

2015 年 6 月 25 日

宏觀經濟

國企改革的邏輯、進展與展望

國企改革政策頻出。15 年是國企改革深化的關鍵之年，年初全國兩會明確提出深化國企國資改革。5 月 18 日國務院轉批《關於 2015 年深化經濟體制改革重點工作》，明確提出“推進國企國資改革”，新一輪國企改革拉開帷幕。

劃定邊界調整重心。十八大以來已有 95 名國企高管被中紀委立案調查，其中不乏副部級以上高管，這為國企改革在人事任用和激勵機制上劃定了底線。6 月 5 日中央深改小組召開會議，審議通過兩份《意見》，其一強調堅持黨的領導，其二強調防止國有資產流失，分別在國企控制權和所有權上劃定底線。而國資管理改革或將和混合所有制改革並列成為國企改革的重心之一。

整體方案呼之欲出。14 年底國務院副總理馬凱牽頭成立國務院國有企業改革領導小組，並統領多部委，著手制定“1+N”國企改革頂層規劃。市場預期國企改革整體方案將於近期出臺，“強強聯合”旨在做強做優做大國企。

四項改革有望落地。去年 7 月國資委宣佈開展“四項改革”試點，但並未給出明確的時間表，也未公佈具體方案。但資本市場對 6 家試點央企改革充滿期待。預計“四項改革”試點實施方案將於近期公佈，並針對性地制定改革措施。

合併重組強強聯合。央企合併重組的進程自 03 年國資委成立以來就已開始。央企合併重組具有國家戰略意義：增強國有企業競爭力契合“一帶一路”戰略；促進轉型升級契合“中國製造 2025”戰略；傳統企業去產能和去杠杆，與降低負債率相一致；國有資產保值增值與政府穩增長目標一致。國務院、發改委和國資委近期多次提及央企合併重組，或將成為下半年央企改革的重心之一。

混改依然值得期待。6 月 16 日國務院批准交通銀行深化改革議案，意味著央企混合所有制改革將繼續推進，下半年央企混合所有制改革同樣值得期待。

上海國企改革：引領全國。上海國企改革在啟動時間和體量上均引領全國。上海國企兼具總量巨大、集中度高、盈利能力強、資產證券化率高四大特點，混合所有制改革、國資改革、優化國資佈局和結構是其國企改革重頭戲。6 月 11 日“浦東國資國企 18 條”出臺，確定了優化國資佈局、強化分類監管、實施大集團戰略、優化激勵機制以及國資委“自我革命”等五大改革重點任務，核心內容與“上海國資 20 條”一致，重點在於分類改革、國資流動平臺的建立以及國資佈局的優化。

山東國企改革：大象起舞。山東省國有資產規模龐大，但資產證券化率極低，且山東國企主要集中於化工、機械等行業，受困於產能過剩，近幾年盈利大幅下滑。今年 3 月出臺的《關於深化省屬國有企業改革幾項重點工作的實施意見》是 15 年山東省國企改革的綱領性文件，亮點頗多：一是明確提出“劃轉省屬國有企業部分國有資本充實省社保基金”，5 月份 18 戶省管企業已將 30% 國有資本劃轉充實省社保基金，有助於提升資產證券化率和企業 ROE；二是明確鼓勵上市公司實施股權激勵，並制定了時間表；三是明確提出啟動組建國有資本投資運營公司試點，並已確定兩批國有資本投資運營公司改建試點企業。

大市導航

銀行：貸存比放鬆點評：利好明確，繼續看好

事件：中國政府網 24 日，國務院總理李克強 6 月 24 日主持召開國務院常務會議，通過《中華人民共和國商業銀行法修正案(草案)》。會議通過《中華人民共和國商業銀行法修正案(草案)》。草案借鑒國際經驗，刪除了貸款餘額與存款餘額比例不得超過 75% 的規定，將存貸比由法定監管指標轉為流動性監測指標。這有利於完善金融傳導機制，增強金融機構擴大“三農”、小微企業等貸款的能力。會議決定將草案提請全國人大常委會審議。

