

国内服务约占中国经济40%，而发达国家占70%，引入更多民营将为中国经济稳增长提供持续动力

垄断行业放松管制 服务业轻装上阵

孙金钜

在拉动经济增长的三驾马车中，投资是政府稳增长的利器。从2014年经济运行的实际情况看，政府投资的边际效应正在递减，而内需和出口尚不足以支撑整个经济发展，面对稳增长调结构的历史考验，中国经济急需新的增长动力。我们认为，垄断行业管制放松，进而拉动民间投资，将稳增长着力点转向完善市场经济体制，发挥市场对资源配置的决定性作用，加快形成“统一开放，竞争有序”的市场体系，释放市场投资主体活力，为稳增长提供不竭动力。

民间资本热衷服务业 管制放松中空间最大

以铁路运输、油气开采、服务业等为代表的民间投资比重过低，一方面说明管制严重，另一方面也意味着这些行业的民间投资潜力巨大，要实现稳增长的目标，垄断行业管制放松刻不容缓。近两年来，行业的放开了有很大进展，特别像制造业、农林牧渔业，民间投资的比例已经超过70%。然而服务业、公共事业等的民间投资却止步不前，政府或者国企的垄断地位并没有发生实质性改变。

2013年国有投资额超过一半行业中，除了运输、油气开采、公共事业以外，其余全部归属于服务业，说明服务业的挖掘潜力空间巨大。国内服务占中国经济40%左右，而发达国家占70%，如果服务业可以通过更好的放松管制，比如在医疗卫生、电信等引入更多的民营企业参与发展，将为稳增长提供持续动力。

事实上，服务业已经成为民间资本最热衷的投资标的，这一点从新增工商企业数据中可以看到。据工商总局数据，2014年4月（自3月1日注册资本登记制度改革），全国新登记注册市场主体120.23万户。新登记注册企业36.72万户，新登记注册企业主要集中在第三产业，为28.33万户，占新登记注册企业总数的77.14%。

时间序列：“进入”优先于“价格”

投资主体的自由进退和通过价格

手段调节供需，是市场经济的本质所在，相应的有两种管制放松方式：进入管制（如投资审批、行政许可）和价格管制。我们认为垄断行业管制放松必须分步骤循序渐进，时间上进入管制放松优先于价格管制放松。消费者在自然垄断行业上的价格弹性较小，如果没有形成有效市场竞争结构（进入管制放松），而先放松价格管制，那么提高产品或服务价格是垄断企业的必然选择，导致消费者剩余被进一步“掠夺”。

目前来看，石油、电信、电力、资源开发、金融、铁路等领域进入管制放松的机会较大。医疗、水、石油、电力、交通等正在向价格管制放松发展，但除医疗等个别领域外，很多行业并没有经历过真正的进入管制阶段。

立足服务业 投资抓住两条主线

结合目前的政策导向和潜力空间，我们认为部分垄断行业管制放松存在重大机会（细分行业不能穷尽但机会领域有限）。进入管制放松主线，重点关注油气、电信、民营银行、民营医院等领域，而价格管制放松主线则重点关注医药、电信等领域。



检测行业：

2014年2月，全国质量监督检验检疫工作会议正式召开。国有检测机构改革逐步推进，将会使民营机构、外资机构有机会参与其中，其原有的近6000亿检测市场将对外释放。

进入管制放松主线主要关注四个方面。

1. **油气改革领域。**十八届三中全会后，油气改革迅速推进。2014年2月19日，中石化率先启动中央企业混合所有制改革，对下属的油品销售业务板块进行全面重组，引入社会与民营资本参股，持股比例不超30%。2014年两会期间，中石油董事长透露了公司的改革方向：拟将上游的油气开采对外放开，搭建未动用储量、非常规、油气、管道、炼化和金融板块六个平台推进混合所有制改革。

