

责任编辑:梁景雯 电话:010-63070294 E-mail:info@zqb.com.cn

上市公司股权分置改革最新进程提示(2)

Table with columns: 代码, 简称, 对价(预计)方案, 股权登记日, 董事会投票委托征集日, 相关股东会登记日期, 相关股东会召开日期, 网络投票日期, 停(复)牌日期, 批次. Includes sub-sections like '待相关股东大会批准公司' and '相关股东大会已召开公司'.

Table with columns: 代码, 简称, 对价(预计)方案, 股权登记日, 董事会投票委托征集日, 相关股东会登记日期, 相关股东会召开日期, 网络投票日期, 停(复)牌日期, 批次. Includes sub-sections like '待相关股东大会批准公司' and '相关股东大会已召开公司'.

注:数据来源自“中国证券报上市公司数据库”,带\*的复牌日为实施方案后的复牌日,更多内容详见中国股权分置改革网。

制作:本报信息中心

南京高科(600064):用稳健成长扭转偏见

联合证券 张华

在 公司持有的G中信、G栖霞股权先后因股改而获得流通权后,对响应股权价值的重估具有现实性。我们测算的溢价幅度接近4亿元,将带来BVPS约1.15元的增厚。此外,南京商业银行一旦完成IPO,公司持有的20522万股股票按保守估计将带来4亿元以上的增值。因此,公司的资产潜在价值较大。

按估计的06、07年盈利预测结果计算的市盈率偏高,但考虑到3.2股对价,公司实际市盈率水平将分别下降至14.10、12.14倍已显著偏低;考虑到股权增值,大比例现金分红及大股东增持等正面因素,我们给予公司“增持”的评级。

股权投资价值重估增值巨大

作为以公用事业及工业地产开发为主业的公司,南京高科拥有充裕的现金流,自1999年以来公司积极参与资本运作,参与了栖霞建设、南京市商业银行、中信证券、LG同创等金融、房地产、电子等多个领域的企业投资,并取得了不俗的投资收益。按05年年报披露的主要股权投资项目如图表1所示:

图表1:截至2005年年报披露的主要股权投资项目(部分)

Table with columns: 被投资项目, 初始投资额, 本期增加投资额, 持股比例, 本期权益增加额, 累计权益增加额, 转出投资, 备注.

中信证券、栖霞建设股权获流通后大幅溢价 股权分置改革有效改进了我们持有的中信证券(600030)、栖霞建设(600533)股权的流动性,因此我们在此种背景下讨论公司相应股权的增值将具备现实意义。假定当前两个公司的股价基本合理,我们测算的股权流通后的增值情况如下表所示:

图表2:主要股权投资的溢价率测算

Table with columns: 项目, 累计出资(万元), 所占股本(万股), 可比每股价格(元), 溢价总额(万元), 溢价率.

我们以G中信及G栖霞自05年12月31日以来的加权平均价作为测算基准,按当前实际持有股份数,两公司股权投资资产溢价率分别达到164.93%、543.72%,合计增厚BVPS达到1.15元左右。此外,我们的估算没有考虑到07年以后两公司的盈利成长以及大盘向好带来的估值水平提升,因此估算的结果应是相对保守的。在所持股份限售期结束之前,估计来自两公司的投资收益将能够保持年均15%以上的增长。

图表3:G中信、G栖霞股权投资带来的丰厚回报

Table with columns: 项目, 累计出资(万元), 累计实现股利(万元), 回报率.

南京商业银行IPO后资产增值空间同样较大 南京高科出资2.05亿元持有20520万股南京市商业银行的股份,占南京商业银行17%的股权,05年年报账面余额为21688.91万元。基于我们对南京市商业银行有限的了解,南京商业银行是南京地区唯一具有独立法人资格的地方性股份制商业银行,注册资本为12.06亿元人民币。截至2005年9月底,南京商业银行总资产为430亿元,不良资产控制在4%以下。2005年前9个月实现利润3.4亿元,资产质地优良。

南京商业银行有望成为国内城市商业银行上市第一梯队成员。南京市商业银行于2003年6月左右启动了IPO准备工作并进入上市辅导期,据保荐人认为中信证券;2004年10月左右正式向证监会提出上市申请已获得受理,但由于其后股权分置改革以及实施新划断,使得其上市进程暂时停滞。随着股改进程过半,我们认为恢复新股发行的前景趋于明朗。考虑到股改完成后的公司股权已具备流通性,我们认为使用IPO后价格计算公司资产溢价情况同样合理。

我们使用2005年10月12日,南京商业银行与法国巴黎银行签订战略合作协议暨投资人股协议的转让价格作为参考价。巴黎银行斥资8500万美元通过股份转让方式持有南京商业银行19.2%的股份,成为第二大股东,转让价格折合人民币为每股3.04元。按此计算如图表3,IPO后南京商业银行股权溢价可望超过4.1亿元,溢价率将达到103%以上。

