



大浪淘金，迎风起航

--2017年中小市值年度策略

2017.01.04

作者：刘晓波

执业证书编号:S0930512080003

证券研究报告

01 回顾

- 板块回顾
- 当前重点推荐标的

02 冷链物流

- 成长空间广阔
- 产业链概况
- 商业模式

03 碳纤维

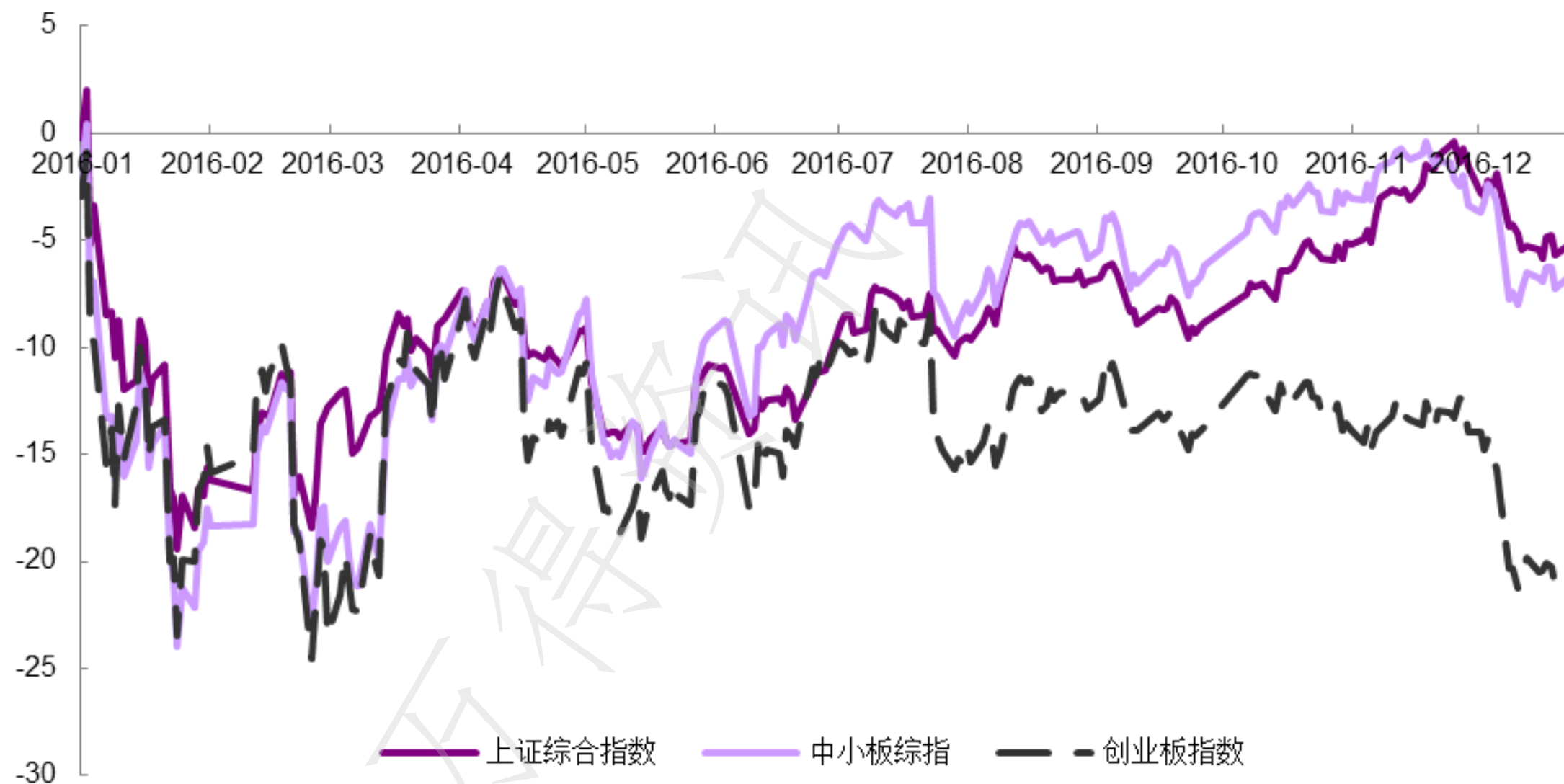
- 行业最新变化
- 拥有完美性能的“黑色黄金”
- 供应端与需求端

04 国企改革

- 国企改革历程、进展
- 国企改革五大重点方向
- 国企改革三大投资主线

板块回顾：中小创表现疲弱

图：2016年上证综指、中小板指数、创业板指数收益率（单位：%）



资料来源：wind

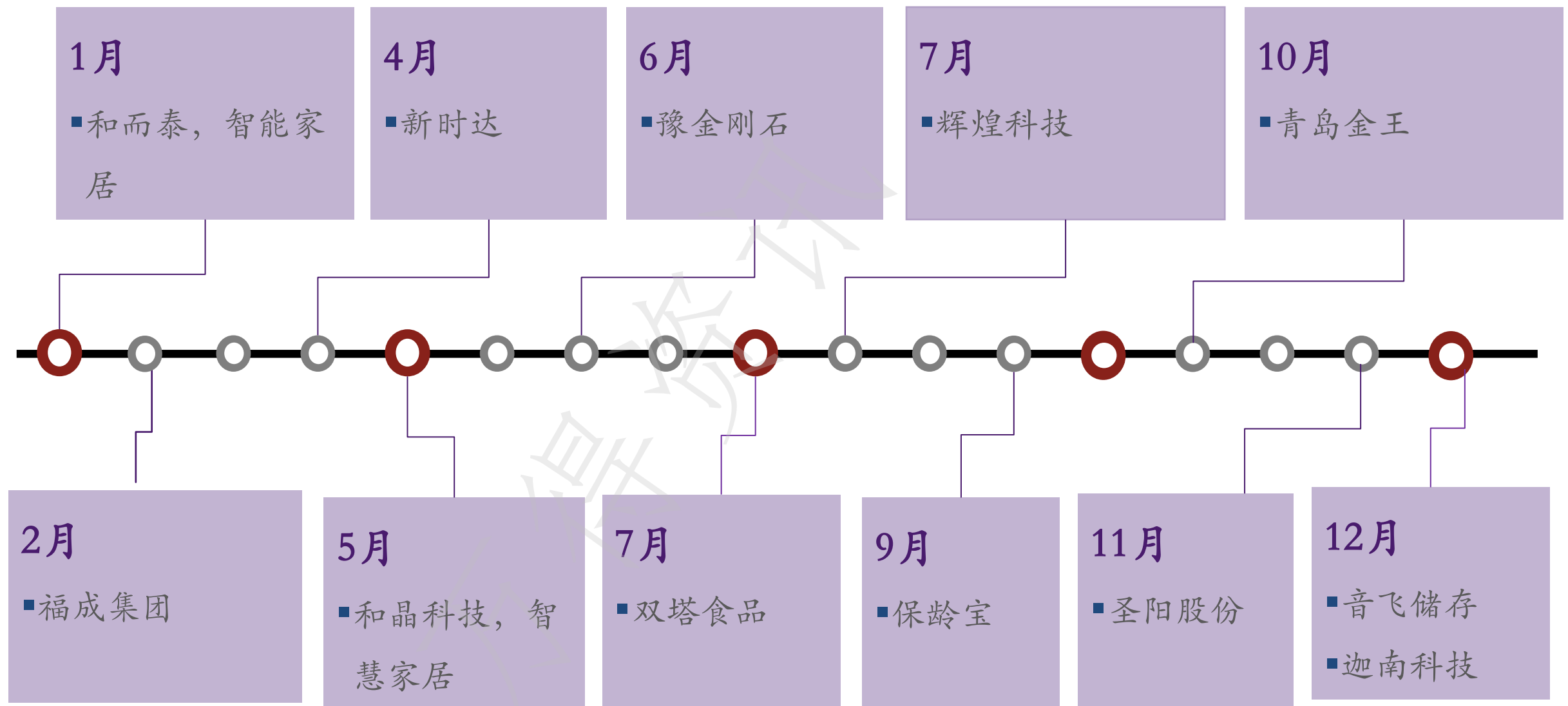
中小板-6.72%，创业板-20.98%

上证综指涨幅 -5.51%

（以2016年12月27日收盘为准）

年度回顾

图：16年研究进展



资料来源：光大证券研究所

2017年：两大产业、一大主题



冷链物流

- 成长空间广阔
- 产业链概况
- 商业模式
- 重点关注：烟台冰轮、大冷股份...



市场需求巨大

两大行业催化剂



生鲜运输



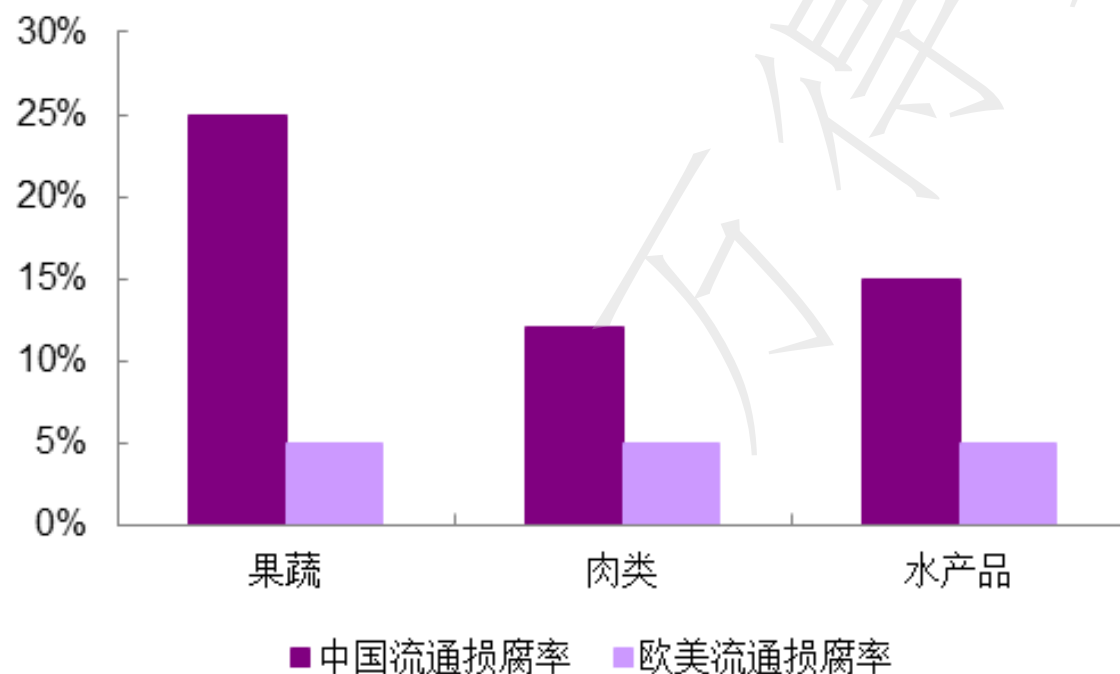
药品运输

国内消费易腐食品超过**10亿吨**

需要冷链运输的超过**50%**，但目前综合冷链流通率仅为**19%**

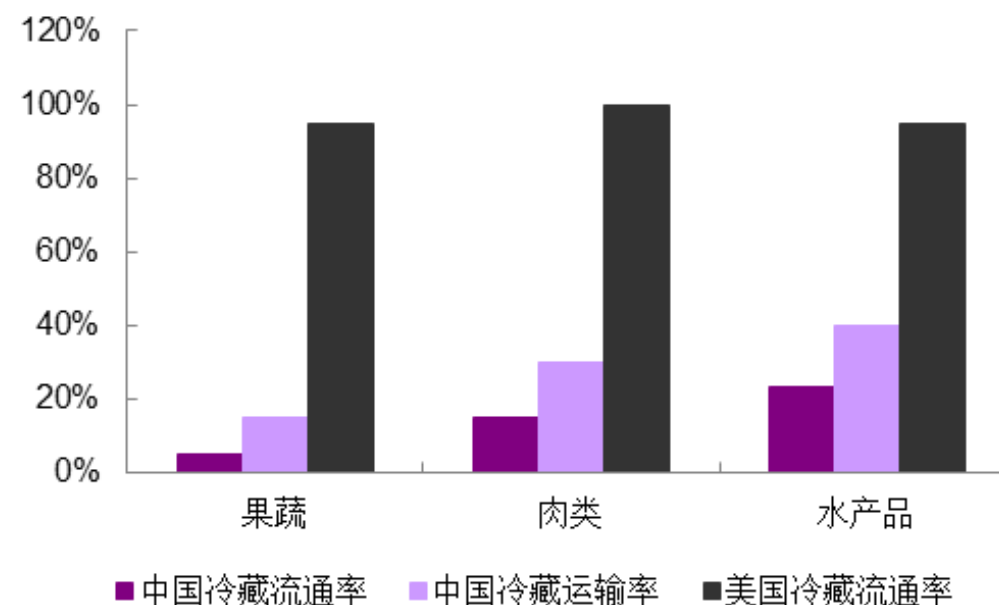
(欧美水平达到95%)

