

## 混合所有制改革推动产业复兴

### ——国企改革专题报告

#### 核心要点:

- 2015年是改革攻坚年深化年，国企混合所有制改革上升为国家意志，是改革重头戏。“混合所有制改革推动产业复兴”，国企改革主题必将成为A股贯穿全年的最佳投资主题之一。
- **国有资产大盘点：中流砥柱。**2012年底全国国企15.2万户，资产总量25.2万亿元，增速有所放缓。央企单个资产量较高，但在资产保值增值上地方国企做的更好。国企在数量及资产量上主要分布在东部。2012年大部分国企实现盈利，整体资产负债率66%。在A股国资力量也占据半壁江山，总市值占比超60%，但业绩估值双双低于非国有企业，有较大改善空间。
- **混合的力量：国企改革战略考量。混合所有制大大拓宽了经济社会改革的空间。**1) 将公有、非公有资本都调动起来；2) 没有进行公私资本交叉持股的股份制度改革将不再是今后国企改制的重要形式；3) 混合所有制下公司治理将更为完善、规范。4) 国有控股企业将重新定位，按照混合所有制企业定位。**混合经济包容多种多样的产权组织形式，有助于形成稳定的橄榄型社会财产结构。**
- **混合所有制助力国企改革难题破冰。**1) 建立国资投资运营公司，真正实现政企分开；2) 国有控股企业重新定位为混合所有制企业；3) 自然垄断企业也要适度引入民资；4) 混合化结合国际化，国资民资携手“走出去”。
- **如何去混合？**  
**由谁来混合：**非公有资本，包括民营资本、外资等。  
**与谁去混合：**公有资本，含国有独资及纯国有资本持股股份制企业。  
**以什么方式混合：**产权转让，公有企业将存量资产的一部分卖给非公有主体；**增资扩股**，引入非公有资本投资到公有企业中持股；**新设企业**，公有股东与非公有股东共同出资成立新企业；**并购**，公有股东将资本投入到非公有企业包括外资企业中。  
**以什么对价混合：**市场化方式或者双方协商，但须避免出现低价出售国有资产的情况。
- 行业层面国企改革脉络、预期及个股投资机会请参见第五部分。

#### 分析师

##### 中国银河证券研究部

策略团队 (孙建波 姚玘 )  
化工团队 (裘孝锋 王强 胡昂)  
建筑团队 (鲍荣富 周松)  
机械团队 (王华君 陈显帆 李辰)  
军工团队 (鞠厚林 傅楚雄)  
纺织服装&轻工制造团队 (马莉 杨岚 花小伟 陈腾曦)  
家电团队 (袁浩然 郝雪梅 林寰宇)  
交通运输团队 (李军 周晔 范倩蕾)  
钢铁有色团队 (胡皓 刘文平 华立)  
农林牧渔团队 (吴立 张婧 李佳丰)  
通信团队 (朱劲松 夏庐生)  
食品饮料团队 (董俊峰 李琰)  
汽车团队 (王娜 王绪丽)  
计算机团队 (沈海兵 吴砚靖 田杰华)  
电力团队 (邹序元)  
建材团队 (傅盈)  
非银行金融团队 (白舟)  
商贸零售团队 (郭怡娴)  
医药生物团队 (郭思捷)  
休闲服务团队 (周颖)

#### 报告联系人

姚玘 策略分析师  
✉: yaopin@chinastock.com.cn  
☎: (8621) 2025 2607  
执业证书编号: S0130514110004

## 目 录

<b>一、国有资产大盘点：中流砥柱</b>	<b>1</b>
(一) 国有资产全貌	1
(二) A股国资力量占据半壁江山	4
<b>二、混合的力量：国企改革战略考量</b>	<b>6</b>
(一) 大大拓宽了经济社会改革的空间	6
(二) 有助于形成橄榄型产权结构，利于社会稳定	7
(三) 有助于推动那现代企业制度建设	7
<b>三、混合所有制助力国企改革难题破冰</b>	<b>8</b>
(一) 建立国资投资运营公司，真正实现政企分开	8
(二) 国有控股企业重新定位为混合所有制企业	8
(三) 自然垄断企业也要适度引入民资	8
(四) 混合化结合国际化，国资民资携手“走出去”	9
<b>四、如何去混合？</b>	<b>10</b>
(一) 产权转让：模式成熟	10
(二) 新设企业：资产评估仍存缺陷	10
(三) 增资扩股/并购投资：更加个性化的选择	10
<b>五、行业层面的脉络、预期及个股机会</b>	<b>11</b>
(一) 石油化工	11
(二) 基础化工	14
(三) 建筑	16
(四) 建材	29
(五) 非银行金融	30
(六) 机械	33
(七) 军工	36
(八) 电力	42
(九) 交通运输	44
(十) 钢铁有色	45
(十一) 纺织服装	49
(十二) 商贸零售	51
(十三) 食品饮料	54
(十四) 汽车	58

(十五) 医药生物 .....	64
(十六) 农林牧渔 .....	68
(十七) 轻工制造 .....	70
(十八) 家电 .....	72
(十九) 休闲服务 .....	74
(二十) 通信 .....	77
(二十一) 计算机 .....	78
<b>附录：历史回顾：国企改革 30 年 .....</b>	<b>81</b>
(一) 国企改革初步探索（1978-1992 年） .....	81
(二) 国企改革制度创新（1993-2002 年） .....	81
(三) 国企改革纵深推进（2003 年至今） .....	82
(四) 十八届三中全会定调国企改革：分类改革、引入民资、交叉持股、建立长效约束机制 .....	83
<b>插图目录 .....</b>	<b>85</b>

2015 年是改革攻坚年深化年，国有企业的混合所有制改革已经上升为国家意志，是明年改革的重头戏。“混合所有制改革推动产业复兴”，国企改革主题必将成为 2015 年 A 股贯穿全年的最佳投资主题之一。

中国银河证券研究部策略团队联合各行业团队在对国有资产进行盘点的基础上，一方面从自上而下角度对混合所有制改革的内涵、前景、方式进行综合梳理，另一方面从自下而上层面对各个行业国企改革的脉络、预期及个股投资机会进行了详细的解读。

## 一、国有资产大盘点：中流砥柱

国有资产是中国经济社会运行的中流砥柱。建立在国有资产基础上的国有经济是国民经济的主导力量。国有资产的经营及其收益是国家财政收入的主要来源。国有经济是国家实施宏观经济政策和调控市场的基本立足点。国有大中型企业是国民经济运行的主干力量，也是中国参与国际市场竞争的主力军。

### （一）国有资产全貌

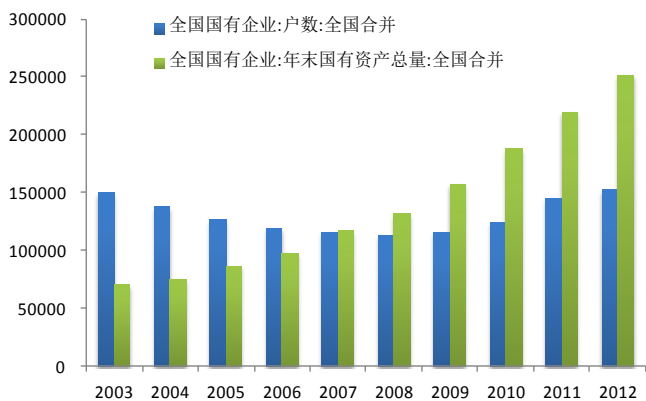
#### 1、国有资产总量增速放缓

根据国资委年度数据，从绝对量上看，2012 年底全国合并口径国有企业共有 15.18 万户，从业人员 3889.3 万人，国有资产总量 25.18 万亿元。从增速上看，2011 年以前国有资产无论是户数、从业人员还是资产总量整体均保持同比增长态势，但在 2012 年上述指标增速出现一定下降，分别同比增长 4.91%、-0.48%、14.49%。

中央企业在绝对数量上显著低于地方企业，但户数增速一直高于地方企业。2012 年央企及地方国企分别 4.82 万户、10.36 万户，分别增长 8.93%、3.14%。在资产总量上，央企与地方国企相对接近，2012 年分别为 11.23、13.95 万亿元，分别增长 9.82%、18.54%。

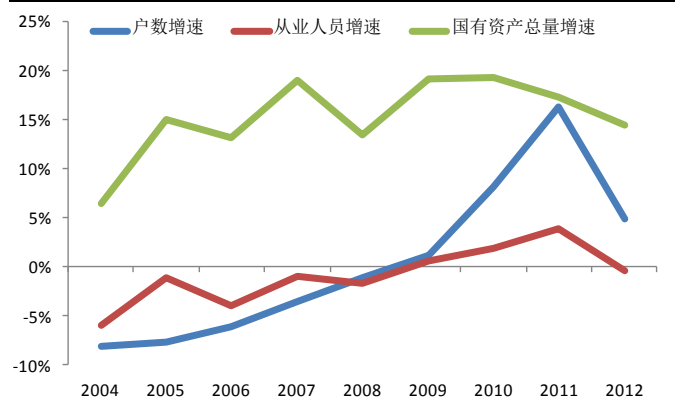
整体看，央企单个资产总量较高，但在资产保值增值上地方国企做的更好。

图 1：全国国有企业总量一览



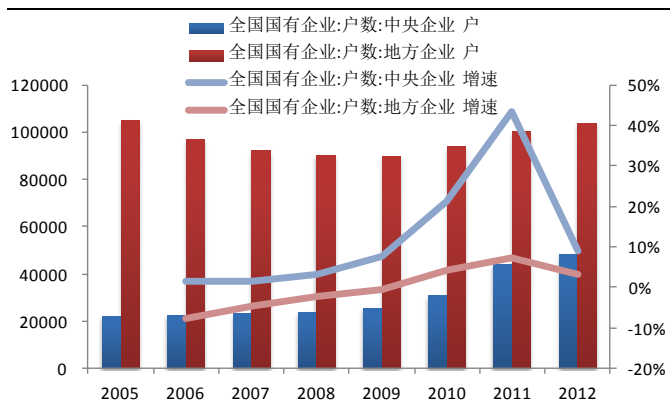
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 2：全国国有企业增速一览



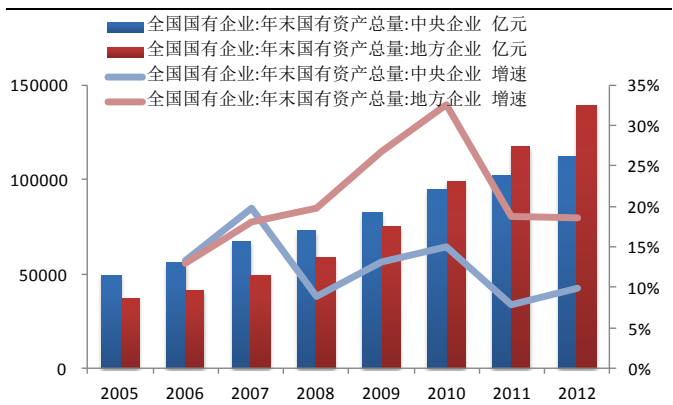
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 3: 中央国企与地方国企户数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 4: 中央国企与地方国企国有资产总量

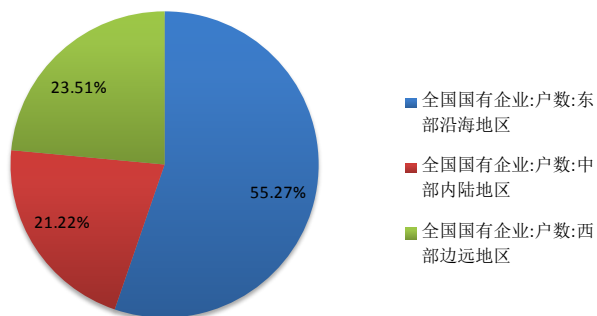


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 2、地区和行业分布不均衡

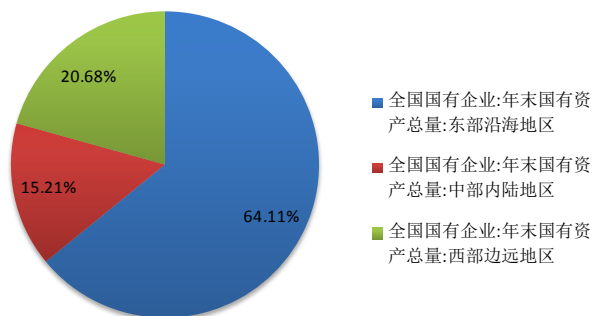
地区上, 国有企业主要分布在东部, 资产总量上分布更加的倾斜, 东部占比超过 60%。行业上, 基础性行业户数占比不到 30%, 但资产总量占比超过 50%; 商贸服务及其他行业数量占比超过 50%, 但资产总量占比仅略超 30%。国有资产的地区及行业分布明显不均衡。

图 5: 全国国有企业户数地区分布



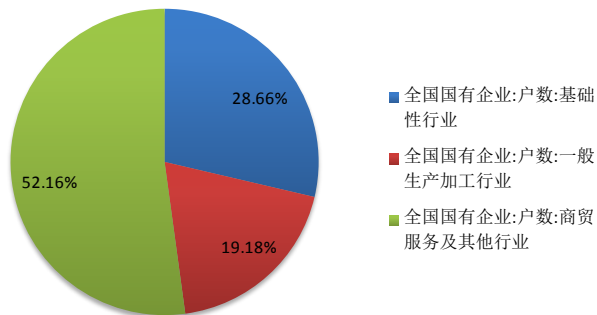
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 6: 全国国有企业资产总量地区分布



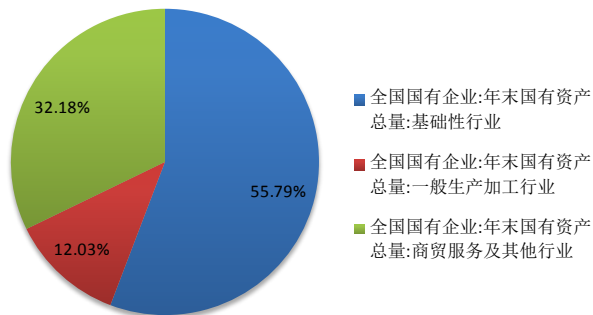
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 7: 全国国有企业户数行业分布



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 8: 全国国有企业资产总量行业分布

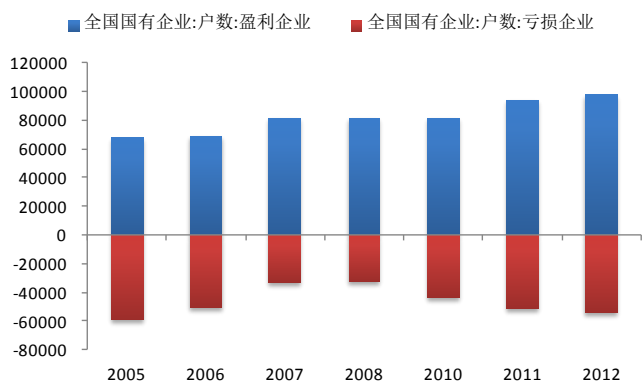


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

### 3、国有资产质量

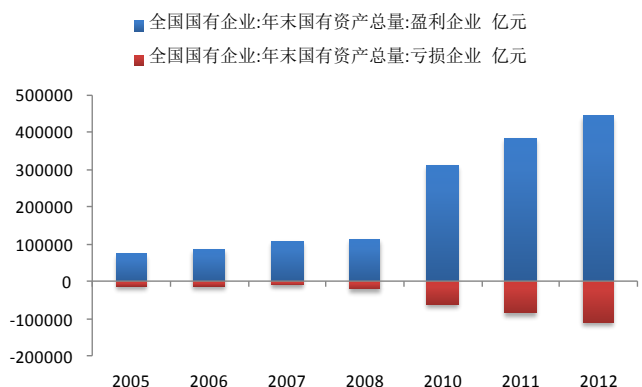
简单从盈亏上看，大部分国企实现盈利，以 2012 年数据为例，国有企业当中 9.75 万户盈利、5.43 万户亏损。资产负债角度看，全国国有企业资产负债率为 66%，其中央企、地方国企分别为 65.3%、66.5%；大、中、小、微型企业分别为 62.3、61.1、56.5、54.7%，基础性行业、一般生产加工行业、商贸服务及其他行业分别为 54.4、55.5、67.9%。

图 9：全国盈亏国有企业户数



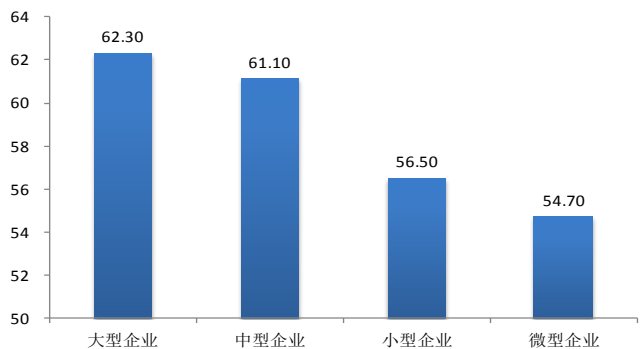
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 11：全国盈亏国有企业国有资产总量



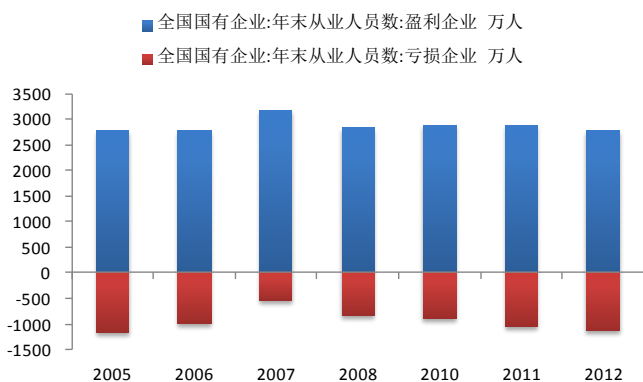
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 13：全国国有企业资产负债率 2



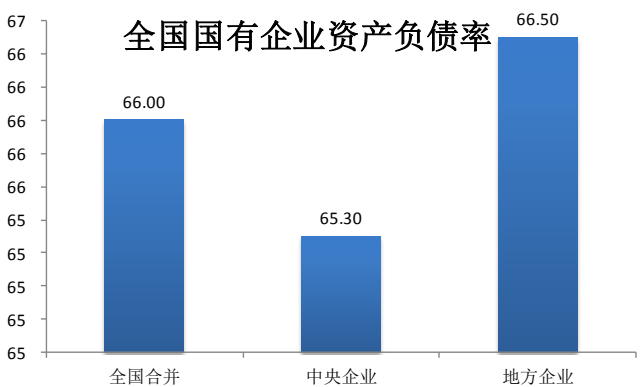
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 10：全国盈亏国有企业从业人数



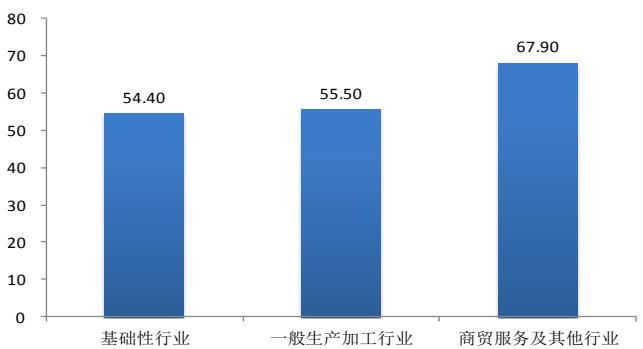
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 12：全国国有企业资产负债率 1



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 14：全国国有企业资产负债率 3



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

## (二) A股国资力量占据半壁江山

### 1、国资总市值比例超 60%

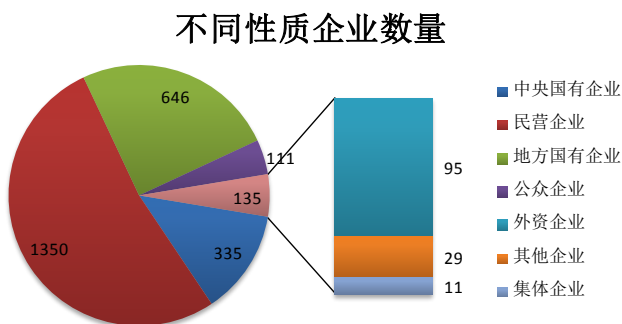
截至 12 月 28 日，A 股国有上市公司家数共有 981 家，总市值 25.24 万亿元，占比分别达到 38.07%、60.35%，其央企、地方国企平均市值分别为 500、130 亿元，是资本市场中举足轻重的力量。

从省份分布上看，北京、上海、广东国企数据超过 90 家，江苏、山东超过 50 家，数量较多，其余省份多在 30 家附近及以下。从总市值占比上看，山西、陕西、北京、天津、贵州、江西国有企业总市值占其上市公司总市值比重超过 70%。综合这两项指标看，上海、北京、广东、江苏、山东等东部省份及直辖市将是国企改革重点。

从行业分布上看，国有企业上市公司分布在 29 个一级行业内，基础化工、电力及公用事业、房地产、交通运输均超过 70 家。

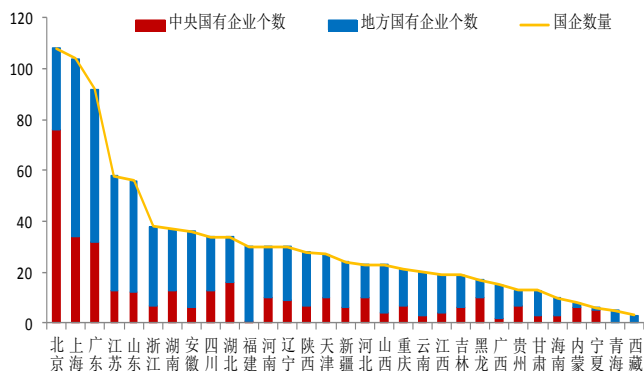
国有企业在 A 股占据半壁江山，资本市场的融资功能对于国有企业的发展、壮大、转型等发挥重要作用。A 股主要指数的走势也靠国有企业撑起。

图 15: A 股不同性质企业数量



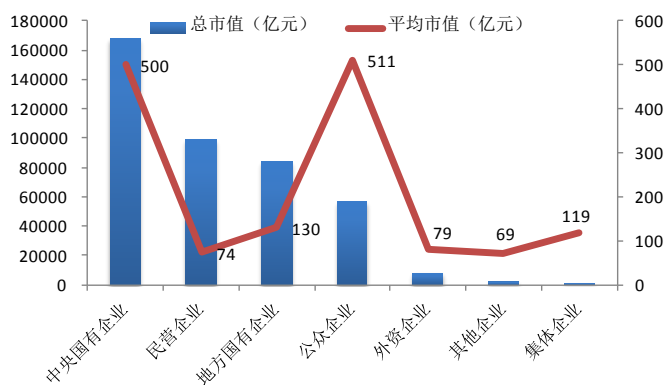
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 17: A 股不同省份国企数量分布



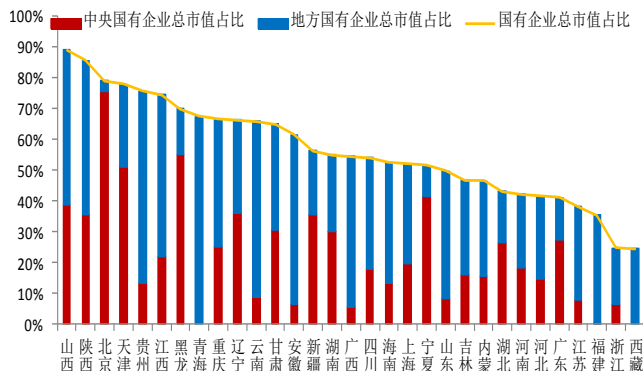
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 16: A 股不同性质企业市值分布



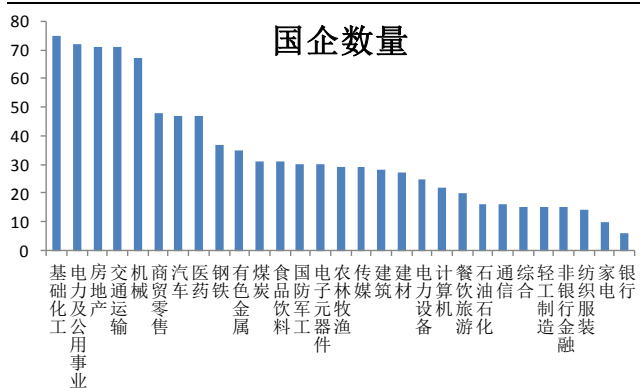
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 18: A 股不同省份国企市值分布



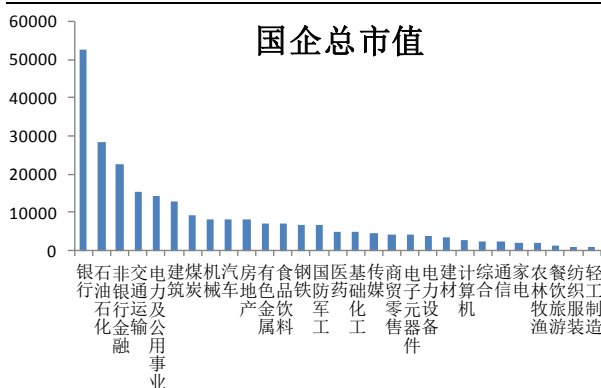
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 19: A 股分行业国企数量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 20: A 股分行业国企市值分布 (亿元)



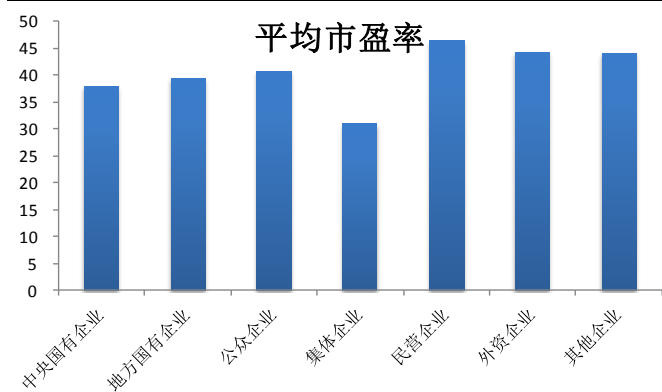
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 2、国企业绩估值双双低于非国企

根据最新数据, A 股国有企业估值水平略低于非国有企业, 就 2015 年预测市盈率而言则是高有低。业绩增速方面, 2014 年三季度国有企业平均 ROE 水平显著低于非国有企业, 营业收入及净利润增速水平基本也低于其他性质企业。

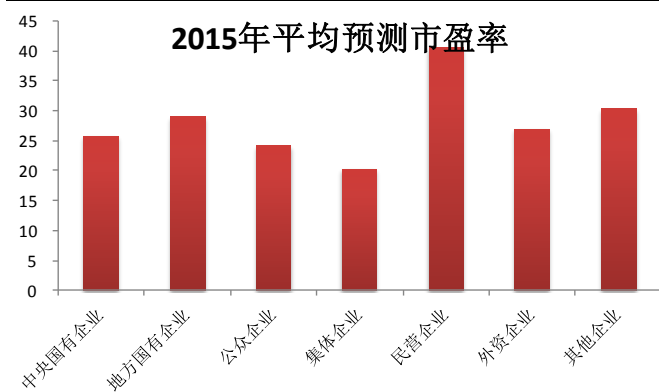
整体而言, A 股国有企业业绩表现及估值水平低于民营企业、公众企业及外资企业等非国有企业, 有较大改善空间。

图 21: A 股不同性质企业平均市盈率 (TTM, 剔除小于 0 及大于 100 的数值)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

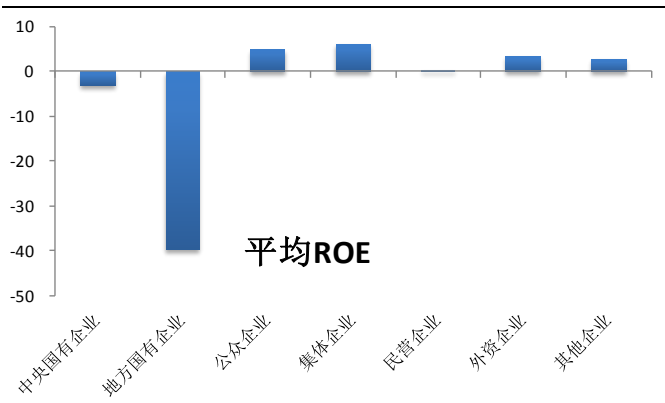
图 22: A 股不同性质企业 2015 年平均预测市盈率 (剔除小于 0 及大于 100 的数值)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

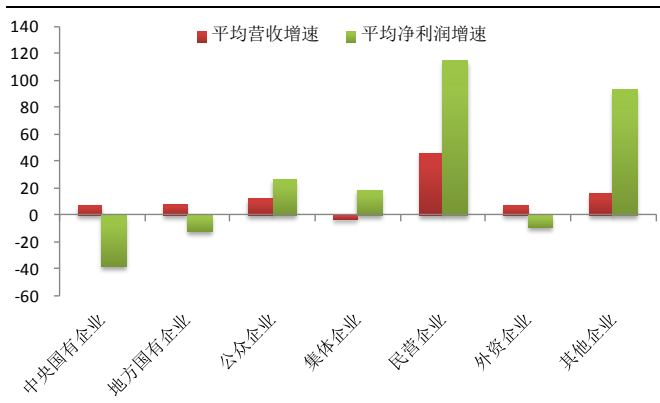


图 23: A 股不同性质企业 ROE 水平 (% , 2014Q3)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 24: A 股不同性质企业业绩情况 (% , 2014Q3)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 二、混合的力量：国企改革战略考量

经过改革开放 30 多年的发展，中国国有企业已经发展为具有相当规模相当影响力的经济核心组成部分。期间不断进行的国企改革是一个“摸着石头过河”的“试错”过程，是中央推动与地方实践上下结合的产物。从国企改革与发展的实践来看，改革的脉络呈现出由浅入深的阶段性推进特征<sup>1</sup>。

十八届三中全会将混合所有制经济定义为国有资本、集体资本、非公有资本交叉持股、相互融合的财产所有权制度。混合所有制是社会主义基本经济制度的重要实现形式，基本经济制度就是国家用法律确定的产权制度，也就是说混合所有制是产权所有制度中最重要的形式。

为什么要混合？混合的力量在哪里？

### （一）大大拓宽了经济社会改革的空间

混合所有制的定义有很多重要的内涵值得深思，归根到底在于其大大拓展了经济社会改革的空间。

1、混合所有制改革将公有、非公有资本都调动起来，参与进来。参与混合的一定既有公有资本，也有非公有资本。只要交叉持股，不管各自占比多寡都算混合。99%的国资 1%的非国资算混合企业，1%国资 99%非国资也算混合企业。全社会参与改革的积极性均高涨起来。

2、潜意识里的常见的误区是将公司制、股份制企业误以为混合所有制企业。事实上，公司制、股份制企业不一定是混合所有制企业。股东纯国有的股份制企业并不算混合企业。这就表明，没有进行公私资本交叉持股的股份制改革将不再是今后国企改革的重要形式，最主流的模式显而易见是公有、非公有资本均参与其中的混合所有制，为现有国企指明了方向。

3、混合所有制下公司治理将更为完善、规范。国资和非国资要实现的不仅仅是形式上的

<sup>1</sup> 详见附录《历史回顾：中国国企改革 30 年》。

交叉持股，而且要相互深度融合，融合成一个既不是公有也不是私有的混合企业。既不能只按国企的规矩办事，也不能只按私人股东的意志办事，而是各方股东都有话语权，在利益博弈下共同按照相互商定的章程治理企业，这样的公司治理结构将更为规范、完善、透明。

4、**国有控股企业将重新定位，按照混合所有制企业定位。**关于国有控股企业，“在党的十五大到十七大的文件中，国有企业均与国有控股企业并列。鼓励国有企业积极改造为公司制股份制企业。但实践证明，将国有和国有控股并列却导致了国企改革效果的大打折扣。其结果是，国企虽然改制成了公司制股份制，却依然按国有企业的方式管人管事管资产，政企分开、政资分开不够彻底，企业市场主体地位不够落实，经营机制没能很好地转换。因此，**在十八届三中全会的决定中，不但没有将国有企业和国有控股企业并列，甚至连国有控股企业的字眼都没有再出现。也就是说，国有企业就是国有独资企业，国有控股企业则是混合所有制企业。两者应当严格区别开来，前者按国有企业管理，后者按混合所有制企业对待。**这将产生许多的变化，例如，国有独资企业不允许员工持股，而作为混合所有制的国有控股企业就允许员工持股。”<sup>2</sup>。

综合上述混合所有制的内涵外延，我们认为发展混合所有制，既与积极推进公司制股份制改革一脉相承，又比公司制股份制包含了更广泛更深刻的内涵，进一步拓宽了我国企业改革发展的空间，有利于进一步调动全社会共谋发展的积极性，将成为我国基本经济制度的重要组成部分。

## （二）有助于形成橄榄型产权结构，利于社会稳定

中国目前实行的基本经济制度是公有制+混合所有制+私有制，三者缺一不可，偏废其一亦不可。只要公有制经济就会封闭僵化，经济发展缺乏资本和效率，不能充分调动各种力量的积极性；只要私有制经济就会改旗易帜，背离中国国情和发展规律，陷于不公平不稳定的混乱状态；坚持公有制，鼓励私有制，但不推进公私资本交叉持股、相互融合的混合所有制，经济社会就会进入彼此孤立、相互排斥、缺少合作、丧失和谐的不良状态，陷于激烈的国进民进之争的漩涡。

因此，在现行基本经济制度下，不但要坚持和保护好位于两端的公有产权和私有产权，更要积极推进位于广泛存在与两端之间的各种形式的混合所有制发展。

混合经济包容多种多样的产权组织形式，将极大激发和调动全社会各方面的积极性，有效推动经济社会的蓬勃发展。努力把中间做大做强，反过来不断支持两端做好做优，形成稳定的橄榄型社会财产结构。要坚持两端不变，加快中间发展，反哺两端优强，彼此和谐发展，社会稳定也将得到保障。

## （三）有助于推动那现代企业制度建设

混合所有制改革的关键，不在于卖出多少股权，而在于股东方如何组建一个符合现代企业制度的董事会，如何组建一支市场化的经营管理层队伍。这是未来混合所有制改革的核心内容。

<sup>2</sup> 参考国资委邓志雄 2014 年 9 月 23 日经济日报《充分认识混合的力量》一文相关表述。

### 三、混合所有制助力国企改革难题破冰

30年的国企改革过程中有一些难题迟迟得不到解决，包括政企分开不到位、机制转换不到位、自然垄断企业引入民资不到位、走出去国际化经营过程中国资民资携手不到位等等。积极发展混合所有制经济，可以促进化解这些难题。

#### （一）建立国资投资运营公司，真正实现政企分开

政企不分有两种表现，第一不少国企仍然由政府公共部门直接管理，第二国有企业的治理结构没有完全市场化。根本原因在于国企管理体制仍然没有实现管资本与管公权的分开，上行下效，上不行下当然也不效。

应继续坚定不移的推进政企分开，彻底实现政府公共部门只管公权不管资本，国资委只管国有资本不管公权，同时加快完善国有企业治理结构的市场化。解决问题的关键在于加深对企业市场主体地位的认识，加快国有资本投资运营公司建设。

