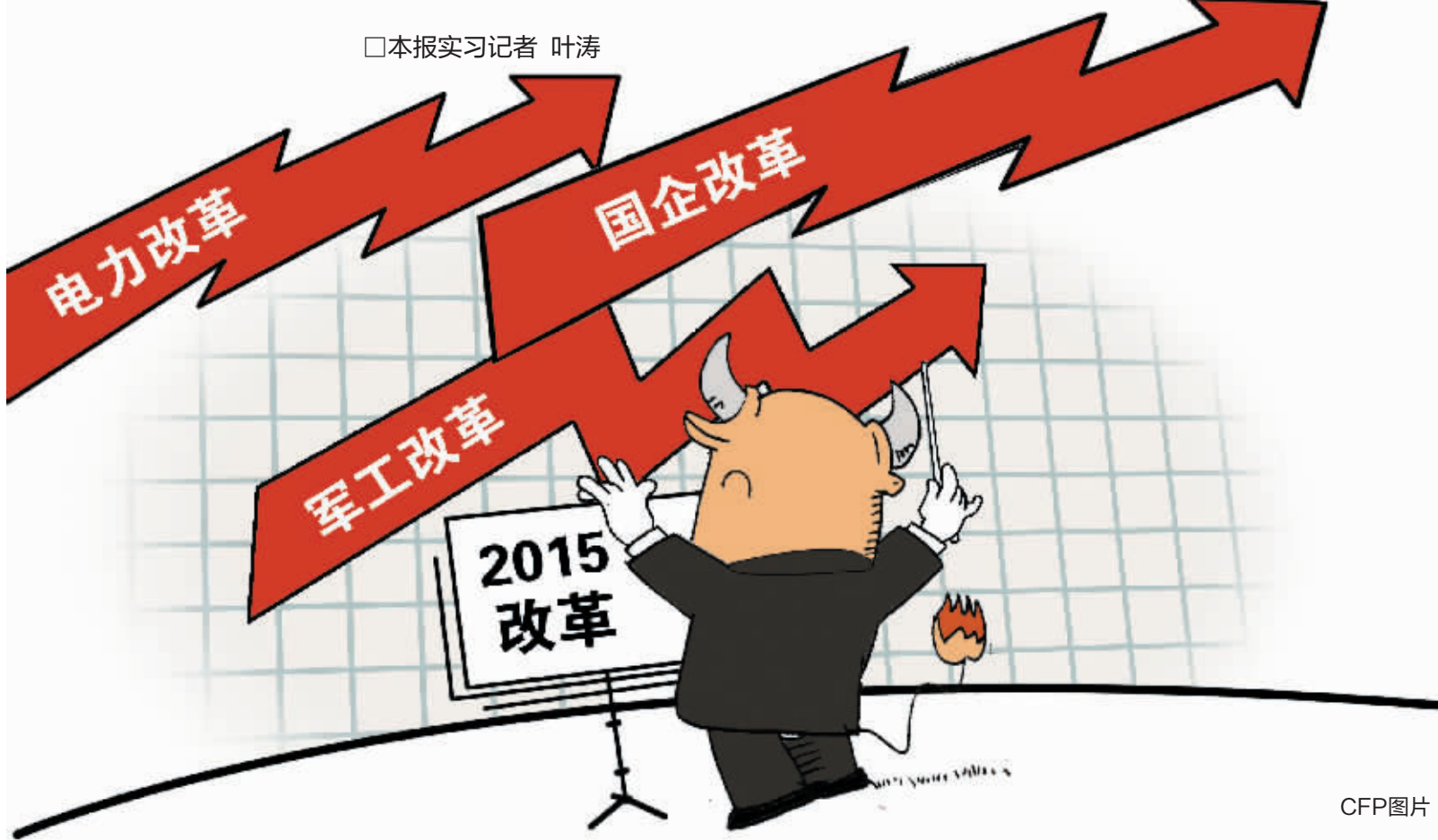


# 三箭齐发 改革主线贯穿2015

□本报实习记者 叶涛



CFP图片

在中国经济步入“新常态”的阶段背景下,改革与政策依旧是2015年A股行情的关键影响因素。从政策逻辑看,改革是提升我国潜在增长率、实现我国经济健康可持续发展的动力来源和有力保障。十八届三中全会之后,市场定义2014年为我国全面深化改革的元年,我国在财税、能源、国有企业、土地、对外开放等领域的改革都取得明显进展。改革步伐的加快也成为资本市场整体信心回升、A股重新焕发新机的重要因素。从已经“亮剑”改革的领域来看,尽管不乏土地改革、盐业改革、养老金改革等新动向、新亮点,但国企改革、军工改革、电力改革作为涉及面最广、力度最大、影响面最深远的三大主线,仍将贯穿2015年A股始终,一系列丰富多彩的投资布局机会也将从中衍生。