图：2015年中国和欧美农产品流通损腐率对比



资料来源：农产品冷链发展数据报告

图：2015年中美冷藏流通运输率对比

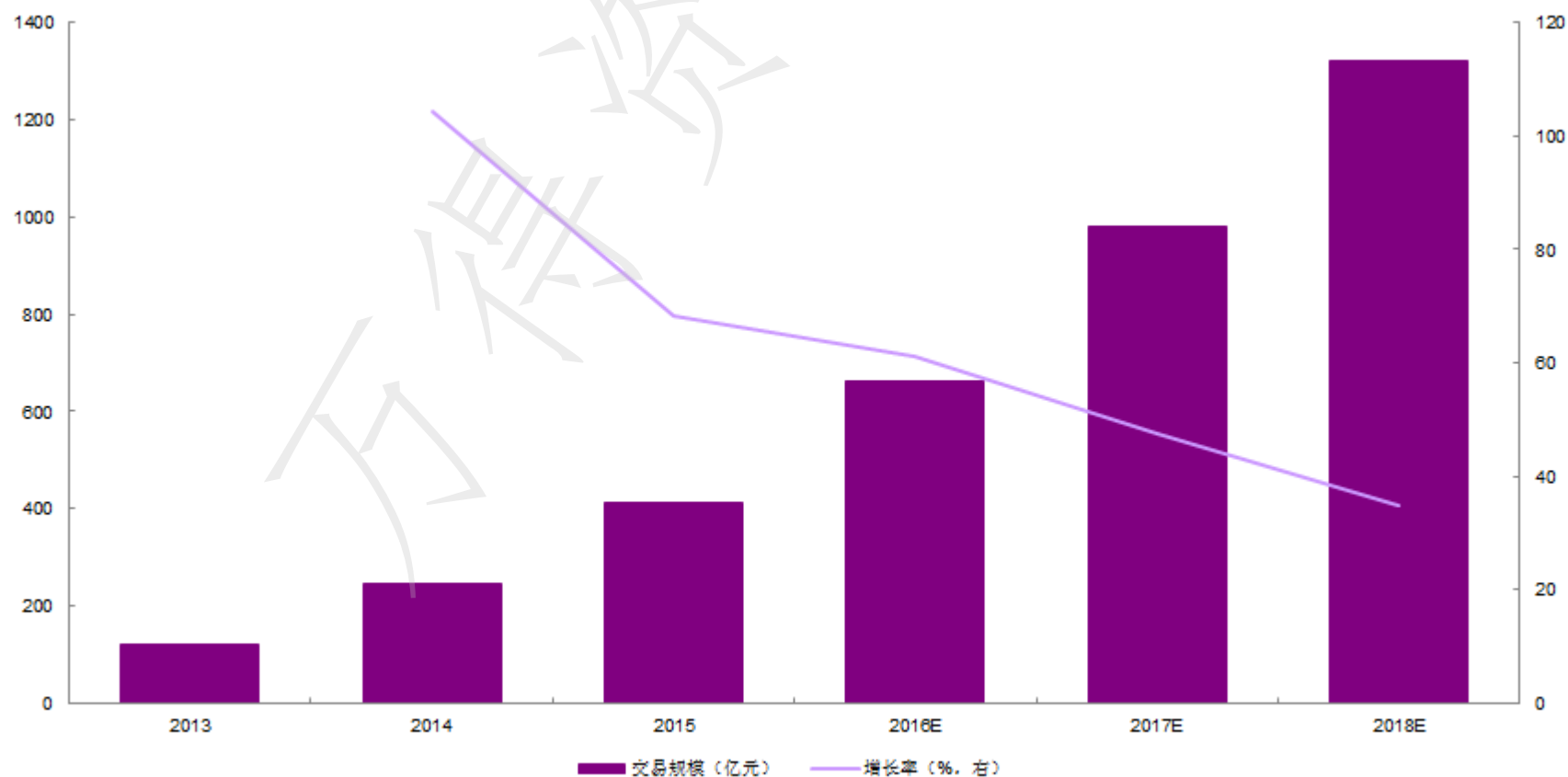


资料来源：农产品冷链发展数据报告

生鲜电商(冷链物流新需求)

- 2015年生鲜电商市场交易规模达**497.1亿元**，增长了**80.8%**
- 2015年最畅销的生鲜网购品类TOP3分别是水果、乳品和肉类
- 生鲜配送当日到达率已经达到52.5%，两天内到达率超过2/3

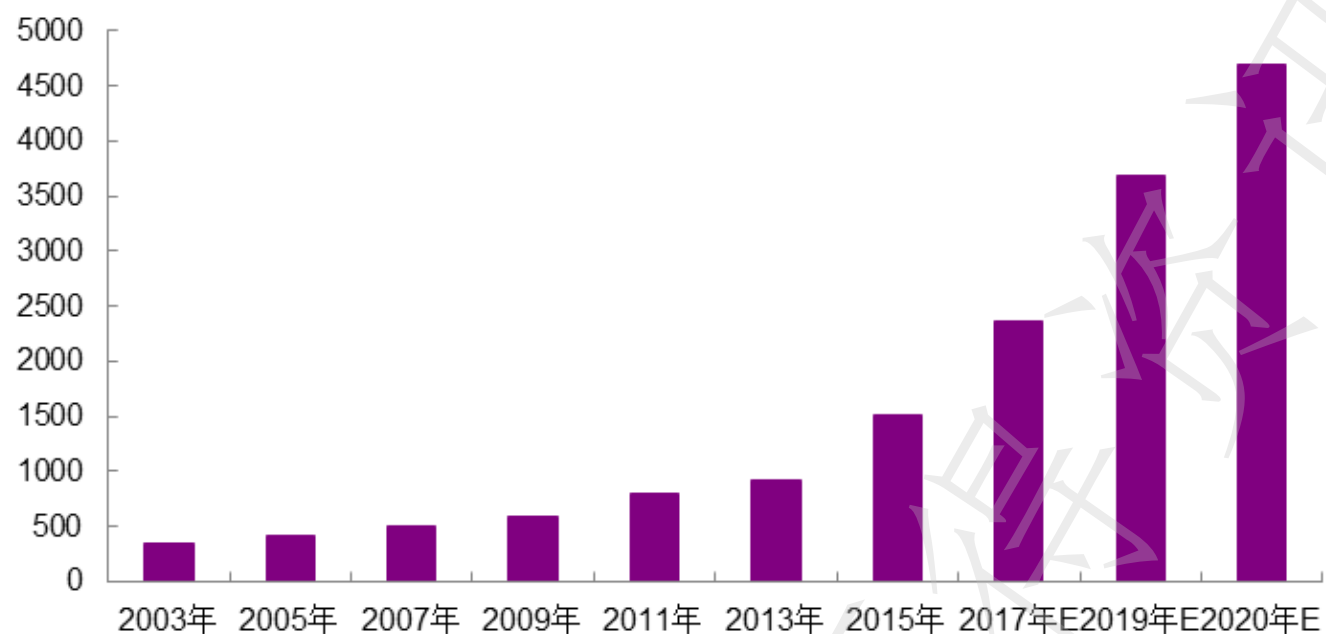
图：中国生鲜电商市场交易规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询

成长空间广阔

图：冷链物流行业市场规模迅速爆发（亿元）



资料来源：中国产业信息网

市场规模迅速爆发

- 2006-2016年，政府相关政策不断出台
- 预计到2020年，市场规模**4700亿**
- 年复合增速将超过**20%**
- 整体平均毛利率在15%~20%之间

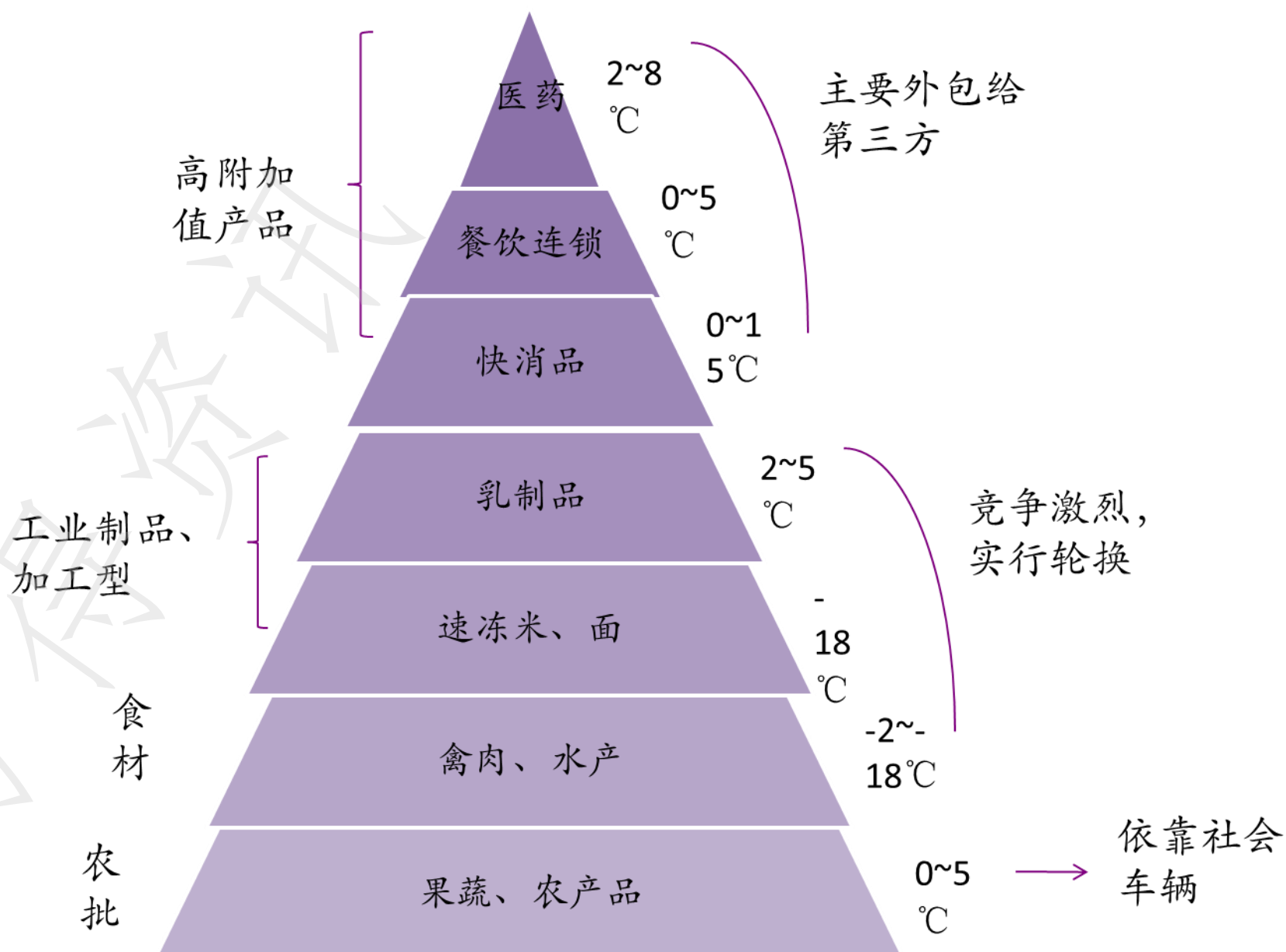
冷链物流金字塔

图：冷链物流金字塔客户分类

塔顶客户为高附加值的医药、餐饮连锁、快消品类，冷链物流多数采用外包的形式

中间为工业制品和加工型乳制品、速冻米面食品类，也是冷链物流竞争最激烈的市场

最底层为果蔬、农产品类，主要的运送形式依靠社会车辆



资料来源：光大证券研究所

上游：冷链技术和设备是基础

表：四大类冷链技术比较

类别	阶段	采用冷链技术
第一类	源头	真空预冷技术、冰温预冷技术
第二类	贮藏	自动冷库技术
第三类	冷藏	冷藏车、冷藏集装箱
第四类	综合	果蔬冷链物流供应链管理系统