企业要真正成为独立自主、自负盈亏、自担风险的市场主体，其治理结构必须完全市场化。这样企业的董事会及经营管理层都能真正了解信息、感知市场变化。“股东会是企业最高决策机构，股东到位是企业股东会正常运作的前提，而股东来自市场是股东会能够正确决策的前提。国资委作为政府特设机构，其行为规则是法不授权不可为，故对市场难有深入了解和灵活应对，对决策也不能承担经济责任，因而并不适合作为市场化国企的股东。”<sup>3</sup> 应加快推进国有资本授权投资体制改革，尽快建立国有资本投资运营公司，用以作为国有资本股东代表，推动国有资本的分布更多采取混合化形式，真正实现政企分开。

#### （二）国有控股企业重新定位为混合所有制企业

国有控股企业仍旧存在国有企业的一些“通病”，出现机制转化不到位问题的主要原因在于虽然企业以及变为“国有控股”，但仍将其作为国有企业对待，使得企业的决策机制、用人机制、分配机制继续停留于国有企业轨道之中。

新的混合所有制改革背景下，应把两者严格区别开来，分开跑道，将国有控股企业作为混合企业来对待，通过引入非公有资本投资者，允许管理层、科技骨干、企业员工分别组建持股公司规范参与持股，解决好市场化股东缺位问题，实现企业治理规范化，激励约束透明化，企业的经营机制就可加快转换，活力就能大为增强，效益就会大为提高。

#### （三）自然垄断企业也要适度引入民资

传统的观念认为，自然垄断型企业应该国有独资。因此出现自然垄断企业引入民资不到位问题，但是实践证明自然垄断型企业完全国有独资会出现资本不足和效率不高的问题。故而自然垄断企业也要适度引入民资。

问题关键在于要不要引入的认识问题和怎样引入的技术问题。关于要不要引入民资的认识

<sup>3</sup>参见国资委邓志雄2014年9月23日经济日报《充分认识混合的力量》一文相关表述。

问题，十八届三中全会明确要求，国有资本投资项目要引入非国有资本参与投资，问题已解决。关键是要解决怎样引入民资的机制设计和制度规范问题。需要解决的技术问题主要是国有项目与私人资本如何结合的问题，这里又回到了混合所有制主题。实现结合要利用产权市场、股票市场和股权投资基金等渠道，先将非公有资本“组合”起来，形成具有话语权的股本力量，然后再与公有资本相混合。

#### （四）混合化结合国际化，国资民资携手“走出去”

鉴于国内部分制造型行业产能过剩较为严重，“走出去”成为一个很好的现实与战略选择，包括以高铁建设为代表的“一路一带”战略等。但是在国际化经营的过程中，国资与民资存在携手不到位的问题，需要以混合化结合国际化，加快创新企业走出去模式。

国资力量雄厚民资模式机制灵活，除了坚持组合国有非国有资本混合走出去外，还要借鉴其他国家“走出去”的国际化经验。主要的模式包括：

- （1）推行标的国家或区域的振兴发展计划，如美国“马歇尔计划”、中国“一路一带规划”、非洲“三网一化计划”；
- （2）培育建立商产融综合体，如日本三井集团、韩国三星财团、中国招商局；
- （3）建立产业聚集的工业园区，如新加坡苏州工业园区、中国赞比亚有色工业园区；
- （4）组建走出去大型专项基金，如美国凯雷、黑石、KKR，中国中投和国新。

通过多途径、多方式搭建走出去战略平台，促进各类资本结合起来携手走出去，力量与机制有效结合，使混合化与国际化相互推动、紧密融合，以混合化加大走出去力度，用国际化经营拓展混合所有制发展空间。

## 四、如何去混合？

发展混合所有制，解决了该不该混的大前提之后，最实际最关键的问题就是要解决怎么去混的问题，即**由谁来混、与谁去混、以什么方式混、以什么对价混**等重要问题。

**由谁来混合：**非公有资本，包括民营资本、外资等等，主要是民营资本。

**与谁去混合：**公有资本，包括国有独资企业以及纯国有资本持股的股份制企业。

**以什么方式混合：**主要四种：一是产权转让，公有企业将存量资产的一部分卖给非公有主体；二是增资扩股，引入非公有资本投资到公有企业中持股；三是新设企业，公有股东与非公有股东共同出资成立新企业；四是并购，公有股东将资本投入到非公有企业包括外资企业中。

**以什么对价混合：**市场化方式或者双方协商，但须避免出现低价出售国有资产的情况。

上述四个问题，市场最关心最重要的是以什么方式混，下面具体分析。

### （一）产权转让：模式成熟

国有产权转让已经实现市场化交易。2013年国资委出台《企业国有产权转让管理暂行办法》及其配套文件，为国有产权转让建立起进场交易制度。除去在国民经济关键领域重要行业对受让方有特殊要求者外，国有产权转让必须要进入产权交易市场公开挂牌、竞价交易。产权交易机构按照统一信息披露、交易规则、交易系统、过程监测的原则，规范进行产权转让。

这一制度将国有产权转让的过程透明化，受到质疑的项目须作出解释甚至中止或停牌。同时受让权开放，所有法人和自然人都可参与受让。符合受让资质的意向受让人通过网络参与价格竞争，出价最高者在交齐价款、办理产权变动及工商过户手续后成为新的股东。这套制度解决了国有产权由谁卖、卖给谁、以什么方式卖和以什么价格卖的问题，实现了卖方公开规范卖、买方公平合法买、相关批准方公正高效批，极大地促进了产权流转与混合，大大减少了相关人员的腐败和国有资产流失。这一模式已经比较成功成熟，解决了通过产权转让实现混合的制度和方式问题。

### （二）新设企业：资产评估仍存缺陷

通过新设企业实现混合原则上只要严格按照《公司法》和各类《资产评估准则》操作即可完成，但问题通常出在资产评估上。由于我国土地、矿产、房屋、企业产权等不同资产的评估行为由五六个不同的行政部门分别监管，而作为资本投入的资产多数是一个综合性的价值整体，评估中整体大于部分之和的评估原理较难有效运用。因此，需要国家尽快出台统一的《资产评估法》，并解决好资产评估监管工作的条块分割问题。

### （三）增资扩股/并购投资：更加个性化的选择

通过增资扩股或并购投资实现混合相对而言是更加个性化的选择。这方面目前的相关监管制度规范也相对空缺。由于增资扩股和并购投资一般而言涉及企业的商业秘密，因此对交易对手的选择也更加个性化、专业化，这里包含了引入国内外战略投资者这一模式。由于引入战略投资者和对外并购投资与企业发展战略紧密关联，其成败对企业的影响也更加巨大而深远。

## 五、行业层面的脉络、预期及个股机会

### (一) 石油化工

#### 1、行业国企改革脉络：

##### (1) 石油化工行业国企改革主要体现于油气改革和混合制改革：

###### 能源安全提升到战略高度，油气改革有望加速推进

十八届三中全会指出，“要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革。”《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，“凡是能由市场形成价格的都交给市场，政府不进行不当干预；推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格。

随着能源消费对外依存度的日益提高，我国能源安全问题越来越突出。今年6月中，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经领导小组组长习近平主持召开中央财经领导小组第六次会议，研究我国能源安全战略；习近平就推动能源生产和消费革命提出5点要求，要求抑制不合理能源消费，推动能源供给革命，建立多元供应体系，立足国内多元供应保安全；本次会议将能源安全提升到国家战略高度，并首次提出“能源革命”。

第一、推动能源消费革命，抑制不合理能源消费。坚决控制能源消费总量，有效落实节能优先方针，把节能贯穿于经济社会发展全过程和各领域，坚定调整产业结构，高度重视城镇化节能，树立勤俭节约的消费观，加快形成能源节约型社会。

第二、推动能源供给革命，建立多元供应体系。立足国内多元供应保安全，大力推进煤炭清洁高效利用，着力发展非煤能源，形成煤、油、气、核、新能源、可再生能源多轮驱动的能源供应体系，同步加强能源输配网络和储备设施建设。

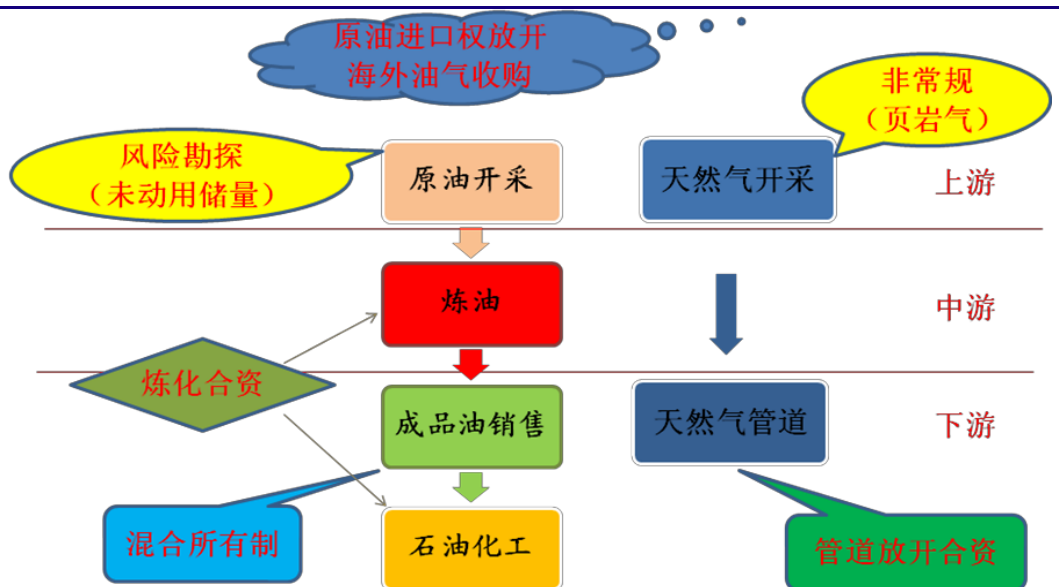
第三、推动能源技术革命，带动产业升级。立足我国国情，紧跟国际能源技术革命新趋势，以绿色低碳为方向，分类推动技术创新、产业创新、商业模式创新，并同其他领域高新技术紧密结合，把能源技术及其关联产业培育成带动我国产业升级的新增长点。

第四、推动能源体制革命，打通能源发展快车道。坚定不移推进改革，还原能源商品属性，构建有效竞争的市场结构和市场体系，形成主要由市场决定能源价格的机制，转变政府对能源的监管方式，建立健全能源法治体系。

第五、全方位加强国际合作，实现开放条件下能源安全。在主要立足国内的前提条件下，在能源生产和消费革命所涉及的各个方面加强国际合作，有效利用国际资源。

按照能源安全战略的部署，贯彻到油气行业，我们预计油气改革将加速推进。总体来看，我们预计上游勘探有望开放并加大开发力度、页岩气开发力度有望加大、南海油气开发将加大力度推进、海外油气收购有望得到更大支持、油气市场化定价将加快推进。

图 25: 油气改革将涉及的内容



资料来源: 中国银河证券研究部

第一、首提能源革命，建立多元供应体系，利好油气上游。我们认为国内油气资源勘探有望开放，国家将加大上游油气开发，特别是页岩气开发、南海油气开发等。

第二、会议要求实现开放条件下的能源安全。在主要立足国内的前提条件下，在能源生产和消费革命所涉及的各个方面加强国际合作，有效利用国际资源；我们预计海外油气收购将有望得到更多的政策方面的支持。

第三、能源体制改革将还原能源商品属性。能源体制改革将还原能源商品属性。继成品油定价基本市场化后，天然气价格将在实现增量气基本市场化的基础上，未来两三年实现存量气的价格市场化接轨。

国家能源安全战略的推出，加速推动油气行业的市场化改革。

### 油气领域混合所有制已经开始

国土资源部于 2012 年规定完全向民间资本放开页岩气等非常规油气资源的勘查开发，民营企业开始更多投入到煤层气、页岩气等非常规油气资源的开发上。在油气管线工程建设领域，民营资本 2012 年首次以参股形式参与西气东输三线管道工程。河南、江苏、湖南等地民营资本也已参股、控股甚至独自建设天然气支线管道及管道运营，并收取管输费。另外，目前我国民企的炼油能力约占我国炼油总能力的 7% 左右；民营加油站总数约占我国加油站市场份额的 45% 左右；2011 年 6 家民企首批进入国家石油战略储备体系。

### (2) 行业国企分布情况:

通过分析，在目前的石油化工行业中，国企 12 家，主要可分为中石化系、中石油系、中海油系、中化系、中国化工集团系以及兵器集团；其中以中石化系最多，共 5 家。

**表 1: 石油化工行业国有企业**

代码	名称	实际控制人	大股东
601857.SH	中国石油	央企（中石油）	中国石油集团
000985.SZ	大庆华科	央企（中石油）	中国石油大庆石油化工总厂
600028.SH	中国石化	央企（中石化）	中国石油化工集团公司
600688.SH	上海石化	央企（中石化）	中国石油化工股份有限公司
600871.SH	*ST 仪化	央企（中石化）	中国石油化工股份有限公司
000554.SZ	泰山石油	央企（中石化）	中国石油化工股份有限公司
000819.SZ	岳阳兴长	央企（中石化）	中国石化集团资产经营管理有限公司
601808.SH	中海油服	央企（中海油）	中国海洋石油总公司
600583.SH	海油工程	央企（中海油）	中国海洋石油总公司
600500.SH	中化国际	央企（中化集团）	中国中化股份有限公司
000059.SZ	华锦股份	央企（兵器集团）	北方华锦化学工业集团有限公司
000698.SZ	沈阳化工	央企（中国化工）	沈阳化工集团有限公司

资料来源：中国银河证券研究部

## 2、核心投资领域——油气改革

### （1）石油石化系：

中国石化销售公司与 25 家境内外投资者于 2014 年 9 月 12 日签署了《关于中国石化销售有限公司之增资协议》，拟由全体投资者以现金共计人民币 1,070.94 亿元（含等值美元）认购销售公司 29.99% 的股权，中国石化放弃就本次增资享有的优先认购权；本次增资完成后，中国石化将持有销售公司 70.01% 的股权，开启了中石化系统的混合制改革序幕。

中石化销售公司以此次重组为契机，已经与顺丰速运、太平保险、大润发、腾讯、海尔、汇源、新希望等战略合作，大力发展非油业务；此次引入社会资本中，也有腾讯、复星、汇源等企业入资。公司定位销售公司未来向综合性服务商战略转变，非油业务将得到加速发展。

中石化除了销售公司混合制改革之外，炼化工程、油服工程、石油装备均实现上市，对润滑油业务、催化剂业务等也成立了专业公司，关注其专业化重组的后续资本运作，关注上海石化、泰山石油等。

中石油之前已经在陕西和新疆等地区开展了合资项目；2012 年 7 月，中石油和陕西延长石油共同组建的“陕西延安石油天然气”，延长石油出资 49%；2012 年 9 月，新疆克拉玛依红山油田开采项目，由中石油、新疆自治区政府和新疆生产建设兵团三方共同开发。这些合作的外部投资者的持股上限为 49%；合作形式包括成立合资公司实体以及产品分成合同，中石油仍将承担作业者和控股方的身份；合作对象包括地方政府和投资平台、资产管理公司、地方企业和民营企业；实现风险共担、利益共享。

中石油将对包括未动用储量、非常规、油气、管道、炼化等方面发展混合所有制，国内新疆等地有望推出油气风险勘探区块发展混合所有制，重点关注准油股份、光正集团、天富热电、广汇能源等。



## (2) 其他国企改革:

**华锦股份:** 有大股东油气资产注入预期;

**沈阳化工:** 大股东蓝星集团化工资产注入预期;

**中化国际:** 公司转型精细化工龙头, 有资产整合预期。

## 3、重点推荐个股机会

### (1) 中国石化:

假设销售公司重组实施到明年初完成, 增资资金届时全部计入资本公积, 中石化每股净资产有望接近 6 元, 中石化资产迎来历史性的价值重估。目前股价低估, 参照国际石油石化一体化公司的 PB 估值, 还有一定的空间, 维持“推荐”评级。

### (2) 上海石化:

中石化系统中, 上海石化的炼油业务排第 4、化工业务排第 1, 1/3 指标达到行业先进水平; 六期工程改造后成为中石化系统中炼化流程配套最好的企业之一; 公司坐拥长三角发达市场, 率先受益油品升级, 长三角将提前执行国五汽柴油。公司已出了股权激励方案, 未来不排除高桥石化搬迁注入。明年一旦油价企稳, 炼油将明显受益。

### (3) 中化国际:

公司原是化工品物流、分销、橡胶、农化、精细化工、冶金能源等领域从事物流、分销、贸易等国际化经营的大型国有控股公司; 2013 年向精细化工产业集团的转型, 并在精细化工及橡胶主业领域打造出完整的产业链, 具备了雄厚的产业基础及发展潜力。公司通过持股扬农集团和南通江山股份, 成为最大的草甘膦企业之一; 农化分销依托孟山都的强势品牌, 是中国唯一拥有国际高端农药品牌的公司; 通过收购江苏圣奥化学, 成为橡胶助剂行业龙头。公司未来预计将剥离物流贸易业务, 全面发展精细化工, 有望成为国内最大的精细化工企业。

## (二) 基础化工

国企改革将会按照先易后难、先竞争后垄断的顺序推行, 竞争性行业将是未来国企改革的先行部分。

化工行业大部分属于竞争类企业, 且子行业众多、区域及企业自身财务等状况各不相同, 我们主要从央企和地方型国企两个维度来筛选。

### 1、央企

化工类央企体外资产庞大, 证券化率较低, 而上市公司平台市值小, 体外资产注入将带来规模大增。

**表 2: 重点化工央企**

代码	证券简称	大股东	市值 (亿元)	市净率	资产负债率
000553.SZ	沙隆达 A	中国化工农化总公司	79.29	4.06	38.40%
600328.SH	兰太实业	中国盐业总公司	32.21	2.54	80.18%
000635.SZ	英力特	中国国电集团	35.64	1.28	18.30%
002246.SZ	北化股份	中国兵器工业集团	41.58	3.83	30.91%
000882.SZ	*ST 海化	中海油	45.47	2.2	58.13%

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

## 2、地方国企改革先行先试

地方国企改革方面,已经公布的方案主要集中在:国企改革总目标、引入非公经济、企业治理结构提升、监管方式转变等。目前已有超过 20 各省份公布了国企改革方案,其中上海、广东、安徽、云南、贵州国企改革进程相对较快。

地方国企改革思路基本上围绕着混合所有制、集团资产注入、股权激励和员工持股等方案来进行。

**表 3: 重点化工地方国企**

证券代码	证券简称	实际控制人	总市值 (亿元)	市净率	市盈率 (PE, TTM)	资产负债率 (%)
600426.SH	华鲁恒升	山东省国有资产监督管理委员会	106.14	1.65	13.50	51.83
000830.SZ	鲁西化工	聊城市国有资产监督管理委员会	82.76	1.40	24.57	69.53
600096.SH	云天化	云南省国有资产监督管理委员会	145.88	2.23	-112.04	89.07
002061.SZ	江山化工	浙江省铁路投资集团有限公司	23.21	2.09	-20.10	60.39
600810.SH	神马股份	河南省国有资产监督管理委员会	32.20	1.37	35.67	67.75
600725.SH	云维股份	云南省国有资产监督管理委员会	30.94	3.80	-6.09	90.43
000422.SZ	湖北宜化	宜昌市国有资产监督管理委员会	67.61	1.11	-45.53	79.53
600470.SH	六国化工	铜陵市国有资产监督管理委员会	35.52	1.67	-43.39	65.66
600141.SH	兴发集团	兴山县国有资产管理局	79.61	1.56	19.50	67.70
600249.SH	两面针	柳州市国有资产监督管理委员会	33.62	1.99	-30.79	46.35
002068.SZ	黑猫股份	景德镇市国有资产监督管理委员会	41.78	3.10	49.55	79.64
000950.SZ	建峰化工	重庆市国有资产监督管理委员会	31.92	1.48	-11.44	69.56
600423.SH	柳化股份	柳州市国有资产监督管理委员会	23.76	1.85	-21.31	76.62

资料来源: 中国银河证券研究部

## 3、个股标的

**鲁西化工 (000830):** (1) 以当前形势发展,4 季度盈利仍将好于 3 季度,15 年新增量 100 万吨硝基复合肥、6.5 万吨聚碳、航天炉。(2) 公司有望成为国内第一家率先成功投产 PC 的企业,示范效应明显,除材料的生产外,将配套下游领域开发。考虑到 PC 巨大的进口量,有望成为国家在化工材料领域方面最为支持的品种,特别是油价下跌,PC 价差扩大明显。(3) 预计 14-15 年业绩 0.30 元、0.48 元和 0.58 元,对应当前股价 PE18.8、11.8x 和 9.7x,目前鲁西集团本身是混合所有制企业,国企改革方案选择上,上市公司能选择的方案将更广。

**北化股份(002246)**: 公司实际控制人是中国兵器工业集团, 而兵器集团资产证券化约 20%。兵器集团要求大力推进法律和政策框架下的“无禁区改革”。兵器集团军品科研管理体制、总部精简审批事项改革、混合所有制和骨干人员持股激励试点、军工事业单位改革等工作将有序推进, 集团资本运作也将提速。

**沙隆达 A (000553)**: (1) 中农化将沙隆达定位农化业务的金融唯一整合平台。中农化子公司马克西姆入主 (全球第 7 大农药企业) 进度很快, ADAMA 不是简单的入主, 更重要的是双方将建立全面的、战略性的合作, 且合作也不仅仅局限于农药原药的产销, 两者有望携手开拓海外特别是中国这一巨大的农作物植保市场, 加强技术交流和合作, 探讨在中国组建双方唯一的制剂销售平台。这将解决沙隆达的长期成长性问题, 估值有望向其他成长性农药股靠齐。(2) 农药需求刚性, 环保政策趋严, 大企业迎来新机遇。公司对乙酰甲胺磷 (2.5 万吨, 单吨净利 1 万多)、敌敌畏等产品有市场掌控权, 景气度持续概率大。(3) 预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.96 元、1.18 元, 对应目前股价 PE13.9x、11.3x, 推荐。

### (三) 建筑

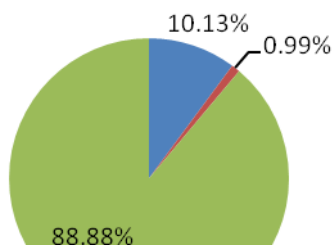
#### 1、建筑国企现状及改革路径

##### (1) 央企占绝对优势, 盈利不足提供改善空间

根据我们对建筑工程行业上市企业的统计, 截至 2014 年上半年, A 股共有建筑工程上市企业 65 家, 其中国资企业 27 家, 民资企业 38 家, 国有占比 41.54%。其中实际控制人为国务院国资委的 15 家, 地方国资委 12 家。建筑业上市国企 2013 年总收入为 2.99 万亿, 占全国国企收入的 11.12%; 实现净利润 921.03 亿元, 占全国国企净利润的 8.04%。

图 26: 建筑业上市企业占全国国企收入比重

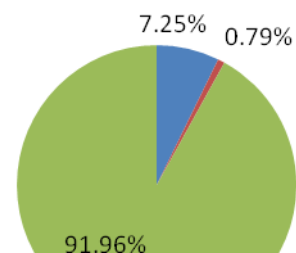
建筑业央企 ■ 建筑业地方国企 ■ 其他行业国企



资料来源: 财政部, wind, 中国银河证券研究部

图 27: 建筑业上市企业占全国国企净利润比重

建筑业央企 ■ 建筑业地方国企 ■ 其他行业国企



资料来源: 财政部, wind, 中国银河证券研究部

**表 4: 建筑工程行业国资企业分布情况 (共 27 家)**

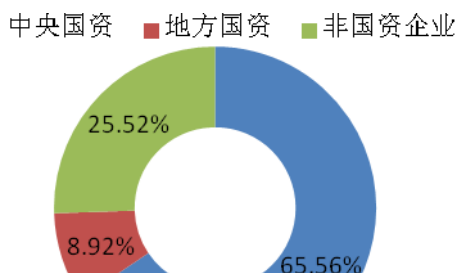
	上市公司	实际控制人	第一大股东	持股比例
	中国交建 (601800)	国务院国资委	中国交建集团	63.83%
	浦东建设 (600284)	上海市浦东新区国资委	浦发集团	20.90%
	四川路桥 (600039)	四川省国资委	四川省铁路产业投资集团	46.04%
交建	山东路桥 (000498)	山东省国资委	山东高速集团	60.66%
路桥	龙建股份 (600853)	黑龙江省国资委	黑龙江省建设集团	33.34%
	西藏天路 (600326)	西藏国资委	西藏天路建筑工业集团	27.58%
	新疆城建 (600545)	乌鲁木齐市国资委	乌鲁木齐市国资经营公司	26.56%
	北新路桥 (002307)	兵团建工师国资委	兵团建设工程集团	49.74%
	中国中铁 (600139)	国务院国资委	中国铁路总公司	56.10%
铁路	中国铁建 (601186)	国务院国资委	中国铁路总公司	61.33%
轨道	中铁二局 (600528)	国务院国资委	中铁二局集团	49.46%
	隧道股份 (600820)	上海市国资委	上海城建集团	52.33%
	中国电建 (601669)	国务院国资委	中电建设集团	67.43%
水利	葛洲坝 (600068)	国务院国资委	中国葛洲坝集团	41.99%
水电	粤水电 (002060)	广东省国资委	广东水电集团	34.54%
	安徽水利 (600502)	安徽省国资委	安徽水利建筑工程总公司	17.03%
	中国化学 (601117)	国务院国资委	中国化学工程集团	66.71%
	东华科技 (002140)	国务院国资委	化学工业第三设计院	59.11%
化建	海油工程 (600583)	国务院国资委	中海油	51.34%
工程	中海油服 (601808)	国务院国资委	中海油	50.52%
	中国中冶 (601618)	国务院国资委	中国冶金科工集团	64.18%
	延长化建 (600248)	陕西省国资委	陕西延长石油集团	53.70%
专业	中材国际 (600970)	国务院国资委	中国中材股份有限公司	42.46%
工程	中工国际 (002051)	国务院国资委	中国机械工业集团	61.22%
房屋	中国建筑 (601668)	国务院国资委	中国建筑工程总公司	56.03%
建设	上海建工 (600170)	上海市国资委	上海建工集团	72.88%
设计	中国海诚 (002116)	国务院国资委	中国轻工集团	54.32%
咨询				

注: 表中持股比例为根据 2013 年年报计算

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

**央企在建筑工程行业市值中占绝对优势，地方国企主要集中于交建路桥板块。**建筑工程行业结构分化较大，中央和地方国资企业市值占比高达 74.48%，其中中央占比 65.56%。国资主要集中于交建路桥、铁路城轨和水利水电、专业工程等领域，其央企主要集中在能源化工、铁路城轨、专业工程等掌握国家经济命脉的关键性行业，地方国资则主要集中于交建路桥领域。

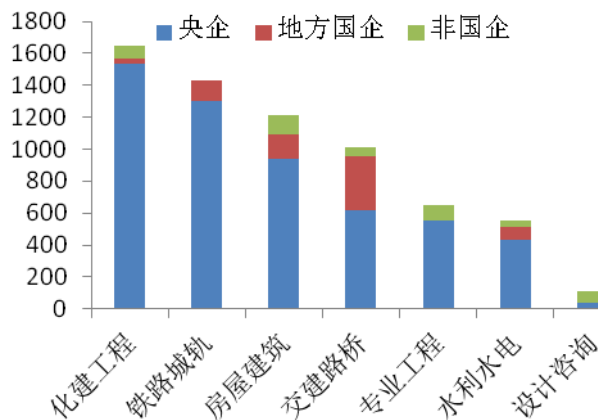
图 28: 建筑行业各类型企业市值占比



注: 股价为 2014 年 7 月 25 日收盘价

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 29: A 股建筑业上市公司市值行业分布 (亿元)

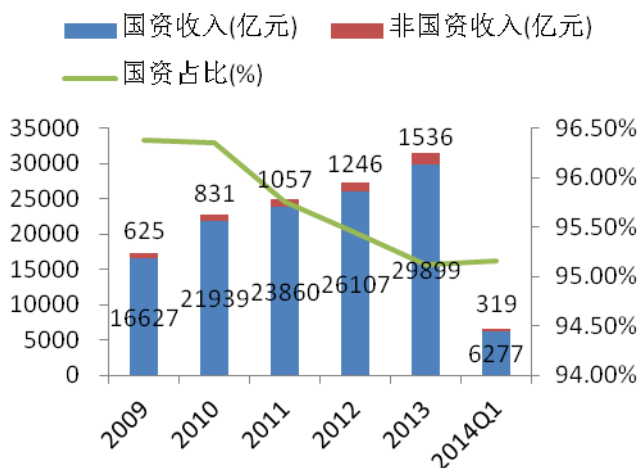


注: 股价为 2014 年 7 月 25 日收盘价

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

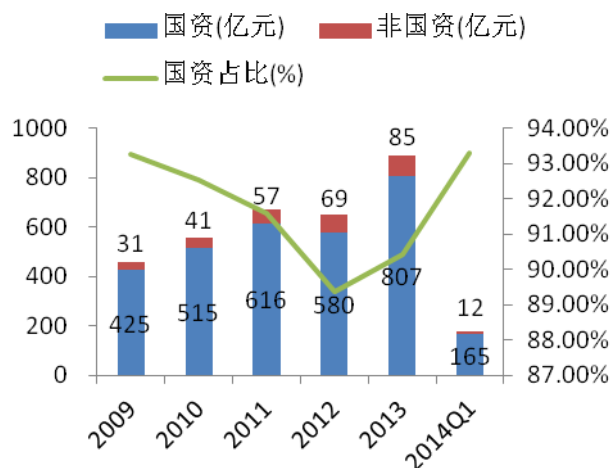
建筑国资收入占比大, 但盈利能力相对不足, 未来改善空间较大。从收入情况来看, 2013 年建筑工程行业国资收入占比在 95% 左右, 相较于 2010 年降低了 1pct, 但净利润占比由 2012 年的 89.39% 提高至 2013 年的 90.44%, 提高了 1pct。我们认为部分原因在于建筑国企改革推进较早, 国企 ROE 变动也反映了这一进程。从盈利能力来看, 建筑国企毛利率和净利率均比非国有企业差, 其中毛利率低 4pct, 净利率低 2pct, ROA 平均低 2pct, 国企改革进一步推进对业绩改善空间较大。

图 30: 建筑国企收入占建筑行业收入比重



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

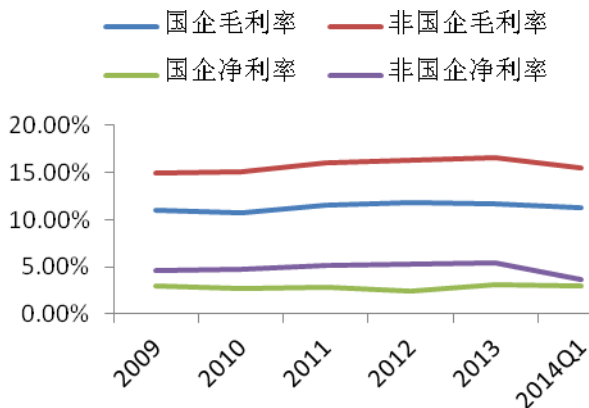
图 31: 建筑国企净利润占建筑行业净利润比重



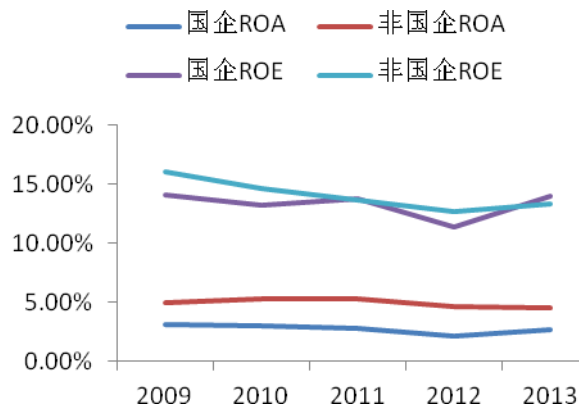
资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 32: 国企/非国企毛利率与净利润比较

图 33: 国企/非国企 ROA 与 ROE 比较



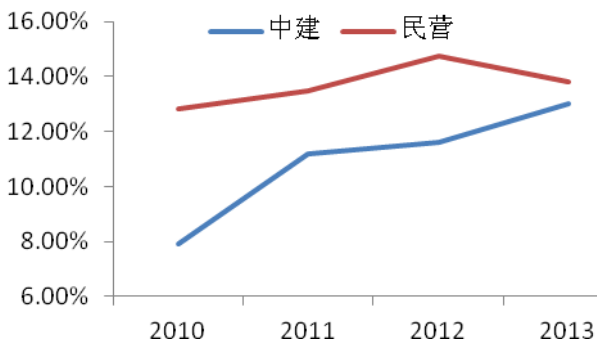
资料来源:wind, 中国银河证券研究部



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

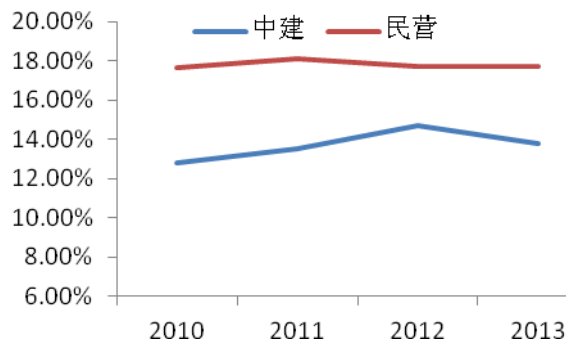
分板块来看, 国企在钢结构、装饰、园林和交建路桥等板块的毛利率均低于民企。考虑到央企主要集中在基建、市政和化学工程等低利率板块, 为剔除行业本身盈利差异的影响, 我们进一步比较同一板块不同类型公司的毛利率状况。我们以中国建筑的分专业板块为例, 比较中建钢构、装饰、园林和路桥等不同专业板块与相同行业上市民营企业的毛利情况。我们发现国企在各个可比板块的毛利率均低于民企, 其中钢结构和交建路桥由于市场比较成熟而趋于一致, 但装饰和园林板块近四年的平均毛利率差异仍然很大, 分别达到 9.17pct 和 21.86pct。

图 34: 钢结构板块毛利率比较



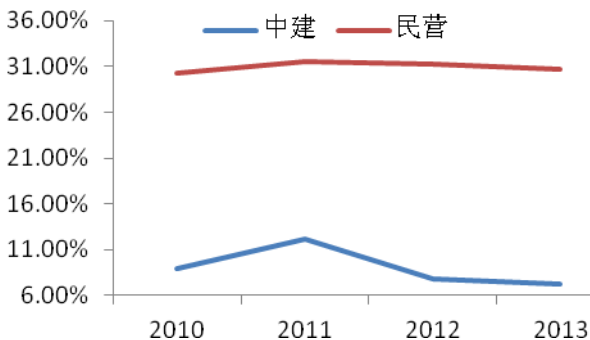
资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 35: 装修装饰板块毛利率比较



