

## 关注零售国企的改革弹性

耿邦昊 徐问

新一轮国企改革明确分类监管,放开竞争性行业。随着自上而下的政策推动,零售行业即将迎来新一轮国企改革和行业并购高峰。本轮改革明确界定不同国有企业的功能定位,实施分类监管,放开竞争性业务,推行职业经理人制度和股权激励。零售业作为充分竞争性行业,其改革将以市场为导向,以净利润最大化为主要考核目标。我们认为行业有可能依循资产整合和整体上市、并购、引入战略投资者、国资退出、落实股权激励机制等具体改革方式。

上海率先开启改革探索,北京、山东、安徽、广东等省市有望跟进。我们认为同一控制人旗下商业资产进行整合的可能性比较大,非同一实际控制人在方案设计和利益权平衡上难度很大。通过梳理重点区域同一国资委旗下商业资产(包括上市和非上市企业)布局情况,山东、安徽、北京、广州和上海及各区国资委旗下零售和商业资源丰富,质量较好,因此改革率先开启国企改革方面的探索。其中,上海作为本轮改革的领头羊起到示范作用。相关区域存在改革预期的零售企业包括银座股份、合肥百货、友谊股份、益民集团、王府井、广州友谊、北京城乡等。

高改革弹性企业存在更大盈利和市值提升空间。国企体制遗留的权责不清、激励机制缺乏等问题是致使不少传统零售公司费用控制较差、业绩释放不足的主要原因。一旦体制问题得到解决,在业绩和估值层面都存在提升空间。我们将港股零售企业的净利率水平作为盈利能力改善后的理想情况,测算

公司名称	市值(亿元)	实际控制人	第一大股东	大股东持股比例(%)
合肥百货	50.00	合肥市国有资产监督管理委员会	合肥市建设投资控股(集团)有限公司	22.13
广州友谊	34.72	广州市国有资产监督管理委员会	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	51.89
广百股份	28.7	广州市国有资产监督管理委员会	广州百货企业集团有限公司	54.18
徐家汇	44.18	徐汇区国资委	上海徐家汇商城(集团)有限公司	30.37
老凤祥	124.84	上海市国有资产监督管理委员会	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	42.09
新世界	45.54	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	25.21
首商股份	41.91	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	37.79
益民集团	50.22	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	39.04
友谊股份	175.75	上海市国有资产监督管理委员会	百联集团有限公司	43.50
上海九百	30.20	上海市静安区国有资产监督管理委员会	上海九百(集团)有限公司	19.59
银座股份	40.66	山东省国有资产监督管理委员会	山东省商业集团有限公司	24.49
王府井	84.64	北京市国有资产监督管理委员会	北京王府井国际商业发展有限公司	49.27
北京城乡	24.25	北京市国有资产监督管理委员会	北京市郊区旅游实业开发公司	33.49

数据来源:平安证券研究所(截至12月17日) 唐立/制表 彭春霞/制图

重点区域零售企业未来盈利能力和市值的提升空间,发现银座股份、广百股份、王府井、友谊股份、首商股份、翠微股份、合肥百货、广州友谊的潜在市值提升幅度领先,具有较大的改革弹性。

市值大幅折让于自有物业价值的企业存在更强的安全边际。尽管由于经营能力下滑而导致市值大幅杀跌,但从资产质量和现金流角度来

看,国内许多零售企业已具有极大的并购价值。国企改革对自持物业的价值重估和公司市值将有明显拉动作用。在引入战略股东、收购兼并、产业整合的过程中,物业重估价值也将成为零售企业重要的评估参考和价值底线。我们梳理了存在国企改革预期的重点企业的资产状况及重估价值,认为首商股份、银座股份、北京城乡、友谊股份、合肥百货、王府井、新世界等企业的市值大幅

折让于自有物业价值,具有更高的估值安全边际。

综合国企改革的区域路径及重点企业的改革弹性和估值底线,我们建议投资者重点关注友谊股份、新世界、益民集团、上海九百、老凤祥等上海本地股,以及银座股份、首商股份、合肥百货、王府井、北京城乡等受益国企改革的潜在标的。