资料来源：光大证券研究所

图：国内冷链上游设备制造商

冷库冷藏设备制造商

- 大连冰山、烟台冰轮、汉钟精机、澳柯玛等

运输车辆制造商

- 国内整车制造厂商
- 其他社会闲散车辆

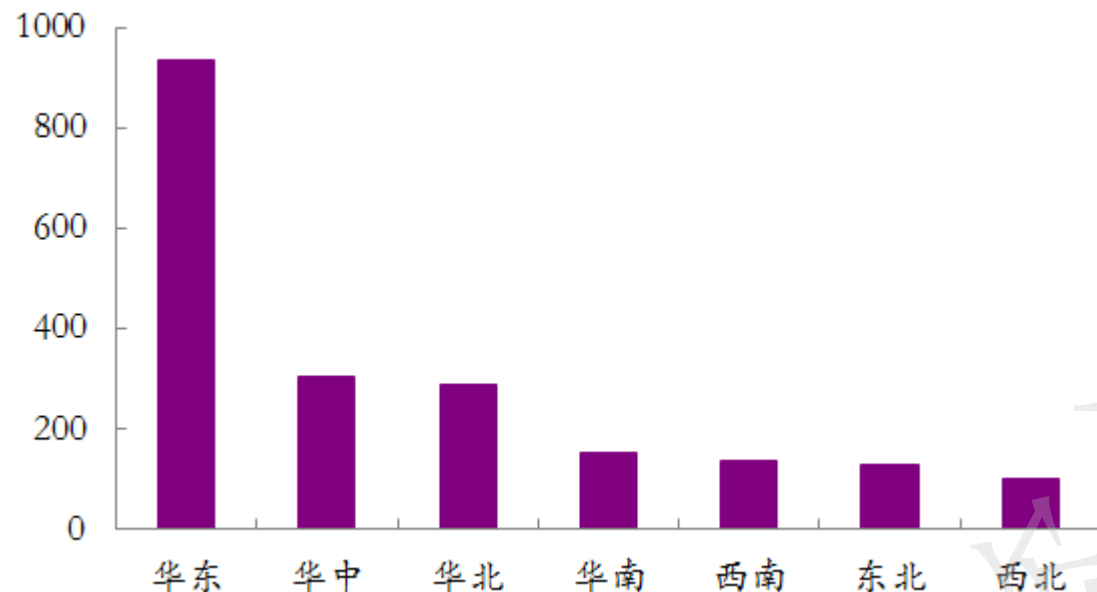
资料来源：光大证券研究所

四种主要
冷藏技术

主要设备
供应商

中游：冷库建设是核心

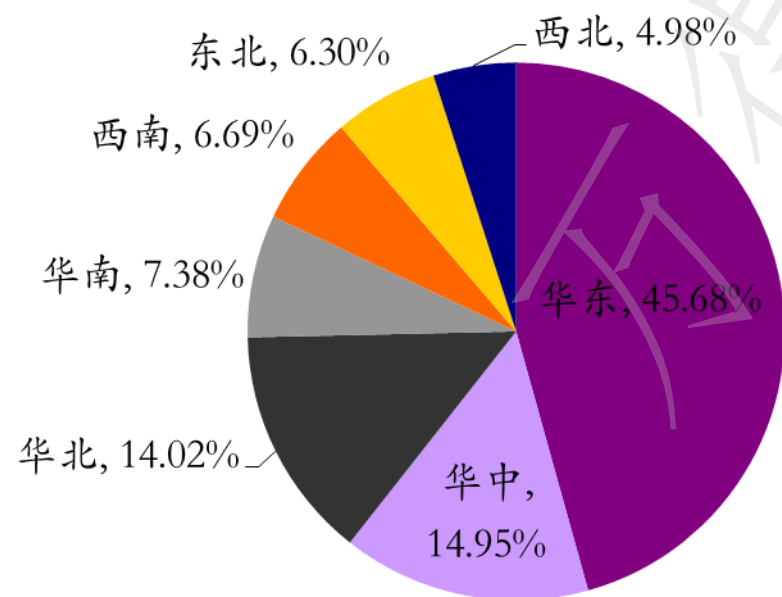
图：我国七大区域冷库保有量（万吨）



资料来源：中国冷链物流网

冷库总容量巨大，但人均占比小。我国目前的冷库总容量超过8000多万立方米，可存储超3000万吨的商品。人均冷库容积在0.1~0.3之间，低于世界大部分国家

图：我国冷库保有量分布区域



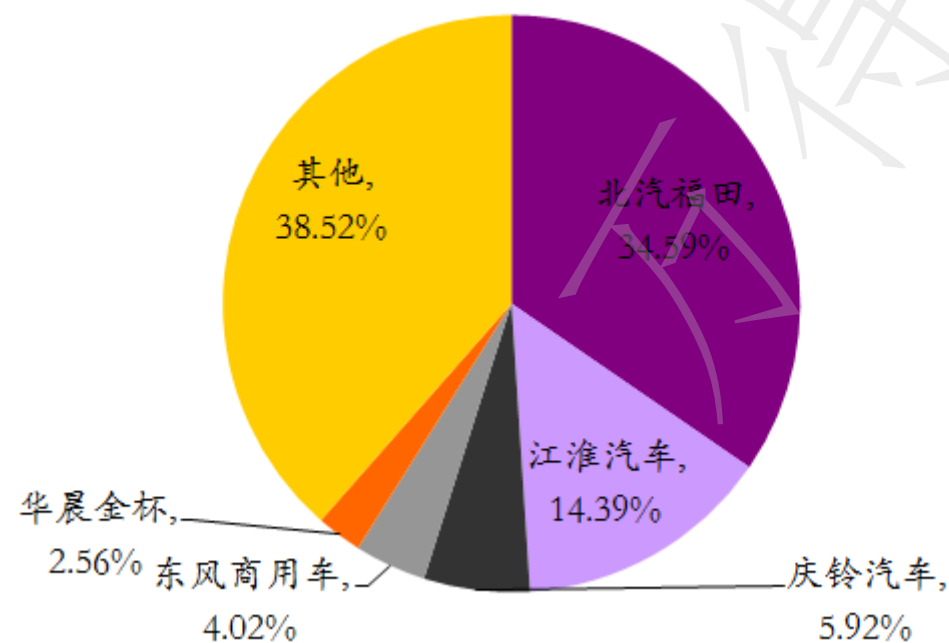
资料来源：中国冷链物流网

我国冷库建设发展失衡，主要分布在北京、上海等一线城市，而西北片区等内陆城市的分布相对较少

下游：冷链物流配送提供安全保障

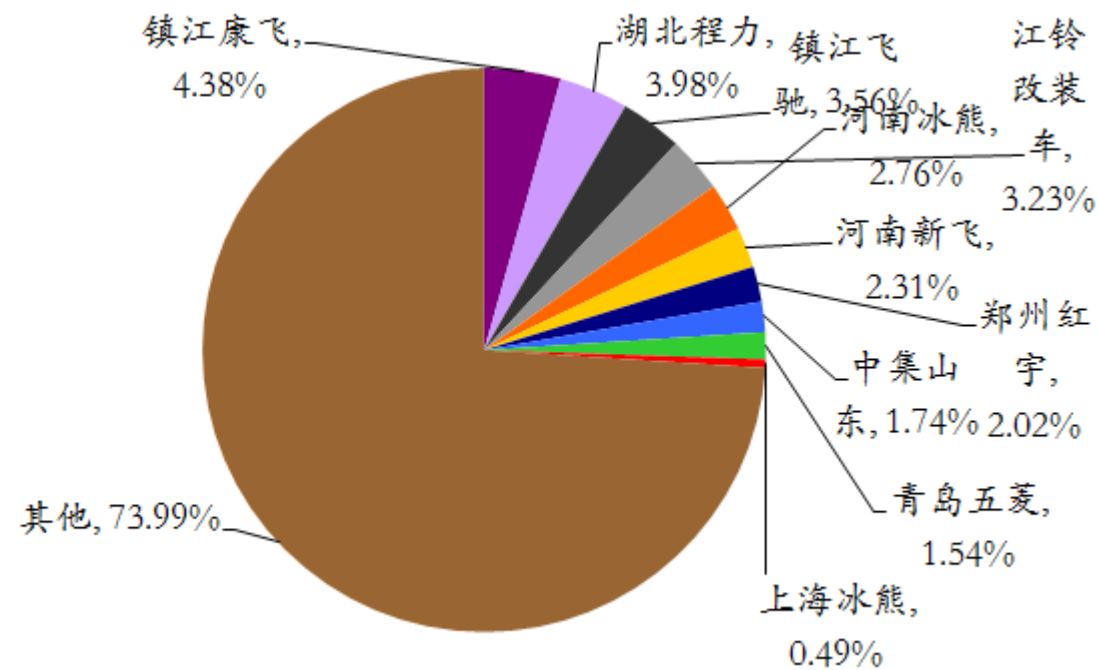
- 2015年我国冷藏车的销量达到1.8万辆，同比增长了9.65%
- 2000-2015年，15年间翻了近5倍，CAGR超过10%
- 中国共有大小近100家企业生产冷藏车
- 冷藏车销量前十名的改装车生产企业销量占全国总销量的26.01%

图：2015年我国冷藏车销量前五名主机厂商



资料来源：专用车中国

图：2015年我国冷藏车销量前十名改装车生产商



资料来源：专用车中国

冷链服务供应的主要商业模式

表：中国冷链物流主要的8种商业模式

类型	介绍	代表企业
运输型	以从事货物低温运输业务为主，包括干线运输、区域配送以及城市配送	双汇物流、荣庆物流、众荣物流
仓储型	以从事低温仓储业务为主，为客户提供低温货物储存、保管、中转等仓储服务	太古冷链、普菲斯
城市配送型	以从事城市低温仓储和配送一体业务为主	北京快行线、上海新天天、深圳曙光
综合型	以从事低温仓储、干线运输以及城市配送等综合业务为主	招商美冷、上海广德、北京中冷
交易型	以农产品批发市场为主体从事低温仓储业务为主	联想白沙洲、深圳农产品、江苏润恒、福建名成
供应链型	从采购开始一直到终端整个过程提供低温运输、加工、仓储、配送服务，然后由分销网络把产品送到消费者手中的将供应商，制造商，物流商，分销商，连成一个整体的功能网链结构	中国：武汉良中行、鲜易供应链、顺丰冷运、九曳供应链 美国：SYSCO、US FOOD
电商型	主要为生鲜电商商家提供极速配送的生鲜服务商	爱鲜蜂、京东到家、神盾快运
互联网+型	以大数据、物联网技术、IT技术为依托，融合物流金融、保险等增值服务，构建“互联网+冷链物流”的冷链资源交易平台	冷链马甲、码上配

资料来源：中国物流产品网，光大证券研究所

第三方冷链物流为当前主要服务供应模式

表：四种第三方冷链物流模式

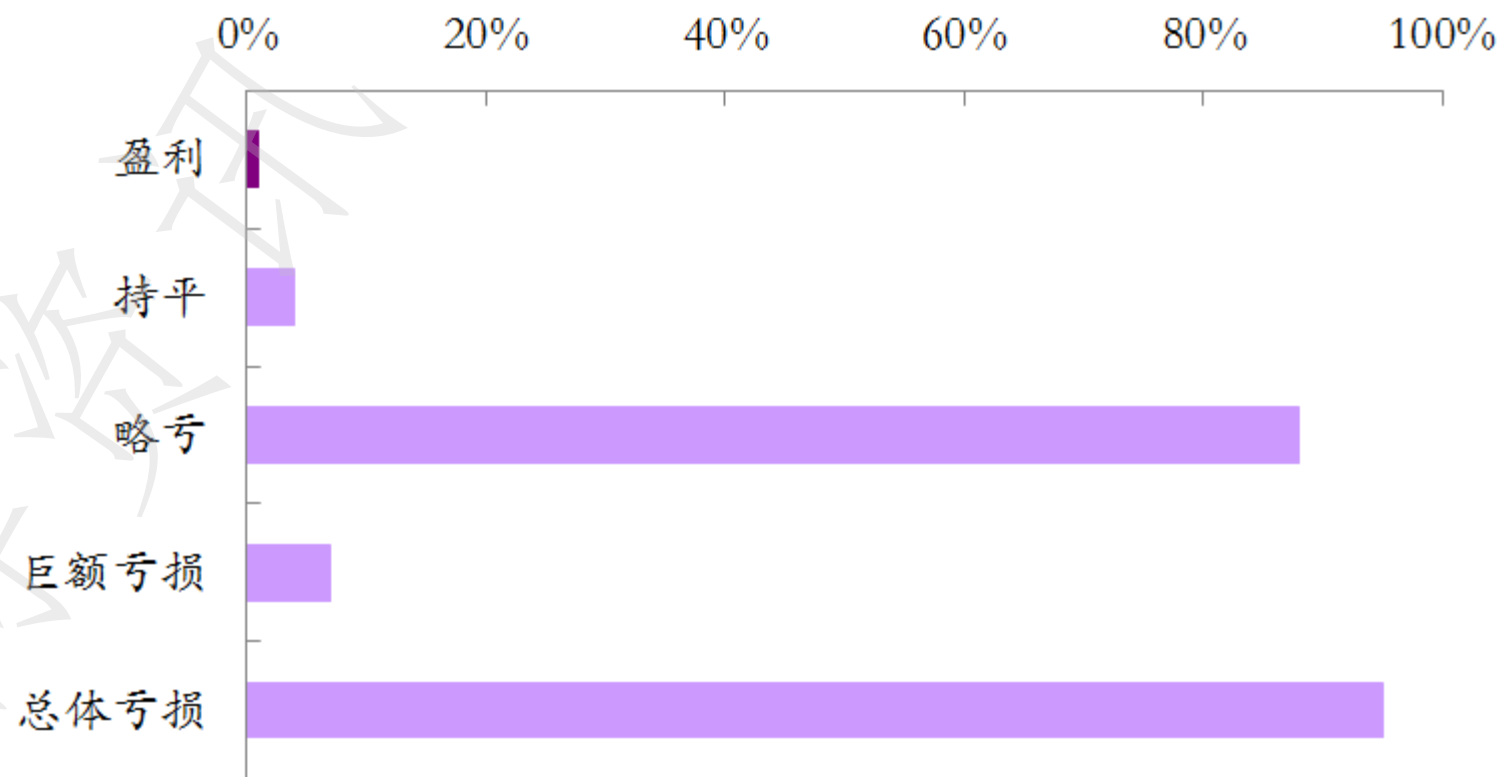
模式名称	特点	具体描述
顺丰冷运模式	快递企业开拓冷链市场	整合顺丰物流、门店、电商等资源，为生鲜食品提供冷冷运干线，冷运仓储，冷运宅配，生鲜销售，供应链金融等一站式解决方案。现顺丰拥有4条省际干线，6条城际干线，120辆自有冷运车，7733辆外包冷运车
京东商城模式	电商开拓冷链市场	15年1月，京东组建生鲜冷链项目组。15年11月，京东物流冷链配送面向京东平台卖家、生鲜垂直电商全面开放
河南鲜易供应链模式	传统肉制品制造商和O2O生鲜供应链服务商联合开拓冷链市场	定位于生鲜供应链解决方案运营商，为零售业、餐饮、终端消费者提供运输和仓配一站式服务
九曳供应链模式	独立第三方冷链物流	提供加工、包装、冷链宅配等“一站式”服务。现已开通北京、广州、上海、成都等冷链集散中心，整合上百条冷链干线，宅配可覆盖25个省份的将近100个城市

资料来源：中国产业信息网

降低成本是行业首要发展目标

- 国内农产品电商接近4000家，其中仅有**1%**盈利
- 昂贵的冷链物流成本主要是由运输成本、仓储成本、库存成本和管理成本组成。其中运输成本与仓储成本所占比例较大，而库存成本的比例相对较小