## 国企改革篇

十八届三中全会提出混合所有制概念,2014年7月15日中央国资委推出央企混合所有制制试点,各地国资委随后围绕混合所有制纷纷推出国企改革方案,由此拉开了从中央到地方国企国资改革的序幕。截至目前,北京、上海、广东、安徽、江苏、浙江等多地已经公布国企改革方案;市级层面,包括湖南娄底、江苏盐城、湖北襄阳、江西景德镇也都相继公布了国企改革意见。

央企层面,国资委组织六家央企进行四个方面的试点,各试点央企在筹划设计自身改革方案,预计未来3-6个月内有有望陆续出台;能源、电信、金融等领域的央企改革也在自下而上的推进。中央企业负责人薪酬改革方案已获得通过,职务消费等旨在规范国企高管在职消费的尝试也在准备中。2014年下半年,伴随中央全面深化改革领导小组分赴重庆、济南、黑龙江等地密集调研,以及山西、甘肃、陕西等地国资国企改革意见的相继出台,国企改革开始全面加速。

但与以往改革有所不同,无论是引入战略投资者、管理层激励,还是董事会改革,此

轮改革的核心目标直指“提效”。按照三中全会精神,当前国企改革的目标已经清晰:首先是完善以管资本为主的国有资本监管体制;其次是建设国有资本投资和运营两类公司;再就是发展混合所有制,包括职业经理人、员工持股、激励机制等改革。

从国资委监管企业的行业分布来看,分布的领域九成以上是竞争性行业,如钢铁、有色、煤炭、化工、建筑、建材、机械制造、汽车制造等。其中垄断程度较高的是电力、石油、公用事业、军工等领域,还有部分属于消费行业,属于完全竞争性行业,如食品、商业、医药、纺织服装等。目前A股市场上共有977家国有企业,占公司总数量的38.5%,但是国有企业的总资产、总股东权益、总收入与总利润占比均超过60%。在资本市场上,国有企业同样占据着重要地位。

分析人士认为,2015年是国资国企改革落地年。深化国资国企改革,核心目标是要提高国有资本运营效率和国有企业活力。新常态下,提质增效要求国企必须进一步完善现代企业制度和市场化经营机制,适应公平开放透明的市场规则以及全球化4.0的“走出去”战略。

## 军工改革篇

国防军工5-10年长期牛市趋势不变,影响板块阶段走势有三大核心因素——外交局势、军工改革政策调整、军工企业业绩。2015年,我国外交环境恶化可能性较小,军工领域向民资开放、院所改制逐步推进,进入预期对现阶段;在军工业绩方面,军品订单将逐步恢复,军工业绩弹性较大。总体来看,军工板块超额收益可期。

2015年是“规划年”,包括军工在内的国民经济各行业均需要开展“十三五”规划的论证和起草工作,未来五年随着国家陆续出台的相关政策,我国军工体制改制将呈现加速趋势。军民融合是我国国防和军队建设长期坚持的战略方向,军民一体化成为军工体制改革的目标。目前,我国军民融合正处于深化发展期,我国的军民融合度在30%上下,在2015年要加速军工改革,几方面壁垒必须突破,主要集中在军工企业改制,军工科研院所改制,军民融合统一管理,军工信息化共享。

我国的军民融合正处于由初步融合向深

度融合推进的阶段。一是民参军。即民营企业/民营资本,或者以民品为主的行业企业进入军工领域。民营资本可通过持股国有军工企业的方式进入军工行业,具体可以通过员工持股或引入外部民资、民营资本在二级市场参与国投融资等。二是军转民。即军用技术民用化。应用领域包括北斗导航、通用航空、大飞机制造等。

军事工业在任何国家任何时期都处在技术研发和技术创新前沿,代表一国综合科学技术发展水平和国家科技战略高度。业内人士认为,就中国而言,最尖端的科技蕴藏在广大军工科研院所中,军工科研院所科技实力最为雄厚、生产产品附加值最高、盈利能力最强。通过产学研结合,军工企业能有效整合内部分散的科研资源,改变机制体制,可使先进科研成果在第一时间转化为生产力。随着改制政策出台,军工科研院所类资产重组不仅可提升上市公司业绩,更可提升估值,打开相关标的广阔成长空间。

## 电力改革篇

随着深圳试点方案的推出,新一轮电力改革重新拉开帷幕,电力能源领域的改革既是决定经济发展的基础,又是节能环保问题的根源。新一轮电改对未来发电、输配电、售电产业格局产生深远影响,是2015年行业一大重要投资领域。输配电价改革、分布式与微电网建设等制度性调整,推进电改“软件工程”,同时统筹各区域交易平台,初步形成全国统一的电力交易市场雏形,发展一批售电公司,逐步发展全用户、多品种的电力批发市场,实现“硬件工程”的建立。