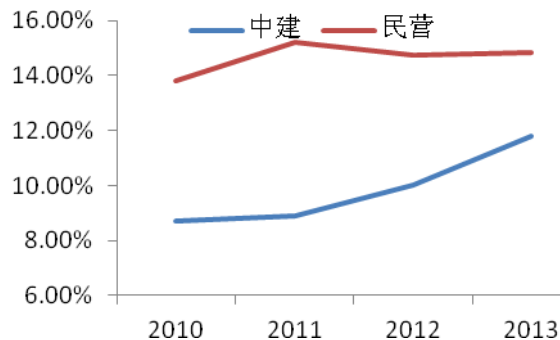
资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 36: 园林板块毛利率比较



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 37: 交建路桥板块毛利率比较



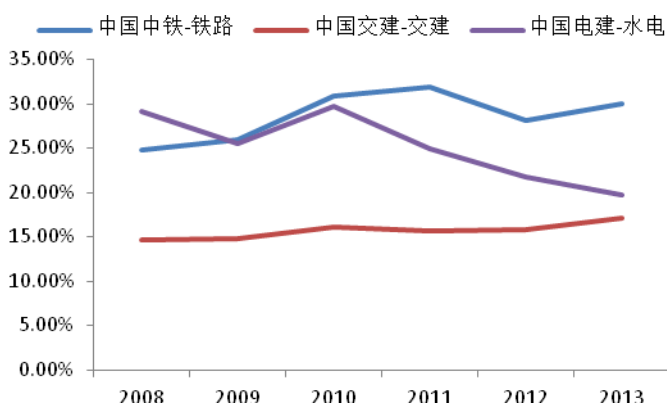
资料来源:wind, 中国银河证券研究部

## (2) 建筑国企改革路径探讨

**建筑工程行业呈现两极分化：竞争类与垄断类并存。**建筑工程行业具有投资规模大、资质要求较高、行业结构分化大等特点，市占率呈现两极分化。交建路桥、铁路城轨、水利水电等传统建筑工程领域行业壁垒较高，市占率相应较高，自然垄断属性强；建筑智能、建筑装饰、园林工程等新兴成长领域市占率较低，竞争更为充分，国企占比较大的房屋建筑、设计咨询和国际工程竞争也较激烈，属于一般竞争性行业。

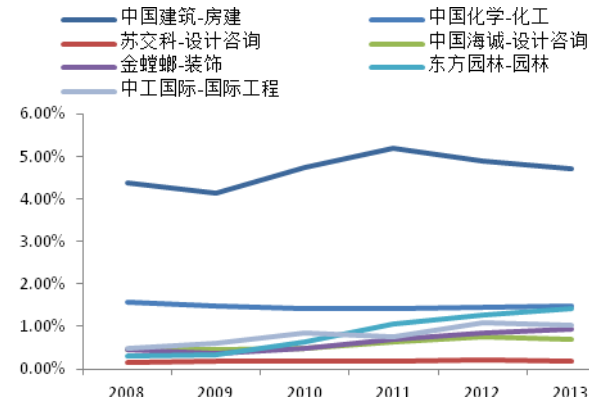
**混合所有制和股权激励是建筑工程行业国企改革的重要手段。**根据行业特性，我们判断建筑工程行业未来的国企改革路径将会是：(1) 推动集团资产上市，提高国资证券化率。重点关注具有“大集团小公司”逻辑的国企，这类大型国资集团通过注入资产、整体上市、板块分拆上市等举措推进集团核心资产证券化，通过市场化监管优化集团治理结构；(2) 集团上市后，具有垄断性质的行业将逐步引入民营资本或战略投资者，增强国企竞争活力，改善公司盈利状况；(3) 对于竞争充分的子板块，微观企业层面进一步推进股权激励改革，如房屋建筑和设计咨询领域，提高企业盈利水平；(4) 对于竞争较为充分的行业，相关上市公司将通过业务重组或转型升级，实现集团业务优化，增强上市企业核心竞争力，如水利水电和交建路桥。

图 38: 建筑细分行业龙头公司市占率 (1)



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 39: 建筑细分行业龙头公司市占率 (2)



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

## 2、四条主线把握建筑国企投资机会

### (1) 核心资产上市：大集团小公司蕴藏机遇

“大集团、小公司”存在资产整合上市的投资机会。新一轮国企改革的根本目的在于提高市场化水平、增强企业竞争力，主要途径在于搭建国有资产流动性平台，因此提高国有资产证券化率、推动核心资产上市是重要目标。

改革的路径有二：一是对内部业务进行优化重组，直接推动集团整体上市或对板块分拆上市，直接上市又可采取 IPO 或借壳上市两种途径；二是通过将核心资产注入已上市公司，实现集团间接上市。国企上市能够增强国有资产流动性水平，实现市场化定价。

建筑国有集团具有规模大、分布广的特点，其中部分已经完成核心资产注入，如上海城建集团除城建设业外的核心资产已基本注入隧道股份，上海建工集团也已经基本完成核心资产上市。我们判断新一轮国企改革的主要机会存在于具有“大集团小公司”逻辑的国企。

**表 5: 上市公司与所属集团 2013 年末资产比较 (亿元)**

公司名称	总资产	净资产	所属集团	总资产	净资产	总资产比	净资产比
中国海诚	33.83	7.10	中国轻工	144.25	41.28	23.45%	17.20%
安徽水利	94.16	19.71	安徽建工	246.70	31.93	38.16%	48.60%
北新路桥	83.70	13.68	兵团建工	138.08	41.62	60.62%	32.87%
中国电建	2314.64	413.08	中电建设	3508.30	637.35	65.98%	64.81%
粤水电	110.96	24.85	广东水电	154.37	28.37	71.88%	87.59%
隧道股份	570.54	125.07	上海城建	720.32	145.76	79.21%	85.81%

资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

存在类似“大集团、小公司”逻辑的有隧道股份、粤水电、安徽水利、北新路桥、中国电建等。广东水电集团目前正积极将核心资产注入粤水电，今年 6 月 26 日再次公告将部分房产以 9065.73 万元转让。城建置业要完成注入隧道股份，需要等待体制、政策等因素放松。安徽水利和北新路桥机会较大，二者不仅资产化率尚低，而且受益于安徽和新疆两省国企改革推进力度较大，有望带来母公司核心资产注入。中国电建集团资产注入亦存在较强预期。

### (2) 上游市场改革增加行业需求，能源铁路领域受益

**引入战略投资者和民资，增强国资流动性水平。**集团上市之后，对于垄断行业或具有垄断性质的行业，通过引入战略投资者和民资，降低准入壁垒，提高行业竞争水平，增加市场需求。新一轮国企改革的重点之一是逐步放开对垄断性行业的准入。我们认为油气改革和铁路领域等上游市场的改革将增加对建筑工程行业的需求。

**油气改革将长期利好化建工程上市公司。**上半年，中石化逐步放开下游油品销售业务，率先在销售板块试点混合所有制，拟通过增资扩股的方式引入社会和民营资本，推动销售公司从油品供应商向综合服务商转型。中石油改革从管网实施重点突破，在公开转让东部管道公司全部股权之后，6 月 24 日又审议通过了《中国石油天然气集团公司油气管网设施公平开放实施办法（试行）》，油气管网混合所有制改革有望加速。石化行业国企改革将增强市场化水平，提高存量国资流动性，间接利好化建工程企业，重点关注中国化学和东华科技。

**铁路领域引入民资将长期利好铁路基建投资。**铁路领域市场化程度一直很低，新一轮国企改革推进后，铁路总公司在售票流程和票价改革以及客运服务站等方面进行了有益尝试。下一阶段，铁路投融资改革将进一步深化，引入民间资本将成改革重点，如成立铁路投资基金等。上半年铁路固定资产投资完成 2351 亿元，距全年 8000 亿目标较远。铁路投融资难题的解决，将有助于加快项目进度，直接利好铁路基建相关企业，重点关注中国铁建和中国中铁。

此外，上海国企改革需要重点开拓渠道和资源，因此引入战略投资者将是主要措施之一。建议重点关注隧道股份，目前公司已基本完成集团核心资产上市，根据过往上海其他国企的经验来看，我们判断下一步重点或将引入战投和激励机制。

### (3) 股权激励实施充分到位，业绩释放提升估值

我们判断股权激励将是国企改革规定动作之一，这将提升企业经营效率，加速业绩释放。股权激励形式多样，由房屋建筑、化建工程和专业工程等传统行业向新兴转型行业和设计院所转制企业扩展试点。对于竞争较为充分和知识技术密集型行业，如科研院所转制企业可以采取



股权激励形式，增强企业竞争实力。激励形式也可能采取分红权→增值权→虚拟股票→股份期权→限制性股票→业绩股票→MBO（分享权益由低到高）等多种形式，截至2014年6月底A股共有794家公司推出股权激励预案，其中限制性股票329家，期权450家，股票增值权15家。建筑行业共29家，其中国企4家（上海建工为激励基金形式），这将有助于提升国企竞争能力提升和经营效率。

**表 6: 建筑工程行业激励方案实施情况**

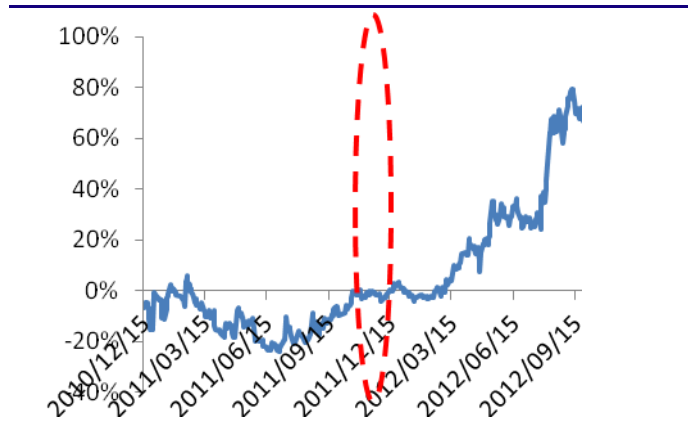
公司名称	公告日	激励形式	激励总数（万份）	占总股本比例（%）	目前状态
中国建筑	2011/4/21	限制性股票	14678	0.49%	2013/7/17 授予登记完成
中国海诚	2011/12/15	股票期权	399	3.50%	2012/4/17 授予登记完成
上海建工	2012/3/27	激励基金	-	-	-
中国海诚	2013/12/13	股票期权	799.026	3.89%	2014/4/3 授予登记完成
中工国际	2014/1/30	限制性股票	832	1.31%	2014/5/22 授予登记完成

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

注：表中激励总数数据和占总股本比例为公布预案草案公告时的数据。

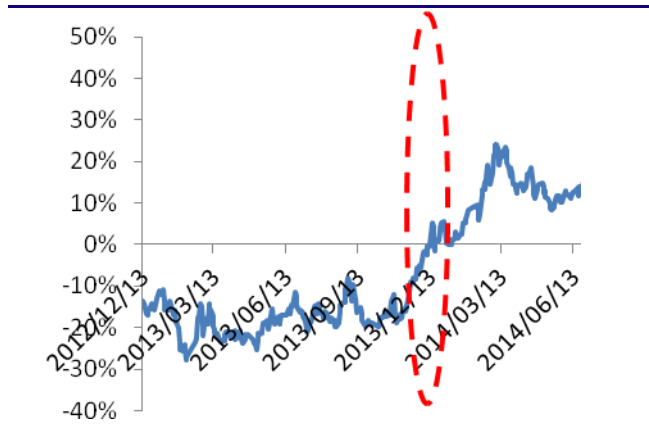
从激励对股价的作用来看，股权激励和激励基金等中长期激励形式优于限制性股票且在通过证监会备案前后介入最优。通过比较公告实施激励草案预案国企前后一年股价的超额收益，我们发现公布股权激励草案对公司股价都有较明显的表现。从激励形式来看，期权比限制性股票对股价影响更大，中国海诚两次股权激励后对股价都有显著的拉升作用。从介入时间来看，建筑国企董事会公布草案后还需要经过国资委批复、证监会备案和股东大会审议，从经验数据来看，上市公司公告证监会备案无异议前后是较好的介入时机。

**图 40: 中国海诚首批股权激励超额收益**



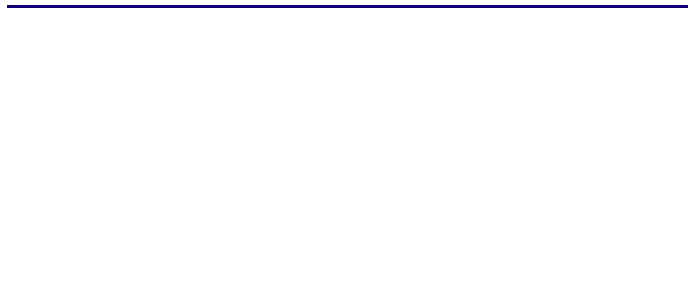
资料来源：wind，中国银河证券研究部

**图 41: 中国海诚首期二批股权激励超额收益**



资料来源：wind，中国银河证券研究部

**图 42: 中国建筑限制性股票超额收益**

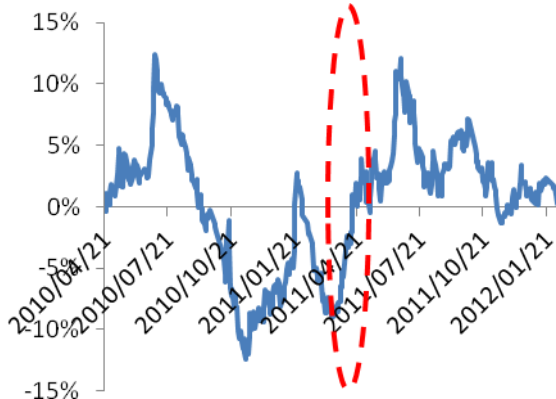


资料来源：wind，中国银河证券研究部

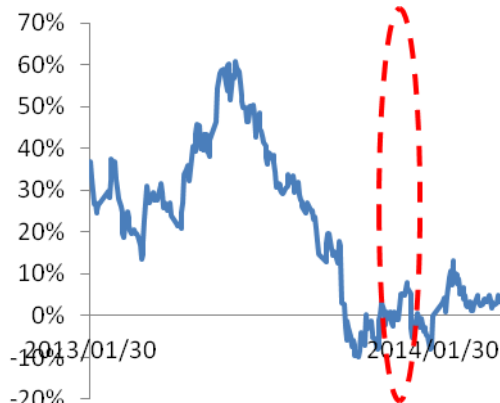
**图 43: 中工国际限制性股票超额收益**



资料来源：wind，中国银河证券研究部



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

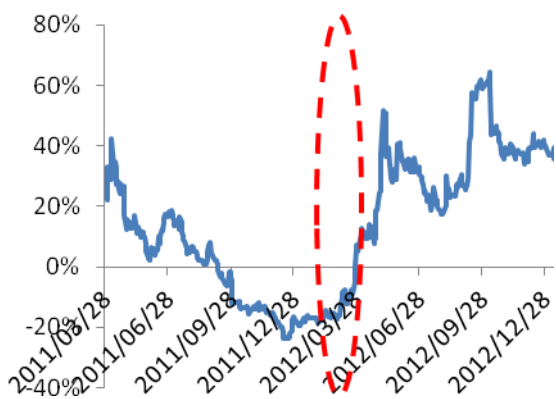


资料来源:wind, 中国银河证券研究部

除了股权激励，实施中长期激励（如激励基金形式）的上海建工也值得关注。国企改革的激励形式不限于股权激励，比如上海国企中实施股权激励的企业仅有光明乳业、上海梅林等少数几家，而上海建工、上港集团、上汽集团等实行的都是激励基金等中长期激励。统计表明。目前上海国资系统的长效激励机制中 70%多采取的是现金激励，仅 30%采取的是股权激励。对于竞争较充分的行业企业，以及智力资本要素贡献占比较高的科研院所、高新技术企业，试行员工持股的可能性比较大。上海此轮国企改革预计将于今年第四季度推出具体的激励方案，年底可能在整体上市公司里率先尝试，重点关注隧道股份。

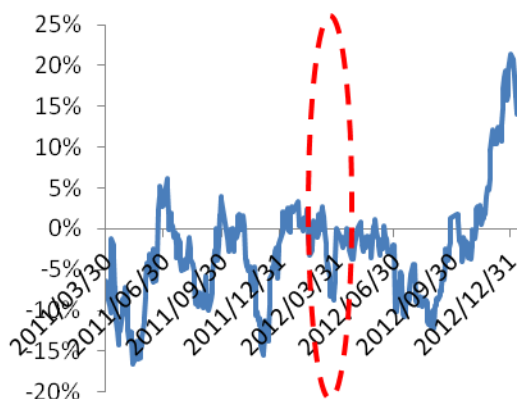
建议重点关注已实施股权激励以及预期将实施激励的国企。但是针对实施激励国企的投资必须防范可能存在的风险，如上汽集团激励基金计划推出后股价反映时滞较长，因此还要结合基本面和同期其他改革进程进行综合分析。

图 44: 上海建工激励基金超额收益



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 45: 上汽集团激励基金超额收益



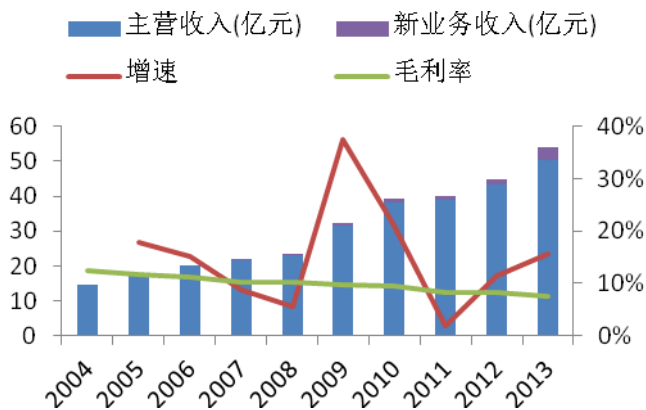
资料来源:wind, 中国银河证券研究部

#### (4) 国企改革+主业转型催生业绩估值双升机会

主业转型升级催生业绩估值双升机会。除了从集团层次对内部业务进行重组优化外，对于一般竞争性行业，重点关注主营业务转型升级，建筑业有国企参与且竞争比较充分的目前主要是水利水电和交建路桥两个板块。主要标的如粤水电和浦东建设，目前都正在积极转型升级。

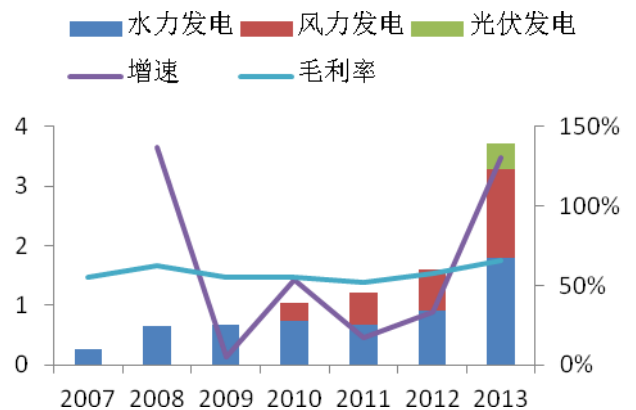
粤水电转型方向主要是水力、风力和光伏清洁能源发电业务。公司近年来将发展定位为“建设活力水电，扩大品牌效应”，坚持以“工程建设+实业投资+资本运营”三位一体的发展模式。随着行业竞争加剧，主营业务毛利率持续下降，2013 年仅为 7.61%。公司很早就开始提出主营业务转型，2013 年清洁能源发电业务收入已达 3.71 亿元，毛利率高达 66.04%。

图 46: 粤水电主营业务收入



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 47: 粤水电清洁能源发电业务



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

浦东建设主营业务为市政道路工程施工业务，由于准入门槛低，竞争激烈。目前也已经提出转型升级规划，借助上市公司的直接融资优势和成熟的 BT/BOT 项目投融资运作模式，向上延伸产业链，拓展业务领域，从传统的施工业务向投资施工一体化转变，逐步扩大公司在基础设施生命周期全过程中的运作空间，努力打造成为优秀的城市基础设施金融与集成服务商。此外公司还计划积极向环保转型。

对于竞争性较为充分的行业，行业龙头企业优劣势并存。不利的方面在于规模较大，转型需要较长的时间；有利之处在于资金实力雄厚、品牌效应较强，可借助兼并重组加快转型。重点推荐粤水电（清洁能源转型）、中国建筑（从房建地产向综合开发商转型）、中国交建（向投资运营转型）。

### 3、重点跟踪公司

#### (1) 安徽水利：安徽国企改革标杆，基本面与政策共振

公司是安徽水利水电工程龙头，工程施工/房地产/水电运营为三大主营业务。公司业务以工程施工（市政工程、工民建工程、水利工程）为核心，房地产开发并举发展，水电站运营等为补充，拥有四项工程施工总承包一级资质，正申请水利特级资质。公司主要收入来源为工程施工，2013 年营收占比 83.3%。2014 年前三季度实现营业收入/净利润 61.6/1.84 亿元，YOY+15%/7%。安徽建工集团是公司最大股东和实际控制人，持有公司 17.03% 股权。

水利水电受益于中央一号文件及清洁能源发展规划，水利投资未来三年 CAGR 有望达 20%，水电装机容量增速有望达 8%。2004-2013 年全国水利固定资产投资 CAGR 为 21.6%，2014 年 1-10 月增速 21.1%，受益于今冬明春水利建设高峰及历年中央一号文件支持，我们判断 2014-2016 年水利固定资产投资增速有望达 20% 以上。水电发电量维持较高增速，2014 年 1-10 月水电发电 8127 亿千瓦时，YOY+39.1%。2014-17 年均需增加 2000 万千瓦的装机容量，

CAGR8%。

**控股股东安徽建工作为安徽国企改革试点企业，引入战投、员工持股、整体上市有望梯次推进。**安徽建工是安徽规模最大的综合性施工企业，主要从事工程施工、房地产开发等业务，2013年总资产/净资产 246/49.9 亿元，是安徽水利的 2.6/2.1 倍，实现营收/净利润 325.2/8.6 亿元，是安徽水利的 4.8/4.4 倍。参照江淮集团上市经验，我们预计安徽建工也将引进战略投资者和推行员工持股，最终实现集团整体上市。我们按照 7-10 倍 PE 注入价格测算，安徽建工整体上市后备考 EPS 为 0.86-1.07 之间，中值为 0.97 元。

**公司未来成长驱动因素：**（1）工程施工：充足在手合同保障业绩持续增长，积极探索小城镇综合开发及 PPP 模式，适度拓展环保等相关业务。2014 年在建和新签合同金额超过 240 亿元，是 2013 年营收的 3.5 倍，2014H1 新签 68 亿元，同增 87%。（2）水利水电工程：受益于政策支持及投资高峰，申报水利特级资质，增发募集不超过 6.03 亿元，将助推跨域式发展。安徽 2014-2015 年农田水利建设拟投百亿，引江济淮和巢湖治理总投资超 500 亿元。（3）水电运营：产能扩张、高速增长。目前水电装机容量将 24.61 万千瓦，2014-16 年发电量增速为 33%/150%/100%，我们判断公司后续仍将扩张产能。（4）房地产：定位新型城镇化，我们判断 2015-16 年将是分别进入销售高峰及业绩结算高峰。今年前三季度拿地 440 亩，是 2013 年的 6 倍。

**风险提示：**国企改革低于预期，水利建设投资放缓等。

**盈利预测及估值：**我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.48/0.58/0.74 元。考虑安徽建工集团整体上市后的 2015 年备考 EPS 为 0.97 元。我们认为可给予公司 2015 年 25 倍 PE，对应目标价为 14.50 元（对应集团整体上市后备考 PE15 倍），首次给予“推荐”评级。

表 7：安徽水利盈利预测及估值表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6490	6812	7893	10051	12159
增长率 YoY%	22.2	5.0	15.9	27.3	21.0
净利润(百万元)	258	203	240	291	371
增长率 YoY%	2.1	-21.3	18.2	21.3	27.5
毛利率%	17.9	16.3	15.1	15.3	15.2
净资产收益率 ROE%	20.2	13.9	14.7	15.7	17.4
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.51	0.40	0.48	0.58	0.74
每股净资产(元)	3.82	2.90	3.26	3.69	4.25
PE	24	30	25	21	16
PB	3.2	4.2	3.7	3.3	2.9

资料来源：中国银河证券研究部；股价为 2014 年 12 月 26 日收盘价

## （2）隧道股份：轨交隧道并行发展，国企改革再添动力

**轨交业务前景广阔，越江隧道并行发展。**我国轨交市场处于快速成长期，2014 年投资有望达到 3200 亿元，较去年增长 28.0%。“十三五”期间预计总投资 2.0-2.5 万亿，“十四五”继续维持 11%-15% 的增速。跨江大桥逐步改建越江隧道，扩大隧道工程市场容量。公司 13 年中

标的上海沿江通道越江隧道和武汉三阳路长江隧道（中标金额 41.49 亿元）已进入施工期，珠海、深圳、汕头、苏州和南京等地多个隧道项目将共同释放巨大体量。

**投资带动，设计引领，未来转向城市综合服务商。**公司承接的南京机场线 BT 项目和昆明南连接线 BOT 项目将于今年完成施工建设，昆明轨交 2 号线二期 BT 项目也已进入施工高峰。公司设计业务是施工主业的第二大业务，毛利率维持在 30% 以上。13 年设计业务营收达 12.14 亿元，同比增长 23.37%，公司继续围绕“投资带动，设计引领”的经营方针，从轨交和隧道施工主业向养护业务延伸，从 BT/BOT 投资业务向后期运维拓展，并积极发展污水处理等城市环保工程项目，努力打造基础设施建设运营综合服务商。

**海外工程业务进展顺利，南亚市场影响力增强。**继 13 年 8 月中标新加坡汤申线 T206 标后，今年 5 月再次公告中标该线 T225 标，中标价 3.68 亿新币（约合人民币 18.4 亿元）。公司目前占有新加坡地铁市场 40% 份额，在德里和清迈等南亚东南亚市场也正积极布局。未来管理层完成换届和深化董事会制度改革后，将专注海外市场业务，公司在南亚市场的影响力将再获增强。

**上海市国企改革重点企业，后续改革值得期待。**上海城建集团作为上海国企改革重点企业，将借助隧道股份这一平台完成整体上市，今年 1 月城建集团总裁张焰出任隧道股份董事长，将加速城建集团的改革进程。目前除城建置业外，上海城建集团的大部分核心资产已完成注入。重组并入的八家企业已逐渐进入全面发展阶段，其中燃气业务逐步向业务链前后端延伸，为进一步扩大全国市场份额提供了有效支撑。我们判断，公司下一阶段改革重点将围绕提高核心竞争力为目标，在引入战略投资者和激励方面或将率先取得突破。2013 年 9 月国务院国资委核准同意了上海城投控股关于“转让 10% 股权给弘毅投资”的方案，预计近两年随着混合所有制改革推进将还有类似动作；公司重点是对中层和基层员工进行激励，将采取包括激励基金和股权激励等多种激励形式，这将为公司业绩发展注入新动力，加快实现全国扩张和集团整体业态转变。

**风险提示：**国企改革力度低于预期、地铁隧道施工进度低于预期等。

**估值及投资建议：**我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.56/0.70/0.81 元，鉴于城建集团整体上市进程今年有望加快，我们认为可给予公司 2015 年 12 倍 PE，对应目标价 8.4 元，给予“推荐”评级。

**表 8：隧道股份盈利预测及估值表**

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	21989	23501	27485	31869	36659
增长率 YoY%	-6.5	6.9	17.0	16.0	15.0
净利润(百万元)	1151	1289	1556	1823	2112
增长率 YoY%	122.6	12.0	20.7	17.2	15.8
毛利率%	12.9	12.5	12.5	12.5	12.5
净资产收益率 ROE%	10.4	10.4	11.6	12.3	12.8
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.44	0.50	0.60	0.70	0.81
每股净资产(元)	4.24	4.78	5.16	5.72	6.37
PE	18.9	16.9	14.0	12.0	10.3

PB 2.0 1.8 1.6 1.5 1.3

资料来源：中国银河证券研究部；股价为 2014 年 12 月 26 日收盘价

### (3) 中国建筑：低估值高增长龙头，大象股春天到来

**建筑三大下游行业前景：“地产+基建”增速持续平稳，地产需求确定。**(1) 房建下滑、基建对冲，2014 年 1-10 月基建投资增速 22.4%、地产投资增速 12.4%，“基建+地产”16.8%，未来增速持续平稳。(2) 地产确定性较强，地产调控政策趋向市场化，房建毛利率趋稳但订单质量有望提升。(3) 海外基建业务全面受益于“一路一带”国家战略。

**过往业绩优异，未来三年业绩高度确定。**(1) 截至 2014 Q3 期末公司建筑在手合同 19,146 亿元，地产已售未结算金额 1646 亿元，已分别覆盖我们预测的建筑、地产板块 2014-15 年收入的 131%、76%。(2) 中建地产售价存在较大的提升空间（13 年中海地产每平售价较中建地产高出 55%），尚有 1000 万方历史成本变性土地。建筑盈利能力将持续提升，核心驱动力是城市综合开发、投资及海外拉动，管理改善带来期间费率下降。

**从估值角度，国企改革逻辑类似于银行地产，但业绩持续性及资产质量又显著高于银行地产。**(1) 为保障国有资产不流失，PB 必须达到 1.1 倍以上才能引进战投及员工持股等，按照这一逻辑，中国建筑 PB 若提高到 1.1 倍 PB，潜在涨幅将达 20%以上（按照我们预测 2014 年 PB）。我们认为公司的资产质量显著好于银行，而业绩持续性确定性又好于地产，理应享受更高的估值水平。(2) 从相对/绝对估值看，中国建筑均是 A+H 股中隐性折价率最高的公司。我们测算公司相对估值折价率为 33%，SOTP 折价率 46%。

**公司未来估值提升存多重契机。**(1) 沪港通推动估值快速修复。(2) 二次股权激励，板块分拆上市，混合所有制等国企改革预期推动估值提升。(3) 成立中建方程、收购 Plaza 以及城镇综合开发/投资拉动/拓展新业务等商业模式创新助力持续成长。(4) 发行优先股等有助公司降负债、提业绩。(5) 14 年分红率有望达 4.4%，对长线资金有较强吸引力。

**风险提示：**宏观经济波动风险、基建及地产投资下滑风险等。

**盈利预测与估值。**我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.80/0.92/1.03 元，给予公司 2015 年 10 倍 PE，对应目标价 9.2 元，维持“推荐”评级。

表 9：中国建筑盈利预测及估值表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	571516	692437	791999	885151	977140
增长率 YoY%	19.1	21.2	14.4	11.8	10.4
净利润(百万元)	15735	20399	23967	27566	30868
增长率 YoY%	16.2	29.6	17.5	15.0	12.0
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.52	0.68	0.80	0.92	1.03
每股净资产(元)	3.40	3.93	4.54	5.28	6.10
PE	12.9	9.9	8.4	7.3	6.5
PB	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部预测；股价为 2014 年 12 月 26 日收盘价

#### (4) 中国海诚：环保工程再突破，国企改革排头兵

**设计带动总包，规模快速成长。**公司由设计先导，带动总包工程收入规模快速增长。2004-2013年，公司咨询服务类业务收入从4.36亿上升至14.8亿，CAGR达14.56%。咨询服务类业务中，设计仍处于产业链首端，是公司承包业务持续增长的基石。公司大力拓展承包业务，承包业务收入增幅明显，从2004年的0.77亿增长至2013年的43.94亿，年复合增长高达56.8%。公司7月18日公告再次承接湛江垃圾焚烧EPC项目，属于设计带动总包战略的又一次重大进展。

**环保拓展打开持续成长空间并提升估值。**公司逐步开拓环保、医药化工等新兴领域设计、工程及运营业务。我们测算至2015年医药化工/污水处理/垃圾焚烧投资规模分别达5600/450/280亿，CAGR 24.4%。我们判断公司将在环保等新业务领域逐步进行全国布局，新兴领域广阔的成长空间与公司丰富的历史业绩将协助公司持续获取订单，并带动估值中枢逐步上移。

**国企改革试点提升公司机制活力与业绩弹性。**7月2日，国务院国资委宣布母公司中国轻工集团公司进行建设规范董事会工作试点，迈出公司机制改革第一步。建设规范董事会在制度设计上四个目的：一是实现决策组织与执行组织的分离与制衡，有效发挥董事会在重大决策、风险管控等方面的独立性、规范化作用，充分发挥经理层在执行决策、内部管理等方面的专业化、有效性作用。二是促进企业真正实现集体决策、科学决策。三是有利于实现决策组织的动态优化管理。四是有助于逐步实现国资委对国有企业管理方式的转变。建立规范董事会后，国资委将有关考核、薪酬、经理人员选任等职权逐步移交董事会，由董事会对企业进行更加有效的个性化管控。我们判断，随着集团外部董事的正式到位，该试点落地将使集团与公司逐步走向规范的治理结构，管控运行体系建设再上新台阶，长期提升公司业绩弹性。

**参股长泰股份和申银万国有助于提高未来长期投资收益。**公司全资子公司中国轻工业长沙工程有限公司参股11.63%的长泰股份（长沙长泰机械股份有限公司）已于5月29日披露。常态主营业务为智能制造成套装备的研发，核心业务为造纸完工段智能装备和工业机器人应用系统，2013年收入占比分别为76.10%、23.52%。公司是国内造纸行业完工段高端设备的龙头企业之一，造纸完工段装备包括纸卷包装运输系统、高速精密平板切纸机，产品线完备；工业机器人应用系统包括智能铸造生产线、智能焊接生产线，已进去汽车、工程机械、轨道交通等行业。公司2013年营收/归母净利润为3.35亿/0.33亿，我们判断长泰股份有助于协同提高公司造纸等领域的经营效率，上市后也将大大提高投资收益。同时，公司持有申银万国证券股份有限公司161.94万股，持股比例约为0.0241%，随着申银万国换股吸收宏源证券上市，也将提升其投资收益水平。

**二次股权激励有助于业绩长期稳定释放。**综合一二期股权激励条件，测算2013-2017年业绩CAGR至少需达15.05%才满足前后两期激励计划行权条件，考虑到每年至少需达到对标企业75分位值，则潜在增速更高。丰富的历史业绩、卓越的设计团队、齐备的资质、全国化的渠道，承国企改革春风，老牌建筑央企将驶入增长快车道。

**风险提示：**国企改革力度低于预期等。

**盈利预测与估值。**预测公司2014/15/16年EPS分别为0.65/0.81/1.01元，2014~2016年CAGR达25.2%，考虑到公司作为轻工行业咨询施工龙头以及未来成长性，我们给予公司15年25倍

PE 估值，目标价 20.25 元，维持“推荐”评级。

**表 10: 中国海诚盈利预测及估值表**

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5231.00	5758.09	7425.35	9304.14	11317.35
增长率 YoY%	48.75	10.08	28.95	25.30	21.64
净利润(百万元)	120.58	159.47	199.98	249.70	313.17
增长率 YoY%	33.10	32.26	25.40	24.86	25.42
毛利率%	9.7	9.2	9.1	9.0	8.9
净资产收益率 ROE%	20.5	22.5	40.2	36.5	34.1
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.39	0.52	0.65	0.81	1.01
每股净资产(元)	2.24	2.63	1.94	2.55	3.31
PE	40.5	30.4	24.3	19.5	15.6
PB	7.1	6.0	8.1	6.2	4.8