图：目前生鲜电商盈利水平较差



资料来源：中国食品报

打开冷链利润空间的五大方法

图：打开冷链利润空间的五大方法



资料来源：物流时代周刊

重点关注：烟台冰轮

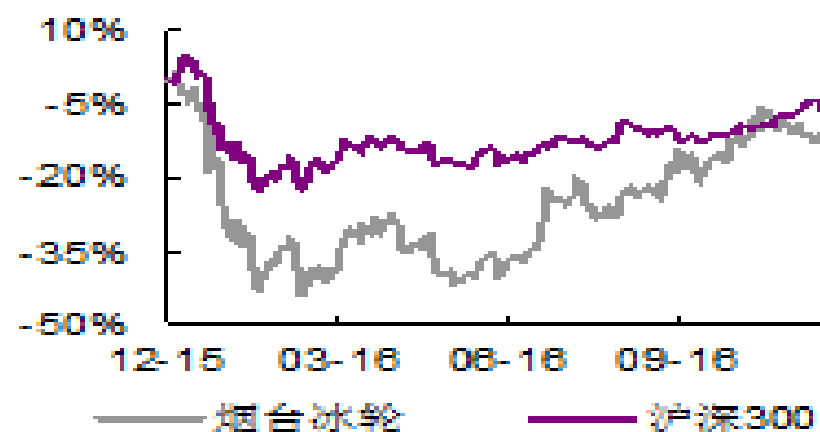
- 1 公司拥有低温、中温、高温三大板块的全温差产业布局，产业链条完善
- 2 持有万华化学股票价值超过1.85亿元，旗下其他参股公司利润贡献稳定，投资收益显著
- 3 公司是冰轮集团的核心企业，不排除未来资产注入预期

我们预计公司2016~2018年EPS分别为0.64元，0.72元和0.81元，给予2016年22倍PE，对应目标价18.0元，维持“买入”评级

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,691	2,869	3,353	3,934	4,679
营业收入增长率	10.66%	6.70%	16.89%	17.32%	18.93%
净利润（百万元）	208	308	279	312	352
净利润增长率	-17.99%	47.96%	-9.14%	11.66%	12.78%
EPS（元）	0.48	0.71	0.64	0.72	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.89%	15.53%	12.49%	12.65%	12.92%
P/E	30	20	22	20	18

图：公司近一年股价表现



风险提示：冷链行业发展受阻的风险；应收账款增加的风险

资料来源：光大证券研究所

重点关注：大冷股份

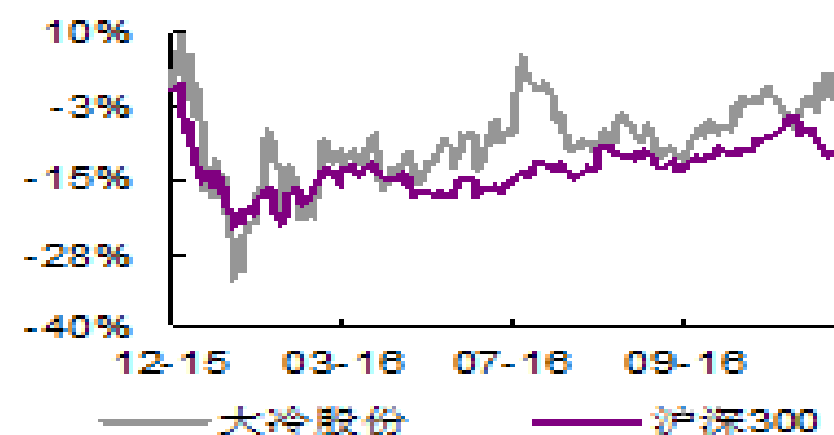
- 1 先后参股武新制冷、三洋高效、晶雪冷冻和三洋明华等多家公司，外延扩张持续推进
- 2 15年完成股权激励，股本占比2.9%，16年将继续实施新的股权激励，股本占比达2.17%
- 3 大股东冰山集团经营控制权从10%提升至20.2%，而公司作为冰山集团旗下唯一上市公司，存在资产注入预期

我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.28元、0.37元和0.44元，给予2016年37倍PE，对应目标价14.80元，维持“买入”评级

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1426	1608	1768	2034	2339
营业收入增长率	-7.16%	12.75%	10.00%	15.00%	15.00%
净利润（百万元）	115	130	170	222	265
净利润增长率	-24.55%	12.57%	30.96%	30.18%	19.43%
EPS（元）	0.19	0.22	0.28	0.37	0.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.87%	4.91%	5.00%	6.20%	7.02%
P/E	55	49	37	29	24
P/B	3	2	2	2	2

图：公司近一年股价表现

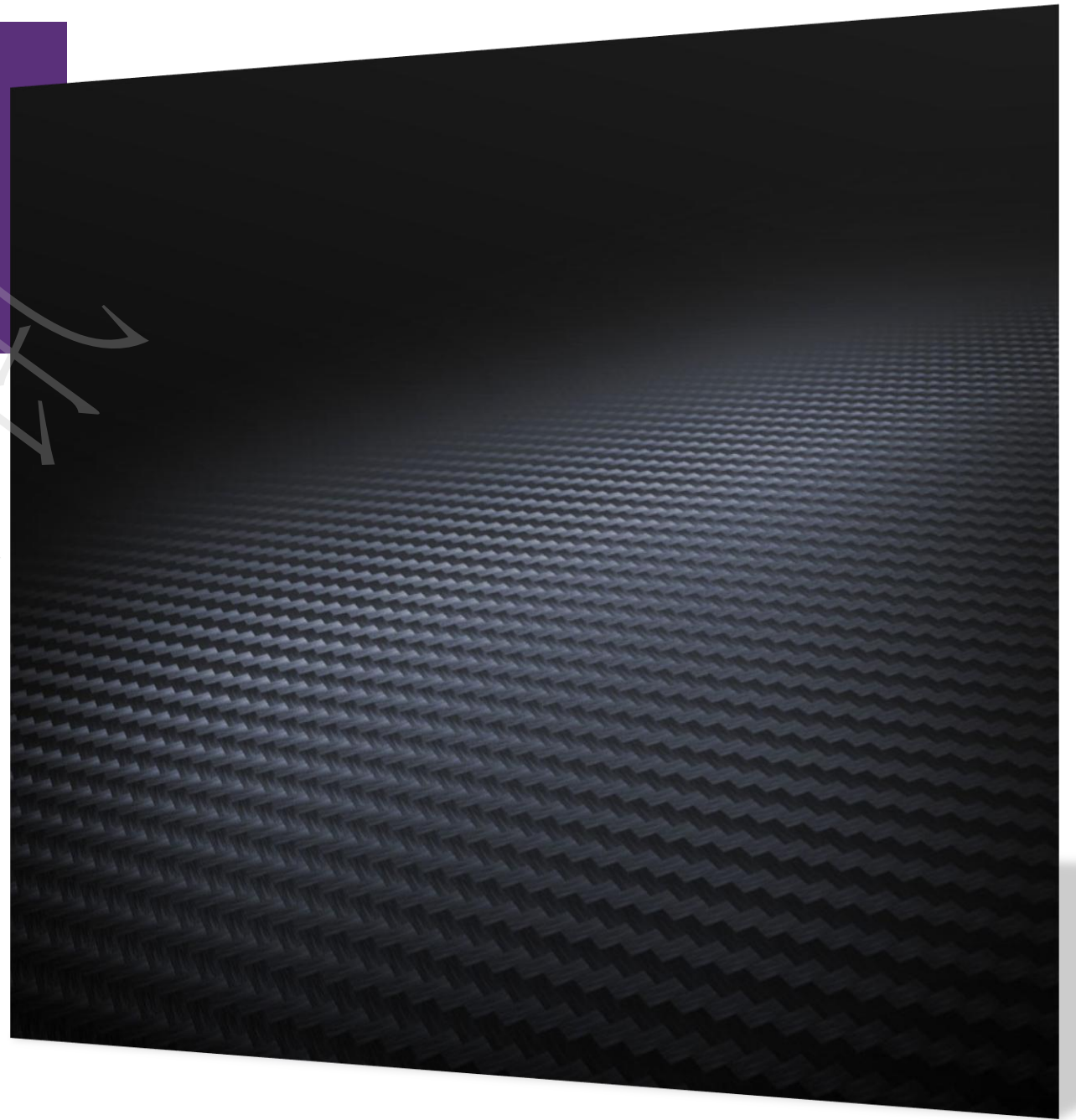


风险提示：业务整合低于预期

资料来源：光大证券研究所

碳纤维产业

- 行业最新变化
- 拥有完美性能的“黑色黄金”
- 供应端：日美欧垄断，国内寻求技术突破
- 需求端：三大领域产业爆发在即
- 重点关注：精功科技、楚江新材



行业最新变化

政策

- 创新作为驱动发展的持久动力，将在“十三五”规划中重点强调，碳纤维、石墨烯等新材料极有可能进入政府扶持计划

技术

- 日美欧将T800及以上针对高级别航空的碳纤维对中国禁运，江苏恒神和中复神鹰相继实现千吨级T800S和T800碳纤维原丝线生产能力，推进了T800原丝的产业化

价格

- 主要原料丙烯腈价格下调，从2014年的1.4万元/吨下降至8000元/吨，碳纤维原丝成本降至1万元/吨左右，T300、T700、T800随着产业化进程推进，价格不断下降

需求

- 宝马2018年将发布碳纤维打造的全新古思特车型，同时将扩建碳纤维产能至9000吨，国产大飞机C919主要结构将使用约12%的碳纤维复合材料

布局

- 江苏恒神建立了从碳纤维原丝到终端复合材料“一条龙”的完整产业链，康得新与国内外高校和企业合作，不断推动新能源汽车中碳纤维组件的研发，海源机械增发募集6亿元投向新能源汽车碳纤维研发

碳纤维性能突出，技术壁垒高

碳纤维（carbon fiber，简称CF），是一种含碳量在95%以上的高强度、高模量纤维的新型纤维材料。它是由片状石墨微晶等有机纤维沿纤维轴向方向堆砌而成，经碳化及石墨化处理而得到的微晶石墨材料。碳纤维是一种力学性能优异的新材料，它的比重不到钢的1/4，碳纤维树脂复合材料抗拉强度是钢的7~9倍。

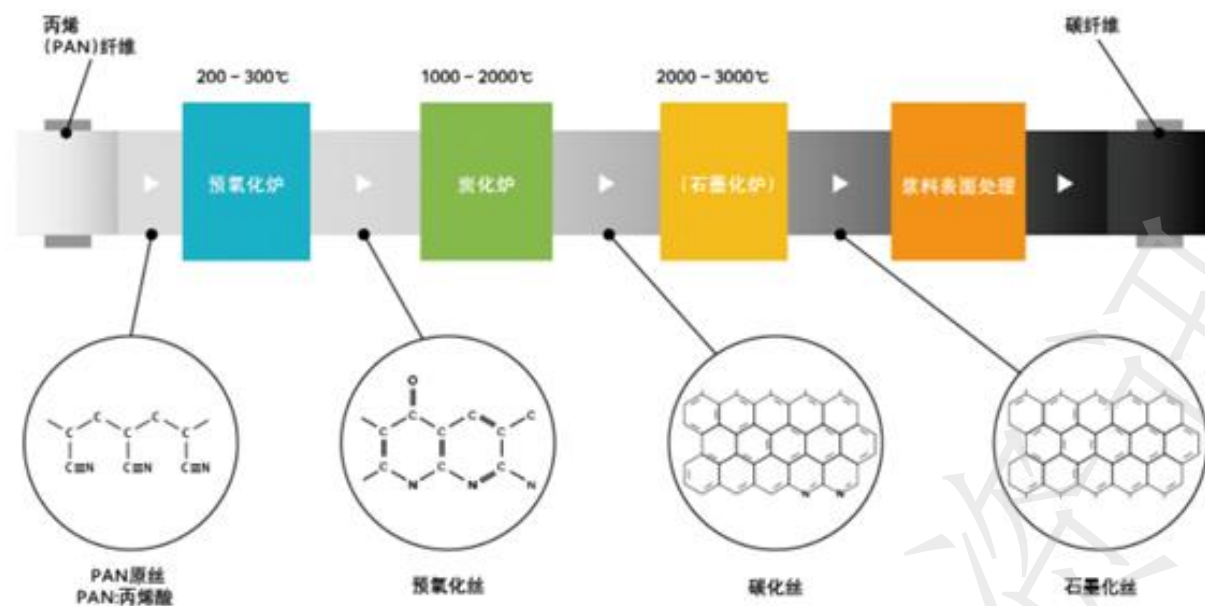
表：不同材料性能指标

材料体系		拉伸强度 (MPa)	拉伸模量 (GPa)	密度 (g/cm ³)	比刚度 GPa/ (g/cm ³)	比强度 MPa/ (g/cm ³)
铝合金		420	72	2.8	26	151
钢（结构用）		1200	206	7.8	26	153
钛合金		1000	117	4.5	26	222
SMC		100	10	1.9	5.3	53
LFT		200	14	1.4	10	146
玻璃纤维/聚酯	单向板	1245	48	2.0	24	623
	织物	550	22		11	275
S-玻璃纤维/ 环氧树脂	单向板	1795	56	2.0	28	898
	织物	820	26		13	410
T300 碳纤维/ 环氧树脂	单向板	1760	130	1.6	81	1100
	结构铺层	810	60		38	506
T700 碳纤维/ 环氧树脂	单向板	2100	130	1.6	81	1310
	结构铺层	1010	60		38	631
T800 碳纤维/ 环氧树脂	单向板	2950	154	1.6	96	1844
	结构铺层	1360	71		44	850

