

地方国资国企改革之广东篇

国企改革系列报告之三

策略： 陈果 S0260512070004

☎ 021-60750638

✉ chenguo@gf.com.cn

核心观点：

- 我们非常看好广东国企改革的核心理由

1. 广东国资体量庞大，与上海相当
2. 广东国企盈利能力偏低，改革需求迫切
3. 广东积极推动国资改革，改革方向明确

- 广东国企改革重点方向： 同业整合， 产权多元， 股权激励

2012年底，广东省政府出台了《关于进一步深化国有企业改革的意见》。结合三中全会精神与广东国资领导近期访谈。我们预计广东的国企改革核心思路将在提升省属企业资产证券化，促进同业整合以做大做强、在竞争性行业加快产权多元化如引进战略投资者等，以及在科技型股权股权激励试点。

- 广东国企改革的潜在受益标的：

“大（强）集团小（弱）公司的资产注入预期”建议重点关注贵糖股份、广弘控股、风华高科

目前广东省属多主业国资主要是广业公司、广晟公司、广新控股集团以及广弘公司四大多业务控股集团。我们重点考察这四大集团下属的上市公司平台的资产注入预期。建议重点关注贵糖股份、广弘控股、风华高科。

科技型公司股权激励预期：建议重点关注星湖科技、风华高科、佛塑科技

我们选择广义的科技型，即技术含量比较高（基本都符合我们轻资产、非强周期、竞争性行业的筛选标准）的企业：星湖科技、风华高科、佛塑科技。从持股比例看，这三家公司大股东控制力偏弱，股权激励预期将会比较高。

广州地方国资改革：建议重点关注广汽集团、力合股份、格力地产

对于广州深圳的国企改革投资逻辑，我们认为应该重点关注竞争性行业中引入战略投资者与股权激励的预期。在竞争性行业中，我们认为应该重点关注属于轻资产非强周期性，同时盈利能力显著低于同行业平均水平的国有上市公司。建议重点关注广汽集团

另外珠海改革也引入瞩目，建议可以从资产整合预期角度重点关注力合股份、格力地产。

目录索引

广东国企：巨大的改革空间与投资机会	4
广东国企改革重点方向：同业整合，产权多元，股权激励	6
资产注入：做大做强+资产证券化	8
股权激励预期：星湖科技、风华高科、佛塑科技.....	17
广州地方国资：重点关注广州，深圳，珠海.....	18

图表索引

图 1: 广东省国有上市企业数量仅次于上海	5
图 2: 广东国有上市公司 ROE 落后全国	5
图 3: 贵糖股份股权结构	10
图 4: 广弘控股实际控制结构	12
图 5: 广弘控股销售收入构成	12
图 6: 广晟有色实际控制结构	14
图 7: 风华高科实际控制结构	14
图 8: 广晟公司下属公司结构	15
图 9: 广新控股集团下属公司结构	16
图 10: 广东国资上市公司分布	18
图 11: 广汽集团实际控制结构	19
图 12: 格力地产实际控制结构	21
图 13: 力合股份 2012 年实际控制结构	22
图 14: 力合股份股权构成 (截至 13 年 9 月 30 日)	22
表 1: 广东省大型省属国资集团情况	9
表 2: 潜在省属国资同业整合机会	10
表 3: 广东省单一主业省属国资上市公司情况	16
表 4: 广东省属国资上市公司情况	17
表 5: 深圳国企竞争力较强	19
表 6: 广州竞争性行业国资情况	19
表 7: 珠海国资集团战略目标与政策支持方向	20

我们在9月30日发布了《国企改革的投资线索》，此后国企改革也一直是市场讨论的焦点，十八大三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。在混合所有制经济、现代企业制度、资本收益上缴比例等多方面提出了未来国企改革的方向。市场对后续相关政策办法出台的预期强烈。

我们认为国企改革的核心投资逻辑无外乎两条，第一条是对内提升效率（股权激励等），第二条引入外部资源（资产注入，战略投资者等）。

从投资策略角度，我们认为要重点关注先行先试，具有示范性的地区，例如上海、重庆、广东等。对于投资标的，我们认为需要寻找在改革前有盈利提升空间的企业，我们倾向于在轻资产、消费品行业中寻找有股权激励可能的公司，在重资产、周期性行业中寻找有资产注入可能的公司，在竞争性行业中寻找国有资本可能有所退出，并引进战略投资者的公司。

我们看好上海、重庆、广东的国企改革，我们12月11日已发布《地方国资国企改革之重庆篇》，本篇将为您梳理广东国企改革的投资线索。

广东国企：巨大的改革空间与投资机会

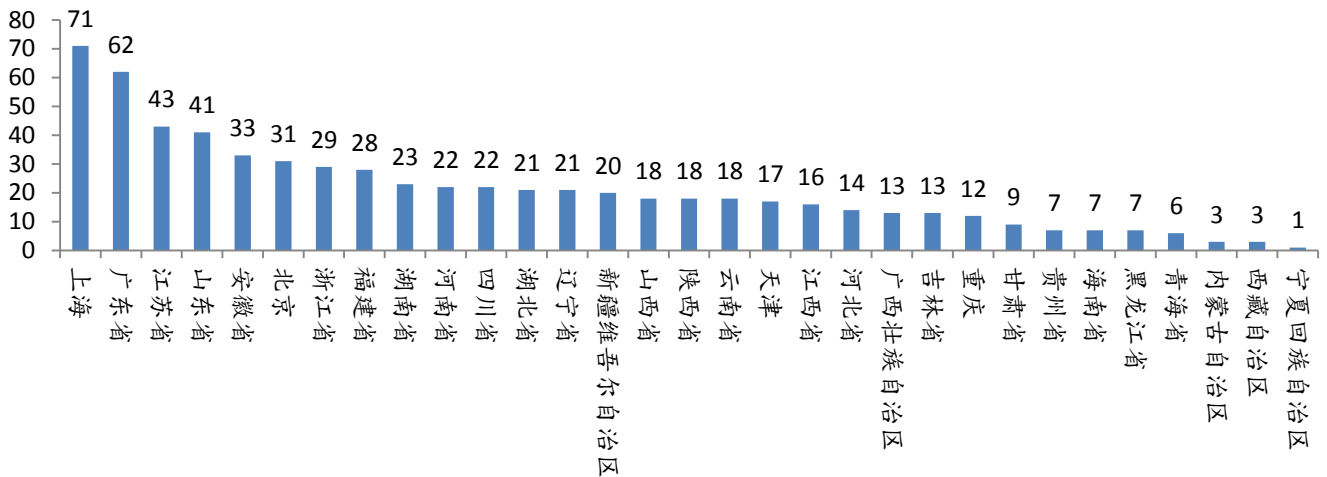
我们看好广东国资国企改革的三个核心原因：

第一：广东国资体量庞大，与上海相当

而作为国有资产改革桥头堡的上海国资资产总额在2012年初为25208.54亿元，作为国内经济最为发达的地区之一，广东省的国有资产体量在全国中名列前茅，截止2012年底，全省国资监管企业资产总额达26159.39亿元。拥有与上海相近体量的国资资产。

