



## 行业专题报告

证券研究报告  
房地产行业

增持 维持

房地产行业

2014年7月30日

国企改革专题报告（四）：  
反腐保障改革，重申推荐地产国企改革组合房地产行业首席分析师：涂力磊  
SAC 执业证书编号：S0850510120001  
tll5535@htsec.com  
021-23219747房地产行业分析师：谢盐  
SAC 执业证书编号：S0850208120583  
xiey@htsec.com  
021-23219436

## 事件：

7月29日新浪网报导，中共中央决定对周永康立案审查。7月28日，上海检察网发布公告称，上海友谊（集团）有限公司原总经理，联华超市股份有限公司原董事长、总经理，上海百联（集团）有限公司原总裁，上海光明食品（集团）有限公司原董事长王宗南，因涉嫌在友谊（集团）有限公司、联华超市股份有限公司任职期间挪用公款、受贿，被上海市人民检察院第二分院立案侦查。

中央大力反腐，统一思想，已形成威慑力，将构筑改革成功的屏障；我们预期伴随反腐的制度化、常态化将倒逼官员作为，贯彻改革思路。相关事件对破除改革阻力，推动国企改革起到积极作用。

## 投资建议：

**破除国企改革的四大推动力。**我们认为：1）反腐是改革的保障。反腐意在形成威慑力，防止小部分攫取私利，为改革推进构筑屏障。反腐不会引致官员不作为，相反会倒逼其贯彻改革思路。2）改革是自上而下推进的中央意志。我们判断，央企改革进程将快于省国有企业，又快于市国有企业。3）通过改革使国有资产发挥价值或换取价值。当前各地方政府负债率居高不下，而土地财政不可持续。为此，政府将希望通过改革让国资发挥价值。因此，国资改革一定是政府首脑决策，各国资委和公司执行，以个案呈现，并将典型案例复制。4）转型将带来整体和边际改善的预期，这将是各受益方推动的动力源泉。目前，改革已经成为国有企业领导层的共识，亟需寻找新的战略方向，优化商业模式，拓展盈利渠道，而这都需要一个好的机制作为保障。

**“四项改革”试点有利于破解国企顽疾。**为贯彻落实党的十八届三中全会关于《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的要求，今年7月15日，国资委宣布在所监管的中央企业中开展“四项改革”试点，分别为：（1）在国家开发投资公司、中粮集团有限公司开展改组国有资本投资公司试点；（2）在中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展发展混合所有制经济试点；（3）在新兴际华集团有限公司、中国节能环保公司、中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点；（4）在国资委管理主要负责人的中央企业中选择2到3家开展派驻纪检组试点。

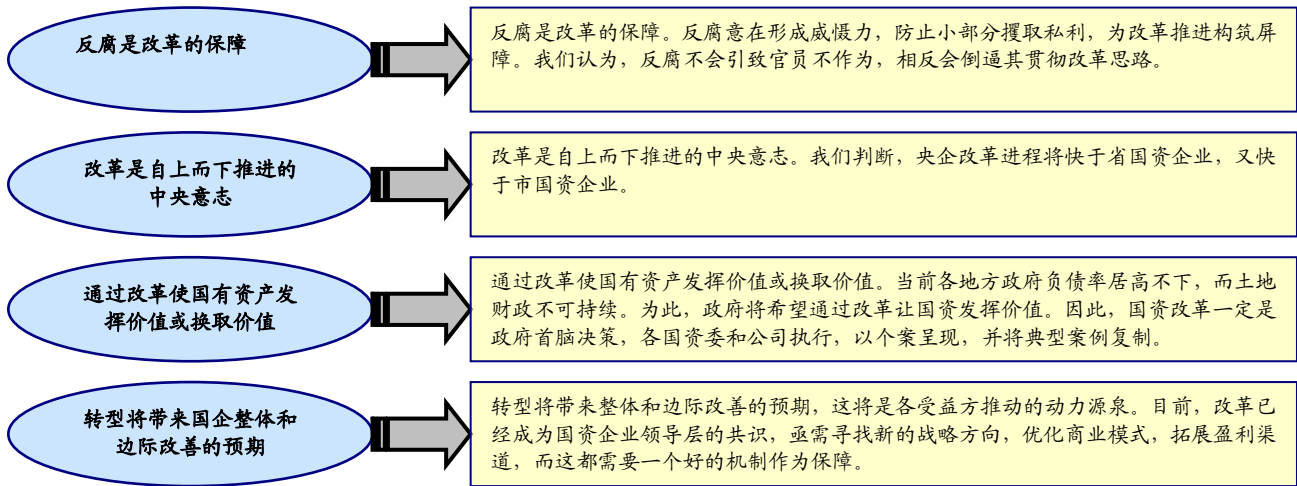
**推荐国企改革组合。**我们认为国家层面国企改革推进后，地产层面有望仿照学习。目前上海、珠海、深圳已经走在前列。目前地产股国企改革中的资产注入等工作已陆续进入实质操作阶段。未来国资重组预计将主要集中在股权交易层面，即国有股份的退出实现混合所有制结构或者引入其他行业国有股份已实现转型。重点推荐华侨城A、格力地产、金融街、鲁商置业，并建议重点关注深振业A。