资料来源：光大证券研究所

碳纤维制备严密，工艺复杂

图：碳纤维制备过程



碳纤维主要指PAN基碳纤维，生产线多是从原丝开始，经过原丝生产和原丝碳化两个过程，制成碳纤维，温度最高可达**3000度**

资料来源：东丽公司官网

表：PAN基碳纤维设备主要生产厂商

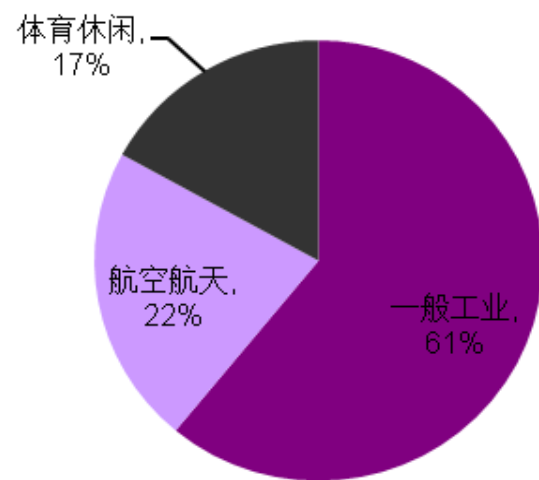
生产设备	主要生产厂商
原丝生产设备	意大利 MAE，日本川崎重工
预氧化炉	德国埃森曼，美国 DESPATCH，美国 LITZLER
碳化炉	美国哈泊，德国埃森曼，美国 LITZLER，台湾聚川
收丝卷绕设备	日本神津，德国萨姆

碳纤维生产设备主要靠**国外进口**

资料来源：光大证券研究所

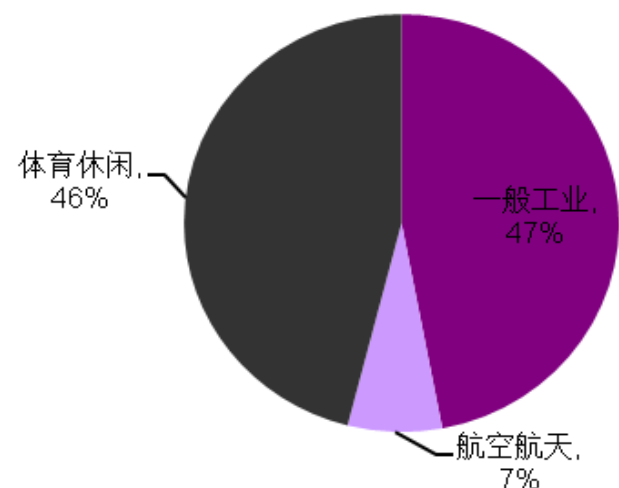
应用广泛，国内市场处爆发前夕

图：世界不同领域碳纤维需求结构



资料来源：复材在线

图：中国碳纤维消费结构

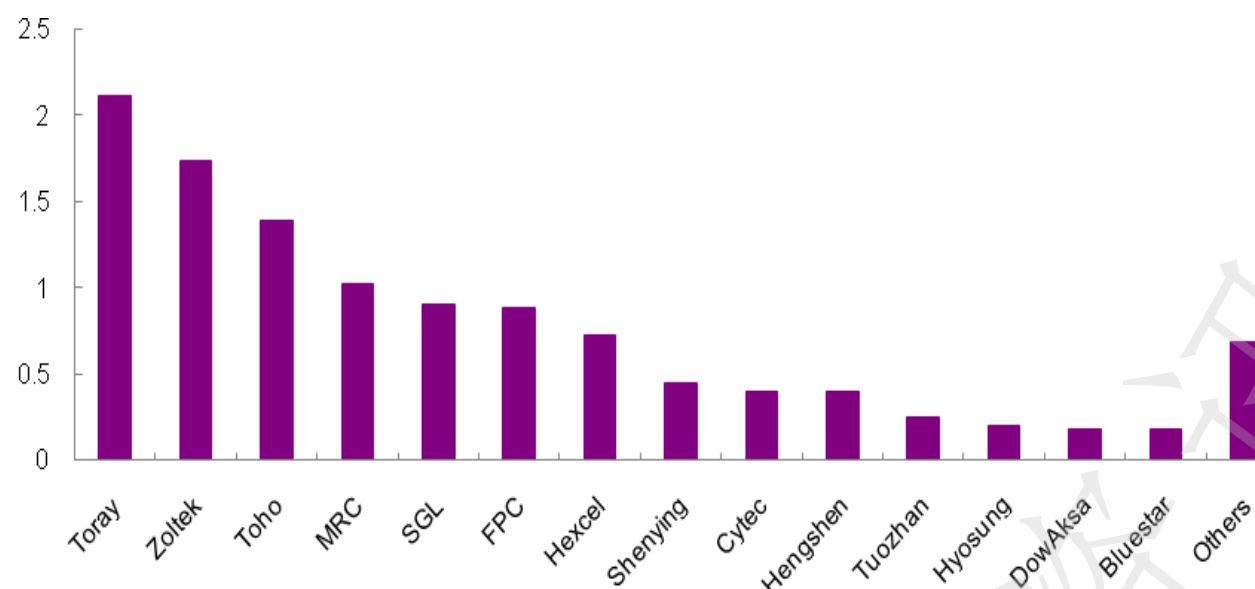


资料来源：复材在线

- PAN基碳纤维需求主要集中在航空航天、工业用途和体育休闲三大市场
- **航空航天领域**：国际市场已处在成熟应用阶段，国内航空领域刚刚起步
- **一般工业领域**：国际市场技术成熟，应用上升，国内市场处于研发、起步阶段
- **体育休闲领域**：国际市场份额已处于逐步降低的态势，国内市场用量最大，产业化生产
- 未来：航空航天将成为高端应用领域，一般工业领域将迎来高速增长行情，体育休闲市场占比逐步下降

