预期确定的央企整合主题的选择

⊙兴业证券研发中心

一、央企整合最具确定性

1、为什么关注央企整合

资产注入确实能给不少企业带来业绩的快速增厚、长远发展潜力的提高，而我们关注央企整合的关键在于趋势确定性高。

首先，通过资产注入做大做强央企，这是国资委既定的政策方针，未来两年将是央企整合的高峰期。其次，央企乃是由国有资本控制，一定程度上被赋予了稳定资本市场的额外使命，可以免受“失小非”减持的过多冲击和恶意圈钱的压力。此外，市值最终将纳入央企考核指标体系，从而有望为央企上市公司带来长期投资价值。

在震荡行情下，资产重组是为数不多的重要投资主题之一，其中又以央企整合背景下的资产注入最具确定性，也最有投资价值。资产注入为资本市场的投资者带来了一场“盛宴”，“开胃菜”是折价收购带来的利润增厚效应，真正的“失餐”是资产注入完成之后产生的协同效应。前者只是静态的，而后者是动态的；前者是短期的，而后者是长期的。

2、央企整合将产生利润增厚效应

不论从动机还是从能力角度，央企的资产注入确实能够给上市公司带来一次性的每股收益增厚。首先，从动机上看，央企作为国有资本控股企业，不太可能在资本市场上出现大股东欺压中小股东的情况，因此，无论是注入资产的定价还是所需支付的对价，都会向有利于资本市场稳定的方向倾斜。其次，从注资规模来看，央企可注入资产的潜力十分巨大。2007年底央企总资产达到14.79万亿元，净资产6.58万亿元，而央企旗下上市公司总资产仅为4.3万亿元，净资产1.3万亿元。第三，从注入资产的盈利能力来看，央企整合将提高上市企业盈利能力。2007年底央企总资产利润率达到6.74%，净资产收益率达到15.15%，均高于央企旗下上市公司4.46%和14.54%的水平。

3、值得长期投资的协同效应

资产注入虽然只是上市公司的一种外延式扩张，但由此引发的协同效应却能够带动上市公司的内生性增长。协同效应首先体现在资产整合之后的产业链延伸以及一体化效应，还表现在减少关联交易、改善公司治理、提升市场对上市公司的估值水平等诸多方面。

对于央企而言，向上市公司注入的资产往往原先就在同一集团旗下，实际控制人相同，并购产生的摩擦成本远低于国外的并购，产生的协同效应也更大。比如中国船舶通过定向增发收购集团旗下上海外高桥造船厂、澄西船舶制造厂和广州文冲造船厂之后，成为拥有造船、修船和船用柴油机制造完整产业链的造船企业，一体化效应突出，协同效应将逐步体现。

二、央企整合的投资机会

央企整合将采取在军工、煤炭、电网电力、民航、航运、电信、石油石化等七大行业保持国有经济的绝对控制力；强者恒强，扶持重点央企；突出主业，剥离非主业资产；科研院所并入产业集团等举措，上市公司的投资机会正是存在于以上举措之中。

1、七大行业央企整合带来的投资机会

国家将在军工、煤炭、电网电力、民航、航运、电信、石油石化等七大行业保持国有经济的绝对控制力。这些行业目前有40多家中央企业，资产总额占全部中央企业的75%，利润总额占全部央企的79%。

（1）军工类央企资产注入有望加速

以军工为主业的央企集团共有11家，旗下有30多家A股上市公司。其中18家军工上市公司提出资产注入方案，11家实施或正在实施方案。其中，中核科技作为集团唯一资本运作平台，实施资产注入的可能性较大。此外，中国卫星等掌握核心技术，但股改承诺尚未兑现的公司也具备实质性资产注入投资机会。

（2）煤炭业央企的资产注入

2008年各煤炭上市公司几乎都提出了再融资和资产注入计划，在4家煤炭业央企中，神华集团与中煤能源集团实力较强。

（3）电力类央企争相向上市公司注入资产

电网电力类央企的资产注入主要集中于电力类上市公司，集团通过此类公司对旗下发电资产进行整合的动力较强。2008年5月9日，长江电力因正在筹划重大资产重组事宜停牌，这表明长江电力整体上市进程正在加快。除长江三峡外，华能、华电、国电、国投等央企集团都可能通过向旗下重点上市公司注入电力资产实现主业的整体上市。大唐集团则可能将旗下火电业务注入大唐发电，水电业务注入桂冠电力；中电投旗下电力资产分散在各个地区，从其对漳泽电力的资产注入可以推测，其可能按区域将电力资产分别注入各上市公司。从具体装机容量来看，国投电力可注入装机容量的潜力最大。此外，国电电力、华电国际资产注入也较明确，投资机会比较突出。

（4）航空运输业央企整合暂陷僵局

原本国资委整合民航业基本思路是：建立以一两家大型企业为主导，以数个中小型航空公司为补充的市场竞争格局，即“2+X”方案。因此已经上市的三大民航集团，即国航、南航和东航必须有一家被整合。但是，年初东航引入新加坡航空和淡马锡作为战略投资者的方案被否决，而国航收购东航的难度并未降低，目前民航业整合陷入僵局。最近新加坡航空重提入股东航，但东航人士表示奥运前不会有进展。

（5）航运业央企的整合

目前从事航运业务的央企有5家，其中中远集团和中海集团已进入世界航运业前五，具备了一定的国际竞争力，而另三家央企，特别是长航集团和中外运集团则有进一步整合需要。中外运与长运合并后，考虑到中外运旗下并无以油运或干散货为主业的上市企业，长航油运和长航凤凰或将受益。此外，中国远洋也已通过非公开发行股票收购中远集团下属的主要干散货航运公司股权项目，同时中远未上市的油运业务也可能注入中国远洋。

（6）电信业机会并不仅仅在于电信运营商整合

电信业央企主要分为电信运营商和电信设备生产商两大类。电信运营商的整合成为市场关注的焦点，目前整合方案大致为“五合三”：中国联通G网与网通合并，中国电信获得联通CDMA网络，中国移动吸收合并铁通；电信设备生产商的整合也存在一定的投资机会，比如大唐集团体系近期重组动作频繁，其重组序幕已经拉开，将有利于TD产业化进程的加速以及大唐电信股份公司在3G时代做强。

（7）石油石化行业私有化进程仍未结束

中石化、中石油、中海油三大石油公司均已上市，但中石油和中石化对旗下上市公司的私有化进程尚未结束，中石化旗下仍有多家A股上市公司尚未股改。

2、36家A级央企强者恒强

扶持强势央企，实现强强合作是国资委整合央企的重要思路。有34家央企在国资委2006年经营业绩考核中获得A级，国资委另外对7家按公司法进行董事会试点的企业进行了考核，其中，宝钢集团和神华集团达到了A级，因此，共有36家央企具备A级资质。国资委表示，这一结果将作为未来央企兼并重组的重要依据。

A类央企主要分布在电力电网、军工、石油石化等国有经济要求处于绝对控制地位的行业，进一步表明了七大行业央企的地位。它们将得到国家的大力支持，呈现“强者恒强”特征。此外，地产、钢铁、有色等行业也有相当数量的A级央企存在，这些实力雄厚的央企将在各自行业未来的整合中扮演重要角色，政策与资源都将向这些企业倾斜，其旗下上市公司也将面临前所未有的发展机会，如五矿发展。

3、突出主业，剥离非主业资产

国资委希望通过强化各央企集团主业来加强央企竞争力，这必然需要借力资本市场，主业与集团相近的上市公司将可能得到资产注入机会。特别是一家央企只对应一家上市公司的，央企集团通过向上市公司注入资产实现整体上市的可能性最大。

4、科研院所并入生产企业带来的资产注入投资机会

科研院所并入生产性企业是国资委实施央企整合的又一条重要思路。如果上市公司的母公司是科研院所，则集团利用上市公司实现整体上市，既符合国资委的思路，又能大大提高企业的研发能力与技术竞争力，如天地科技。

三、央企整合主题的投资策略与重点关注股票

1、坚决执行“买入并持有”的操作策略

资产注入主题投资应该是一种长线投资，一次性的利润增厚仅仅只是“开胃菜”，后续的协同效应才是真正的“失餐”，因此，买入并持有是最佳操作策略。我们对资产注入前后上市公司的价值与价格变化情况进行分析（附图），假设在资产注入之前的A点，股价与上市公司价值一致。