## 对行业影响：

## 1. 破除国企改革的四大推动力

7月29日新浪网报导，中共中央决定对周永康立案审查。7月28日，上海检察网发布公告称，上海友谊（集团）有限公司原总经理，联华超市股份有限公司原董事长、总经理，上海百联（集团）有限公司原总裁，上海光明食品（集团）有限公司原董事长王宗南，因涉嫌在友谊（集团）有限公司、联华超市股份有限公司任职期间挪用公款、受贿，被上海市人民检察院第二分院立案侦查。

图1 破解国企改革阻力的四大推动力



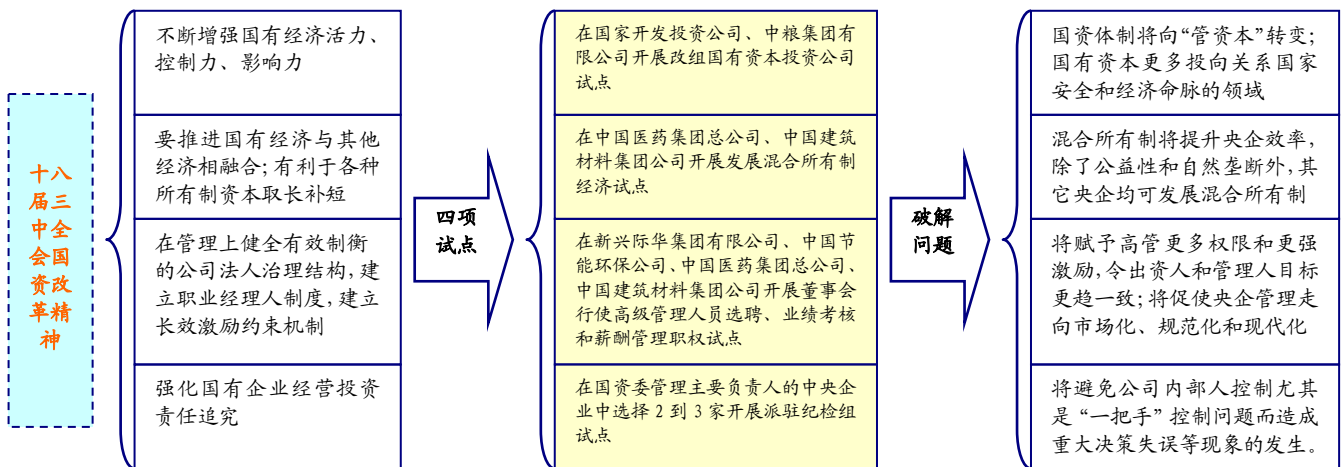
资料来源：海通证券研究所

我们认为：1) 反腐是改革的保障。反腐意在形成威慑力，防止小部分攫取私利，为改革推进构筑屏障。反腐不会引致官员不作为，相反会倒逼其贯彻改革思路。2) 改革是自上而下推进的中央意志。我们判断，央企改革进程将快于省国有企业，又快于市国有企业。3) 通过改革使国有资产发挥价值或换取价值。当前各地方政府负债率居高不下，而土地财政不可持续。为此，政府将希望通过改革让国资发挥价值。因此，国资改革一定是政府首脑决策，各国资委和公司执行，以个案呈现，并将典型案例复制。4) 转型将带来整体和边际改善的预期，这将是各受益方推动的动力源泉。目前，改革已经成为国资企业领导层的共识，亟需寻找新的战略方向，优化商业模式，拓展盈利渠道，而这都需要一个好的机制作为保障。

## 2. “四项改革”试点有利于破解国企顽疾