与巨大国资体量匹配的是广东省众多的国有上市公司，目前广东省拥有60家国有上市公司，在不考虑央企的情况下仅次于上海所拥有的国有上市公司数量，与其他省市相比，数量优势明显。数量众多的上市公司即增加了资产注入、重组的改革标的，又提供了丰富的壳资源。

图1：广东省国有上市企业数量仅次于上海



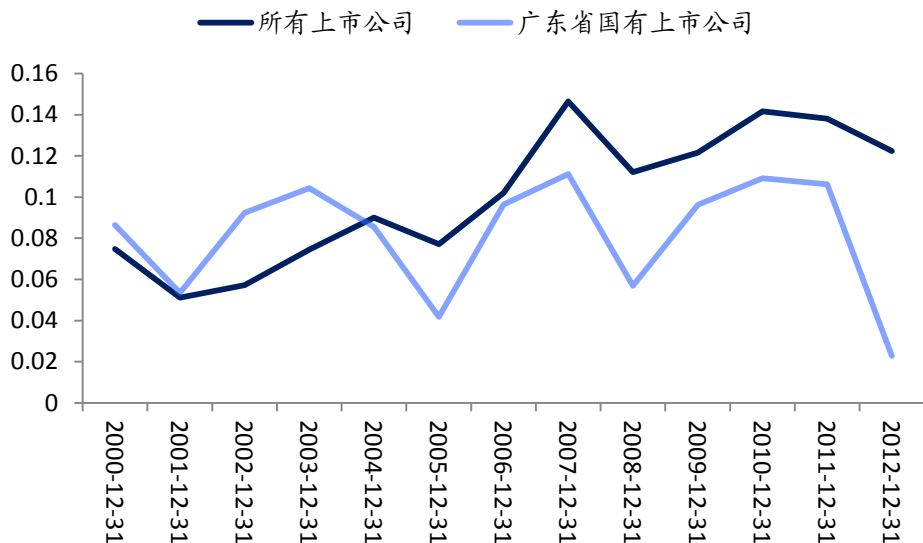
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

第二，广东国企盈利能力偏低，改革需求迫切

国企效率偏低国有企业改革的重要推动因素之一，这国企行政化的管理模式、以规模为主要指标的考核绩效、缺乏必要的奖惩机制等一系列原因造成的，也是长期以来来国企被公众所诟病的原因之一。

在2004年以前，广东省的国有上市公司效率比较高，ROE要高于上市公司整体水平。而在2004年之后，在上市公司ROE普遍提升的大背景下，广东省国有上市公司的收益则在不断下降，2012年显著低于上市公司整体ROE，广东国企存在通过整合与激励做大做强的需求。

图2：广东国有上市公司ROE落后全国



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

第三，广东积极推动国资改革，国资资产证券化将提速

广东向来是改革先行试点的重要地区，基于以上两点，广东在国企改革的推进经验也将非常重要。

2012年底，广东省政府出台了《关于进一步深化国有企业改革的意见》。

推动国企证券化、市场化和公众化成为广东国资改革的重要举措。根据广东省政府规划，**广东国资将力争到2015年末，新增20家国有控股上市公司，80%以上集团至少控股1家上市公司，省属企业证券化率突破60%。同时，要求到2015年年底，全省力争培育15家营业收入超1000亿元的国企大集团，其中省属企业5家。**

而目前广东国资证券化率在**20%左右**，此前广东已经有一些国有资产通过IPO、借壳上市等方式成功注入资产，实现证券化。典型案例包括珠江钢琴登陆中小板；粤传媒和广州发展完成整体上市；广钢与广日的重组；广州药业及白云山A吸收合并等，我们预计在2014年诸如此类的案例还会大规模发生。

对标80%以上集团至少控股1家上市公司的目标，广东目前的25家省国有企业中，只有10家省国有企业下属拥有上市公司平台，其中广业公司、广晟公司、交通集团、广新控股集团旗下有超过1家上市公司，而粤海控股公司与航运集团目前只有港股上市公司，尚无内地股市上市公司。

三中全会改革决定发布之后，广东省国资委主任首次接受了媒体（南方日报）的采访，也透露了强大的改革决心与意愿。（改革思路的详细分析见下文 广东国资改革思路：同业整合、产权多元、股权激励）

广东国企改革重点方向：同业整合，产权多元，股权激励

2013年8月9日，广东省国资委发布消息，宣布吕业升出任省国资委主任、党委书记。

三中全会改革决定发布之后，广东省国资委主任首次接受了媒体（南方日报）的采访，**笔者认为把握广东国企改革的核心理念与最新精神首先需要认真研读学习该篇访谈**，因此现全文引用如下：

“南方日报：《决定》对国资与国有企业改革作了较大篇幅的表述，结合广东实际，您是如何理解此轮国资与国企改革的？”

吕业升：要把握“必须毫不动摇巩固和发展公有制经济”的改革方向，我们首先必须继续坚持国资监管体制，坚持社会主义市场经济改革方向不

动摇。

我们要把握《决定》提出的“完善产权保护制度，积极发展混合所有制经济，推动国有企业完善现代企业制度”，“坚决破除各方面体制机制弊端”等改革重点。

近年来，我省国有企业改革发展取得了明显成绩。以广东的经济总量，需要国有经济发挥重要作用，关键是如何创新机制、激发活力。

南方日报：如何才能创新体制机制，进一步激发企业发展活力？

吕业升：从企业内、外部的机制上做文章，**加快产权多元化步伐是最根本的。竞争性企业大力实行股份制改造，对外，引入有品位的战略投资者，实现股权制衡，对内，推动以增资扩股为主要形式的管理层和技术骨干持股**，激发企业活力。

与此同时，我们也要**创新回报模式，吸引民间资本进入**。我们已向省委省政府建议，**创新社会资本进入基础性、准公共性领域项目引导模式**，通过政府资本金改为购买服务、“资源+项目”、税收减免等方式，引导社会资本进入，促进一切有利于激发活力的要素进入国有企业。

此外，我们要着眼**激发企业经营管理者活力，完善中长期激励机制。遵循试点先行、循序渐进的原则，在国有企业进行中长期激励试点、推动科技型企业分红权、增量资产奖励、期股试点**。我委明年将整合已有的政策资源，出台激发企业活力、促进机制创新、推动股权多元化的操作层面的制度框架，指导每家省属企业选择**2—3家**二三级企业试点，培育一批有核心竞争力、有发展前景、有资本价值、代表广东水平的优势企业。

南方日报：实际上，国企建立现代企业制度是自十六届三中全会就有的目标。

吕业升：是的，但提法有所不同，**以前强调的是防止国有资产流失与完善国企法人治理结构**，而《决定》则更强调政企、政资分开，市场道路与社会责任。

按照这个思路，我省国有企业改革要在市场化方向上迈出更大步伐，力争在重点领域和关键环节实现新突破。

特别是，**我们非常强调管理者在企业实现稳定发展中的作用**。对此，我们拟建设市场化的企业人才评价中心，建立第三方人才评价机制和考核机制，以市场的方式赢得市场和社会的认同。坚持**先考核、后分配，激励与约束相结合的原则**，建立健全规范公开透明的国有企业管理人员的薪酬体系。坚持以市场化为导向，建立健全**有别于行政官员**的企业管理人员的职务待遇、职务消费、业务消费制度。