打造具有独特竞争力的地区综合性企业龙头

公司作为依托南京经济技术开发区的发展而成长起来的一家上市公司具有强烈的政府背景,其业务领域涵盖了从市政基础设施建设、道路房屋出租、土地开发到电力及热力销售与制药等行业的众多行业,属于典型的综合类公司。我们认为这种复杂的业务结构与巨大的行业跨度加大了投资者对公司认识的难度;另一方面,作为具有政府背景的企业往往很难用市场化的指标来评估其成长性,这是造成南京高科内在价值难以被市场充分认识并有效反应的主要原因。基于近期调研的结果,公司在未来资源配置上将主动向基础公用事业、工业用地开发及生物医药三个主要方向倾斜,我们相信在主营业务上的清晰化将有助于公司价值的显著提升。

图表4:05年收入外项占比



依托区域垄断优势,造就领先公用事业提供商

公司作为南京新港开发区的建设者和配套服务提供商企业,在道路建筑与出租、公用设施销售与物业管理、电力热力销售及物业出租等公用事业业务领域具有很强的垄断性,收益稳定持久,具有良好的抗风险能力。

公用设施建设、维护及物业管理

原有的为南京新港工业园企业提供配套公用设施建设和物业管理目前为公司带来约5000万元的年收入,毛利率按20%计算大致在1000万元左右。随着南京新港开发区的进一步发展与人园企业数量的增长,我们相信公用设施建设和物业管理收入将呈现出稳定增长的态势。初步估计的06-08年收入增幅在12%左右,毛利率则有望维持在当前水平。此外,作为配股项目,道路出租每年仍约有2844万元的稳定收入,对应的主营业务利润约1800万元。

南京高科承担了南京市仙林新城的市政、道路等配套设施建设,仙林新城的规划面积为80平方公里,剩余工程量在10个亿左右。开发进度约为3年,这块业务可确保公司每年3-4亿元左右的业务收入,毛利率在5%左右,年均产生1500万左右利润。

热力销售在大股东支持下将持续增长

公司目前已在仙林新城东北部及开发区的热力销售。由于2004年煤价暴涨导致04年热力销售毛利率为-1.57%,整体热电业务亏损了175万元左右。随着2004年底煤电联动政策的出台,以及05年6月供热价格由98元上调为140元/吨,尽管原煤采购价格仍有所提高,但由于热力销售价格提高,2005年的热力销售毛利率提高到11.91%,使得05年的热力销售业务有了大幅好转。2005年年报披露热力销售1.58亿元,实现毛利2022万元。大股东热电产业的扩张计划将使南京高科有望在大股东支持下在热电产业方面有更大的作为。我们估计的06、07年热力销售收入分别为1.7、2.2亿元。

水务将成为公司中长期新的利润增长点

2005年松花江、北江污染事件引起了国家对城市公用事业环保措施的高度重视,我们预计在“十一五”规划大纲出台后,在相关方面的实施细则将很快进入起草及实施阶段,其中污水处理与循环利用可望成为政策扶持的重点方向。

公司下属的污水处理公司发展规划为建设4万吨污水处理能力,其中一期2万吨已正式投产,目前日处理污水约9000吨;二期主要设备及土建工程已基本完成,可在短时间内根据需求的变动进入投产状态。目前南京高科污水处理范围已基本覆盖新港开发区。在政府支持之下,公司污水处理业务将逐步扩大,其中远期规划的覆盖范围将包括南京城北铁路以北、高新技术开发区、尧化镇三大地区,并建设成为南京第三大污水处理厂,目标污水处理量将达到15-16万吨/日。该规划方案已获得南京市政府的初步同意,预计06年一季度后将进入开工状态,污水处理业务将在2007年后开始产生显著效益。

丰富的土地储备:工业用地转让与商业地产开发并举

南京经济技术开发区作为国家级开发区,其主要综合经济指标均已进入全国国家级经济技术开发区的前十位。由于南京经济技术开发区区位优势明显,各项配套设施较好,加上招商引资措施得力,因而区内集中了SHARP、LG等较多的国际知名企业,世界500强企业已有23家在该开发区投资。南京高科依靠南京市国资控股100%的南京新港开发总公司,在土地开发上有着无与伦比的资源优势。其储备土地主要是工业用地,取得成本相对较低,有4亿多的土地存货,随着园区开发、土地转让工作的逐步完成,将逐渐实现其土地储备的增值效应。目前公司还有尚未转让和受托开发未结算的土地面积超过300多万平方米,以2004年土地成片开发转让25%毛利计算,未来3-4年可实现主营业务利润近2亿元。