供应端：全球碳纤维产能集中在日美欧

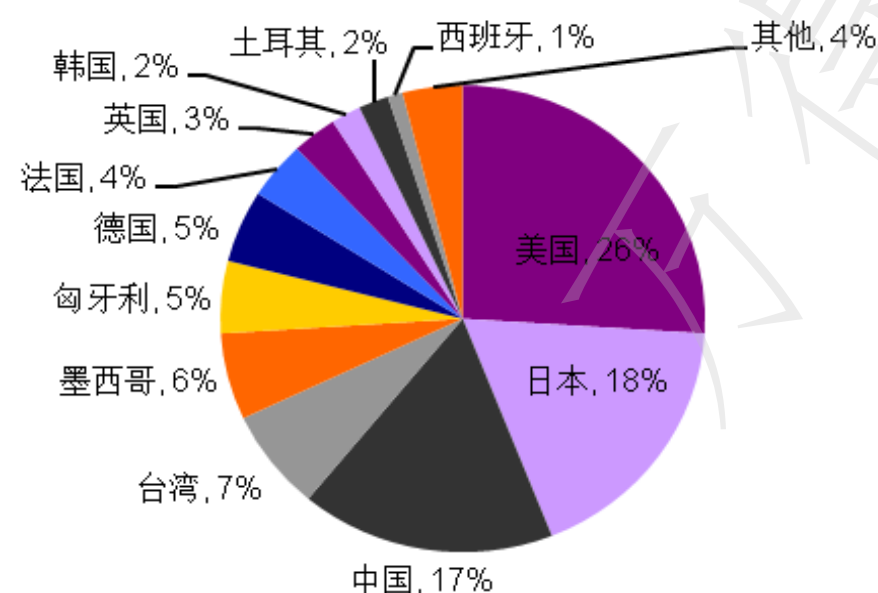
图：2014 年全球碳纤维产能情况（万吨）



资料来源：CCeV

日本是全球碳纤维的主要制造长商，代表企业包括东丽、东邦以及三菱等，其中东丽是全球唯一碳纤维产能超过**2万吨**的企业

图：2014 年全球碳纤维理论产能分布

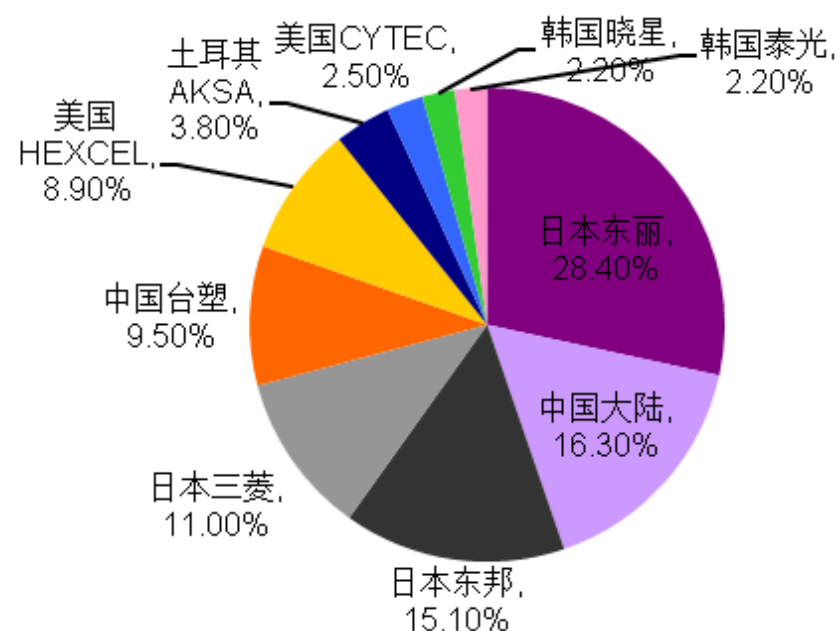


资料来源：CCeV

从全球碳纤维的理论产能区域来看，美国、日本和中国位列前三，三者合计占到了全球超过**60%**的产能分布

日本三巨头垄断小丝束，美德垄断大丝束

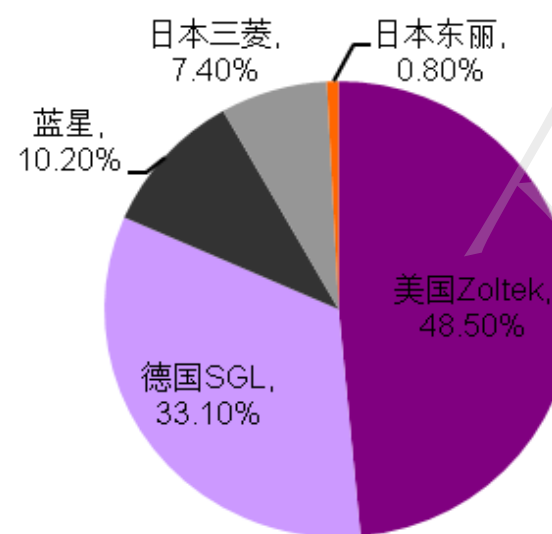
图：全球碳纤维小丝束市场份额分布



资料来源：中国化学纤维工业协会

小丝束主要应用在军工、航空领域，价格较高，日本东丽、东邦、三菱三巨头垄断近**55%**的市场份额

图：全球碳纤维大丝束市场份额分布

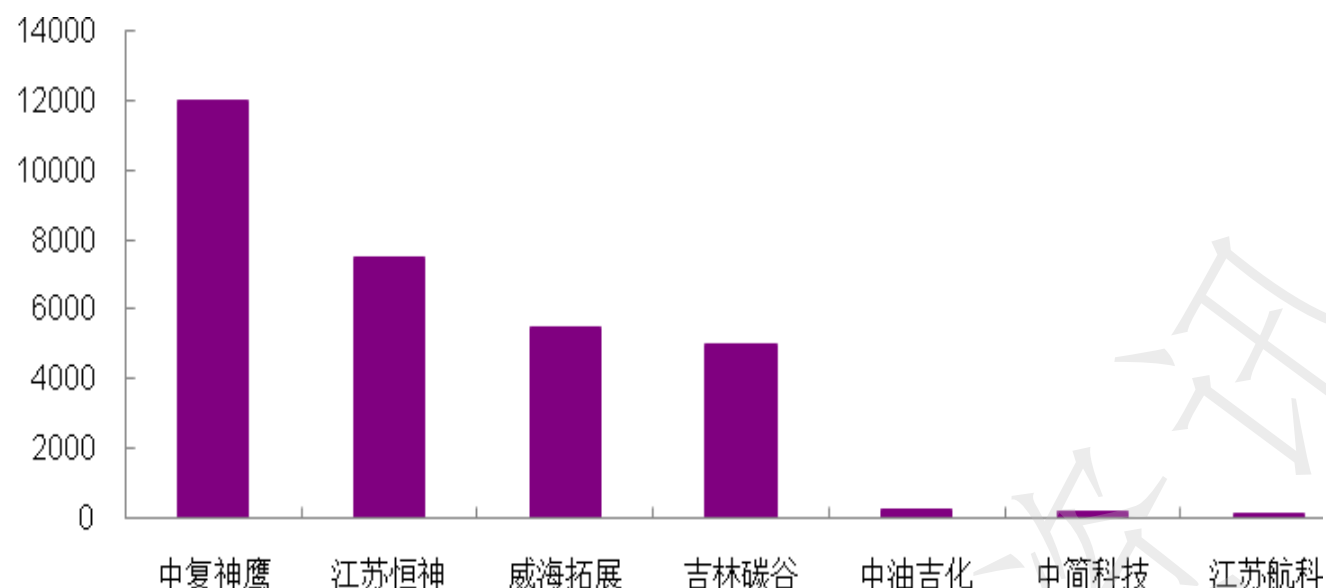


资料来源：中国化学纤维工业协会

大丝束主要应用在汽车等一般工业，价格一般，美国Zoltek和德国SGL占据超**80%**市场份额

国内碳纤维产能快速提升

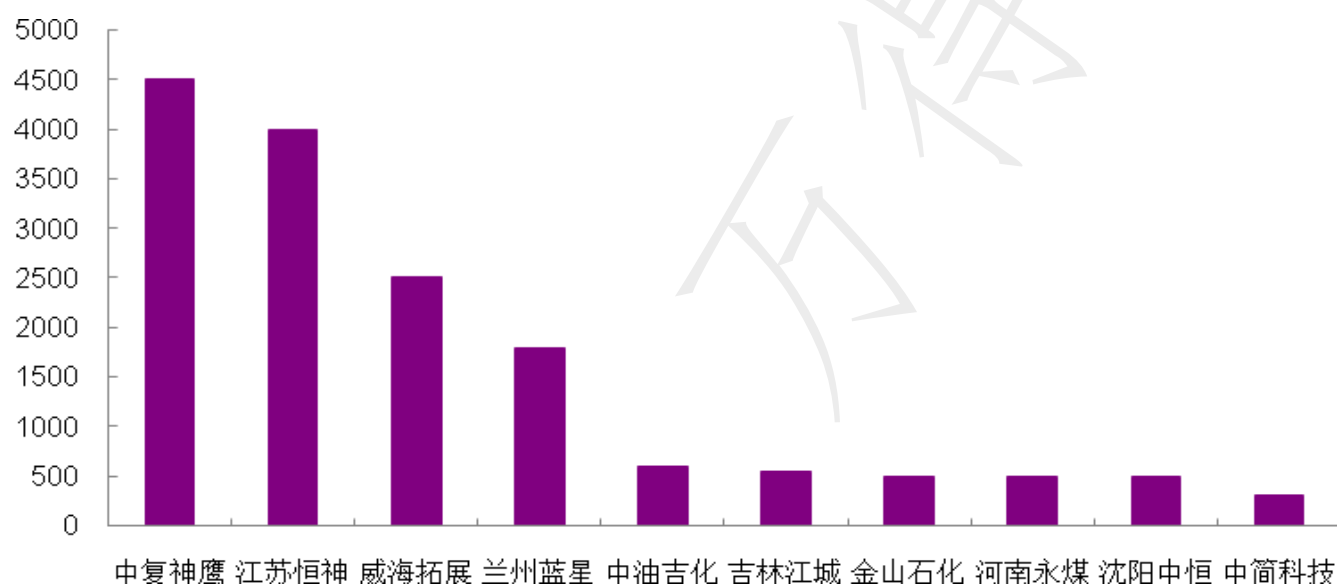
图：国内企业碳纤维原丝产能（吨）



资料来源：中国化学纤维工业协会

我国目前碳纤维原丝产能超**3万吨**

图：国内企业碳纤维产能（吨）

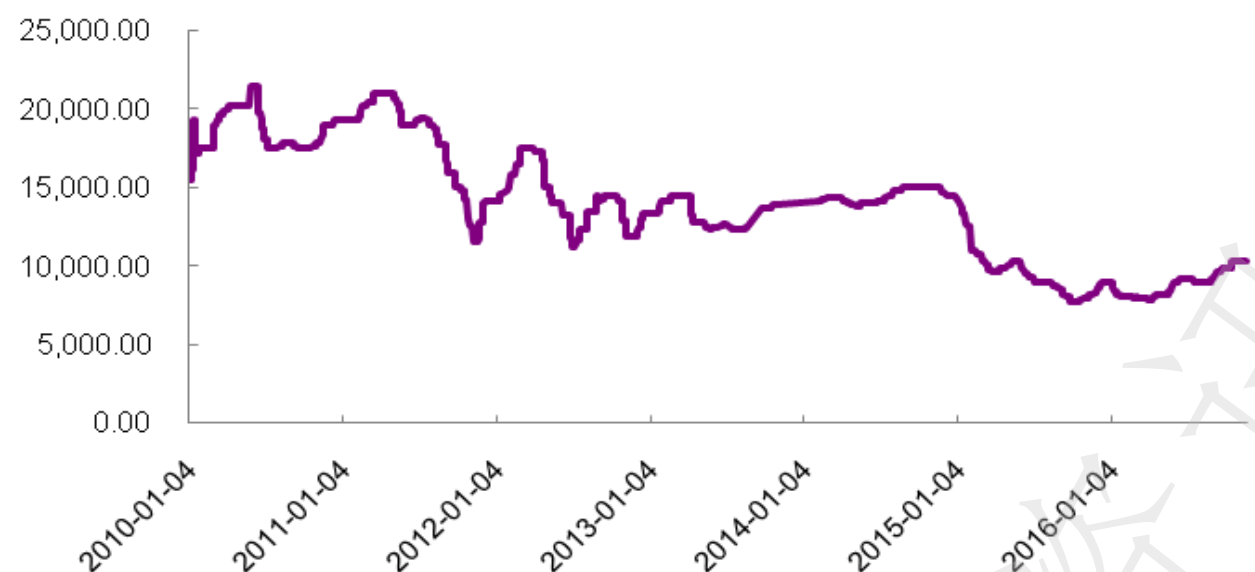


资料来源：CCeV

我国目前碳纤维产能达**1.5万吨**，全部为小丝束，产地主要集中在山东、江苏、吉林

成本下降推进产业化进程

图：丙烯腈出厂价格趋势性下跌（元/吨）



资料来源：wind

表：碳纤维不同产品价格

产品类型	价格 (万元/吨)
丙烯腈	0.92
原丝	2
T300	12
T700	20
T800	200

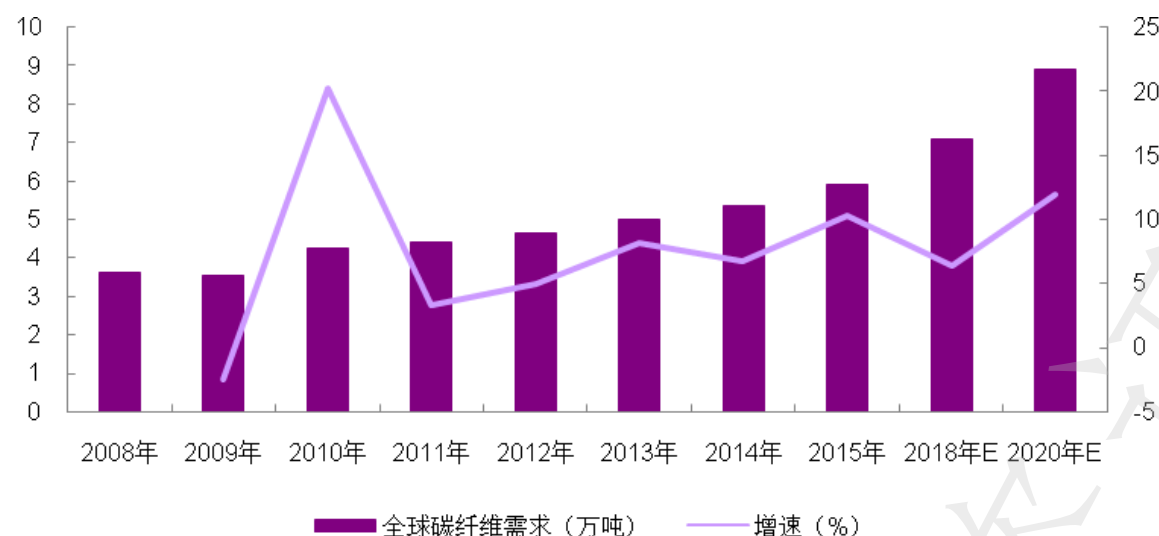
资料来源：光大证券研究所

碳纤维生产原料丙烯腈的出厂价格从最高点2.15万元/吨下降至目前的**1万元/吨**

不同碳纤维产品价格均有下滑，应用最广泛的T300产品价格平均不到**12万元/吨**

需求端：全球快速增长，国内静待爆发

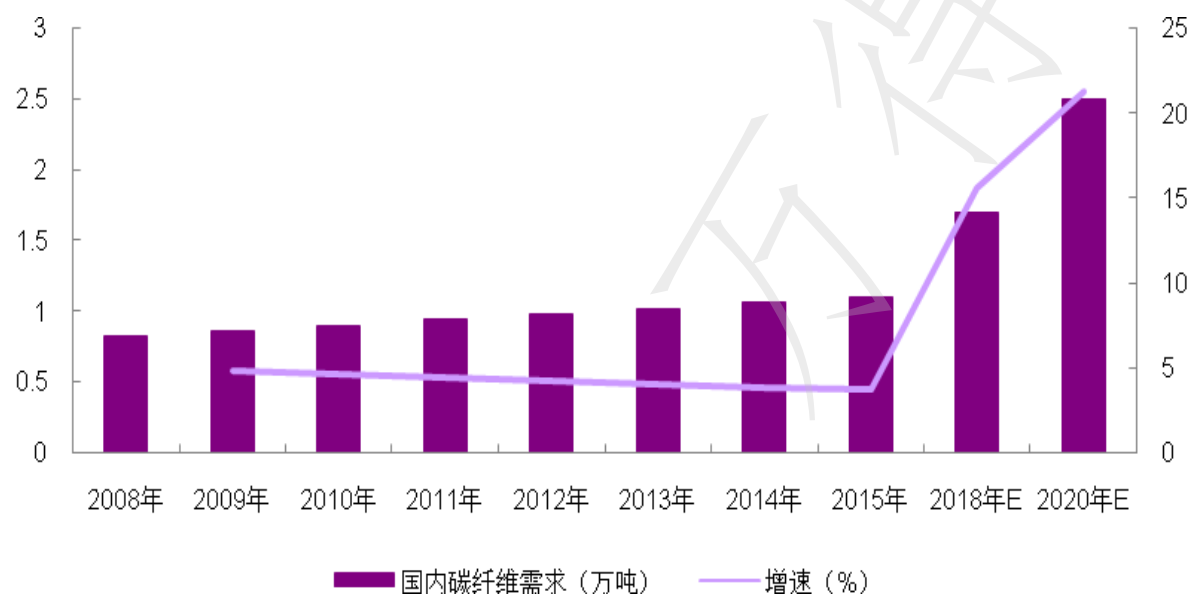
图：全球碳纤维需求快速增长



2015年全球碳纤维需求近6万吨，
预计到2020年，将达到**9万吨**

资料来源：CCeV

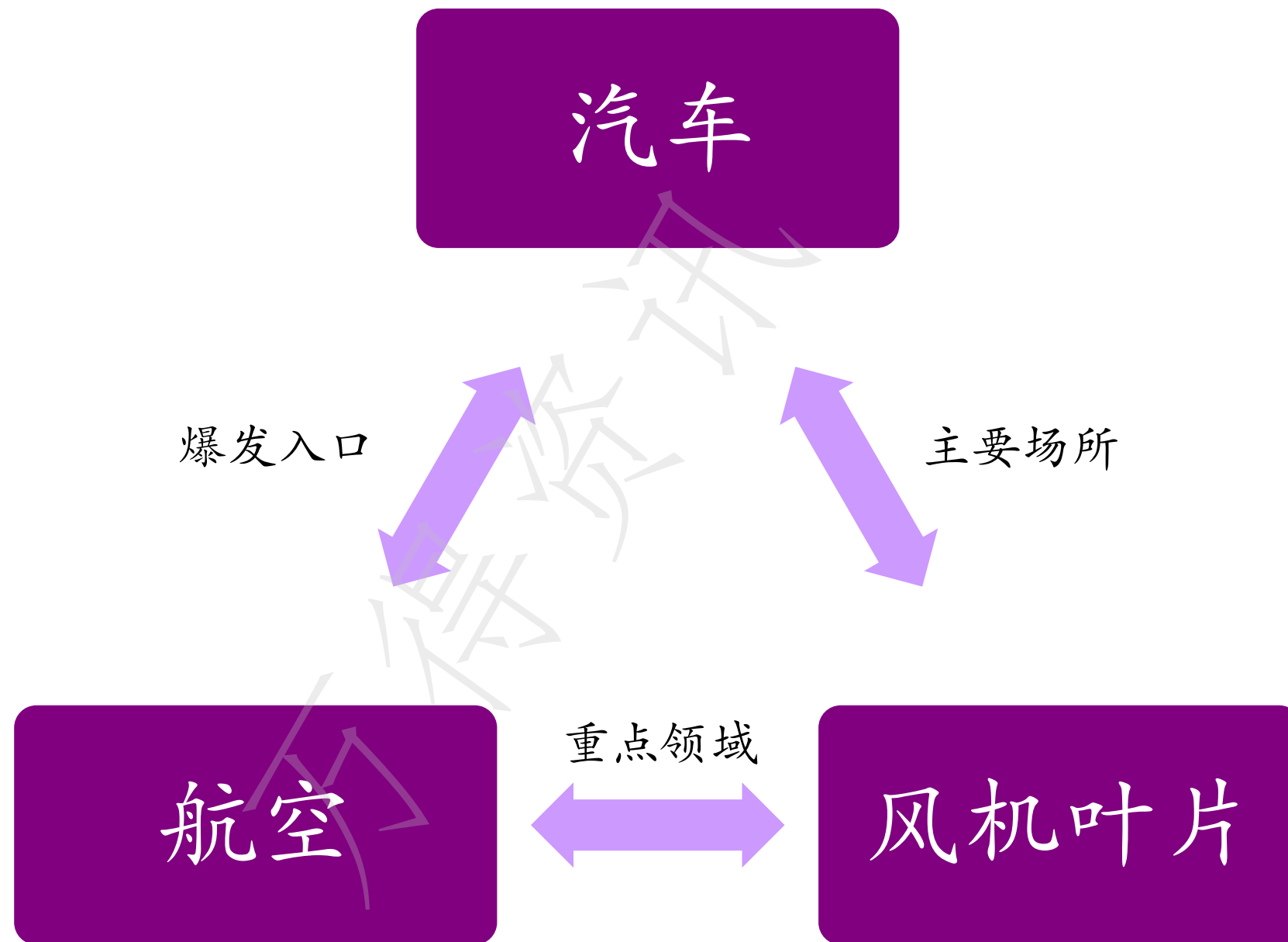
图：国内碳纤维需求将迎来放量增长



2015年需求达到1.1万吨，预计到
2020年需求总量将达到**2.5万吨**

资料来源：CCeV

碳纤维应用：三大市场产业爆发在即



汽车轻量化引爆市场需求

到2020年，碳纤维在汽车上的需求将由2013年的2600吨猛增到**23000吨**

表：国外主机厂与碳纤维供应商合作现状

主机厂	供应商	合作项目	目标
宝马	SGL	成立碳纤维合资公司，SGL 持股 50.1%，宝马持股 44.9%	2013 年批量生产碳纤维汽车部件，为宝马量产 i3、i8 提供材料
奔驰	东丽	成立碳纤维合资公司，东丽持股 50.1%，戴姆勒持股 44.9%	计划采用短循环树脂迁移模塑技术，为戴姆勒公司轿车提供大批量生产的 CFRP 部件
奥迪	VOITH	联合开展碳纤维汽车部件，奥迪新型 MSF 车身结构	2014 年夏季上市的新款 Q7 采用该结构（CFRP 装饰条）
通用	帝人	合作开发热塑性碳纤维汽车部件	合作开发 60s 冲压成型的热塑性碳纤维复合材料部件
福特	陶氏化学	与陶氏化学正式签署合作协议开发现金碳纤维复合材料	从 2015 年开始起福特新车将大量采用碳纤维零部件
丰田	东丽	碳纤维部件开发应用	中级乘用车减重 10%，CFRP 化作为主要手段之一
日产	三菱丽阳	碳纤维部件开发应用	2015 年平均减重 15%，CFRP 化作为主要手段之一