(作者系平安证券分析师)

## 建材行业盈利提升 水泥出现盈利拐点

田东红 王慷 刘彬

建材行业目前估值水平整体较低,传统的大建材正处在周期的低位。由于供需拐点的出现,行业迎来经营状况的改善和盈利能力的提升,不少公司具有较大的业绩弹性。而其他小品种建材,实际上成长空间都还较大,不少优质公司估值水平也不高。因此,我们认为建材行业具有不错的投资机会,对行业予以“增持”评级,建议投资者积极配置建材行业。

### 水泥:行业盈利拐点确立

从行业基本面来看,今年水泥均价小幅下跌,成本明显下降,产量增速小幅提升,整体盈利止跌回升。我们预计2014年行业需求增长约6%,供给增长不足3%。今年开始出现的行业供需好转将在明年持续,产能过剩幅度进一步降低,因此明年行业将出现量价齐升的景气局面。由于今年上半年行业基数相对较低,预计明年上半年行业各项同比数据将会较为乐观。

从行业周期性来看,今年行业的盈利已经出现好转,作为周期性行业的水泥行业已经出现盈利拐点。行业长期需求增长动力仍在,中期供需边际改善持续,短周期波动仍将贯穿全年。

从行业政策面来看,明年行业面临的大气污染治理、节能减排和32.5复合水泥标号取消等一系列政策调整都将促进行业供需关系进一步改善。在政策的推行过程中,行业的去产能过程有望加速。鉴于以往行业内政策的执行力度,当前市场对于行业内的有利政策并没有给予过高的预期。因此,明年存在一定的政策超预期可能性。

2014年是水泥行业供需持续改善的一年,政策面也存在一些加速去产能的因素,行业整体盈利上升趋势会延续。今年四季度,华东和中南地区部分水泥企业盈利能力已达到较高水平。但从全年整体盈利能力来看,明年仍有上升空间。区域上,我们重点关注华东和华北地区的水泥龙头企业,如海螺水泥、冀东水泥和金隅股份等。

### 玻璃:明年延续盈利升势

今年浮法玻璃新增供给17%,1~10月平板玻璃产量平均增速在11.69%,年内全国玻璃均价同比提高了7%左右。

格法玻璃淘汰一方面减少供给,一方面降低了低价格对市场的冲击。我们预计2014年行业供给增速和需求增速都将低于2013年,而全年平均价格略高于2013年。

另外,我们认为全国范围爆发的雾霾天气使得环保加码成为大概率事件。河北沙河的环保整治使得当地产品成本上升,对华北以及华东乃至全国的低价格玻璃的冲击降低,对全国玻璃价格提升是较大的利好。同时,环保加码进一步降低格法玻璃的供给。标的股方面,我们重点推荐旗滨集团、晶晶科技。

### 其他建材:集中度提高

建材子行业中,除塑料型材行业近几年增速放缓外,其他行业近5年的复合增长率都在两位数以上。这种高速增长,一方面来源于固定资产投资对建材需求的整体拉动;另一方面来自于新材料对老材料、新生产方式对旧生产方式、新施工习惯对老施工习惯以及优质产品对劣质产品的替代。建材行业标准化产品较多,生产工

艺、管理经验、品牌推广等易复制,这也为行业集中度提升提供了可行性。此外,规模效应带来的采购成本降低、管理费用降低等也成为行业集中度提升的必然。因此,无论从建材行业的特点还是国内外的先进经验来看,其他建材的集中度提升都是未来发展趋势。

综合考虑行业增长、集中度提升、公司产能布局、盈利能力改善和估值水平等多方面的因素,重点看好北京利尔、西部建设、北新建材和伟星新材。另外,投资者可重点关注中国玻纤的价格弹性。

(作者系中信建投证券分析师)