南方日报：《决定》明确提出完善国资管理体制，广东对这方面有什么考虑？

吕业升：首先要加大力度完善国资监管模式，重点是实施两个转变，一是**促进监管工作以审批审核为主向优化布局和调整结构转变**，二是**监管职能尽快由现在的以管资产为主向管资本为主转变**。

与此同时，我们将**推进资产同质、市场同向、逻辑关联的国有资产重组**，进一步优化国有经济结构和布局。省国资委将在深入调研和充分论证基础上，**以同业合并、突出主业和竞争力重组为基本思路，拟对省属企业进行调整重组**，打造一批市场竞争能力突出的大型骨干企业，提升省属企业整体实力和核心竞争力。”

南方日报：那么，广东国资在资源整合上正在加大力度、加快步伐？

吕业升：是的，我们将着力打造国有企业不同层次的功能平台。一是做大要素平台，以产权交易集团为载体，构建金融、产权交易、药品交易等要素整合平台。让市场在资源配置中起决定作用是个重大命题，但要素资源的市场化配置呼唤秩序、规范和公平。二是打造省级资本运营和融资平台，整合省属保险、期货、银行股权、产权交易等资产，着力培育省国金融资资产板块。三是根据省属大型建筑企业规模实力的现状，研究整合设计、规划、融资、建设、服务、管理等资源，创新城镇、园区建设解决方案综合服务商业态，助推城镇化发展，打造城市建设综合服务平台。

南方日报：对下一步推进的改革，还将采取什么措施？

吕业升：我们要探索**经营性国有资产集中统一监管**的路子。国务院国资委对经营性国有资产集中统一监管提出了明确要求，有关兄弟省份以及省内广州、深圳已取得明显成效。如广州实行经营性国有资产集中统一监管，监管的国有资产从6000多亿元增长到1.57万亿元，服务经济社会大局的空间和能力明显提升。下一步拟研究总结推广广州直接监管和授权监管相结合、集中统一监管的做法，实现更大范围的资源优化配置。

同时，建立有进有退的国有资本流转机制，加快国有资产管理向国有资本运营转变也是企业做强做大的关键。”

因此，我们预计广东的国企改革核心思路将在提升省属企业资产证券化，促进同业整合以做大做强、在竞争性行业加快产权多元化如引进战略投资者等，以及在科技型企业的股权激励试点。

资产注入：做大做强+资产证券化

从广东省提升省属企业资产证券化，存进同业整合以做大做强的改革思路，关注资产注入预期的上市公司依然是广东国企改革核心投资线索。

IPO重启之后，明年仍有700多家排队。未在排队名单的公司很难在2014年实现IPO从而实现提升资产证券化率，而从促进同业竞争的角度，至少省属集团的同业资产（甚至包括跨集团的同业资产）不应再单独进行IPO，另外一些资产也难以单独上市，更适合进行资产注入。

而目前省属国资仅仅拥有13家上市公司，占整个广东省国资上市公司的比例很小，资产注入的上市公司平台相对集中。

广东省属国资集团

做大做强国企集团是广东省政府与国资委的重要目标之一，2013年8月6日广东省公布的政府工作报告上提出，要求到2015年年底，全省力争培育15家营业收入超1000亿元的国企大集团，其中省属企业5家。从目前看来，这一目标实现并不容易，目前广东省营业收入超过1000亿元的国企大集团只有广州市的广汽集团，而省属国资集团目前还无一达到千亿营业收入标准。

目前看来，有望在15年之前完成千亿营收计划的广东省省属国资集团有：广弘公司、广晟公司、广新控股集团、产业资产四大省属多业务控股集团以及粤电集团、广东物资集团等，尽快推进广晟集团、粤电集团业务大幅增长，同时推进旅游与酒店业、交通与地铁、物资集团与广新外贸等板块的重组是完成任务的必要途径。

表1：广东省大型省属国资集团情况

集团名称	下属公司涉及业务	上市公司	主营业务
广弘公司	下属公司包括绿色食品、医药健康、原材料、商贸、地产、旅行、投资等公司，所属行业涉及食品、医药、国际贸易、有色金属、教育发行、粮油、饲料、房地产、旅游酒店及物业管理等。	广弘控股	食品，图书
粤电集团	下属公司主要为电力公司，以及部分电力相关公司，如航运、能源投资等	粤电力 A	电力
产业公司	主业为：环保产业、燃料能源产业、矿业产业和现代服务业	宏大爆破	民爆用品
		贵糖股份	造纸、制糖
广晟公司	矿业为核心主业，辅以电子信息、酒店旅游、工程地产，公司资产突破千亿元	中金岭南	铅锌生产
		风华高科	电子元器件
		广晟有色	钨、稀土、铜、银锡
广新控股集团	以外贸集团为基础，以新能源、新材料、生物医药、高端装备制造、新一代信息技术为主的战略性新兴产业；以投资控股服务、批发和零售、电子商务、广告创意、现代物流和期货为主的现代服务产业；以矿产资源开发、有色金属压延加工、黑色金属冶炼和压延加工为主的矿产资源开发、金属冶炼和加工业产业等“三大主业”	佛塑科技	塑料制品
		兴发铝业	铝业
		星湖科技	原料药、调味品
		省广股份	传媒
物资集团	主要从事金属、汽车、能源化工等生产资料贸易和物流、房地产、类金融业务	无	

资料来源：公开信息整理，广发证券发展研究中心

省属集团间的同业整合

根据公司目前的主营业务，我们整理了潜在的省属国资集团间的同业整合可能。

表2：潜在省属国资同业整合机会

涉及业务	转出公司	潜在的转入公司
航运	粤电集团	航运集团
旅游	航运集团 广晟公司	中旅集团，旅游集团
绿色食品	南粤集团	广弘公司
矿业	广业公司	广晟公司
工程	广晟公司	建工集团
医药保健品	丝纺集团	广弘公司，广新控股

资料来源：公开信息整理，广发证券发展研究中心

省属集团间的同业整合对上市公司平台影响的链条更长，因此我们认为应该优先关注目前省属集团下的上市公司平台的集团资产注入预期。

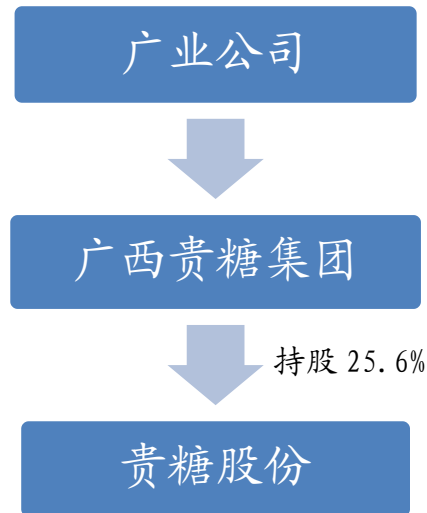
资产注入预期：大（强）集团，小（弱）公司

目前广东省属多主业国资主要是广业公司、广晟公司、广新控股集团以及广弘公司四大多业务控股集团。我们重点考察这四大集团下属的上市公司平台的资产注入预期。

我们重点关注现有上市公司平台，建议重点关注贵糖股份、广弘控股、风华高科，同时可以关注广晟有色。

贵糖股份是以制糖、造纸业为主，中国最大的制糖综合生产企业之一。公司主导产品为“桂花”牌白砂糖，并将文化用纸及“纯点”、“碧绿湾”牌生活用纸列为公司新的利润增长点。作为农业产业化国家重点龙头企业，公司已形成资源综合利用的工业生态链，并在环保方面取得了良好成绩，保持全行业领先地位。