资料来源：国内外碳纤维及其制品在汽车上应用现状简介

航空航天未来碳纤维重点应用领域

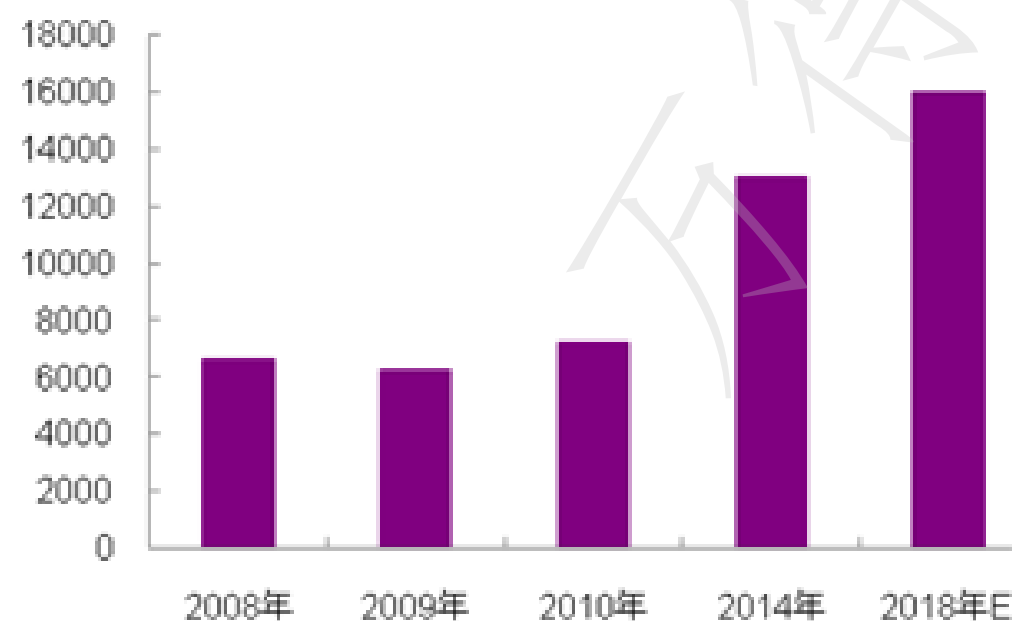
图：空客A380客机中碳纤维的主要应用区域



国产大飞机C919临近正式下线，目前接到的订单超400架，预计整个C919生产目标将超过2000架，C919主要结构使用了约**12%**的碳纤维复合材料

资料来源：蝌蚪五线谱

图：航空航天领域碳纤维需求量快速增长（吨）



2014年航空航天领域的碳纤维需求量达到1.3万吨，预计到2018年将达到**1.6万吨**。其中，商用飞机是主要的需求领域，占比约为60%。

资料来源：中国汽车材料网

风机叶片将是碳纤维应用的主要场所

- 碳纤维与传统制作风机叶片的玻璃纤维相比，重量减轻30%，强度大40%，模量提高3到8倍，是目前大型风机叶片的发展方向。

图：国外叶片制造商使用碳纤维材料制造风机叶片

公司名称	碳纤维应用
LM	在 61.5m 长 5MW 风机叶片中的横梁和翼缘等部位使用碳纤维，单片叶片质量达 17.7t
VESTAS	在 V90 型 3.0MW 风机配套的 44m 系列叶片主梁上使用了碳纤维，叶片自重只有 6t，与 V80 型 2MW，39m 叶片自重一样
GAMESA	在直径为 87m、90m 的风机叶片制造中使用碳纤维
Nordex Rotor	在 5MW、56m 长的风机叶片上采用碳纤维制造整个主梁结构
Repower	5MW 叶片由碳纤维和玻纤混杂制造，单个叶片重达 18t，可用于海陆使用

资料来源：奥欣复材

建议关注：精功科技

1

光伏主业高回暖，2016年前三季度实现净利润5271万元，较去年同期大幅增长

2

领先的碳纤维生产线制造商，已于2015年底交付了首条千吨级碳纤维生产线

3

收购盘古数据，打造专用装备制造和大数据“双主业”的发展模式

风险提示：行业竞争加剧，碳纤维业务拓展不及预期

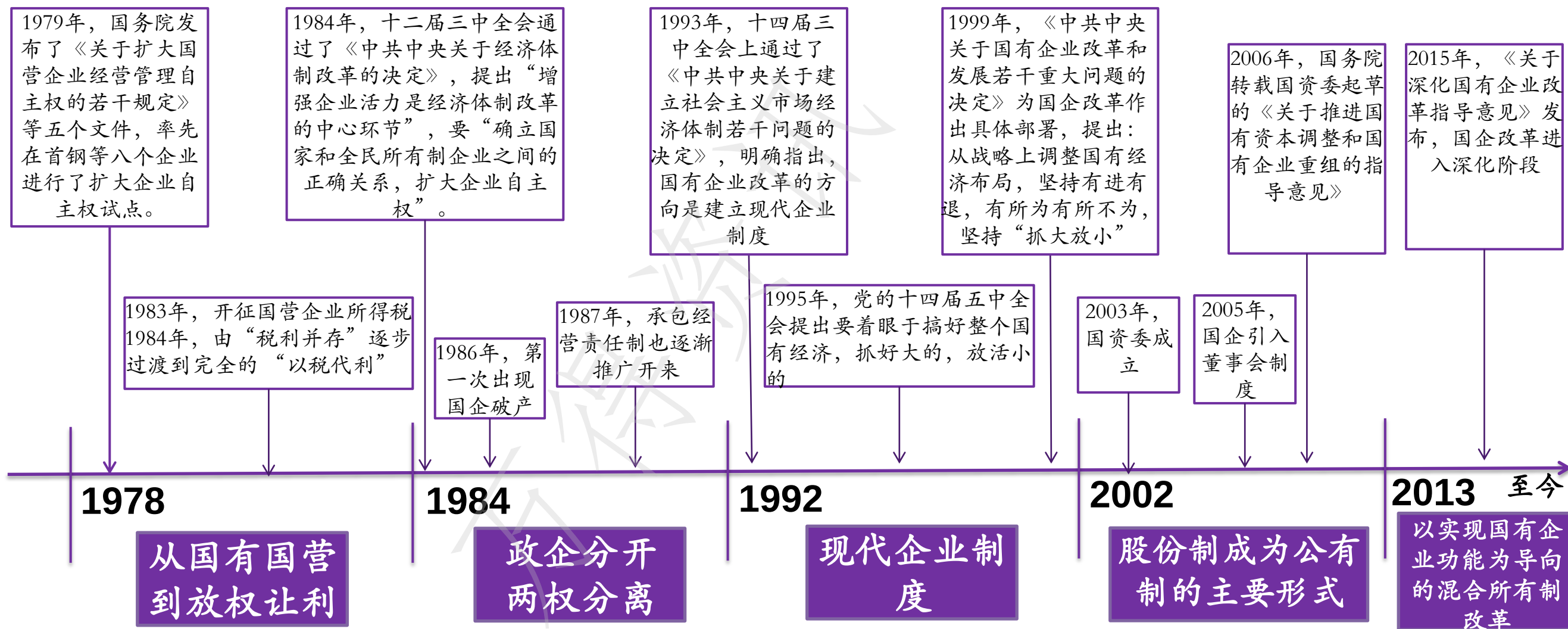
国企改革

- 国企改革历程、进展
- 国企改革五大重点方向
- 国企改革三大投资主线



历程：当前正处于深化国企改革阶段

图：我国国企改革发展历程



资料来源：光大证券研究所

进展（1）：1+N体系基本形成

表：“1+N”国企改革相关文件陆续出台

时间	文件	发布单位	主要内容
2016/01/12	《关于进一步规范和加强行政事业单位国有资产管理的指导意见》	财政部	行政事业单位使用权和所有权分离，各级财政部分梳理关系、简政放权，提高国有资产效率
2016/02/03	《中央国有资本经营预算管理暂行办法》	财政部	加强和规范中央国有资本经营预算管理
2016/03/01	《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	财政部、科技部、国资委	将国有科技型企业股权和分红激励试点政策推向全国
2016/07/01	《企业国有资产交易监督管理办法》	国资委、财政部	对企业国有资产交易行为，包括企业产权转让、企业增资和企业资产转让等做出规定
2016/07/26	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	国务院	推进央企兼并重组，“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”
2016/08/18	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	国资委、财政部、国资委	明确员工持股试点总体原则、试点企业的条件、员工入股及股权管理等细则
2016/08/23	《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》	国务院办公厅	明确总体要求，确认追究范围，明确资产损失认定和经营投资责任认定，提出责任追究处理办法，规范责任追究工作的组织实施
2016/09/26	《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》	国资委、财政部	突出资本回报的考核要求，设置有针对性的考核指标，鼓励企业积极承担社会责任，建立特殊事项管理清单制度
2016/10/31	《关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知》	国资委	以推动形成自主创新和科技成果转化的激励机制为主要目标，合理确定实施企业范围和激励对象，建立中长期激励体系

资料来源：光大证券研究所

2015年9月，国企改革纲领性文件《深化国有企业改革的指导意见》出台。截止当前“1+N”体系中已相继出台了18个与之配套的分项改革实施方案已出台。

进展（2）：试点扩大，试点央企明确

2014 年国资委公布了四项改革试点内容，并选择了6 家试点企业。

2016年2 月，国资委又公布了十项改革试点内容，较之前四项改革试点内容更加细化。

2016年7 月14 日，国资委公布新一批国企改革试点名单，共涉及21个大型国有集团，旗下共有71个上市公司。

表：试点项目涉及21个集团、71家A股上市公司

试点项目	试点公司	旗下A股上市公司
国有资本运营公司	诚通集团	中储股份、冠豪高新、岳阳林纸、美利云
	中国国新	
国有资本投资公司	神华集团	中国神华
	宝钢集团	宝钢股份、宝信软件、*ST八钢、*ST韶钢、宝钢包装
	武钢集团	武钢股份
	中国五矿	五矿发展、五矿稀土
	招商局集团	招商银行、招商证券、招商轮船、深赤湾A、中集集团、南山控股、山东高速、五洲交通、华北高速、上港集团、福建高速、吉林高速、ST东北高、深高速、宁波港、楚天高速、中原高速
	中交集团	振华重工、中国交建、中房地产
	保利集团	保利地产
落实董事会职权试点	中国节能	节能风电、太阳能、万润股份、启源装备
	中国建材	中国玻纤、北新建材、洛阳玻璃、方兴科技、瑞泰科技
	国药集团	国药股份、国药一致、现代制药、天坛生物
	新兴际华集团	际华集团、新兴铸管
中央企业兼并重组试点	中国建材和中材集团	中材国际、中材科技、天山股份、宁夏建材、国统股份、祁连山、中材节能
	中远集团和中国海运	中国远洋、中远航运、中海集运、中海发展、中海海盛
	中电投集团和国家核电	上海电力、吉电股份、东方能源、露天煤业、远达环保
中央企业信息公开试点	中粮集团	中粮地产、中粮屯河、中粮生化、酒鬼酒
	中国建筑	中国建筑