民营企业进入油气领域的机会包括四个方面。

油气勘探和开采细分领域，在常规油气勘探开采上民企单独进入的难度较大，有望采取合作开发模式和产品分成模式；而在页岩气、页岩油等非常规油气上，则直接向民企开放。

原油进口和炼油细分领域，目前我国原油进口基本被三大石油公司垄断，未来预计优质地方炼厂有望获得新增进口原油配额，逐步打破现有垄断局面。

管道和仓储细分领域，2014年4月发改委发布了关于加快推进储气设施建设的指导意见，随着国内对天然气的需求与日俱增，鼓励各种所有制经济参与储气设施投资建设和运营。

油品销售细分领域，中石化在2014年年初宣布引入社会和民营资本参股下游油品销售业务板块，并对外公布了较为明确的“时间表”：拟6月底完成油品销售板块的审计评估，公布引资方案；力争第三季度前完成融资。

2. **电信改革领域。**2012年6月

属于《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》中明确鼓励民营进入的八大电信领域之一，是继虚拟运营商业务后，工信部下一项重点推进的民营进入电信业的业务。按照2012年6月的电信改革进程，我们预计《接入网业务试点方案》有望在2014年年内出台，并在2015年正式运营。一旦接入网业务向民营开放，民营将获准从事宽带接入业务，这将催生新一批宽带运营商。预计目前获得虚拟运营商资质的企业以及拥有资金实力（基础固网投资金额较大）的企业将成为宽带接入业务的受益者。

3. **民营银行领域。**目前政府层面已确定首批5个民营银行试点方案，包括阿里巴巴、万向、腾讯、复星等民营资本参与试点工作。

民营银行的受益者包括两个方面。民营银行潜在进入者：我们认为

2. 电信改革领域。2012年6月

油气改革：

2014年2月19日，中石化率先启动对下属油品销售业务板块的全面重组，引入社会与民营资本参股，持股比例不超30%。

正在放松进入管制的行业及其影响

盐业改革：

2014年4月发改委决定废止《食盐专营许可证管理办法》，并自公布之日起执行。废止此办法，是行政权力下放和规范清理的结果。

工信部发布《鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》，鼓励民间资本开展移动通信转售业务试点，开展接入网业务试点和用户驻地网业务、开展网络托管业务、开展增值电信业务、申请通信工程设计、施工、监理、信息网络系统集成、用户管线建设以及通信建设项目招标代理机构等企业资质，参与基站机房、通信塔等基础设施的投资、建设和运营维护，以参股方式进入基础电信运营市场，鼓励民营电信企业“走出去”，积极参与国际竞争。目前电信改革正按照上述要点分步进行。

民营企业进入电信领域的机会包括两个细分领域。移动通信转售细分领域，2013年5月工信部发布《关于开展移动通信转售业务试点工作的通告》，移动通信转售业务试点工作正式展开，标志着鼓励和引导民间资本进一步进入电信业迈出了实质性步伐。同年12月，工信部颁发了首批11家参与移动通信转售业务试点企业的批文。接入网业务细分领域，接入网业

拥有平台优势的互联网金融企业、供应链优势的大型企业可能在通过细分市场 and 差异化经营获得一定市场份额，但主要还是看与原有业务的协同性——以民营银行为依托回归支持主业发展。

金融IT企业：随着银行数量的增加和竞争的加剧，势必会加大对金融IT软硬件的采购量，同时对网络安全的需求增加。

4. **民营医院领域。**虽然全国民营医院在数量上已占国内医疗机构总量的一半，但民营医院的床位数占比、诊疗人次占比均只有10%，比例严重失衡。国务院在《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》中提出，大力发展非公立医疗机构，2015年非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右。增长空间巨大。十八届三中全会以来，

国家近期陆续出台了鼓励民营资本办医、医生多点执业等扶持政策，民营医院迎接行业利好，迈入快速发展期。民营医院布局的手段包括新建、收购和技术管理合作类型。

价格管制放松主线关注三领域。1. **医疗改革方面。**虽然医疗、水、石油、电力、交通等正在向价格管制放松发展，但除医疗等个别领域外，很多行业并没有经历过真正的进入管制阶段。在医疗领域，虽然还没有形成充分竞争的格局，但民营医院的进入已经打开多年，价格管制放松的时点正在临近。2014年5月8日发改委宣布为鼓励药企生产低价药积极性，减轻患者使用高价药的负担，国家取消283种低价西药和250种低价中成药的最高零售价，生产企业可在西药费用日均不超过3元、中成药日均费用不超过5元的前提下自主定价。药企可以根据药品生产成本和市场供求状况自主制定或调整零售价格，从而一定程度上提高药企生产低价药的积极性。