图3：贵糖股份股权结构



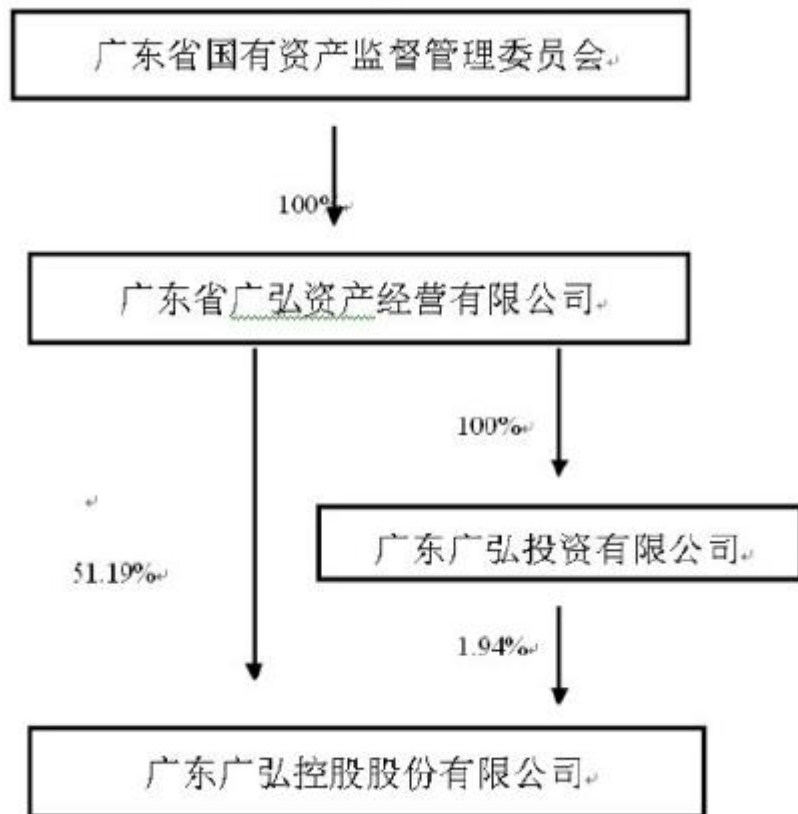
资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

贵糖股份目前的主营业务不同于母公司广业公司主要产业，未来可能成为广业的资产整合平台。其于2011年由广东恒健集团（广东另一省属集团）无偿划拨到广业集团旗下。自划拨以来，贵糖股份业绩大降，11年亏损，而12年仅取得微利，13年前三季度也均亏损。

广业公司拥有环保产业、燃料能源产业、矿业产业和现代服务业四大产业，环保产业主要以污水处理以及垃圾发电、风电为主，燃料能源产业以成品油、燃气为主，矿业产业以宏大爆破、云浮硫铁矿为主，服务业以物流、信息服务、咨询中介业务为主。根据广业公司规划，公司将力争在2015年资产证券化率达到80%。

广弘控股是大型省属国有控股上市公司。主要经营肉类食品供应和教育出版物发行等业务。公司以冷冻食品仓储和销售为基础，大力发展上游养殖、屠宰和深加工以及下游货运物流，建立了以广州为中心，覆盖珠三角和港澳市场的肉类冷冻食品物流配送网络，培育出了“狮山牌南海黄鸡”系列省名牌产品和“狮山牌”省著名商标。公司还拥有华南地区最大的食品冷藏库和最大的肉类冷冻食品批发市场。在教育出版物发行领域，公司全资子公司广东教育书店作为我省中小学教材发行的两条渠道之一，秉承“服务教育、服务社会”的宗旨，积极实施教材发行和市场产品经营“双轮驱动”发展战略，大力推进连锁经营模式，积极参与各类(级)教材、书刊、音像制品的发行工作。

图4: 广弘控股实际控制结构



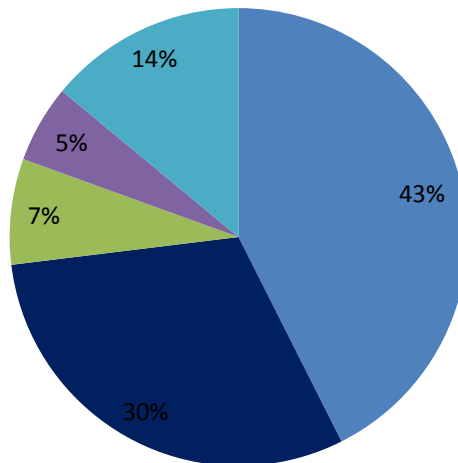
资料来源: 公开资料整理, 广发证券发展研究中心

广弘控股是目前广弘公司唯一的上市平台, 营业收入主要来自冻品销售和图书发行业务。而广弘公司下属公司包括绿色食品、医药健康、原材料、商贸、地产、旅行、投资等公司, 所属行业涉及食品、医药、国际贸易、有色金属、教育发行、粮油、饲料、房地产、旅游酒店及物业管理等。

从同业资产注入预期来看, 母公司在食品业务上, 未来存在可能有广弘九江饲料、广粮实业两家公司的资产注入。由于广弘控股也是一家业务多元化的公司, 不排除广弘公司的其它业务如医药等也注入其中。

图5: 广弘控股销售收入构成

■ 冻品销售 ■ 图书发行 ■ 国内贸易 ■ 进出口销售 ■ 其他



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

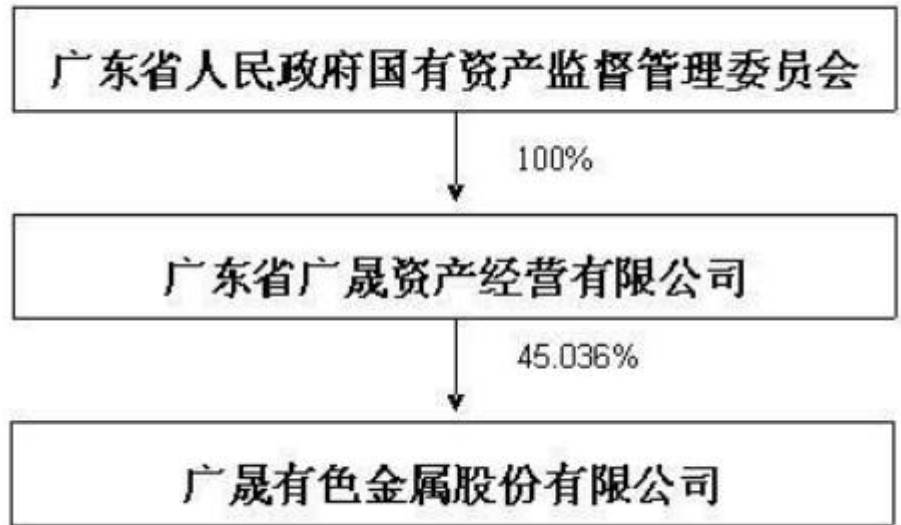
广晟公司业务较为集中，其核心业务为矿业，辅以电子信息、酒店旅游、工程地产等产业。而目前的下属的A股三家上市公司中，有两家是矿业公司，风华高科为电子元器件公司。目前广晟公司的资产按照公允价值计算已经超过千亿，而三家上市公司的总市值合计约300亿，资产证券化率仍然比较低。

