股这个壳资源，从而上海三毛则成为其纺织板块的唯一上市公司，更进一步加强了资产注入的预期。我们认为，在重庆国资整合的大背景下，作为重庆力推整体上市的轻纺控股可能在利用上海三毛这个上市平台上会有实质动作，将其麾下纺织印染服装产业中的优质资产注入上海三毛，且通过梳理其麾下产业，我们发现重庆茧丝绸集团有限公司、重庆长丰麻纺厂和重庆第三针织厂或有可能被注入上海三毛。

表 6: 重庆轻纺控股(集团)下属公司

下属公司	主营业务
重庆海州建材有限公司外贸集团	页岩红砖、塑料编织袋、硅酸盐白水泥、加气混凝土等
重庆啤酒(集团)有限责任公司	高科技生物制药，啤酒、非酒精饮料(限制类除外)的生产、销售
重庆第三针织厂	针织内外衣、面料制造、销售、服装加工
重庆诗仙太白集团	诗仙太白酒和诗仙太白特曲酒
四维卫浴有限公司	陶瓷制品、复合材料浴缸、塑料制品、搪瓷制品、销售厨房设备
重庆三五三三印染服装厂	涤、纯、维、麻棉、纯涤纶系列、涤粘中长类、针织系列、印花产品等
上海三毛企业(集团)股份有限公司	进出口贸易、实业投资、现代物业、房地产开发经营、毛纺及相关产品生产销售、网络信息技术服务等
重庆龙璋纸业有限公司	文化用纸、漂白商品竹浆、无碳复写原纸、复印机原纸
重庆长丰麻纺厂	国内专业纺织企业和军工定点配套生产企业
重庆茧丝绸集团有限公司	主营丝、绢、绸、服装及制成品出口及茧丝绸的生产、经营和管理
重庆登康口腔护理用品股份有限公司	以牙膏为主的口腔护理用品
重庆北碚玻璃仪器总厂	高硼硅玻璃管、全玻璃真空太阳能集热管、太阳能热水器
重庆奥博铝材制造公司	氧化拉伸用铝板带材、瓶盖用铝板带材、印刷用铝板带材及镁合金板材

资料来源：轻纺控股公司网站，长江证券研究部

图 7:可能的资产注入图

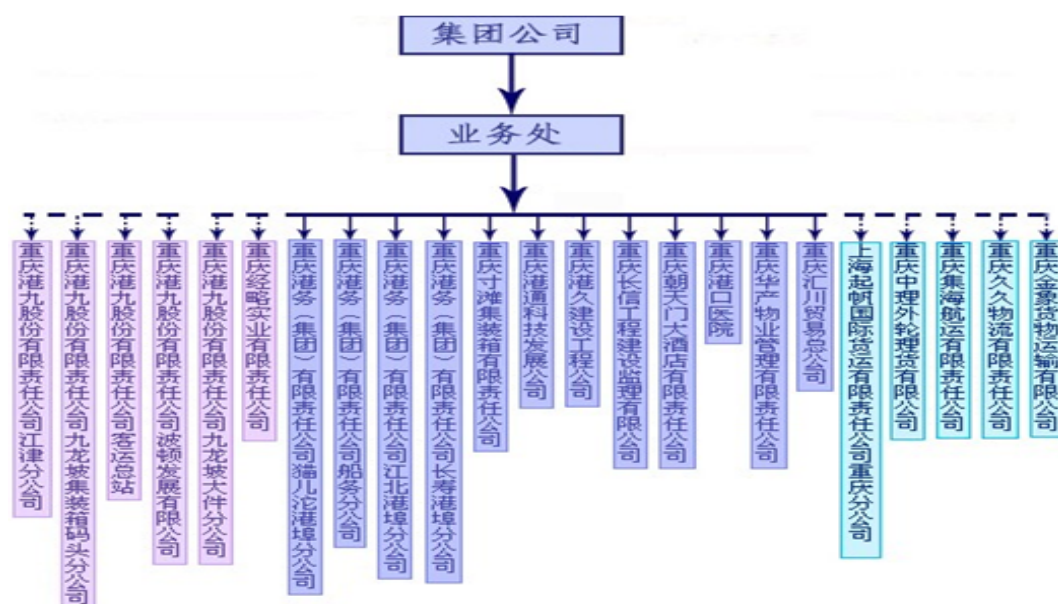


资料来源：轻纺控股公司网站，长江证券研究部

港务物流集团资产注入平台

重庆港务物流集团有限公司是一家重庆市委、市政府组建设立的市属重点国有港口物流企业，。集团主要集中在港口、航运领域，资产总额 80 亿元；所属分、子公司 36 个，拥有集装箱、重件、化工、散货、滚装等各种码头泊位 181 个，港口货物年设计吞吐能力 2667 万吨、集装箱年设计吞吐能力 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，是我国西部地区最大的内河主枢纽港、集装箱吞吐港企业，也是重庆市目前唯一的 5A 级现代综合物流企业。