此外公司在商业地产开发领域同样在进行积极尝试,主要是通过栖霞建设的合作,争取实现公司主“地”栖霞主“房”的格局。栖霞建设目前正处于业务高速增长期,南京高科地产开发的思路是在避免与栖霞建设同业竞争的前提下,进行地产开发,利用资源优势,积极进行土地储备;在着重地产开发的同时,择机与更多地产开发商合作,享受房地产业的高成长。

制药业务:技术创新引领未来

南京高科的医药板块目前以巨功制药和新港医药为主。其中南京高科控股75%的巨功制药的主打产品“巨功再欣”是国内第一个上市的儿童感冒药,目前已经形成了品牌效应规模效应,被列为医药行业全国十佳品牌。05年巨功制药营业收入约1亿元左右,净利润约1000万;预计06年销售收入将会有25%以上的增幅,净利润可望达到1500万元左右。

南京高科2003年投资成立的新港医药目前下属三个制药公司和两个销售公司,医药板块的集团化架构开始形成。新港医药生产的产品2005年开始上市销售,截止目前已经形成产业化的新品5个,且计划每年有10个以上新品上市。新港医药的产品覆盖了心脑血管药系统、消化系统、神经系统、妇科等治疗领域。其中“托拉塞米”注射液已获得国家有关部门列入高新技术产业化示范工程。作为新港医药和上海医药工业研究院联合研制成功的国家二类新药,“托拉塞米”是一种新型的强效利尿剂,新港医药生产的“托拉塞米”率先在全国上市,并且作为其在国内首个生产商,市场占有率已位居全国首位,预计未来两年该品种面临同类竞争的可能性较小,市场前景非常广阔。公司另一产品“左西孟旦”注射液被科技部列入创新基金资助项目。在新港医药于2004年12月收购的德国仙灵(南京)公司后,成立的南京先河制药主要生产激素类抗肿瘤药物,由于国家对激素类药物生产有特殊的生产条件要求,我们认为该类产品的政策壁垒,市场前景良好。

在股权投资及资产整合方面,对亏损公司华日、新华日液晶公司的剥离将带来约700万元净利润的增长;2006年在新港医药摊销开办费后,医药产业利润将达到1000万元左右,比2005年增长约800万元;5亿元短期债券的成功发行,将减少2006年度财务费用1000万元左右。

另一方面,随着栖霞建设股改后南京高科持股比例降低,对栖霞建设的投资将由权益法核算改为成本法核算,对其2006年房地产业务收益将会有所影响。但栖霞建设每年业绩增长30%以上,分红比例不低于当年可分配的70%的承诺;加上所拥有的仙林栖霞49%的股权、苏州栖霞20%的股权,估计栖霞建设股改对公司2006年净利润的影响不会超过1400万元,2006年以后年度的不利影响还会进一步降低。

内在价值尚未被充分认识,建议增持

2005年,南京高科经过了较大规模的资源整合,许多与发展战略无关的项目已经整合出公司,未来发展轮廓开始清晰。按之前对各项业务的分析,我们认为06-08年公司公用事业将处于稳定成长阶段,而水务、制药及商业地产开发或可取得迅速成长。

在股权投资及资产整合方面,对亏损公司华日、新华日液晶公司的剥离将带来约700万元净利润的增长;2006年在新港医药摊销开办费后,医药产业利润将达到1000万元左右,比2005年增长约800万元;5亿元短期债券的成功发行,将减少2006年度财务费用1000万元左右。

另一方面,随着栖霞建设股改后南京高科持股比例降低,对栖霞建设的投资将由权益法核算改为成本法核算,对其2006年房地产业务收益将会有所影响。但栖霞建设每年业绩增长30%以上,分红比例不低于当年可分配的70%的承诺;加上所拥有的仙林栖霞49%的股权、苏州栖霞20%的股权,估计栖霞建设股改对公司2006年净利润的影响不会超过1400万元,2006年以后年度的不利影响还会进一步降低。

图表5:南京高科盈利预测

Table with columns: 项目, 2004A, 2005A, 2006E, 2007E. Includes rows for 主营业务收入, 主营业务成本及税金, 其他业务收入, 营业费用, 管理费用, 财务费用, 营业利润, 投资收益, 补贴收入, 营业外收支, 利润总额, 所得税, 少数股东损益, 净利润, EPS.

我们预测的06、07年EPS分别为0.31、0.36元,按3月6日收盘价计算的市盈率分别为18.80、16.10倍,按3.2的对价计算的相应市盈率分别为14.10、12.14倍,已处于显著偏低水平。此外,如下因素将构成我们给予公司“增持”评级的主要依据:

- 对G中信、G栖霞及南京商业银行股权的巨大溢价;
公司05年的大比例现金分红方案与06年70%利润用于红利分配的承诺;
公司在股改完成后的增持计划所构筑的无风险溢价空间。