资料来源：中国银河证券研究部；股价为 2014 年 12 月 26 日收盘价

#### (四) 建材

中国建材集团纳入第一批国企改革试点，海螺水泥、海螺型材将由安徽省投资集团通过集团间接持股改为直接持股标志建材行业混合所有制改革进入实质进展阶段。14 年 7 月，国务院国资委宣布“四项改革”试点，中国建材集团列为国资委混合所有制经济和央企董事会行使三项职权的首批双试点企业。12 月 29 日，海螺水泥与海螺型材同日公告改革集团持股方式，安徽省投资集团将直接持有上市公司股份，安徽省国企混合所有制改革中已率先破冰。

**混合所有制改革利好建材龙头企业，长期竞争力有望提升：**（1）建材属典型的重资产制造业，管理改善可大幅改善其经营效率、提升盈利能力。（2）中国建材旗下的北新建材、中国玻纤分属于石膏板、玻纤行业龙头公司、类似海螺水泥同属于水泥行业的绝对龙头，股权结构和公司治理层面的改革有助于龙头公司理顺内部机制，保持龙头公司强者恒强。（3）建材行业仍处于需求增速缓步下行、产能去化周期较长等问题，混合所有制改革在龙头公司的试点将促进龙头公司主动加快行业整合步伐，市场集中度加速提升。

**中国建材（3323.HK）：混合所有制改革与央企董事会行使职权改革双重推进，旗下上市公司将广泛受益。** 中建材集团参股的中国建材（3323.HK）旗下拥有 A 股上市公司北新建材（000786）、中国玻纤（600176），并通过中国建筑材料科学研究总院参股瑞泰科技（002066）等上市公司，持股比例分别为 42.6%、33.8%、44.67%，混合所有制改革仍具备空间。**在混合所有制经济改革重点中，中建材集团改革思路将在以下几个层面进行：**（1）股份公司层面，优化股权结构，建设规范的混合所有制型的上市公司。（2）所属业务平台层面，积极引入财务投资机构，实现所有者真正到位。（3）生产经营企业层面，发展股东型管理层持股，形成 3-5 家员工持股公司。**在央企董事会行使三项职权领域，公司将在以下几点有所突破：**（1）厘清出资人、董事会和经营层的权限范围，依法规范行权的方式及流程。（2）建立市场导向的高级经管人员选聘、业绩考核和薪酬管理机制，实现董事会对高管人员的契约化管理。（3）从资本回报、价值创造和可持续发展等方面明确考核标准，构建符合行业和企业特点的业绩考核体系，



完善国有资本保值增值。(4) 明确薪酬策略和高管人员的市场价值, 薪酬水平和岗位、个人业绩相匹配。

**海螺水泥:** 经营较为市场化, 我们预计更多改革将更多股权层面有所拓展。公司管理层持股公司海螺海创通过海螺集团间接持有海螺水泥(600585)、海螺型材(000619)两家上市公司。公司29日公告安徽省投资集团将持有的51%海螺集团股权转换为直接持有海螺水泥股份, 安徽省投资集团为安徽省国资委100%控股企业, 海螺集团剩余49%股权为海创实业所有, 此次股权转换后, 安徽省国资委、海创投资分别持有海螺水泥18.8%、18.0%股权, 差距明显所有, 我们判断股权结构仍有持续变化的可能。争取股权架构上的有所突破, 公司经营效率在水泥行业内长期保持领先, 我们判断此次改革有助于公司提升管理效率, 长期保持核心竞争力。

**建材行业国企改革试点推荐组合: 北新建材、中国玻纤、海螺水泥。**(1) 我们推荐混合所有制改革试点改善空间最大的北新建材, 作为中国建材集团旗下盈利能力最强且最为确定的公司, 定增后集团持股比例从53.4%降至45.2%, 但远高于第二大股东2.78%的持股比例, 公司作为集团新型建材业务平台, 同时控股泰山石膏65%股权, 我们判断改革后公司业绩与外延拓展空间弹性较大。我们预测公司14-16年EPS分别为1.51、1.82、2.15元, 维持“推荐”评级。(2) 中国玻纤: 受益于行业需求恢复和国企改革提升盈利能力。玻纤行业呈寡头垄断格局, 六大厂商产能占全球的约70%, 行业供求关系正在向好发展, 14年年初至今部分玻纤产品价格上涨10%左右, 长期来看供需格局改善背景下价格仍有上涨空间, 产能位列亚洲第一、全球第二。预测公14-16年EPS分别为0.58、0.72、0.88元, 维持“推荐”评级。(3) 海螺水泥: 股权结构改善加速公司新领域布局。预计管理层持股公司海螺海创有望直接持股上市公司, 股权结构层面的突破将提升公司管理层经营积极性, 保持公司长期核心竞争力并加快新产业布局, 预测公司14-16年EPS分别为2.21、2.52、2.80元, 维持“推荐”评级。

## (五) 非银行金融

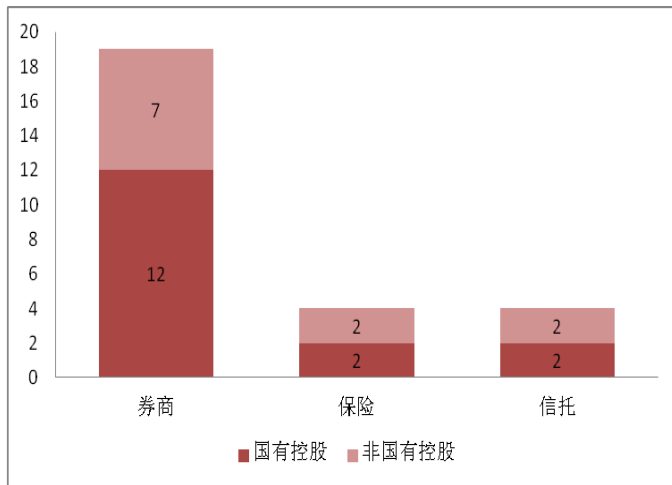
自十八届三中全会明确提出了国企改革的主题之后, 各个省市地方政府纷纷开始筹划并发布具体的改革政策, 国企改革开始在全国范围内开始呈现出风风火火的态势。

从非银行金融行业的国企改革具体逻辑来看, 无非也不外乎资产整合和经营制度改革两个方面。前者主要是通过整合国有资产, 盘活存量, 进一步做大规模, 利用互利互补的机制产生协同效应; 而后者则主要通过股权激励计划、混合所有制改革以及引进战略投资者等手段从根本上改善公司的经营效率。

我们先对目前非银行金融板块(主要为券商、保险及信托)的上市公司按照股东的性质进行一遍梳理, 对国有资源在非银行金融板块的总体介入程度有一个直观的了解。

在27家非银行金融板块的上市公司当中, 有8家公司股权结构较为分散, 既不存在控股股东也不存在实际控制人, 而剩下的19家公司当中有16家为国有控股。

图 48: 非银行金融行业上市公司性质



资料来源: 中国银河证券研究所整理

在 16 家国有资产控股的上市公司当中, 我们按照控股股东/实际控制人的具体背景分为两类, 第一类为中央/全国性质的国有法人所控制的上市公司, 这一类共有 8 家, 包括 5 家券商, 2 家保险以及一家信托 (母公司):

表 11: 非银行金融行业中央/全国性质的国有法人所控制的上市公司

公司名称	控股股东/实际控制人
宏源证券	中央汇金投资有限责任公司
中信证券	中国中信集团有限公司
招商证券	国务院国有资产监督管理委员会
光大证券	财政部
方正证券	教育部
新华保险	中央汇金投资有限责任公司
中国人寿	财政部
经纬纺机	国务院国有资产监督管理委员会

资料来源: 各公司官方资料, 中国银河证券研究所整理

第二类为省市级国有法人所控制的上市公司, 这一类同样共有 8 家, 包括 7 家券商和 1 家信托:

表 12: 非银行金融行业省市级国有法人所控制的上市公司

公司名称	控股股东/实际控制人
国元证券	安徽省国有资产监督管理委员会
山西证券	山西省财政厅
西南证券	重庆市国有资产监督管理委员会
兴业证券	福建省财政厅
东吴证券	苏州市国有资产监督管理委员会
华泰证券	江苏省人民政府国有资产监督管理委员会
西部证券	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会

陕国投 A                      陕西省人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源：各公司官方资料、中国银河证券研究所整理

在剩下全部的非国有控股的 11 家公司当中，有 8 家公司可以较为明确地被认定有国有法人直接或间接持股，其中 6 家券商，2 家保险：

**表 13：非银行金融行业国有法人直接或间接持股的上市公司**

公司名称	直接或间接持股的国有法人股东
东北证券	长春市国资委、吉林省国资委等
国海证券	广西壮族自治区国资委、贺州市国资委等
广发证券	辽宁省国资委、中山市国资委等
长江证券	湖北省国资委
海通证券	上海市国资委等
太平洋	云南省国资委等
中国太保	国务院国资委、上海市国资委
中国平安	深圳市国资委

资料来源：各公司官方资料、中国银河证券研究所整理

根据目前各类媒体信息的梳理，目前非银板块的国企改革动向主要集中在证券行业。例如，从 2013 年 11 月起，安徽国资委相关负责人就开始频频调研省内各地市和省属、市属国企，而国元证券所在的安徽国元控股（集团）有限责任公司已拟定“双层设计、整体推进”的集团总体改革思路，不但已经明确了混合所有制改革的预期，并且可能将于明年赴港整体上市。而光大证券也在 8 月份发布公告称，日前，光大集团重组改革方案已获国务院批准，根据该方案，中国光大（集团）总公司由国有独资企业改制为股份制公司，新重组的中国光大集团股份公司将由财政部和汇金共同发起设立，而光大证券也极有可能成为引领国企改革的先锋之一。此外，汇金系券商的国企改革也已经拉开了大幕，申银万国换股吸收合并宏源证券开启了中国资本市场大型券商换股上市的先河。

从目前的情况来看，非银行金融板块虽然有比较长远的国企改革预期，但从短期看有比较明确的改革措施动向的标的公司并不算多。未来不排除有更多的公司在资本运作领域和经营机制改革领域有新的探索。

**表 14：非银板块国企改革标的推荐**

公司名称	实际控制人	推荐理由
国元证券	安徽国资委	1、经营体制改革成效显著，公司 2014 年业绩超预期：公司自 2013 年下半年以来进行了一系列改革，对一些管理层人员进行了换血，并着力完善了各项业务的激励机制。2014 年公司全年业绩增速在一倍左右，实现同比大幅增长。 2、各项业务多元化发展，公司成长性优势显：2014 年公司实现了多条业务线齐头并进的发展趋势。自营业务方面公司在新的激励机制下表现优异，投资范围稳步扩大，收益率显著提高；资本中介型业务方面，公司的两融、约定购回以及股票质押式回购业务的规模及收入增速均保持了高速发展的态势。此外，投行及直投业务有望持续受益于 IPO 开闸的红利。 3、安徽省是国企改革的先锋地域，公司大股东国元集团是集各类金融招牌于一身的多元化金控平台，作为当地混合所有制改革预期最充分的国有企业之一，后续资本运作充满想象空间。

申银万国 汇金公司  
(宏源证券)

公司是由汇金系旗下两个大中型券商合并之后的成果，公司大股东背景是公司未来发展最有力的支撑。合并后的申银万国证券在资产规模上将成为国内前五大的券商，并且在经纪业务等传统业务条线上具有相当显著的比较优势。考虑到公司合并后将成为汇金系旗下最重要的上市公司平台之一，后续资本运作同样充满想象空间。汇金系券商的弊病之一是由于大股东过于强势，股权结构过于集中，因此经营效率上相对较低，经营管理层的话语权不够。反过来讲，汇金系券商因此在经营机制的改革上拥有更加广阔的想法空间，并且效果也将更为显著。

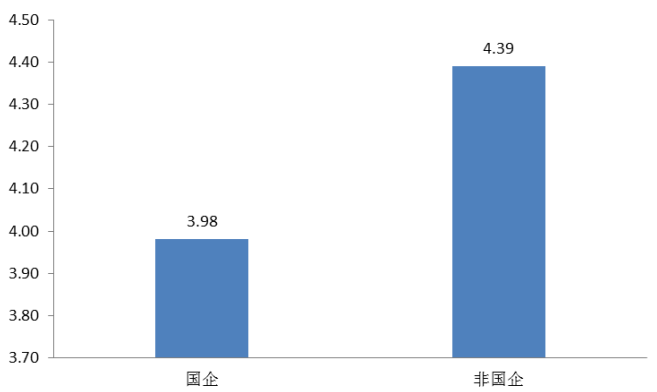
资料来源：中国银河证券研究部

## (六) 机械

### 1、机械行业国企改革概况

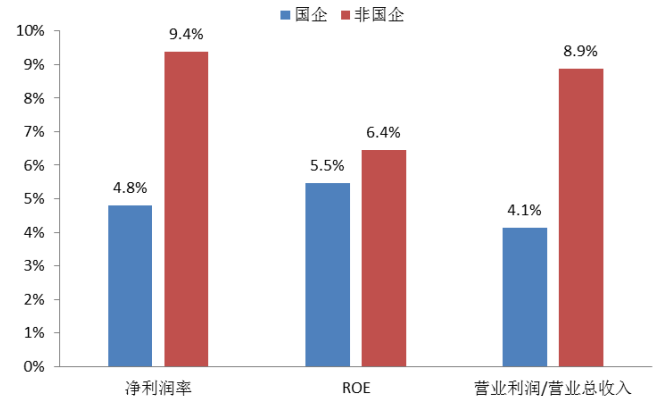
在机械行业的 268 只股票中，国有企业共 87 家，数量占比 32.5%，市值占比约 55.6%（截至 2014 年 12 月 25 日）。对比机械行业国企和非国企的资产估值水平、盈利能力等（剔除部分异常值），与非国有企业相比，国有企业的 PB 约低 10%，净利润率、ROE 等反应盈利能力的指标也存在一定差距。

图 49：机械行业国企资产估值水平低于非国企



资料来源：Wind、中国银河证券研究部，数据截至 2014 年 12 月 25 日

图 50：机械行业国企盈利能力低于非国企



资料来源：Wind、中国银河证券研究部，数据为 2013 年年报数据

我们认为，国企改革能为机械行业国企带来的改善空间较为明显。机械行业资产较重，周期性较强，对于经营管理能力要求较高，且基层制造员工人数较多。本轮国企改革的重要内涵是发展混合所有制，包括管理层和员工股权激励、引入战略投资者等。随着国企改革的实施，一方面将促进国有资产价值重估，提升企业估值水平，另一方面将通过混合所有制改革、员工持股计划等方式，提高经营治理效率，激发基层制造员工的积极性，改善企业整体盈利能力。

根据媒体报道，国企改革顶层设计方案的一个基本共识是“竞争性国企放开国有股权的比例限制，不要求国有股权绝对控股”。机械行业竞争性较强，改革难度相对较低，改革方式更加灵活。我们认为，国企改革将为机械行业带来较好的主题投资机会。

### 2、机械行业国企改革分类分析

机械行业国企中，央企共 34 家，非央企国有控股企业 7 家，地方国企共 46 家。

对于央企而言，国企改革一般由集团层面统一规划实施。集团实力雄厚、在集团中具有重

要地位（如集团整体上市公司或唯一上市公司）的公司有望充分受益。

**表 15: 机械行业央企及所属集团情况（不含隶属十大军工集团的公司）**

公司名称	所属集团	在集团中地位	备注
中国北车	中国北方机车车辆工业集团公司	集团整体上市公司	
中国南车		集团整体上市公司	
南方汇通	中国南车集团公司	集团控股上市公司	
时代新材		集团控股上市公司	
石油济柴	中国石油集团	集团控股上市公司	
江钻股份	中国石油化工集团公司	集团控股上市公司	
中海油服		集团控股上市公司	
海油工程	中国海洋石油总公司	集团控股上市公司	
轴研科技		集团 10 家上市公司之一	中国机械工业规模最大、覆盖面最广、业务链最完善、研发能力最强的大型中央企业集团。2013 年营业收入 2424 亿元，上市公司体外资产营业收入占比约 50%。
蓝科高新		集团 10 家上市公司之一	
常林股份	中国机械工业集团有限公司	集团 10 家上市公司之一	
一拖股份		一拖集团唯一上市公司	
中国一重	中国第一重型机械集团公司	集团整体上市公司	
天地科技	中国煤炭科工集团有限公司	集团唯一上市公司	由中煤国际工程设计研究总院、煤炭科学研究总院两家中央企业于 2008 年 4 月合并组建，2013 年上市公司体外资产（不包括拟注入资产）营收占比约 63%，利润占比约 30%。
天华院	中国化工集团公司	集团 9 家上市公司之一	
振华重工	中国交通建设集团有限公司	集团控股上市公司	
金自天正		集团 3 家上市公司之一	我国冶金行业最大的综合性研究开发和高新技术产业化机构，上市公司体外资产营业收入占比约 40%（2011 年数据）。
钢研高纳	中国钢研科技集团有限公司	集团 3 家上市公司之一	
龙源技术	中国国电集团公司	集团控股上市公司	

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

地方国企改革中，目前已有 25 个省市公布了国企改革方案，进展较快的省市包括：北京、上海、广东、安徽、江苏、浙江、四川、贵州、河南、山东和陕西等。这些省市的机械行业上市国企有望较快受益。

**表 16: 机械行业国企改革推荐标的：天地科技、四川九洲、潍柴重机、安徽合力**

省市名	机械行业上市公司	省市名	机械行业上市公司
北京	*ST 京城	四川	四川九洲、大西洋
上海	上海机电、上柴股份、上工申贝	贵州	贵绳股份
广东	广日股份	河南	新大新材、郑煤机

安徽	华菱星马、安徽合力、全柴动力	山东	潍柴重机、山推股份、烟台冰轮、 山东章鼓、渤海活塞
江苏	苏常柴 A、徐工机械、南通科技	陕西	秦川机床、达刚路机、宝色股份、 标准股份、建设机械、陕鼓动力
浙江	杭氧股份、杭齿前进、菲达环保		

资料来源：中国银河证券研究部

### 3、机械行业国企改革推荐标的

我们认为，机械行业国企改革主题投资可遵循两条逻辑：

一是国有资产价值市场化。实现方式为通过体制机制改革，将尚未上市的体外优质资产逐步注入上市公司。这样既可以充分利用上市公司的投融资平台功能，盘活国有资产，同时集团资产证券化率得到提升，也可以为日后进一步改革打下坚实的基础。对于上市公司而言，可以通过优质资产注入，带来盈利能力和估值水平双提升，实现做大做强。集团实力雄厚、主业与集团业务联系紧密、体外资产规模较大、优质资产较多的上市公司将充分受益。

二是通过混合所有制改革，改善激励机制，提升经营效率。通过引入民营资本和战略投资者、实施员工持股计划等方式，借助战略投资者的运营管理能力，与市值管理有机结合，助推国企转型升级，带来企业的实质性改善，让国有资产保值增值。与央企相比，地方国企改革方式相对更加灵活，可重点关注改革进展较快省市的上市公司。

基于以上两条逻辑，我们推荐天地科技、四川九洲、潍柴重机和安徽合力；关注国机集团旗下公司，东北和西北地方国资企业的沈阳机床、秦川机床、陕鼓动力，长三角地区的上海机电、杭氧股份、杭齿前进。

表 17：机械行业国企改革推荐标的：天地科技、四川九洲、潍柴重机、安徽合力

公司名称	实际控制人	第一大股东及持股比例	推荐理由
天地科技	国资委	中国煤炭科工集团有限公司，持股 61.90%	1、中煤科工集团资本运作已经启动，拟将北京华宇、西安院、重庆院注入上市公司，集团其他下属子公司也处于改制过程中。 2、上市公司体外资产 2013 年营业收入达 228 亿元，净利润超过 5 亿元，包括节能环保、煤炭贸易、煤化工等多项业务，集团承诺未来五年内逐步将符合上市条件的资产注入公司。 3、集团煤粉锅炉业务(上市公司体外资产)节能环保，预计从现在到 2018 年系统市场空间共 450 亿元左右，即将迎来收获期。
四川九洲	绵阳市国资委	四川九洲电器集团有限责任公司，持股 52.94%	1、九洲集团资本运作已经启动，拟将九洲空管和九洲信息注入上市公司；集团实力雄厚，2013 年收入 182 亿元，利润总额 8 亿元，其中军品业绩占比估计在 50% 以上；按营业收入计，集团资产证券化率仅 17%。 2、上市公司体外资产主要包括卫星导航、光电缆和 LED 等产业，其中具有一定比例的军品，一旦注入上市公司将带来业绩估值双提升。 3、四川省国企改革推进较快，四川省、绵阳市已分别出台深化国企改革相应意见。重要试点之一长虹电子集团已披露改革路线图，包括制定中长期激励管理办法（如员工持股等），积极引入各类战略投资者、企业法人，推行产权多元化等。九洲集团已经组建相关机构对改革方案进行研究

潍柴重机	山东省国资委	潍柴控股集团有限公司，持股 30.59%	<p>究和探讨，未来有望逐步落地。</p> <p>1、潍柴集团将 2014 年确定为“改革年”，已开始点兵布阵。潍柴集团 2013 年上市公司体外资产营业收入 386 亿元，主要为豪华游艇、LNG 发动机等，与公司联系较为紧密。</p> <p>2、2014 年 7 月山东省出台国资改革意见，2014 年 11 月山东黄金披露资产重组预案，成为山东省国企混改首个案例。我们预计山东省国企改革进程有望进入实质性进展阶段。潍柴集团实力雄厚，有望成为山东省国企改革领军企业。</p> <p>3、船舶行业景气度回暖，公司业绩拐点已现，新业务即将开始放量。</p>
安徽合力	安徽省国资委	安徽叉车集团有限责任公司，持股 37.97%	<p>1、据媒体报道，安徽叉车集团主要改革方向为<b>基层员工持股，已在酝酿员工持股基金池模式</b>。集团基层员工占绝大多数，一旦实施将带来较大激励，取得实质性效果。</p> <p>2、安徽省国企改革推进较快。江汽集团整体上市，为安徽省国资国企改革树立了样本；惠而浦重组合肥三洋，成为国企改革标杆性事件。安徽叉车集团<b>股权结构清晰，身处完全竞争性行业，改革难度较低</b>。集团作为 6 家代表之一参与了 2014 年初的安徽省省属企业混合所有制经济发展座谈会，未来有望接棒安徽国企改革。</p> <p>3、未来我国经济增长和结构升级将带动机械替代人工与物流行业加速发展，叉车需求仍将稳定增长，<b>预计叉车行业未来三年年均增速 10%，安徽合力市占率将持续提升，增速超越行业 5 个百分点以上。</b></p>

资料来源：中国银河证券研究部

## （七）军工

由于军工企业从事的武器装备科研生产，长期以来其改革的进度在整个国有企业的改革中相对滞后。并且由于政府管理层监管等原因，其股份制改造和资产证券化进行的跌跌撞撞，时而进步时而逆转。这就造成了军工行业整体的改革落后于其他的国有企业。而军工改革的趋势是推进股份制和进行资产证券化。预计企业类资产将加快运作，研究所改制期待政策。

### 1、军工资产证券化是大势所趋

“专业化整合、资本化运作、产业化发展”是当今世界航天军工行业的一大发展趋势。美国于上世纪 80 年代就开始了大规模的军工行业整合进程，到 2002 年已经成为 5 个高度集中的跨军种、跨平台的主承包商。西欧军工企业也都进行了大规模兼并重组活动，大多在国内形成了寡头、独家集团垄断的局面，并组建了欧洲超级大集团。

我国的 10 大军工集团目前正面临由分立到重组整合、并加快市场化进程的初期。2008 年新中航工业集团在合并原一航和二航集团的基础上成立，提出了“两融、三新、五化、万亿”的发展战略，其中专业化整合及资本化运作中航工业集团实现上述宏伟蓝图的重要途径，四年来集团各主要经营板块借助于整体上市和资本化，实现了高效率的整合和扩张，成为各大军工集团化运营、规模化发展的先锋。

**表 18: 中美军工行业资产整合**

国家	航天军工领域兼并重组情况	具体公司案例
美国	从上个世纪 80 年代约 50 个主要军工供应商，到 2002 年已经成为 5 个高度集中的跨军种、跨平台的主承包商：波音、洛克希德·马丁、诺斯罗普·格鲁曼、雷神和通用动力。	以洛克希德·马丁公司为例，该公司从 1993 年并购通用动力的战术军用飞机公司（F16 战机的业务）开始，到 2005 年一口气吃下 14 家大型企业，从而构建全价值链业务体系。
中国	主要军工集团下属上市公司面临良好重组机遇：航空工业完成大集团的整合，板块整体上市正在进行；航天、兵器等领域的内部资产整合也已经开始。	在合并一航、二航的基础上，中航工业集团形成了十几个专业化业务板块，其中飞机板块、发动机板块、直升机板块、航电板块、机电板块等的整体上市正在进行或已经基本完成。航天领域、兵器领域形成重点上市平台，未来将在专业化整合的基础上加快资产整合和资本运作。

资料来源：中国银河证券研究部

## 2、企业类资产运作加快，看好兵器集团相关公司等

2013 年以来，新一届政府及军工行业主管部门在国企改革和市场化方面的推进力度明显加快，在资本市场上表现更为明显：航空动力和中国重工注入发动机整机和超大舰艇总装类企业资产的重大资本运作于 2013 年启动，到目前都顺利完成，在行业内具有重大标志性意义。

中船集团也开始军工资产证券化，2014 年广船国际公告将注入中船集团在华南地区的造船业务相关资产，目前已拿到国防国防科工局批文，如果顺利注入，中船集团将实现军工核心资产进入上市公司。

兵器工业集团 2014 年 7 月下旬提出无禁区改革，目前，中兵投资已先后入股三家公司，部分公司也已经停牌进行资本运作。兵器工业集团资本运作空间较大，目前集团资产证券化率不到 20%，在 10 大军工集团中处于低水平。集团有 11 家 A 股上市公司，根据管理部门的要求和集团的规划，集团的资产证券化运作将围绕这 11 家上市公司展开，集团的 33 家子集团，还有研究所，将成这 11 家公司资产重组的潜力资产，资产重组潜力较大。

根据相关公司的经营情况，股东规模，及未来重组弹性等，我们看好兵器工业集团下属的华锦股份、北化股份等的重组前景。

**表 19: 兵器工业集团及所属上市公司**

子集团	主业范围	2013 收入 (亿)	所属上市公司	2013 收入 (亿)	市值(亿)	体外资产
内蒙古第一机械集团	坦克、车辆、货车等	106.5	北方创业	32.04	124.91	232%
北方华锦化学工业集团	化工及石油等	518	华锦股份	415.6	145.62	20%
中国北方化学工业集团	弹药、炸药及化工等	156.54	北化股份	20.1	42.57	679%
中国北方工业公司	防务产品、贸易、石油等	1388	北方国际	29.58	51.69	4592%
晋西工业集团	防务产品、民爆器材和铁路产品	91	晋西车轴	28.3	169.01	222%
内蒙古北方重工业集团	防务产品、矿用车等等	98.61	北方股份	21.81	37.04	352%
北方光电集团有限公司	防务产品、光伏太阳能、光学材料、 光电仪器等	41	光电股份	17.43	72.34	135%
豫西工业集团有限公司	弹类产品、民品等	45.24	江南红箭	20.8	113.36	118%
北方导航科技集团	防务产品、民品等	23.39	北方导航	10.52	198.97	122%
河北凌云工业集团	防务产品、汽车零部件等	114	凌云股份	56.33	62.87	102%



东北工业集团      防务产品、汽车部件等      55.29      长春一东      6.67      30.20      729%

资料来源：银河证券研究部整理及估算

中国电子信息产业集团也在今年三季度召开多次会议讨论推进全面深化改革。集团的产业布局主要集中在集成电路、软件与服务、整机及核心零部件、平板显示、电子贸易与物流园区这五大板块，旗下目前有 11 家上市公司。结合上市公司情况，目前绝大多数公司业绩不佳的公司已在近两年先后停牌进行资本运作，彩虹股份、南京熊猫等目前还没有实质性运作，未来值得重点关注。

表 20：中国电子信息产业集团及所属上市公司

单位名称	主业范围	2013 收入 (亿)	所属上市 公司	2013 收入 (亿)	市值(亿)
熊猫电子集团有限公司	电子设备、电子元器件、环保设备、软件开发	80.5	南京熊猫	24.79	117.43
长城科技股份有限公司	计算机、通讯、电子设备及零部件	928.16	长城开发	150.4	110.2
长城科技股份有限公司	计算机、通讯、电子设备及零部件	928.16	长城电脑	77.86	84.31
中国电子信息产业集团有限公司	集成电路、显示、软件、整机、电子贸易与物流	1936.31	中国软件	29.81	158.26
中国电子信息产业集团有限公司	集成电路、显示、软件、整机、电子贸易与物流	1936.31	中电广通	8.08	38.84
中国中电国际信息服务有限公司	电子、软件及信息技术服务	49.47	深桑达 A	16.25	27.66
南京华东电子集团有限公司	电子信息技术、电子产品、电子工程	160.72*	华东科技	8.09*	32.83
中国电子信息产业集团有限公司	集成电路、显示、软件、整机、电子贸易与物流	1936.31	长城信息	16.57	136.14
中国电子信息产业集团有限公司	集成电路、显示、软件、整机、电子贸易与物流	1936.31	上海贝岭	5.86	74.93
中国振华电子集团有限公司	通讯整机、电子元器件、光机电一体化	37.33	振华科技	29.73	80.07
彩虹集团电子股份有限公司	显示器件及其配套、太阳能电池	23.1	彩虹股份	2.4	75.15

注：南京华东电子集团的集团数据采用中电熊猫集团 12 年数据；为数据可比，华东电子数据采取 12 年的经营数据

资料来源：银河证券研究部整理及估算

由于企业类资产的运作，主要取决于集团的推进和行业主管部门的审批，受政策限制较小，伴随着国企改革的推进，军工企业注入上市公司可能成为明年资本市场上的重要亮点之一。

### 3、研究所改制期待政策落地，看好潜力大、预期明确的公司

2013 年以来，随着国家对事业单位改制的推进和军工行业资产证券化明显加快，市场对军工领域研究所改制及注入的预期也明显提升，标志性文件是中共中央、国务院下发的《关于分类推进事业单位改革的指导意见》。军工事业单位改制将推动大量的改制资产进入资本市场，从而达到军工产业与资本市场的良性互动，有利于军工业务的健康持续发展。在这一过程中，上市公司将发挥不可替代的作用，通过大量优质资产的注入，实现集团相关业务的整体上市，也使自身的经营业绩受益于较大幅度的外延式增长。

由于研究所改制不但需要于军工集团和行业主管部门的推进，还要取决于财政部门 and 国务院其他部门的批准和支持，涉及到人员身份转换和养老金等较为重要的问题，2014 年军工集团研究所改制的推进和落实进程略低于预期。不过我们对于军工领域研究所改制及注入的预期继续保持相对乐观，预计 2015 年上半年有望完成分类，以此为基础推进研究所改制和资产重组。

研究所改制及注入预计将给相关上市公司的资产、盈利和投资价值带来大幅度提升。从投资的角度看，我们注入资产的规模潜力和时间预期两个方面去分析和把握机会。

1、在股东资产规模潜力较大的公司包括：中船重工集团的中国重工、航天科工集团的航天长峰、航天科技，中电科集团的国睿科技、四创电子，航天科技集团的航天动力、中国卫星、中航工业的中航电子等。

2、改制进程预期较快的集团主要包括：中船重工集团、中航工业集团、航天科技集团，这些集团在研究所改制方面的主动性和时间预期相对看好，相关上市公司包括中航电子、中国重工、风帆股份、航天动力、航天电子、中国卫星等。

综合上述分析，我们认为研究所改制受益最大的公司主要包括：中国重工、航天动力、国睿科技、四创电子、航天科技、航天长峰等。

**表 21：研究所改制及资产注入预期较好的公司**

上市公司	市值（亿元）	大股东/公司利润 倍数（估算）	资本运作进程预期	所属集团
中航电子	约 520 亿	约 3 倍	可看好	中航工业集团
航天电子	约 165 亿	约 2 倍	可看好	航天科技集团
航天动力	约 130 亿	约 10 倍	可看好	航天科技集团
中国卫星	约 335 亿	约 5 倍	可看好	航天科技集团
国睿科技	约 145 亿	约 10 倍	中性	中电科集团
四创电子	约 90 亿	约 10 倍	中性	中电科集团
航天长峰	约 90 亿	约 40 倍	中性	航天科工集团
航天科技	约 105 亿	约 25 倍	中性	航天科工集团

资料来源：银河证券研究部整理及估算

主要军工集团的研究所情况及改制预期如下：

### （1）中航工业集团航电系统资产整合空间大

中航电子对航电系统内的青云公司等几家企业类资产已经完成整合，目前航电系统未进入上市公司的资产主要是 5 家研究所的经营性资产。5 家研究所是航电系统公司收入和利润的主体，我们估计 5 家单位的利润可能达到 15 亿元以上，未来如注入上市公司，对上市公司业绩将有较大的增厚，从而提升上市公司的价值；同时上市后通过机制转换提高经营能力，将成为公司未来业绩增长的最大驱动力。

### （2）航天领域资本运作潜力大，时机需要等待

中国航天科技集团公司近年来一直强调上市公司资本市场的平台作用，积极推进“十二五”期间集团公司以上市公司为核心的资源重组和再融资工作，推动集团公司的资产证券化工作。

从资本运作的角度看，集团下属的中国卫星、航天动力、航天机电等都有实力较强的大股东支持，未来注入研究所下属优质资产的可能性较大，未来很可能成为航天科技集团研究所改制和资产证券化的较早受益者。上市公司中，我们认为资产重组潜力最大的是航天动力，其次是中国卫星和航天机电。

**表 22: 航天科技集团下属单位及上市公司**

单位名称	主要业务	A 股上市公司
中国运载火箭技术研究院	航天一院, 运载火箭及相关系统、武器、导航等	
航天动力技术研究院	航天四院, 固体火箭发动机及配套系统, 传感器及配套仪表、复合材料等。	
中国空间技术研究院	航天五院, 卫星研制及应用, 以及空间飞行器等空间技术产品的研制	中国卫星
航天推进技术研究院	航天六院, 液体火箭发动机等。	航天动力
四川航天技术研究院	国防装备生产、火箭弹研制、航天技术应用。	
上海航天技术研究院	航天八院, 包括卫星、武器、电子、火箭及新能源等。	航天机电
中国航天时代电子公司	航天九院电子元器件、电子设备、专用计算机及计算机测控系统	航天电子
航天空气动力技术研究院	航天十一院, 空气动力研究与试验基地, 产品包括测力/称重传感器、压力传感器等, 以及矿用携带式气压测定器等。	
四维测绘技术总公司	卫星导航定位综合信息服务、导航电子地图及动态交通信息服务、航空摄影测量及数据 据处理、卫星影像等业务。	四维图新
乐凯集团	影像记录材料、印刷材料、精细化工、膜材料及涂层材料。	乐凯胶片

资料来源: 集团资料; 中国银河证券研究部整理

航天科工集团也具有较大的资本运作潜力, 虽然近年来进展相对不快, 但我们预计在事业单位改制和国企改革的大背景下, 未来几年该集团也有可能逐步加快资产整合和重组的进程, 相关上市公司将成为受益主体。