图 8：重庆港务物流集团下属企业



资料来源：港务集团网站，长江证券研究部

“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（港航中转运输物流板块、聚集物流板块、综合五板块）、创设五大新流程、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。

重庆港九

公司是西南地区最大的水陆客货中转港和唯一的水陆联运外贸口岸，重庆地区 95% 的水路集装箱运输均从公司所属港区通过，拥有港口、船舶、铁路、公路、仓储等资源，综合物流要素较为齐全，是重庆港务物流集团旗下唯一上市公司。

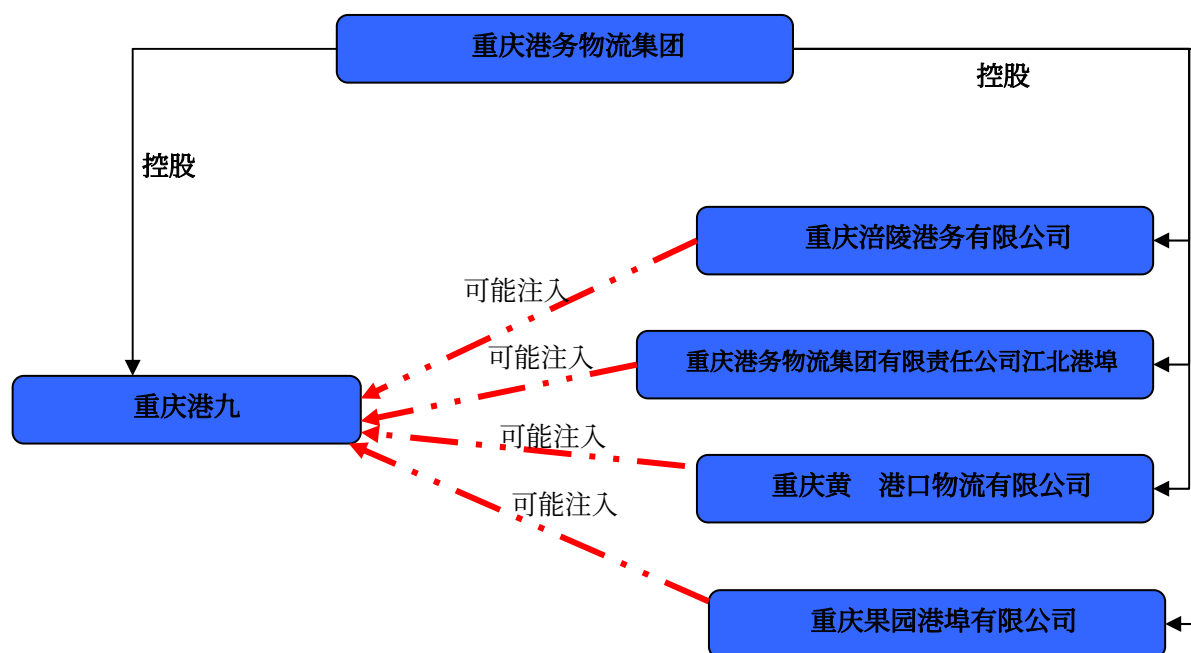
纵观重庆港务集团的十二五规划,我们发现其三大新的发展战略即业务归核战略、板块协同战略、岸路一体战略为其后续的发展点明了步骤和指明了方向;在战略指引下,重庆港务集团的第一步可能是将相同业务的企业进行整合进而延伸到板块协同和岸路一体,最终成功打造成西部现代综合物流航母企业集团。在这样一个发展战略的指引下,结合重庆国资整合的大背景,重庆港九作为重庆港务集团下唯一的上市公司,我们认为其作为整合平台的可能性较大,优质资产注入预期强烈。梳理一下港九集团现有下属企业资产,我们发现其业务和集团业务高度相关,再结合集团整合路径,我们预期优质资产注入路径有较大可能会是先注入重庆港务集团旗下剩余港口,进而是物流企业;可能剩下的港口后续会进一步转入到港九集团,另考虑到港九集团已经拥有了港务物流集团旗下绝大部分的港口资源,我们预期优质物流企业的注入的可能性也较大。

