

国企改革新样本

——三爱富（600636）事件点评

2016年07月21日

强烈推荐/维持

三爱富

事件点评

事件：

近日三爱富公告称，控股股东上海华谊集团（下称上海华谊）拟以公开征集受让方的方式转让其所持有的三爱富部分股份共计8,938.84万股，占三爱富总股本的20%。上海华谊在公告中指出，潜在的股权受让方应具备对上市公司进行重大资产重组的能力，同时规定如果未来进行资产重组，应将上市公司持有的氟化工业务出售给上海华谊。此次公告表明，上海华谊将对旗下上市公司平台资产进行梳理整合，国企改革再进一步。

主要观点：

1. 上市公司控制权将变更，公司业务将转型

通过此次资本运作，上市公司控制权将发生变动，同时实现业务转型。从上海华谊公布的征集股份受让方公告来看，股权转让后，受让方将持有三爱富20%的股权，成为上市公司的第一大股东，取得对上市公司的控制权。上海华谊还指出，在股权转让的同时将推进上市公司的资产重组，初步方案为：将现有氟化工资产出售给上海华谊；股权受让方向上市公司注入主业突出的优质资产或并购第三方的资产。

重组完成后，三爱富这个上市公司平台将实现业务转型，不再从事氟化工业务。当前氟化工行业低迷，三爱富的氟化工业务处于亏损边缘，导致公司估值较低。未来优质资产的注入将提升上市公司的盈利能力，上市公司的价值也将得到更大的体现。

同时三爱富现有的氟化工资产将由上海华谊100%控股。我们预期上海华谊将对三爱富的氟化工资产进行整合优化，剥离或关停部分落后的产能，集中力量发展以新型制冷剂、高性能含氟材料、含氟精细化学品等业务。没有了上市公司的业绩压力，上海华谊对氟化工业务的发展可以制定更加具有前瞻性的长期发展战略，发挥其长期积累的技术优势，有利于氟化工资产发挥更好的经济效益。

展望未来，上海华谊有可能将整合优化之后的氟化工资产再次注入华谊集团（600623）的上市平台，实现资产的证券化。

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

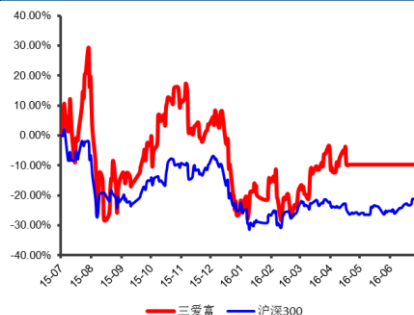
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52周股价区间（元）	10.57-19.98
总市值（亿元）	61.95
流通市值（亿元）	52.94
总股本/流通A股（万股）	44694/42613
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.11

52周股价走势图



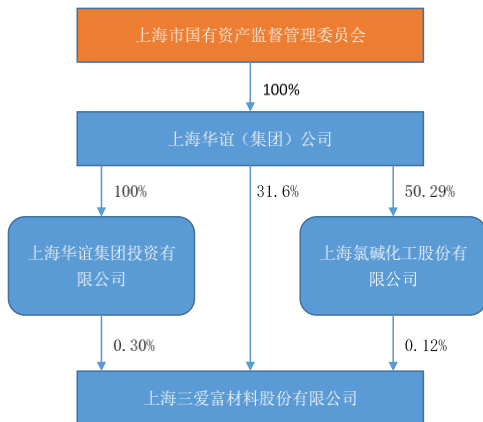
资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