为贯彻落实党的十八届三中全会关于《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的要求，今年7月15日，国资委宣布在所监管的中央企业中开展“四项改革”试点，分别为：（1）在国家开发投资公司、中粮集团有限公司开展改组国有资本投资公司试点；（2）在中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展发展混合所有制经济试点；（3）在新兴际华集团有限公司、中国节能环保公司、中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点；（4）在国资委管理主要负责人的中央企业中选择2到3家开展派驻纪检组试点。

图2 四项国资改革试点将逐步破解国企的顽疾



资料来源：公开网站资料、海通证券研究所

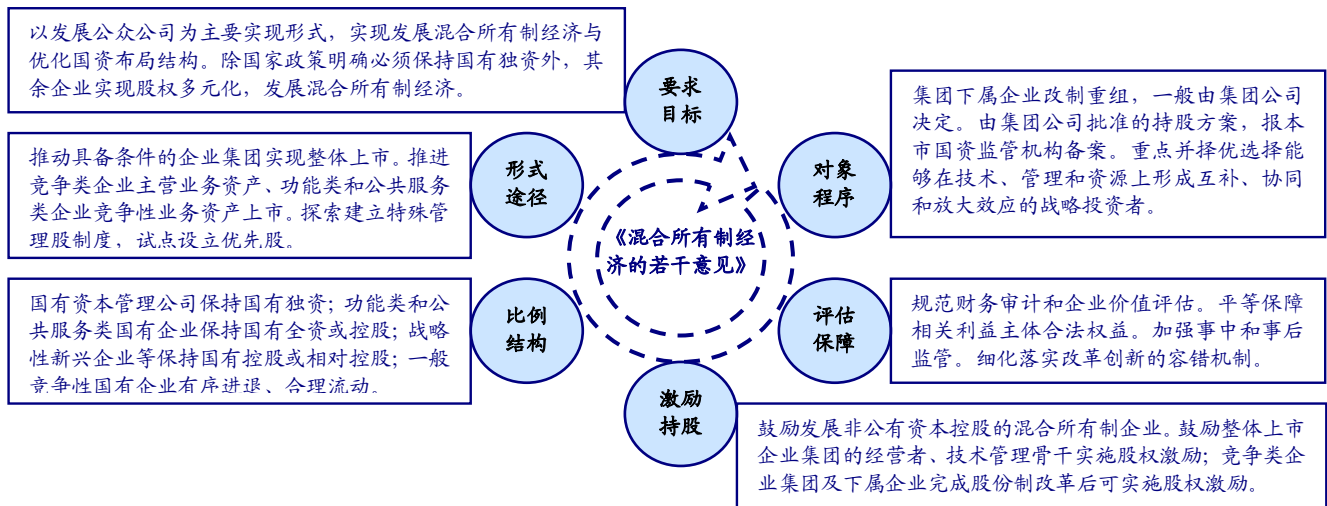
我们认为，这“四项改革”试点将有利于破解国企难题和实现国企竞争力和资产的保值增值。本次改革本着先易后难的原则，尚未涉及垄断行业，先以竞争性企业改革来总结经验，进而推广。第一，改组国有资本投资公司试点将探索我国国有资产管理体制从“管企业”向“管资本”进行转变，使国有资本投资运营更多投向关系国家安全和经济命脉的重要行业和关键领域。第二，混合所有制试点将提升央企经营效率，未来除了公益性和网络型自然垄断环节外，其它领域的央企均会被鼓励发展混合所有制。第三，董事会授权试点将赋予高管更多的权限和更强的激励机制，令出资人和管理人的目标更趋于一致。进一步完善央企的董事会制度将促使我国央企的管理走向市场化、规范化和现代化。第四，纪检组是对国企负责人重点监督的纪检监察方式，将避免公司内部人控制尤其是“一把手”控制问题而造成重大决策失误等现象的发生。