资料来源：光大证券研究所

国企改革五大重点方向

国有企业分类改革

- 分类改革、分类发展、分类监管、分类定责、分类考核

混合所有制改革

- 制定混合所有制企业占比目标
- 鼓励员工持股、引入战略投资者

提高资产证券化率

- 多省明确资产证券化率目标
- 鼓励兼并重组、整体上市等

建立国资运营平台

- 划转国有资本，统一管理，简政放权

现代企业制度

- 产权清晰、权责明确、政企分开
- 建立职业经理人制度等

三大投资主线



投资主线一：集团资产注入

图：集团资产注入

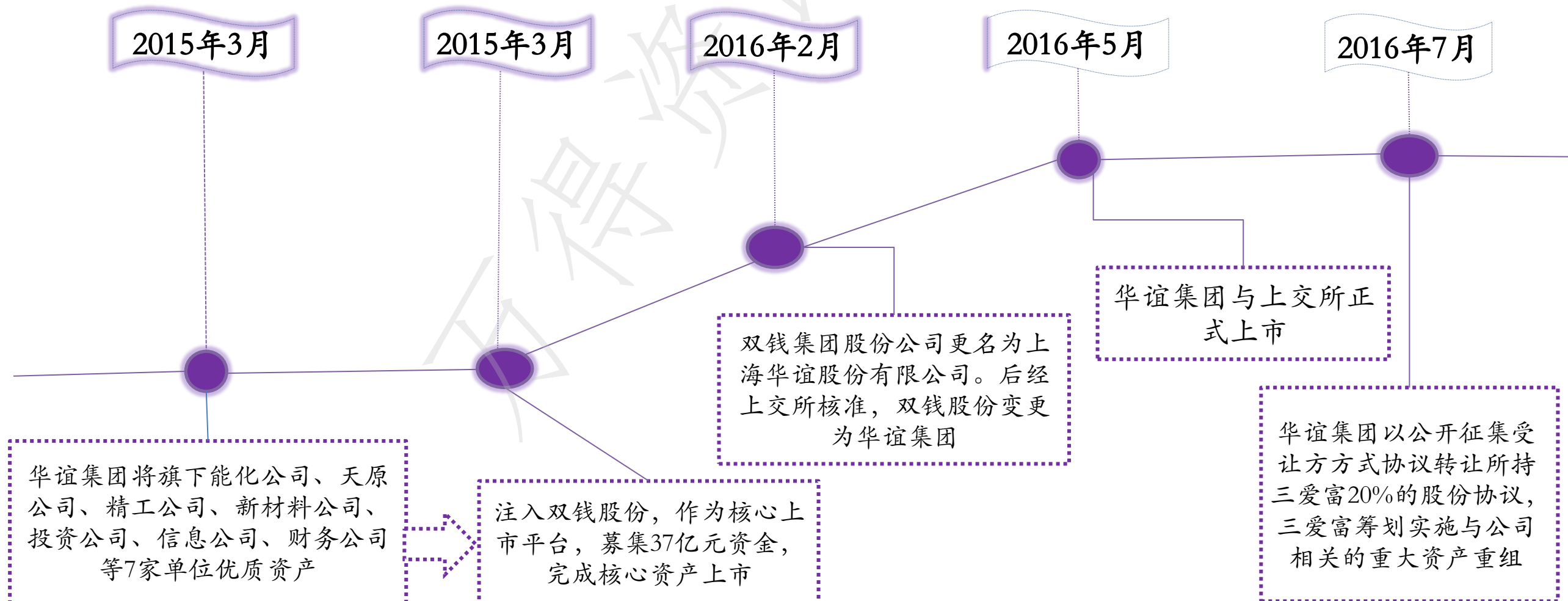


资料来源：光大证券研究所

案例：华谊集团整体上市

- 上海是国有资产证券化率最高的企业之一，2014年以来多次通过资产注入、借助壳资源等推进国有企业资产证券化。
- 上海华谊集团以“双钱股份”为平台，将旗下能化公司、天原公司、精化公司、新材料公司、投资公司、信息公司、财务公司等优质资产注入，实现整体上市。

图：华谊集团整体上市历程



投资主线二：兼并重组

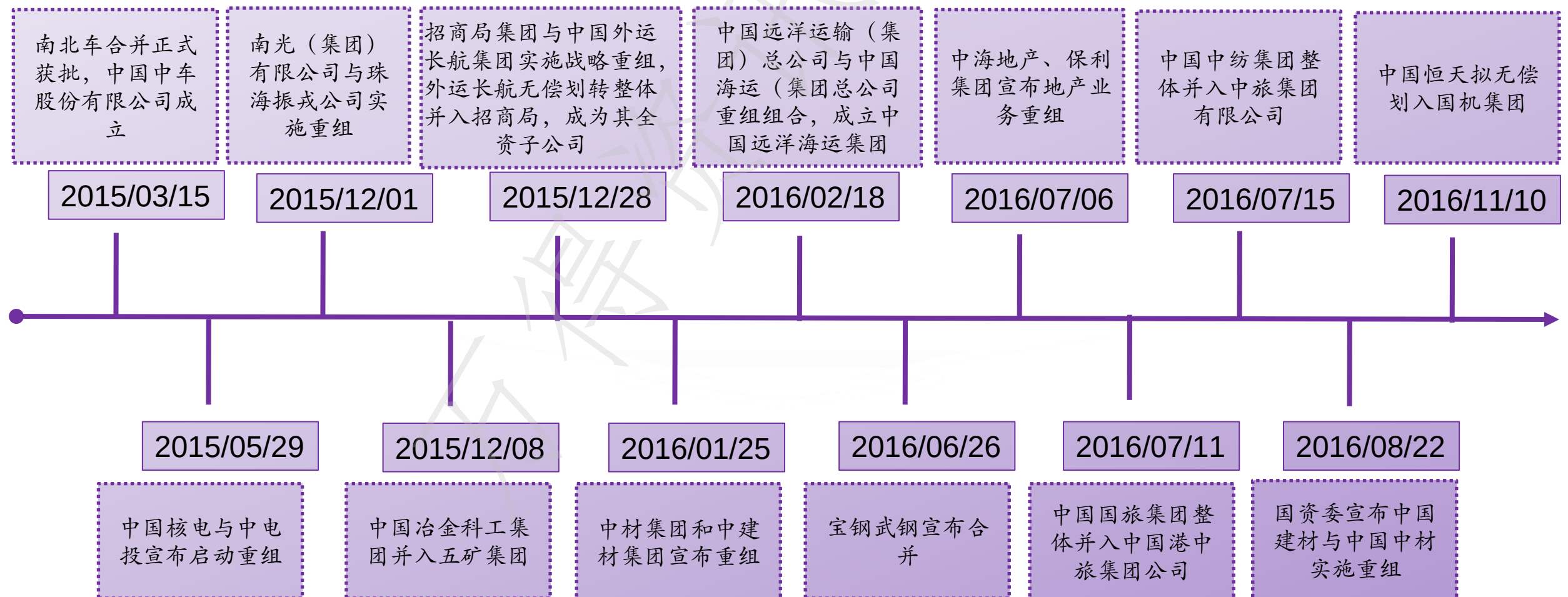
两种形式

- 一：资源互补型集团之间的合并重组
- 二：同行业或主业类似企业之间的兼并重组

投资主线二：兼并重组

国资委已先后完成了中国远洋和中国海运、招商局和中外运长航、中国五矿和中国中冶、中粮和中纺、港中旅和国旅、中国建材和中材6组12对中央企业联合重组

图：国企兼并重组事件



资料来源：光大证券研究所

投资主线三：垄断行业放开管制

图：垄断行业放开管制

2015年9月

- 《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》提出重要混合所有制改革领域为：电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等

2016年10月

- 央企混改“6+1”试点浮出水面。
- 发改委明确东航集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶、联通集团等七家中央企业列入第一批混改试点

2016年11月

- 发改委秘书长李朴民表示，首批混改试点批复在即，有望年内落地。

资料来源：光大证券研究所

投资主线三：垄断行业放开管制

电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等垄断行业的混合所有制改革，为非国有资本进入创造了条件。目前中央层面试点已积极展开，国企改革已进入攻坚阶段

图：国企改革实践

公司	时间	事件
东航集团	2015.7.28	与达美航空签署了附条件的股份认购协议，达美将以4.5亿美元收购东航H股4.66亿股。
	2016.4.21	与携程签订战略合作框架协议，携程以30亿认购东航。
	2016.7.4	非公开发行A股，募集资金85.5亿，用于引进飞机和偿还贷款。
南方电网	2016.1.16	发改委同意南方电网公司开展西电东送项目引入社会资本。
	2015.11.30	深圳前海蛇口自贸区供电有限公司正式成立，该公司由南方电网公司、招商局集团等5家企业共同出资创建。
中国核建	2016.9.13	发布《关于全面深化改革的实施方案》提出引入非国有资本参与集团（股份）公司各级子公司改制重组、鼓励集团（股份）公司各级子公司以多种形式入股非国有企业。
中国船舶	2016.8.24	发布《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》
	2016.11.9	控股公司钢构工程向中船集团和常熟聚沙发行股份募集资金收购中船九院100%股权和常熟梅李20%股权。
	2016.11.16	控股公司钢构工程拟以非公开协议转让的方式向中国船舶工业集团公司转让其持有的鼎盛钢构100%股权，拟将南京绿洲33.33%股权以非公开协议转让方式，转让给南京中船绿洲机器有限公司。
中国联通	2016.10.19	发布公告称，控股股东联通集团正按照会议精神和国家相关政策精神，研究和讨论混合所有制改革实施方案。
		中国联通与百度、阿里巴巴、腾讯均已签署战略合作框架协议，引发市场猜想

资料来源：光大证券研究所

重点关注：广弘控股

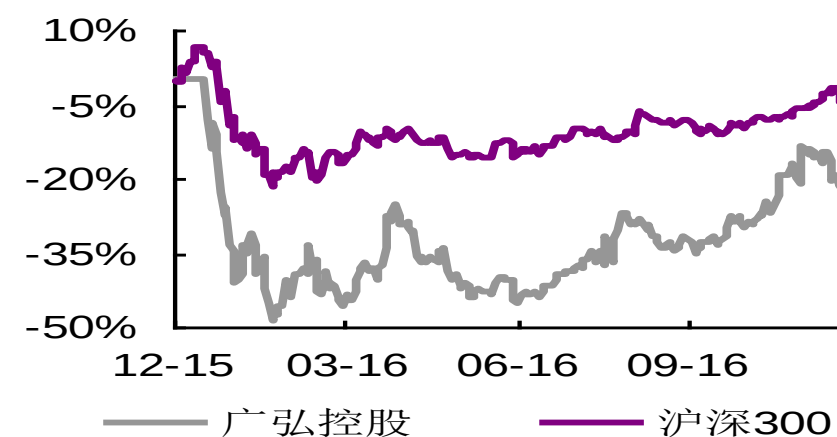
- 1 新入股东房地产背景强，可帮助公司变现闲置土地。公司目前最大的三块土地储备价值超100亿，假设与政府4:6的划分，归属到公司的价值超过60亿元；
- 2 公司省内冻肉市场占比达70%，拟从冷库经营逐步转向冷链物流中心，有望成为冷链物流领域的省内龙头；
- 3 新任董事长曾在控股股东企业担任要职，公司与主要股东保持良好关系，有助于长期平稳发展。

我们预计公司2016-2018年的EPS分别为0.19元、0.24元和0.28元，给予2016年61倍PE，对应目标价13.00元，维持“增持”评级

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1876	1927	2183	2479	2823
营业收入增长率	1.65%	2.72%	13.26%	13.59%	13.86%
净利润（百万元）	153	75	109	141	166
净利润增长率	90.31%	-51.07%	45.99%	28.68%	17.58%
EPS（元）	0.26	0.13	0.19	0.24	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.40%	6.58%	8.77%	10.39%	11.19%
P/E	43	89	61	47	40

图：公司近一年股价表现



风险提示：国资混改不达预期；闲置土地变现不及预期

资料来源：光大证券研究所

重点关注：申通地铁

申通地铁主要从事上海地铁一号线经营业务，实际控制人为上海国资委，大股东申通地铁集团持有公司58.43%的股权，集团资产证券化率不足1%，资产整合概率大。

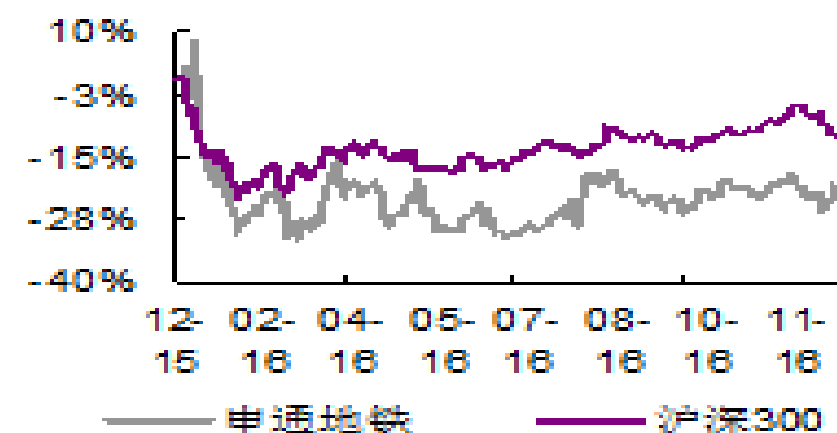
- 1 资产规模：申通集团总资产近3000亿，净资产约1800亿，其规模是上市公司的100多倍；
- 2 运营里程：申通集团运营上海所有地铁路线，2015年底里程为617公里，到2020年将达800公里，上市公司运营里程不足集团的5%。

我们预计公司2016-2018年的EPS分别为0.16元、0.18元和0.20元。公司控股股东资源丰富，上海国企改革潜在受益标的，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价20元。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	745	774	805	851	903
营业收入增长率	3.87%	3.96%	4.06%	5.67%	6.12%
净利润(百万元)	105	69	75	85	95
净利润增长率	-12.75%	-34.43%	8.38%	13.27%	12.74%
EPS(元)	0.22	0.14	0.16	0.18	0.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.71%	4.90%	5.13%	5.57%	6.01%
P/E	68	103	95	84	75
P/B	5	5	5	5	4

图：公司近一年股价表现



风险提示：国企改革进展不及预期

资料来源：光大证券研究所

谢谢观看！

THANK YOU!

光大证券中小市值研究团队

分 析 师：刘晓波

执业证书：S0930512080003

电子邮件：liuxb@ebscn.com

联系电话：021-22169177

联 系 人：肖沛

电子邮件：xiaop@ebscn.com

联系电话：021-22169163

联 系 人：王琦

电子邮件：wangqi16@ebscn.com

联系电话：021-22169076

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深300指数)

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级——因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，且因对于研究方法、市场波动的理解差异等原因，仅供与本公司签订了研究服务协议或者交易单元租用协议的客户在专业人士指导下阅读、使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。