按照深圳市输配电价改革试点方案,电网不再作为电力交易主体,而是以输配电服务角色的角色出现,只收取“过网费”,目的是打破电网依靠买电、卖电获取购销差价的盈利模式。政府部门以电网有效资产为基础,核定准许成本和准许收益,以成本加成的方式固定电网总收入,并公布独立的输配电价。权威人士认为,深圳输配电价改革试点按国际通行的核价方法监管电网企业收入,加强对电网

企业成本的约束,同时引入激励性机制促使企业提高效率,标志着我国对电网企业监管方式的转变,也是电价改革开始提速的重要信号,将为推进更大范围的输配电价改革积累经验,并为下一步推进电力市场化改革创造有利条件。

在发电端方面“竞价上网”是发电端的最大变化,企业的边际成本优势将充分显现。从发电企业的成本和竞争优势来看,作为清洁能源的水电公司发电成本低,竞价能力强,在电价市场化的过程中将明显受益。刚刚召开的2015年全国能源工作会议透露,我国将2015年能源发展方向定调为“积极发展水电、安全发展核电,大力发展风电、光伏、生物质等新能源”。因此,优质水电类企业有望在政府的支持下拥有更多机遇。

而发电效率高、能耗较低的火电企业,尤其是在在拥有较低煤炭成本的内蒙古、山西等地,火电企业将直接从中受益。作为在内蒙古的发电龙头的内蒙古华电,其以大容量、高参数、低耗能的大型火力机组为主,大力发展电力外送项目,包括特高压电源点建设以及清洁能源建设。一旦经特高压电网外送至高电价服务区(京津冀、华东、华南等),则竞价优势显现。漳

预计2015年国资委体系下的国企改革将分为三个层次:首先是构建“国资委-国有资本运营和投资公司-国有企业”三层次管理构架,构建国资流动平台,将国资委对国有企业的监管职能和股东职能分开,由企业管理者变为国资监管者;其次是改革国有企业治理体制,即真正落实现代企业制度和公司治理层面上的混合所有制;最后是为配套人事制度方面的董事会三项试点以及后续的市值管理,建立起完善的激励约束机制。

展望2015年,国企改革正在提供新一轮新的中期机会。以上一轮国企改革中优秀实践者的经验轨迹来看,改革无一例外地令他们取得了巨大的市场成功。有市场人士认为,新一轮国企改革还有很大的空间值得继续发掘,建议从两条主线把握投资思路:首先是改革起步较早的广东省上市国企;其次是央企混合所有制改革试点公司,与其漫天撒网,不如集中于改革力度和成效更值得期待的央企相关上市公司。具体选股逻辑上,则可从改革推进力度大的重点区域、有较好发展前景的行业、有核心看点与改善潜力的公司三方面入手。

在军工信息化方面,国家推进军工信息化的步伐正在加快。十八届三中全会明确了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。相关资料显示,我军战略预警、军事航天、防空反导、信息攻防、战略投送、远海防卫等力量建设都还处于起步阶段,与真正的军事信息化强国相差甚远,为满足军事大发展,军队装备升级需求十分迫切,装备建设、信息化建设已迫在眉睫。

2015年上半年,有关部门还将公布国企混合所有制改革办法,届时各军工集团内部具体改革方案也将陆续出台,这必将长期利好各军工集团旗下优质平台公司。目前,我国十大军工集团的资产证券化率还很低,和美国相比我们还有较大的空间,资产证券化率的提升将进一步促进军工行业改革,优化股权结构。

泽电力作为山西省发电企业,正在建设鄯善协力和太阳能光伏项目,预计近期完工,公司2014年11月13日侯马热电2x300MW机组正式投产发电,将成为新的利润增长点。

目前,《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》已经获得国务院常务会议原则性通过,其基调就是“四放开、一独立、一加强”,即输配以外的经营性电价放开、新增配电业务放开、售电放开、发电计划放开,交易平台相对独立,加强规划。从政策看,五大电力集团有望成为售电主体。对于火电而言,在目前宽松的电力供需格局下,多数火电企业受制于固定上网电价和计划电量,机组利用率持续降低,随着电改的推进,大用户直购有望逐步从试点向全国铺开,这将有利于具备成本优势和区位优势(如靠近大用户负荷中心)的燃煤火电企业通过市场化手段增收增利。此外,水电行业发电成本较低,如若参与供电主体,具备竞争优势,有望提升售电电价。