1、貸存比指標取消從根本上降低銀行存款壓力，符合近期疏導貨幣政策傳導途徑，提高銀行放款能力的政策方向。貸存比人為限制了存款派生，提高了存款的稀缺性，在貸存比、信貸額度和資本充足率等的壓力下，在 2010 年以來票據、理財和同業等規避監管套利模式層出不窮。在外匯占款持續增加的條件下，貸存比和高準備金有利於對沖流動性，但隨著外匯占款變化轉向，準備金率的下調，貸存比放開貨幣政策的必然選擇。

2、放鬆和壓力緩解或是漸進過程。①前期貸存比考核已經有所放鬆。②貸存比放開對銀行的流動性管理和資產負債擺佈提出新的要求。預計其作為監測指標仍有一定的管理效應，對於流動性管理能力較強的銀行，能較快適應變化，部分中小銀行在風險和流動性控制能力有待觀察，需要時間適應變化。③前期存款偏離度考核對於存款成本壓力有一定緩解，後續緩解存款成本壓力的效應或逐漸顯現，後進一步提升銀行放貸能力。

3、影響資產負債擺佈，銀行經營個性化或顯現。①各行看，利好貸存比壓力略大銀行交行、招行。②資產負債擺佈、經營差異化。隨著貸存比取消，存款和貸款在各家銀行中的強制比例消除，銀行可以更主動選擇負債類型和業務模式。隨著貸存比放開，額度的放鬆，高級法的實施，銀行業統一的條框式監管弱化，銀行在自身資產負債選擇，風險偏好選擇上將擁有更多的自主空間。

4、時點略早於預期，後續混業等利好持續可期。前期管理層對存款和貸款指標口徑已有調整，也提到貸存比調整的必要性，上半年草案通過時點快於預期。後續銀行限制如混業經營等或繼續放開，監管態度轉變明確。

5、行業觀點：繼續看多。負面因素基本持續出清，利率低位趨穩，上行趨勢奠定。節奏取決於政策和經濟的博弈，或經濟低位企穩改善預期，銀行估值提升，或政策發力，修復銀行估值提升。個股：首推北京銀行為首的城商行，關注招商銀行等。

風險提示：宏觀經濟和監管政策風險。

有色金屬：產業升級和整合正在進行，推薦互聯網珠寶行業與新材料

黃金珠寶市場是一個萬億以上的市場，在批零端，國內外機構（中國珠寶協會、Euromonitor 等）對該市場 2015 年的規模估計在 5500 億到 6000 億，這只是可以統計的部分。在加工端，以深圳羅湖水貝為代表的加工市場聚集著全國 90% 的珠寶加工企業，是中國珠寶、黃金業的核心基地，在中國珠寶業佔有極其重要的地位，銷售規模巨大。所以保守統計從加工到零批，整個黃金珠寶市場在未來 2-3 年內將達到萬億級別的市場，而在萬億級別的市場中理應出現一個市值千億的公司；而這樣一個萬億的市場其行業集中度很低，上游端，在水貝的兩千家企業中尚無上市行業的龍頭（個別小企業上市），下游端，雖然有老鳳祥、老廟黃金的品牌，但其行業集中度仍然較低。

行業的整合集中是趨勢，而集中度提升所帶來的好處不言而喻，那麼二三線品牌、民企對於行業重新洗牌的願景將十分強烈。而互聯網恰恰給了他們一個能翻身的工具。另一方面互聯網化的前期是一個資金投入的過程，普通企業沒有實力，而上市公司擁有融資平臺，尤其天然優勢。歸納未來可能珠寶互聯網公司的特徵：二三線品牌、民企、上市公司，金一文化、剛泰控股、金葉珠寶是符合這三個特徵的公司，建議關注。

另一方面，國務院將成立國家製造強國建設領導小組。中國製造成國家未來發展核心之一，新材料成推動中國製造發展重點領域以及基石。目前相對成熟的子行業有 3D 列印行業、軍工材料。相關標的受益：精誠銅業、金運鐳射、銀邦股份、豫金剛石。

風險提示：大盤下行的系統性風險

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。