

2015 年 9 月 25 日

宏觀經濟

撥雲見日，加速起航——國務院混改意見點評

國務院明確要求，細化路徑開展試點。意見明確了混合所有制改革的總體要求，包括混改的出發點和落腳點，以及混改的四條基本原則。基本原則中，保護產權，宜改則改是亮點，前者是混改的核心保障，後者劃定了混改的範圍。

分類分層，打破壟斷鼓勵上市。分類推進混改，在競爭性行業中穩妥推進，在關鍵領域中有效探索，在公益類行業中引導規範開展，其亮點在於關鍵領域打破壟斷。分層推進混改，在子公司層面引導、在集團公司層面探索推進混改，其亮點在於非特定領域鼓勵整體上市、並購重組和發行可轉債。

有進有出，探索金股鼓勵創新。鼓勵非公資本、支持集體資本、有序吸收外資參與國企混改。推廣 PPP 模式，鼓勵國資入股非國有企業。亮點一是探索國家特殊管理股制度，行使特定事項否決權；二是優先支援科技型企業開展員工持股。

對內健全治理，對外完善制度。強調政企分離，建立現代企業制度，推行職業經理人制度。亮點是加強外部制度保障，包括產權保護、健全多層次資本市場和簡政放權。

1 已細化，N 待出臺。混改意見出臺意味著“1”正在逐步細化，也預示著部委層面“N”將逐步推出，國企改革仍在有序推進，也依然值得期待。

國企混改點評——改革進入施工階段，關注重點領域試點

①9 月 24 日國務院出臺《關於國有企業發展混合所有制經濟的意見》，“混改”已落地，其他細則仍在緊鑼密鼓推進。其他“N”中值得關注的還有薪酬改革（激勵機制）、央企整合重組、國企投資和運營公司試點方案等。

②9 月 18 日發改委已經發文《推動國企發展混合制經濟》，為“混改”正式出臺預熱，“混改”內容符合預期，重點強調了幾個方面：有序實施、穩妥推進，從實際出發，分類推進、分層推進。

③分類推進中具體為：“穩妥推進”充分競爭行業和領域的國有企業混改，充分運用整體上市等方式，實現股權多元化。

對於“重要行業和關鍵領域的商業類國企”要“有效探索”，根據不同行業特點實行網運分開、放開競爭性業務，促進公共資源配路市場化。引導公益類國有企業規範開展混合所有制改革。

④“混改”看點在於壟斷行業放開的局部試點，關注9月18日劉鶴在國企改革專題會議中提出的電力、石油、天然氣、鐵路、民航、通信、軍工等領域改革，開展不同領域混合所有制改革的試點示範。改革呈現聯動狀態，關注與國企改革聯動的油氣改革、電力改革、軍工體制改革。

⑤國企改革已經從之前持續兩年的醞釀和預期階段，進入逐步落地實施階段。地方國企改革動作同樣值得關注，9月以來上海已經陸續有5家上市公司有所動作。關注國企改革、科創中心、迪士尼三重催化共振的大上海。

風險提示：國企改革進程低於預期。

大市導航

電力：8月電力資料點評-中報超預期行情已過，建議蟄伏

8月電力資料整體情況：2015年1-8月份，全國全社會用電量36780億千瓦時，同比增長0.97%，較去年同期4.00%的同比增速顯著回落。其中，8月份全國全社會用電量5124億千瓦時，同比增長1.90%。

8月電力資料分行業情況：分行業來看，1-8月份第一產業用電量704億千瓦時，同比增長2.34%；第二產業用電量26431億千瓦時，下降0.72%；第三產業用電量4756億千瓦時，增長7.51%。整體來看，2015年8月用電需求企穩回升，第一產業同比增速回升，第二產業用電量同比止降，第三產業用電量同比增長7.8%。

投資策略：

(1) 看改革：選擇改革試點區的股票，深圳能源／申能股份。

(2) 看基本面：未來有增長、估值也不高的，可以關注浙能電力/皖能電力。

風險提示：來水波動可能使水電盈利波動較大；經濟波動帶來用電需求增速不確定性、上網電價下調時間和幅度不確定。

軍工：關注航空發動機板塊投資機遇

航空發動機是一國工業基礎、科技水準、經濟國防實力重要標誌，我國落後現狀亟待改進，未來發展空間巨大。當前世界僅有英、法、美、俄、中 5 國可獨立研製，我國處於相對落後狀態。軍用發動機與發達國家差距 30 年，對俄羅斯進口依賴嚴重。在國家戰略不斷升級、空軍力量加速建設背景下，受制於人的局面亟待改善。民用幾乎空白，依靠轉包業務分享部分市場。不論從國家安全還是經濟利益考慮，飛機“心臟病”急需根治。

預計未來 20 年我國航空發動機及燃氣輪機需求超 2 萬億元。其中，軍用航空發動機市場需求約 3000 億元，配套服務需求約 5000 億元；民用航空發動機市場需求約 9000 億元，配套服務需求約 6000 億元；燃氣輪機市場需求約 2750 億元，對應服務需求超過 2550 億元。

發動機產業有望獲國家千億以上專項資金強力扶植。研製一款大、中型先進發動機的經費高達 15-30 億美元，發達國家無不投入鉅資研發，美國僅 IHPTET 一項預研計畫就持續 17 年總投資達 50 億美元，相當於我國 20 年發動機預研總投入的 6 倍。國家計畫以千億級重大專項扶植產業發展，預計投資規模有望超預期，未來 20 年達 2000 甚至 3000 億元，將強力推動產業大發展。

改革與調整有望涉及發動機產業鏈。目前世界上關於發展發動機產業主要分為飛機、發動機一體化方案（如中國）及發動機獨立於飛機發展方案（美國、歐洲、俄羅斯），兩種方案各有優勢。近年來國家關於發展發動機產業也逐步產生類似爭論，我們認為未來軍工行業改革與調整可能涉及到發動機產業鏈。

給予行業“增持”評級。我國發動機產業經過十年左右的積蓄，新型號、新產品不斷湧現和成熟，且受益海空軍裝備採購提速，未來 4-6 年有望進入高增長週期。航空發動機重大專項的公佈、發動機產業的改革與調整、周邊以及全球政治、軍事局勢的加劇都可能成為行業催化劑，給予行業“增持”評級。重點推薦：成發科技、中航動力、撫順特鋼、中航動控。

風險提示。改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。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。