2. **油气改革方面。**目前国内油气行业呈现寡头垄断政策性定价的局面。虽然原油价格与国际接轨，成品油价格挂钩国际油价，仍存在一定程度的政府调控；天然气价格仍以政府指导为主。从改革趋势看，价格市场化是大趋势，特别是天然气价格将建立与可替代能源价格挂钩的动态调整机制。

3. **电信改革方面。**2014年5月9日，工信部、发改委联合发布了《关于电信业务资费实行市场调节价的通知》，放开所有电信业务资费，包括固定和移动的本地、长途、漫游语音、短消息、数据业务等所有电信业务资费。我们认为这种变化更有利于以民营企业为主的虚拟运营商利用资费价格手段开展业务。

结合上述的逻辑，推荐个股组合：千红制药（民营医院）、奥拓电子（民营银行）、天源迪科（电信改革）、美都控股（油气改革）。（作者系国泰君安研究员）

电信改革：

2014年5月13日“中国电信合作开放大会”上，中国电信董事长王晓初表示2014年中国电信将改变传统依靠自我积累的单一发展模式，在需要引入能力、资本、创新活力的重点领域，尝试多种资本运作方式打造新兴业务运营格局。

电力行业：

媒体2014年5月15日报道，国网将分类开放四领域引入社会资本，其中对分布式电源并网、电动汽车充换电实行市场开放，抽水蓄能电站、调峰调频储能项目实行投资开放。



2014年以来 李克强总理已经四次提出要加快发展生产性服务业

- 3月5日 “优先发展生产性服务业，推进服务业综合改革试点和示范建设”。——《政府工作报告》
- 3月21日 “着力发展服务业，特别是生产性服务业”。——节能环保工作会议
- 4月10日 “加快弥补服务业短板‘短板’，用税收等打井来培育壮大生产性和生活性服务业。”——博鳌亚洲论坛
- 5月14日 “研发设计、检验检测认证、节能环保等生产性服务业企业，可由国家认定高新技术企业，享受15%的所得税优惠税率。”



民营医院：

十八届三中全会决定明确提出：鼓励社会办医，允许医师多点执业。



民营银行：

2014年1月6日，全国银行业监管工作会议电视电话会议，计划民营银行在2014年试点先行，首批试点3-5家，实行有差牌照。

彭春霞/制图

千红制药：内生外延 助产品梯队臻于完善

孙金钜

在医疗行业管制放松的背景下，千红制药002550将受惠明显。

与市场对公司产品单一的认识不同，我们认为，千红制药有望通过内生和外延双轮驱动实现产品梯队的不断完善。内生角度看，未来2-3年公司亿元级产品数量有望实现从2个到5个的跨越。而在医疗管制放松的背景下，公司目前已经在投资筹备千红医院的建设运营，公司在曾表示，未来将通过并购进一步丰富产品线。预计公司2014-2016年净利润分别为2.35亿、3.06亿、4.01亿元，对应每股收益（EPS）分别为0.73元、0.96元和1.25元。同行业公司2014年平均估值38倍，我们给予千红制药24.5元的目标价，对应2014年估值34倍。

首先，千红制药原有两大类产品肝素钠原料药、胰激肽原酶片剂将保持平稳增长。肝素钠原料药上游是肝素粗品，综合考虑上游生猪小肠粘膜情况，2014年肝素原料药均价大幅下降的可能性非常小。而通过精细化管理的深挖，预计公司净利润率会提高。怡开片（胰激肽原酶系列）已启动四期临床且目前为止结果较理想，有利于产品进一步推广。

其次，内生增长关注二线梯队，多个品种有望达到亿元级别。除原有两大业务外，目前像肝素钠针剂、小分子肝素钠、怡开针剂、怡美复方消化酶等品种规模仍较小，我们预计这些潜力品种在未来2-3年内有望销售过亿。附加值更高的低分子肝素原料药及制剂是公司肝素系列的延伸（原料药转制剂），目前公司申报的依诺肝素原料药及注射液已通过新药审评，将进入生产现场检查阶段，预计2014年底可以投产。怡美复方消化酶预计在2014年6月份完成车间改造，产品供不应求，预计2014年业绩翻番。