目前，广晟核心产业有色金属下属企业有5家，中金岭南与广晟有色为上市公司，广晟冶金主要从事黑色金属冶炼，大宝山矿业主要从事铜业广晟矿业投资为投资公司。预期未来广晟有色与中金岭南都有获得资产注入可能，但由于广晟有色规模较小，业务相对多元，未来获得资产注入的可能性更大，建议可以关注。

广晟公司电子信息业务也具有很强的实力，旗下电子信息产业集团拥有两个省级工程研发中心：广东省电子信息重点工程技术研究开发中心、广东省电子信息产业集团技术中心，广晟数码主要从事多声道数字音频编解码核心技术——DRA技术的研究和开发工作，技术优势明显，广州微电子专注于RFIC通信芯片设计领域。作为广晟公司电子信息业务唯一的上市平台，风华高科在未来广晟公司电子信息业务整体上市时获得资产注入的可能性也很大。

广晟有色是我国从事有色金属最早的企业之一，主要业务有有色金属的采、选、冶；有色金属的仓储物流；有色金属的期货交易；有色金属的进出口贸易等。主导产业有钨业、稀土业、铜业和银锡业四大产业。拥有全资、控股企业30多家，主要分布在广东、江西、湖南和海南等地。多年来公司在有色金属的采、选、冶和仓储物流、期货经纪、进出口贸易等领域，精心经营，打下了深厚的产业基础。公司拥有广东省仅有的少数几个《稀土采矿证》，是广东省内唯一的稀土合法采矿人。

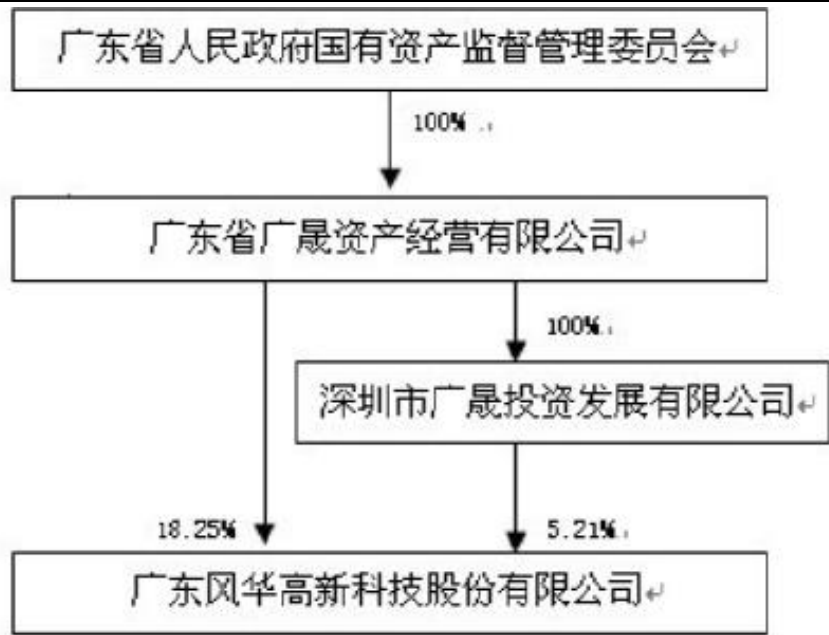
图6: 广晟有色实际控制结构



资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

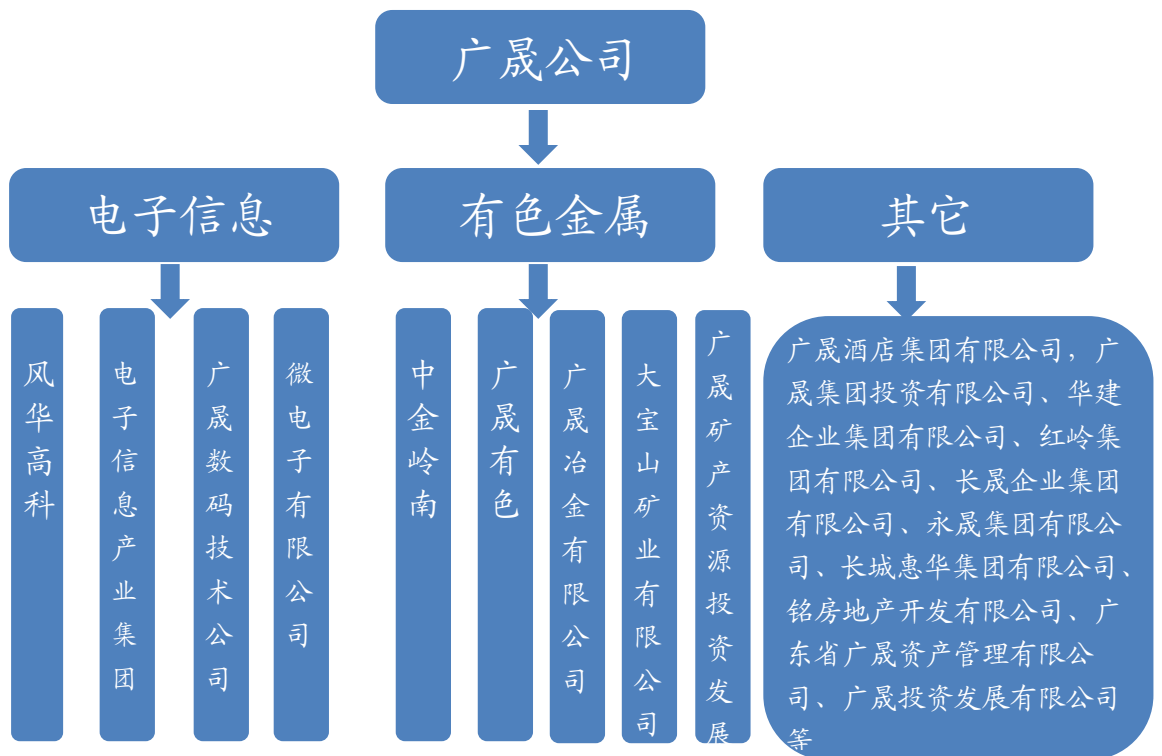
风华高科现为我国最大的新型元器件、电子元器件制造装备及电子基础材料的科研、生产和出口基地，是全球八大片式元器件制造商之一、中国电子百强企业。被认定为国家级技术中心、国家高技术产业化示范工程单位、国家火炬计划重点高新技术企业、国家“863”计划成果产业化基地。自1985年进入电子元器件行业以来，实现了跨越式的发展，现已成为国内最大的新型元器件及电子信息基础产品科研、生产和出口基地，拥有自主知识产权及核心技术的国际知名新型电子元器件行业大公司，具有完整与成熟的产品链，具备为通讯类，消费类，计算机类，汽车电子等电子整机整合配套供货的大规模生产能力。