表 7: 重庆港九下属公司

港九下属公司	主营业务或资产
重庆港九股份有限公司江津港埠分公司	偏港口型企业，有四座码头，库场宽阔，堆存总量达30万吨
重庆港九股份有限公司猫儿沱港埠分公司	偏港口型企业，长江上游的天然深水良港，有散货、综合、危险品码头三座
重庆港九股份有限公司九龙坡集装箱码头分公司	货运集散中心，有5个大型露天货场、三座大型仓库和两座临时仓库
重庆港九股份有限公司九龙坡大件分公司	偏港口型企业，拥有一座180吨级的大件码头和一座400吨级的特重件码头。
重庆港九股份有限公司九龙坡仓储分公司	拥有长江上游最大的货运中转仓库及3个大型露天货场
重庆港九股份有限公司客运总站	水陆客运、旅游商贸、行包货物托运、物资储存
重庆国际集装箱码头有限责任公司	集装箱装卸、储存、清洗、拼拆、修理及汽车滚装运输、国内货物运输代理
重庆化工码头有限公司	商品储存、物流配送；内河货物运输，船舶代理；港口机械、设施、设备租赁、维修。
重庆港九万州港务有限公司	港口物流、铁水联运、港口装卸、集装箱业务、货运代理
重庆港盛船务有限公司	长江干线及支流省际成品油船、普通客货船、危化品、空运、海运、集装箱运输。
重庆久久物流有限责任公司	大型设备运输、大宗货物运输、集装箱运输及代理、拖车陆运、贸易
重庆港九波顿发展有限责任公司	房地产开发，物业管理，国内货物运输代理，销售建筑材料、装饰材料、普通机械设备、交电
重庆集海航运有限责任公司	长江集装箱内外贸支线班轮运输、船舶代理、国际货物代理

资料来源：港务集团网站，长江证券研究部

图 9：可能注入的港口



资料来源：港务集团网站，长江证券研究部

重庆市可利用“壳”资源分析

在国资委资产证券化的系列报告中，对于“壳资源”的选取，我们给出了三条标准：首先将下属国资委拥有的上市公司列入可能被借壳的上市公司集合；二是选取与欲借壳上市的资产属于同一个行业；三是壳资源公司盈利能力一般，负债率不高，同时下属国资委所持有的股权较高，减小借壳谈判的阻力。

对于重庆市，与广东省、安徽省情况不同的是重庆市国有资产以外的下属国资委拥有的上市公司较少，仅涪陵国资委拥有的五家上市公司涪陵榨菜、涪陵电力、太极集团、西南药业、桐君阁。其中涪陵榨菜刚上市不久，被借壳的可能性较小；涪陵电力主要业务为电网运营，属于垄断行业上市公司，被借壳的可能性亦较低；太极集团、西南药业和桐君阁同属于太极集团公司，其中西南药业是最大的西药生产企业和西部地区唯一的麻醉药品定点生产基地，桐君阁是老牌重要零售企业，在整合的背景下，我们预测是否存在太极集团资产整合，将资产整合入太极集团，同时将西南药业和桐君阁作为壳资源出售的可能性。

从参股角度出发，重庆机电控股集团参股 ST 渝万里，是否存在借壳参股上市公司是我们探讨的借壳的另一种方式。

表 8：重庆国资相关上市公司整合机会分析

公司名称	控股股东	控股比例 (%)	实际控制人	概述
太极集团	太极集团有限公司	38.81	重庆涪陵区国资委	重庆涪陵区国资委集团公司太极集团拥有此三家上市公司，其中太极集团的主要产品为口服液、糖浆

西南药业	太极集团股份有限公司	32.39		剂等，属于医疗保健行业；西南药业是最大的西药生产企业和西部地区唯一的麻醉药品定点生产基地属于医疗保健行业；桐君阁是老牌重要零售企业，属于医药零售业。虽三家公司的业务各有侧重，但合并重组并未可能，且其整合有利于提高集团公司的集中度，且从公司高层的表态来看，其对整合并不忌讳，同一控股股东亦减小了重组的阻力。 因此我们预计这三家公司存在集团内重组整合，将资产集中在一家公司，同时将另外两家公司作为壳资源出售，其中最有可能的是将资产合并注入太极集团，将西南药业和桐君阁作为壳资源出售。
桐君阁	太极集团股份有限公司	49.84		
ST 渝万里	深圳南方同正有限责任公司	25.18	刘悉承	机电控股集团持有公司 18.63%的股权，据资料梳理，机电控股曾将有将这部分股权转让的想法，但最后并未实施，且一直保持着对该公司第二大股东的身份，目前机电控股仅在香港上市，A 股尚没有上市公司，而 ST 渝万里公司自身总股本非常小，是较好的壳资源。 机电集团旗下有 11 家全资子公司、7 家控股子公司，业务涉及汽车及零部件、电工电器、机床工具、军工电子信息等多种业务结构，因此我们预测 ST 渝万里可能成为机电控股集团在 A 股上市的壳资源，将集团一部分资产注入上市。

资料来源：公开资料，长江证券研究部

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	chengyangl@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@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。