2、有望实现多方共赢，此次资本运作或成为国企改革的新样本

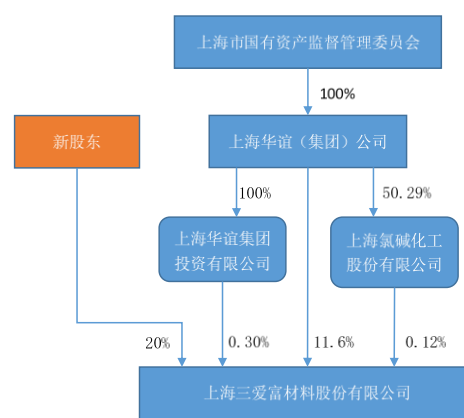
上海华谊作为上海市国资委全资控股的公司，曾经控股双钱股份（600623）、三爱富（600636）和氯碱化工（600618）3家上市公司。上海华谊业务庞杂，核心业务为“能源化工”、“先进材料”、“绿色轮胎”、“精细化工”、“生产性服务业”五大类，涉及十几大类近万种产品。上海华谊一直是上海国企改革的重要样本。2015年上海华谊将持有的绝大部分非上市资产注入双钱股份的上市平台，实现了整体上市，双钱股份也已经更名为华谊集团。我们认为上海华谊对三爱富的资本运作，表明上海华谊在持续推进国企改革。此次资本运作使得上海华谊对旗下氟化工资产的控制力得到加强，虽然放弃了上市公司控股权，但仍持有上市公司12%的股权，随着优质资产的注入，该部分股权的价值有望实现明显增值，做到了国有资产的保值增值。

图 1：股权转让前公司控制权示意图



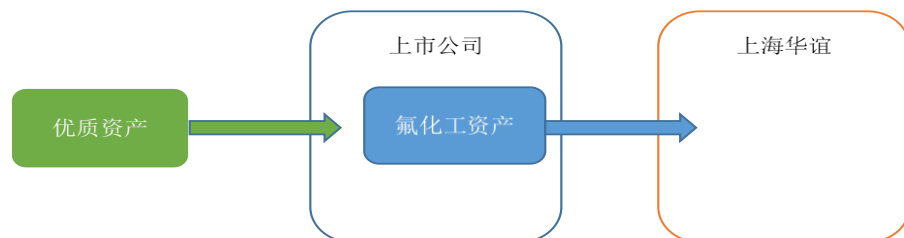
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：股权转让后公司控制权示意图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：预计氟化工资产回归上海华谊，上市公司注入优质资产



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

股权受让方获得三爱富的实际控制权后，获得了宝贵的上市公司融资平台，优质资产注入也将使得中小股东的利益得到保障。因此，如果此次资本运作能够顺利推进，将实现多方利益的共赢。

上海华谊控股的氯碱化工（600618）所面临的情况与三爱富相似，自身主业盈利能力不佳，无法有效利用上市公司的融资渠道。未来氯碱化工的改革很可能借鉴此次三爱富的运作模式。一旦上海华谊完成对三爱富、氯碱化工的整合，则上海华谊将最终实现旗下核心资产的整体上市，成为国企改革的又一成功案例。这将为未来的国企改革提供可供借鉴的范本。

3、上海国企改革全面铺开，投资机会涌现

2016年上海国企改革的思路日益明晰，主要改革方向是加快国资委系统企业集团的公司制改革，加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市，提高资产的证券化率；竞争类混合所有制企业将试点员工持股，实现国家利益、企业效益和个人收益相结合。通过上海华谊的案例，我们看到上海的国企改革始终在向着优化资产结构、实现整体上市的目标前进。

预计下半年，上海国企改革将进一步推开，上海国有企业整体上市和资产整合都进入了实质运作阶段。在此过程中的投资机会将不断涌现。目前上海国资委旗下竞争类企业共计33家，其中金融类6家，产业类27家。根据公开资料，目前上海国资系统内上港集团、上汽集团、上海电气、城建集团等已经实现了整体上市或核心业务上市。未来上海机场、上海梅林、百联股份、光明乳业、中能股份等等上海国资控股的上市公司都可能借鉴上海华谊的运作模式，实现快速外延增长。

结论：

上海华谊作为一家重要的地方国企，曾控股3家上市公司。在国企改革持续推进的大背景下，上海华谊首先将核心资产注入双钱股份的上市平台，实现了整体上市。此次通转让三爱富股权和推动公司重组，将加强对核心氟化工资产的控制。转让上市公司20%股权后，上海华谊虽然失去了对上市公司的控制权，但优质资产的注入将保证国有股权的保值增值。此次资本运作有望厘清国企的产权归属，实现国资、中小股东和股权受让方三方共赢。

2016年以来国企改革的步伐加快，央企兼并整合，地方国企资产重组、整体上市以及转让上市公司控股权频频出现。我们认为国企改革的深入将使国企资产得到优化，提升相关上市公司的投资价值。建议投资者持续关注潜在的国企改革标的。

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。