代码	名称	涨幅%	收盘价(元)	总量	现量	量比	换手%	市盈率(动)	细分行业
000012	南玻A	-0.36	8.39	124433	693	0.78	0.95	20.81	玻璃
000055	方大集团	-3.48	5.55	17901	1621	0.96	0.43	55.55	其他建材
000401	冀东水泥	-1.46	8.8	76937	469	0.53	0.63	50.62	水泥
000619	海螺型材	-1.93	7.12	30902	189	0.36	0.86	16.45	其他建材
000672	上峰水泥	-1.58	4.97	14795	254	0.78	0.7	37.96	水泥
000786	北新建材	-1.5	17.76	25067	845	0.76	0.44	13.51	其他建材
000789	江西水泥	0.71	9.92	64460	700	1.39	1.58	12.91	水泥
000877	天山股份	-0.96	6.22	50579	386	0.65	0.57	13.55	水泥
000885	同力水泥	-2.72	6.43	47244	1206	0.45	1.11	52.63	水泥
000935	四川双马	-2.28	5.57	43312	840	0.91	2.48	374.56	水泥
002066	瑞泰科技	-1.03	4.82	10846	393	0.19	0.47	—	其他建材
002102	冠福家用	-1.61	4.89	24995	194	1.68	0.76	106.88	陶瓷
002201	九鼎新材	-0.84	7.08	8296	136	0.52	0.5	143.96	玻璃

数据来源:通达信 唐立/制表

## 经济转型将启动新一轮牛市

场整体走牛的概率较大。

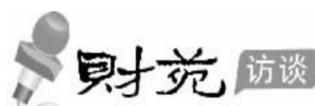
近期多空消息出现交织,但投资者要依循关键因素理清思路。陈锐认为,短期的汇金增持或其他资金做多进场,侧面反映出目前整体A股的极度低估。明年作为改革实施的关键年份,很多重要经济行业领域的改革措施会有超预期可能。整体上看,只要看到目前市场的估值处于底部、改革预期强烈、经济转型向好等关键因素,就有助于把握好市场的走向。

关于明年新一轮牛市行情启动的经济基础,陈锐指出,GDP增速或许不是经济工作的关键目标,但稳定就业非常重要。因为明年的大学毕业生人数再创新高,整体经济增速不会低于7%。而同时经济增长的质量会更加受重视,这会给予资本市场传统行业带来很多的转型机会。因此,明年经济增速稳定、深化转型、

推进改革,会给A股带来重要的驱动性因素。

陈锐认为,明年的行情应定性为“改革行情”,也就是说市场的更多机会将围绕三中全会的改革精神来展开。其中,新型城镇化是一个方向,这里包括高铁及轨道交通、生态农业、消费等。另外国企改革、金融创新也是重要方向和主线。金融创新带来的券商、保险、移动支付等板块机会,国企改革带来的上海本地股、广东本地股等机会,投资者都可以密切关注。

更多精彩内容请访问: <http://cy.stcn.com/talk/view/id-469>



**上海宝弘资产**  
ShangHai BaoHong Asset  
上市公司股权投资专家

www.baohong518.com 大宗交易/股票质押融资/定向增发

上海运营中心: 021-50592412、50590240  
北京运营中心: 010-52872571、88551531  
深圳运营中心: 0755-82944158、88262016

## 广发证券: 基本金属明年仍调整

基本金属需求方面,前一波牛市的需求引发中国增速放缓,暂时看不到新拉动因素出现;供应方面,前期积累的产能逐渐释放。以铜矿山为例,将进入历史上供应增长最快的阶段,供需关系给价格带来压力。就流动性而言,趋势性泛滥已成过去。美国失业率持续改善,QE退出渐行渐近。对贵金属而言,美国经济复苏、负利率逐渐改善、资产配置作用弱化、投资需求衰退,使黄金的金融属性逐渐弱化而重

回商品属性。历史上看,在商品属性下,金价围绕成本波动,趋势性大牛市基础不再。

2014年,有色板块整体性机会偏弱。行业的投资逻辑主要有以下两条:1.在需求总体偏弱情况下,寻找供应收紧更快的子板块,我们继续关注稀土行业;2.某些新兴下游需求快速增长,给有色上游原料供应者提供机会,我们关注电动车产业链带来锂行业的机会。国内外下游复苏及新应用领域拓展带来钨钼行业机会。