图7: 风华高科实际控制结构



资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

图8：广晟公司下属公司结构

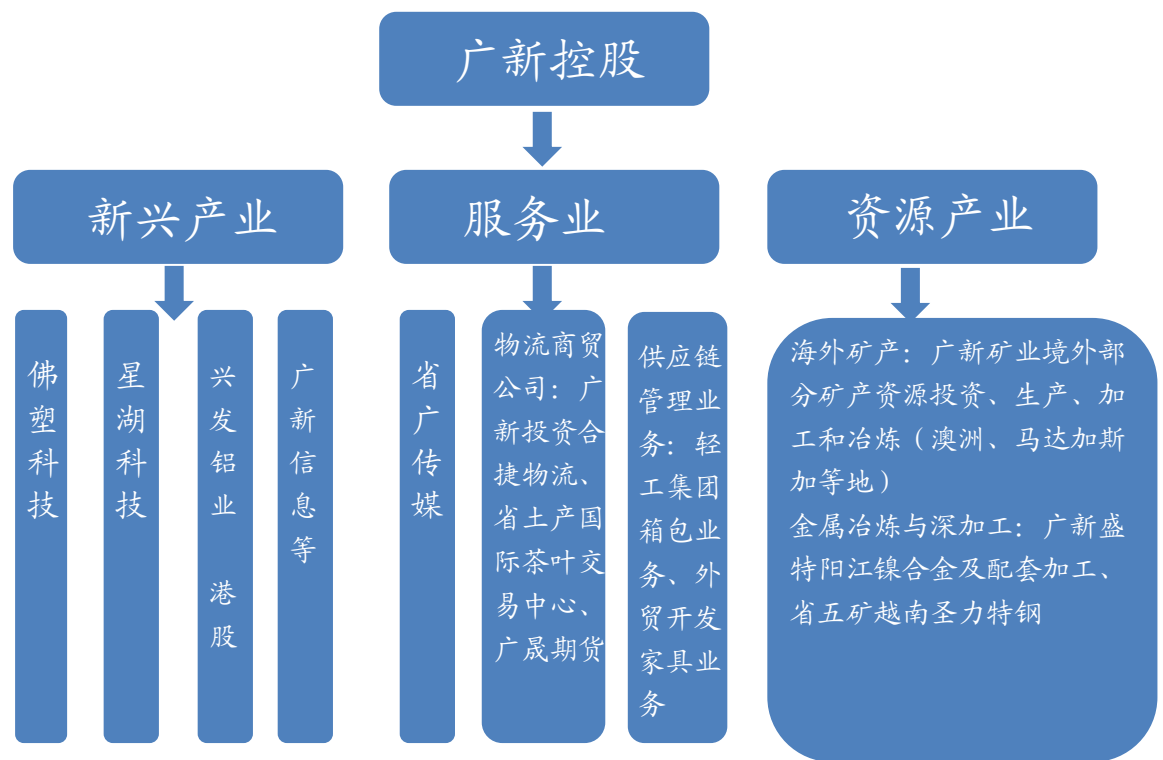


资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

广新控股集团业务较为分散，主要有以新能源、新材料、生物医药、高端装备制造、新一代信息技术为主的战略性新兴产业；以投资控股服务、批发和零售、电子商务、广告创意、现代物流和期货为主的现代服务产业；以矿产资源开发、有色金属压延加工、黑色金属冶炼和压延加工为主的矿产资源开发、金属冶炼和加工业产业等三大主业，下辖21家1级下属企业，目前拥有佛塑科技、星湖科技、省广传媒三家A股上市平台。

由于广新控股业务分散，上市公司业务集中程度已经比较高，解决同业竞争为目的的资产注入可能性不大，未来可以关注上市公司业务扩展带来的资产注入机会。

图9：广新控股集团下属公司结构



资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

另外在广东省属国资中，单一主业且拥有A股上市公司平台的公司有交通集团、机场集团、粤电集团以及水电集团。这些上市公司的行业吸引力相对较小，具有一定的公益性，但也都将存在集团资产注入预期。

表3：广东省单一主业省属国资上市公司情况

集团名称	下属上市公司
广东省交通集团有限公司（交通集团）	粤高速
广东省机场管理集团有限公司（机场集团）	白云机场
广东省粤电集团有限公司（粤电集团）	粤电力A
广东省水电集团有限公司（水电集团）	粤水电

资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

交通集团截止2010年底，投资、管理的高速公路达3338公里，其中旗下上市平台粤高速拥有广佛高速、佛开高速、惠盐高速、京珠高速广珠段、广肇高速、广惠高速、江中高速、康大高速、赣康高速等资产。交通集团曾经在11年推进过资产注入程序，但是受到了股东大会的否决，但是这反映了交通集团整体上市的意愿，粤高速未来有可能将成为集团整体上市的平台。

粤电力是粤电集团A股唯一上市平台，粤电集团公司曾承诺，粤电力将是该集团在发电主业板块唯一的核上市公司，将通过资产注入等方式逐步减少集团内部的同行业竞争。目前粤电集团还有很多电力资源未注入粤电力，未来随着资产证券化的推进，预计未来这些粤电集团会推进资产注入进程。

股权激励预期：星湖科技、风华高科、佛塑科技

着眼激发企业经营管理者活力，完善中长期激励机制是监管发展的重要方向。未来国资监管改革将采用更加市场化的监管体系，竞争型和公益性国企分开，不同的国企采用不同的监管方式与考核机制，引导国有资本以股东行使参与企业运营，强调股权开放，建立合理的激励机制。按照国资委主任在采访中表示的“对内，推动以增资扩股为主要形式的管理层和技术骨干持股”，“推动科技型企业分红权、增量资产奖励、期股试点”的思路，广东省国资下属科技类上市公司并不多，我们选择广义的科技类，即技术含量比较高（基本都符合我们轻资产、非强周期、竞争性行业的筛选标准）的企业：星湖科技、风华高科、佛塑科技。这三家公司的盈利能力明显低于行业平均水平，同时从股权结构看，这三家公司大股东控制力偏弱，股权激励预期将会比较高。

表4：广东省属国资上市公司情况

公司名称	所属申万二级行业	大股东持股比例	ROE 2012	ROE 2013 上半年	行业平均 ROE 2012	行业平均 ROE 2013 上半年
宏大爆破	化学制品	24.22	6.93	5.26	7.91	3.49
中金岭南	有色金属冶炼与加工	31.73	7.71	2.18	3.94	1.74
广晟有色	有色金属冶炼与加工	45.04	11.36	-14.98	3.94	1.74
广弘控股	综合	51.26	7.39	4.54	7.30	0.83
粤电力 A	电力	67.39	10.45	7.86	9.91	6.26
粤水电	建筑装饰	29.45	2.40	1.61	10.65	6.12
省广股份	传媒	20.68	14.42	8.34	10.23	5.87
佛塑科技	塑料	21.99	6.20	1.05	5.77	4.00
白云机场	机场	61.96	10.42	6.19	10.10	5.65
星湖科技	食品加工制造	17.52	-13.54	-3.64	13.13	7.25