**表 23: 航天科工集团下属单位及上市公司**

单位名称	主要业务	A 股上市公司
信息技术研究院	一院, 小卫星及卫星应用 卫星通信、导航等应用业务等。	
防御技术研究院	二院, 控制制导、探测跟踪、安保科技、医疗器械、数控机床等。	航天长峰、闽福发 A
飞航技术研究院	三院, 飞航导弹、惯控产品、改装车、汽车电子。	航天科技
运载技术研究院	四院, 地地导弹武器系统、专用车辆、软管产品、工程机械等。	航天晨光
动力技术研究院	六院, 固体火箭发动机、稀土萃取剂、铝粉浆、压力容器等。	
湖北航天技术研究院	九院, 导弹武器系统、信息安全、石油仪器、特种车辆等。	
贵州航天工业公司	电源、继电器、汽车零部件、微特电机、液力机械等	航天电器
航天科工集团	航天防务、信息技术、装备制造。	航天信息(集团直接控股)
航天科工集团	航天防务、信息技术、装备制造。	航天通信(集团直接控股)

资料来源: 集团资料; 中国银河证券研究部整理

航天科工集团下属的 7 家上市公司中, 航天长峰、航天科技的大股东实力较强, 收入和利润规模也较大, 未来如果能注入, 上市公司的经营业绩和资产质量将会大幅提高。

### (3) 电子科技系统领域优质资产众多, 整合空间较大

中国电子科技集团公司集团主要从事国家重要军民大型电子信息系统的工程建设, 重大装备、通信与电子设备、软件和关键元器件的研制生产, 下属科研院所 47 家, 直属控股公司 12 家, 并间接控制上市公司 7 家。集团的资产质量优异, 资本运作空间较大。目前, 集团企业类的部分优质资产已经择机注入上市公司, 未来随着事业单位改制的落实, 集团相关上市公司将有望受益。

**表 24: 中国电子科技集团部分下属单位及上市公司**

单位名称	主业范围	A 股上市公司
广州通信研究所 (七所)	特种移动通信技术	杰赛科技
中国电子科技集团公司第十四研究所	大功率无线电波设备研制、射频仿真系统等	国睿科技
华北计算技术研究所 (十五所)	高性能计算机技术研发等	太极股份
西南通信研究所 (三十所)	军用信息安全和保密	卫视通
华东计算技术研究所 (三十二所)	计算机系统、网络技术开发、计算机及软件测评等	华东电脑
华东电子工程研究所 (三十八所)	国土防空情报雷达、电子系统、汽车电子等	四创电子
中国电子科技集团公司第五十二研究所	安防监控、智能控制和智能照明	海康威视

资料来源: 集团资料; 中国银河证券研究部整理

从集团资产及大股东实力角度来看, 国睿科技、四创电子的资产注入潜力最大, 杰赛科技和卫士通的发展前景也看好。

#### (4) 船舶工业领域仍有较大整合空间, 进展将较快

中国船舶重工集团公司是中国最大的造修船集团之一, 拥有 46 个工业企业、28 个科研院所, 控股中国重工和凤帆股份两家上市公司。中国重工是我国资本市场首家实现军工核心资产进入上市公司的公司, 一直是军工行业改革的先锋, 目前集团的很大一部分利润来自于研究所; 中国重工作为集团的整体上市平台, 未来将大幅受益于研究所资产的改制和注入。

中国船舶工业集团公司是世界排名靠前的造船集团, 目前拥有近 50 家下属企事业单位、广船国际、中国船舶、\*st 钢构三家上市公司。2014 年, 广船国际启动资产重组, 拟将涉军船厂黄埔文冲注入。集团的资本运作正在进行, 集团的研究所数量不多, 利润贡献相对较少; 但仍有较大规模的企业优质资产未来有望注入到上市公司中。

## 4、重点标的投资要点:

**【中国重工】**公司主要驱动因素是业绩拐点及资产注入预期明确。我们预计在军品持续增长和民船见底的推动下, 公司现有业务 2015 年每股收益可达 0.24 元左右。公司研究所改制重组预期较明确, 如果明年启动并完成部分资产整合, 每股收益可达 0.3 元左右。考虑到公司目前估值不高, 以及资产注入潜力较大, 预计公司合理价值在 10 元以上。

**【航天动力】**公司是航天 6 院下属的上市公司, 未来具有整合 6 院优质资产的潜力和可能性, 将使公司价值大幅提升。公司去年完成增发, 我们预计 2014 年和 2015 年每股收益分别为 0.16 元和 0.25 元, 2015 年动态市盈率 82 倍。公司现有业务没有明显的估值优势, 但公司目前市值不大, 未来如果资产重组, 业绩弹性较大。股价催化剂: 集团事业单位改制和资本运作规划取得重大进展。

**【中国卫星】**公司未来主要驱动因素包括卫星应用和卫星研制业务的持续成长, 以及可能整合大股东优质资产的潜力。我们预计 2014 年和 2015 年每股收益分别为 0.30 元和 0.37 元, 2015 年动态市盈率为 76 倍。股价催化剂: 军工集团事业单位改制取得重大进展。北斗需求开始加快释放。重大航天发射项目。

**【中航电子】**公司未来主要驱动因素包括航空电子行业的持续成长, 非航空军品、民机等业务的快速发展, 以及重大资产注入的预期。考虑到今年完成企业类资产收购的可能性较大,

我们预计 2014 年和 2015 年每股收益分别为 0.32 元和 0.41 元，2015 年动态市盈率 72 倍。股价催化剂：军工集团事业单位改制取得重大进展，或公司整合航电系统优质资产事项取得突破。

## (八) 电力

### 1、电力国企改革脉络

国企改革是下一阶段电力行业中最大的投资亮点，我们认为此轮国企改革堪比股权分置改革后所产业的积极影响。此轮国企改革有很多关键词，“发展混合所有制、改组国有资本投资公司、董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权”等等。我们理解，其核心内容是“重资本、提效率”。

(1) 继续提升资产证券化率，资产注入将异常活跃。尤其是在电力整体盈利优异的背景下，资产注入将增厚上市公司 EPS，推动股价上涨。由于五大发电集团旗下控制的上市公司较多，每家上市公司均需要进行定位（避免同业竞争），在这个过程中，一些小市值公司存在“质变”的机会。地方国有企业改革的步伐也有可能更大、更快。

(2) 市值管理，股东诉求一致。市值的概念将显著加强，国企将更加注重与资本市场的沟通，大股东和少数股东的诉求趋向一致。对股价、对估值都是积极因素。

(3) 提高经营效率，释放利润。国资委提出“董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权”的试点。核心目的是通过激励，提高企业经营效率，释放利润。

(4) 发展混合所有制。如果只是低价购买股权，溢价售出的“Pre-IPO”模式，混合所有制的意义并不强烈。如果民营资本可以行使股东权利，参与经营决策、推动业绩考核与激励、影响分红分配方案，则更有可能改变公司面貌，提升公司经营效率。

(5) 产业资本估值。证券市场（二级市场）对电力行业的估值方法主要是 PE。产业资本在电力资产的估值定价时，更加看重现金流价值，尤其是对水电。从盈利质量，现金流价值（DCF）看，目前二级市场对水电的估值仍然偏低，水电估值提升的逻辑仍可演绎。

### 2、电力国企改革脉络

国企的资产证券化浪潮澎湃。在电力整体盈利优异的背景下，资产注入将增厚公司业绩。电力央企旗下控制的上市公司较多，每家上市公司均需进行定位（避免同业竞争），在这个过程中，“小公司，大集团”的投资标的存在“质变”的机会。地方国有企业改革的步伐更大、更快。

表 25：央企电力上市公司

集团公司	上市公司	总市值（亿元）	PB（最新）	定位
华能集团	华能国际	1220	1.8	集团火电资产平台
	内蒙华电	260	2.3	内蒙区域
	新能泰山	38	4.6	-
国电集团	国电电力	834	2.0	集团资产平台
	长源电力	69	3.0	-
华电集团	华电国际	650	2.2	集团资产主要平台

	黔源电力	42	2.2	-
	华电能源	91	2.9	东北区资产
	金山股份	57	2.6	东北区资产
大唐集团	大唐发电	937	2.0	集团主要平台
	桂冠电力	107	2.8	红水河流域水电
	华银电力	33	2.6	湖南区域资产
中电投集团	上海电力	158	2.0	-
	东方能源	65	7.9	清洁能源资产
	吉电股份	69	1.9	-
长江三峡集团	长江电力	1680	2.0	水电+核电
国投集团	国投电力	662	3.0	电力资产

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 26：地方能源公司情况**

上市公司	当前控制人	总市值（亿元）	PB（最新）
粤电力 A	广东国资	321	1.5
广州发展	广州国资	225	1.6
中能股份	上海国资	277	1.3
京能电力	北京国资	278	1.9
皖能电力	安徽国资	122	1.7
豫能控股	河南国资	59	4.9
甘肃电投	甘肃国资	117	3.2
通宝能源	山西国资	78	1.9
建投能源	河北国资	171	2.0
川投能源	四川国资	431	3.0

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 3、个股机会

#### (1) 长江电力

国内最大的水电公司，稀缺标的。资源禀赋优异，盈利能力强

单位投资成本低。三峡电站共 34 台机组，装机容量 2250 万千瓦。其中左右岸 26 台发电机组，装机容量为 1820 万千瓦；地下电站 6 台发电机组，装机容量 420 万千瓦。三峡电站平均单位投资成本为 6874 元/千瓦（收购成本），低于目前大型水电的 10000 元/千瓦以上的平均造价。

发电能力优异。地面电站设计多年平均发电量为 847 亿千瓦时，地下电站设计发电量为 35 亿千瓦时。随着长江上游（金沙江、雅砻江）流域大型调节电站的陆续建成，三峡电站的发电优化能力将显著提高。我们预计三峡电站未来常年发电能力有望达到 900 亿千瓦时以上。

电量销纳明确。三峡电站发电量跨区域销纳。公司发电的服务区包括上海、浙江、江苏、安徽、湖北、湖南、江西、河南、重庆、广东。公司与国家电网、南方电网签订长期购电合同，

真正实现了水电优先上网的产业政策。

上网电价优势明显。三峡电站上网电价按照落地服务区有所差异。目前，按照落地电量分配，加权平均的含税上网电价在 0.264 元/kwh 左右。发改委今年初出台完善水电上网电价的通知，指出跨省跨区域交易价格由供需双方协商确定。对比目前平均 0.4484 元/kwh 的三峡售电区域火电标杆电价（含税），三峡落地电价的的优势明显。

现金流价值突出。考虑到每年折旧及摊销、财务费用、所得税等项目的调整，我们预测公司 2014-2016 年的自由现金流（FCF）分别为 194 亿、194 亿和 184 亿。在自由现金流估值体系下（DCF），无风险收益率（折现率）下降，估值中枢上移。我们预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.65 元、0.75 元。我们维持“推荐”评级。

## （2）东方能源

中电投集团是全球最大的光伏电站运营商，资产注入预期强烈。中电投集团清洁能源占比居五大发电集团之首，更是全球最大光伏电站运营商，目前装机规模为 2.6GW，预计年底达到 3.5-4GW。与华能、大唐、国电不同，中电投没有专业的新能源公司，光伏资产分布在各二级单位。为提高专业化管理能力，解决同业竞争问题，并顺应国企改革大潮，推动混合所有制，我们认为中电投最终将整合集团光伏资产并打包上市。2013 年中电投集团对公司进行债务重组及定向增发，控股 59%，成为其实际控制人。与集团内其他上市公司相比，目前公司资产少、定位不明确，我们认为公司最有可能成为中电投的新能源运营平台。

中电投光伏电站资产质量好，盈利能力强，主要原因有：1、造价控制能力强，目前包括前期、土地、送出等全部费用的动态造价控制在 8.5 元/瓦以下；2、采用集中招标，设备价格、质量、供货有保障；3、集团 18 年折旧，较 20-25 年折旧，前期利润明显低估。4、河北省光资源相对较好、无限电，电站盈利好，中电投河北项目盈利更好。此次被收购的中电投河北项目 2014 年上半年每瓦盈利分别为 0.36 元和 0.38 元，全年可超 0.7 元。

收购项目自身造血能力强，公司发展后劲足。公司收购项目前三年度电补贴 0.3 元，按照 9 元的造价，20%的资本金，0.7 元的度电盈利，三年可收回投资，即在不融资的情况下，电站规模三年或可翻一倍。光伏运营属公共事业，公司背靠央企，获取项目资源的能力强，项目杠杆比例高，融资成本低，加上项目本身具有较强的造血能力，我们认为公司转型后，业绩将持续爆发性增长。

背靠全球最大光伏投资商，华丽转身清洁能源运营平台。我们预计 2014-2016 年公司分别实现每股收益 0.50 元、0.68 元和 0.99 元，维持“推荐”评级。

## （九）交通运输

### 1、航运业

国企改革主要集中于几个方向

管理层股权激励：通过股权激励的方式绑定管理层与上市公司的利益，鼓励管理层推动业务创新，压缩冗余成本，提高资产回报率。

业务创新：中海、中远、中外运都在依托自有的物流资源积极参与到全球/国内贸易电商

化的进程中。我们预计大物流集团因其全球/全国物流网络的完备性，将在贸易电商化的进程中开拓创新业务并获得一定的议价能力。

加强与国企货主之间的合作：航运公司将加强与货主的战略合作，航运业原来的高业绩波动性，将通过与货主的合作逐步获得更好的盈利稳定性。

业务多元化：我们预计航运公司将逐步拓展向上下游的多元化业务，包括对于码头的投资、对于物流业务的投资、对能源产业的投资等业务方向。

## 2、港口

国企改革方向：

管理层股权激励及员工持股：鼓励管理层及员工持有公司股份，鼓励业务创新，推动员工的工作积极性，提高投资、生产效率，从而提升资产回报率。

加强与上下游的战略合作：我们预计港口行业将进一步加强与航运公司及物流企业的战略合作，从单一的物流节点逐步转变为区域/全球供应链的重要环节；

充分利用国家政策给予的创新空间，发展服务业：为区域/全球供应链的整合提供信息及金融服务，支持传统行业利用港口节点重构供应链，有效提升现有资产的回报率。

强化港口之间的战略合作：我们预计港口行业将逐步改变旧有的“各自为政”的竞争局面，逐步走向临近区域港口间的战略合作，提升议价能力。

业务多元化：港口行业因盈利及现金流较为稳定，有望拓展物流行业之外的投资方向，成为区域国企资产的上市平台。

全球化投资：我们预计港口将逐步改变原有的区域性投资特征，逐步在战略布局的思路下投资国内其他区域或跨国的码头资源，这将有利于港口行业分散投资组合，获得更稳定的业务增速，同时享受新兴区域/市场的高增长红利。

投资标的：因航运、港口行业多为较大规模的国有企业，原有业务传统的资产回报率不高，我们认为改革对行业发展的推动是行业性的。我们认为航运、港口行业的估值有望在国企改革的框架下得到进一步的提高。

### （十）钢铁有色

强烈建议关注钢铁有色国企改革带来的机会，支撑逻辑为盘活资产带来的资产重估，及未来效率增加引起盈利增加的预期。

从选股标准来看，我们认为如下标准：（1）此次国企改革最大推动力为自上而下，即被点名的企业为优先选择；（2）各业务和子公司毛利率相对较好的，易出招商引资；（3）从盘资产角度，包括拥有较优质的如土地、技术、专利等方面的无形资产。（4）资产证券化比例的提，即集团资产注入带来的投资机会。

我们总体上看好新兴铸管（集团被指定、铸管业务下半年毛利率 20% 以上）、杭钢股份（转型动力足，杭州土地使用权）、马钢股份（安徽国企改革起步相对早，火车轮相关业务近 20%



的毛利率)、首钢股份(转型动力足,北京土地使用权)及拥有稀土资源、钒钛资源的包钢股份、攀钢钒钛。甚至我们从底部推荐上涨 200% 以上的抚顺特钢,考虑到其高温合金 50% 左右的毛利率,根据上面的逻辑,也亦可成为钢铁国企改革的标的之一。

有色方面有中色股份(集团资产注入预期,一路一带有色金属行业最受益标的);铜陵有色(集团资产雄厚,国企改革先行省份,铜冶炼业务触底回升);中钨高新(五矿对其定位为集团的钨产业整合者,关注资产注入);中国铝业(治理结构改善带来的效率提升、成本和费用下降,氧化铝行业底部回升。西部矿业(集团公司混合所有制改革,关注公司玉龙铜矿开采进展。

### 中色股份：一路一带隐形冠军，海外资源工程承包龙头

#### “一路一带”助工程承包大跃进

有别于市场,我们认为本次国家力推的“一路一带”大战略,不单只是由中国工程公司通过拉动沿线国家区域整体开发建设,来达到转移国内过剩产能,施加国际战略影响力的目的;还是通过国际工程承包、他国资源开发,来达到获取所开发资源,甚至更进一步获取他国资源产权,多元化我国资源出处,强化我国资源安全的目的。且后者的战略意义更强者前者,更能获得国家政策、资金、人力资源的支持。

中色股份是国内最早从事国际工程承包的企业之一,也是我国有色金属行业中最早“走出去”开展国际矿山工程建设、海外资源开发的排头兵。通过 20 多年的发展,公司积累了丰富的海外项目开发经验以及良好的国外政府人脉关系,在国际市场形成了“NFC”的知名工程承包品牌。在“一路一带”的战略背景下,公司已成为我国国际矿山工程建设、海外资源开发最受益标的。截止目前,中色股份已获 9 个外海工程承包项目(哈萨克斯坦 4 个,吉尔吉斯斯坦 2 个,伊朗 3 个),其中就包括公司 12 月份在两国见证下,与哈萨克铜业公司签署的总金额 5.3 亿美元的哈萨克斯坦阿克托盖地区 2500 万吨/年铜选厂工程承包项目。

在国家“一路一带”战略强有力的支持下,公司 2014 年上半年国际工程承包业务收入 87,154.41 万元,比上年同期上升 50.92%;实现毛利 15,786.95 万元,比上年同期上升 199.20%。一路一带之矿业建设,不仅符合我国产能输出的战略,更重要的是这是保障我国资源安全的需求,同时也是一路一带输入国的经济发展的最好路径之一。在我国和输入国高层的推动下,我们推测公司的工程承包业务步入快车道。

表 27: 工程承包受益于一路一带(百万元, %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H
<b>承包工程收入和毛利</b>							
收入	1,270	1,144	677	551	397	1,239	872
同比		-10%	-41%	-19%	-28%	212%	51%
毛利	197	50	29	27	24	134	158
同比		-75%	-41%	-8%	-12%	459%	207%
<b>国外收入和毛利大幅提升</b>							
收入	1,274	1,153	755	727	531	1,026	657
同比		-10%	-34%	-4%	-27%	93%	10%
毛利		54	59	145	62	106	144

同比 9% 146% -57% 72% 88%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

### 国企改革或将启动

大股东中国有色集团控中色股份 33.75% 的股权, 是国务院国资委全资国企。截止 2013 年底, 中色集团境内外共保有重有色金属资源量约 2,021 万吨, 其中铜 1,157 万吨、钴 25 万吨、镍 68 万吨、铅 172 万吨、锌 545 万吨、钨 37 万吨、锡 5 万吨、钼 12 万吨; 贵金属共 8,221 吨, 其中金 469 吨, 银 7,751 吨; 氧化铝约 4,800 万吨; 铁矿石约 3,500 万吨; 萤石矿 84,000 吨。集团公司是我国拥有海外有色金属资源最多的企业之一, 其中绝大部分矿山在集团公司手中。

公司作为公司主要的上市公司之一(另一为东方钽业), 是公司矿业板块的唯一上市公司, 或将受益于公司未来的改革。在国企改革的浪潮下, 集团未来有可能进行资产注入。

表 28: 集团的部分重要资产列表

集团控股公司	公司概况	资产状况
中国十五冶金建设有限公司	是中国有色集团的全资子公司, 具有冶炼工程总承包特级资质, 同时还具有对外经济合作经营资格、进出口企业资格和对外援助成套项目施工任务 A 级实施企业资格, 可从事境外承包工程、输出劳务和相关进出口业务。	至 2012 年末, 中国十五冶金建设有限公司资产总额 76.68 亿元, 负债总额 64.93 亿元, 资产负债率 84.68%; 2012 年实现营业收入 105.06 亿元, 利润总额 1.20 亿元, 净利润 0.82 亿元。
中色非洲矿业有限责任公司	中国有色集团持有 85% 的股权, 公司资产总额 27.12 亿元, 负债总额 14.59 亿元, 资产负债率 53.80%; 2012 年实现营业收入 13.40 亿元, 利润总额 1.56 亿元, 净利润 1.25 亿元。	至 2012 年末, 中色卢安夏截至 2012 年末, 中色非洲矿业有限责任公司资产总额 27.12 亿元, 负债总额 14.59 亿元, 资产负债率 53.80%; 2012 年实现营业收入 13.40 亿元, 利润总额 1.56 亿元, 净利润 1.25 亿元。
中色卢安夏铜业有限公司	公司持有该公司 80% 股权。中色卢安夏铜业有限公司拥有巴鲁巴和穆利亚希两个铜矿, 分别为复产和续建项目。巴鲁巴矿保有的硫化矿资源量为矿石量 2,223 万吨, 铜品位 2.16%, 钴品位 0.15%, 加上可回收残矿资源量 166 万吨以及保安矿柱 154 万吨, 巴鲁巴矿资源总量 2,543 万吨, 平均铜品位 2.23%, 钴品位 0.16%。穆利亚希项目包括穆利亚希北和巴鲁巴南翼两个矿段, 地质总储量(矿石) 10,305 万吨, 平均铜品位 1.19%。	有限公司资产总额 40.90 亿元, 负债总额 33.61 亿元, 资产负债率 82.18%; 2012 年实现营业收入 11.58 亿元, 利润总额 0.69 亿元, 净利润 0.42 亿元。
中国有色桂林矿产地质研究院有限公司	下设矿产地质研究所、资源环境研究所、资源综合利用所、有色金属矿产地质测试中心和“国家特种矿物材料工程技术研究中心”等研究开发机构, 拥有地质勘查、矿权经营与矿业开发、超硬材料研发及制品、资源环境工程公司、矿产品贸易等 10 余家全资子公司。	总资产 7.2 亿元, 净资产 4.84 亿元; 现有从业人员 737 人。其中: 工程师 102 人, 高级工程师 53 人, 教授级高级工程师 34 人; 国家级“中青年有突出贡献专家” 1 人, 享受国务院政府特殊津贴 5 人, “百千万人才工程” 国家级人选 1 人。

资料来源: 集团公司公告, 公司网站, 中国银河证券研究部

### 铅锌业务底部反转

锌从 2011 年即开启了去库存的模式, 最近两年伴随锌价格下跌, 去库存有加速迹象, 2013

年至今 LME 库存从 122 万吨下滑目前为 68 万吨，下降近 44%；上期所由 31 万吨下滑至 9 万吨，下滑幅度为 71%。实体企业原料库存也处于历史低点。

根据 CRU 的统计，结合需求情况，由于锌冶炼和矿山产能瓶颈，锌将在 2015 年由过剩转向短缺。2015 年、16 年和 17 年全球精锌市场短缺分别为 2.5 万吨、27.5 万吨和 55 万吨。我们认为未来几年锌价将重回上行通道，公司铅锌业务将受益于锌价的上行。2014 年初至今，国内锌价格上涨 8%，均价较 2013 年上涨 6.6%。

公司年产铅锌精矿 8-9 万金属吨，电锌 21 万吨。公司目前控制的锌金属权益储量达到 116 万吨，铅 14 万吨。考虑到公司未来很有可能购买俄罗斯奥杰罗公司的 50% 的股权，锌权益金属量有望再次增厚 410 万吨。公司在赤峰有 15 个探矿权，在国外有多个协议勘查项目，未来有望大幅增储和增产。

### 中钨高新：承诺的价值--钨资源注入预期强烈

#### 钨矿资源注入预期

(1) 公司原有硬质合金业务，属于强周期板块，在中国经济增速放缓的背景下，很难有出色的表现。公司产品属于硬质合金领域的中低端产品，和国内的数百家硬质合金企业相比具有同质化竞争激烈，和民企相比缺乏足够竞争力，且公司内部面临人才流失的困境。收购株硬和自硬之后，公司内部整合有好转迹象，但若要想收到显著成效仍需长时间的磨合。2014 上半年公司亏损 2 亿元，2014 年年报亏损已成定局；中钨高新若要改变靠天（周期性）吃饭的局面，注入钨矿资源不失为最优的选择之一。

(2) 按照业务板块进行管理也是钨矿集团的整体管理思路，钨矿的组织机构按照业务板块划分为有色金属业务中心、黑色矿业业务中心、黑色流通业务中心和金融业务中心等共 7 个业务中心。有色金属中心下面控制有五矿稀土（稀土整合平台）、金瑞科技（锰业务平台）、株冶集团（铅锌冶炼）和中钨高新四家 A 股上市公司和五矿资源（铅锌开采）和湖南有色两家 H 股上市公司。各家上市公司均对应一个细分业务板块，湖南有色（H 股）持有中钨高新 61% 的股权，和中钨高新在业务上也交叉重合。两家公司最终只有一家可以成为钨资源的整合平台，根据五矿集团的承诺，我们倾向认为中钨高新很有可能会成为五矿集团的钨产业链整合平台。

(3) 五矿集团拥有江钨、香炉山及湖南有色下属湖南柿竹园有色金属有限责任公司等矿山，合计钨资源量 288 万吨，其中可采储量 76 万吨，年产钨精矿近两万吨。其整合前景值得期待。

#### 高端刀具-山特维克合作

公司全资子公司株洲硬质合金集团有限公司今年 6 月份和山特维克公司签署了《项目合作意向书》，通过设立合资公司，在切削刀具领域开展合作。通过此次合作，中钨高新开始涉足高端刀具市场。

我国的高端刀具市场规模超过 20 亿元，主要被国外三家巨头垄断：肯纳、伊斯卡和山特维克。与传统产品相比，高端刀具具有非常高的产品附加值。与山特维克合作有望为公司带来技术的又一次提升（上一次提升也是基于和山特维克的），打开我国高端刀具的销售市场，为公司产品升级和公司高端化战略重要一步。

### 军工产品未来存在提升空间

子公司株洲硬质合金厂原名为 601 工厂，具有军工二级保密资质，生产穿甲弹、火箭用硬质合金等军工产品，军品销售在约占公司收入的 10% 左右。我们认为在我国军备升级，加大军工的投足背景下，公司军品收入增长有望提速。

## (十一) 纺织服装

纺织服装行业作为当前完全市场化的行业，行业内主流公司基本全部为民营企业，国有企业相对较少、共有 10 家，且即使是国有企业、上市时间也普遍相对较早。由于处于竞争性的行业中，且作为轻资产性行业、资金需求相对有限，管理上的优势对纺服类公司更为重要，因此，纺服行业中的国有企业在行业内竞争力普遍较为一般，其主要看点在于其持有的土地价值（由于发展历史较长、大量的工厂通常都处在当地核心区域）、集团/当地政府持有的其他业务的潜在注入可能、对高管有效激励带来的效率上的发挥等。

表 29: 纺服板块中的 9 家国有企业

	上市	持股	总市值	净资产	收入	2013 净利		
	所在地	时间	比例	(亿)	(百万)	(百万)		
华纺股份	山东	2001	滨州市国有资产监督管理委员会	20.75%	26.67	421.18	2221.81	15.65
际华国际	北京	2010	国务院国有资产监督管理委员会	67.00%	234.12	11152.38	26717.97	945.88
华茂股份	安徽	1998	安徽省安庆市经济和信息化委员会	22.42%	75.1	3202.57	2058.3	175.62
申达股份	上海	1993	上海市国有资产监督管理委员会	23.72%	59	2319.84	6951.13	207.78
*ST 三毛	上海	1993	重庆市国有资产监督管理委员会	25.95%	16.08	332.87	1657.21	-47.12
龙头股份	上海	1993	上海市国有资产监督管理委员会	22.96%	47.77	1569.1	4189.14	52.29
ST 派神	甘肃	1997	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	14.12%	17.15	274.69	229.16	-33.25
新野纺织	河南	2006	新野县财政局	33.00%	25.22	1870.35	3260	80.12
天山纺织	新疆	1998	新疆国有资产监督管理委员会	58.98%	38.57	1410.03	569.18	76.94

资料来源：中国银河证券研究部

基于公司当前经营情况和资产的潜在价值，我们筛选出了行业内的 4 家重点公司作出简要分析：际华集团、龙头股份、申达股份、华纺股份。

### 际华集团

际华集团控股股东为新兴际华集团、实际控制人为国资委，是总后勤部直接管理领导的军需企业，是个全产业链覆盖，多元化的产业集团。公司是中国最大的军需品供应商，在国内军需品市场占据 70% 的份额。公司下属子公司总计 52 户，其中二级子公司 37 户，三级 15 户。覆盖行业较多，剔除贸易及其他外，分为基础制造业（职业服、纺织印染、皮革皮鞋、职业鞋靴）、特种制造业（防护装具）、战略性新兴产业及资源（现代服务业）三部分。

公司 2010 年 8 月上市，2013 年收入 267 亿、同比增 0.87%；利润总额 12.5 亿、同比增 18%；归属于母公司所有者净利润 9.5 亿、同比增 13.35%。2014 年前 9 个月实现营业收入 179.21 亿元，同比下降 23.77%，利润总额实现 8.5 亿元，同比增长 12.98%，归属于上市公司股东的净利润达到 6.88 亿元，同比增长 13.74%。

公司高管 13 年 12 月份增持 34.6 万股原因在于公司内部鼓励大家用绩效工资 30% 来买股票（基本工资和绩效比例是三比七），增持价格和当前股价基本相当。是否会进行高管股权激励，关键看国资委的政策（公司的三项制度改革非常彻底）。

公司原有的业务大体稳定，1500 亩可转商用土地保障为未来两位数利润增长提供保障。可能带来超预期的地方在两块，一是防护装具部分（含医药、铬铁合金、南京滤料），二是向现代服务业转型（和意大利博杰特 CMR、JA 公司合作的“1+X”模式的 OUTLETS 项目），积极推进长春（估计 2016 年初投入运营）、重庆（估计 2015 年 10 月投入运营）计划目的地项目；公司先后组建了长春际华置业公司和岳阳际华置业公司，主要任务是对相关企业在完成制造业“出城入园”工作后，对原有老厂区土地进行综合开发利用。

### 龙头股份

龙头股份由上海市国资委控股。1998 年，上海纺织集团将旗下 4 家全资子公司，包括上海三枪、上海菊花纺织、上海明光国际（后更名上海龙头家纺）、上海海螺服饰以资产置换的方式注入本公司，公司主营业务为高档内衣、针棉纺织品、家用纺织品、衬衫、西服，旗下拥有三枪、海螺、民光、414、凤凰等多个老字号品牌。

公司近年来经营情况整体稳定，毛利率稳中有升，带动销售净利率稳健增长。公司资产负债情况变化不大。2013 年开始公司经营业绩整体向好，实现净利润 5229 万，同比增 14.22%。2014 前三季度营业总收入较上年同期下降 5.23，但净利润已达 50.28%，同比增长 35.12%。

旗下子公司三枪集团是公司收入和利润的主要贡献者，2013 年实现净利润 5196 万，同比增长 6.08%。三枪是公司的老字号自主品牌，市场综合占有率 7.55%（中华全国商业信息中心 2012 年数据），三枪在全国设有 25 家分公司，拥有自营专卖店 915 家，自营专柜 672 家，加盟店（专柜）448 家。三枪是迪士尼品牌的中国区总代理，已获得迪士尼品牌内衣授权，以及美国迪士尼总部线上业务授权。

子公司海螺服饰和龙头家纺在 2013 年均处于调整期，净利润下滑较为明显。联营企业上海交大科技园拥有“创投”概念，正在孵化的高科技企业有 28 家，其中包括巨灵信息、克顿科技等公司。资料显示，交大科技园为上海国际企业孵化器的六个基地之一，2013 年实现净利润 2150.79 万元。

资产方面，公司在上海市区有多处土地，合计面积二十余万平，房屋租赁业务目前已成为公司主营业务之一。其中，子公司上海三枪名下的建国西路 283 号，2013 年的租赁业务为公司贡献净利润就为 1326 万。

### 申达股份

申达股份的实际控制人为上海市国资委，持股比例 31.07%。上海市国资委持有上海纺织集团 76.33% 股份，上海纺织集团 100% 控股母公司上海申达集团，申达集团又持有上市公司 31.07% 股份。公司 1992 年改制，1993 年 1 月上交所上市。2006 年 1 月完成股改，2009 年 1 月 19 日已全流通。

公司的主营业务包括以纺织品为主的外贸业务、汽车内饰业务、纺织新材料业务、房产物业务等。主要产品有：以地毯为主的汽车配套装饰用品，以膜结构为代表的产业用布，以服

装为主的纺织品出口；提供劳务主要内容为出口代理。其中，贸易业务和汽车配套饰品为公司的主要利润驱动因素，汽车内饰业务盈利能力不断提升，2013 年实现收入 9.33 亿，占总收入的 13.45%，营业利润 1.19 亿，占公司总额的 22.04%，营业利润率明显高于其他业务。2013 年公司获得了宝马新产品配套项目，与奔驰、奥迪项目的拓展顺利。旗下子公司上海汽车地毯总厂已与上海大众、上海通用、东风汽车、广州丰田、天津丰田、华晨宝马系列轿车配套，并与上汽、一汽等企业集团形成稳定的供货关系，成为全国规模最大的汽车地毯供应商，市场占有率全国第一。

公司的房产物业业务已成为公司主业之一，公司目前还有剩余房产资源以待开发，该板块将成为公司稳定的现金和收益来源。公司最新参股开发的长寿路街道 26 坊 5/1 丘地块，注册资金 2.8 亿，本公司投入 9800 万，占 35%。该项目为中高档住宅小区及公建设施，目前住宅部分销售结束，公建部分具备交付使用。其中北楼仍在销售，商用房招商工作正在进行。

### 华纺股份

公司于 1999 年由华诚投资、滨印集团等发起设立，2001 年上市，2011 年大股东华诚投资破产以后，滨印集团成为第一大股东，公司股权结构逐步理顺，随后完成天鸿热电的收购与合并、完成了对四川华纺银华的转让。公司现有高管全部来自内部、对公司认同度极高，2013 年 12 月 16 日起两个月内，高管和中层骨干集体增持不低于 176.7 万股，购买后的锁定期至少半年以上，总体上与中小股东利益一致。

2013 年印染收入近 17.46 亿，同比增长 9.27%，毛利率 8.34%，2012 年家纺收入 3.1 亿（收入占比 14.69%，由于上海和美国公司设立导致年开发投入大、毛利率基本为 0），其中，家纺成品总收入 1.2 亿，自有品牌“蓝铂”（Linpure）销售额约 1500 多万。公司的优势主要集中在印染后整理，新型纤维开发应用、节能环保等方面。

华纺股份以印染为主业，2012 年印染收入近 17.46 亿，同比增长 9.27%，毛利率 14.69%，占总收入 78.61%。印染，又称之为染整，是染色、印花、后整理、水洗等加工方式的总称。目前公司的产业链较短，只是从白坯布（华纺股份白坯布供应商 200 余家，按照不同的品类，有魏桥、天虹等等）到染色面料（服装）这一个工序，这就决定了公司的毛利率不会太高，保持在 8% 左右。