我们认为国家层面国资改革推进后，地产层面有望仿照学习。目前上海、珠海、深圳已经走在前列。

### 3. 上海版国资改革方案分析

为贯彻落实党的十八届三中全会关于积极发展混合所有制经济的要求，今年7月7日，上海市委、市政府召开进一步推进上海国资改革促进企业发展座谈会，会上发布了《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》，主要目标是经过3-5年的推进，基本完成国有企业公司制改革，除国家政策明确必须保持国有独资外，其余企业实现股权多元化，发展混合所有制经济。《若干意见》从上海实际出发，明确了“要求与目标、形式与途径、比例与结构、激励与持股、对象与程序、评估与保障”六个方面的问题。

图3 《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》中的六个要求



资料来源：新华网 2014.7.8 日报道《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》、海通证券研究所

其中，“形式与途径”方面，强调推动具备条件的企业集团实现整体上市。推进竞争类企业主营业务资产、功能类和公共服务类企业竞争性业务资产上市。探索建立特殊管理股制度，试点设立优先股。我们认为，未来上海市竞争类、功能类和公共服务类企业竞争性业务资产上市将加快。

“比例与结构”方面，首次提出了要国有资本管理公司保持国有独资；功能类和公共服务类国有企业保持国有全资或控股；战略性新兴产业等保持国有控股或相对控股；一般竞争性国有企业有序进退、合理流动。我们知道，上海国有资本管理公司主要是上海国际集团等；而功能和公共服务类国企如上海地产集团等；战略性新兴产业企业则是上汽集团等。《若干意见》的出台将推动上海国资有序退出竞争性领域。

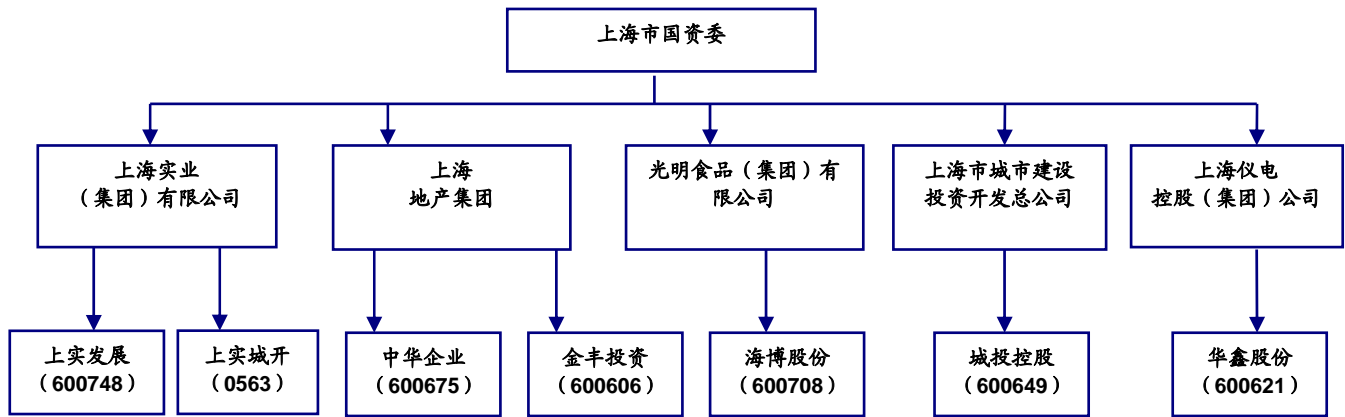
“激励与持股”方面，则是鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业。鼓励整体上市企业集团的经营者、技术管理骨干实施股权激励；竞争类企业集团及下属企业完成股份制改革后可实施股权激励。我们认为，这体现出上海国资市场化重组的核心是聚焦产业链；而高新技术企业的股权激励将更容易实施。