## 光大证券: IPO重启令传媒短期承压

新股发行制度改革后首批上市企业中,传媒板块有思美传媒与中航文化两家。新股上市将使传媒板块短期承受调整的压力。但随着年报业绩预告及正式的年报释放临近,板块的高成长性和基本面的优秀,将支撑板块的中长期价值。且2014年热点不断,兼有世界杯的影响,传媒板块后续仍值得期待。

中期看,新股改革对于现有的传媒上市公司冲击不会太大:1.即使考虑到后续上市的公司增多,但这些上市公司仍以内容型企业为主,在经营基本面、行业地位等方面能超越现有上市公司或者至少等量齐观的,还不多;2.传媒产品与服务非标准化,使公

司经营必须不断提高抗风险性,使得已有先发优势、有商业和资本运作经验的上市公司强者恒强。

我们仍看好2014年传媒板块的表现。整体下跌将提供更好的介入机会。2014年,对于个股的选择更加重要,一些公司的优势更加显现。传媒公司产业链运营,纵向横向整合是大势所趋。当前已经占据了内容和渠道优势的龙头公司将攫取产业链更多资源,从而沉淀成为本土的传媒集团。此外,政策方面也利好龙头公司,文化资源不受地域、所有制限制,自由流动;创业板再融资有望开放,对于现有的内容、整合营销和视听的龙头公司都是利好,这些公司可加大纵向和横向的整合,开展并购重组,扩大在海内外的影响力。

## 中投证券: 餐饮旅游站上新增长点

2013年受到禽流感、地震、限制三公消费及《旅游法》冲击,游客增速见底。我们认为,在当下阶段,旅游消费领先于大市的趋势不会逆转。偶发性灾害的影响能够很快修复,被压抑的单位消费将转化成个人消费,而《旅游法》对团队游客的冲击也将很快被自由行迅猛的增长所填补。

四川线与华东线景区将成为复苏时间最早、概率最大的板块。而具备长期增长潜力的休闲度假类旅游目的地、中西部板块、城市文化娱乐业以及适应自

助游的创新型旅游中介具有长期配置的价值。

旅游消费强于大市的趋势不会逆转。人均GDP达到5000美元时,居民消费从“温饱型”向“享受型”过渡,以旅游为代表的文化娱乐产业消费增速将领先于大市。我国的旅游业有三方面的推动:城镇化(贡献8%~10%/年)释放农村消费潜力;人口增长(贡献1%/年)与经济增长(贡献1%~2%/年)带来出游率与人均旅游消费水平双重提高;政策规划扶持、高铁网络也将成为旅游业的推动力。

(唐立 整理)

### 限售股解禁 | Conditional Shares |

12月20日,A股市场有广弘控股、瑞丰光电、吉艾科技共3家上市公司的限售股解禁。

广弘控股(000529):解禁股性质为股改限售股,实际解禁股数127.77万股。解禁股东2家,其中广东省广弘资产经营有限公司为第一大股东,持股占总股本比例为51.26%,为国有股股东,此前未曾减持,此次所持剩余限售股全部解禁。余下1家股东为钟云英等合并347名自然人,持股占总股本比例低于1%,属于“小非”,首次解禁且持股全部解禁。2家股东解禁股数合计占流通A股比例为0.23%,占总股本比例为0.21%。该套

现压力很小。

瑞丰光电(300241):解禁股性质为股权激励一般股份,实际解禁股数132.63万股,占流通A股比例为1.60%,占总股本比例为0.61%。该股的套现压力很小。

吉艾科技(300309):解禁股性质为首发原股东限售股,实际解禁股数96.99万股。解禁股东2家,即岳奇、李同华,持股占总股本比例均低于1%,属于“小非”,均为公司高管,均为首次解禁且持股全部解禁,若考虑高管减持限制,实际解禁股数占流通A股比例为1.63%,占总股本比例为0.45%。该股的套现压力很小。

(西南证券 张刚)