风华高科	元件	18.25	3.41	1.77	6.60	3.14
贵糖股份	造纸	25.60	1.51	-5.51	3.66	0.57
粤高速 A	高速公路 II	40.83	4.12	1.36	9.60	4.96

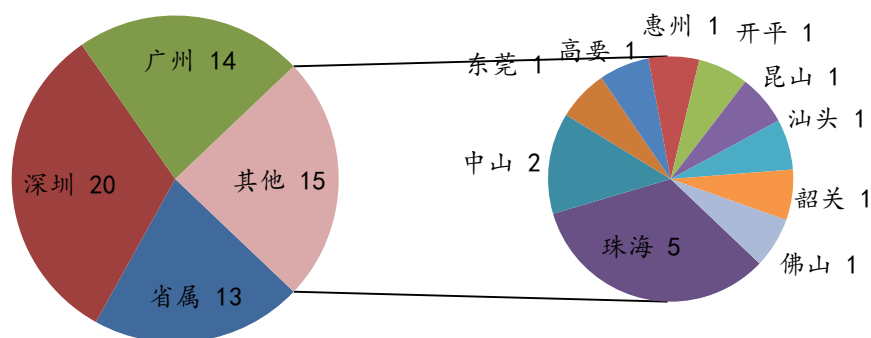
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

广州地方国资：重点关注广州，深圳，珠海

广州深圳：重点关注广汽集团股权激励预期

广州、深圳是受到广东省国资领导肯定，国企改革推进最快的区域，尤其是广州市，其国资资产证券化率已经超过50%，上市公司总流通市值777.1亿元，占整个广东省国资上市公司总流通市值的32.2%，而且拥有白云山、广汽集团等众多优质企业。而深圳国资上市公司数量在广东市级中属最多，国企市场化程度也非常高。

图10：广东国资上市公司分布



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

因此，对于广州深圳的国企改革投资逻辑，我们认为应该重点关注竞争性行业中引入战略投资者与股权激励的预期。

在竞争性行业中，我们认为应该重点关注属于轻资产非强周期性，同时盈利能力显著低于同行业平均水平的国有上市公司。

我们据此初步筛选了广汽集团、广百股份、珠江啤酒和东方宾馆。

根据今年6月份中新网的报道，广汽集团在今年6月份进行了密集人员调整，引入了很多非体制内管理人员，已经体现出了竞争性企业国资监管在管理层市场化改革的思路。我们建议重点关注广汽集团上市公司的股权激励预期。

表5: 深圳国企竞争力较强

公司名称	所属申万二级行业	ROE 2012	ROE 2013 上半年	行业平均 ROE 2012	行业平均 ROE 2013 上半年
深纺织 A	纺织制造	-6.22	-0.16	3.61	3.61
*ST 太光	通信设备			1.12	2.14
广聚能源	石油化工	1.12	1.48	11.33	5.10
华控赛格	综合 II	1.36	-8.23	7.30	0.83
深深宝 A	饮料制造	7.73	-0.65	27.97	14.41
深赛格	零售	3.81	3.21	10.32	5.79
农产品	贸易 II	1.50	0.77	3.56	4.49
天威视讯	网络服务	8.77	4.96	9.18	4.77
通产丽星	包装印刷 II	10.15	2.32	7.86	4.65
特力 A	交运设备服务	3.87	1.99	1.92	4.64
德赛电池	电子制造 II	38.92	17.66	14.06	5.95
特发信息	通信设备	5.56	4.17	1.12	2.14

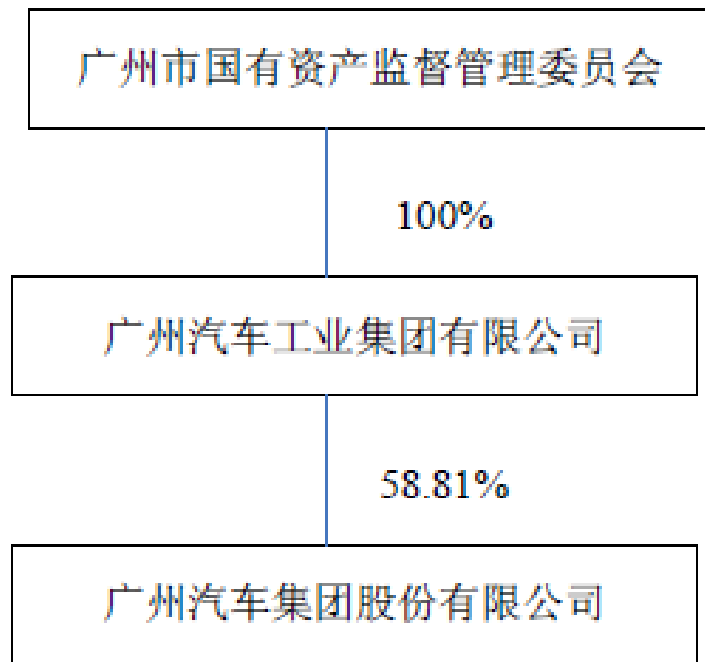
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表6: 广州竞争性行业国资情况

公司名称	所属申万二级行业	ROE 2012	ROE 2013 上半年	行业平均 ROE 2012	行业平均 ROE 2013 上半年
珠江啤酒	饮料制造	1.5734	0.8217	27.97	14.41
广州浪奇	化学制品	2.2938	1.0885	7.91	3.49
广汽集团	汽车整车	3.6462	3.7859	10.75	6.21
东方宾馆	酒店 II	5.0844	2.8352	7.29	3.30
白云山	中药 II	9.6490	9.0200	13.02	7.83
宏大爆破	化学制品	6.9275	5.2583	7.91	3.49
广百股份	零售	9.1800	5.1704	10.32	5.79
珠江钢琴	家用轻工	11.0320	5.9309	6.82	4.55
广州友谊	零售	19.4594	8.5831	10.32	5.79
广电运通	计算机设备 II	19.4941	9.1110	8.97	4.36
广日股份	专用设备	20.5606	10.1038	8.74	3.94
海格通信	通信设备	6.0667	2.6654	1.12	2.14

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 广汽集团实际控制结构



资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

珠海：重点关注力合股份与格力地产的资产整合预期

另外，珠海国企改革也比较引人瞩目。根据中国证券报报道，对于国企改革，珠海市政府提出通过优化国有经济布局，提升综合竞争力，增强企业自主创新能力，加强企业人才队伍建设，增强企业资本运作能力，提高企业规范运作水平等六方面来提升国企的核心竞争力。并提出以下目标：到2017年末，打造1家世界500强企业、1-3家中国500强企业、3家省内领先企业、2家行业领先的区域性公用事业企业、1-2家综合实力强的城投企业以及若干家高端服务业、高新技术产业和特色生态农业企业等，并新增一批上市公司。同时珠海还明确了对相关国企集团支持发展的方向。