家纺业务作为公司第二大业务，4.87 亿多的收入规模在 2013 年收入占比达 22%。对于家纺业务，公司寄予较大厚望，有意打造从家纺面料到家纺终端产品全产业链的综合服务，所以从 2011 年起着力运营推广家纺自主品牌，当年开发投入（上海设计中心、美国公司 2012 年开始运作）2600-3000 万，销售规模尚小、是导致家纺业务毛利率为负的主要原因。未来的家纺市场主要寄望于以下几大市场：（1）澳洲市场，期望可以和亚光的毛巾具有协同效应；（2）美国市场，2012 年在美国设立公司，做了几个客户，JCPENNY，梅西百货、山姆会员店等；（3）国内市场，以电商（天猫等平台）为主，2013 年 11 月份 50 多万、上半年每月 20 来万收入，高品质、高性价比、产品不打折，客户重复购买率；（4）欧洲和东南亚也有不错的预期。

## （十二）商贸零售

我国商贸零售行业，由于管理体制、企业国企属性等各种原因，行业集中度很低，行业远未实现整合，流通层级多，流通成本占据 GDP 的 20%。美国流通成本在 GDP 的占比为 10%

左右。美国早在上个世纪八九十年代，完成了由沃尔玛主导的供应链体系的重塑，形成了扁平的流通体系。零售商成为供应链的主导，在全球范围内设计生产、物流仓储、营销，从物流、信息流、资金流三方面使供应链的资源配置效率最大化。

线下的分散和层级冗长，给予了电商重塑中国商业的机会。以京东为首的自营 B2C 依靠互联网摆脱了地域的限制，学习沃尔玛基于物流配送中心保障的扩张模式，极大的提升了效率、重塑中国商业。中国电商一方面依靠科技进步提高入仓效率；另一方面，价格因素和消费者行为迁移带来的规模效应，不断提升出仓效率，消费体验优化带来客户粘性的不断提升，消费体验已超越美国。

传统线下在过去几年受到极大的冲击，商业连锁原来的成长逻辑被打破，规模小竞争能力弱的传统线下收入和利润大幅下滑，原来的成长逻辑被打破，商贸零售行业在过去几年中大多数年份跑输 A 股。

尽管线下零售业态由于经营模式所限导致 ROE 持续下降，但核心地段商业物业的价值不会被削弱。许多服务型的消费必须依托于实体店面，如餐饮、娱乐、美容美发等；品牌商仍需要大量实体店面展示其形象和功。这些业态和品牌未来通过 O2O 模式客户实现覆盖规模和经营效率提高后，对核心地段物业的需求将提升，也将给租金上涨提供空间。

国内许多国有零售企业坐拥核心地段物业，享受旺盛的人流，且普遍存在费用率高于可比民营企业、销售净利率偏低的现象。混合所有制改革有望激发管理层动力，不断提升门店的集客能力和盈利水平，实现费用率的压缩和销售净利率的提升。

**表 30: 国资背景商贸企业一览表**

证券代码	证券简称	大股东名称	大股东持股比例	实际控制人名称
000151.SZ	中成股份	中国成套设备进出口(集团)总公司	47.72	国务院国有资产监督管理委员会
000417.SZ	合肥百货	合肥市建设投资控股(集团)有限公司	22.14	合肥市国有资产监督管理委员会
000419.SZ	通程控股	长沙通程实业(集团)有限公司	45.11	长沙市国有资产监督管理委员会
000501.SZ	鄂武商 A	武汉商联(集团)股份有限公司	24.08	武汉市国有资产监督管理委员会
000715.SZ	中兴商业	沈阳中兴商业集团有限公司	33.86	沈阳市国有资产监督管理委员会
000759.SZ	中百集团	武汉商联(集团)股份有限公司	18.07	武汉市国有资产监督管理委员会
000785.SZ	武汉中商	武汉商联(集团)股份有限公司	41.99	武汉市国有资产监督管理委员会
000987.SZ	广州友谊	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	51.89	广州市国有资产监督管理委员会
002187.SZ	广百股份	广州百货企业集团有限公司	54.18	广州市国有资产监督管理委员会
002344.SZ	海宁皮城	海宁市资产经营公司	37.94	海宁市财政局
002419.SZ	天虹商场	中国航空技术深圳有限公司	43.04	国务院国有资产监督管理委员会
002561.SZ	徐家汇	上海徐家汇商城(集团)有限公司	30.37	徐汇区国资委
600120.SH	浙江东方	浙江省国际贸易集团有限公司	45.16	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
600278.SH	东方创业	东方国际(集团)有限公司	70.16	上海国有资产监督管理委员会
600287.SH	江苏舜天	江苏舜天国际集团有限公司	50.32	江苏省人民政府国有资产监督管理委员会
600415.SH	小商品城	义乌市市场发展集团有限公司	55.82	义乌市国有资产监督管理委员会
600612.SH	老凤祥	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	42.09	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会
600628.SH	新世界	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	25.21	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会
600697.SH	欧亚集团	长春市汽车城商业总公司	22.83	长春市国有资产监督管理委员会

600712.SH	南宁百货	南宁沛宁资产经营有限责任公司	18.23	南宁市人民政府国有资产监督管理委员会
600723.SH	首商股份	北京首都旅游集团有限责任公司	37.79	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
600729.SH	重庆百货	重庆商社(集团)有限公司	49.94	重庆市国有资产监督管理委员会
600739.SH	辽宁成大	辽宁成大集团有限公司	11.88	辽宁省国有资产监督管理委员会
600774.SH	汉商集团	武汉市汉阳区国有资产监督管理委员会	28.05	武汉市汉阳区国有资产监督管理委员会
600778.SH	友好集团	乌鲁木齐国有资产经营有限公司	21.57	乌鲁木齐市国有资产监督管理委员会
600821.SH	津劝业	天津劝业华联集团有限公司	15.10	天津市国有资产监督管理委员会
600822.SH	上海物贸	百联集团有限公司	48.10	上海市国有资产监督管理委员会
600824.SH	益民集团	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	39.04	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会
600826.SH	兰生股份	上海兰生(集团)有限公司	51.42	上海市国有资产监督管理委员会
600827.SH	百联股份	百联集团有限公司	43.50	上海市国有资产监督管理委员会
600838.SH	上海九百	上海九百(集团)有限公司	19.59	上海市静安区国有资产监督管理委员会
600858.SH	银座股份	山东省商业集团有限公司	24.49	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
600859.SH	王府井	北京王府井国际商业发展有限公司	49.27	北京市国有资产监督管理委员会
600861.SH	北京城乡	北京市郊区旅游实业开发公司	33.49	北京市国有资产监督管理委员会
603123.SH	翠微股份	北京翠微集团	32.35	北京市海淀区国有资产监督管理委员会

资料来源：中国银河证券研究部

国企改革标的：百联股份、新世界、重庆百货、首商股份、王府井、广百股份。

### 百联股份

公司为老牌上海地区商业龙头，所拥有物业均位于核心商圈，物业价值极高，具有区域垄断优势。近年来，公司通过创新业态，打造“传统百货+购物中心+奥特莱斯”全业态百货经营，稳步的外延扩张保障了公司业绩稳定。百联股份是百联集团旗下优质商业资产，承担集团转型、改革重担，作为上海市国资商业资产整合平台地位，未来不排除借助国企改革整合更多体内外优质商业资源，进一步推进国企改革。

### 新世界

目前公司经营单体百货新世界城，总面积 7.44 万平米，有效营业面积 4 万多平米。公司持股 49% 的新南东公司建设的 163 项目有 11 万建造面积，位置非常好在南京路，预计 14 年底或 15 年初开业，将新增权益面积 5.5 万（建造面积），权益面积翻番。公司控股股东是黄浦区国资委，其下属的新世界集团和股份公司是同一董事长，是上海市第三大商业集团，旗下众多优质商业资产。历史上黄浦区国资委出过新世界集团和股份公司的整合方案，但是因为情况复杂流产。公司有望受益于上海混合所有制改革和新南东项目的开业经营。

### 重庆百货

公司网点辐射重庆主要城区，成为重庆市内网点规模、经营规模最大的商业企业，在重庆及周边地区已初步形成了规模优势，对当地市场形成了一定的控制力。重庆或将建设内陆首个自贸园区，区域关注度有望进一步提振。公司利用重庆保税港的优惠政策打造一个跨境电商发展路径更加清晰明确。重庆国企改革有望接力，公司有望在本轮改革中成为示范企业。

### 首商股份



公司是北京最大的零售百货公司之一，旗下现有“西单”、“燕莎”、“燕莎奥特莱斯”品牌，以及大型购物中心“新燕莎 Mall”品牌。8月5日，北京公布了《关于全面深化市属国资国企改革的意见》。首商股份大股东首旅集团是北京市混合所有制改革的首批试点集团。上市公司平台整合、激励机制优化、战投引进将是北京市属零售企业改革的三大落地方向，其中公司层面值得期待的动向包括股权激励，首旅集团资源整合、并购扩张等。

### 王府井

王府井是百货业领先企业，门店主要定位时尚精品及中高端百货，在全国范围均有布局。春天百货目前拥有门店 22 家、面积逾 60 万平米，借本次国企改革通过资产注入解决同业竞争概率很大。大股东 2010 年底引入中信产业基金及福海国盛两个战略投资者，在改制方面具备一定历史经验。改革完成后，公司有望取得如激励机制等突破，后续转型创新及并购整合有望推进。

### 广百股份

广百股份控股股东为广百集团，实际控制人为广州市国资委。广百集团前身广州市第一商业局，是广州国资委全资持股的商业集团。除广百外，集团旗下拥有汽贸、储运、地产、拍卖、度假村等资产，集团战略定位于打造现代服务业航母。在国企改革大背景下，集团存在将优秀资产整体上市的可能，充分利用资本平台提升综合实力。11 月广东省省国资委明确国企改革方案，作为广百集团唯一上市平台，广百股份或将受益。

## (十三) 食品饮料

### 1、行业国企分布情况

食品饮料行业中地属广东省的有 5 家，上海、江苏和四川分别各有 3 家，北京和安徽各 2 家。其中以白酒子板块国企数量最多，共 11 家，在 30 家食品饮料行业国企中占比高达 37%。

表 31: 食品饮料行业国有企业一览

代码	名称	省份	城市	公司属性	实际控制人名称	总市值(亿元)
000019	深深宝 A	广东	深圳	地方国有企业	深圳市国资委	23.57
000557	*ST 广夏	宁夏	银川	地方国有企业	宁夏回族自治区人民政府	48.03
000568	泸州老窖	四川	泸州	地方国有企业	泸州市国资委	294.05
000596	古井贡酒	安徽	亳州	地方国有企业	亳州市人民政府	180.29
000729	燕京啤酒	北京	北京	地方国有企业	北京市人民政府	217.67
000858	五粮液	四川	宜宾	地方国有企业	宜宾市国资委	813.10
002304	洋河股份	江苏	宿迁	地方国有企业	宿迁市国资委	821.42
002461	珠江啤酒	广东	广州	地方国有企业	广州市人民政府国资委	102.43
002481	双塔食品	山东	招远	地方国有企业	招远市金岭镇政府	75.04
002507	涪陵榨菜	重庆	重庆	地方国有企业	重庆市涪陵区国资委	58.03
002732	燕塘乳业	广东	广州	中央国有企业	中华人民共和国农业部	37.51
600059	古越龙山	浙江	绍兴	地方国有企业	绍兴市人民政府国资委	73.17
600073	上海梅林	上海	上海	地方国有企业	上海市国资委	92.09

600197	伊力特	新疆	伊犁	地方国有企业	新疆生产建设兵团第四师国资委	53.85
600199	金种子酒	安徽	阜阳	地方国有企业	阜阳市国资委	65.69
600238	海南椰岛	海南	海口	地方国有企业	海口市人民政府	50.15
600305	恒顺醋业	江苏	镇江	地方国有企业	镇江市国资委	52.53
600429	三元股份	北京	北京	地方国有企业	北京市国资委	76.02
600519	贵州茅台	贵州	仁怀	地方国有企业	贵州省国资委	2122.17
600543	莫高股份	甘肃	兰州	地方国有企业	甘肃省人民政府国资委	30.41
600559	老白干酒	河北	衡水	地方国有企业	衡水市国资委	65.94
600573	惠泉啤酒	福建	泉州	地方国有企业	北京市人民政府	23.75
600597	光明乳业	上海	上海	地方国有企业	上海市国资委	209.21
600600	青岛啤酒	山东	青岛	地方国有企业	青岛市国资委	548.77
600616	金枫酒业	上海	上海	地方国有企业	上海国资委	48.58
600702	沱牌舍得	四川	遂宁	地方国有企业	射洪县人民政府	61.83
600809	山西汾酒	山西	汾阳	地方国有企业	山西省国资委	204.17
600866	星湖科技	广东	肇庆	地方国有企业	广东省人民政府	44.60
600872	中炬高新	广东	中山	地方国有企业	中山火炬高技术产业开发区管理委员会	80.46
603369	今世缘	江苏	淮安	地方国有企业	江苏省涟水县人民政府	138.90

资料来源：中国银河证券研究部

## 2、核心投资领域——白酒子板块

投资方向为：一线茅台、五粮液；二线的古井贡酒和山西汾酒；三线的金种子、沱牌舍得，以及已经完成的老白干。具体进展分析：

### 1、以已公告完成的老白干酒改革为例：

主要方式为：通过非公开增发（1）引入两家战略投资者：北航产业投资以及泰宇德鸿；（2）优秀经销商参与认购、（3）董事、监事、高管及员工参与持股。我们认为，老白干的股权激励方式，对未来白酒行业其他国企的改革具有非常强的示范效应。

而国企改革的主要利好在于，对公司特别是高毛利行业内的公司包括净利率在内的盈利能力提升有非常强的促进作用，甚至会直接成为公司业绩的拐点。历史上成功标的包括有洋河股份、古井贡酒、郎酒等都曾在改革之后出现明显的销售业绩改观。

### 2、目前白酒行业各上市公司国企改革进展：

（1）老白干酒：国企改革超预期兑现，通过定增 8.25 亿元推动员工和经销商持股；

（2）贵州茅台：大股东承诺推进股权激励，媒体曾报道茅台集团一整套国企改革方案；

（3）五粮液：公司已公开定调 2015 年开启国企改革元年；

（4）酒鬼酒：中粮整合其实际控制人华孚集团；

（5）沱牌舍得：已公告集团将引入战投；

（6）金种子酒：媒体报道复兴集团有望成为二股东，但公司随后公告重组终止。

### 3、重点推荐个股机会

#### (1) 五粮液

2015 年召开的经销商大会上，集团公司董事长唐桥已公开表示，改革的大方向是集团考虑股份减持（商家持股、薪酬改革、员工持股、战略投资都有考虑），二级子公司股份制改造，集团公司下面的三级子公司方向是混合所有制。换言之，五粮液的国企改革有望在 2015 年有所突破。集团现已成立改革领导小组。对于股份公司层面，或将更多从股权激励的角度来进行改革。我们认为，结合此前老白干的改革方案，五粮液的定调无疑给白酒行业未来的改革树立起了一个标杆。

#### 五粮液投资五要素分析：

驱动因素、关键假设及主要预测：

##### 1、强势的品牌竞争实力

根据最新的草根调研数据，虽然高档白酒消费的市场蛋糕整体在缩小，但茅台、五粮液在这一价格带的产品市场份额却在持续加大至 80% 以上；

2、原有营销体系包括产品策略、渠道策略等调整已经完成，由传统的“坐商”向更为市场化的“行商”转变，未来发展空间巨大；

3、主要预测数据：（1）公司主营收入假设：我们预计 2014/15/16 年公司实现酒类业务收入为 220.33、243.95、273.48 亿元，增速分别为-7.16%、10.72%、12.10%；（2）毛利率假设：我们预计公司 2014~2016 年酒类业务毛利率在 70%-71%。

#### 我们与市场不同的观点：

市场普遍认为公司业绩成长性和弹性不足。

我们认为，五粮液的营销体系转型已具备四大看点：（1）力保价量平衡，调低普五出厂价至 609 元/瓶，并在理顺价格体系的基础上积极构建了以核心商家为主的直分销体系；（2）积极布局“全价区覆盖”产品线，初步确立了以“1+5+N”为主的品牌新格局；（3）继续推进“走出去”战略，以深度区域化为主线，依托五粮液品牌及渠道势能进行渗透式扩张；（4）梳理经销商渠道的同时开始重视新型渠道（如电商）的构建等等。我们此前曾预计，在新的价量平衡点位置，公司面临的最大难题是在动销恢复后如何有效改善各级经销商的合理利润空间。从目前情况来看，虽然调整的最终效果显现仍需时日，但是趋势正在逐步向好。特别在普五出厂价格下调后，各级经销商的经营情况都获得明显改善，且已经有部分优秀的经销商开始实现盈利；

国企改革将成为行情催化剂。2015 年召开的经销商大会上，集团公司董事长唐桥已公开表示，改革的大方向是集团考虑股份减持（商家持股、薪酬改革、员工持股、战略投资都有考虑），二级子公司股份制改造，集团公司下面的三级子公司方向是混合所有制。换言之，五粮液的国企改革有望在 2015 年有所突破。集团现已成立改革领导小组。对于股份公司层面，或将更多从股权激励的角度来进行改革。

#### 估值与投资建议：

给予公司 2014/15 年 EPS 为 1.58/1.81 元，对应 PE 分别为 14、12 倍。维持“推荐”评级。

#### 股价表现的催化剂：

整合收购事件；深港通及国企改革等题材因素超预期；定期报告超预期。

#### 主要风险因素：

产品线布局及主品牌推广未达预期；竞争加剧导致市场份额下降；行业格局突变；食品安全问题等。

### (2) 贵州茅台

作为贵州省的支柱型企业，同时也是白酒行业内贵州省唯一的上市公司国企标的。在五粮液已经公告定调的前提下，我们预计作为绝对龙头的贵州茅台在国企改革上的决心和力度也将有望超市场预期。

实际上，早在今年 3 月 17 日贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划启动暨推介会上，茅台集团总经理刘自力就表示，在新一轮国企改革大潮之际，茅台集团将在各子公司层面引进战略投资者、发展混合所有制经济，大力推进相关产业多元化，积极推动习酒等子公司上市。茅台集团将打造成产融相结合的投资控股集团，争做全省产权制度改革的排头兵。

我们可以发现，这份产权改革方案运用了多种融资手段，包括民企参股子公司、职工持股子公司、子公司上市、增发股票、引入战略投资者等。

在推介会上，贵州省国资委首次公开了茅台集团的产权改革方案。

(1) 股份公司是茅台集团的做强板块，将以上市公司贵州茅台为核心，探索建立股权激励机制或者员工持股，在有利于投资及业务扩张的基础上积极开展股权置换，利用本轮产权改革对外扩张，把握投资移动互联网、清洁能源等新兴产业的机会，投资新领域，到 2016 年底完成股份公司再融资。

(2) 股份公司将进行内部拆分，将现有系列酒整体剥离至新公司，新公司保持相对控股，实现系列酒供、产、销完全独立。2014 年完成新公司拆分工作，2015 年开始引入战略投资者，新公司择机并购其他酒类企业或借壳上市。

(3) 习酒继续推进上市。茅台集团将通过划转、转让等方式，将保健酒业公司、技术开发公司、葡萄酒公司的酒类业务全面转移至习酒公司。根据贵州省国资委的规划，茅台集团将继续保持对习酒公司控股，在引入中粮集团作为战略投资者的基础上，择机引入多种战略投资者。茅台集团支持习酒公司员工持股或关键岗位管理人员、技术核心人员和业务骨干入股参与改制，到 2014 年底前争取习酒公司上市。（未实现）

(4) 茅台集团下属物流公司 will 积极引入中运、中远等国有物流企业，引进顺丰、申通、圆通、中通、韵达等民营物流企业参股物流公司，拓展物流仓储、原料仓储等酒类上下一体化业务，2015 年底初步建成产权多元化，管理及技术现代化的西南地区领先的物流公司。

(5) 2014 年，茅台集团将旗下各贸易公司整合至贵州酒业发展公司，积极引入非公经济进入参股。

(6) 销售公司方面，旗下自营店体系将在 2014 年整合为一个公司，2015 年底前完成合并。茅台酒的销售体系将全面引进阿里巴巴、腾讯、京东等 O2O 渠道战略投资者，提升线上线下多渠道营销。

我们认为，茅台改革的最终效果还是要看起集团公司的放权力度，如何解决国企改革后的控制权分配问题，或将是 2015 年推进国企改革的重中之重。

## (十四) 汽车

### 1、汽车行业以国企为主导，受益国企改革

汽车行业是国有企业主导的行业。在 A 股 100 多家汽车上市公司中有 17 家上市公司实际控制人国务院国资委，21 家上市公司实际控制人为地方国资委或地方政府。前六大汽车集团均为国企，市场份额超过 75%。汽车行业国有企业营业收入占比超过 80%，利润总额占比接近 90%。

国有企业可分为战略垄断领域、公益领域和竞争性领域，汽车行业属于典型的充分竞争领域。目前国内汽车生产集团主要有上汽、东风、一汽、长安、北汽、广汽等，同时还有长城、比亚迪、吉利等民营企业。零部件行业和经销服务行业则更为分散。作为充分竞争领域，汽车行业在国企改革中是优先推进的方向，有望首先受益。

表 32: 国务院国资委实际控制的上市公司

证券代码	证券简称	实际控制人名称	大股东名称	大股东持股比例%
000550.SZ	江铃汽车	国务院国有资产监督管理委员会	江铃控股有限公司	41.03
000625.SZ	长安汽车	国务院国有资产监督管理委员会	中国长安汽车集团股份有限公司	39.11
000800.SZ	一汽轿车	国务院国有资产监督管理委员会	中国第一汽车股份有限公司	53.03
000927.SZ	一汽夏利	国务院国有资产监督管理委员会	中国第一汽车股份有限公司	47.73
002265.SZ	西仪股份	国务院国有资产监督管理委员会	南方工业资产管理有限责任公司	48.39
600099.SH	林海股份	国务院国有资产监督管理委员会	中国福马机械集团有限公司	42.10
600148.SH	长春一东	国务院国有资产监督管理委员会	吉林东光集团有限公司	37.01
600178.SH	*ST 东安	国务院国有资产监督管理委员会	中国长安汽车集团股份有限公司	54.51
600469.SH	风神股份	国务院国有资产监督管理委员会	中国化工橡胶有限公司	42.58
600480.SH	凌云股份	国务院国有资产监督管理委员会	北方凌云工业集团有限公司	34.11
600482.SH	风帆股份	国务院国有资产监督管理委员会	中国船舶重工集团公司	30.52
600523.SH	贵航股份	国务院国有资产监督管理委员会	中国贵州航空工业(集团)有限责任公司	46.28
600698.SH	湖南天雁	国务院国有资产监督管理委员会	中国长安汽车集团股份有限公司	31.43
600742.SH	一汽富维	国务院国有资产监督管理委员会	中国第一汽车集团公司	20.14
600877.SH	中国嘉陵	国务院国有资产监督管理委员会	中国南方工业集团公司	22.34
601965.SH	中国汽研	国务院国有资产监督管理委员会	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	63.69
600006.SH	东风汽车	国务院国有资产监督管理委员会;法国雷诺公司	东风汽车有限公司	60.10

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部

**表 33: 地方性国资委和地方政府实际控制的上市公司**

证券代码	证券简称	实际控制人名称	大股东名称	大股东持股比例%
600104.SH	上汽集团	上海市国有资产监督管理委员会	上海汽车工业(集团)总公司	74.30
600623.SH	双钱股份	上海市国有资产监督管理委员会	上海华谊(集团)公司	65.66
600676.SH	交运股份	上海市国有资产监督管理委员会	上海交运(集团)公司	51.01
600741.SH	华域汽车	上海市国有资产监督管理委员会	上海汽车集团股份有限公司	60.10
600166.SH	福田汽车	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	北京汽车集团有限公司	34.14
000757.SZ	浩物股份	天津市国有资产监督管理委员会	天津市浩物机电汽车贸易有限公司	30.74
000868.SZ	安凯客车	安徽省国有资产监督管理委员会	安徽江淮汽车集团有限公司	20.73
600418.SH	江淮汽车	安徽省国有资产监督管理委员会	安徽江淮汽车集团有限公司	35.43
600704.SH	物产中大	浙江省人民政府	浙江省物产集团有限公司	30.62
000906.SZ	物产中拓	浙江省国有资产监督管理委员会	浙江省物产集团有限公司	46.13
002101.SZ	广东鸿图	广东省人民政府	高要鸿图工业有限公司	16.72
601238.SH	广汽集团	广东省广州市国有资产监督管理委员会	广州汽车工业集团有限公司	57.58
600960.SH	渤海活塞	山东省滨州市国有资产监督管理委员会	滨州市人民政府国有资产监督管理委员会	32.06
000599.SZ	青岛双星	山东省青岛市国有资产监督管理委员会	双星集团有限责任公司	22.71
600213.SH	亚星客车	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	潍柴(扬州)亚星汽车有限公司	51.00
000957.SZ	中通客车	山东省国有资产监督管理委员会	中通汽车工业集团有限责任公司	21.72
600686.SH	金龙汽车	福建省国有资产监督管理委员会	福建省汽车工业集团有限公司	34.22
000589.SZ	黔轮胎A	贵州省贵阳市人民政府国有资产监督管理委员会	贵阳市工业投资(集团)有限公司	25.20
600609.SH	金杯汽车	辽宁省沈阳市国有资产监督管理委员会	沈阳市汽车工业资产经营有限公司	24.38
000030.SZ	富奥股份	吉林省国有资产监督管理委员会	中国第一汽车集团公司	24.31
000581.SZ	威孚高科	江苏省无锡市国有资产监督管理委员会	无锡产业发展集团有限公司	20.00

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部

## 2、汽车行业国企改革路径及进程

### (1) 汽车行业国企改革主要路径: 整体上市、引进战略投资者、股权激励

汽车行业国企改革在体制、股权、内部公司治理方面均有非常大的改善空间。围绕上述几个方向, 汽车行业国企改革将主要从兼并重组(包括整体上市)整体上市、混合所有制、激励机制及其他现代化治理体系等方面展开。

**表 34: 汽车行业国企改革主要代表方式**

国企改革方式	代表公司	方案简介
引进战略投资者, 实施管理层持股	江淮汽车	2013年12月江汽集团引入外部投资者建投投资、合肥实勤股权投资, 进一步优化股权结构。实勤投资成立于2013年8月22日, 目前由江汽集团及其下属公司的主要管理人员和技术骨干安进等160名员工出资设立, 其中包括江淮汽车董事长安进。

现金、股权激励 上汽集团 2012年3月制定激励基金计划。公司董事会根据2012-2015各年度净利润的完成情况，在年度激励基金可提取数的额度内，结合年度激励对象年薪总额，分别确定年度激励基金。年度激励基金根据激励对象绩效评价结果分配后，在该年度之后三年内分三次发放。2013年9月新设长江养老金中长期投资账户，该投资账户针对公司管理层、关键骨干和对公司发展有重大贡献的员工，接受其委托，将缴费资金的80%配置于权益类资产（盖世股票），另20%配置于固定收益类资产。

整体上市 上汽集团、东风汽车、长安汽车、广汽集团 国内四大汽车集团上市之初，要受两方面因素制约：一是要上市的股份公司必须达到证监会规定的硬性会计指标；二是集团优质的合资公司资产若要进入上市公司必须取得外方合作伙伴的同意。由于初始阶段四大集团皆难以取得外方同意，因此四大汽车集团皆采取拆分上市的方式，将能够自主决定的部分优质资产注入到股份公司实现上市，而上汽集团、东风集团和长安集团陆续与外方达成一致意见，将优质合资公司资产注入到上市公司内，都实现了整体上市（东风集团在港股实现整体上市）。

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部

表 35: 汽车行业推出股权激励的主要国企上市公司

代码	名称	最新公告日期	方案进度	激励标的物	激励总数占当时总股本比例 (%)	期权初始行权价格 (股票转让价格)	有效期 (年)	股东大会公告日	首次实施公告日	期权行权特别条件
600482.SH	风帆股份	2014/9/26	实施	股票	0.96	4.94	5	2014/8/21	2014/8/27	2015、2016、2017年度较2013年度净利润的复合增长率不低于18%；（2）2015-2017年度净资产收益率不低于7.5%、8%、8.5%，且不低于同行业对标企业75分位值水平；（3）2015、2016、2017年度主营业务收入占营业收入的比例不低于98.7%。
601238.SH	广汽集团	2014/9/20	实施	期权	1	7.6	10	2014/9/20	2014/9/20	2015、2016、2017年净利润增长较2013年复合增长率不低于13%、13%、14%，净资产收益率不低于8%、8.5%、9%，主营业务占比不低于96%，且三个指标都不低于同行业对标企业的75分位值；2015、2016、2017年度公司现金分红比例不低于25%。
600523.SH	贵航股份	2014/9/16	国资委批准	期权	0.95	12.2	5			各行权期上一年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于7.2%，且不





福汽集团	金龙汽车	公司于2014年3月公布《非公开发行预案》,拟募资13亿元收购金龙联合24%股权、江中车架50%股权等资产,同时2014年8月27日海翼集团及海翼集团全资企业厦门市电子器材公司合计所持本公司91,625,796股股份(占本公司总股本的20.7%)以无偿划转的方式划拨给福汽集团,以福汽集团为代表的福建省国资委将合计持有公司51.7%股权,成为公司实际控制人(原为厦门市国资委,原占21%),对上市公司的控制力大大增强。福汽集团是福建省汽车工业核心企业,拥有整车及零部件等产业布局,承诺未来积极推进内部整合,避免与上市公司之间的同业竞争。按照福汽集团的规划,在入主金龙汽车后将完成以福建奔驰、东南汽车为核心的轿车和高端轻型客车生产基地、以金龙汽车为中心的大、中型客车生产基地和以新龙马汽车为中心的微客、重中轻卡生产基地三大产业集群的产业布局。
------	------	--

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部

经销商集团中,物产中大、浩物股份分别作为浙江省物产集团、天津市物产集团下面的唯一上市公司平台,有望受益于物产集团资产整合的平台。风帆股份作为中船重工电池业务唯一资本运作平台,国企改革的推进有待军工院所改制细则的出台。

**表 37: 浙江物产集团、天津物产集团、中船重工集团的国企改革进展**

集团	上市公司	国企改革进展
浙江物产集团	物产中大、物产中拓	浙江物产集团的核心业务包括汽车业务、金属材料、国际贸易、能源供应、化工产品、现代物流等六大板块,旗下拥有物产中大和物产中拓两大上市平台。2014年11月7日,省国资委同意物产集团开展以物产中大为主体实施相关资产整体上市工作。目前公司及有关各方正在积极推进重大资产重组所涉及的尽职调查、审计、评估等各项工作。由于本次重大资产重组涉及资产范围广,程序复杂,重大资产重组方案的商讨、论证、完善工作尚未完成,尚待取得政府相关部门的批准。
天津物产集团	浩物股份	2014年3月24日,中共天津市委、天津市人民政府发布《关于进一步深化国企改革实施意见》,敲定了2014年至2017年天津国资改革的路线图。其中明确,到2017年底,重点集团至少拥有1家上市公司,经营性国有资产证券化率达到40%;90%的国有资本聚积到重要行业和关键领域,国有资本布局聚积到40个行业左右。《天津市人民政府关于进一步深化国有企业改革的意见》(2013年4月27日)提出分别以天津港集团和物产集团为中心重组整合资源建设国际航运中心和北方物流中心,此次颁布的意见也重点提出了加快国有资本从传统产业向现代制造业、现代物流、金融等集中。2014年12月浩物股份制定高管薪与绩效管理制定,高管薪酬与绩效与市值增长率挂钩。公司司与硅谷天堂于2014年12月11日签署了《战略咨询及并购整合服务协议》,协议有效期限为三年。
中船重工集团	风帆股份	2013年8月,中船重工做出了《关于将风帆股份作为集团公司电池业务唯一资本运作平台的决定》。现将该承诺有关内容明确如下:一、注入风帆股份有限公司的业务及资产范围:武汉船用电子推进装置研究所和淄博火炬能源有限责任公司的电池业务及资产。二、触发条件:国家有关部门出台关于军工事业单位分类改革的具体细则。三、履约期限:上述触发条件满足后1年内,启动武汉船用电子推进装置研究所和淄博火炬能源有限责任公司电池业务及资产注入工作。由于上述事项涉及军工事业单位分类改革及资产注入,需报送国资委、国防科工局等部委审批,方案及时间暂时无法确定。

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部

### 3、汽车行业国企改革投资主线

对于汽车行业国企改革投资标的的选择,我们建议关注三条主线:

1、集团整体上市受益标的: 一汽轿车、一汽夏利、江淮汽车。

2、地方国企改革受益标的: 通过地方国有资产整合、建立完善的股权结构和激励机制从而激发经营活力的国有汽车集团有望优先受益,主要包括物产中大、交运股份、浩物股份、上汽集团、华域汽车、长安集团、广汽集团、金龙汽车等。

3、军工企业改制和资产注入受益标的: 关注风帆股份,时间点主要是关注军工院所改制细则的出台。

**表 38 : 主要上市公司国企改革的影响点评**

上市公司	国企改革对上市公司业绩的影响
江淮汽车	江淮集团的主要资产除持有江淮汽车 4.55 亿股(占比 35.43%)股权外,还包括安凯客车 20.73%股权、合肥车桥 100%股权、徽商银行 352.07 万股股份等。2013 年江淮集团合并报表净利润为 4.15 亿元,考虑集团持有上市公司 35%股权,粗略测算,吸收合并资产盈利约 1 亿元。除江淮股份资产外,江淮集团其他资产的盈利规模偏小,所有制变化对公司经营效率提升和业绩增长影响更大。江淮集团整体上市将带来效率的提升。通过整体上市和资源整合,江淮集团可以在采购、生产、技术研发、市场销售、管理等方面发挥协同作用,最大程度实现资源共享和优势互补,降低管理成本,提升管理效率,增强上市公司盈利能力与抗风险能力。同时,江淮集团零部件业务通过整体上市进入上市公司,在完善产业链的同时,可以减少关联交易。
一汽轿车	一汽集团 2012 年全年实现营业收入 4084.6 亿元,同比增长 10.8%;实现利润 406.0 亿元,同比增长 22.9%。2013 年实现汽车销售 290.8 万辆主营业务收入 4247 亿元。2014 年 1-6 月实现销量整车 15.9 万辆,实现销售收入 2356.7 亿元,实现利润 303.7 亿元,分别同比增长 9.8%、14.4%、20.1%。2013 年一汽轿车净利润仅为 10 亿元,一汽大众和一汽丰田是一汽集团的主要利润来源。一汽集团整体上市对一汽轿车股东价值在于,整体上市提升上市公司的资产规模、收益水平、核心竞争能力以及抵抗市场风险的能力,使公司更具备投资价值。
物产中大	2013 年浙江物产集团营业收入 2116 亿元,利税 34 亿元,进出口总额 48.72 亿美元,实物量销售钢材、铁矿石、汽车、煤炭等均为全国同行前茅。2014 年上半年集团实现营业收入 984.12 亿元,同比下降 2.18%,利润总额 10.5 亿元,同比增长 4.5%。2014 年上半年物产中大的收入、净利润分别为 178 亿元、2.48 亿元。物产集团实现相关资产整体上市后将极大提升物产中大的盈利规模。
风帆股份	淄博火炬: 主要是军工用的电池。公司主要从事牵引用、固定用和起动用铅酸蓄电池产品的开发设计与生产。同时还从事蓄电池设备、工装模具、蓄电池用充电器、隔板、塑料槽及零件等产品的开发设计与生产。2013 年淄博火炬实现营业收入 14 亿元,在中国百强电池企业中排名第 23 位。按照 10%净利率估算,净利润大概 1.4 亿元,而 2013 年风帆股份净利润 2.15 亿元,因此资产注入对风帆股份影响贡献较大。712 研究所: 我国唯一的舰船电力推进装置专业研究所,主要产品为常规和核动力潜艇电力推进系统和动力电池系统等,是军方的独家供应商。712 研究所是电源研究所,产业化需要一定的过程。
交运股份	国资改革方案已提交市国资委,交运股份改革步伐有望加快。目前,公司大股东交运集团尚有部分物流资产未注入,同时,在上海国资合并同类项的整合思路下,二股东久事集团旗下同类资产更有想象空间。公司运输业务明年将受益迪斯尼乐园,公司有望开行长三角迪斯尼直通车和上海机场、火车站至迪斯尼乐园运输业务,受益明显。2014 年 10 月 29 日公司董事会审批通过拟向控股股东交运集团让持有的上海临港公司 35%的股权,通过本次股权转让让本公司将缓解临港公司一期扩建项目带来的资金压力,改善财务结构,有利于公司主业的长远发展。