## 4. 上海国资整合下地产企业面临的发展机遇

### 4.1 上海市国资委平台下主要地产开发集团介绍

目前，下属上海市国资委的房地产开发上市公司主要包括上海实业（集团）有限公司、上海地产集团、上海市城市建设投资开发总公司、光明集团和上海仪电控股（集团）公司。以上五家集团公司在资本市场分别具备各自上市公司平台。本轮资产注入完毕后，后期改革有望立足所有制和激励制度。

图 4 上海市国资委旗下主要房地产开发上市企业



资料来源：网站公开资料、海通证券研究所

### 4.2 上海地产企业资产注入已陆续推进，后期进入股权改革阶段

2014 年以来，上海地方国资整合进程明显加快。2014 年 2 月 24 日，浦东金桥公告称，控股股东金桥集团拟以其所持联发公司 39.6% 的股权（预估值为 21.08 亿元）注入上市公司。如果最终资产注入成功，则金桥集团的控股比例将上升至 50.15 %。同年 3 月 18 日，金丰投资公告称，金丰投资拟与绿地集团进行资产置换，上市公司原全部资产及负债被置出，而绿地集团将其 100% 股权（资产预估值为 655 亿元）注入到上市公司。如果未来资产能顺利注入成功，则金丰投资的控股方将换成上海格林兰投资企业(有限合伙)，控股比例为 28.83 %。金丰投资也将成为一家世界五百强的地产龙头企业。

表 1 近期上海地方国资旗下资产整合情况

公司名称	资产注入预案时间	资产注入前第一大股东	资产注入前第一大股东持股比例 (%)	资产注入方案	资产注入后第一大股东	资产注入后第一大股东持股比例 (%)
浦东金桥	2014 年 2 月 24 日	上海金桥(集团)有限公司	43.82	金桥集团以其所持联发公司 39.6% 的股权(预估值为 21.08 亿元)注入上市公司。	上海金桥(集团)有限公司	50.15
金丰投资	2014 年 3 月 18 日	上海地产(集团)有限公司	38.96	上市公司原全部资产及负债被置出，绿地集团 100% 股权(资产预估值为 655 亿元)注入上市公司。	上海格林兰投资企业(有限合伙)	28.83
海博股份	2014 年 6 月 12 日	光明食品(集团)有限公司	35.81	上市公司拟置换出除物流业务相关资产外的其他资产及负债，同时光明集团及其它股东方向上市公司注入农房集团 100% 股权和农房置业 25% 股权(上市公司通过农房集团及其子公司明旺地产间接持有农房置业 75% 股权)。	光明食品(集团)有限公司	47.56
中华企业	2014 年 6 月 28 日	上海地产(集团)有限公司	36.36	上海地产集团将以其持有的上海房地产经营(集团)有限公司 10% 股权、上海凯峰房地产开发有限公司 10% 股权和上海地产馨虹置业有限公司 100% 股权(合计预估值约为 21 亿元)注入上市公司。	上海地产(集团)有限公司	35.78

资料来源：上市公司资产注入预案公告、海通证券研究所

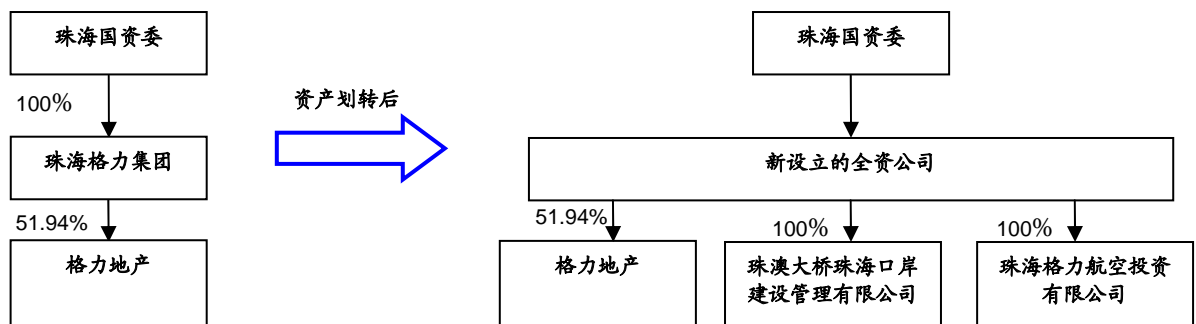
2014 年 6 月 12 日，海博股份公告称，公司拟置换出除物流业务相关资产外的其他资产及负债，同时光明集团及其它股东方向将向上市公司注入农房集团 100% 股权和农房置业 25% 股权（上市公司通过农房集团及其子公司明旺地产还间接持有农

房置业 75% 股权)。如果资产顺利置换，则光明集团持有上市公司的股权比例将从此前的 35.81% 上升至 47.56%。由此，公司转变主营方向而成为一家上海本土龙头地产企业。同年 6 月 28 日，中华企业公告称，公司控股股东上海地产集团将以其持有的上海房地产经营(集团)有限公司 10% 股权、上海凯峰房地产开发有限公司 10% 股权和上海地产馨虹置业有限公司 100% 股权(合计预估值约为 21 亿元)注入上市公司。如果方案最终成行，则公司将巩固其上海工业地产领域内的龙头地位，而公司的控股股东的控股比例也将由此前的 36.36% 变更为 35.78%。

### 5. 珠海国资整合下地产企业面临的发展机遇

2014 年 7 月 14 日，格力集团在债券网站发布信息，定于 7 月 30 日召开中期票据持有人会议。同时披露，格力集团改革方案为：珠海市国资委拟通过无偿划拨方式将公司持有的格力地产股份有限公司 51.94% 股权、珠海格力港珠澳大桥珠黑岸建设管理有限公司 100% 股权、**珠海格力航空投资有限公司 100% 股权**，及公司对格力地产债权等资产，注入珠海市国资委新设立的全资子公司(该公司目前正在办理注册手续)；之后，珠海市国资委拟将不超过公司 49% 的股权通过公开挂牌转让的方式引进战略投资者。

图 5 格力地产资产划转方案



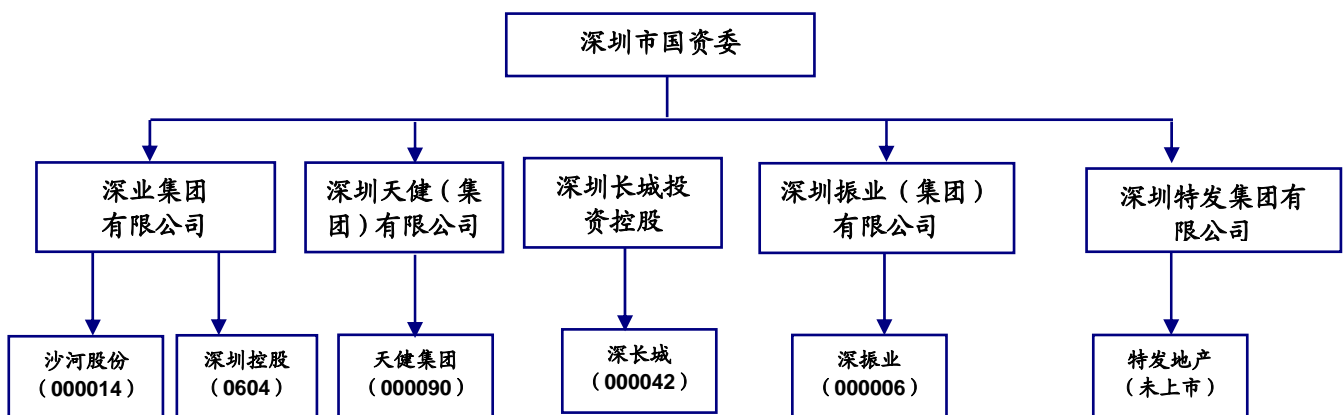
资料来源：公司股权划转公告、海通证券研究所

地产业务从格力集团中独立并划转至新成立公司后，既有利于家电和地产两板块各自专攻主业发展；又有利于珠海国资委未来对两大板块制定更明确的考核和激励制度等。方案对电器和地产业务均有利。考虑到地产业务过去受重视程度有限，规模发展较慢，本次划转后地产公司未来基本面有望迎来更大改善空间。

### 6. 深圳市国资委平台下主要地产开发集团

深圳国资委房地产上市平台相对较多。市场对深振业和天健集团预期较高。

图 6 深圳市国资委主要房地产开发上市企业



注：深圳国资委分两次将深长城 19.75% 和 4.04% 股份转让予民营中洲地产  
资料来源：海通证券研究所

**7. 投资建议：推荐国企改革组合。**截至7月16日，A股2014年动态PE在12.04倍，地产2014年动态PE在12.01倍。目前地产股国企改革中的资产注入等工作已陆续进入实质操作阶段。未来国资重组预计将主要集中在股权交易层面，即国有股份的退出实现混合所有制结构或者引入其他行业国有股份已实现转型。重点推荐华侨城A、格力地产、金融街、鲁商置业，并建议重点关注深振业A。

**表2 国企改革组合**

证券代码	证券简称	相关概念
000069	华侨城 A	高层表态未来方向—引入国际战投、建立新的管理层激励机制、新技术的运用。最新演艺产品《极力道》深圳地区一票难求。资产价值低估明显。
600185	格力地产	格力集团股权划转新增珠海格力航空投资有限公司 100%股权。新集团成立后，格力地产将是珠海国资委持股比例最高，但市值最低上市公司。未来成长空间显著。参见前期报告《国企改革有序推进，格力航空值得关注》。
000402	金融街	安邦入股带来混合所有制结构。金融街区域内自持物业升值空间大。房地产基金和异地扩张有序推进。股价低估明显。参见前期报告《价值低估，大股东与保险资金陆续增持》。
600223	鲁商置业	《山东省经济体制和生态文明体制改革 2014 年工作方案》提出进一步深化国有企业改革，调整优化国有资本布局结构总体原则。公司作为山东省国有房地产龙头企业，有望在此次国企改革浪潮中受益。参见前期报告《能否借力国企改革东风？》
000006	深振业 A	大股东连续增持，公司与深圳地铁集团合作有序推进。

资料来源：海通证券研究所

**风险提示：**行业面临加息和政策调控两大风险。

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊：房地产行业  
谢 盐：房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：万科 A (000002.SZ)、保利地产 (600048.SH)、招商地产 (000024.SZ)、金地集团 (600383.SH)、华侨城 A (000069.SZ)、金融街 (000402.SZ)、首开股份 (600376.SH)、北京城建 (600266.SH)、苏宁环球 (000718.SZ)、荣盛发展 (002146.SZ)、滨江集团 (002244.SZ)、广宇集团 (002133.SZ)、亿城股份 (000616.SZ)、新潮实业 (600777.SH)、广宇发展 (000537.SZ)、天房发展 (600322.SH)、栖霞建设 (600533)、张江高科 (600895.SH)、陆家嘴 (600663.SH)、浦东金桥 (600639.SH)、南京高科 (600064.SH)、苏州高新 (600736.SH)、天津松江 (600225.SH)、黑牡丹 (600510.SH) 和外高桥 (600648.SH)。

### 投资评级说明

#### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。