最后，公布外延扩张布局医疗大健康领域，进一步丰富产品线。在医疗管制放松的背景下，千红制药目前已经在投资筹备二级医院（千红医院）的建设运营。公司在2013年年报中也提到，将组织力量研究国内外先进的医院经营模式，加快推进企业并购重组步伐，力争早出成效。（作者系国泰君安研究员）

放松管制将带来黄金机遇

孙金钜

与国外不同，中国国内的垄断并不是简单的自然垄断，不仅存在范围经济和规模经济，同时该行业具有较高的沉没成本。由于计划经济时代遗留下来的意识形态问题，我国的垄断在自然垄断基础上还有行政垄断。

我们认为，在稳增长背景下，中国经济进入到一个相对的中速增长期，有利于促使政策出现明显的突破，比如垄断行业管制放松的实施。而十八届三中全会恰是垄断行业管制放松的分水岭。在确认了市场在资源配置中起决定性作用后，政府在简政放权和降低行业准入门槛等方面推出了一系列改革措施。

以油气改革为例，2014年以来改革积极信号频繁出现。2月19日

中石化率先启动了中央企业混合所有制改革，对下属的油品销售业务板块进行全面重组，引入社会与民营资本参股，并授权董事长在社会与民营资本的持股比例不超30%的情况下，行使有关权力。2-3月政府先后出台油气管网公平准入、民用气阶梯气价等行业政策。此外，两会期间中石油董事长周吉平也透露了公司的改革方向：将上游的油气开采对外放开，搭建未动用储量、非常规、油气、管道、炼化和金融板块六个平台推进混合所有制改革。4月29日，国家发改委发布了关于加快推进储气设施建设的指导意见，鼓励各种所有制经济参与储气设施投资建设和运营。之后，中石油5月12日晚间公告，公司拟以西气东输管道分公司管理的与西气东输一、二线相关的资产及负债，以及管道

建设项目经理部核算的与西气东输二线相关的资产及负债出资设立全资子公司中石油东部管道有限公司。根据毕马威的审计，以2013年12月31日为基准日，经审计确认的总资产为817亿元。

管制放松也是国企改革的一个重要方向。国有企业长期存在国有经济布局不合理、公司法人治理结构不完善、企业活力不足、部分领域改革滞后等问题。而部分领域改革滞后，一方面是因为垄断行业改革整体滞后，市场化程度不高，产品定价长期背离价值，市场机制难以有效发挥作用。另一方面是政府和企业界定不清，社会保障体系不健全，国有企业存在在走向市场化同时背负着沉重的社会负担，导致运行效率低下。我们认为，国企存在这些问题的根本原因，在于国内存在行政垄断与自然垄断，并且政企不分，要打

破这种不合理的经济模式，最根本的方法就是放松管制。放松进入与价格的管制，让市场在资源配置中起决定性作用，这样不仅可以解决经济布局不合理的问题，而且随着市场化进程的不断推进，国企没有了双重目标，自然治理结构也会不断完善。所以，国企改革是我国经济发展的必经之路，而让这条路走得畅通无阻的保障就是管制放松。

上个世纪70年代，美国国政府先后对航空、货运、铁路、电信、天然气、电力、有线电视和银行业进行了行业管制放松，日本则在90年代同样对管制放松，经验表明，行业管制放松是美日成为经济强国必不可少的一笔。我们观察到，在十八届三中全会确认市场在资源配置中起决定性作用以来，政策支持力度变大，管制放松正迎来黄金机遇期。（作者系国泰君安研究员）

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

管制放松推荐组合								
公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益 2012(A)	每股收益 2014(E)	市盈率 2013A	市盈率 2014E	目标价(元)	投资评级
002550	千红制药	16.6	0.58	0.73	29	23	24.5	增持
002557	奥拓电子	23.9	0.44	0.72	54	33	29.0	增持
600175	美都控股	5.7	0.10	0.30	57	19	8.4	增持
300047	天源迪科	10.3	0.39	0.51	26	20	15.3	增持