（1）AB时间段为资产注入过程，在这段时间上市公司制定定向增发方案，进行相关审批手续，而资本市场对资产注入的消息积极反映，股价不断上涨，在B时间点已经超过了这个时间点的上市公司价值。

（2）在BC时间段，上市公司进行相应的并购整合，摩擦成本使上市公司价值有一定下降，而部分仅仅看到资产注入一次增厚效应的短线资金退出，股价开始回调，并再次超调”，使C点的股价严重低于上市公司实际价值。

（3）在CE段，注入的资产与上市公司原有资产之间开始“化学反应”，协同效应逐渐显现，消化了前期的整合成本，对上市公司构成长期利好，对应股价也节节走高。

（4）DE段是在完全消化了整合成本之后公司成长性释放，价值加速上升，股价也快速走高，并在E点之后实现了稳定增长，股价基本符合上市公司基本面。

当然，部分实施资产注入的上市公司由于管理层能力较强、并购整合过程较快、摩擦成本较低，BD段会很快过去，DE段则能够持续较长时间，因此，具体情况还需具体分析。

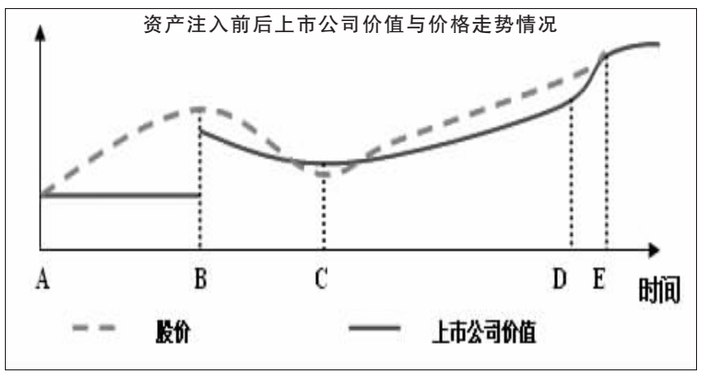
从图中可以看到，A点与C点是资产注入主题类股票理论上的最佳买点，但由于A股市场并非是完全有效的市场，存在一定程度的信息不对称，A点买入是不现实的。而C点出现在整合期之后，具体时间点较难判断。因此，如果执行买入并持有的策略，则A点到B点，甚至是C点到D点都是有效的买入时间段。只要充满信心、耐心地坚守阵地，就会收获E点的高收益。

2、重点关注股票

我们根据央企整合的前景和公司本身的质地，挑选出13家公司作为央企整合主题的重点关注对象。具体是：**长江电力、国电电力、国投电力、西飞国际、火箭股份、中国卫星、成发科技、五矿发展、天地科技、中化国际、中国神华、中国远洋、鞍钢股份**（见下表）。

（执笔：张忆东 聂清廉）

资产注入前后上市公司价值与价格走势情况



具有央企整合预期的可重点关注股票

股票名称	资产注入预期	2008PE	2009PE
长江电力	中国长江三峡工程开发总公司整体上市。	——	——
国电电力	国电集团整体上市平台。	21.6	19.3
国投电力	国家开发投资公司电力资产整合平台。	19.9	17.0
西飞国际	通过定向增发完成西飞集团的整体资产注入，实现公司向飞机制造高端的转变。	51.2	40.2
火箭股份	航天科技集团可能将下属一院、五院、八院与整体配套的上游电子资产整合到时代电子旗下，再通过注入到火箭股份实现整体上市。	27.1	20.5
中国卫星	预计将继续注入上游器件配套制造业务。	38.2	26.4
成发科技	股改时大股东承诺注入优质资产，两大航空集团合并也带来资产整合预期。	38.3	28.2
五矿发展	五矿集团旗下黑色金属业务和物流业务的整合平台，未来将注入邯邢矿山局。	21.1	19.3
天地科技	煤炭科学研究总院唯一资本运作平台，承诺注入优质资产。	33.9	26.5
中化国际	有望成为中化集团整合化工业务的唯一平台。	29.3	24.1
中国神华	神华集团整体上市平台。	33.1	27.7
中国远洋	可能注入油轮船队资产。	12.9	13.5
鞍钢股份	鞍钢与本钢的整合将带来机会。	15.6	12.8

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

（统计日：5月5日至5月20日）

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2008E净利同比(%)	2年复合增长率(%)	2007年PE/G	2008年一致预期			2009年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
000565	渝三峡A	6	5-12	1082.47	326.86	0.806	1.886	22.264	11.141	2.908	14.441	6.289
600216	浙江医药	12	5-14	1296.79	313.79	0.680	1.757	15.273	7.936	2.157	12.441	4.845
000718	苏宁环球	6	5-5	316.76	170.25	0.289	1.280	16.680	7.699	2.179	9.800	4.312
002050	三花股份	9	5-16	433.03	158.20	0.304	1.000	20.915	4.899	1.249	16.752	4.231
600478	力元新材	4	5-19	259.52	153.33	0.898	0.580	38.249	6.928	1.035	21.453	5.237
002182	云海金属	8	5-12	148.25	115.91	0.700	0.763	33.033	5.132	1.384	18.205	4.308
600290	华仪电气	11	5-8	174.24	111.63	0.847	0.839	34.677	14.140	1.360	21.400	8.514
002018	华星化工	18	5-6	199.28	102.61	0.830	1.425	24.966	8.356	2.175	16.359	6.018
600804	鹏博士	7	5-6	223.57	97.73	0.751	0.679	31.178	6.623	1.080	19.608	4.951
600266	北京城建	11	5-12	186.75	96.99	0.494	1.016	16.856	3.176	1.388	12.331	2.526
002146	荣盛发展	5	5-15	125.31	94.32	0.336	0.720	15.662	4.147	1.211	9.316	3.142
000046	泛海建设	11	5-8	138.67	93.44	0.454	0.701	17.446	3.094	1.103	11.088	2.548
600649	城投控股	4	5-5	151.42	85.19	0.563	0.609	21.854	3.085	0.837	15.886	2.583
000069	华侨城A	26	5-15	125.95	84.15	0.625	0.572	26.316	7.407	0.852	17.663	6.843
600798	宁波海运	11	5-13	160.57	81.04	0.532	0.836	15.396	3.397	0.979	13.143	2.699
000978	桂林旅游	28	5-6	135.59	79.41	0.624	0.559	26.588	4.898	0.753	19.738	3.925
600048	保利地产	17	5-14	87.34	74.59	0.422	1.147	16.663	3.350	1.861	10.268	2.599
600325	华发股份	29	5-7	101.46	71.55	0.484	0.991	20.079	5.129	1.480	13.445	3.900

说明：

1）“最具成长性”是资本市场关注的永久主题，我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行筛选。

同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题，我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

2）成长性品种弹性较大，在牛市时往往涨幅远超大盘（本模版2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上），但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3）在利用该模版进行筛选时，不应该只考虑成长性指标的大小，还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上表并未考虑，使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统（CONSENSUS DATA）和上市公司盈利预测系统（GO-GOAL）进一步挖掘研究。

（数据来源：上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com）

■信息评述

对灾后重建引致的投资不应盲目乐观

关于自然灾害的实证分析。

联合证券：

近期市场对灾后重建题材的过渡炒作视乎反应了市场对投资的盲目乐观，甚至有观点认为这会是GDP启动的一个契机。然而通过分析历史上和我们目前宏观环境相似的案例——“卡特里娜”飓风，我们认为政府主导的灾后重建对其它投资将是一种挤出而非启动。

2005年8月的飓风灾害被视为美国历史上损失最大的自然灾害之一。当时的美国处在经济高位平稳增长、油价高涨以及紧缩的货币环境中（当年美联储加息8次）。灾后440多亿美元的拯救/重建资金直接将联邦政府投资同比增长率推高了8个百分点，也相应推高了能源、钢铁及劳动力价格。与此同时，私人部门的投资增速下滑近2个百分点（主要缘于非住宅投资的萎缩）。由于私人部门投资重量比重较大，这一挤出在短期内也不容忽视，所以我们的目光不能仅仅停留于公共支出本身的直接拉动。但总的说来，美国飓风灾害及跟随的政策对宏观经济没有产生深刻的影响，GDP仅在当季偏离了增长轨道，而股市下调的时间也仅有一周。

将案例映射到中国，发现我们同样面临着原油飙升、投资资金来源受限、资源紧缺的问题。在这样一种环境下，项目间互相争抢上游资源、能源和劳动力的情况会更为突出，政府支出对投资的拉动也要相应打一个折扣。