据统计,A股电力上市公司发电资产容量约占发电总装机容量29%,属于较优质资产,随着发电端和售电端市场放开,发电公司将参与电网利润分配,有助于提升行业整体盈利水平。

## 券商眼中2015改革主题

●**金融改革**:中银万国证券认为,当前我国金融体系正处于制度变革与转型的关键时期:利率市场化、人民币国际化、金融混业化快速推进,各类金融创新快速推陈出新,它们是金融混业的基本载体和主要表现形式。在这个过程中,金融体系结构逐步发生重大变化,融资模式和金融机构重要性重新排序,同时金融机构和实体经济也逐步表现出对“风险管理”和“更高服务能力”的金融创新工具的更强烈需求。未来,创新将向以“风险管理”和“服务实体经济”为核心转变。首先,金融工具创新注重满足实体经济和金融机构两方面风险管理需求;其次,更加关注风险的“主动管理型创新业务”将成为同业合作的主流模式;最后,注重服务功能的类存款现金管理工具将加速发展。对此,监管层和各类金融机构将协调配合,通过制度完善和提升金融机构核心竞争力来迎接金融混业。

●**农业改革**:齐鲁证券认为,中央农村工作会议以及接下来中央一号文件带来强烈农业改革预期,2015年农垦系统将迎来加速变革的一年。此次中央农村工作会议议题涉及农业现代化、农村土地制度改革、农产品价格改革等“三农”领域诸多关键改革领域。目前,农业部正在制定《中国农业可持续发展规划》,根据国土情况将农业发展划分为鼓励发展区、支持发展区、限制发展区和禁止发展区等四大领域。预计国内方面,农垦系统将通过并购整合实现区域内高度辐射,通过战略联盟实现区域间协同发展;国际方面,农垦系上市公司将借助国家资本的力量积极拓展海外影响力。在生产领域变革方面,农垦系统将最新实现现代农业的生产方式,并通过示范作用带动周边发展。未来农垦系统将在全国率先引入国际先进的农业生产系统,以信息化、机械化等集约型生产方式带动垦区经营效率提升,转变农业发展方式。农垦系统上市公司将直接受益,农资平台类公司也将分享成长的蛋糕。

●**盐业改革**:在被提及多年之后,有关食盐专营制度取消的传闻近期得到官方确认。目前,工信部正加紧制定盐业改革方案,改革总的方向是政企分开,取消食盐的专营制度,力图建立盐业企业自主经营和公平竞争的市场机制。光大证券认为,盐业改革的推进将产生深远影响,整个盐业市场格局有望迎来重塑过程。食用盐行业的市场化改革从长期来看将有利于提升龙头企业的盈利能力。专营体制导致目前国内食盐产品的品牌效应不明显,放开价格之后短期内由于企业抢占市场份额可能会陷入价格战,但从长期来看有利于提升龙头企业的盈利能力。借鉴国外成熟盐业市场,食用盐行业在专营体制放开后基本都沿着垄断(改革前)-分散(改革后)-集中(优胜劣汰)的路径发展,最终行业将由具有品牌效应的龙头企业再次占据主导地位。

●**医疗改革**:中航证券认为,2015年我国新医改将持续推进,重心依旧是在公立医院改革领域,改革带来行业利益的重新划分,民营医院仍具有较好的发展前景,随着医药分离的推进,我国流通行业有望形成多层次的销售渠道并存的局面,市场格局将有望重新构建;北京、青海、江苏等多地逐步推行分级诊疗服务制度,分级诊疗的实施有望将大部分慢性病患者截留在基层医疗市场,有利于慢病基药市场的扩容。此外,随着国内居民收入水平提升,消费前置、多层次消费需求将会为市场带来较大的投资机遇。

●**高端装备**:东兴证券认为,2015年铁路投资有望继续抬升,铁路投融资体制改革加速推进,行业保持景气度;同时高铁“走出去”契合国家“一带一路”战略,高铁外交初见成效,铁路输出大有潜力;动车组零部件国产化进程加速,刹车片、连接器、车门等加快进口替代。此外,随着中国版“工业4.0”计划呼之欲出,工业机器人普及是实现“到2025年中国制造业迈入制造强国行列的必由之路”,再加上机器人制造正处黄金十年,劳动力拐点驱动机器人行业摆脱经济低速增长束缚,步入内生性高速增长阶段,预计2015年板块估值将有调整,建议寻求个股预期差。

●**环保行业**:招商证券认为,2015年是“十二五”的收官之年,从投资、策略、估值等多方面分析,看好环保板块整体表现,处于历史低位的板块估值有望回升。重点推荐长期成长空间大且行业正提速的危废处理及再生资源细分领域,以及大气治理近零排放改造、水务改革、智慧环保三个转型改革新方向。