目前，珠海国资委旗下共有珠海港、华发股份，力合股份，格力地产，格力电器五家上市公司，格力集团是唯一一家拥有两家上市公司的国资集团。而部分珠海国资集团，如交通集团、免税集团等尚无上市平台。

表 7：珠海国资集团战略目标与政策支持方向

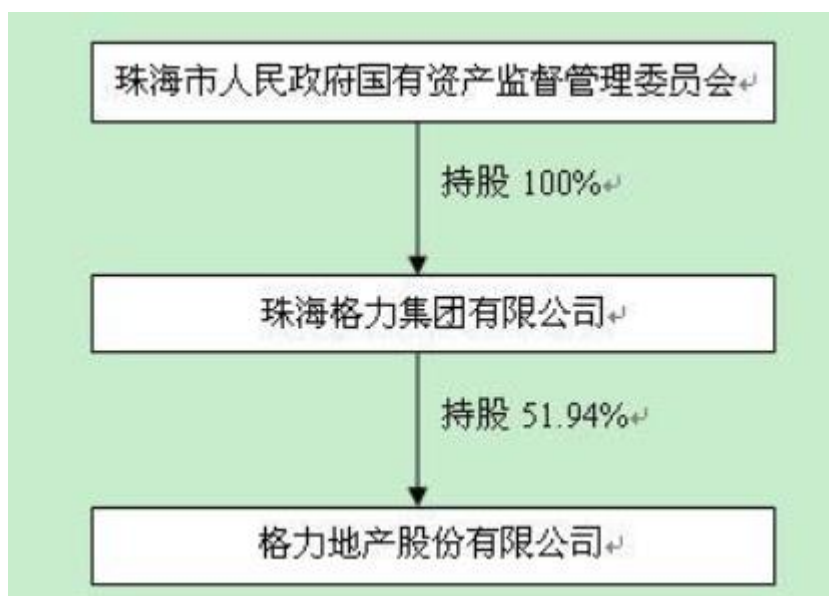
支持对象	战略目标
格力集团	以打造高端制造业为着力点，支持格力集团参与全球中高端竞争
华发集团	以打造高端服务业为着力点，支持华发集团大力发展城市运营、文化教育等产业
金控公司	支持金控公司金融创新，打造金融业务平台和产业投资平台
九州控股	支持九州控股集团进行旅游复合开发和港口客运资源整合，促进旅游业转型升级
珠海港集团	支持珠海港集团向全程物流供应商转型，推动珠海港进入国内主枢纽大港行列

免税集团、珠 整合商贸、会展资源
 光集团、航展
 公司
 农控集团 支持农控集团发展特色海洋经济和生态农业

资料来源：中国证券报公开资料整理，广发证券发展研究中心

珠海国企改革提出核心点之一是重组国有企业间同类业务，通过加快政府资源注入，引导国有企业整合外部优势资源，完善主业产业链。因此，我们应该重点关注，各集团之间同类业务整合情况，尤其是非集团主营业务以及战略方向之外的业务的整合。值得关注的是，格力集团的战略目标与政策支持方向没有提及格力地产公司业务，因此格力地产将存在资产整合预期。而重点支持的格力电器属于我们国企改革投资逻辑中重点关注的非强周期竞争性行业，我们认为也可以关注其引入战略投资者与股权激励预期。

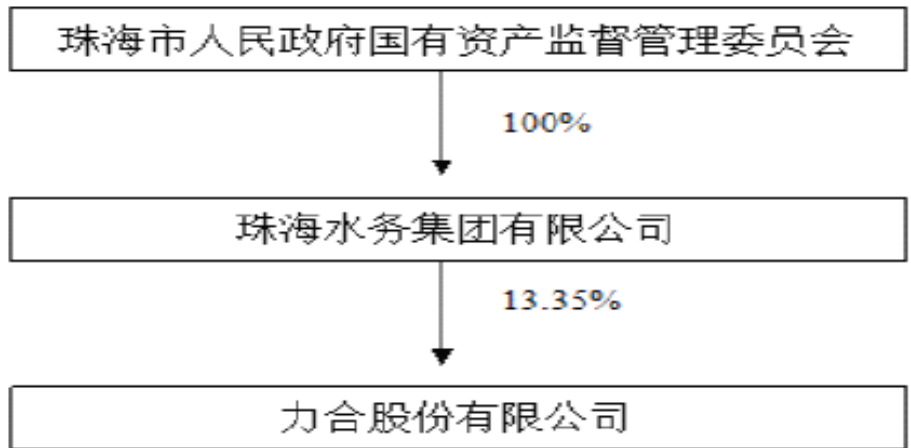
图12：格力地产实际控制结构



资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

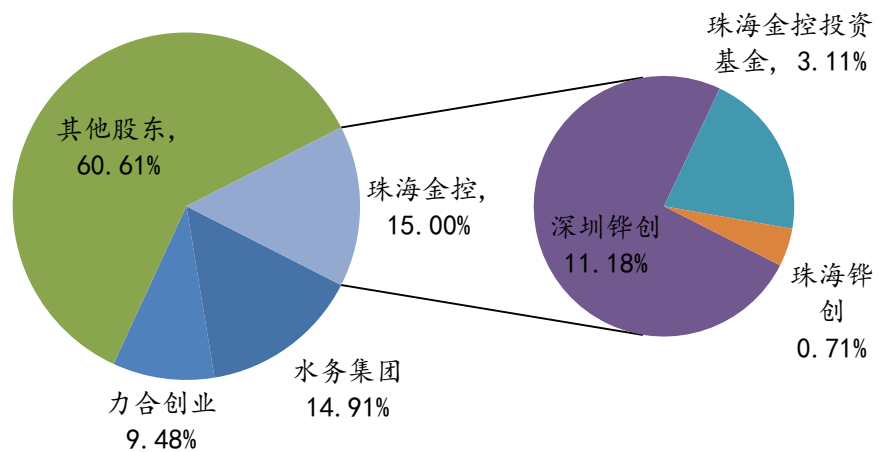
加强资本运作是珠海国企改革的另一重点，12年9月，由华发集团、格力集团、珠海免税集团等共同出资组建的珠海金控集团是珠海市国资及横琴新区营运国有金融资产、进行产业投资的核心平台。今年珠海金控通过旗下深圳铧创、珠海金控、珠海铧创频频举牌力合股份，9月份所持有股份一度超过力合集团，成为了第一大股东。因此力合股份公司业务方向可能因为大股东变化而发生变化。该公司原来主营业务为电子元器件与水处理，如果未来作为珠海金控旗下的上市公司平台，资产注入与业务转型空间值得期待。

图13: 力合股份2012年实际控制结构



资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

图14: 力合股份股权构成（截至13年9月30日）



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

- 陈杰：分析师，2009年、2010年新财富最佳分析师策略第一名（团队），4年策略研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
陈果：分析师，2011年新财富最佳分析师宏观经济第三名（团队），2012年进入广发证券发展研究中心。
郑恺：研究助理，华东师范大学经济学硕士，2013年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。