■行业评析

国家对磷产品征收100%出口关税

根据海关总署公告2008年第33号通知，根据国务院决定，自2008年5月20日起至12月31日止，对磷产品出口加征100%的特别出口关税。

光大证券：

此次加征关税产品主要是黄磷以及天然磷酸盐产品，税率基本从20%加征到100%，与之配合的是免征硫磺进口税。这主要是国家对磷肥基于成本推动型价格上涨进行的调控，也体现国家对初级资源品出口的限制态度。但是就目前在四川黄磷、磷矿石以及磷肥生产减少情况下，该措施对稳定目前国内磷矿石、黄磷、磷肥供应具有较大作用。

对相关上市公司的影响来看，兴发集团黄磷外销较少，对其影响相对较小；澄星股份黄磷生产销售较多，故对其影响相对较大。

总体上基于国际磷矿石、黄磷价格大幅上涨，中国磷化工品占世界同类产品比重较大，目前磷化工处于景气攀升状态，磷化工仍然值得投资。风险在于国家对下游其它磷化工品（如三聚磷酸钠）的进一步征收关税。

海通证券：

国际磷产品价格大幅上涨，以磷矿石为例，摩洛哥磷矿石价格由去年底的190美元/桶上涨至目前的360美元/桶以上，涨幅接近100%。国际价格的大幅上涨刺激了国内磷产品出口的增加，在此前20%出口关税情况下，我国磷矿石和黄磷的出口量同比有较大提升，进而带动了国内磷矿石及下游磷产品价格的大幅提升。伴随着磷矿石价格的上涨，国内磷肥产品也面临着较大的上涨压力。虽然此前有4100元/吨的出厂限价，但在磷矿石等成本大幅提升情况下，国内磷肥企业成本压力相当大。为了稳定国内磷产品（黄磷、磷肥等）价格，保护国内磷矿资源，国家适时出台了磷产品出口特别关税政策，我们预计该政策的出台将有效遏制国内磷产品价格的上涨。虽然出口特别关税政策能有效遏制出口，从而促进国内价格的稳定，但由于地震对四川地区磷矿开采的影响，以及奥运前对矿山开采的严格管理，我们预计短期内国内磷矿石及下游磷产品价格下跌的可能性不大。

给予磷化工行业“增持”投资评级。其中，兴发集团2008年业绩预计大幅增长，公司拥有丰富的磷矿资源，目前磷矿产量足以满足自身生产需求，一体化的产业链将使公司受益于磷产品价格上涨，我们仍维持未来两年1.03元和1.64元的盈利预测，给予“增持”投资评级；澄星股份未来发展值得期待。虽然公司目前磷矿石产量还不足以满足自身需求，但随着宣威磷电项目的完成，公司将具备很强的发展后劲，给予公司“增持”投资评级。

全民医保方向明确但仍问题重重

第三届中国制药工业百强年会日前结束，80多家百强企业代表出席了会议。与会政府官员、企业及学术界代表分别医保体系改革、药品研发、百强排位变化的一些热点问题作了发言。

国信证券：

目前中国制药工业百强的整体格局是：百强整体规模扩大，中等企业数量增多，增速较快；百强集中度有所提升，上市公司数量、占比下降；部分用药领域显示较高的集中度。

会议传出的信息还表明，全民医保方向明确，也取得初步成效，但仍问题重重。国家对医改方向是明确的——走向全民医保，认为从公费医疗走向医疗保险是推倒重来，但目前的医改不会是对现有医疗体制的推倒重来，而是改进和改善。目前面临的问题我们总结起来主要包括：

1）城乡制度分割，管理体制分立；

2）仍有空白人群：一是以身份为标识的制度安排，使部分人群参保出现政策空白。此外一个现实问题是，由于计划经济的历史债务尚未彻底解决，部分国有破产企业退休人员并未参保；

3）统筹层次低，保险关系难以转移；

4）制度的法律强制力度不大，中小企业、灵活就业人员参保率无法有效保证；

5）医疗保险在医疗服务管理和医药价格确定中应有地位不明，对医疗费用的控制力度不强。即医疗药品的买单人——医疗保险对医院用药品种和金额无任何约束和权利。这些问题都在影响全民医保的实际效果和进度，也决定着医改进程不可能一蹴而就。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系