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部

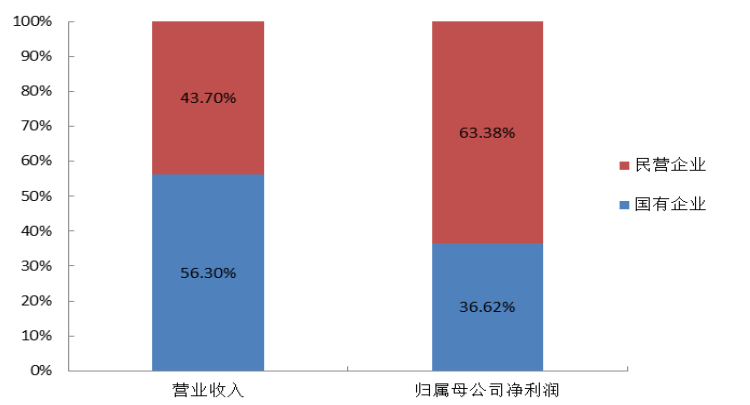
## (十五) 医药生物

### 1、医药行业国企情况分析

从本次国企改革的分类划分来看，医药行业属于市场化程度高、竞争性强的领域，国资可以放弃控股、甚至全退，交给民营社会资本运作。

现有医药上市国有企业 53 家（含华润万东），涉及医药行业全部子行业。2013 年营业收入和归属母公司净利润分别为 3,349 亿元和 159 亿元，占比医疗行业上市公司营收合计和归属母公司净利润合计的 56.3% 和 36.62%。可预见未来五年各地区的国有医药企业的巨大改革空间。

图 51: 2013 医药上市公司中民营和国有企业营业收入和净利润占比



资料来源：中国银行证券研究所

我们按照央企（主要包括国药系、华润系等），地方国有企业（上药、太极、华鲁、南药等），以及高校企业（北大、清华、交大、中山）将行业公司进行了梳理，请见下表。

表 39: 医药行业国有企业一览

代码	名称	公司属性	公司主营业务	2013 年 营业收入 (亿元)	增速	2013 年 归属母 公司股 东净利 润 (亿元)	增速
000028.SZ	国药一致	中央国有 企业	原料与制剂的研发、生产和药品分销已经医药物流	211.99	17.70%	5.20	9.39%
000411.SZ	英特集团	中央国有 企业	药品、中药和生物器械的生产加工、分销、物流、电子商务和终端零售	123.69	16.80%	0.74	9.47%
000423.SZ	东阿阿胶	中央国有 企业	以阿胶类产品为主，覆盖中成药、保健品、生物药、药用辅料、医疗器械等 6 大产业门类的生产销售	40.16	31.42%	12.03	15.64%
000538.SZ	云南白药	地方国有 企业	化学原料药、化学药制剂、中成药、中药材、生物制品等，以云南白药系列、三七系列和云南民族特色药品系列为主	158.15	14.47%	23.21	46.66%

000590.SZ	紫光古汉	高校控股	中药传统秘方、验方、西药制剂和生物制品,拥有古汉养生精(口服液、片剂)、优力康、心脑血管泰口服液等多个品牌	2.56	-29.56%	-1.64	#####
000591.SZ	桐君阁	地方国有企业	主营医药商业流通,拥有覆盖全国的、的零售、批发、调拨、中药材经营等专业化分工与协作的流通网络	46.35	-1.55%	0.33	8.95%
000597.SZ	东北制药	地方国有企业	化学原料药为主,兼有生物发酵、中西药制剂和微生态制剂的综合性制药企业	38.71	0.15%	-1.67	#####
000661.SZ	长春高新	地方国有企业	主营产品包括基因制品、神经系统用制剂、疫苗、原料药、植物类中药制剂、同时涉足住宅楼盘	20.49	16.32%	2.84	-5.30%
000705.SZ	浙江震元	地方国有企业	生产经营中药材、中药饮片、中成药、化学原料药及制剂、抗生素制剂、医药生物制品、健字号营养滋补药品及营养食品等	20.18	11.36%	0.64	35.17%
000756.SZ	新华制药	地方国有企业	化学合成原料药、医药制剂、化工原料、医药中间体、化工防腐设备、制药机械等六大类产品的研发、制造及销售	31.70	6.67%	0.37	55.28%
000788.SZ	北大医药	高校控股	生物与化学合成药物的研制、生产和出口,全球最大的洛伐他汀生产基地和磺胺类药物生产商	23.16	18.92%	0.78	2.43%
000915.SZ	山大华特	高校控股	环保和医药产业为主营业务,其中医药产业以儿童保健药品和心血管病、糖尿病、消化系统疾病治疗药及抗肿瘤药等药品	10.95	31.93%	1.53	26.06%
000919.SZ	金陵药业	地方国有企业	以中成药为主,主要产品和品种有:脉络宁系列产品、塞莱乐、双香排石颗粒、慢咽宁、明胶海绵等	26.06	13.05%	1.56	8.59%
000952.SZ	广济药业	地方国有企业	生产、销售医药原料药及制剂、兽药原料药、饲料添加剂和精细化工产品,是中国最大的核黄素生产企业	4.87	23.58%	0.02	102.53%
000990.SZ	诚志股份	高校控股	清华大学在生命科学、生物技术、医疗健康、液晶化工等领域成果转化的企业基地	40.00	18.23%	0.52	90.52%
000999.SZ	华润三九	中央国有企业	中成药、化学原料药与制剂、生物制品的研发、生产、销售及相关的健康服务,以“999”品牌产品为主	78.02	12.36%	11.81	15.67%
002030.SZ	达安基因	高校控股	以分子诊断技术为主导,涉足临床检验试剂和仪器的研发、生产、销售以及医学独立实验室临床检验服务	8.54	46.62%	1.33	47.81%
002038.SZ	双鹭药业	地方国有企业	以肿瘤、老年病、肝病为主导的产品线的基因工程和生化药物研究开发、生产和经营	11.62	15.37%	5.77	20.04%
002332.SZ	仙琚制药	地方国有企业	甾体原料药和制剂的研制、生产与销售,主要产品有皮质激素类药物、性激素类药物和麻醉与肌松类药物三大类	23.15	16.21%	0.61	-49.74%
002349.SZ	精华制药	地方国有企业	中成药、原料药及医药中间体和西药制剂的研发、生产和销售	7.33	10.10%	0.36	-27.68%
002393.SZ	力生制药	地方国有企业	化学药片剂、硬胶囊剂、滴丸剂、冻干粉针剂、水针剂、原料药等产品的生产销售	10.44	-6.51%	2.98	0.32%
002462.SZ	嘉事堂	中央国有企业	专注于以北京地区医药批发、零售为主营业务模式的医药商业经营	35.44	38.77%	1.30	99.62%
002644.SZ	佛慈制药	地方国有企业	定眩丸、参茸固本还少丸等中成药研发、制造和销售	2.92	9.45%	0.31	0.79%
300003.SZ	乐普医疗	中央国有企业	冠脉支架、PTCA球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发、生产和销售	13.03	28.28%	3.62	-10.32%

600055.SH	华润万东	中央国有企业	医用 X 射线诊断设备、磁共振成像设备、齿科诊断和治疗设备、血液健康产品的开发、生产与销售	7.65	5.09%	0.44	27.14%
600056.SH	中国医药	中央国有企业	以医药流通为主，经营领域涉及天然药物、医药化工、医疗器械、综合贸易四大领域	148.30	9.44%	4.85	16.52%
600062.SH	华润双鹤	中央国有企业	涵盖新药开发、药物制造、医药经营及制药装备，产品覆盖心血管、大输液、抗生素、胃药、保健品等	68.35	-2.21%	8.71	41.71%
600085.SH	同仁堂	地方国有企业	中药行业著名的老字号，主要生产剂型有蜜丸、水蜜丸、水丸、硬胶囊、口服液、酒剂、颗粒剂、散剂等	87.15	15.94%	6.56	15.08%
600129.SH	太极集团	地方国有企业	中成药、西药、保健用品、医疗包装制品、医疗器械生产、销售，及原材料、中药材、药用包装的进出口业务	66.03	0.01%	0.13	105.70%
600161.SH	天坛生物	中央国有企业	疫苗、血液制剂、诊断用品等生物制品的研发、生产和销售，主营产品占有国内 50% 以上的市场份额	18.37	22.24%	3.72	22.01%
600222.SH	太龙药业	地方国有企业	口服液、片剂、胶囊、输液、原料的生产销售，产品以双黄连系列产品、双金连合剂、清热解毒口服液等为主	13.05	19.79%	0.36	78.52%
600267.SH	海正药业	地方国有企业	原料药、抗生素、抗肿瘤药物的生产，涉及抗肿瘤、心血管系统、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、抗抑郁等	86.04	48.31%	3.02	0.19%
600329.SH	中新药业	地方国有企业	中成药、中药材、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品研发制造及医药流通商业	60.10	17.16%	3.52	-20.28%
600332.SH	白云山	地方国有企业	中成药、抗生素、饮品的生产和销售，已经医药商业流通	176.08	45.97%	9.80	34.43%
600420.SH	现代制药	中央国有企业	原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品，主导产品包括阿奇霉素、硫辛酸、头孢氨苄缓释胶囊、硝苯地平控释片等	23.50	6.73%	1.33	3.85%
600436.SH	片仔癀	地方国有企业	片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等中成药产品几十个为主	13.96	19.19%	4.30	23.31%
600479.SH	千金药业	地方国有企业	女性健康系列产品，有片剂、颗粒剂、硬胶囊剂等八个剂型	19.73	24.59%	1.24	3.00%
600488.SH	天药股份	地方国有企业	皮质激素类原料药、心脑血管原料药，镇痛原料药及制剂药物共 40 多个品种的生产及销售	14.81	-16.41%	0.52	-52.35%
600511.SH	国药股份	中央国有企业	医药商业和物流为主，同时生产和销售麻特药品和高端处方药	100.81	17.34%	4.12	22.54%
600513.SH	联环药业	地方国有企业	制造和销售化学原料药、化学药制剂及有机中间体，产品涵盖泌尿系统药、抗组胺药和心血管药等三大系列	6.23	8.99%	0.38	12.76%
600529.SH	山东药玻	地方国有企业	制药、食品、化妆工业提供百亿支各种规格的包装用玻璃瓶等包材	15.45	5.21%	1.22	2.09%
600530.SH	交大昂立	中央国有企业	现代生物和医药制品研制生产，涉及微生态制剂和中草药制剂，天然植物提取	3.67	-2.21%	0.83	-0.21%
600587.SH	新华医疗	地方国有企业	制药装备、医疗器械和医疗服务三大领域，主要产品有消毒灭菌设备、放射治疗设备、数字诊断设备等	41.94	38.15%	2.32	41.86%
600664.SH	哈药股份	地方国有企业	抗生素、化学药物制剂、非处方药品及保健品、现代中药、生物工程药品、动物疫苗、医药流通七大产业领域	180.92	2.43%	1.69	-66.24%

600666.SH	西南药业	地方国有企业	西药生产企业和麻醉药品定点生产基地，产品以普药为主，种类繁多，几乎涵盖普通诊所常用药物	13.27	4.42%	0.33	-19.67%
600713.SH	南京医药	地方国有企业	以医药流通业务为主，在南京市场上经营多年，拥有良好的终端和渠道优势	187.38	3.96%	0.39	257.48%
600750.SH	江中药业	地方国有企业	主营产品包括保健食品、抗生素类抗感染制剂、皮肤科用制剂、循环系统用制剂、植物类中药制剂	27.78	-12.97%	1.72	-23.56%
600789.SH	鲁抗医药	地方国有企业	人用抗生素、半合成抗生素、兽用农用抗生素、生物技术药品以及抗生素相关制剂、医药中间体、药用树脂、葡萄糖等产品	22.11	-5.50%	0.11	108.11%
600796.SH	钱江生化	地方国有企业	兽药生产业务，饲料添加剂的生产与销售，	4.82	8.11%	0.31	73.86%
600812.SH	华北制药	地方国有企业	抗生素与半合成抗生素、生物技术药物、农兽药、淀粉糖维生素、制剂共 5 个系列的研制、生产和销售	124.38	11.80%	0.14	-23.27%
600829.SH	三精制药	地方国有企业	集科研、制造、销售、商贸于一体的大型制药公司，拥有葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌、双黄连口服液三个支柱品种	31.77	-21.91%	0.06	-98.22%
600833.SH	第一医药	地方国有企业	医药批发和零售，拥有大型医药零售旗舰店--“上海第一医药商店”，和一批著名的专业药店	13.48	-0.68%	0.34	-5.95%
601607.SH	上海医药	地方国有企业	生产涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域产品，同时是华东地区最大的医药分销与零售企业。	782.23	14.90%	22.43	9.26%

资料来源：中国银河证券研究部

## 2、医药行业国企改革关注两类机会

对照多省市的《进一步深化国有企业改革意见》，属于竞争类企业医药国企（医院服务类除外）必将受益于混合所有制、股权激励和员工持股等政策手段，并以市场为导向，以企业经济效益最大化为主要目标，完成国有企业的市场化改革。在国企改革的背景下，我们建议重点关注两类机会：

### 经营改善潜力大

我们认为，国有企业由于激励考核制度不足、现代管理体系缺乏、运营效率偏低等因素影响，造成盈利能力较差。随着国企改革的推进，质地优秀的国有企业具有更大的改善空间，建议关注同仁堂、太极集团。

**同仁堂：**传统中药龙头企业，拥有极强的品牌以及众多优质产品。受整体外部环境的影响，公司业绩增速有较大下滑，短期来看增速在 15% 左右。从长期来看，公司拥有极强的品牌力，有 800 多个生产批号，但日常销售的仅有 400 多个品种，产品潜力远没有释放出来。随着国企改革进程的推动，公司的潜力将逐步释放。预计 2014-2015 年 EPS 分别为 0.60 元和 0.69 元，维持“谨慎推荐”评级。

**太极集团：**公司作为重庆市国企改革重点企业，旗下拥有桐君阁、西南药业两大上市公司，交叉持股不仅限制股权融资，也是壳资源的极大浪费。公司目前已经成功出让西南药业股权，并购回全部资产、获得 4.1 亿元现金；同时公司及子公司拥有大量土地，包括重庆、成都等优质地段的商业用地，涪陵制药厂拆迁补偿金 15 亿元也将逐步到位。壳资源的处置以及土地出让金极大的缓解公司财务压力，使公司真实盈利能够释放出来。太极作为国内 OTC 优质品牌、

西南药业和桐君阁的医药资产各具特色和区域资源优势，将在内部激励体制改善、未来引入战略投资者等改革措施下逐步发挥原有业务竞争力，带来长期业绩提升。

### 有资产整合预期

对于该类机会，我们认为需要重点筛选集团内尚有大量优质医药资产，具有注入和整体上市预期的标的，建议关注现代制药。

**现代制药：**公司是中国医药集团下属上市公司。目前，国药集团旗下有国药股份、国药一致、天坛生物、现代制药 4 家 A 股上市公司和国药控股、中国中药 2 家 H 股上市公司。其中天坛生物主要从事血液制品和疫苗等生物制品业务，中国中药主要定位于中药业务，国药股份、国药一致收入结构中大部分为医药流通，唯一纯正的化药平台即现代制药。事实上，现代制药近年来已不断吸收合并集团旗下化药企业，如天伟生物、川抗制药、中联药业等，我们预计随着国药系资产整合不断推进，现代制药的资产注入仍将继续。此外，现代制药还背靠上海医工院，未来有望不断的获得医工院研发平台的支持。

## （十六）农林牧渔

农林牧渔行业国企主要分为两类：一类是农垦和兵团控股企业；二类是国家和地方国资委控股企业。农业国有企业占据了较大一部分农业资源，比如农业资源性资产（农垦系统中占据我国大部分耕地、林地）等、大宗商品的储备和经营（如南宁糖业、中粮屯河等占据白糖的储备和经营）。

### 改革方式和途径

#### 集团优良资产注入上市公司

目前农垦系统内企业数目多，但大型农业企业少，且不少垦区内存在大量的同业竞争的情况，推进集团内资源的整合以及集团间企业的并购，培育大型农业企业，有利于提升企业的竞争力。垦区系统内已有上市公司平台的，很可能成为集团的整合平台，将优质资产注入到上市公司。上市公司也将成为当地垦区集团并购其它垦区相关公司的重要平台。比如：亚盛集团属于甘肃农垦旗下上市公司，未来甘肃农垦优良土地资源和农场或将逐步注入上市公司；海南橡胶主营橡胶种植，而海南农垦旗下还有橡胶贸易平台、乳胶等业务。

国资委控制下的上市公司不少是集团子公司，母公司相关资产也存在注入可能。比如农发种业，实际控制人为中农发，旗下相关资产可能注入。

#### 进一步实现政企、社企分离，减轻企业负担

政企、社企分离是企业市场化运作、提高效率的基础。农垦系统因为历史原因，由农垦局等管理机构肩负农垦区企业管理和社区等公共管理两个职能，使企业一方面背负着大量的社会责任，另一方面行政化的管理模式也使企业难以适应市场化的发展需求。接下来，由农垦局管理社区和企业转变为农垦局负责当地社区行政职能，以及监督国有资产运营，而企业按照市场化运营资产的进程将进一步加快。

还有一部分农业企业是挂靠在科研院所下（主要是种子企业），由于激励机制不到位，导

致经营效率极为低下。未来国家或将逐步将科研机构和企业分离，加快行业并购整合。

### 混合所有制引入战略投资者，建立现代企业制度等方式，提高企业经营效率

国企的运营效率偏低，市场化程度不够是国企改革的动力。混合所有制的推行，包括引入非国有资本战略投资者，管理层和员工持股等多种途径，将有助于提升企业效率。非国有资本战略投资者有望给企业带来先进的管理经验，以及产业资源；管理层及员工持股等激励机制有助于解决委托-代理问题，提高管理层及员工积极性，提升企业效率。

建立现代企业制度，包括建立职业经理人制度、完善约束激励机制、健全公司法人治理结构等多方面措施，将国有资产监督与经营分开，使国有企业能够真正的市场化运作。

### 引入激励机制，提升经营效率

对管理层推出股权激励制度，采取市场化的薪酬体系，或实现管理层持股，员工持股等等来激发员工工作积极性。目前有几家国资委旗下上市公司考虑做股权激励，另外中牧股份也开始建立市场苗销售渠道，摆脱一直依赖招标苗获取利润的方式。

### 明晰产权，推进国有农场土地流转，提高规模化水平

一方面，随着人口老龄化以及从事农业人口的减少，以家庭为单位的经济发展面临者必然的变革；另一方面，以职工家庭为单位的生产，无力负担较贵重的农机具和应用较新的农业生产技术，难以发挥规模化的优势，造成生产效率低下等。因此，土地的适度规模化发展有其必然性。本世纪初，国有农场推行的“两田制”克服了土地家庭经营中平分土地、经营规模分散、劳动生产率低等问题，使得国有农场的单位生产效率高于全国平均水平。但因为法律体系以及确权问题，国有农场土地流转市场并不健全，并未完全发挥市场配置资源的功能。

随着确权进度进一步完成，垦区内、不同垦区间土地流转制度有望进一步完善，土地资源将进一步集中。土地流转制度的完善将带来土地价值的重估，另一方面，经营能力强的企业有望通过外延式扩张，进一步集中土地资源，提高土地资源生产效率。

**表 40: 上市公司农业国有企业情况:**

证券代码	证券简称	实际控制人名称	大股东持股比例
600108.SH	亚盛集团	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	15.8300
600962.SH	国投中鲁	国务院国有资产监督管理委员会	44.3700
000930.SZ	中粮生化	国务院国有资产监督管理委员会	20.7400
600313.SH	农发种业	国务院国有资产监督管理委员会	27.2500
600195.SH	中牧股份	国务院国有资产监督管理委员会	53.0500
600737.SH	中粮屯河	国务院国有资产监督管理委员会	55.0000
000798.SZ	中水渔业	国务院国有资产监督管理委员会	25.3600
601118.SH	海南橡胶	海南省农垦集团有限公司	70.0000
000713.SZ	丰乐种业	合肥市国有资产监督管理委员会	34.1100
600975.SH	新五丰	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	37.5400
000702.SZ	正虹科技	湖南省岳阳市屈原管理区	25.6500
002321.SZ	华英农业	潢川县财政局	19.7400
000911.SZ	南宁糖业	南宁市人民政府国有资产监督管理委员会	47.7100



600097.SH	开创国际	上海市国有资产监督管理委员会	43.0200
002100.SZ	天康生物	新疆生产建设兵团国有资产经营公司	33.7500
300106.SZ	西部牧业	新疆生产建设兵团农八师国有资产监督管理委员会	44.3200
600540.SH	新赛股份	新疆生产建设兵团农业第五师国有资产监督管理委员会	43.0100
000972.SZ	新中基	新疆生产建设兵团农业建设第六师	15.4600
600359.SH	新农开发	新疆生产建设兵团农一师国有资产监督管理委员会	49.8000
000663.SZ	永安林业	永安市国有资产监督管理委员会	32.0000
600598.SH	*ST 大荒	中华人民共和国农业部	64.1400

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

我们认为可关注三大类上市公司改革进度: 一是央企中粮系、中农发系改革, 比如中粮屯河、中牧股份等; 二是农垦系改革, 比如亚盛集团、ST 大荒、海南橡胶; 三是新疆建设兵团改革, 比如西部牧业、新中基等。

### (十七) 轻工制造

轻工制造板块中有近 1/4 为国有企业, 共 18 家。由于历史原因其中造纸行业就占了 10 家, 但造纸行业由于进入门槛不高, 竞争态势恶劣, 下游需求低迷, 除部分龙头企业凭借优秀的经营管理能力保持行业领先地位之外, 其他国有造纸企业盈利状况堪忧。板块内其他行业的国有企业倒是存在多个管理能力、效益俱佳的标的, 例如老凤祥、珠江钢琴、飞亚达 A 等。国企改革对于板块内陷入困境的企业, 主要意义在于两点, 第一、实现主业的转型升级, 第二摆脱管理体系掣肘、激发管理层动力, 在经营上实现质的飞跃, 例如通产丽星、晨鸣纸业等。

表 41: 轻工板块中的 17 家国有企业

	所在地	上市时间	控股股东	持股比例	总市值 (百万)	净资产 (百万)	收入 (百万)	2013 净利 (百万)
ST 宜纸	四川	1997	宜宾市国有资产经营有限公司	37.77%	1,201.47	25.80	10.54	7.25
恒丰纸业	黑龙江	2001	牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司	36.75%	2,028.81	1,556.86	1,517.79	73.70
美利纸业	宁夏	1998	中冶纸业集团有限公司	27.03%	2,569.25	42.96	553.19	-237.15
贵糖股份	广西	1998	广西贵糖集团有限公司	25.60%	2,643.89	796.72	1,107.75	-106.13
民丰特纸	浙江	2000	嘉兴民丰集团有限公司	37.69%	2,343.17	1,379.79	1,256.20	17.24
通产丽星	广东	2008	深圳市通产集团有限公司	51.52%	2,970.68	1,468.34	1,135.60	61.07
青山纸业	福建	1997	福建省盐业有限责任公司	9.89%	3,886.34	1,221.30	1,809.21	17.24
福建南纸	福建	1998	福建省投资开发集团有限责任公司	39.66%	3,751.38	295.49	1,408.90	-771.91
乐凯胶片	河北	1998	中国乐凯集团有限公司	35.61%	3,977.46	989.51	934.93	24.14
永新股份	安徽	2004	黄山永佳(集团)有限公司	28.30%	2,749.40	1,491.92	1,618.46	176.27
飞亚达 A	广东	1993	中航国际控股股份有限公司	41.49%	3,982.67	1,626.63	3,103.50	130.13
岳阳林纸	湖南	2004	泰格林纸集团股份有限公司	37.34%	5,466.15	5,190.53	6,609.56	19.37
银鸽投资	河南	1997	漯河银鸽实业集团有限公司	20.32%	4,011.32	1,367.70	3,514.96	-278.65
珠江钢琴	广东	2012	广州市人民政府国资委	81.85%	13,259.72	1,855.20	1,421.71	196.45
晨鸣纸业	山东	2000	寿光晨鸣控股有限公司	18.11%	11,908.89	13,739.25	20,388.89	710.66
老凤祥	上海	1992	上海市黄浦区国资委	42.09%	16,881.01	3,607.53	32,984.66	889.85

广州浪奇	广东	1993	广州市国资委	35.22%	4,812.22	1,060.72	4,087.00	31.95
冠豪高新	广东	2003	中国纸业投资有限公司	28.16%	13,593.00	1,717.73	945.73	153.83

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

在此我们筛选出了行业内的 3 家质地较好的公司作出简要分析: 飞亚达 A、晨鸣纸业、通产丽星。

## 飞亚达 A

飞亚达控股股东为中航国际控股股份有限公司(1997 年香港上市,实际控制人为国资委),持股比例达 41.49%,中航系在深圳共有 4 家上市公司,除飞亚达之外,还有中航地产(000034)、天虹商场(002419)和深天马(000050),虽然为国有企业,飞亚达经营的市场化程度相对较高。从管理层团队来看,董事总经理自 2003 年起为徐东升先生,此外,核心管理人员均为内部培养,在公司任职均有十余年;从公司年报披露的高端薪酬历年待遇看,与公司业绩波动保持高相关性。管理团队的稳定、市场化的考核标准有利于飞亚达自有品牌的打造。

公司成立于 1987 年,1993 年上市,目前是境内唯一一家表业上市公司,拥有“飞亚达”自主品牌和“亨吉利”名表销售网络,形成“产品+渠道”的独特商业模式。飞亚达品牌是公司着力培育的重点业务板块,从 2011 年开始连续 3 年参加瑞士巴塞尔展,是唯一一个进入国际展馆的中国品牌,跻身世界三大航天表品牌之列,旗下著名的系列包括:大师系列、设计师系列、飞天系列、极限系列、摄影师系列、凯旋系列、印象城市系列、心弦系列、玲珑系列等,品牌形象代言人为古天乐、高圆圆,两者均为国内一线影视明星,形象非常符合飞亚达的品牌定位。渠道数量方面,飞亚达门店数量约 2,200 家,而名表业务合计约有 250 家门店。

近年来,亨吉利名表销售受经济下滑影响,虽收入规模较大,但利润贡献小于飞亚达品牌,而成长性较好的飞亚达品牌收入基数较小,收入快速增长,并贡献公司主要利润。此外,公司于 2009 年收购了艾米龙高端品牌、2011 年开始运营 JEEP、COSMO 等时尚品牌,实现从高到低的全品牌覆盖。

公司 2013 年实现销售收入 31.04 亿元,同比增长 2.6%,毛利率 35.9%,其中亨吉利名表销售收入 23.02 亿元、毛利率 24.70%,飞亚达品牌销售收入 6.83 亿元、毛利率 67.13%,物业租赁收入 0.81 亿元,名表、飞亚达品牌、物业租赁收入占比分别为 75.1%、22.3%、2.6%;实现净利润 1.30 亿元,同比增长 12.5%,净利率 4.2%。

## 晨鸣纸业

晨鸣纸业为全国首家 A、B、H 三种股票上市公司,国内造纸行业龙头。公司以造林、制浆、造纸为主业,是中国 500 强企业并位居世界纸业 30 强,企业经济效益主要指标 10 多年保持同行业首位。作为“林浆纸”一体化领先企业,公司年纸品生产能力达超 500 万吨(含在建),造纸所需阔叶浆已实现自给并开始对外销售,同时控制林业资产近 200 万亩。

公司的股权结构比较分散,控股股东为晨鸣控股,持股比例 15.13%。而晨鸣控股的主要股东为寿光市国资局旗下的金鑫投资,持有晨鸣控股股权比例为 59.73%,剩余两个法人股东系晨鸣纸业管理层的持股平台。

公司近年来受下游需求不振,收入与毛利率承压,但制浆业务对改善毛利率将持续产生正

面贡献。2011-2013年，公司收入分别为177亿、198亿、204亿，除2012年由于多个项目达产收入增速提升外，11、13年增长压力较大。公司的毛利率也由2010年20%的水平降至2013年18%。湛江制浆项目（阔叶浆）2011年底开始试生产，公司阔叶浆已逐步实现自给，这促使公司毛利率水平亦逐步回升，2013年毛利率比2012年上升2.39pp。目前公司的针叶浆还主要依靠进口，随着黄冈“林浆纸”项目推进，公司针叶浆也有望逐步实现自给，公司毛利率将进一步改善。

公司近年来在业务多元化方面斩获颇多，主要包括海城海鸣菱镁矿、广东湛江慧锐海岸线综合治理以及成立财务公司、融资租赁公司并参股互联网金融公司等等。

公司的股权结构与丰富的林地资源为国企改革与林业改革提供了充分的想象空间。

## 通产丽星

通产丽星设立于1984年，2008年在深交所挂牌上市，经过20年发展，成长成为化妆品塑料包装行业的龙头企业。公司控股股东为通产集团（持股比例为51.52%），实际控制人为深圳市国资委。

公司以成为国际一流时尚消费品包装一体化服务提供商为整体战略目标，目前业务涵盖化妆品包装、食品包装、保健品包装等领域。公司的客户几乎涵盖了大部分全球著名化妆品品牌，生产基地布局覆盖长三角与珠三角区域，核心产品塑料复合图案管的产量及市场占有率位居全国同类产品生产企业龙头地位，在市场竞争力、技术竞争力、产品竞争力、服务竞争力、发展潜力等各方面均优于同行，综合竞争力位居国内同行首位。

公司2013年销售收入达11.36亿元，同比增长7.5%，净利润为0.61亿元，同比下滑18.91%。公司处于完全竞争行业，但国有管理体制决定公司的重大决策审批均需要经历复杂的流程。公司在08年上市产能扩张后，收入增长快速，但IPO募投产能释放完毕后，2010-2011年公司未能如期启动再融资进行产能扩张，错过了最佳产能布局以及新客户开拓时点，导致2013年定增方案通过后新增产能在2014年反而成为拖累。另外，对于一些外延式扩张也容易受审核流程长的影响错失一些投资机会。公司的管理层通过多年经营把通产丽星打造成为行业龙头充分说明管理层经营能力，可以期待在国企改革过程中，若股东层面能实现对管理层的充分授权，通产丽星将迅速走出困境，焕发活力。

## （十八）家电

### 家电行业国企改革关注格力电器

家电行业经过多年的发展，竞争较为充分，加之非战略型行业，民营资本介入较深。目前家电行业上市公司中，属于国有企业的主要包括：格力电器、长虹系（四川长虹、美菱电器）、海信系（海信电器、海信科龙）。未来国企改革预期较为强烈的主要是格力电器、长虹系。

#### 格力电器

格力电器国企改革，主要是集团层面。2月18日，格力集团率先发布改革方案：珠海国资委拟通过无偿划拨方式将格力集团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海口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

集团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。注入完成后，格力集团旗下实际资产主要为格力电器。

格力集团在剥离其他资产后，珠海市国资委拟将不超过司 49%的股权通过公开挂牌转让的方式引进战略投资者。

目前，集团资产剥离尚未处理完毕，预计 2015 年会有定论。

我们认为，格力电器过去十几年发展中，在朱江洪和董明珠带领下，突破国企常有的弊病，走在行业前列。国企改革以及集团引进战投，对公司未来的优化主要体现在：

#### 1) 分红比例提升。

由于集团股份属于非上市股份，不可自由转让。战投引入后，战投直接分享的是分红。2013 年格力电器分红比列 46%，未来分红比列将超过 50%。

#### 2) 进一步优化治理结构。

目前格力估值受压制因素之一，是市场对公司治理结构以及未来接班人问题的担心。引入战投后，格力有望建立更为现代、民主的治理结构，利好公司长远发展。

预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 4.65 元、5.70 元，15 年估值仅为 6 倍，继续推荐。

### 长虹系（四川长虹、美菱电器）

长虹集团改革方案主要为：

1、长虹集团改组为四川长虹电子集团控股有限公司，完善电子集团控股公司治理结构（规范董事会、监事会制度建设和运行机制，经理层在选任方面全面实行市场化机制），电子集团控股公司作为下属公司的出资人，负责下属公司战略发展规划、产业投资决策和重要经营管理决策，按持股比例行使股东权利。

2、完善电子集团控股公司投资授权管理体系，适度调整扩大对电子集团控股公司重大投资审批权，以提高企业投资决策效率。

3、强化电子集团控股公司激励约束机制，研究制定电子集团控股公司中长期激励管理办法，对下属子公司在市场化原则下，创新设计中长期激励方案。

4、电子集团控股公司积极引入各类战略投资者、企业法人，推行产权多元化，大力发展混合所有制经济。

5、深化劳动制度改革，建立能进能出的用工管理制度，深化人事制度改革，建立管理人员能上能下的人事制度，深化分配制度改革，建立收入能增能减的分配制度。

6、通过改革加快产业转型升级，通过理关系、调结构、建平台，纵向激活力、横向赋能力，聚焦优势资源，优化“智能设备+应用服务”的家庭互联网产业布局，构建智能产业生态，以人为中心重新定义产品和服务，全面落实机制体制改革和产业转型升级。”

目前，长虹完成军工资产注入。市场对其改革的预期最为强烈。由于公司主业彩电行业以及子公司美菱所处的冰箱行业近几年行业景气度下降，收入增长缓慢，彩电出现亏损。四川长

虹业绩受到彩电行业负面影响较大，市场对其改革预期已较高，给予中性评级。

## （十九）休闲服务

### 1、休闲服务行业国企改革驱动力

这些年我国的旅游增速每年超过 10%，出境旅游增速接近 20%，旅游业总规模大概达到 3 万亿的水平，相当于 5% 的 GDP 总量。旅游产业的发展之快，足以引起充分重视。旅游行业在深化改革中或将起到非常重要的作用，可倒逼诸多领域改革。

同时，我们将旅游消费归类为即时性享乐消费，具有单次要投入大的特点，某种程度上说旅游业消费可以看做是“让富人花钱，穷人受益”，对缓解我国现有矛盾有着非常大的作用。

近日，中国社科院财经战略研究院旅游与休闲研究室主任戴学锋指出，旅游业在深化改革中可能将会起到非常重要的作用。“其实现在的大背景其实和 1978 年改革的背景非常类似，当时就是以旅游业为切入点，通过旅游，成立了第一个合资饭店——建国饭店。然后通过建国饭店探索引进外资的制度，甚至由此制定了《合资企业法》，之后又合并到《公司法》里边。旅游业起了这样的作用。”

今年出台的国务院 31 号文件《关于促进旅游业改革发展的若干意见》就是关于旅游业深化改革的文件。文件的出台意在进一步释放旅游消费的潜力。2013 年，随着我国经济增速逐渐放缓，市场上多数声音都认为是内需不足所导致，31 号文件的一个主要思路就是通过旅游业的扩大内需，进而由点带面逐级逐次传到社会其他服务行业内需的增长。旅游业作为本次改革的一个重要切入点，将从自身出发，通过旅游消费的升级撬动其他产业链全面再升级。

### 2、休闲服务行业所涉国有企业基本情况

行业内共涉及国有企业 19 家，占到整个休闲服务板块的 2/3，其中，国务院国资委旗下共三家，分别是：中国国旅、号百控股、中青旅；省级国资委旗下共 6 家，分别是：首旅酒店、全聚德、锦江股份、金陵饭店、华天酒店、云南旅游；其余 10 家为隶属市级国资委旗下。

表 42：休闲服务行业所含国有企业

代码	名称	实际控制人	第一大股东	第一大股东持股比例(%)
601888.SH	中国国旅	国务院国有资产监督管理委员会	中国国旅集团有限公司	55.3
600640.SH	号百控股	国务院国有资产监督管理委员会	中国电信集团公司	37.5
600138.SH	中青旅	共青团中央	中青旅集团公司	17.17
600258.SH	首旅酒店	北京市国有资产监督管理委员会	北京首都旅游集团有限责任公司	60.12
002186.SZ	全聚德	北京市国有资产监督管理委员会	北京首都旅游集团有限责任公司	42.67
600754.SH	锦江股份	上海市国有资产监督管理委员会	上海锦江国际酒店(集团)股份有限公司	50.32
601007.SH	金陵饭店	江苏省国有资产监督管理委员会	南京金陵饭店集团有限公司	41.4
000428.SZ	华天酒店	湖南省国有资产监督管理委员会	华天实业控股集团有限公司	46.03
002059.SZ	云南旅游	云南省国有资产监督管理委员会	云南世博旅游控股集团有限公司	48.99
600706.SH	曲江文旅	西安曲江新区管理委员会	西安曲江旅游投资(集团)有限公司	51.35
000721.SZ	西安饮食	西安市国有资产监督管理委员会	西安旅游集团有限责任公司	21.04
000610.SZ	西安旅游	西安市人民政府	西安旅游集团有限责任公司	32.23

600054.SH	黄山旅游	黄山市国有资产监督管理委员会	黄山旅游集团有限公司	41.95
000888.SZ	峨眉山 A	峨眉山市-乐山大佛风景名胜区管理委员会	四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司	35.37
000524.SZ	东方宾馆	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	广州市东方酒店集团有限公司	37.19
000978.SZ	桂林旅游	桂林市人民政府	桂林旅游发展总公司	23.06
002033.SZ	丽江旅游	丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会	丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司	15.73
000430.SZ	张家界	张家界旅游经济开发区管理委员会	张家界市经济发展投资集团有限公司	30.02
603099.SH	长白山	长白山管委会	吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司	59.45

资料来源：中国银河证券研究所整理

### 3、2015 年建议重点关注公司：

#### 首旅酒店：收购宁波南苑 70% 股权

公司通过现金方式受你那波南苑集团 70% 的股份以及公司将持有的北京神舟国际旅行社集团有限公司 51% 股权出售给公司控股股东北京首都旅游集团有限责任公司旗下全资企业华龙旅游实业发展总公司以获取现金。公司这一动作再次向市场明确了“脱旅游，专酒店”的经营思路。

其实，公司在和南苑谈收购的时候，就已经着手研究国企改革。具体如下：1. 让首旅酒店的治理结构更加的市场化，进一步梳理上市公司和大股东的关系，让他们之间的关系更加市场化，让公司更加具有市场竞争性；2. 人事制度的改革，其中职业经理人的契约制和市场化，公司将加大力度落实实施；3. 重新梳理薪酬机制和考核方案 4. 重塑公司的组织架构，目前公司架构还是延续了当年以景区为经营根基的模式，未来将继续改进升级；5. 股权激励试点单位，公司表示将运用到人事制度的改革推进中。此外，公司控股股东首旅集团对公司的改革给予了非常大的支持，并且要求首旅酒店走到整个集团的前面，“翻墙”计划等。

#### 全聚德：定增引入战投 IDG 资本&华住酒店

公司实际控制人是北京市国资委，控股股东是北京市首旅集团。公司 2014 年已成功引入战略投资者 IDG 资本和华住酒店。目前，IDG 资本和华住酒店分别持有公司 5.87% 和 2.35% 的股份，分别为公司的第二和第四大股东。

目前，IDG 资本派出的副总唐立新以就职 4 个多月的时间，负责投资开发方面的工作，市场开发部、工程营建部都是由唐总负责。现阶段，唐总正集中精力研究明年开店的细节，具体细节例如选址，找物业等等。

我们认为，公司明年新开店的数量和质量是都将成为影响公司全年业绩的巨大因素，引入民营资本的最根本原因就在于借助其优秀的运营能力将公司投资效率最大化。

#### 锦江股份：定增引入战投弘毅基金

2014 年 6 月，锦江股份引入弘毅践行混合所有制，上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司非公开发行 A 股股票数量合计 20,127.7 万股，其中弘毅投资基金、锦江酒店集团分别认购 10,000 万股/15 亿元、10,127.7 万股。本次非公开发行完成后，弘毅投资基金和锦江酒店集团将分别占发行后公司股本总额的 12.43% 和 50.32%，弘毅现为公司第二大股东。

弘毅的加入使得公司的财务困境得到有效缓解，能够为公司好的项目提供资金支持，弘毅

投资成为第二大股东，具有增加一个董事的权利，从而进一步改善了公司的董事会结构，使公司更加市场化。

锦江股份在公告中表示，公司计划至 2017 年末，实现签约门店由 2013 年末的逾 1000 家增长到 2000 家以上。此次非公开发行股票后，公司资本实力进一步增强，融资能力将获得一定程度的提高，从而为保持和强化“锦江之星”等成熟、优势品牌的市场先导地位、积极发展“锦江都城”品牌的发展战略提供必要的资金支撑。根据锦江酒店集团规划，未来 3-5 年，锦江都城品牌酒店计划发展至 100 家左右。扩张方向主要为一线城市、省会城市和经济发达的三线城市。

### **云南旅游：收购江南园林 80% 股份**

公司是云南省内唯一综合性旅游上市公司，实际控制人为云南省国资委，控股股东是云南世博旅游控股集团，云南省国资委旗下还拥有除世博旅游外的两大优质旅游文化类投资公司，分别是：云南省旅游投资有限公司和云南文化产业投资控股集团，可谓旗下旅游文化资源丰富。

2014 年 8 月，公司与交易对方签署的《购买资产协议》，云南旅游拟通过发行股份及支付现金的方式购买江南园林 80% 股权，本次交易价格为 47,520 万元。其中以 8.65 元/股的价格发行 36,624,277 股股份合计支付 31,680 万元购买杨清等 17 名自然人及中驰投资所持江南园林 53.33% 股权；以现金方式支付 15,840 万元购买杨建国等 18 名自然人、中驰投资合计所持的江南园林 26.67% 股权。同时，公司拟向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金不超过 15,840 万元，用于支付本次交易现金对价，募集配套资金总额不超过交易总额的 25%。

所收购的标的公司具有较强的盈利能力（2013 年实现收入 46,286.04 万元，净利润 3,836.72 万元，预计 2014 年、2015 年将实现约 6,000 万元、7,500 万元净利润），合如上市公司后，将显著增加公司的盈利能力。本次收购园林公司，将形成公司在园林园艺上的资源优势与园林公司施工资质优势的互补，形成协同效应，有利于实现上市公司旅游、房地产、园林园艺三大主题和多元产品方向发展的战略目标，有利于提升上市公司的投资价值。

### **桂林旅游：海航旅游成公司实际第一大股东**

2014 年 6 月，桂林旅游方面表示，该公司大股东将变更为桂林航空旅游集团有限公司。而海航旅游集团有限公司持有桂林航空旅游集团 65% 股权。公告称，其现任第一大股东桂林旅游发展总公司拟以其 18% 的股份作为出资参投桂林航空旅游集团，此外，桂林航空旅游集团还由桂林市临桂新区城市建设投资有限公司、桂林市经济建设投资总公司也参与其中。

桂林市政府与海航集团的合作采取航空和基金先行、逐步推进的方式，首先共同出资成立“桂林航空旅游集团有限公司”，注册资本为人民币 25 亿元整，由海航旅游集团控股 65%，其余三家公司共同持股 35%。新公司将打造专业化的大型航空旅游企业，服务于桂林旅游业、航空物流业发展，并以此为平台先后发起设立桂林航空有限公司、发行旅游基金，成立桂林旅游基金管理公司，条件成熟后，逐步成立桂林智慧旅游服务公司、桂林通航产业发展公司等。

桂林旅游未来有望随着海航旅游集团在建设桂林国际旅游胜地项目的深入而介入。并且，公司未来也有计划参与桂林建设国际旅游胜地的相关项目。

## (二十) 通信

2013年11月召开的十八届三中全会，在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出要“以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”，明确了新一轮国企改革总的基调：“公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，是中国特色社会主义制度的重要支柱，也是社会主义市场经济体制的根基”。

根据十八届三中全会的决定，国资委对外发布了在落实国资改革精神上的初步思路，其中“两个大方向——完善国有资产管理、深化国有企业改革”、“七项工作”的表述描绘了国资委下一步改革的大致轮廓，并表示将着力在积极发展混合所有制经济、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制等事关国资国企改革全局的重大问题上下功夫。

新一轮国企改革的关键点在于建立现代企业制度，其中最重要的改革方向是所有权和经营权的分离、股权多元化、以及有效的激励机制等。产业并购基金以公司产业整合需求为指导，对横向或纵向标的资产的收购、整合、重组及运营，以向上市公司出售为退出方式，有望成为国企改革资产资本化的重要载体，也是改革红利的最大投资机会所在，同时国资委探索采取业绩股票、股票期权、限制性股票等激励方式，对资本市场也影响巨大。

回望2014年，新一轮国资改革概念成为资本市场投资的热点，国企在股权多元化、有效激励、国资管理体制上的改革逐渐拉开序幕，成为经济转型实施改革的脊梁。继六家央企试点“四项改革”后，地方国资改革遍地开花，截止2014年12月，已有19个省份和直辖市发布了深化国资国企改革方案。

据不完全统计，目前上市公司中已经有300多家涉及国资改革，主要集中在房地产、化工和商贸等领域，我们认为，随着国资改革的进一步推进，信息产业领域将有望在2015年成为国资改革的热点行业之一。

信息产业领域的国资系改革包括联通集团、中国电子科技集团（CETC）、中国电子信息产业集团（CEC）、大唐电信科技产业集团、中国普天信息产业集团，以及地方性的烽火电子、星网锐捷、烽火通信/光迅科技等。**重点看好和关注中国联通、CETC旗下卫士通/华东电脑/杰赛科技/四创电子/国睿科技、CEC旗下南京熊猫/中电广通、高鸿股份、东方通信、星网锐捷。**

表 43: 通信产业主要国资系梳理

国资系	A股上市公司	可能逻辑
联通集团	中国联通	混合所有制改革，引入民资
	华东电脑	
	四创电子	
	卫士通	
	中国电子科技集团	
CETC	太极股份	资产的收购、整合、重组及运营，股权激励
	杰赛科技	
	海康威视	
	国睿科技	



国资系	A 股上市公司	可能逻辑
中国电子信息产业集团 CEC	南京熊猫	资产的收购、整合、重组及运营，股权激励
	华东科技	
	长城开发	
	长城电脑	
	长城信息	
	中国软件	
	中电广通	
	深桑达 A	
	上海贝岭	
	振华科技	
彩虹股份		
大唐电信科技产业集团	大唐电信	资产的收购、整合、重组及运营，股权激励
	高鸿股份	
中国普天信息产业集团	上海普天	资产的收购、整合、重组及运营，股权激励
	东方通信	
	东信和平	

资料来源:WIND, 中国银河证券研究部

## (二十一) 计算机

### 1、计算机行业中具有国企背景的公司有 28 家，主要分为以下几类：

- (1) 国防航天军工信息化类，以太极股份、卫士通、航天信息等为代表；
- (2) 高校科研成果转化类，浙大网新、同方股份、方正科技等为代表；
- (3) 大型重工或垄断行业信息化衍生类，以宝信软件、启明信息等为代表。

### 2、计算机行业国企改革特点体现为：

#### 高科技智力密集型资产丰富

国有企业是推动国家科学发展和行业技术进步的重要力量，在重大科技创新方面也取得了丰硕的成果，如载人航天、探月工程、特高压电网、4G 标准等领域，但是作为新一轮产业革命科技变革正在兴起，一些新的科技手段、商业模式，甚至企业的组织形式已经呈现出革命性突破，甚至颠覆性的改变。发达国家正试图依靠创新、依靠升级换代在工业化占领新一轮产业制高点。虽然这些年来国有企业特别是中央企业在科技创新方面取得明显进步，但是与世界上的跨国公司知名企业相比差别还非常大，还缺少具有自主知识产权的关键技术和知名品牌，一些领域的关键技术、大型成套设备、各种原材料、核心元器件等仍然需要依赖进口，企业的核心竞争还不够强等特点。需要通过国企改革，进一步释放市场活力，通过商业模式升级推动技术能力升级。

#### 军工信息化题材较多

军工信息化基础薄，空间大，国家高层高度重视，将是未来国防投入重点。十八届三中全会明确了按照国防和军队现代化建设“三步走”战略构想，加紧完成机械化和信息化建设双重历史任务，力争到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展。未来几年是军工信息化高速增长的时间段，具有军工信息化题材的上市公司将受益。上市公司方面军队信息化的主要代表：中国电子科技集团第五十一研究所(上海微波设备研究所)、中国电子科技集团第三十八研究所、国瑞科技、同方国芯、卫士通、太极股份、海兰信、华力创通、川大智胜、中国软件等。

#### 与自主可控相结合，多重投资价值叠加

国家对网络安全重视程度空前，预计未来还会有细则出台，本土大安全企业发展空间打开。美国将中国作为长期秘密监听的重点对象，其后续影响持续发酵，直接推动了我国网络安全相关政策的层层出台。要保障国家安全，信息系统的“自主可控、安全可信、高效可用”成为必然要求。今年五月以来，网络安全政策密集发布期，今年下半年有望推出信息安全装备国产化专项扶持方案，网络安全法已列入人大 2014 年立法计划。在建设网络强国、提升信息安全保障水平的形势下，国产软硬件厂商将获得更多的市场机会，迎来新一轮的发展机遇。从目前的市场发展来看，国产硬件尤其是中低端服务器与国外差距较小，操作系统、基础软件、中间件等国产化替代能力有限。当前要实现 IT 系统中国产软硬件产品的系统性替代，还存在很多的困难，主要问题是国内厂商的能力、产品技术存在相当的差距。我们认为，实现国产系统替代国外系统将沿着以下三条路径发展：应用牵引，平台重构，分阶段，这也正是自主可控的三大原则。

在自主可控大背景下，国内一些具有国企或军工背景的上市公司承担了国产基础软硬件研发重任，未来有望充分受益双重利好。

#### 行业内上市公司体量相对较小，资产注入对公司价值提升弹性极强

计算机行业上市公司整体而言市值相对不大，一旦获得资产注入，将迎来重大利好，股价弹性极强。

### 3、计算机行业国企改革进程及预期

- (1) 通过收并购实现混合所有制；
- (2) 推进股权激励及员工持股计划；
- (3) 推进国有企业资产证券化。

### 4、重点推荐个股：太极股份、卫士通、航天信息、华东电脑、中国软件、长城开发、易华录、浪潮信息

#### 太极股份 (002368)

公司有望受益国企改革，股权激励促使公司释放业绩。中国电科的国企改革走在央企的前列，公司作为中国电科旗下企业，很早就开始资产注入和股权激励等，随着改革的不断深入

公司将有望持续受益，预期未来母公司集团资产由可能注入。股权激励中的业绩要求将会促使公司不断释放业绩，未来公司的快速发展将有保障。

**军工和智慧城市是未来的看点。**太极股份是中关村核心区军民融合产业联盟副理事长单位之一。联盟近期工作有望陆续开始，未来公司在军工信息化业务方面有望得到拓展。公司作为系统集成特一级资质和国家规划布局内重点软企业，10月公司与西安高新区管委会签订备忘录，确定了战略合作关系，布局西部智慧城市业务。今年公司还与贵阳、营口等地相关部门签署了智慧城市顶层设计或战略合作协议。自上而下的业务模式将给公司带来更大的空间和业务可塑性。

我们预计公司 EPS 为 0.87/1.07/1.37 元，3 年 CAGR 为 28%。

### 航天信息（600271）

**公司背靠航天科工集团，有望受益国企改革大潮以及自主可控推进。**

互联网化正从“C 时代”逐步过渡到“B 时代”，消费互联网大局已定，企业互联网正在成为下一个蓝海市场。在这个风口，我们需要寻找未来有可能飞翔的企业，首要寻找的是具备“用户资源+数据资源（+渠道优势）”优势的公司，航天信息公司无疑是最具潜质的公司之一。

公司质地：500 万税务信息化企业客户+营改增新增客户资源，基于税务及财务信息的高质量大数据资源，遍布全国的销售及服务渠道资源

公司多年深耕防伪税控领域，积累了约 500 万家增值防伪税控企业级活跃用户，包括约 200 万财税一体化企业用户。税务数据是衡量企业经营状况的相对真实有效的数据资源。未来一旦公司商业模式升级，这些用户价值再挖掘以及数据资源利用将带来新的增长点和巨大想象空间。

**具备 B2B2C 入口价值的电子发票推广加速，政策及事件性催化剂不断**

电子发票具备 B2B2C 入口价值，公司在试点城市及电商合作中已占先机，短期受益平台建设推广，长期看有望靠运营模式获取高附加值收益。

**传统业务积极向好，降价影响基本消化，目前估值极低**

今年 7 月国家税总发布公告要求从 8 月 1 日其，增值税防伪税控系统全部使用金税盘、报税盘专用设备，等于变相降价。但营改增推进抵消影响，随着营改增范围扩大，倘若再降标，将大大推动公司传统业务增长。

我们预计公司 14-16 年 EPS 为 1.31/1.58/1.85 元，相对应 PE23/19/16 倍。公司站在风口极具转型升级潜力，目前估值已低，予以强烈推荐。

## 附录：历史回顾：国企改革 30 年

改革开放 30 多年来，我国国企改革是一个“摸着石头过河”的“试错”过程，是中央推动与地方实践上下结合的产物。从国企改革与发展的实践来看，改革的脉络呈现出由浅入深的阶段性推进特征。与此相应，国企改革可以划分为初步探索（1978-1992 年）、制度创新（1993-2002 年）以及纵深推进（2003 年至今）三个阶段。

### （一）国企改革初步探索（1978-1992 年）

这一阶段，国企改革没有明确的方向和路线指引，除了有一些改革之前的教训外，没有可以借鉴的发展经验，走的是一条完全陌生的道路。通过不断的试探性改革措施，寻求改革的方向和路径，也就是在摸着石头过河的过程中逐步调整改革的方向。

国企改革开始于对国企进行扩权让利的改革试点。1979 年 7 月，国务院先后颁布了《关于扩大国营工业企业经营自主权的若干规定》等五个文件。通过扩大企业自主权的改革，企业有了一定的生产自主权，开始成为独立的利益主体，企业和职工的积极性都有所提高，并打开了传统计划经济体制的缺口。

但是，实践效果与改革预期出现了一定程度的背离，形成了“内部人”控制，出现了“工资侵蚀利润”和“行为短期化”问题，使得国企改革调整为推行承包经营责任制。1984 年 10 月召开的中共十二届三中全会提出要建立自觉运用价值规律的计划体制，发展社会主义商品经济。改革主要是为了实行政企分开，所有权与经营权相分离，明确国企改革的目标是要使企业真正成为相对独立的经济实体，成为自主经营、自负盈亏的社会主义商品生产者和经营者，具有自我改造和自我发展能力，成为具有一定权利和义务的法人，并在此基础上建立多种形式的经济责任制。改革的主要措施是实行厂长（经理）负责制，并在大多数国有企业实行承包经营责任制，对一些小型国有企业实行租赁经营，并在少数有条件的全民所有制大中型企业中开始了股份制改造和企业集团化的改革试点。

虽然承包制在当时取得了一定的成功，但是承包制的问题也逐渐暴露出来。1991 年 9 月中央工作会议强调要转换企业经营机制。1992 年后国务院就不再鼓励企业搞承包。1992 年 7 月国务院公布了《全民所有制工业企业转换经营机制条例》。该条例根据两权分离的思路明确了企业经营权、企业自负盈亏责任、企业和政府的关系、企业和政府的法律责任等问题。

两权分离理论只承认国有企业有经营权，不承认企业作为法人应该有财产权，这就决定了国有企业不可能真正实现自主经营、自负盈亏、自我发展、自我制约，不可能成为真正的企业。20 世纪 80 年代的国企改革的实践经验证明**不涉及产权和计划体制本身的国企改革，只能是停留在经营管理层面，不能触及企业的核心**，因此，建立现代企业制度成为水到渠成的选择。

### （二）国企改革制度创新（1993-2002 年）

为了使国有企业成为真正的企业，改革的战略指导思想还需要进一步发展和转变。1993 年 11 月，中共十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确指出，我国国有企业的改革方向是建立“适应市场经济和社会化大生产要求的、产权清晰、权责明确、政企分开和管理科学”的现代企业制度，要求通过建立现代企业制度，

使企业成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的法人实体和市场竞争主体。在社会主义市场经济体制框架下建立现代企业制度是国企改革实践的重大突破，具有划时代意义，为国企改革指明方向。

1995年9月中共十四届五中全会明确指出：“要着眼于搞好整个国有经济，通过存量资产的流动和重组，对国有企业实施战略性改组。这种改组要以市场和产业政策为导向，搞好大的，放活小的，把优化国有资产分布结构、企业结构同优化投资结构有机结合起来，择优扶强、优胜劣汰”。中共十五大的报告中进一步强调要调整国有经济布局，明确指出，国有经济起主导作用，主要体现在控制力上。要从战略上调整国有经济布局。对关系国民经济命脉的重要行业和关键领域，国有经济必须占支配地位。在其他领域，可以通过资产重组和结构调整，以加强重点，提高国有资产的整体质量。

1993年党的十四届三中全会正式提出，建立现代企业制度。1995年党的十四届五中全会正式提出，调整国有经济布局。这两项措施的实质是推进产权改革和所有制结构调整。其理论依据是建立社会主义市场经济体制。这是国有企业改革的思路的又一次飞跃。

### （三）国企改革纵深推进（2003年至今）

在第三阶段，核心的变化是从单个企业的改革转向整个国有经济的战略性调整和重组。到2003年，经过25年的艰辛探索，国有企业改革取得了以下明显进展：

**在经营机制方面，国有企业基本上完成了从政府附属物向相对独立的市场竞争主体的转变。**国有经济整体素质得以提高。在所有制结构方面，国有经济的战略性调整与改组取得一定进展，一个符合中国国情的所有制结构正在形成。在企业外部环境方面，大力推进配套改革，市场机制已逐步成为资源配置的基本调节者。但与市场经济的要求相比，国有企业改革的任务远未完成，尤为突出的是两个问题：

**一是国有经济战线仍然过长、过散，国有经济战略性调整与改组的力度还需要加大。**由于国有经济布局过散、战线过长，有限的国有资本难以支持庞大的国有经济盘子，造成国有企业数量过多、规模偏小、资本金不足，既影响了国有经济的主导作用，又不利于国家的监管和国有经济运营效率的提高。

**二是国有资产管理体制不顺，国有股权仍然过分集中，国家所有权缺乏统一而负责任的代表。**无论是在国家层面还是地方层面，国有资产管理都是多头参与、无人负责。在谁代表国有股的权益、谁来进行国有资产的监管和运营、如何监管和运营等问题，一直没有在制度上明确起来。

为了更好地解决上述问题，党的十六大和十六届三中全会对国有企业改革做出新的部署。相继指出：“继续调整国有经济布局 and 结构，改革国有资产管理体制是深化经济体制改革的重大任务（**从这时起，正式文件不再提国有企业改革是经济体制改革的中心环节**）。”以此为标志，我国国有企业改革跃进第三个阶段。

新阶段的改革，首先是**改革国有资产管理体制，设立国有资产出资人代表——国资委**。2003年，中央、省、市（地）三级国有资产监管机构相继组建，《企业国有资产监督管理暂行条例》等法规规章相继出台。国资委的成立初步实现了出资人职能的一体化和集中化，隔开了

其他政府部门对企业的直接干预。最重要的一点是，在政府的层面责任清晰了。

**国有经济战略性调整与重组**是这一阶段国有企业改革的另一重要方面，主要围绕以下几个方面进行：一是收缩战线，加强重点，促进国有资本向关键领域和重点行业、优势大企业集中。坚持有进有退，有所为有所不为，从战略上调整国有经济布局。通过调整和改组，使国有经济在需要控制的行业和领域得到进一步加强和壮大，而在不需要控制的行业和领域逐步退出。二是加大中小国有企业改制为非国有企业的力度。三是鼓励非公有制经济发展。

#### （四）十八届三中全会定调国企改革：分类改革、引入民资、交叉持股、建立长效约束机制

十八届三中全会定调国企改革，分类改革、引入民资、交叉持股、建立长效约束机制等成为方向。我们认为，**本次改革的重点在于地方国资的管理层持股，在竞争性领域搞活管理层的机制，在确保国资控制权的前提下做好管理层持股的经营管理层激励，重点关注上海与珠海两地的相关上市公司。**

十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（下称《决定》）明确了国企改革的方向。《决定》首次提出“公有制经济和非公有制经济都是社会主义市场经济的重要组成部分，都是我国经济社会发展的重要基础”。根据《决定》相关表述，我们认为本轮国企改革的重点在于分类改革、引入民资、交叉持股、建立长效激励约束机制。

（1）**分类改革**。自然垄断行业的国企实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，进一步破除垄断。竞争性领域则积极发展混合所有制经济。

（2）**引入民资**。明确鼓励非公有制企业参与国有企业改革，鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业。国有资本投资项目允许非国有资本参股。

（3）**交叉持股**。混合所有制经济主要实现方式为国有、集体、非公有资本等交叉持股。

（4）**建立长效激励约束机制**。强化职业经理人制度，改革对国企领导层的股权激励。

总的来说，关注地方国资系统竞争性领域的“股权激励改革”、“民资合作改革”。

表 44：十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》涉及国企改革的表述

序号	表述
1	必须毫不动摇巩固和发展公有制经济，坚持公有制主体地位，发挥国有经济主导作用，不断增强国有经济活力、 <b>控制力</b> 、影响力。
2	积极发展混合所有制经济。 <b>国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股</b> 、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式。。 <b>国有资本投资项目允许非国有资本参股</b> 。允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体。
3	完善国有资产管理体制，以 <b>管资本</b> 为主加强国有资产监管，组建若干 <b>国有资本运营公司</b> ，支持有条件的国有企业改组为 <b>国有资本投资公司</b> 。国有资本投资运营更多投向关系 <b>国家安全、国民经济命脉</b> 的重要行业和关键领域，重点提供 <b>公共服务</b> 。。。
4	划转部分国有资本充实社会保障基金。提高国有资本收益上缴公共财政比例，二〇二〇年提到百分之三十，更多用于保障和改善民生。
5	推动国有企业完善现代企业制度。国有企业总体上已经同市场经济相融合，必须 <b>适应市场化、国际化</b> 新形势，以规范经营决策、资产保值增值、公平参与竞争、提高企业效率、增强企业活力、承担 <b>社会责任</b> 为重点，进一步深化国有企业改革。
6	<b>准确界定不同国有企业功能</b> 。国有资本加大对 <b>公益性企业</b> 的投入，在提供 <b>公共服务</b> 方面作出更大贡献。国有资本继续控股经营的自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行 <b>网运分开、放开竞争性业务</b> ，推

---

**进公共资源配置市场化。**进一步破除各种形式的行政垄断。

- 7 健全协调运转、有效制衡的公司法人治理结构。建立**职业经理人制度**，更好发挥企业家作用。。建立**长效激励约束机制**，强化国有企业经营投资责任追究。探索**推进国有企业财务预算等重大信息公开**。
- 8 国有企业要合理增加**市场化选聘**比例，合理确定并严格规范国有企业管理人员薪酬水平、职务待遇、职务消费、业务消费。
- 9 **鼓励非公有制企业参与国有企业改革**，鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业，鼓励有条件的私营企业建立现代企业制度。

---

资料来源：《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 全国国有企业总量一览 .....	1
图 3: 中央国企与地方国企户数 .....	2
图 2: 全国国有企业增速一览 .....	1
图 4: 中央国企与地方国企国有资产总量 .....	2
图 5: 全国国有企业户数地区分布 .....	2
图 7: 全国国有企业户数行业分布 .....	2
图 6: 全国国有企业资产总量地区分布 .....	2
图 8: 全国国有企业资产总量行业分布 .....	2
图 9: 全国盈亏国有企业户数 .....	3
图 11: 全国盈亏国有企业国有资产总量 .....	3
图 13: 全国国有企业资产负债率 2 .....	3
图 10: 全国盈亏国有企业从业人数 .....	3
图 12: 全国国有企业资产负债率 1 .....	3
图 14: 全国国有企业资产负债率 3 .....	3
图 15: A 股不同性质企业数量 .....	4
图 17: A 股不同省份国企数量分布 .....	4
图 19: A 股分行业国企数量 .....	5
图 16: A 股不同性质企业市值分布 .....	4
图 18: A 股不同省份国企市值分布 .....	4
图 20: A 股分行业国企市值分布 (亿元) .....	5
图 21: A 股不同性质企业平均市盈率 .....	5
图 23: A 股不同性质企业 ROE 水平 (% , 2014Q3) .....	6
图 22: A 股不同性质企业 2015 年平均预测市盈率 .....	5
图 24: A 股不同性质企业业绩情况 (% , 2014Q3) .....	6
图 25: 油气改革将涉及的内容 .....	12
图 26: 建筑业上市企业占全国国企收入比重 .....	16
图 27: 建筑业上市企业占全国国企净利润比重 .....	16
图 28: 建筑行业各类型企业市值占比 .....	18
图 29: A 股建筑业上市公司市值行业分布 (亿元) .....	18
图 30: 建筑国企收入占建筑行业收入比重 .....	18
图 31: 建筑国企净利润占建筑行业净利润比重 .....	18
图 32: 国企/非国企毛利率与净利润比较 .....	18
图 33: 国企/非国企 ROA 与 ROE 比较 .....	18
图 34: 钢结构板块毛利率比较 .....	19
图 35: 装修装饰板块毛利率比较 .....	19
图 36: 园林板块毛利率比较 .....	19
图 37: 交建路桥板块毛利率比较 .....	19



图 38: 建筑细分行业龙头公司市占率 (1)	20
图 39: 建筑细分行业龙头公司市占率 (2)	20
图 40: 中国海诚首批股权激励超额收益	22
图 41: 中国海诚首期二批股权激励超额收益	22
图 42: 中国建筑限制性股票超额收益	22
图 43: 中工国际限制性股票超额收益	22
图 44: 上海建工激励基金超额收益	23
图 45: 上汽集团激励基金超额收益	23
图 46: 粤水电主营业务收入	24
图 47: 粤水电清洁能源发电业务	24
图 48: 非银行金融行业上市公司性质	31
图 49: 机械行业国企资产估值水平低于非国企	33
图 50: 机械行业国企盈利能力低于非国企	33
图 51: 2013 医药上市公司中民营和国有企业营业收入和净利润占比	64

## 表格目录

表 1: 石油化工行业国有企业	13
表 2: 重点化工央企	15
表 3: 重点化工地方国企	15
表 4: 建筑工程行业国资企业分布情况 (共 27 家)	17
表 5: 上市公司与所属集团 2013 年末资产比较 (亿元)	21
表 6: 建筑工程行业激励方案实施情况	22
表 7: 安徽水利盈利预测及估值表	25
表 8: 隧道股份盈利预测及估值表	26
表 9: 中国建筑盈利预测及估值表	27
表 10: 中国海诚盈利预测及估值表	29
表 11: 非银行金融行业中央/全国性质的国有法人所控制的上市公司	31
表 12: 非银行金融行业省市级国有法人所控制的上市公司	31
表 13: 非银行金融行业国有法人直接或间接持股的上市公司	32
表 14: 非银板块国企改革标的推荐	32
表 15: 机械行业央企及所属集团情况 (不含隶属十大军工集团的公司)	34
表 16: 机械行业国企改革推荐标的: 天地科技、四川九洲、潍柴重机、安徽合力	34
表 17: 机械行业国企改革推荐标的: 天地科技、四川九洲、潍柴重机、安徽合力	35
表 18: 中美军工行业资产整合	37
表 19: 兵器工业集团及所属上市公司	37
表 20: 中国电子信息产业集团及所属上市公司	38
表 21: 研究所改制及资产注入预期较好的公司	39
表 22: 航天科技集团下属单位及上市公司	40
表 23: 航天科工集团下属单位及上市公司	40

表 24: 中国电子科技集团部分下属单位及上市公司 .....	41
表 25: 央企电力上市公司 .....	42
表 26: 地方能源公司情况 .....	43
表 27: 工程承包受益于一路一带 (百万元, %) .....	46
表 28: 集团的部分重要资产列表 .....	47
表 29: 纺服板块中的 9 家国有企业 .....	49
表 30: 国资背景商贸企业一览表 .....	52
表 31: 食品饮料行业国有企业一览 .....	54
表 32: 国务院国资委实际控制的上市公司 .....	58
表 33: 地方性国资委和地方政府实际控制的上市公司 .....	59
表 34: 汽车行业国企改革主要代表方式 .....	59
表 35: 汽车行业推出股权激励的主要国企上市公司 .....	60
表 36 : 一汽、北汽、江汽集团、福汽集团的国企改革进展 .....	61
表 37: 浙江物产集团、天津物产集团、中船重工集团的国企改革进展 .....	62
表 38 : 主要上市公司国企改革的影响点评 .....	63
表 39: 医药行业国有企业一览 .....	64
表 40: 上市公司农业国有企业情况: .....	69
表 41: 轻工板块中的 17 家国有企业 .....	70
表 42: 休闲服务行业所含国有企业 .....	74
表 43: 通信产业主要国资系梳理 .....	77
表 44: 十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》涉及国企改革的表述 .....	83

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**孙建波、姚玘，策略证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn