

全行业深度解析国企改革投资机会

华泰研究所倾情奉献

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839 heqi@htsc.com

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130 liuxi@htsc.com

张馨元 执业证书编号: S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

钱海 执业证书编号: S0570518060002
研究员 021-28972096
qianhai@htsc.com

相关研究

1《策略: 全行业深度解析贸易摩擦的影响》
2019.05

2《策略: 成长股再次具有相对估值优势》
2019.05

3《策略: 为 5G 而生, 华为周期有望开启》
2019.05

国企改革有望开启新篇章, 华泰研究所倾情奉献国改大专题

进入 2019 年, 国企改革有望开启新篇章: 1) 2019 两会政府工作报告定调“加快”国资改革, 表明政策层面高度重视; 2) 今年以来南北船以及电网集团的重组案例, 意味着国企混改正在切实行动; 3) 2018 年提出的“双百行动计划”有望在今年进一步落地。早在 2015 年 9 月, 国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》指出, 到 2020 年在重要领域和关键环节取得决定性成果, 因而这一目标驱动下, 2019 年有望成为国企混改取得重大突破的关键一年。在此背景下, 华泰研究所倾情奉献国企改革大专题, 策略联合各行业为投资者详细梳理国企改革投资机会。

策略: 为什么当前需要重视国企改革, 关注三大领域

我们认为从多个时间节点表明, 2019 年有望成为国企混改实现突破的关键一年。对于垄断领域来说, 建议投资者关注混改方向明确, 并且已有实质性进展的军工、电力、铁路、民航等领域。对于竞争性领域来说, 关键词在于放权, 使国企真正迈向市场化。对于产能过剩(周期性)领域来说, 我们认为当前产能过剩领域国企改革已经接近完成。对于地方国企来说, 我们认为国有资本体量较大, 且民营经济较为发达的地区国企改革市场化的推进程度或较快, 如: 北上广深、江苏、浙江、山东等。

垄断性领域: 国改必要性凸显, 有望释放企业活力

军工: 国防军工企业拥有着为数众多的尖端科技, 是引领我国未来产业升级转型的重要力量, 国企改革的推行有望充分释放军工产业发展红利。公用事业: 电力、天然气体制改革以破除垄断为目的, 定价改革以市场化定价为最终归宿, 推动中游独立。电新: 未来或重点推进简政放权、资产重组和人事灵活管理。交运: 航空行业, 三大航积极响应国家号召, 推进股权多元化; 港口: 行业产能过剩、竞争激烈, 相邻区域内港口公司存在资源整合诉求, 以优化资源配置, 提高码头资源利用率; 铁路: 2018 年 12 月中央经济工作会议提出加快推进中国铁路总公司股份制改造。

竞争性领域: 市场化主导下, 企业竞争力有望提升

家电: 家电国企改革路径以股权激励、引入战略投资者为主, 国改有望提升市场效率。食品饮料: 对标细分行业民企龙头, 国企公司有进一步提升的空间。医药: 国改迈开第一步, 潜能释放取决于管理层与产品梯队, 建议关注产品潜力大的大中市值公司。轻工: 运营效率仍有提升空间, 从激励机制、资产注入、引入战略投资者三大维度寻找投资机会。社服: 截至 5 月 31 日, 餐饮旅游板块国企的总市值占比达到 82.82%, 板块中的国企通过股权激励、战略投资者引进、资源整合等方式实现运营效率提升、业务版图扩大, 提高竞争力。

周期性领域: 政策指导步步为营, 国企混改持续推进

建筑/建材: 建筑行业关注地方国企/央企激励改善及市场化资本运作, 建材行业混改促进整合加速, 有望迎来更大发展。地产: 国企改革资产整合进行时, 地区、集团等层面协力推进混改。机械: 板块民企占比较大, 国企改革或提升机械板块国企经营效率, 扩大竞争优势。钢铁: 政策指导步步为营, 国企混改持续推进。有色: 国企甄选精品民企谋大势, 内部改制激发高端制造活力。化工: 股权激励和资产整合有望成为化工行业国企改革主要手段。

风险提示: 1) 部分领域的央企改革推进的节奏可能不达预期; 2) 地方国企改革可能受到地方性政策的影响, 推进速度不达预期; 3) 公司层面国企改革推进进程不达预期; 4) 公司层面重组影响存在一定的不确定性; 5) 内外部因素导致的经济以及流动性风险。

正文目录

策略：为什么当前需要重视国企改革？	7
混改的推进历程梳理	7
广义混改始于 2016 年兴起的国企壳资源转让	7
“双百行动计划”使混改由试点走向综合性改革	8
2019 年国企改革有望实现关键突破	9
军工：国改必要性凸显，充分释放军工产业发展红利	13
中国军工行业改革的必要性	13
国防军工改革重点：四大领域，期待全面提升行业效率	14
军工行业国企改革投资建议	16
公用事业：国企改革持续加码	19
体制改革以破除垄断为目的，定价改革以市场化定价为最终归宿	19
火电有望形成“基准电价+浮动机制”，盈利模式实现根本性好转	20
国企改革春风再起，公用事业板块有望受益	22
年初以来公用事业板块混改进展	22
电新：国企改革增活力，竞争能力望提升	24
双百行动推出，电力设备行业涉及公司较多	24
混合所有制改革叠加股权激励，国家电网已推出改革十大举措	24
东方电气和西电尚未提出具体改革文件，期待后续具体制度落地	26
未来或重点推进简政放权、资产重组和人事灵活管理	27
交运：关注航空、港口、航运、铁路四大领域	28
航空	28
港口	29
航运	29
铁路	29
食品饮料：更合理的激励制度释放更多增长潜力	42
调味品：对标海天味业，恒顺醋业的提升空间大	42
啤酒：对标重庆啤酒，青岛啤酒的提升空间大	43
乳制品：对标伊利股份，光明乳业的提升空间大	45
医药：关注产品挖潜空间大的企业	47
医药国企以中药与医药流通为主	47
国改迈开第一步，潜能释放取决于管理层与产品梯队	47
建议关注产品潜力大的大中市值公司	48
轻工：运营效率仍有提升空间，三大维度寻找投资机会	50
国企控股企业经营效率偏低	50
三大维度寻找国企改革投资机会	51
维度一：长效激励预期	51

维度二：资产注入预期	51
维度三：引进战略投资或外延式并购预期	51
两大案例看轻工行业国企改革	52
岳阳林纸：被纳入国改“双百”企业，混改有望加速	52
珠江钢琴：资产质地优良，依托国资平台实现多元化发展	53
社服：餐饮旅游板块国企改革梳理	56
首旅酒店：并购盘活国有资产，股权激励绑定管理层利益	56
锦江股份：曾引入战略投资者，优化资本结构和管理机制	57
中国国旅：集团央企合并，重组整合资源	57
广州酒家：股权激励落地，释放管理团队活力	57
建筑：关注地方国企/央企激励改善及市场化资本运作	58
地产：国企改革资产整合进行时	66
地方国企改革	66
集团层面推进混改	68
加速证券化	70
借助大股东资源探索转型路径	73
机械：国企改革或将提升机械行业国企盈利能力	75
机械板块民企居多，竞争性强市场化程度高	75
国企改革或提升机械板块国企经营效率，扩大竞争优势	76
部分机械板块国企已有优化激励机制及股权结构变更等部署	77
钢铁：政策指导步步为营，国企混改持续推进	79
杭钢股份：拟注入杭钢集团金属品及原燃材料贸易板块	79
宝钢股份：下属公司欧冶云商成功混改	80
本钢板材：控股股东本钢集团成为国企混改主体	81
有色：国企甄选精品民企谋大势，内部改制激发高端制造活力	83
国企甄选精品民企谋大势	83
恒邦股份：低估的类资源拟国改金矿标的	83
云海金属：携手宝钢有望加速汽车轻量化推进	84
股权激励激发国企高端制造活力	84
钢研高纳：军工景气叠加限制性股权激励激发活力	84
化工：国企改革推动化工行业高效转型	86
国有化工企业普遍规模较大	86
化工国企主要分布在偏上游的子行业	87
化工国企具备较大盈利改善潜力	87
股权激励和资产整合有望成为化工行业国企改革主要手段	88
风险提示	90

图表目录

图表 1: 近 3 年来政府工作报告关于国企改革的表述	7
图表 2: 2016 年以来混改重要事件梳理	8
图表 3: “双百行动”入选企业改革案例	9
图表 4: 国企改革逻辑全梳理	10
图表 5: 七大垄断领域混改最新进展梳理	11
图表 6: 国有资本的三种管理模式	12
图表 7: 地方国企改革最新进展梳理	12
图表 8: 军工行业成长性的来源	13
图表 9: 军工国企改革重点方向	14
图表 10: 军工国企改革方向和可能实施内容	15
图表 11: 军工集团组成架构	17
图表 26: 电新板块涉及双百行动公司清单	24
图表 27: 国网公司十大改革措施汇总	24
图表 28: 国电南瑞研发支出及占营业收入比例	25
图表 29: 国电南瑞研发人员及占比	25
图表 30: 激励对象间的分配情况	25
图表 31: 国电南瑞解除限售期汇总	26
图表 32: 扣非 ROE 与费用占收入比	26
图表 33: 扣非归母净利润	26
图表 34: 2019 年国企改革的重点任务	27
图表 35: 2007-2018 年三大航市占率变化图 (ASK 口径)	28
图表 36: 中国航空公司数量变化图 (2010-2018)	28
图表 37: 北上广深间对飞航班量份额 (2019 年夏航季)	29
图表 38: 前十大机场间对飞航班量份额 (2019 年夏航季)	29
图表 79: 国企改革带来的激励变化会对公司各个层级的人员产生影响	42
图表 80: 海天味业大股东为广东海天集团股份有限公司, 民营机制 (截止 2019 年 1 季报)	42
图表 81: 恒顺醋业大股东为江苏恒顺集团有限公司, 国营机制 (截止 2019 年 1 季报)	42
图表 82: 恒顺醋业的收入增速相较海天味业有提升空间	43
图表 83: 恒顺醋业的净利率水平相较海天味业有提升空间	43
图表 84: 恒顺醋业的人均创收相较海天味业有较大提升空间	43
图表 85: 恒顺醋业的人均薪酬相较海天味业有较大提升空间	43
图表 86: 重庆啤酒大股东为嘉士伯基金会, 外资机制 (截止 2019 年 1 季报)	44
图表 87: 青岛啤酒实际控制人为青岛国资委, 国企机制 (截止 2019 年 1 季报)	44
图表 88: 青岛啤酒收入增速相较重庆啤酒有提升空间	44
图表 89: 青岛啤酒的净利率水平相较重庆啤酒有提升空间	44
图表 90: 青岛啤酒人均创收相较重庆啤酒有提升空间	45
图表 91: 青岛啤酒的人均薪酬相较重庆啤酒有提升空间	45
图表 92: 伊利股份无实际控制人 (截止 2019 年 4 月 8 日)	45
图表 93: 光明乳业大股东为光明食品 (集团) 有限公司 (截止 2019 年 1 季报)	45
图表 94: 光明乳业收入增速相较伊利股份有提升空间	46
图表 95: 光明乳业的净利率水平相较伊利股份有提升空间	46
图表 96: 申万医药行业国企一览	47
图表 97: 医药行业: 国企数量/市值占比	47
图表 98: 恒瑞医药: 扣非归母净利润 (2003 年 MBO)	48
图表 99: 羚锐制药: 扣非归母净利润 (2011 年 MBO)	48

图表 100: 亚宝药业: 扣非归母净利润 (2004 年 MBO)	48
图表 101: 云南白药: 扣非归母净利润 (2016 年混改)	48
图表 102: 医药行业国企 2018 年经营数据及行业比较	49
图表 103: 轻工行业企业数量、总市值、总资产及收入、利润按实际控制人属性划分情况	50
图表 104: 轻工行业主要上市国企情况 (截至 2019 年 6 月 4 日)	50
图表 105: 岳阳林纸前五大股东持股情况 (截至 2019 年一季度末)	52
图表 106: 岳阳林纸资产置换公司经营情况	52
图表 107: 岳阳林纸 2013 年以来营收及同比情况	53
图表 108: 岳阳林纸 2013 年以来归母净利润及同比情况	53
图表 109: 岳阳林纸、冠豪高新销售净利率对比	53
图表 110: 岳阳林纸、冠豪高新 ROE 对比	53
图表 111: 珠江钢琴 2013 年以来营收及同比情况	54
图表 112: 珠江钢琴 2013 年以来归母净利润及同比情况	54
图表 113: 珠江钢琴 2013 年以来主要盈利能力指标	54
图表 114: 珠江钢琴 vs 海伦钢琴 ROE 对比情况	54
图表 115: 珠江钢琴前五大股东持股情况 (截至 2019 年一季度末)	54
图表 116: 珠江钢琴国企改革相关事件	55
图表 117: 餐饮旅游板块国改	56
图表 118: 建筑业本年新签合同额及同比增速	58
图表 119: 建筑业本年新签合同额 CR4 及 CR7 历史变化	58
图表 120: 中国建筑三期限限制性股票激励对应股票授予与解锁条件	58
图表 121: 五大建筑央企历年收入同比增速	59
图表 122: 五大建筑央企历年扣非归母净利同比增速	59
图表 123: 五大建筑央企历年加权 ROE 变化	59
图表 124: 代表性地方国企历年收入同比增速	60
图表 125: 代表性地方国企历年扣非归母净利同比增速	60
图表 126: 主要建筑央企国企 19Q1 末资产负债率及 5 月 30 日收盘 PB (MRQ)	60
图表 127: 中国建材混改发展历程	62
图表 128: 两材重组后战略制定	62
图表 129: 中国建材集团旗下主要子公司及业务	63
图表 130: 2018 年底各地区水泥产能前五企业市场占有率	64
图表 131: 2018 年底西北地区各水泥企业产能占比	64
图表 132: 2018 年全球玻纤产能分布	64
图表 133: 截至 2018 年底国内玻纤企业产能分布	64
图表 135: 首开股份营收和同比增速	67
图表 136: 首开股份归母净利润和同比增速	67
图表 137: 电子城营收和同比增速	67
图表 138: 电子城归母净利润和同比增速	67
图表 139: 电子城股票期权行权条件	68
图表 140: 中交地产营收和同比增速	69
图表 141: 中交地产归母净利润和同比增速	69
图表 142: 天房发展营收和同比增速	69
图表 143: 天房发展归母净利润和同比增速	69
图表 144: 天房集团混改进展	70
图表 145: 华发股份营收和同比增速	71
图表 146: 华发股份归母净利润和同比增速	71
图表 148: 南国置业营收和同比增速	72
图表 149: 南国置业归母净利润和同比增速	72

图表 151: 上海临港营收和同比增速	73
图表 152: 上海临港归母净利润和同比增速	73
图表 153: 云南城投营收和同比增速	73
图表 154: 云南城投归母净利润和同比增速	73
图表 155: 房地产板块建议关注的国企改革标的 (单位: 亿元, 市值为 2019 年 5 月 31 日数据)	74
图表 156: A 股机械民营企业与国有企业数量占比 (数据日期: 2019.5.29)	75
图表 157: A 股机械子板块民企与国企数量比较 (数据日期: 2019.5.29)	75
图表 158: 2018 年机械板块国企与民企 ROE、ROA 和净利率情况比较	76
图表 159: 2018 年机械板块国企与民企资产负债率及平均资产情况比较	76
图表 160: 郑煤机国企改革相关举措时间线	77
图表 161: 徐工集团国企改革相关举措时间线	78
图表 162: 钢铁行业国家层面兼并重组文件一览	79
图表 163: 杭钢股份收购标的简介及 2017-2019 年前 4 月业绩情况	80
图表 164: 2014-2018 年杭钢股份业绩表现	80
图表 165: 2016-2018 年杭钢股份营业收入构成	80
图表 166: 欧冶云商发展途径	80
图表 167: 钢铁电商公司经营情况比较	81
图表 168: 欧冶云商股权结构 (2017 年 8 月增资扩股后)	81
图表 169: 2014-2018 年本钢板材业绩表现	82
图表 170: 2016-2018 年本钢板材钢铁产品产量	82
图表 171: 公司 2014-2019Q1 营业总收入及增速和营业总成本	83
图表 172: 公司 2014-2019Q1 归母净利润	83
图表 173: 公司 2014-2019Q1 营业总收入及增速和营业总成本	84
图表 174: 公司 2014-2019Q1 归母净利润	84
图表 175: 公司 2014-2019Q1 营业总收入及增速和营业总成本	85
图表 176: 公司 2014-2019Q1 归母净利润	85
图表 177: 国企约占化工行业上市公司数量的 25%	86
图表 178: 化工国企按实际控制人的分类情况	86
图表 179: 化工上市国企及民企总市值情况	86
图表 180: 化工上市国企平均市值高于民企	86
图表 181: A 股市值排名前十的化工上市公司情况	87
图表 182: 化工各子行业国企市值占比情况	87
图表 183: 化工上市公司的营收变化情况	88
图表 184: 化工上市公司的净利润变化情况	88
图表 185: 化工国企上市公司净利率水平显著低于民企上市公司	88

策略：为什么当前需要重视国企改革？

2019 政府工作报告明确提出：**加快国资国企改革**。推进国有资本投资、运营公司改革试点。积极稳妥推进混合所有制改革。完善公司治理结构，健全市场化经营机制，**建立职业经理人等制度**。依法处置“僵尸企业”。深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，**将竞争性业务全面推向市场**。从措辞上来看，“加快”两个字相比于 2017、2018 年表述有明显的边际改变，意味着 2019 年国企改革的进程或将明显加快。

图表1：近 3 年来政府工作报告关于国企改革的表述

2019政府工作报告	2018政府工作报告	2017政府工作报告
• 加快国资国企改革。推进国有资本投资、运营公司改革试点。积极稳妥推进混合所有制改革。完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人等制度。依法处置“僵尸企业”。深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。	• 推进国资国企改革。制定出资人监管权责清单。深化国有资本投资、运营公司等改革试点，赋予更多自主权。继续推进国有企业优化重组和央企股份制改革，加快形成有效制衡的法人治理结构和灵活高效的现代化经营机制，推动国有资本做强做优做大。积极稳妥推进混合所有制改革。	• 深入推进国企国资改革。深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。抓好电力和石油天然气体制改革，开放竞争性业务。推进国有资本投资、运营公司改革试点。改善和加强国有资产监管，确保资产保值增值。

资料来源：2017/2018/2019 两会政府工作报告，华泰证券研究所

我们认为在当前的宏观背景下，长期问题上由于劳动人口红利的消退，企业面临着经营成本的持续上升，而在此条件下，宏观货币政策和财政政策的边际效用将不断下降，在此基础上逐步提高全要素生产率成为破局的关键。通常来说，提高全要素生产率一是靠技术，二是靠改革。在当前以 5G 为基础的物联网+人工智能的技术还未成熟之前，生产关系的调整成为关键，因此，我们认为高层在这个时点提出加快国企改革别有深意。

自 2016 年首次提出垄断领域混改试点以来，国企混改有条不紊的推进，2017 年中国联通的混改案例引起了市场的广泛关注，2018 年提出了国企改革“双百行动计划”，但总体来说 2018 年由于内外交迫的环境，混改进展较慢。进入 2019 年，我们认为混改是必须重视的主题，主要基于以下逻辑：1) 2019 两会政府工作报告定调“加快”国资改革，表明政策层面高度重视；2) 今年以来南北船重组的案例，意味着国企混改正在切实行动；3) 2018 年提出的“双百行动计划”有望在今年进一步落地。早在 2015 年 9 月，国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》指出，到 2020 年在重要领域和关键环节取得决定性成果。因此，我们认为在这一目标驱动下，2019 年有望成为国企混改取得重大突破的关键一年。

混改的推进历程梳理

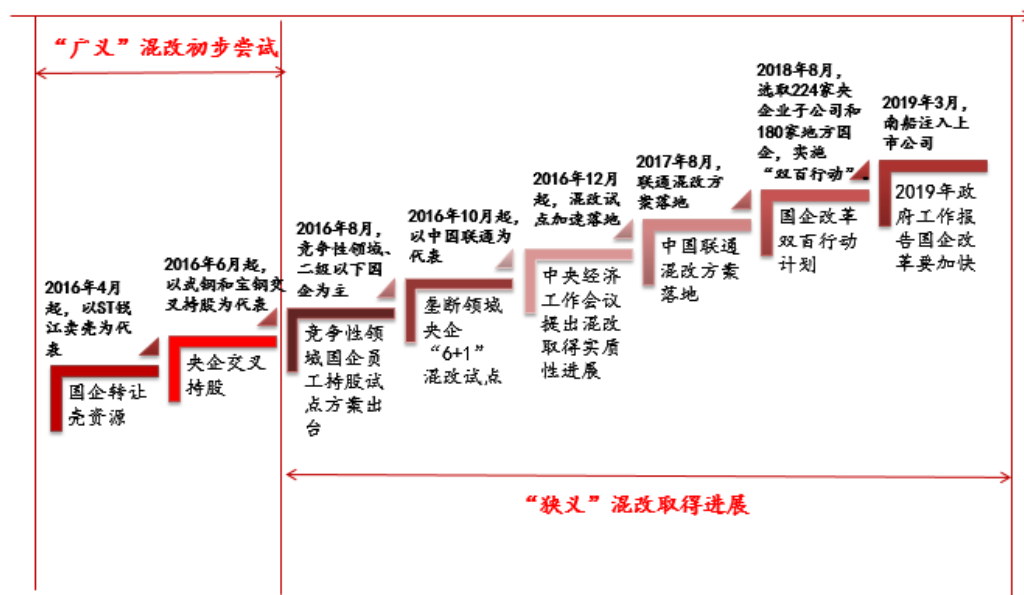
国企改革并不是新名词，而过去市场对于国企改革预期不高的原因在于改革一直停留在资产重组、整合的层面，而并未触及混合所有制改革这一核心，事实上混改是国企改革最艰难的部分。

广义混改始于 2016 年兴起的国企壳资源转让

我们认为真正意义上的混合所有制改革从 2016 年开始有了实质性进展，回顾 2016 年以来混改的进程，是由产能过剩领域到竞争性领域再到垄断领域循序渐进、稳步推进。从广义的角度来说，2016 年上半年大规模兴起的国企股权转让也属于产能过剩领域的“混改”。2016 年 4 月 27 日，浙江国企 ST 钱江公布了《控股股东转让公司部分股权公开征集受让

方进展的公告》，后面的股权受让方吉利集团是中国国内汽车行业十强中唯一一家民营轿车生产经营企业。该案例是典型的国有股权退出，民间资本进入的过程，我们认为这实质上属于广义的产能过剩领域的“混改”，后续国有股权转让大规模兴起。2016 年 8 月，国企员工持股试点意见出台，竞争性领域的国企混改开始取得进展；2016 年 10 月，央企“6+1”混改试点浮出水面，垄断领域的混改逐步展开；2017 年 8 月，经过将近 1 年的酝酿后，联通的混改方案终于落地。其推进过程反映了混改不是一蹴而就的，但另一方面也表现出高层对推进混改矢志不渝的决心。

图表2： 2016 年以来混改重要事件梳理



资料来源：Wind，华泰证券研究所

“双百行动计划”使混改由试点走向综合性改革

2018 年国企改革的另一大亮点是从单个试点走向综合性改革，2018 年 8 月，国务院国企改革领导小组办公室印发《国企改革“双百行动”工作方案》，决定选取 224 家中央企业子公司和 180 家地方国有企业，在 2018 年至 2020 年期间实施国企改革“双百行动”，主要目标是在稳妥推进股权多元化和混合所有制改革。

其中被纳入名单的企业将明确具体改革目标、改革措施、责任分工等内容，制定工作计划和目标，并履行相应申报、审批程序。“双百行动”的落实试点工作将主要围绕“十项改革”：落实董事会职权试点；市场化选聘经营管理者试点；推行职业经理人制度试点；企业薪酬分配差异化改革试点；国有资本投资运营公司试点；中央企业兼并重组试点；部分重要领域混合所有制改革试点；混合所有制企业员工持股试点；国有企业信息公开工作试点；剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题的试点。

图表3：“双百行动”入选企业改革案例

企业名称	申万一级行业	改革内容
中国铁建	建筑装饰	工业制造产业的经营模式从企业单打独斗向各单位协同、产业链协同等模式发展转型。积极推进经营协同、产业协同，构建多个产业一体化运作的模式，充分发挥集团全产业链的优势，增强企业整体盈利能力，以提升装备制造企业竞争力、扩大品牌影响力。
青岛双星	化工	公司 2018 年战略方针的整体定位是“高质量年”。公司将坚持从细节着手，内抓流程、机制、工作协同、人员作风和产品创新，建立以信息化为抓手的运营管理体系；外抓网络建设、商机线索、售后服务，把握上下游市场变化，建立以高差异化产品和高质量客户为支撑的市场保障体系。
沈阳机床	机械设备	践行综合改革、实施资产业务重组，与沈机集团签订了《资产交割协议》，将部分非 i5 业务资产及负债转让给沈机集团，并与供应商签署《债权债务豁免协议》，公司业务资产结构得到进一步优化，缓解了资金压力，降低了负债比率；同时，全面梳理保留业务，明确未来发展方向和商业模式，保障企业长远良性经营。
中钨高新	有色金属	改革改制工作主要包括：1) 以事业部为基础，下放事权，理顺职能，充分激发内部的创造力和活力；2) 调整绩效考核体系，推行量化考核，鼓励多劳多得；3) 大力优化人员结构；4) 平稳推进僵尸企业治理工作；5) 推行职业经理人试点工作。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

根据国资委的关于遴选工作的通知，“双百行动”的遴选标准包括三点：**1) 有较强的代表性。**推荐企业主营业务突出，资产具有一定的规模，在行业发展中具有较强影响力，原则上是应当是利润中心，而非成本费用中心。**2) 有较大的发展潜力。**推荐企业可以是深化改革与经营发展形势较好的核心骨干企业，可以是面临激烈竞争、亟需通过改革提高效率、提升核心竞争力的企业，也可以是暂时处于困难阶段，但有计划、有信心通过改革实现脱困发展的企业。**3) 有较强的改革意愿。**推荐企业的主要负责人及业务部门能充分理解掌握国企改革精神，能敢为人先、勇于探索、攻坚克难，能在改革重点领域和关键环节率先取得突破。

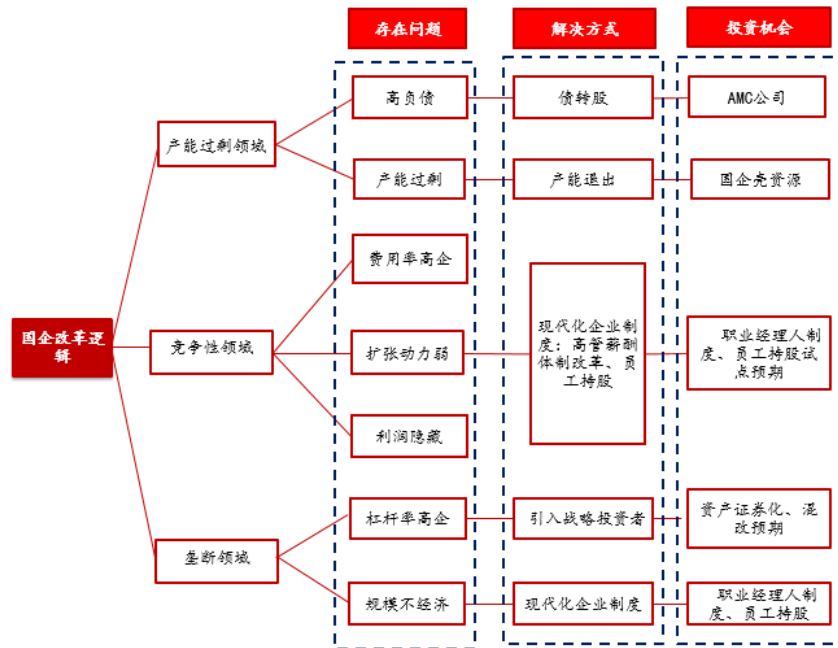
“双百行动”中，“1+N”政策体系为中央企业集团公司和地方国企规范了改革框架，同时鼓励这些企业在此框架内自主改革。国资委研究中心企业改革研究处处长支东生指出，“双百行动”旨在发挥基层企业的创新探索精神。相关企业一定要结合自身实际，制定切实可行的改革方案，用好用足各项政策，真正解决好发展中导致动力不足、效率不高的实际问题。

2019 年国企改革有望实现关键突破

2019 年两会政府工作报告明确提出加快国资国企改革，积极稳妥推进混合所有制改革，尤其提出完善公司治理结构，建立职业经理人等制度，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，并且将竞争性业务全面推向市场。2018 年 8 月，国务院国企改革领导小组办公室印发《国企改革“双百行动”工作方案》，我们认为 2019 年是双百计划实施的重要年份。而早在 2015 年 9 月，国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》指出，到 2020 年在重要领域和关键环节取得决定性成果。我们认为从多个时间节点表明，2019 年有望成为国企混改实现突破的关键一年。

从广义的角度来看，国企的混改可以分为三大领域，即产能过剩领域、竞争性领域以及垄断领域，其背后所要解决的问题和困境各不相同，解决方法也不尽相同，因此我们为投资者大致梳理了国企改革的逻辑以及相关的主题投资机会，如下图所示：

图表4： 国企改革逻辑全梳理



资料来源：华泰证券研究所

对于产能过剩领域来说，2016-2018 年开启的供给侧改革，一方面使得部分资不抵债的国企壳资源被重组或借壳；另一方面大央企集团（如宝钢、武钢等）已经基本完成了资产整合，因此，我们认为当前产能过剩领域国企改革已经接近完成。

对于垄断领域来说，自 2016 年推出“重要领域混改试点”，重点对石油、电力、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域开展混合所有制改革工作，至今已经推出第一批试点企业 9 家，第二批试点企业 10 家，第三批试点企业 31 家。我们对七大垄断领域的最新进展做了梳理，如下表所示，建议投资者重点关注混改方向明确，并且已有实质性进展的军工、电力、铁路、民航等领域。

图表5： 七大垄断领域混改最新进展梳理

领域	最新进展概括	国企改革进展
电力	增量配电改革有望持续推进	截至 2018 年底，国家发展改革委共批复三批试点项目 320 个，基本实现地级以上城市全覆盖。2019 年 3 月，南方电网印发的《南方电网公司进一步深化国企改革总体方案(2019 年版)》明确，扩大混改业务范围，合理选择混改项目。如在增量配电、售电等竞争性业务环节积极稳妥开展混改，加快推进国际业务、产业金融、新兴业务股权多元化改革。
铁路	加快推进所属有关重点企业的股改上市工作	中国铁路总公司 2019 年集中全力要办好的两件大事之一是加快推动股份制改造，当前正在制定方案。按照部署，中国铁路总公司将实施铁路领域混改三年工作计划，择优推进混改试点。加强与大型央企的合作，引入战略投资者。加快推进所属有关重点企业的股改上市工作，研究推进科创板股改上市方案。
石油天然气	今年重点或是管网改革	2017 年 5 月，中共中央、国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，部署了八个方面的重点任务，其中之一是改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力，分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放。因此按照国家部署，今年的重点或是管网改革。
民航	东航、南航、国航三大航均相继将关联的物流货运业务纳入集团混改探索中	2017 年 6 月，东航物流试点开展国家民航领域混合所有制改革，引入联想控股、普洛斯、德邦、绿地等四家投资者，实现股权多元化，东航集团、联想控股、普洛斯、德邦、绿地、东航物流核心员工分别持有东航物流 45%、25%、10%、5%、5%、10% 股份，东航成为央企中首批、民航领域首家进行混改的试点企业。 2018 年 8 月，中国国航公告，受航空货运市场竞争激烈影响，向中国航空资本控股有限责任公司转让所持国货航 51% 股权，以便专注从事航空客运业务，减少货运市场竞争加剧、国际贸易形势不确定性对经营业绩的影响。 2018 年 10 月，南航宣布组建南方航空货运物流有限公司，整合南航集团旗下相关货机及腹舱运力、货站及机坪保障、国际物流等相关货运资源，通过市场化运作方式经营南航的货运业务，成为经营上的实体和利润中心。
军工	军工企业股份制改造和混改有望提速	2019 年 1 月，发改委、教育部、科技部、财政部、国资委、中科院及国防科工局七部门联合发布的《关于支持中央单位深入参与所在区域全面创新改革试验的通知》，提出要大力推动军民融合创新。《通知》提出，中央企业要在承担军民深度融合改革试点任务的改革试验区选取试点单位，积极推进军工企业股份制改造和混合所有制改革。
电信	中国电信混改迈出实质性步伐	除了 2017 年 8 月的联通混改落地以外，2019 年 1 月 14 日，中国电信公告，“翼支付”A 轮融资增资结果正式获得央行审批通过，同时引入前海母基金、中信建投、东兴证券和中广核资本等四家战略投资人，迈出了混合所有制改革的关键一步。与此同时，在 2018 年报中，中国移动新任董事长杨杰在董事长报告中谈及 2019 年展望，称将推进改革落地，进一步增强体制活力，借助公司被选定为创建世界一流示范企业的契机，加强激励约束机制牵引，持续提升组织活力，并在子公司层面深入推进“双百行动”。

资料来源：上市公司公告、Wind、人民网、国企改革网，华泰证券研究所

对于竞争性领域来说，2019 年 4 月 28 日，国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，提出以管资本为主加强国有资产监管，依法确立国企的市场主体地位，最大限度减少政府对市场活动的直接干预。我们认为此次《方案》关键词在于放权，这是国企迈向市场化的关键一步，有利于倒逼国企主动迎接市场化的竞争，从而提升经营效率。我们认为这正好呼应了 2019 两会工作报告提出的国企改革要将竞争性业务全面推向市场。因此，我们认为此次《方案》出台或使得竞争性领域国企率先受益，未来竞争性领域国企改革可能加快。与此同时，《方案》提出三种国有资本的管理模式，具体包括：1) 国有资本运营公司，主要履行财务投资的职能；2) 国有资本投资公司，主要履行战略性新兴产业投资的职能；3) 实业产业集团，主要针对承担国家战略使命和保障任务的实体产业集团。

图表6： 国有资本的三种管理模式

资料来源：国资委网站，华泰证券研究所

从投资逻辑的角度，对于央企来说，我们认为混改主题标的筛选的思路主要包括两条主线，具体包括：1) 资产证券化率较高的央企集团，关注后续战略投资者的引入；2) 资产证券化率较低的央企集团，关注优质的上市平台后续的资产注入预期，如军工、电力领域旗下优质上市平台。

对于地方国企来说，通常地方国资委依据其本身的经济发展情况以及产业属性推进国企改革，我们认为国有资本体量较大，且民营经济较为发达的地区国企改革市场化的推进程度或较快，如：北上广深、江苏、浙江、山东等。

图表7： 地方国企改革最新进展梳理

省市	日期	国企改革最新进展
上海	5月29日	上海市政府发布《上海市人民政府办公厅关于成立上海市国资国企改革工作推进领导小组的通知》，《通知》明确，成立上海市国资国企改革工作推进领导小组，由上海市常务副市长陈寅担任组长。
浙江	5月25日	浙江杭州举行的第五届(2019)全球私募基金西湖峰会上，国企改革“双百行动”发展基金落地签约仪式举行，这标志着推动国企改革“双百行动”的市场化基金正式落地浙江，总规模600亿元，首期规模300亿元。
湖北	5月22日	湖北省政府新闻办举行新闻发布会表示，该省3655户各级国有企业中，1726户企业实施了混改，混改面近半。
江苏	4月19日	江苏瞄准国企改革痛点难点“动真碰硬”，以“放管结合”鼓励创新，推进“三能”改革打破“铁饭碗”陈规，坚定市场导向持续释放国企潜能。
山西	4月15日	山西省委书记骆惠宁的一系列讲话部署表现出了该省力推国资国企改革提速攻坚的强烈紧迫感。目标重点进一步明确，指标要求进一步细化。在优化国有资本布局、加速混合所有制改革、推行市场化契约化管理上的“三大突破”构成山西省《2019年国资国企改革行动方案》的重中之重。
广东	4月11日	广东省国资委召开2019年度省属“僵尸企业”处置及混合所有制改革工作会议，要求省属企业加大推进力度，分层分类积极推进混合所有制改革，促进转换经营机制。
上海	4月3日	2019年上海市国资国企工作会议上，展望2019年重点任务，今年上海将紧紧抓住改革发展新机遇，鼓励国企服务战略大局，布局新兴产业，提升国有资本整体功能和效率。
深圳	3月6日	深圳市国资委在市属企业、区国资部门负责人会议上指出，要依托上市公司和国资基金群，实施“上市公司+”战略，完善国有资本投资运营平台功能，加强基金群体系统化规范化运营，大力推进资源资产化、资产资本化、资本证券化。
山东	2月27日	在省属企业全国两会代表委员座谈会上，山东省国资国企改革发展党建工作将迎来20项重点工作，其中包括深入开展国企改革“双百行动”，抓好6户“双百企业”综合改革，组织实施现代企业制度示范工程。

资料来源：国资改革网，华泰证券研究所

军工：国改必要性凸显，充分释放军工产业发展红利

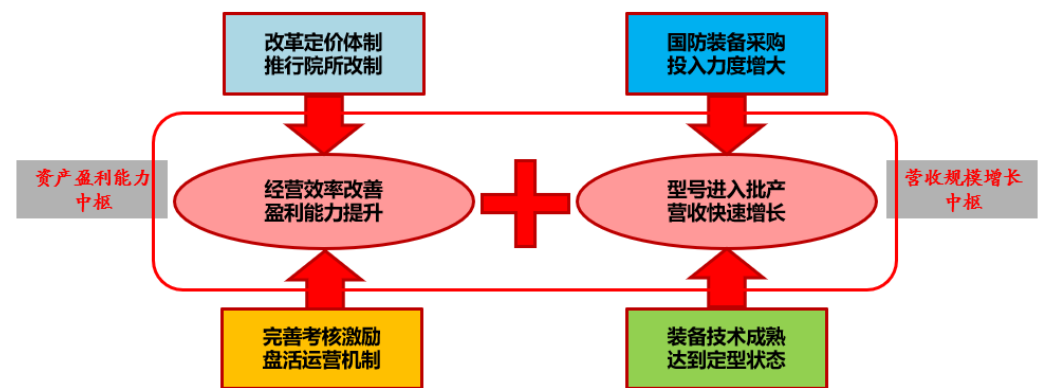
由于军工的行业特殊性，国有企业在行业内占据垄断性地位。但国有企业普遍存在管理效率低下、经营成本较高以及创新不足等等弊端，与新时代社会主义市场经济环境存在脱节，国企改革势在必行。

国家长期以来的国防投入，国防军工企业拥有着为数众多的尖端科技，是引领我国未来产业升级转型的重要力量。国企改革的推行，在促进军工行业国有企业发展的同时，也有望充分释放军工产业发展红利。

中国军工行业改革的必要性

由于军工行业涉密、战略地位重要等原因，之前军工企业基本都是国有企业。随着军民融合的发展，部分民企开始涉及军工业务，但目前民企还是很少参与核心军品业务。军工行业内的国有企业，拥有着资源优势，人才优势，技术优势，资金优势，及部分经营权垄断优势，但也存在着管理体系相对传统，激励机制不完善，产权国有情况下的积极性不足，外部监督不足，决策有时不透明等，效率和人均效益较低等发展桎梏。

图表8： 军工行业成长性的来源



资料来源：华泰证券研究所

军工行业通常都被划分为成长性行业，而其成长性的来源是两条主线：一条是营收规模的增长，一条是资产盈利能力的提升。军工行业的成长必然是两条腿走路的结果，军工行业国企改革有着极大的必要性。国企改革的目的就是把劣势转换为优势，利用生产关系的改变来促进生产力的进步，我们相信积累了技术和掌握资源优势的国有企业，一旦经营体制改革进展顺利，盈利能力会有很大改善，将能够释放巨大的技术红利和发展红利。

下面再补充下军工企业国企改革必要性：

1. 军工行业战略地位突出，尤其在当前强军目标的时代背景下，为军队输送武器的军工企业地位更是重中之重，因此军工企业的发展和强大是强军目标实现的基础条件。近年来我国地缘安全态势持续紧张，台海地区台独势力日益猖獗，东海、南海等地区国家利益被侵犯。日益增强的国家地位，将使国家加大对高性能国防军备研制和生产的投入，通过增强国防实力保障经济成功转型、匹配国家综合实力。中央高层多次强调，要进一步开创军事外交新局面，围绕实现国家外交战略、安全战略，加强军事外交整体设计。《国防科技工业“十三五”规划总体思路》中提出坚持军民深度融合，努力构建中国特色先进国防科技工业体系，努力推进国防科技工业科技发展，由跟踪研仿向自主创新转变。因此从国家战略等方面来看，军事强大是我国大国地位的重要支撑，军事工业是我国未来发展的重点，使之强大的改革也是必须的。
2. 随着美国在全球范围内挑起贸易争端，本身就相对低迷的世界经济形势雪上加霜，我国也面临经济转型期经济下行压力增大的严峻局面。军工企业在业务发展方面，拿的多是军队装备部订单，订单具有计划制特点，相对稳定，在当前军费稳步增加的背景下，军品业务会稳步向上，行业具有稳定的成长性，整体周期性不太明显。但是军工

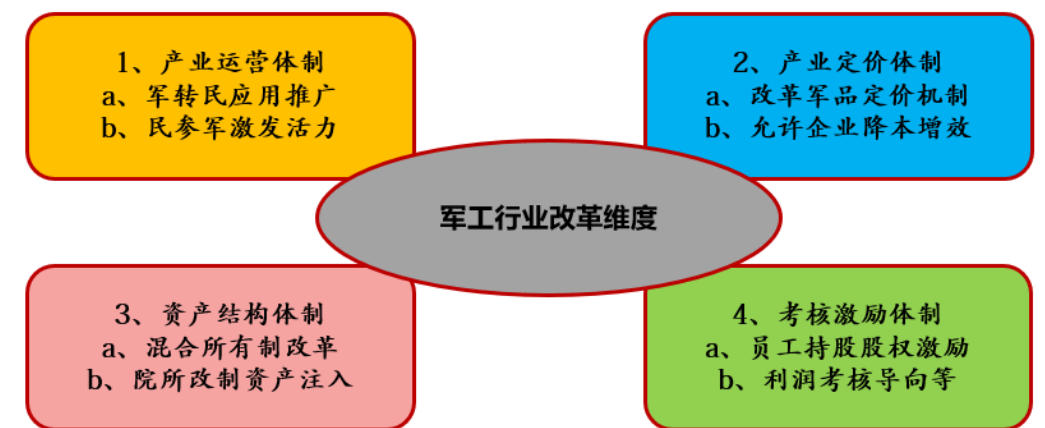
企业也面临很多国企共同的问题，军工集团多是军民品业务均涉及，民品业务受宏观经济下滑影响也很明显。另外军工集团的资产负债率基本和国企整体负债率差距不大，同时还要承担发展壮大的任务，要增加前期投入，比如火箭、卫星、导弹、战斗机、电子对抗等前沿技术领域有着很高的门槛，之前长期投入的资金沉淀以及未来对行业的持续投入，这都给军工企业带来了较大现金需求压力。比如中航工业集团 2018 年底总资产 9361 亿元，权益 3082 亿元，资产负债率 67%，资产负债率处于中等稍高的水平，这是因为中航工业军用飞机和民用飞机业务都在大规模投入期，军机在研发新型号方面需要大量投入期，民用飞机业务多在培育期，现金流回收周期较长。再加上军改的短期冲击，军工企业业绩承受较大压力，亟待通过改革手段（如激励机制改革、军工定价机制改革）释放技术、人才等优势，提升竞争实力。

在为人民军队现代化建设生产保障的同时，军工行业国有企业也肩负着引领中国高端制造产业升级的历史使命。总结来说，军工企业迫切需要进行国企改革，从而引入产业竞争机制，完善内部考核激励体制，增强企业效率和效益，促进科技创新和新技术产业推广。

国防军工改革重点：四大领域，期待全面提升行业效率

军工行业大部分企业都是国有企业，上文中大部分国企改革实施的内容，都会应用到军工行业的国企改革中，我们认为军工国企改革的重点方向会是产业运营体制改革、产业定价体制改革、资产结构体制改革和考核激励体制改革等四大方向。

图表9： 军工国企改革重点方向



资料来源：华泰证券研究所

1. 产业运营体制方面改革的主要内容是**军民融合**，更大范围更深程度地推动军转民应用推广，引入民参军激发活力；
2. 产业定价体制方面改革的主要内容是**军品定价机制改革**，通过灵活的带激励性质的定价体制，激发军工企业降本增效的内在动力；
3. 资产结构体制方面改革的主要内容是**混合所有制改革**，主要包括科研院所改制和**军工资产证券化**，降低财政负担，盘活存量资产；
4. 考核激励体制方面改革的主要内容是薪酬改革和激励机制等。

我们在上文分析基础上来补充介绍军工行业国企改革可能实施方向。

图表10： 军工国企改革方向和可能实施内容

框架方针	目的和方向	可能的实施内容
资产证券化	盘活存量资产，提高权益融资比重，降低资产负债率	军品资产上市，完善军工资产证券化规定，债务证券化
科研院所改制	分类，降低财政负担，市场化，有助于资产证券化	事业单位分类，部分转为公司制，资产证券化等
薪酬改革和激励机制	完善管理层和员工激励机制，利益一致	管理层/员工持股计划，创新激励，差异化薪酬激励，管理层/员工考核机制等
军品定价机制改革	增强军工企业盈利能力，助力军工企业长远发展	国家加大研发投入，提高军品整体利润率水平
军民融合	引入竞争机制，利用民用产能提高军队装备供给水平	划定军民融合目录和范围，引入民企参与军工发展

资料来源：华泰证券研究所

资产证券化：军工上市公司外延发展机遇

美国的军工企业借助资本市场实现了军工资产证券化，也催生了波音、雷神、通用动力等军火巨头。目前，我国军工集团资产证券化率普遍较低，十大军工集团资产证券化水平仅为 30% 左右，且呈现“大院所、小上市公司”的特点，上市公司体外存在大量优质资产。所以，我国军工企业潜在资产证券化的空间很大。从国外经验来看，冷战后的美国军工行业由 50 多家整合到目前的五大军工集团。目前在军品资产证券化方面，审批还比较复杂，未来随着国企改革推进，将会逐步减少审批限制，除非特别核心的军品资产，资产证券化过程中的审批和限制会简化很多。一直作为资产证券化领头羊的中航工业集团于 2015 年 4 月与上交所签署了战略合作协议，双方将在军工资产证券化、军工企业 IPO 等四个方面展开全面合作，资产证券化再次加速。2016 年 11 月，中航沈飞集团资产注入上市公司中航飞豹的预案公布，2017 年 12 月完成，实现战斗机核心资产上市。2018 年 11 月，国睿科技发布公告，拟收购国睿防务等雷达业务经营性资产。

军工集团在从事军品生产的同时也从事民品生产，军品仅部分业务盈利能力强，整体盈利水平并不高，民品部分也面临经济下行压力。因此军工国企依赖资本市场发展的动力越来越强，会将部分盈利能力强的业务注入到上市公司，发展直接融资，改善其资产负债结构。军工类上市公司在市场中整体估值偏高，投资者很重要的一个预期，就是军工集团利用上市公司平台，进行外延式资产注入。当然如果大股东资产注入完成，市场这个预期也会减弱，估值水平会有所下降。

科研院所改制：盈利能力强，资产有望证券化

军工业务的事业单位多是盈利能力比较强的设计单位。在我国，军品的研发设计一般在研究所进行，研究设计完成并定型后，由工厂完成生产制造的批产任务。研究所人力成本占比高，同时人力部分工资开支和养老费用由国家财政开支，因此研究所的盈利能力和竞争力相较制造类军品企业是比较强的。但是研究所进行资产证券化要解决其事业单位法人向企业法人转变的问题，军品研究所多是从事生产经营活动的，逐步将其转为企业。第二个方面还要解决事业单位人员养老金补缴的问题，事业单位在编人员之前不需要缴纳养老保险，退休后由财政或单位负担。事业单位改制还要解决养老金问题。这需要国家统一的政策文件进行指导。待这些主要问题解决后，事业单位资产有望逐步资产证券化。研究所改制后，税收、养老等负担加重，国家还需要配套增加在设计研发端的投入以更市场化的方式维持军品研制水平的竞争力。

因此军工科研院所是各大军工集团最优质的军工资产。由于军工科研院所的高精尖武器产品往往附加值和技术含量较高，因此价值量占比较高，大量优质资产仍未上市。如果这些科研院所完成改制注入上市公司，将提升军工上市公司的盈利能力和竞争力。

薪酬改革和激励机制改革：利益一致，增强活力，改善盈利能力

军工企业由于体制相对保守，激励机制比较传统，实行员工持股等激励措施的企业极少，不利于发挥优秀人才积极性，未来军工企业也会逐步完善激励机制，上市公司和适合的非上市公司会更多的实施员工持股等激励机制，激活员工积极性，盘活存量资产，增强企业竞争力和盈利能力。

军品定价机制改革：做大做强军工企业的重要一环

根据 2012~2018 年数据，我国资产化率最高的军工类航空制造企业，其历年整体营收净利率均不超过 5%，而美国军工企业的净利润率可以控制在 7%~10%之间。我国军工企业集团仍以军兵种进行划分，零部件供应更多还是采用内部非市场化的方式，使得军工企业盈利难度较大。我们认为，中国要想发展壮大军工企业，必须要增强其盈利能力，助力其长期发展，这就需要我们更多参考美国的体制，让军工企业盈利能力更强，只有这样军工企业才能有资金积累，留住人才，研发出更先进的军事装备。因此军品定价机制改革的重要方向，就是放开原来成本加成的定价机制，根据军品的特点进行分类，采用更加市场化的定价机制，使企业军品的利润率更高，这非常有利于改善制造类军工企业的利润水平，大幅提升存量军工资产的盈利能力。

军民融合：引入竞争，民参军、军转民双向发展

2015 年 4 月，工业和信息化部召开会议，全面部署实施“军民融合深度发展 2015 专项行动”，会议提出军民融合发展作为一项国家战略。军民融合的目的是为了引入民企参与军品生产，给传统军品生产企业压力，促使其提高自身竞争力，在竞争下，相互提高技术水平，为部队提供最好的装备。同时，军转民，也有利于军工国企积累的技术向民品市场转化，同时增大其市场空间，增加利润来补贴和发展军品业务。

2018 年 12 月，国防科工局和中央军委装备发展部联合印发了 2018 年版武器装备科研生产许可目录，再次大幅降低军品市场准入门槛。2018 年版许可目录包括导弹武器与运载火箭等 7 大类共 285 项，在 2015 年版目录的基础上再次减少了 62%，仅保留对国家安全、社会公共安全有重要影响的许可项目，大幅度缩减了武器装备科研生产许可的管理范围，大范围取消设备级、部件级项目，取消军事电子一般整机装备和电子元器件项目，取消武器装备专用机电设备类、武器装备专用材料及制品类和武器装备重大工程管理类的许可。新版武器装备科研生产许可目录，从政府管理层面上解决了许可管理范围过宽、社会上反映的准入难等问题，有利于加快吸纳优势民营经济，带动创新创业中小企业进入武器装备科研生产和维修领域，更加充分利用国家工业和科技基础，促进武器装备自主创新和体系化发展，是军民融合发展又一里程碑式的重大突破。

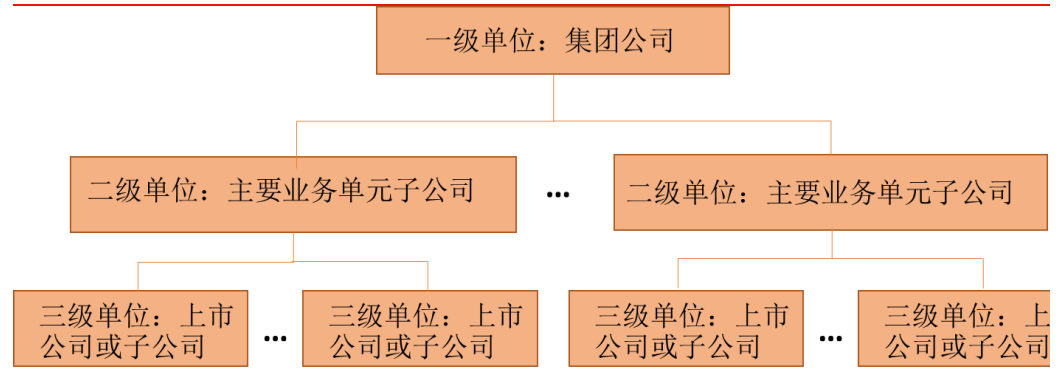
因此我们认为，军工企业的国企改革将通过资产证券化、科研院所改制、员工激励、军品定价机制改革、军民融合等政策，从两个方面提升军工企业价值：存量资产盈利能力的提升+上市平台资产注入的资产质量改善，这将消化部分军工上市公司估值，改善其盈利能力，使其更具有长期投资价值。

军工行业国企改革投资建议

我们认为，军工企业国企改革将主要从两个方面提升军工企业价值：存量资产盈利能力的提升+资产证券化带来的资产质量改善。军工国企存量资产盈利能力的提升对整个军工国企都是非常有利的，目前核心军品的生产多是在军工集团非上市业务层面，上市公司更多受益资产证券化带来的资产质量改善。因此我们重点从资产证券化的角度来分析投资机会。

军工集团及下属公司组成架构一般是多级管理的，集团公司一般是一级单位，多是副部级央企，下属主要业务单元等子公司是二级单位，上市公司一般是二级单位下属的三级单位，少数军工上市公司通过股权划转，由集团公司直接控股，这时上市公司就成了二级单位。国企改革实施的资产证券化方向很有可能是上市公司大股东的优质资产进行注入，主要可能是直接控股的二级单位的资产进行注入，也可能是集团直接进行资产注入。后面我们将通过对不同军工集团的业务构成情况，及可能的国企改革投资机会进行分析。

图表11： 军工集团组成架构



资料来源：华泰证券研究所

军工国企主要是十一大军工集团及从事军品生产的其他国企，目前一般认为的十一大主要军工集团主要是：中国航空工业集团公司、中国航空发动机集团公司、中国航天科技集团公司、中国航天科工集团公司、中国兵器工业集团公司、中国船舶重工集团公司、中国船舶工业集团公司、中国核工业集团公司、中国电子科技集团公司、中国核工业建设集团公司、中国兵器装备集团公司。除了上述十一家主要单位，国家国防科技工业局网站上军工集团还列举了中国电子信息产业集团公司和中国工程物理研究院，这些单位也是重要的军工生产单位。按照 2018 年营业收入和利润总额等口径，十二大军工集团中除中航工业集团资产证券化率超过 60% 之外，其余军工集团资产证券化率均低于 50%。其中，尤其以航天科工集团、航天科技集团、电子科技集团和兵器工业集团的资产证券化率最低，均在 30% 以下。因此，军工企业院所改制和资产证券化等国企改革方向，主要看好电科集团、航天系、兵器工业等相关上市公司。

此外，2018 年 8 月，《国企改革“双百行动”工作方案》发布实施，申万军工行业上市公司中，中航机电、航天电子、钢研高纳等三家入选其中。2018 年 9 月，全国国有企业改革座谈会在京召开，会议提出要深入贯彻落实习近平总书记关于国有企业改革的重要思想，准确研判国有企业改革发展的国内外环境新变化，从战略高度认识新时代深化国有企业改革的中心地位，坚持稳中求进工作总基调，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，扎实推进国有企业改革。会议还要求，突出抓好市场化经营机制，充分调动企业内部各层级干部职工积极性；突出抓好供给侧结构性改革，加快高质量发展步伐；突出抓好改革授权经营体制，推动国有资本投资、运营公司试点取得实效。双百行动试点企业作为国企改革排头兵，有望率先启动国企改革，并取得企业经营效率的重大突破，为今后国企改革提供样板案例。

中航机电（002013.SZ）

公司是中航工业集团旗下航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台，当前主要业务为航空机电系统、汽车配套产品和空调压缩机配套产品等。其中，以军用业务为主的航空机电系统是公司营业收入和归母净利润的主要来源。公司航空机电系统产品包括机载飞行控制子系统，机载悬挂与发射控制系统、机载电源分系统(交直流发电及控制、机上一次配电装置、应急发电子系统、变流/变压等装置)、航空机载燃油测量系统、机载液压作动装置、发动机点火系统及装置、无人机发射等，在国内航空机电系统领域处于领军地位。

另外，公司大股东中航机电系统有限公司旗下 609 所、610 所以及多家航空机电业务相关公司，交由公司托管。按公司 2018 年取得托管费用 2181 万元和公告的千分之三托管费率来计算，体外资产营收规模在 70 亿元左右。

航天电子（600879.SH）

公司是航天科技集团旗下上市公司，主要从事航天电子测控、航天电子对抗、航天制导、航天电子元器件专业领域产品研发生产。公司的航天高科技产品主要包括：高性能传感器、无线电测量控制系统、特种电子通信、自动跟踪系统和数据收集、传输处理系统、卫星电视广播系统、数字化有线电视网络设备、卫星通信地球站、星上精密机构及结构部件、大型地面工程业务测控站和电子支持设备，以及火箭、卫星、舰船、飞机、核能等产品配套使用的各种电连接器、继电器、电子仪器设备、电缆网及开关设备，GPS/GLONASS/北斗卫星导航应用系统及终端设备等。公司相关的航天电子产品被广泛地应用于各类型号卫星、火箭运载工具、相应的地面通信测量与控制设备及工业自动化控制设备中。

另外，公司大股东中国航天时代电子有限公司（航天科技集团第九研究院）旗下，在上市公司体外尚有航天控制仪器所（航天科技 13 所）、西安微电子（航天科技 771 所）、西安航天精密（航天科技 16 所）、北京微电子（航天科技 772 所）以及中国时代远望等优质院所资产。

钢研高纳（300034.SZ）

公司是中国钢研科技集团旗下上市公司，是国内航空航天用高温合金重要的生产基地，国内电力工业用高温合金的重要供应商，从事航空航天材料中高温合金材料的研发、生产和销售。

公司产品定位在高端和新型高温合金领域，面向的客户也是以航空航天发动机装备制造企业和大型的发电设备企业集团为主，同时也向冶金、化工、玻璃制造等领域的企业销售用于高温环境下的热端部件。公司目前是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，拥有年生产超千吨航空航天用高温合金母合金的能力以及航天发动机用精铸件的能力，在变形高温合金盘锻件和汽轮机叶片防护片等方面具有先进的生产技术，具有制造先进航空发动机亟需的粉末高温合金和 ODS 合金的生产技术和能力。

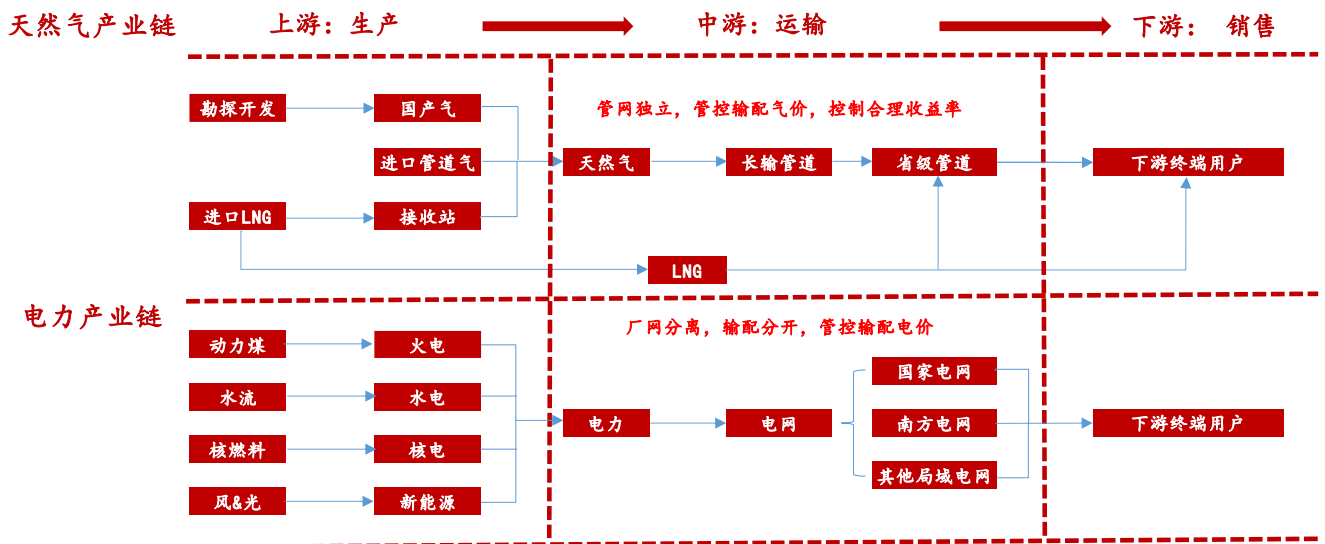
公用事业：国企改革持续加码

体制改革以破除垄断为目的，定价改革以市场化定价为最终归宿

电力、天然气体制改革以破除垄断为目的，推动中游独立。电力体制改革在 2002 年电改中进展最明显，2002 年电改主要任务是“厂网分开、竞价上网”，发输配售“大一统”的国家电力公司被拆成“5+2+4”电企新格局，即五大发电集团、两大电网企业、四大辅业集团(后又整合为 2 个)，市场竞争格局显现。

天然气体制改革在 2017 年后进展迅速，天然气体制改革要推动放开上游+管道独立为核心，要求油气勘探开采体制有序放开，允许引进非公有制经济主体参与，并分步推进油气干线管道独立，干线管道、省内及省际管道向第三方开放，根据北极星电力网报道《国家管道公司方案或于明年 5 月颁布》，国家管道公司的相关改革方案已于 2018 年通过国家能源局审议，预计 2019 年正式对外颁布。

图表12： 体制改革：电力 VS 天然气

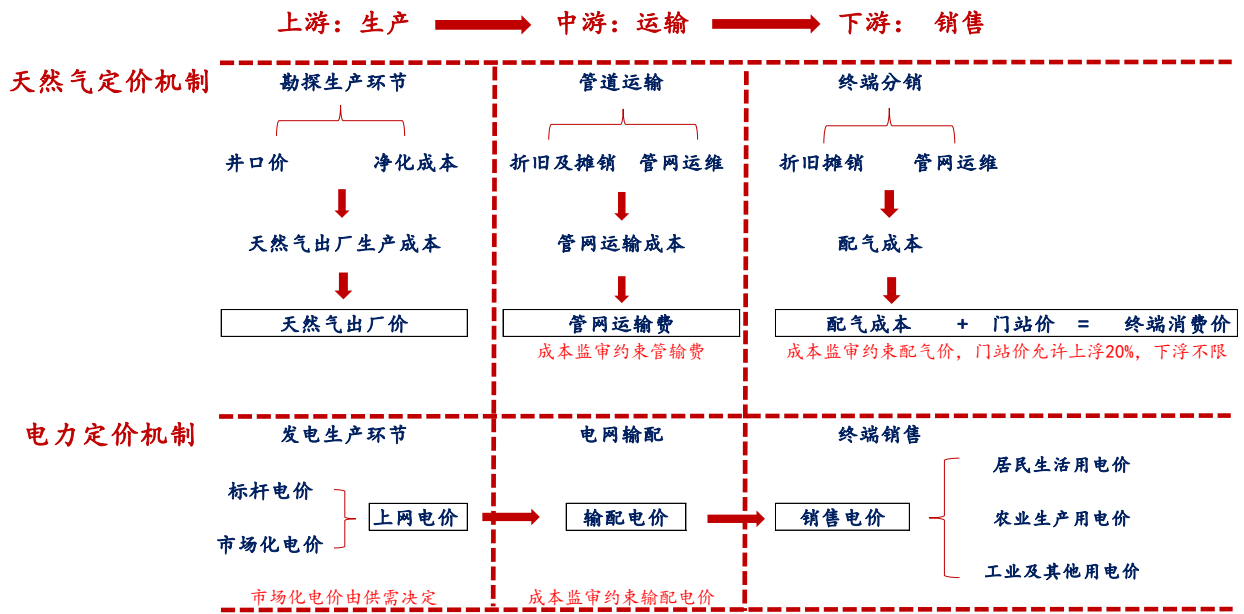


资料来源：华泰证券研究所

定价改革以构建市场化定价机制为最终导向。电力定价改革方面，我国已经历 6 个阶段，1985 年至今，我国电价定价机制相继经历无上网电价、还本付息电价、经营期电价、两部制上网电价、标杆上网电价、市场化交易电价等阶段，持续推进电力市场化定价改革。上网电价中，市场化电价由市场供需主导，且市场化电量占比持续扩大。

天然气定价改革方面，2018 年发改委推动居民门站价及非居民门站价并轨，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商具体价格，实现与非居民用气价格机制衔接，天然气市场化定价改革取得标志性进展。

图表13： 定价机制改革：电力 VS 天然气



资料来源：华泰证券研究所

火电有望形成“基准电价+浮动机制”，盈利模式实现根本性好转

新一轮电改中，体制设计是基础，价改是核心。新一轮电改是 2015 年价格改革思路的一个缩影，按照加大政府定价减、放、改力度，完善主要由市场决定价格的机制（援引自 2014 年 1 月 9 日经济日报报道《完善主要由市场决定价格的机制》）。按照 2015 年电力体制改革方案，体制设计是基础，即是要通过合理的体制设计来推动发电端和电力销售端的市场化交易，而电价改革是其中的核心，即如何核定合理的输配电价以及构建市场化的销售电价。

图表14： 电力市场建设改革试点

改革内容	改革进展
输配电价改革试点	1) 深圳、蒙西优先，现已省级全网覆盖 2) 交叉补贴进入输配电价
售电侧改革试点	1) 2016 年 11 月广东、重庆牵头试点，现扩至 10 个省市及新疆建设兵团 2) 培育零售市场主体、降低用电价格、分布式能源参与售电和交叉补贴制度改革 3) 用电大省，广东需求高（2016 年全社会用电量 10%），重庆发展快（新增用户数量多且电量增量较大）
电力现货改革试点	1) 选择南方（以广东起步）、蒙西、浙江、山西、山东、福建、四川、甘肃等 8 个地区作为第一批试点，将在 2018 年底前启动电力现货市场试运行 2) 广东售电侧市场化改革在全国最早，有现货市场发展基础；四川水电发达，消纳困难弃水较严重，现货市场可以解决水电的消纳和经济效益问题 3) 是增量配网顺利运营的上游保障
增量配网试点	2016 年 12 月确定延庆智能配电网等 105 个项目为第一批增量配电业务改革试点项目，第二批 89 个，加上 18 年 4 月的第三批试点，目前增量配电业务改革试点项目已达 291 个

资料来源：发改委，国家能源局，华泰证券研究所

“基准电价+浮动机制”有望成为重要电价定价机制，火电盈利模式迎来根本性好转。2018 年 7 月，国家发展改革委等部门发文，明确提出对于煤炭等 4 个高耗能行业率先全面放开发电用电计划试点，进一步扩大交易规模，并鼓励采用“基准电价+浮动机制”定价机制。我们判断，此次通知再次明确了电价市场化的决心，取消跨省交易限制，内忧外患倒逼生产要素市场化提速，拥有成本优势的优质火电龙头市占率将进一步得到提升，未来电力行业或将回归“公用事业”的属性，制约火电行业最根本的盈利模式有望改善。

图表15： 部分省份“基准电价+浮动机制”试行要点

省份	定价要点
江西省	1) 以年用电量达到 4000 万度以上的水泥企业为试点，既可采用煤电联动机制，也可采用水泥行业重点商品价格与电价联动机制，着力构建长期合作关系； 2) 当发电成本在双方约定周期内降到一定比例时，传导更大让利空间至下游用户，反之，电力用户将于发电企业共同承担发电成本上涨风险；
山东	鼓励按“基准电价+浮动机制”协商交易价格，双方可自主选取合理的基准电煤价格和下游主要产品价格，结合其变化因素，协商确定浮动的标准、周期和比例，共同承担市场及价格波动的影响；

资料来源：江西省能源局，山东省发改委，华泰证券研究所

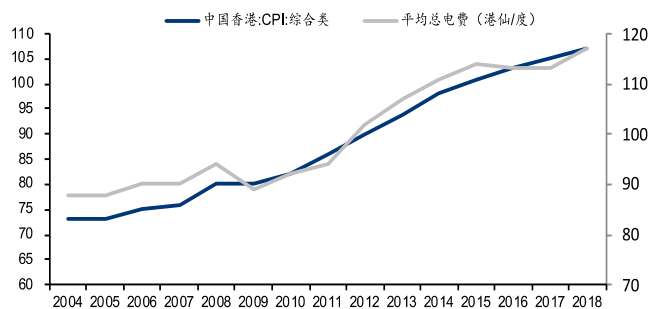
以香港的电力股为例，完善的监管政策+电价调整机制保证电力行业稳定盈利空间。香港电力行业管制计划要点在于明确给出了投资者的准许利润，政府直接介入电力公司的资本开支计划，通过执行稳定而透明的管理政策，鼓励长期稳定的电力供应。

图表16： 香港电力市场管制要点

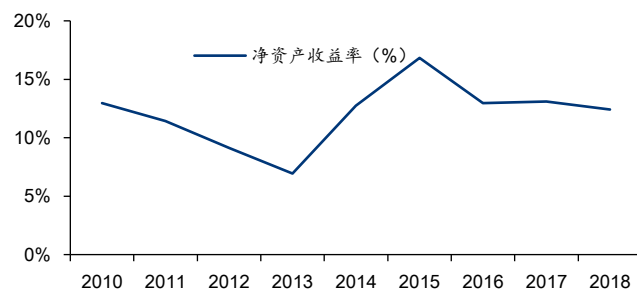
管制要点	具体内容
核准盈利空间	1) 电力公司全年盈利的上限为固定资产平均净值的 13.5%； 2) 如果电力公司赚取的利润高于准许利润，多出部分会转入发展基金；如果利润不足，会先从发展基金支取补偿；如果基金不足，电力公司可申请增加电费；
电价与燃料成本挂钩	电力公司可通过燃料价格调整条款来调整收费，籍以反映为生产电力所消耗燃料价格上的变动；
资本开支受政府约束	电力公司必须增建发电、输电及配电设施，以便向用户出售电力，所有的资本性开支必须预先报政府核准，并于事后接受详细审查；

资料来源：《香港电力管制计划的执行与启示》，华泰证券研究所

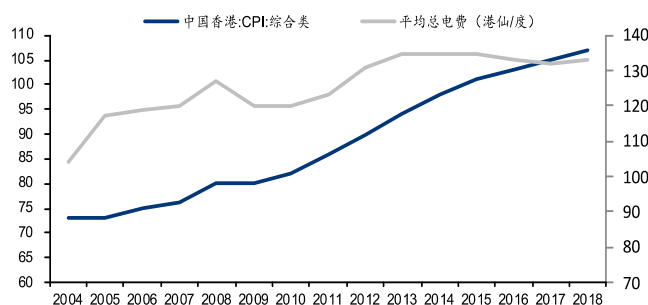
电价部分，直接与燃料成本挂钩，管制政策设立了单独的燃料价条款，当燃料价格发生变动时，允许相应地调整电价，充分考虑了燃料价格上涨给电力公司带来的影响。在 2004-2016 年内，香港两家主要上市公司电价中电控股/港灯-SS 基本皆可跑赢 CPI，ROE 稳定在 13%/7% 左右，两家公司上市至 2018 年复合收益分别达到 8.3%/13.8%（中电控股为 1980 年上市，港灯-SS 为 2014 年上市）。

图表17： 中电控股平均总电费和中国香港综合 CPI

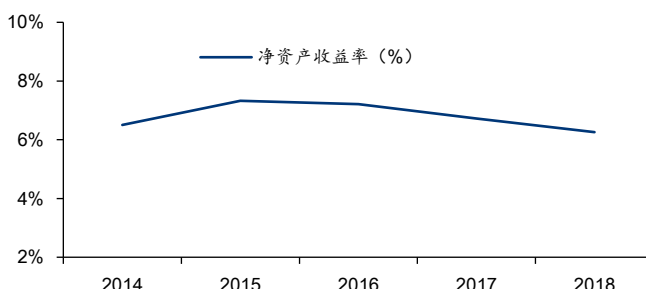
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表18： 中电控股 ROE

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19： 港灯-SS 平均总电费和中国香港综合 CPI

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表20： 港灯-SS ROE

资料来源：Wind、华泰证券研究所

国企改革春风再起，公用事业板块有望受益

2018 年国企改革从单个试点走向综合性改革，2018 年 8 月，国务院国企改革领导小组办公室印发《国企改革“双百行动”工作方案》，决定选取 224 家中央企业子公司和 180 家地方国有企业，在 2018 年至 2020 年期间实施国企改革“双百行动”，主要目标是在稳妥推进股权多元化和混合所有制改革。

公用事业是双百计划着力突破的重点行业。国企的混改可以分为三大领域，即产能过剩领域、竞争性领域以及垄断领域，其背后所要解决的问题和困境各不相同，解决方法也不尽相同。对于火电等公用事业企业而言，存在产能过剩、负债率高位不下等问题，未来有望成为混改的重点着力领域。

目前被直接列入双百计划的公用事业上市公司包括长江电力、上海电力、江苏国信，此外多家公用事业领域上市公司的母公司也被纳入双百计划，如华能集团、华电集团、大唐集团等。

图表21： 被列入“双百行动”的公用事业领域公司

类型	公司名录
上市公司	1) 长江电力；2) 上海电力；3) 江苏国信；
上市公司的母公司	1) 华能集团（上市公司：华能国际、华能水电、内蒙华电、ST 新能、华能新能源（H 股））； 2) 大唐集团（上市公司：大唐发电、大唐新能源（H 股）、桂冠电力、华银电力）； 3) 华电集团（上市公司：华电国际、黔源电力、金山股份、华电福新（H 股））； 4) 国家电力投资集团（上市公司：上海电力、吉电股份、中国电力（H 股）、东方能源）； 5) 国家能源投资集团（上市公司：国电电力、长源电力、龙源电力）； 6) 华润集团（上市公司：华润电力（H 股）、华润燃气（H 股））； 7) 北京能源集团（上市公司：京能电力）； 8) 陕西液化天然气投资发展有限公司（相关上市公司：陕天然气）； 9) 河南投资集团（上市公司：豫能控股）； 10) 云南能源投资集团（上市公司：云南能投）；

资料来源：国务院，国资委，华泰证券研究所

图表22： 五大电力集团及两大电网公司旗下上市公司平台

五大电力集团及电网公司	旗下上市公司
华能集团	1) 华能国际；2) 华能水电；3) 内蒙华电；4) ST 新能；5) 华能新能源（H 股）； 6) 长城证券；
华电集团	1) 华电国际；2) 黔源电力；3) 金山股份；4) 华电福新（H 股）；5) 华电重工； 6) 国电南自；7) 华电能源；
大唐集团	1) 大唐发电；2) 大唐环境（H 股）；3) 大唐新能源（H 股）；4) 桂冠电力；5) 华银电力；
国家能源投资集团	1) 国电电力；2) 长源电力；3) 龙源技术；4) 中国神华；5) 国电科环（H 股）； 6) 龙源电力（H 股）；7) 平庄能源；8) 英力特；
国家电力投资集团	1) 上海电力；2) 吉电股份；3) 远达环保；4) 中国电力（H 股）；5) 东方能源； 6) 露天煤业；
国家电网	1) 国电南瑞；2) 平高电气；3) 许继电气；4) 置信电气；5) 广宇发展；6) 明星电力；7) 岷江水电；8) 西昌电力；9) 涪陵电力
南方电网	1) 文山电力；

资料来源：国资委，华泰证券研究所

年初以来公用事业板块混改进展

电力、天然气等公用板块有望成为混改重点。根据 2018 年 12 月份召开的中央经济工作会议，以及 2019 年初国务院国资委召开的央企、地方负责人会议相关信息，2019 年我国要继续推动混合所有制改革，在电力、石油、天然气、民航等基础性行业的国有企业将持续发力混改。

图表23： 2018 年至今公用事业相关上市公司层面混改梳理

上市公司	混改类型	具体实践
东方能源	国有资产注入	公司控股股东国家电力投资集团有限公司正在筹划对上市公司进行资产重组，东方能源拟以发行股份购买资产的方式，购买国家电投集团资本控股有限公司 100% 股权。
三峡水利	上市公司资产重组	拟向新禹投资等发行股份和可转换公司债券及支付现金(如有)收购联合能源 88.55% 股权，拟向三峡电能等发行股份和可转换公司债券及支付现金(如有)收购长兴电力 100% 股权。
蓝焰控股	母公司资产重组	晋煤集团将所持的公司 3.87 亿股 A 股股份增资至山西燃气集团有限公司，山西燃气集团拥有蓝焰控股 40.05% 的股权，成为蓝焰控股新股东。

资料来源：相关上市公司公告，华泰证券研究所

2019 年混合所有制改革的主要方向或领域有以下三个方面：一是在国有企业类型方面，主业处于充分竞争的商业类国有企业将成为今年混改的重要领域；二是在电力、石油、天然气、民航等基础性行业的国有企业将持续发力混改；三是在企业层级层面，国有企业下属子公司的混改深度将有序推进（参考证券日报《国企混改加码 石油、天然气等行业将持续发力》）。

2018 年至今，公用事业板块的混改集中于输配电和天然气领域，上游发电端的混改尚未取得实质性进展。

图表24： 2018 年至今公用事业相关领域混改梳理

涉及领域	混改实践
电力领域	2018 年底国家电网宣布将在特高压直流工程、综合能源服务、抽水蓄能、电动汽车、电网直升机作业服务等十大领域引入社会资本，加快混合所有制改革；
天然气领域	2018 年 6 月中国石油集团拟将其持有的公司 9.7 亿股 A 股股份无偿划转给北京诚通金控投资有限公司，9.7 亿股 A 股股份无偿划转给国新投资有限公司。

资料来源：国家电网，中国石油公司公告，华泰证券研究所

图表25： 主要集团上市公司层面资产

涉及领域	下属上市平台
国家电网	1) 国电南瑞：主营电力设备业务；2) 平高电气：主营电力设备业务；3) 许继电气：主营电力设备业务；4) 置信电气：主营电力设备业务；5) 广宇发展：主营房地产业务；6) 明星电力：主营发电及输配电业务；7) 岷江水电：主营发电及售配电业务；8) 西昌电力：主营水电发电及输配电业务；9) 涪陵电力：主营发电及输配电业务；
中国石油集团	1) 中国石油：主营油气开发及销售；2) 昆仑能源：主营油气田勘探开发、天然气终端销售；3) 中油工程：主营油气工程建设；4) 中油资本：中国石油旗下综合金融服务商；

资料来源：国家电网，中国石油公司公告，华泰证券研究所

电新：国企改革增活力，竞争能力望提升

双百行动推出，电力设备行业涉及公司较多

国务院推行双百行动，选取央企及地方国资骨干企业，深入推进综合改革，希望借此打造一批治理结构科学完善、经营机制灵活高效、党的领导坚强有力、创新能力和市场竞争力显著提升的国企改革尖兵。我们认为双百行动涉及企业将有效改善经营治理结构，增加企业经营的灵活性和自主权，有利于上市公司管理效率和盈利能力提升。根据国务院披露的双百行动企业清单，电力设备与新能源行业共有国电南瑞、中国西电和东方电气三家上市公司进入国企改革清单。

图表26：电新板块涉及双百行动公司清单

所在细分版块	集团	公司	涉及上市公司
新能源动力电池	中国电子科技集团有限公司	中电力神有限公司	无
	国家能源投资有限公司	国电联合动力技术有限公司	无
电力设备	国家电网有限公司	南瑞集团有限公司	国电南瑞（600406.SH）
		国网电动汽车服务有限公司	无
		国网江苏综合能源服务有限公司	无
	中国南方电网有限责任公司	深圳供电局有限公司	无
		南方电网综合能源有限公司	无
		广东省输变电工程有限公司	无
	中国西电集团有限公司	西安西电电力系统有限公司	中国西电（601179.SH）
		西安西电开关电气有限公司	中国西电（601179.SH）
风电	中国东方电气集团有限公司	东方电气风电有限公司	东方电气（600875.SH）

资料来源：国务院，华泰证券研究所

混合所有制改革叠加股权激励，国家电网已推出改革十大举措

2018 年 12 月 25 日，国网召开《国家电网全面深化改革十大举措新闻发布会》，总结阶段性成果，提出以混合所有制改革为突破口，着力抓好 10 项重点工作，不断把全面深化改革向纵深推进。从阶段性成果来看，市场化和股权激励已经推出。从改革措施来看，国网围绕电改与混改两条主线，继续深化改革。十大举措中，在特高压直流工程领域引入社会资本（保险、产业基金、地方投资平台）、持续推进装备制造企业分板块整体上市（信通产业集团、山东电工电气尚未上市）、加快电动汽车公司混合所有制改革（第一步布局充电站）、开展信息通信产业混合所有制改革值得重点关注。

图表27：国网公司十大改革措施汇总

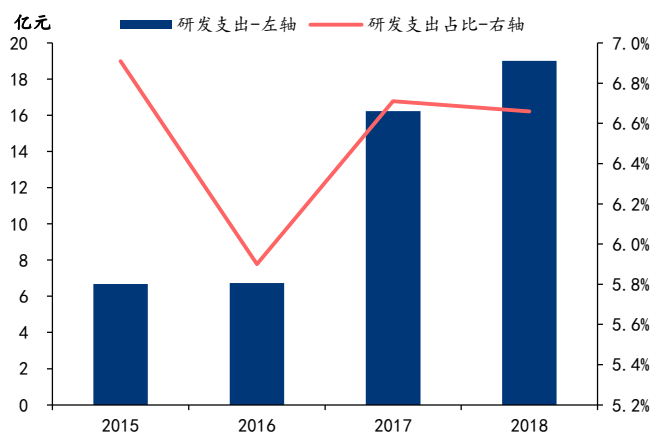
主线	措施	内容
电改	特高压直流工程引入社会资本	积极引入社会资本组建项目公司，投资运营新建特高压直流工程
	增量配电改革	落实并网服务责任，为依法规范获取配电网经营权的投资主体并网服务。支持社会资本参与增量配电试点，协商存量资产处置方式。优先与民营资本合作，平等参与试点项目竞争。
	交易机构股份制改造	完成北京电力交易中心股份制改造，落实省级电力交易机构股份制改造实施方案，探索股份制电力交易机构管理新机制
	能源服务开放合作	搭建更加开放、专业、规范的服务平台，与更多社会资本和专业能源服务企业共同合作。在综合能源服务相关项目领域，成立混合所有制公司，联合开拓市场。
	抽水蓄能投资合作	加大投资放开力度，欢迎有能力的地方资本参与电站项目的建设运营，推进抽水蓄能项目的有序开发。
	装备制造企业上市	引入研发创新、生产服务等有关企业和社会资本，推动我国装备制造产业转型升级。
混改	电动汽车公司混改	引入产业投资者，挖掘电动汽车服务价值，构建多方参与、开放共享、互利共赢的产业生态，提升电动汽车产业发展质量
	信息通信产业混改	信通产业拟在智能芯片、北斗位置服务等领域引入社会资本，推进优质资产上市，弥补产业短板。
	推进通航业务混改	拟引入一流的相关投资方，在通航运营、带电作业、电网基建施工等业务领域开展混合所有制改革。
	深化金融业务混改	联合社会投资人发起成立产业投资基金，发挥产业基金在产业链发展、科技成果转化、新兴业务拓展、混合所有制改革等方面的带动作用，积极推动实体经济高质量发展。

资料来源：国家电网，华泰证券研究所

国电南瑞：股权激励提振管理目标，深度绑定人才带动公司发展

国电南瑞重视研发，2018 年研发支出 19.01 亿元（资本化+费用化），占营业收入的 6.7%。根据 2018 年年报披露，当年研发人员数量为 2011 人，占员工总数的 28.43%。公司研发投入和研发人员占比均处于较高位置，国电南瑞于 2018 年 12 月推出股权激励计划，本次激励计划同样体现了公司对于研发人员的重视。本次激励计划涉及对象不超过 1000 人，具体包括公司高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员，我们认为激励计划有助于公司与核心人才的深度绑定，保障公司目前研发能力，促进公司未来科研实力发展。

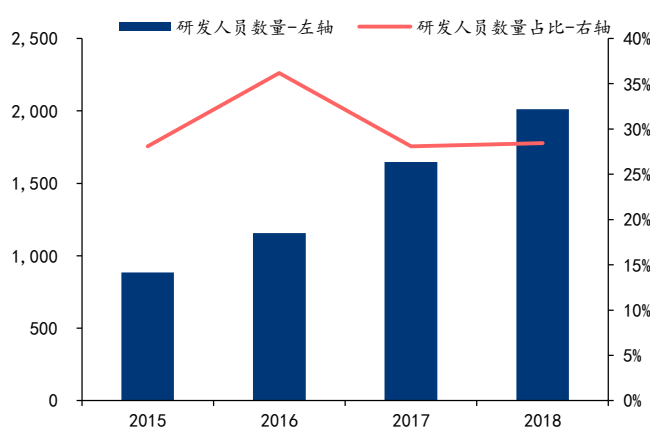
图表28： 国电南瑞研发支出及占营业收入比例



注：研发支出为资本化研发费用+费用化研发费用之和

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29： 国电南瑞研发人员及占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表30： 激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	获授权益占授予总量 比例	获授权益占公司股本总额 比例
杨志宏	总工程师	7	0.18%	0.00%
方飞龙	总会计师	7	0.18%	0.00%
	董事会秘书			
倪斌	副总经理	7	0.18%	0.00%
其他核心骨干员工 (不超过 997 人)		3949	99.47%	0.86%
合计		3970	100.00%	0.87%

资料来源：公司公告，华泰证券研究

关注盈利与成本费用控制，净利润或将进一步提升

本次股权激励关注公司的盈利和成本费用控制。计划在 2019-2022 年设立梯度的解锁条件，为公司设立目标。从盈利上看，除要求 ROE 和净利润复合增长率不低于同行业 75 分位公司外，2019-2022 年 ROE 分别不低于 13.2%，13.5%，13.8%，14.0%，净利润复合增长率较 2017 年不低于 11%。从成本控制来看，四年间成本费用占比低于 84.8%，84.78%，84.75%，84.73%。

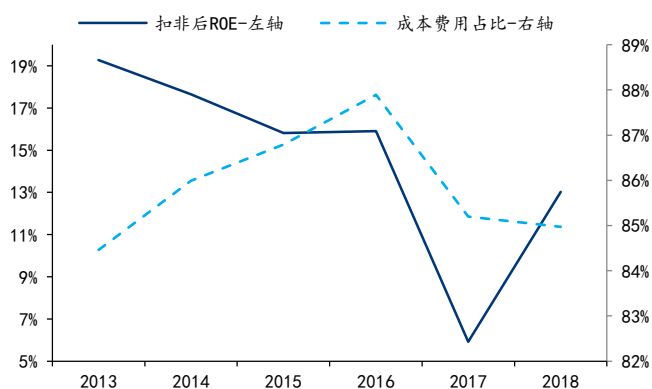
图表31： 国电南瑞解除限售期汇总

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1、2019 年净资产收益率不低于 13.2%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2、2019 年较 2017 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 3、2019 年成本费用占收入比重不高于 84.80%； 4、2019 年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 ΔEVA 大于 0。
第二个解除限售期	1、2020 年净资产收益率不低于 13.5%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2、2020 年较 2017 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 3、2020 年成本费用占收入比重不高于 84.78%； 4、2020 年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 ΔEVA 大于 0。
第三个解除限售期	1、2021 年净资产收益率不低于 13.8%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2、2021 年较 2017 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 3、2021 年成本费用占收入比重不高于 84.75%； 4、2021 年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 ΔEVA 大于 0。
第四个解除限售期	1、2022 年净资产收益率不低于 14%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 2、2022 年较 2017 年净利润复合增长率不低于 11%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平； 3、2022 年成本费用占收入比重不高于 84.73%； 4、2022 年完成南瑞集团下达的经济增加值目标，且 ΔEVA 大于 0。

注：净资产收益率为扣非后的加权平均净资产收益率，净利润为扣非归母净利润。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

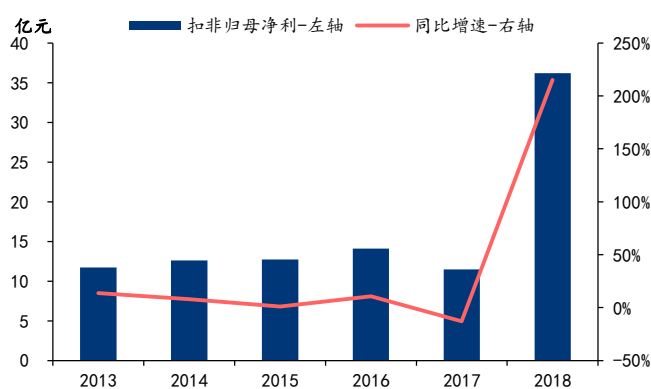
从指标上看，激励计划要求扣非后加权平均净资产收益率不低于 14%，公司 2017 年受资产重组影响，扣非 ROE（摊薄）波动较大，2016 年扣非 ROE（摊薄）15.9%，结合特高压重启带来的业绩弹性，我们认为公司有望达到盈利指标。从成本费用上看，2018 年总成本占收入比例为 84.97%，高于 2019 年解锁指标。我们认为这将促使公司加大成本管控力度，净利润或将进一步提升。

图表32： 扣非 ROE 与费用占收入比

注：扣非 ROE 取自 Wind 披露扣非 ROE(摊薄)口径

注：费用占收入比=总成本/总收入

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33： 扣非归母净利润

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

东方电气和西电尚未提出具体改革文件，期待后续具体制度落地

根据年报披露，东方电气将推进改革列为 2019 年重点推进工作之一，集中力量在改革重点领域取得突破，重点推进三项制度改革（干部人事制度改革、劳动用工制度改革、收入分配制度改革）。西电主要关注优化内部管理控制体系，未来将在西开电器和西电电力两个试点单位重点推进总体综合改革方案。

未来或重点推进简政放权、资产重组和人事灵活管理

根据国务院国有资产监督管理委员会披露，2019 年将有五项重点任务，我们认为未来电力设备行业也将以推行市场化，提高企业活力，提高企业盈利水平为主要方向。从具体实施方案上看，我们认为电新行业国有企业的混合所有制改革进程有望加快，国有经济或将通过战略性重组来优化资产配置，人事安排和激励政策也将更趋灵活，市场竞争力有望得到持续提升。

图表34： 2019 年国企改革的重点任务

措施	内容
提振活力	1.增强企业活力、激发企业家干事创业上来，要加快推进国资监管机构的职能转变，完善出资人监督的权力和责任清单，依法落实企业的法人财产权和经营自主权。 2.要创新监管的方式手段，全面建成国资国企在线监管系统，通过建立这个系统， 强化事中、事后监管，切实减少事前审批和核准事项。
权力下放	1.改组组建国有资本投资运营公司，要继续深化国有资本授权经营体制改革，建立授权调整机制， 探索将部分出资人的权力授予试点企业。 2.要推动国有资本投资运营公司的组织架构、管控模式的改革，进一步打造市场化运作的专业平台，在国有经济 战略性重组和布局结构 的优化当中发挥更大的作用。
加大混改	1.对主业处于竞争领域的商业类企业，要鼓励加大混合所有制的改革力度，进一步扩大重点领域的混改试点，要以混促改，加快转换企业经营机制，特别是在 完善公司治理、市场化选人用人、加强激励有效性 等方面取得实质性的进展。 2.探索中央企业集团层面的股权多样化，要积极探索有别于国有独资企业的公司治理和监管模式。
市场化经营	1.加快完善市场化经营机制，要深入推进中国特色现代国有企业制度的建设，把加强党的建设和完善公司治理统一起来，深化落实董事会职权，在授权、放权上取得看得见的进展。 2.开展三项制度改革的专项行动，推动完善 市场化选人用人的激励约束机制 ，在更大范围、更大力度地推行经理层的任期制和契约化。 3.加快建立职业经理人制度，要积极探索建立与市场接轨的 经理层的激励制度，差异化的薪酬体系。
综合性改革	1.把前期各项改革试点所积累形成的经验综合复制、推广，要增强改革的系统性、整体性、协同性，形成政策合力和综合效应。 2.把十项改革试点所积累的经验更多用在面上改革上，有效综合利用现有的政策包和工具箱，打造改革尖兵，发挥示范作用，推动各项改革的持续深化。 3.积极推进 东北地区综合改革试点 ，力争在增活力、提效率方面形成更多好的经验、做法，努力发挥国企改革在东北振兴中的龙头作用。

资料来源：国有资产监督管理委员会，华泰证券研究所

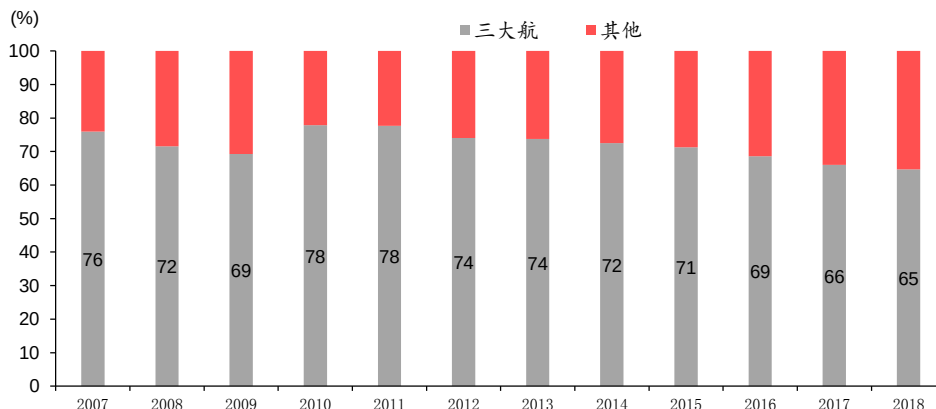
交运：关注航空、港口、航运、铁路四大领域

航空

对航空业而言，资源（航权、时刻、廊桥等）遵从祖父条款，基本永久归属持有人，属于管制市场（资源有限且稀缺，先发优势明显）。因行业盈利稳定性不高，受油价、汇率等因素影响而出现较大波动，行业兴起兼并收购浪潮，于 2010 年集中度触顶；后续因小公司增幅快于大公司，市场份额逐渐分散。但基于航线时刻资源稀缺，且分配采用永久制，历史悠久的三大航仍占据绝大部分优质资源，在竞争中具有绝对优势（2018 年三大航市场份额占比仍达 65%，据民航预飞行系统数据测算，2019 年夏航季三大航北上广深和前十大机场间对飞航班量占比分别高达 76%/69%）。展望未来 3-5 年，我们不认为航权、时刻资源会放开，也不认为市场准入会放开，因此手握稀缺资源的三大航仍有绝对的竞争优势，未来不排除继续兼并收购经营管理不善的小航司以实现规模扩张的可能。

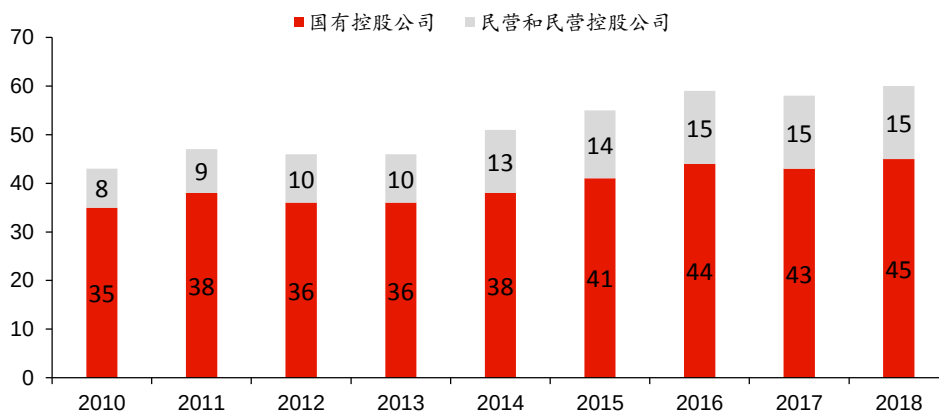
航空行业是国企改革七个子行业之一，近年来，三大航积极响应国家号召，推进股权多元化，寻求与海外航司的合作机会。中国国航于 2006 年就已完成和国泰航空的交叉持股，而南方航空也于 2017 年引入美国航空，实现股权多元化。2018 年 12 月 6 日，南方航空公告“为贯彻落实中共中央和国务院关于深化国有企业改革的有关要求，南航集团拟进行股权多元化改革”（南航集团是南方航空控股股东，直接及间接持有其 50.54% 股权），进一步明确公司股权多元化改革的决心。2019 年 1 月 2 日，卡塔尔航空收购南航约 5% 的股份，成为公司重要股东，未来 12 个月内或将进一步增持南航股份，以加强双方合作。三大航通过引进海外航司等战略投资者，实现股权多元化，深化资本合作的同时积极开展代码共享、联运协议、航线合作等一系列商务合作，以增强其在国内外市场的竞争力。

图表35： 2007-2018 年三大航市占率变化图（ASK 口径）



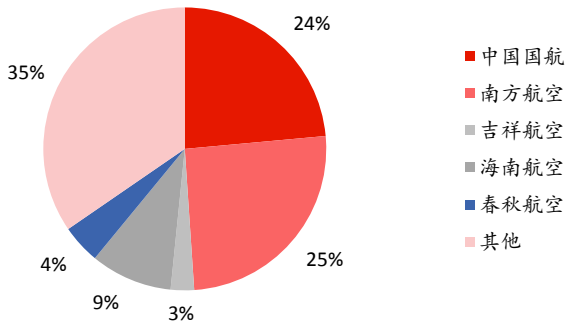
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表36： 中国航空公司数量变化图（2010-2018）



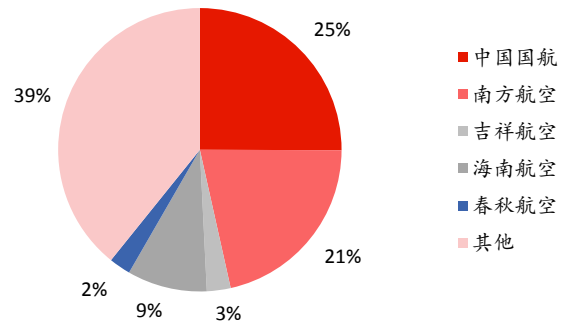
资料来源：CAAC、华泰证券研究所

图表37：北上广深间对飞航班量份额（2019 年夏航季）



资料来源：民航预飞行系统、华泰证券研究所

图表38：前十大机场间对飞航班量份额（2019 年夏航季）



资料来源：民航预飞行系统、华泰证券研究所

港口

行业产能过剩、竞争激烈，相邻区域内港口公司存在资源整合诉求，以优化资源配置，提高码头资源利用率，提升港口盈利能力。浙江和江苏已基本完成省内港口整合；山东、广东、辽宁等港口整合正稳步推进。其中，北部湾港及秦港股份被纳入国企改革“双百行动”名单。2018 年 12 月 1 日，秦港股份公布《关于控股子公司之间吸收合并的公告》（沧州渤海港务和沧州黄骅港矿石港务有限公司）；2019 年 2 月 26 日北部湾港发布公告，公司拟回购股份（约占公司总股本的 1.84%）用于股权激励、员工持股计划、转换上市公司发行的可转换债券等用途。

航运

集运属于全球运输市场，为国际寡头垄断格局。截止 2019 年 4 月，行业运力规模 CR4 已高达 56.3%，虽然行业产能过剩，但国内集运公司已于 2016 年经历资产重组，中远海控是中国境内唯一一家跨远洋集运公司，不存在境内进一步整合可能。国际市场方面，集运公司有望通过境外兼并收购，进一步提升行业集中度。油运行业为国际竞争格局为主，中远海能油轮运力全球第一，招商轮船 VLCC 船队运力全球第一。国内两大油运公司格局相对稳定，进一步兼并重组机率较小。中远海运集团在 2016 年完成重大资产重组，集团旗下各上市公司各自专注细分领域，进一步兼并重组机率较低。

铁路

2018 年 12 月，中央经济工作会议提出加快推进中国铁路总公司股份制改造。在此之前，铁总已陆续完成：1) 18 个铁路局完成公司制改造；2) 动车组 Wifi 平台公司的股权混改引入腾讯与吉利；3) 中铁快运与顺丰成立合资公司。2019 年两会期间，中国铁路总公司董事长陆东福表示，将积极推动铁路资产资本化、股权证券化、混合所有制改革。其中，1) 京沪高铁上市工作持续推进，监管部门正在组织辅导验收；2) 中铁特货公司成功转让 15% 股权引入社会资本，上市准备工作已启动；3) 铁路科技型企业的科创板股改上市方案在加快研究推进。

家电：国企改革有望提升国企市场化竞争力与经营效率

家电行业属于充分竞争行业，自改革开放以来，经过多年的发展，家电行业从最初技术引进、代工贴牌，到创立品牌、提升创新能力，内资品牌在众多细分领域中已经形成寡头垄断格局。

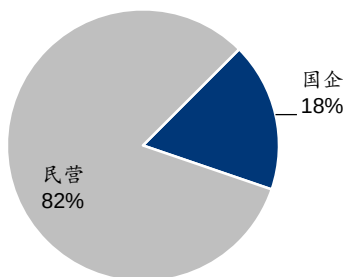
在家电行业的发展过程中，企业发展与国企改革紧密相连，例如改革开放最前沿的珠三角区域尤为突出。国企改革的目标正是为了解决国企长期稳定发展的核心问题，国内家电企业通过海外技术的引进与吸收，在制造能力、技术能力上已经建立起相对优势，但是体制机制的不健全，一定程度影响了市场化竞争，机制协同、管理灵活性、经营效率成为国企的短板。

回顾家电板块国有企业改革历史，改革带来的不仅仅是企业经营效率的提升，同时也是理顺企业治理结构、优化经营者的激励机制、强化主业的市场化竞争力的契机，我们认为家电作为充分竞争行业，改革有望继续率先推进，同时有望提升和改善经营效率。

家电领域民营企业占比较高，整体民营企业盈利能力及运营效率更高

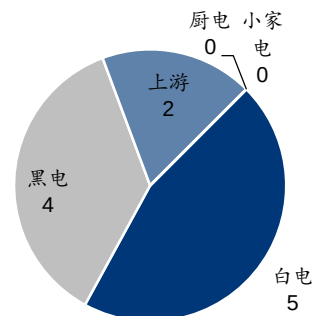
家电板块（申万板块）民营企业占主导，市场化竞争充分，盈利能力整体民企有优势。梳理家电板块（申万板块）62 家上市公司，截止 2019 年 5 月底，其中大股东为国资背景企业有 11 家，民营或外资背景企业有 51 家。其中，分细分行业来看，白电、黑电、上游企业中大股东为国资背景的分别有 5 家、4 家、2 家。

图表39： 截止 2019 年 5 月，家电企业中民营企业超过 8 成



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表40： 截止 2019 年 5 月，白电中依然有较多为国企背景（单位：家）

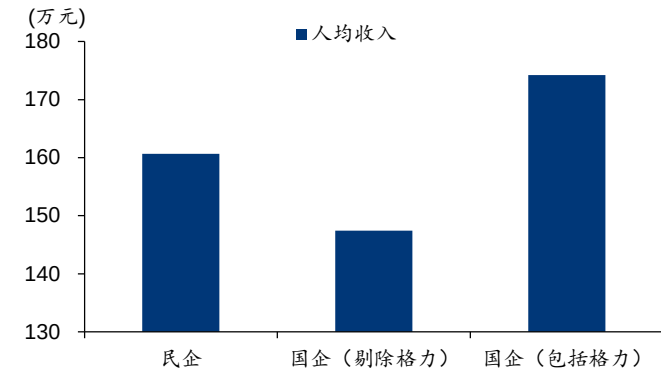


资料来源：Wind、华泰证券研究所

国企家电企业中，格力电器已经通过多年的充分竞争，形成较为完善的管理体制和激励机制，市场竞争力较强，在各项指标中均居于行业前列，但除格力电器之外的国企家电企业在市场竞争能力、人均产出、经营效率优势并不明显。

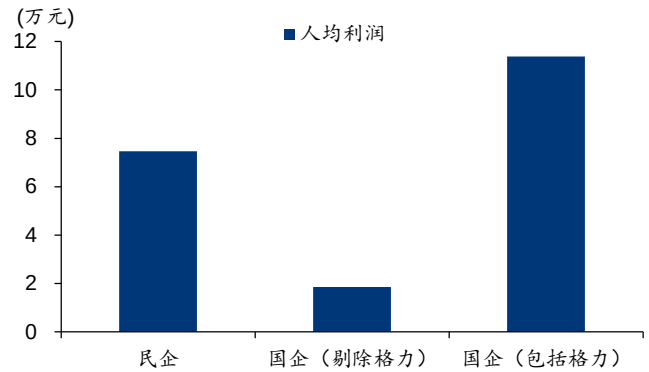
民营家电企业在体制机制上具备一定的优势，整体上治理结构更为清晰、激励机制更为灵活，鼓励经营者发挥主观能动性，因此整体上民营家电企业市场化竞争能力更强、人均产出和盈利能力也有更优的表现。

图表41: 民营家电企业整体人均收入更高(2018 年年报数据)



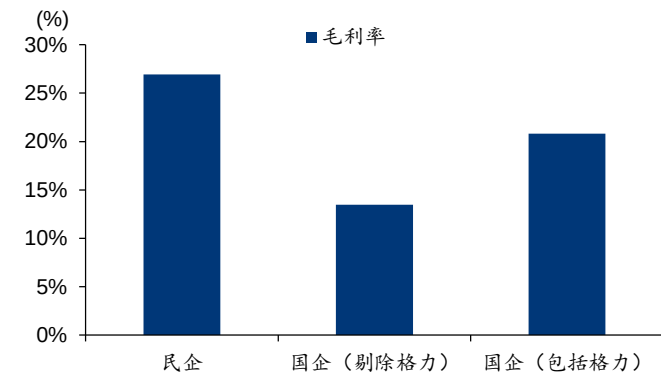
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表42: 白民营家电企业整体人均利润更高(2018 年年报数据)



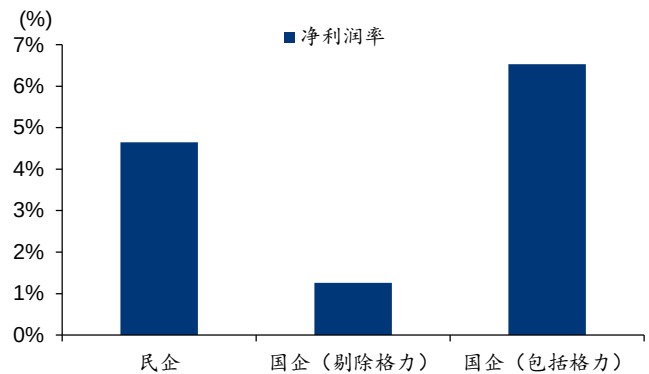
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表43: 民营家电企业平均毛利率更高(2018 年年报数据)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表44: 白民营家电企业平均净利率更高(2018 年年报数据)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

家电国企改革路径以股权激励、引入战略投资者为主

回顾家电板块国企改革路径,股权激励计划、引入外部资本是最为常见的方式。同时,针对部分特殊时期的国有资产,也采取过资产重组等手段改变企业所有制、提升企业竞争力。

- 1) **管理层股权激励:** 优化激励机制,提升企业经营成果与员工报酬的一致性,调动管理层及员工积极性,提升企业经营活力与市场化竞争力。
- 2) **引入外部资本:** 股权分置改革,提升国有资本的流动性,同时强化同股同权。引入外部资本,进行混合所有制改革,优化股权结构,调整治理机构,建立更为现代的企业制度。
- 3) **资产重组:** 整合上市公司资产(资金、资产、专利、品牌等),改革公司内原有管理及营销体系问题,优化管理效率、提升市场化竞争力。

图表45: 部分家电企业国企改革路径

	时间	主要措施
格力电器	2006 年	主动进行股权分置改革及管理层股权激励
	2007 年	主动引入经销商持股
	2019 年	大股东拟转让 15% 股权
TCL 集团	1997 年	主动采取国有资产授权经营试点及奖励计划
	2014 年	主动引入战略投资者
	2015 年	主动股权激励
小天鹅	2003 年	经营亏损,被动接受国企改革,进行资产重组
	2008 年	大股东转让股权,公司进入美的集团体系

资料来源: 公司官网、公司公告、华泰证券研究所

格力电器：股权分置改革与管理层股权激励，提升经营效率

格力电器大股东格力集团转让 15% 股权事项持续推进，公司混合所有制改革再次加速。公司上次大规模股权调整是在 2006-2007 年，分别进行了股权分置改革（同时承诺管理层股权激励事项）和引入经销商持股平台。截止 2019 年一季报的持股情况来看，格力电器虽然有国企大股东背景，但是经营层面稳定（前期为朱江洪董事长，目前为董明珠董事长），管理、运营效率自 2006 年以来持续提升。

考虑到格力电器目前：

- 1) 珠海国资委股东价值或与格力电器在行业以及全球地位并不契合，进一步助力较小。
- 2) 格力电器作为行业龙头，管理层与渠道团队搭建完善程度较高，新股东能带来的成熟资源拓展，或有助于管理运营效率的进一步提升，以及全球化发展的加速。
- 3) 此次股权转让的阻力相对较小的原因，或由于国有股权占比相对较低，可执行性较强。
- 4) 珠海国资委通过减持格力电器股权有望获得较大金额的一次性资本收益，格力电器引入外部股东或能提升业务协同，最后有望形成双赢局面。

股权分置改革（股权激励）与引入经销商持股并举，改革后持续提升经营精细化程度

格力电器自股权分置改革后，盈利能力获得持续提升。格力电器于 1996 年上市，上市后 10 年中大股东格力集团都没有大规模的主动进行减持。

2006 年股权分置改革是公司经营效率提升的分界岭，实现大股东与管理层的双赢格局。

一方面，管理层激励计划出台，管理层利益与股东利益更为一致，更有利于格力电器长期可持续发展。在股改中从格力集团所持股份中划出 2139 万股的股份用于格力电器管理层股权激励计划，根据股权激励业绩考核要求，格力电器在 2005、2006、2007 年净利润达到承诺数值，格力集团将按当年年底经审计的每股净资产值作为出售价格，相应的向公司管理层分三次出售 2139 万股的股份（股份数根据公司分红派股情况调整）。另一方面，股权分置改革后，大股东所持股权可以逐步流通交易，也能够通过减持方式更好分享格力电器成长带来的资本增值收益。

图表46： 格力集团对格力电器持股比例变化

时间	持股比例	变化	原因
1996/11/28	60.00%		格力电器上市
1998/4/30	55.35%	-4.65pcts	每 10 股配 3 股，大股东放弃配股
2000/9/4	50.28%	-5.07pcts	每 10 股配 3 股，大股东放弃配股
2006/3/8	41.06%	-9.22pcts	股权分置改革
2006/6/30	42.16%	+1.1pcts	格力集团与格力房产签署的协议，由格力房产代 为垫付部分股权分置股份
2006/7/4	40.84%	-1.32pcts	股权激励，向格力管理层共计转让 713 万股
2007/3/6	39.74%	-1.1pcts	支付格力房产股权分置垫付股份
2007/5/16	29.74%	-10pcts	引入经销商持股平台，转让 10% 股权
2007/6/11	28.58%	-1.16pcts	减持
2007/9/10	27.17%	-1.41pcts	减持
2007/12/18	25.44%	-1.73pcts	减持
2007/12/21	24.96%	-0.48pcts	减持
2007/12/25	23.86%	-1.1pcts	减持
2007/12/27	22.58%	-1.28pcts	股权激励，向管理层转让 1069.5 万股（根据派股 调整）
2009/2/12	21.30%	-1.28pcts	股权激励，向管理层转让 1604.25 万股（根据派 股调整）
2009/11/20	20.90%	-0.4pcts	减持
2009/12/21	20.27%	-0.63pcts	减持
2009/12/25	20.00%	-0.27pcts	减持
2009/12/31	19.45%	-0.55pcts	减持
2012/1/30	18.22%	-1.23pcts	减持
2012/1/30-至今	18.22%		

资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

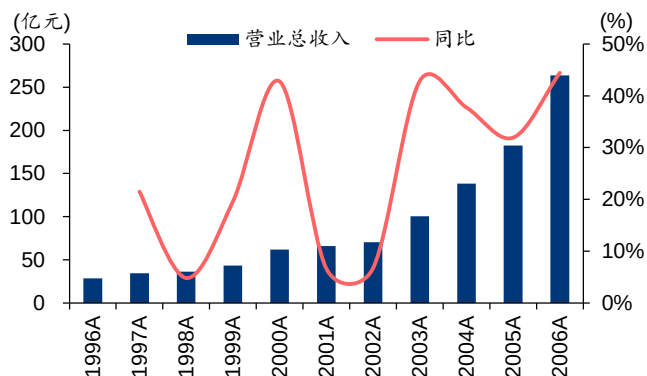
图表47： 格力集团在 2007 年、2009 年有较大规模主动减持



资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

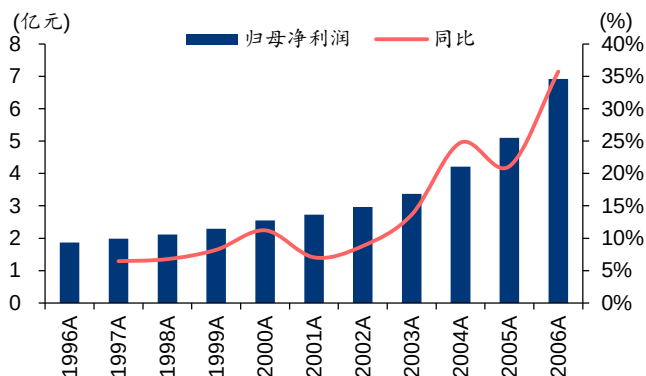
股权分置改革前，公司收入及利润规模均有显著提升，已经成为中国空调行业的领导品牌，但经营效率提升较小，盈利能力有所弱化。从上市到截止股权分置改革当年（2006 年），格力电器实现营业总收入 263.58 亿元，为 1996 年的 9.3 倍，实现归母净利润 6.92 亿元，为 1996 年的 3.7 倍，同时 2006 年格力电器 ROE 为 21.9%，仍处于缓慢回升中，而盈利能力（毛利率及净利润率）持续下滑。

图表48： 格力电器股权分置改革前，2006 年收入为 1996 年的 9.3 倍



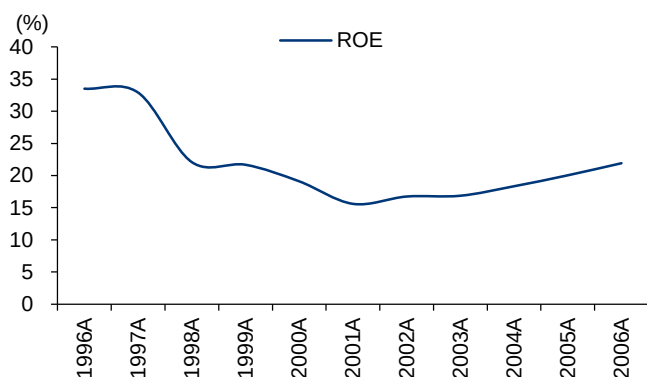
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表49： 格力电器股权分置改革前，2006 年净利润为 1996 年的 3.7 倍



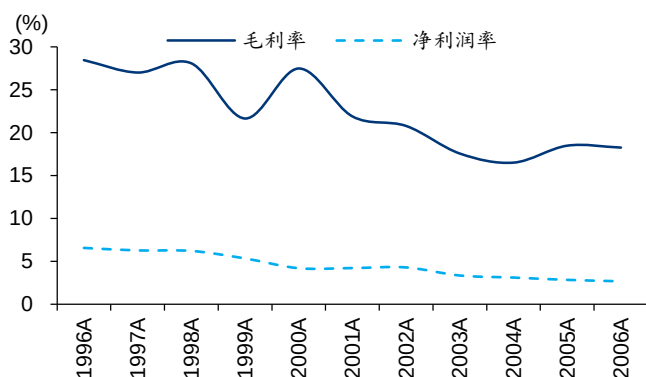
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表50： 格力电器股权分置改革前，格力电器 ROE 触底回升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

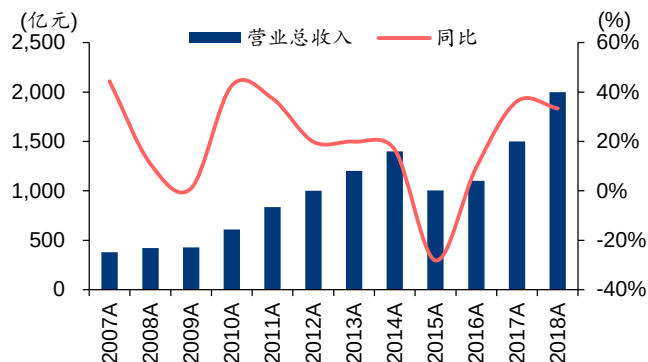
图表51： 格力电器股权分置改革前，毛利率及净利润率趋势下行



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

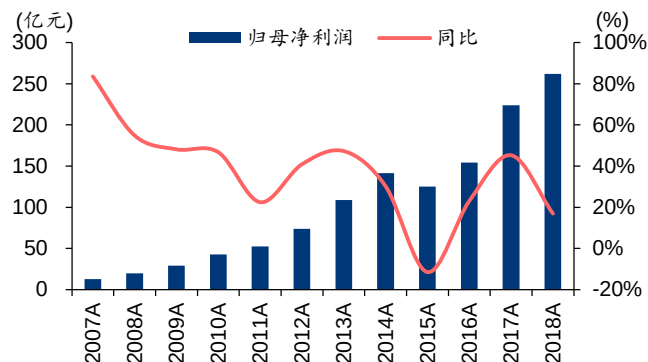
以股权分置改革为公司经营效率提升的分界岭。一方面，管理层通过股权激励计划，能够更大程度分享公司成长的回报，解决国企内部激励不足问题，员工积极性提升。另一方面，2007 年引入了经销商持股，强化了与经销商渠道之间的利益协同，为上市公司获得了更多的外部渠道资源支持。

图表52： 格力电器股权分置改革后，2018 年收入为 2007 年的 7.6 倍



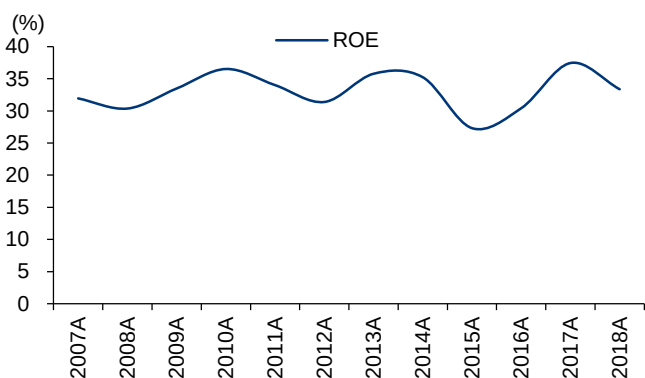
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表53： 格力电器股权分置改革后，2018 年净利润为 2007 年的 20.6 倍



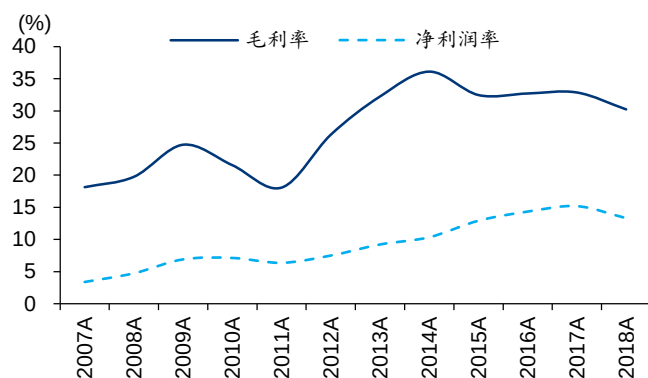
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表54： 格力电器股权分置改革后，格力电器 ROE 提升到 30%左右



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表55： 格力电器股权分置改革后，毛利率及净利润率趋势上行



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

截止 2019 年一季报，格力集团依然持有格力电器 18.22% 股权，我们认为大股东股权流转有望为上市公司平台引入外部资本与战略投资者，进一步的改革或能提升上市公司的业务成长空间，提升综合竞争力。

图表56： 截止 2019/3/31，格力电器前十大股东情况

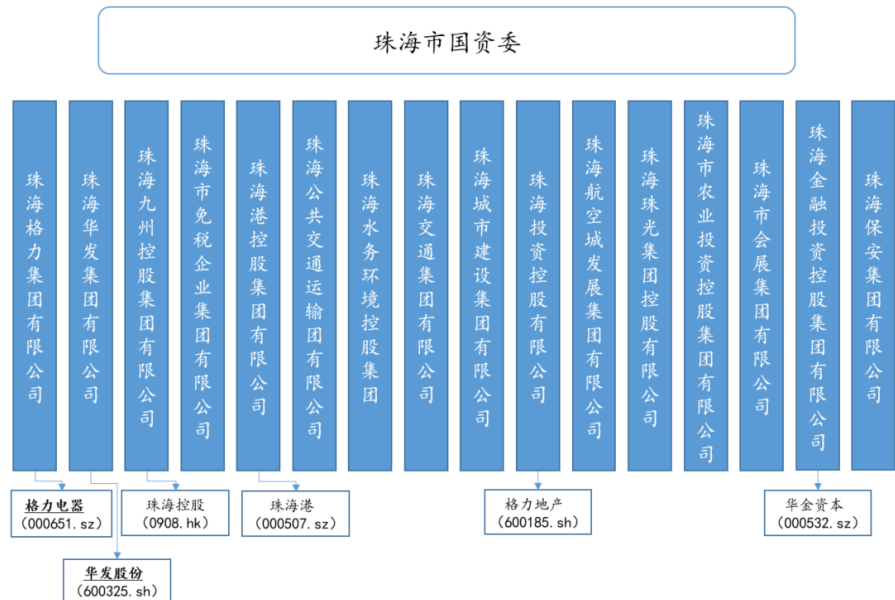
排名	股东名称	占总股本比例(%)	持股数量(股)
1	珠海格力集团有限公司	18.22	1,096,255,624
2	香港中央结算有限公司(陆股通)	11.64	699,933,312
3	河北京海担保投资有限公司	8.91	536,022,233
4	中国证券金融股份有限公司	2.99	179,870,800
5	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	1.92	115,585,298
6	中央汇金资产管理有限责任公司	1.40	84,483,000
7	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	1.01	60,859,433
8	董明珠	0.74	44,488,492
9	高瓴资本管理有限公司-HCM 中国基金	0.72	43,396,407
10	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	0.65	39,334,862
合计		48.20	2,900,229,461

资料来源：Wind、华泰证券研究所

大股东隶属珠海国资委，转让股权获取一次性资本收益，实现双赢

格力电器大股东减持，有望获得较大金额的一次性资本收益，有望形成大股东与上市公司的双赢局面。截止 2018 年 12 月末，珠海市属国企共有 16 家，其中贡献营业收入和净利润最大的为格力电器。根据珠海市政府披露信息，2017 年市属国企实现营业收入 2152.08 亿元，实现净利润 269.44 亿元。对比格力电器 2017 年报，格力电器贡献了珠海市属国企 69.7% 的收入和 83.1% 的净利润。

图表57： 珠海市国资委下属企业中，以格力电器贡献收入和净利润规模较大



资料来源：珠海国资委网站、华泰证券研究所

1996 年-2018 年，格力电器累计向格力集团现金分红金额为 104.69 亿元，2018 年（年报及中报）上缴分红为 23.02 亿元。考虑到上市公司通过分红方式实现利润的上缴，目前格力电器贡献分红收益对比预期资本收益率明显较低，大股东转让格力电器股权能获取更充足的资金，上市公司通过引入外部资本也有望提升业务成长性，提升综合竞争力。

图表58： 格力电器上市以来每股分红，及格力集团获得分红金额

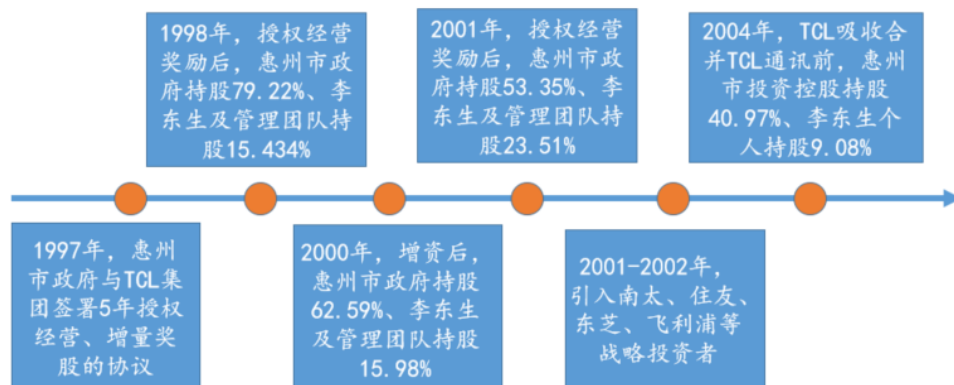
	2018	2018	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
	年报	中报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	中报
每股分红（元）	1.5	0.6	1.8	1.5	3	1.5	1	0.5	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4	0.38	0.33	0.32	0.3	0.4	0.4	0.4	1
格力集团获得分红金额（亿元）	16.44	6.58	19.73	16.44	16.44	8.22	5.48	2.74	1.64	1.83	0.85	0.57	1.08	1.03	0.89	0.86	0.81	0.72	0.72	0.72	0.9

资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

TCL 集团：主动探寻混合所有制改革，提升经营者与股东利益的一致性

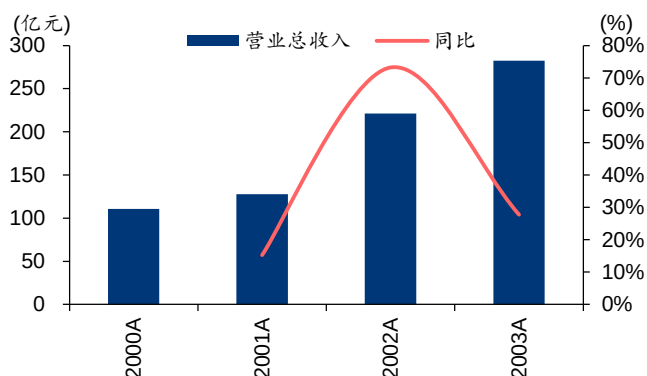
TCL 集团通过上市前授权经营试点并安排股权激励，优化股权结构，为家电企业国改提供路径参考。TCL 集团前身为 1981 年成立的全民所有制企业惠州地区电子工业公司，主要业务为经营进口电子产品、相关业务生产资料、机电配套产品等。1994 年变更为 TCL 集团后，惠州市政府于 1997 年开始实施国有资产授权经营试点及奖励计划，并于 2004 年上市。

TCL 集团的发展过程中，惠州市政府持续授权 TCL 集团核心管理团队经营管理，对管理层持续保持信心，上市公司整体经营虽然也受到通讯及家电行业周期的影响，但都保持了较强的战略执行力，收入及净利润规模较上市前有明显增长。上市后惠州市政府也通过持股平台惠州市投资控股的减持，分享了 TCL 集团成长以来的资本增值红利。

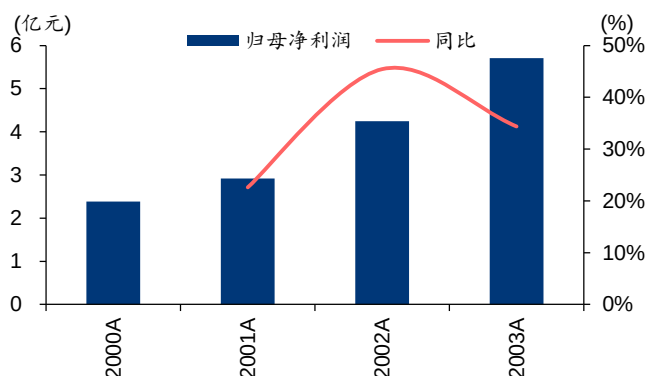
图表59： TCL 集团上市前改制路径

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

TCL 集团在上市前改制过程中，惠州市政府通过明确国有资产授权考核指标，并分年度根据国有资产的增值情况，对管理层进行奖励。1997-2001 年的 5 年授权考核期间，TCL 集团国有经营性资产增值率分别达到 63.75%、80.43%、63.25%、56.24%、24.35%，通过授权经营奖励，不但 TCL 集团整体资产规模实现增值提升，同时与管理层分享成长红利，将 TCL 集团业务带入高速发展轨道，2000-2003 期间，上市前收入及净利润增速 CAGR 分别为 36.6%、33.8%。

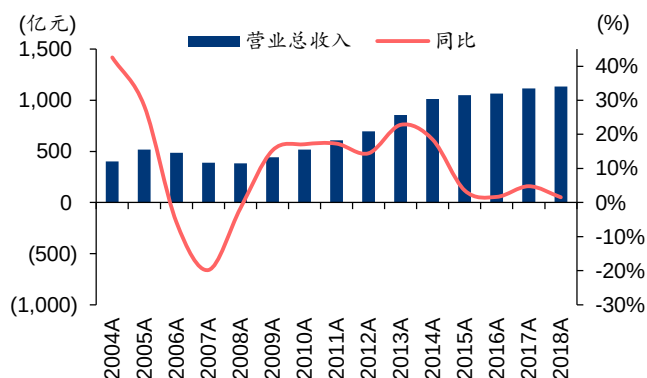
图表60： 授权经营为 TCL 集团上市前收入成长打造了基础

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

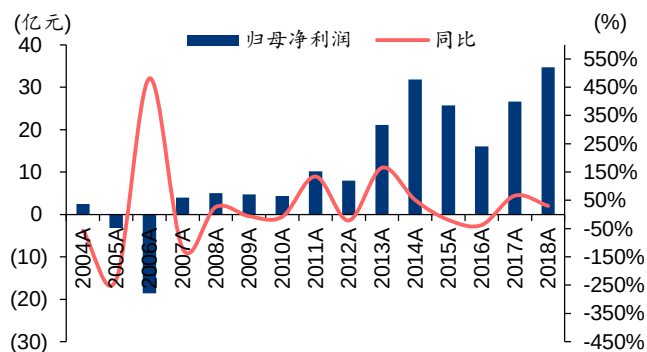
图表61： 授权经营也为 TCL 集团盈利能力提升打好了基础

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

上市后，公司经营虽然也受到通讯行业及家电行业行业发展周期的影响，但整体战略执行力度较强，实现了收入规模的较大提升和净利润规模的增长。

图表62： TCL 集团上市后收入虽有波动，整体规模提升明显

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表63： TCL 集团上市后净利润随着产业周期波动

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

上市后核心管理层持续通过认购增发及二级市场增持，提升持股比例

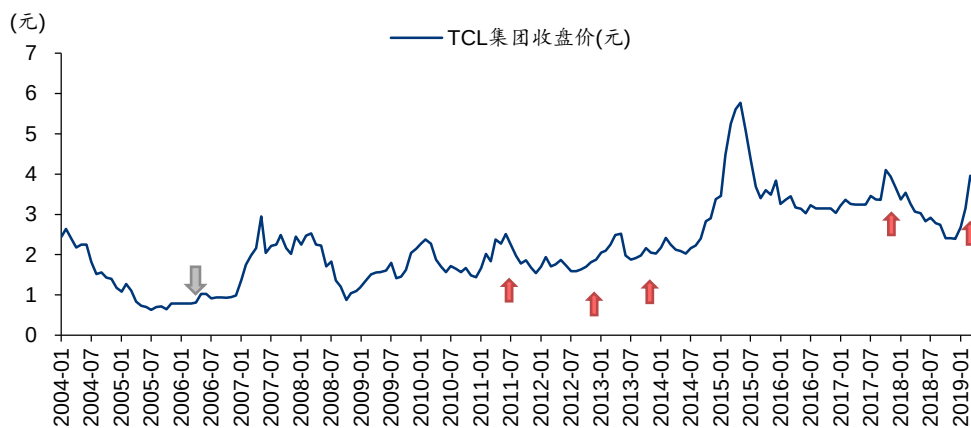
国资减持、管理层增持，完成控股权迭代。TCL 集团 2004 年发行新股和吸收合并 TCL 通讯 (000542.SZ, 已退市)，实现整体上市。在上市后，惠州市政府在 TCL 集团的持股比例从 40.97% 不断减持下降，到 2019 年 4 月，已经降至 6.48%。

图表64： 惠州市投资控股对 TCL 集团持股比例变化

时间	持股比例	变化	原因
2003/12/31	40.97%		
2004/01/30	25.22%	-15.75 pct	吸收合并上市
2006/04/18	15.22%	-10.00 pct	股权分置改革，转让股权
2006/04/20	12.84%	-2.38 pct	股权分置改革
2007/12/31	12.70%	-0.10 pct	
2009/04/21	11.19%	-1.51 pct	TCL 集团非公开发行股份，未认购
2010/12/31	9.80%	-1.39 pct	TCL 集团非公开发行股份，认购部分
2014/5/13	8.79%	-1.01 pct	TCL 集团非公开发行股份，未认购
2015/2/26	7.20%	-1.59 pct	股权激励及非公开发行，未认购
2017/12/26	6.50%	-0.69 pct	发行股份购买资产新增股份，未认购
2018/12/31-至今	6.48%		

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表65： 惠州市政府仅在 2006 年股权分置改革中主动减持，李东生先生逐步增持 TCL 集团股份



资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

李东生多次增持并参与 TCL 增发认购，截止 2019 年 4 月 29 日，李东生与一致行动人东兴华瑞、九天联成共同持有上市公司股权比例达到 11.95%。

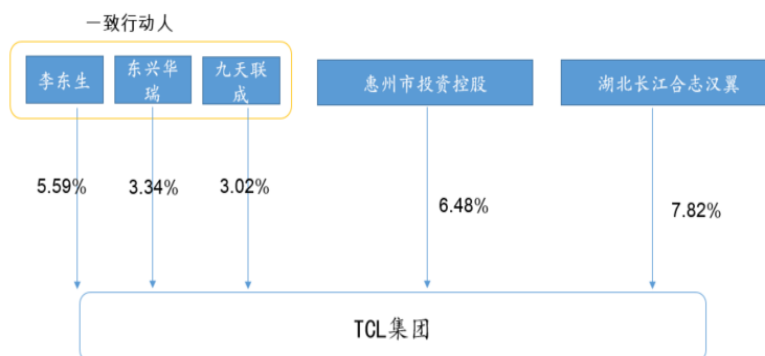
图表66： 李东生先生对 TCL 集团持股比例变化

时间	持股比例	变化	原因
2003/12/31	9.08%		
2004/01/30	5.59%	-3.49 pct	吸收合并上市
2006/12/31	4.72%	-0.87 pct	股权分置改革
2007/12/31	3.77%	-0.95 pct	
2009/04/21	5.47%	+1.70 pct	TCL 集团非公开发行股份，部分认购
2010/12/31	5.50%	+0.03 pct	TCL 集团非公开发行股份，部分认购
2011/6/24	5.42%	-0.08 pct	主动增持
2012/12/31	5.84%	+0.42 pct	主动增持
2013/12/31	6.00%	+0.16 pct	主动增持
2014/5/13	6.75%	+0.75 pct	TCL 集团非公开发行股份，部分认购
2015/2/26	5.23%	-1.52 pct	股权激励及非公开发行，部分认购
2017/12/31	4.72%	-0.51 pct	发行股份购买资产新增股份，部分认购
2018/12/31	4.76%	+0.04 pct	主动增持
2019/4/29	5.59%	+0.68 pct	主动增持

资料来源：Wind、华泰证券研究所

高管团队持续增持，目前李东生及其一致行动人东兴华瑞、九天联成已经成为第一大股东。

图表67： 截止 2019/4/29，TCL 集团股权结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表68： 截止 2019/4/29，TCL 集团前十大股东情况

排名	股东名称	占总股本比例(%)	持股数量(股)
1	湖北省长江合志汉翼股权投资基金合伙企业(有限合伙)	6.57	890,576,845
2	惠州市投资控股有限公司	6.48	878,419,747
3	李东生	5.59	757,748,488
4	北京紫光通信科技集团有限公司	3.49	472,768,900
5	新疆东兴华瑞股权投资合伙企业(有限合伙)	3.34	452,660,287
6	新疆九天联成股权投资合伙企业(有限合伙)	3.02	408,899,521
7	中国证券金融股份有限公司	2.75	373,231,553
8	国开创新资本投资有限责任公司	1.84	249,985,219
9	广东省广新控股集团有限公司	1.52	206,456,500
10	中央汇金资产管理有限责任公司	1.09	147,760,683
合 计		35.69	4,838,507,743

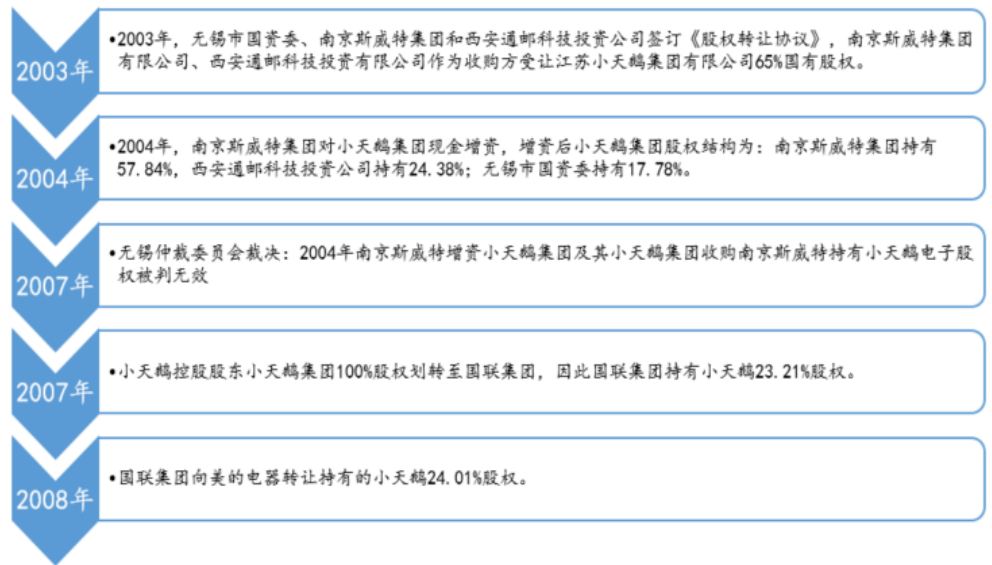
资料来源：Wind、华泰证券研究所

小天鹅：在亏损中被动改革，控股权几经波折

小天鹅由于自身经营情况恶化，被动接受国企改革命运，控股权变化面临更大波折。小天鹅 2002 年归母净利润亏损超过 4 亿元，无锡市推动小天鹅改制，期间经历民企重组小天鹅失败，公司重新收归国有，到最后由美的入主，终于融入美的集团体系，企业发展终于逐步步入正轨。

小天鹅在公司经营低谷期寻求改制重组，企业内部经营管理稳定性受到持续影响。后续美的电器入主小天鹅，两者均为家电主业，业务具备协同提效的基础，同时美的通过注入洗衣机相关资产，实现资产使用质量的提升。

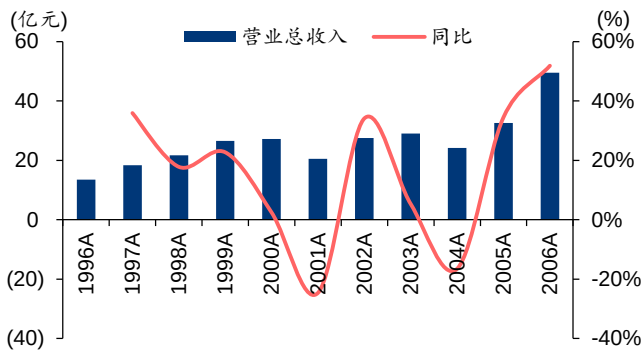
图表69：小天鹅国企改革面临多次波折



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

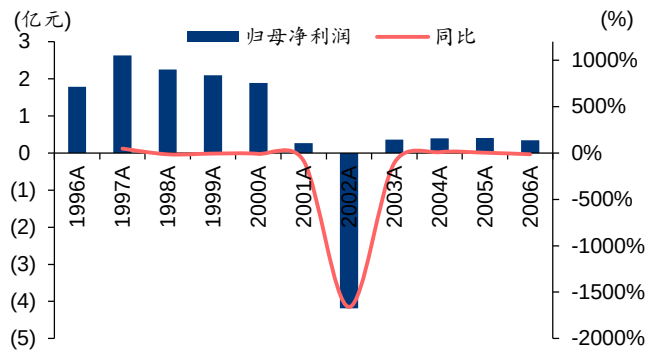
面临经营压力，经营大起大落重新找方向。小天鹅重组中，新入股大股东南京斯威特与小天鹅主业差异较大，难以实现业务协同，且南京斯威特采用较为激进的方式拓展业务，甚至占用上市公司资金，严重影响了小天鹅的正常经营和发展。2002-2006年期间，小天鹅经营稳定性受到明显影响，收入规模虽然有所提升，但管理的不稳定使盈利能力受到持续削弱，净利润表现均较差。

图表70：小天鹅改制重组期间，收入规模增长较为缓慢



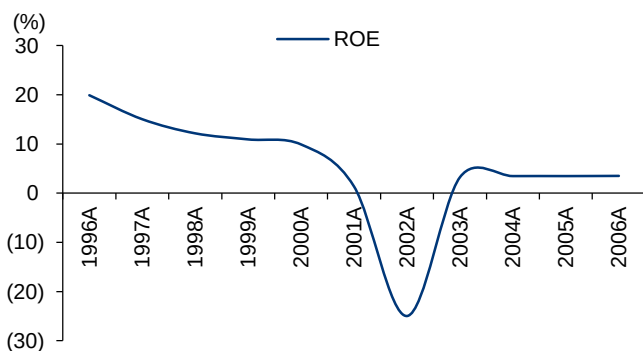
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表71：小天鹅改制重组期间归母净利润没有明显改善



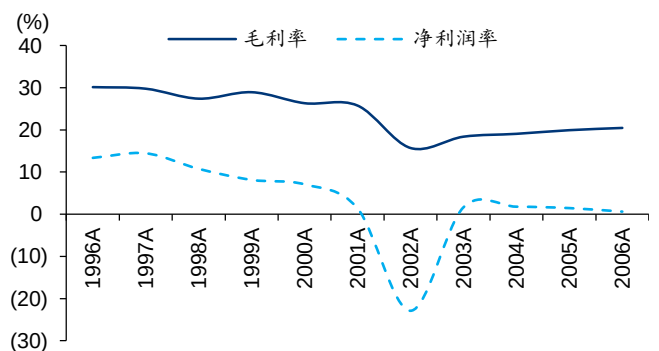
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表72：小天鹅改制重组期间，ROE有较明显下降



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表73：小天鹅改制重组期间，收入规模增长停滞

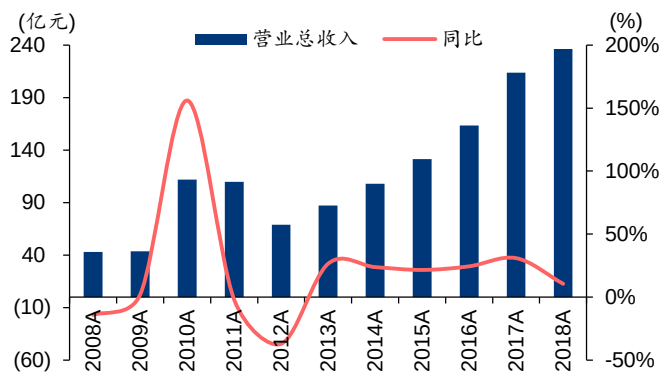


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

美的成为控股股东后，小天鹅调整经营管理，恢复规模增长

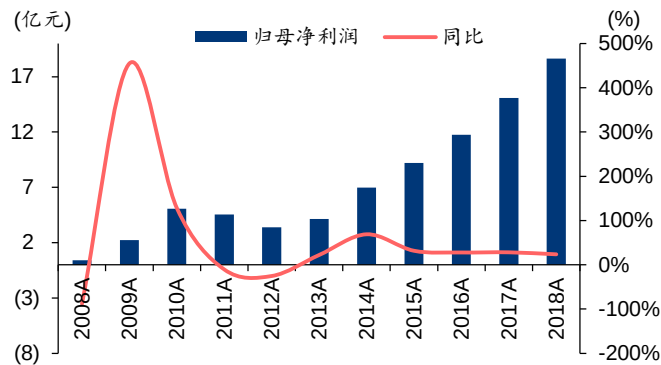
经营逐步稳定，业务盈利能力不断得到释放。美的电器 2008 年成为小天鹅大股东后，2018 年小天鹅实现营业总收入 236.37 亿元，为 2008 年的 5.5 倍，实现归母净利润 18.62 亿元，为 2008 年的 46.5 倍。

图表 74：美的成为小天鹅控股股东后，经营调整、收入规模重获增长



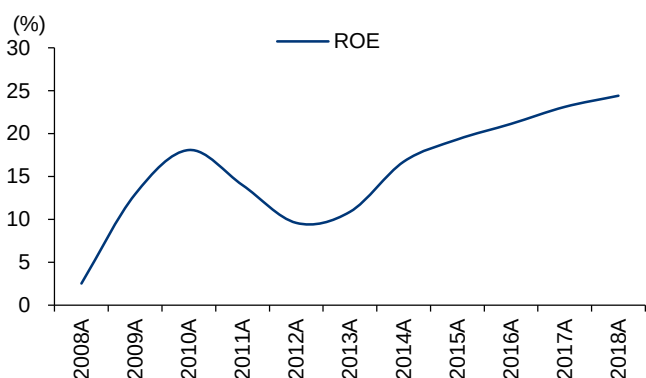
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 75：美的成为小天鹅控股股东后，利润规模大幅改善



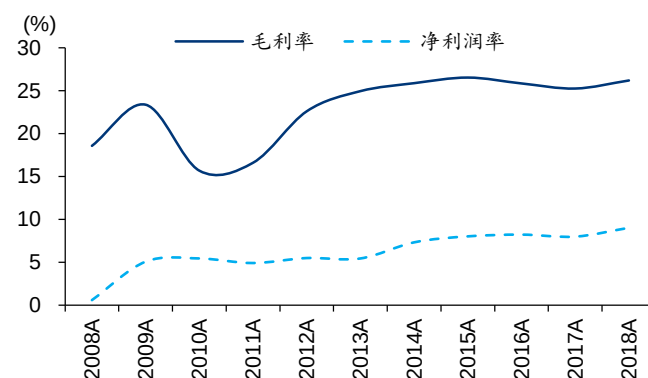
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 76：美的成为小天鹅控股股东后，ROE 逐步提升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 77：美的成为小天鹅控股股东后，协同提效、盈利明显改善

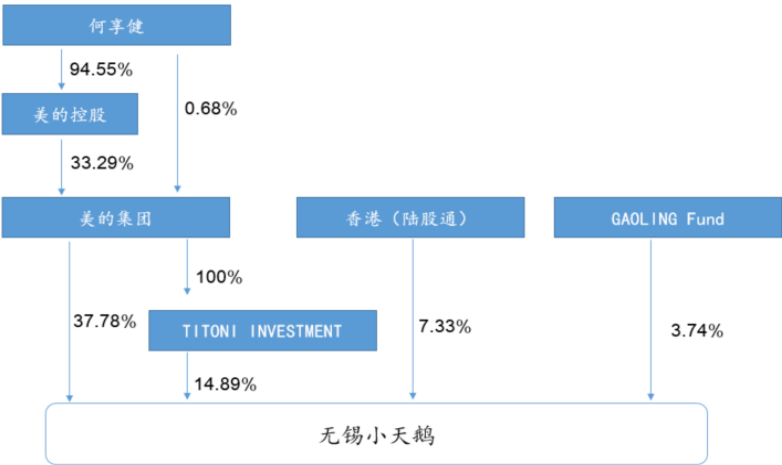


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

小天鹅进一步融入美的集团，换股吸收合并或将带小天鹅品牌进入新发展期。美的入主小天鹅后，持续增强在小天鹅中持股比例（截止 2019/3/31，美的集团直接或间接持有小天鹅 52.67% 的股权）。

通过吸收合并，一方面能够加强集团内部协同，进一步在研发、销售等方面实现资源整合与利用，减少重复支出，提升集团整体竞争力；另一方面，对于小天鹅来说能够借助集团力量向洗衣机外的品类及高端品牌等方向进行拓展，将品牌力进一步拓展，小天鹅品牌的发展有望进入新阶段。

图表78： 截止 2019/3/31，小天鹅股权结构

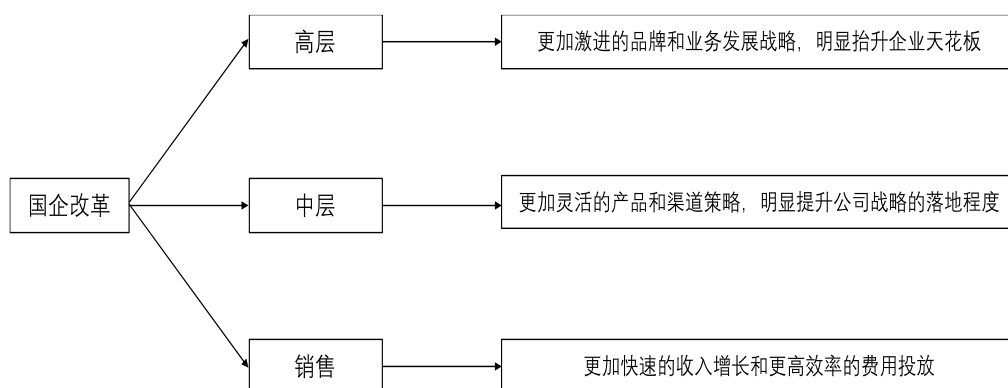


资料来源：Wind、华泰证券研究所

食品饮料：更合理的激励制度释放更多增长潜力

国企改革对于食品饮料企业的核心影响因素是人员激励制度的变化。针对企业高管，更具有吸引力的激励制度能够带来更加激进的品牌和业务发展战略，这将明显的抬升企业发展的天花板。针对中层管理人员，更具有吸引力的激励制度能够带来更加灵活的产品和渠道策略，这将明显的提升公司战略的落地程度。针对终端销售人员，更具有吸引力的激励制度能够带来更加快速的收入增长和更高效的费用投放。

图表79： 国企改革带来的激励变化会对公司各个层级的人员产生影响

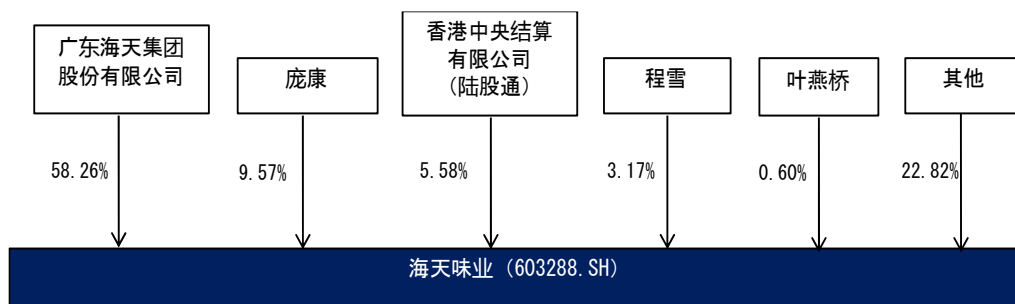


资料来源：华泰证券研究所

调味品：对标海天味业，恒顺醋业的提升空间大

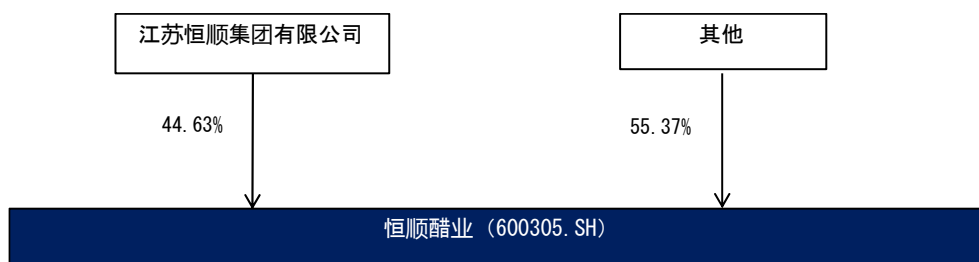
恒顺醋业由镇江国资委实际控制，机制与民营企业海天味业有较大的差异。恒顺醋业的实际控制人是镇江市国有资产监督管理委员会，第一大股东是江苏恒顺集团有限公司，企业性质属于国有企业。海天味业的实际控制人是包括董事长庞康先生在内的管理团队，第一大股东是广东海天集团股份有限公司，企业性质属于民营企业。

图表80： 海天味业大股东为广东海天集团股份有限公司，民营机制（截止 2019 年 1 季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

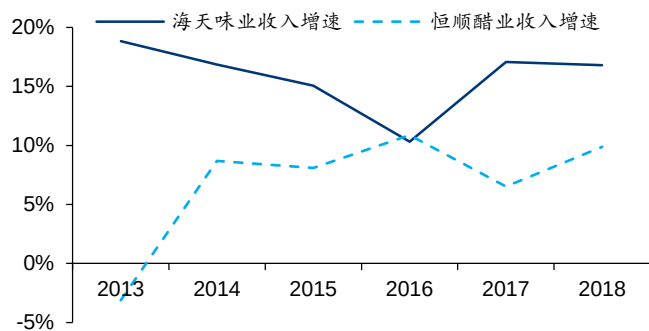
图表81： 恒顺醋业大股东为江苏恒顺集团有限公司，国营机制（截止 2019 年 1 季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

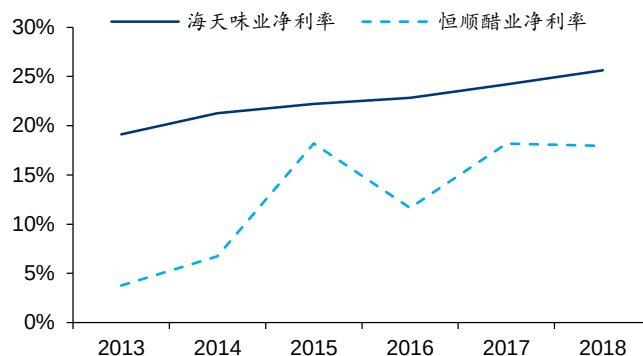
从财务指标角度看，恒顺醋业的收入增速和净利率水平仍然有较大的提升空间。海天味业 2018 年实现销售收入 170.34 亿元，是恒顺醋业 16.94 亿元收入的 10 倍，但是 2013~2018 年期间海天味业的收入增速仍然高于恒顺醋业。恒顺醋业 2018 年的净利率为 17.94%，相较海天味业的 25.63% 仍然有较大的提升空间。

图表82：恒顺醋业的收入增速相较海天味业有提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

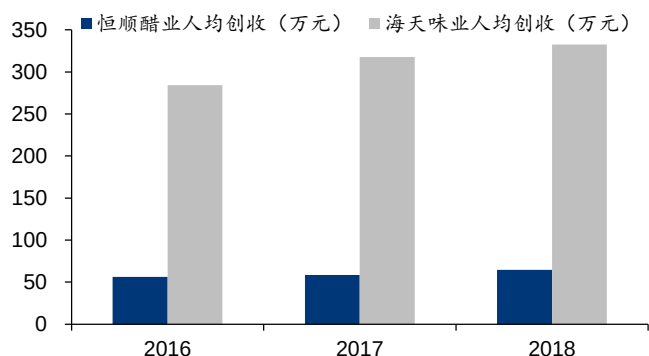
图表83：恒顺醋业的净利率水平相较海天味业有提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

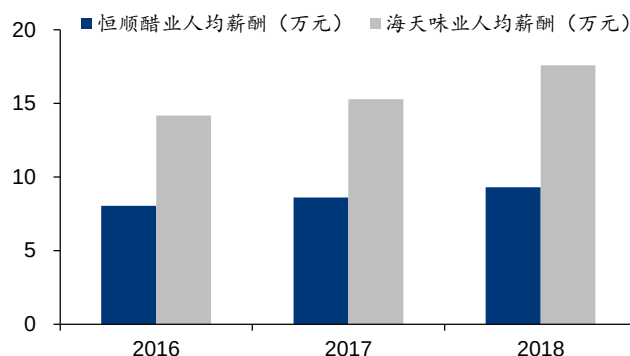
从人员效率角度看，恒顺醋业的人均创收和人均薪酬均存在提升空间。恒顺醋业 2018 年人均创收为 64.55 万元，仅为海天味业同期的 19%。恒顺醋业 2018 年的人均薪酬为 9.3 万元，仅为海天味业同期的 51%。

图表84：恒顺醋业的人均创收相较海天味业有较大提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

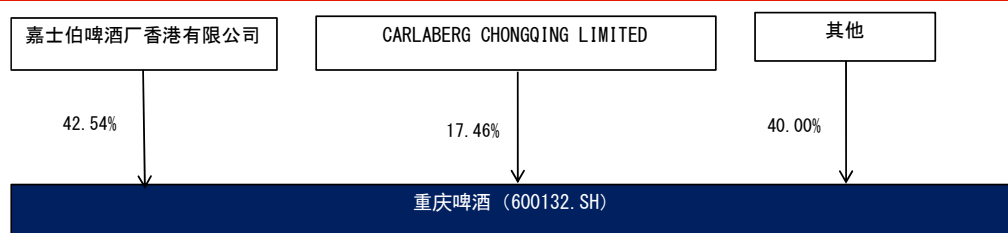
图表85：恒顺醋业的人均薪酬相较海天味业有较大提升空间



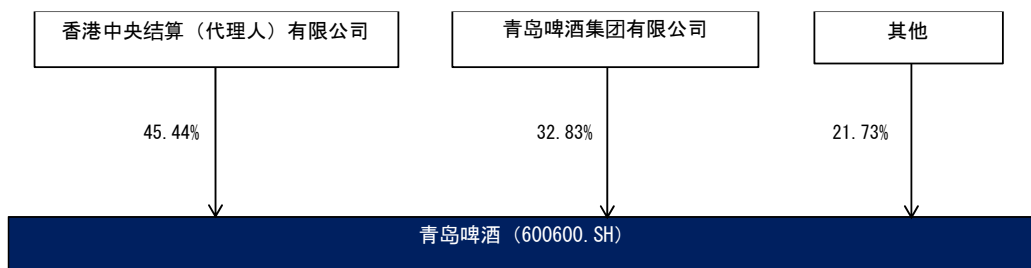
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

啤酒：对标重庆啤酒，青岛啤酒的提升空间大

青岛啤酒由青岛国资委实际控制，机制与外资企业重庆啤酒有较大的差异。青岛啤酒的实际控制人是青岛市人民政府国有资产监督管理委员会，企业性质属于国有企业。重庆啤酒的实际控制人是嘉士伯基金会，企业性质属于外资企业。

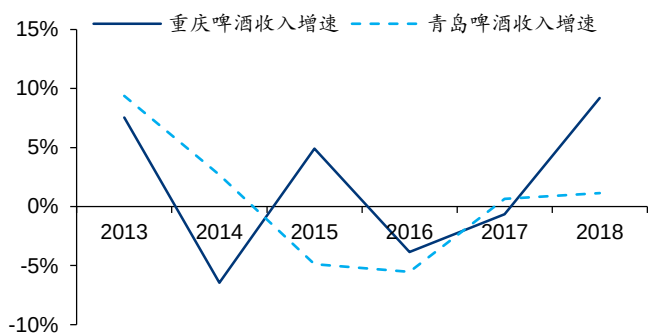
图表86：重庆啤酒大股东为嘉士伯基金会，外资机制（截止 2019 年 1 季报）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

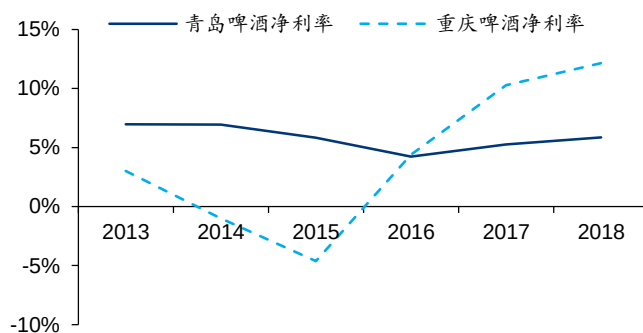
图表87：青岛啤酒实际控制人为青岛国资委，国企机制（截止 2019 年 1 季报）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

从财务指标的角度看，青岛啤酒的收入增速和净利率水平有较大的提升空间。在嘉士伯入主重庆啤酒之后，重庆啤酒的收入增速和净利率水平自 2016 年起有较大的改善，且明显优于青岛啤酒，这与嘉士伯积极推进产能优化和产品升级有较为直接的关联。我们认为如果青岛啤酒能够持续推进产能优化和产品升级，利润率水平和收入增速都有望实现改善。

图表88：青岛啤酒收入增速相较重庆啤酒有提升空间

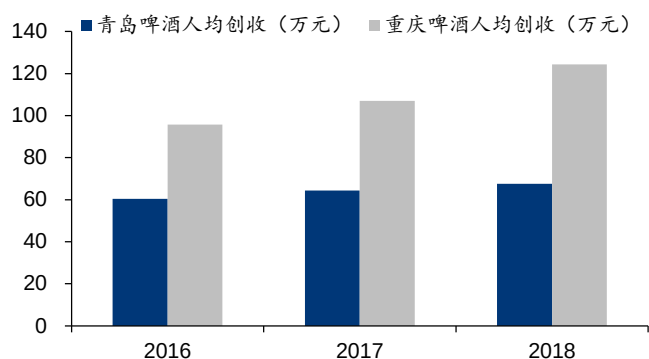
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表89：青岛啤酒的净利率水平相较重庆啤酒有提升空间

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

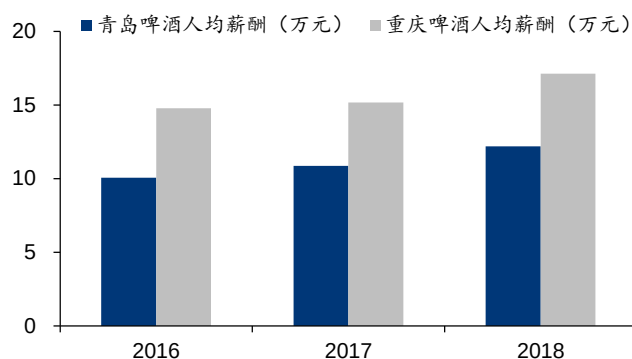
从人员效率看，青岛啤酒的人均创收和人均薪酬有较大的提升空间。青岛啤酒 2018 年人均创收 67.59 万元，仅为重庆啤酒同期的 54%。青岛啤酒 2018 年的人均薪酬为 12.19 万元，仅为重庆啤酒同期的 71%。

图表90： 青岛啤酒人均创收相较重庆啤酒有提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表91： 青岛啤酒的人均薪酬相较重庆啤酒有提升空间

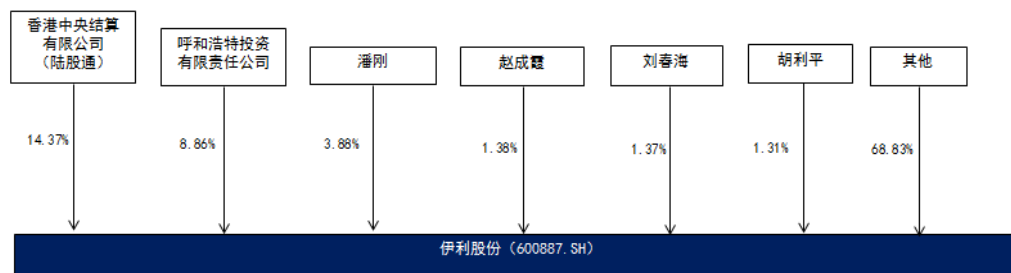


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

乳制品：对标伊利股份，光明乳业的提升空间大

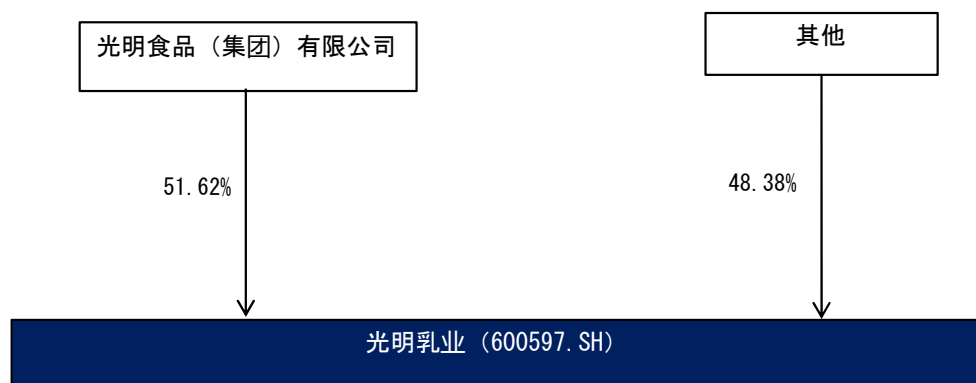
光明乳业由上海市国有资产监督管理委员会实际控制，与无实际控制人的伊利股份有较大的差异。光明乳业的实际控制人是上海市国有资产监督管理委员会，企业性质属于国有企业。而伊利股份虽然有国有企业持股，但并无实际控制人。

图表92： 伊利股份无实际控制人（截止 2019 年 4 月 8 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

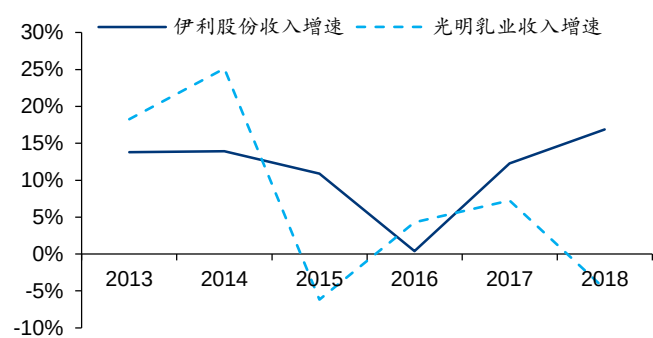
图表93： 光明乳业大股东为光明食品（集团）有限公司（截止 2019 年 1 季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

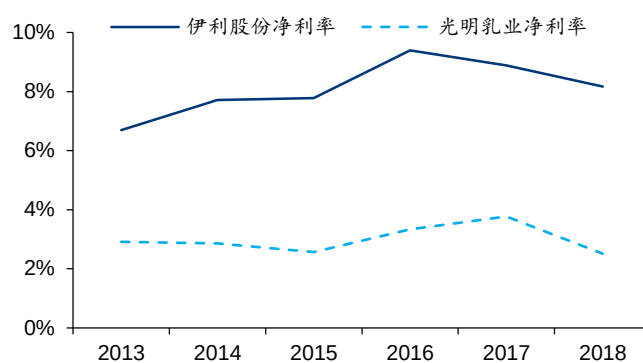
从财务指标的角度看，光明乳业的收入增速和净利率水平有较大提升空间。由于主力产品莫斯利安遭遇增长瓶颈，光明乳业的收入增速自 2015 年开始出现较为明显的下降，利润率水平也一直相较伊利股份有比较明显的差距。

图表94： 光明乳业收入增速相较伊利股份有提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表95： 光明乳业的净利率水平相较伊利股份有提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

医药：关注产品挖潜空间大的企业

国改本质上是打破制度束缚，促使招聘、薪酬全面市场化，但企业后续发展仍需考察管理层的战略目光、产品的发展阶段等因素。我们认为如下企业国改后业绩改善空间大：1) 成本、费用较高，改革后有下降空间；2) 产品目前集中在部分地域/近年增速相对疲软，改革后产品挖潜空间大；3) 产业地位较强的大中市值公司。建议关注中新药业、同仁堂、上海医药、天坛生物、海正药业等企业。

医药国企以中药与医药流通为主

A 股医药上市公司共有 52 家为国有企业（央企、国家/地方国资委、高校），细分板块上，中药与医药商业最多，分别有 16、11 家，医疗器械与医疗服务最少，分别仅有 2 家。

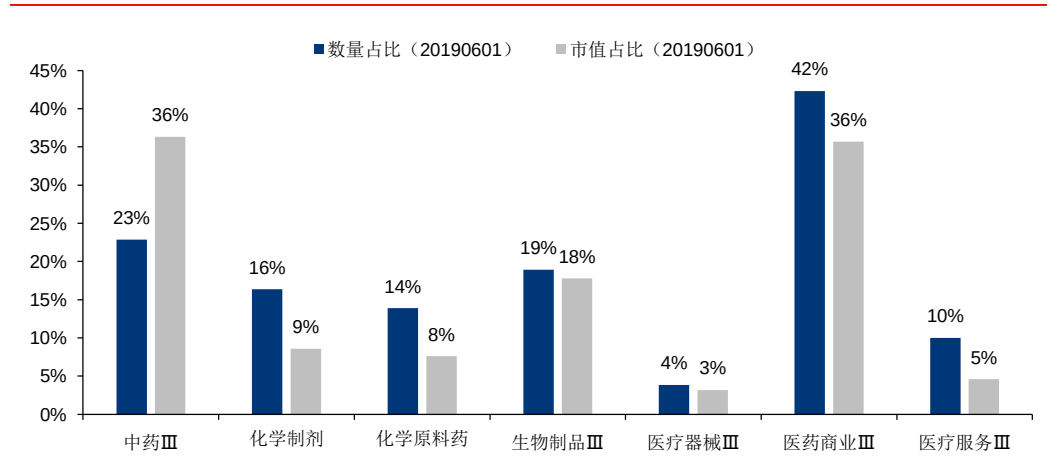
图表96：申万医药行业国企一览

	央企/国家国资委	地方国资委/大学
中药Ⅲ	华润三九、东阿阿胶、江中药业、启迪古汉	片仔癀、白云山、同仁堂、中新药业、中恒集团、太极集团、精华制药、千金药业、金陵药业、佛慈制药、太龙药业、陇神戎发
化学制剂	华润双鹤、现代制药	哈药股份、华北制药、仙琚制药、鲁抗医药、力生制药、联环药业、山大华特
化学原料药		海正药业、天药股份、新华制药、广济药业、北大医药
生物制品Ⅲ	天坛生物	长春高新、卫光生物、利德曼、钱江生化、交大昂立、达安基因
医疗器械Ⅲ		山东药玻、新华医疗
医药商业Ⅲ	国药一致、国药股份、中国医药、嘉事堂	上海医药、南京医药、人民同泰、英特集团、浙江震元、第一医药、开开实业
医疗服务Ⅲ	国新健康	*ST 百花

资料来源：Wind，华泰证券研究所

中药与医药商业国企较为集中。中药国企市值较大、占子板块 36%，显著高于数量占比，主要由于中药头部企业多为地方老字号、建国后转为国资经营，医药商业国企数量/市值占比较高，主要由于流通行业多为国资运营，医药其余子行业国企占比则相对较低。

图表97：医药行业：国企数量/市值占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

国改迈开第一步，潜能释放取决于管理层与产品梯队

国企改革的手段包括：1) 股权变化：包括彻底股权转让、国改民，或引入战投进行混合所有制；2) 去行政化：解聘管理层，由董事会重新市场化选聘；3) 完善激励：解除薪酬限制，引入股权激励等手段。

国企改革本质在于市场化。

- 1) **招聘应市场化**: 国企高层为国资委委任, 存在磨合不当的风险; 国企员工流动性较差, 尤其对于销售岗位, 可能劣币驱除良币;
- 2) **薪酬应市场化**: 医药国企普遍存在薪酬结构不合理, 容易导致激励不充分、主观能动性不强、跑冒滴漏等问题。

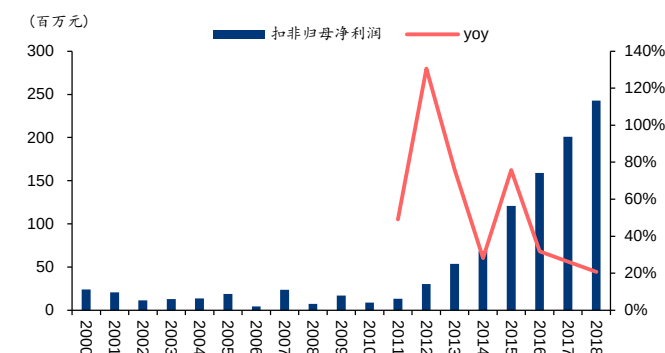
国改只是手段, 长期发展仍需看管理层、产品线。恒瑞医药与羚锐制药 MBO 后进行更为彻底的市场化改革, 业绩稳定增长, 亚宝药业 2004 年 MBO 后业绩依然在部分年份大幅倒退, 云南白药 2016 年混改后业绩也持续触底。我们认为, 国改只是手段、打破制度束缚, 而企业的发展仍需考察管理层的战略目光、产品的发展阶段等因素。

图表98: 恒瑞医药: 扣非归母净利润 (2003 年 MBO)



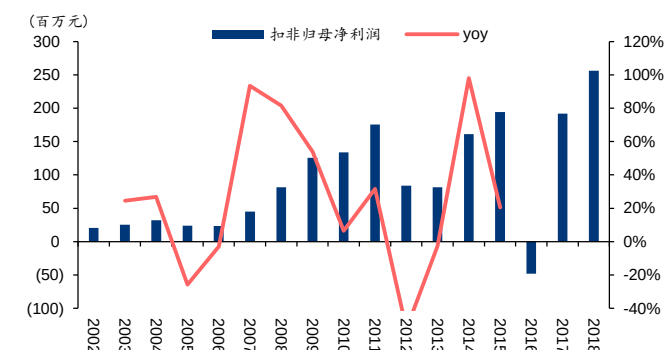
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表99: 羚锐制药: 扣非归母净利润 (2011 年 MBO)



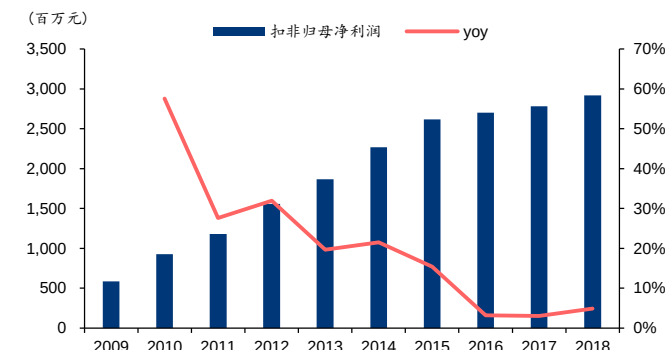
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表100: 亚宝药业: 扣非归母净利润 (2004 年 MBO)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表101: 云南白药: 扣非归母净利润 (2016 年混改)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

建议关注产品潜力大的大中市值公司

我们认为如下企业国改后业绩改善空间大: 1) 成本、费用较高, 改革后有下降空间; 2) 产品目前集中在部分地域/近年增速相对疲软, 改革后产品挖潜空间大; 3) 产业地位较强的大中市值公司, 医药行业整体强者恒强、小企业翻身概率不高。

我们建议关注中新药业 (双百计划+集团混改)、同仁堂 (管理层大换血)、上海医药 (股权激励)、天坛生物 (资产重组)、海正药业 (管理层更换) 等企业。

图表102：医药行业国企 2018 年经营数据及行业比较

证券代码	证券简称	实际控制人属性	申万三级	总市值/亿元	营业收入/亿元	毛利率	扣非净利率	ROE
中药						49%	10%	7%
600436.SH	片仔癀	地方国资委	中药III	648.6	47.7	42%	24%	23%
600332.SH	白云山	地方国资委	中药III	607.3	422.3	24%	5%	16%
600085.SH	同仁堂	地方国资委	中药III	400.7	142.1	47%	7%	12%
000999.SZ	华润三九	国资委	中药III	269.7	134.3	69%	9%	13%
000423.SZ	东阿阿胶	国资委	中药III	267.0	73.4	66%	26%	18%
600329.SH	中新药业	地方国资委	中药III	130.1	63.6	41%	9%	11%
600252.SH	中恒集团	地方国资委	中药III	101.1	33.0	90%	16%	10%
600750.SH	江中药业	国资委	中药III	68.7	17.6	67%	26%	14%
600129.SH	太极集团	地方国资委	中药III	61.1	106.9	40%	-1%	2%
化学制剂						58%	8%	7%
600062.SH	华润双鹤	国资委	化学制剂	134.1	82.3	63%	11%	12%
600664.SH	哈药股份	地方国资委	化学制剂	104.0	108.1	27%	2%	6%
600420.SH	现代制药	国资委	化学制剂	95.6	113.2	49%	4%	10%
600812.SH	华北制药	地方国资委	化学制剂	71.4	92.1	42%	0%	3%
002332.SZ	仙琚制药	地方国资委	化学制剂	62.9	36.2	59%	8%	11%
600789.SH	鲁抗医药	地方国资委	化学制剂	58.0	33.3	31%	3%	6%
600267.SH	海正药业	地方政府	化学原料药	89.3	101.9	42%	-6%	-8%
生物制品						66%	16%	7%
000661.SZ	长春高新	地方国资委	生物制品III	537.3	53.7	85%	19%	19%
600161.SH	天坛生物	中央国有企业	生物制品III	232.4	29.3	47%	17%	15%
002030.SZ	达安基因	大学	生物制品III	86.1	14.8	42%	3%	6%
医药商业						15%	3%	11%
601607.SH	上海医药	地方国资委	医药商业III	478.9	1,590.8	14%	2%	10%
000028.SZ	国药一致	国资委	医药商业III	173.2	431.2	12%	3%	10%
600511.SH	国药股份	国资委	医药商业III	172.6	387.4	9%	3%	15%
600056.SH	中国医药	国资委	医药商业III	146.7	310.1	21%	3%	18%
医疗器械						48%	13%	11%
600529.SH	山东药玻	地方国资委	医疗器械III	119.0	25.8	36%	13%	10%
600587.SH	新华医疗	地方国资委	医疗器械III	65.9	102.8	20%	-1%	1%

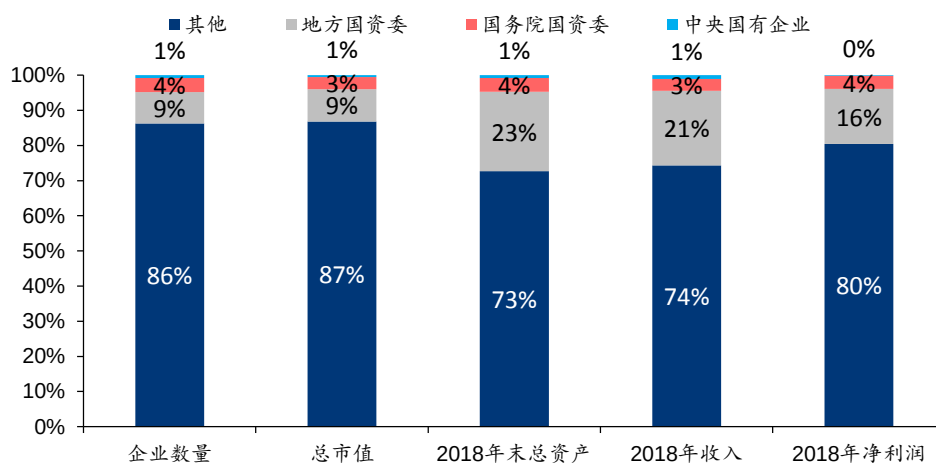
资料来源：Wind，华泰证券研究所；市值为 20190601

轻工：运营效率仍有提升空间，三大维度寻找投资机会

国企控股企业经营效率偏低

截至 2019 年 6 月 4 日，A 股轻工制造（申万分类）上市公司 124 家，其中实际控制人为国有企业的上市公司共 17 家（地方国资委控股 11 家，国务院国资委控股 5 家，央企控股 1 家）。分行业看，17 家国企控股企业中造纸企业占到 8 家，其次为家用轻工 6 家，包装板块国企控股企业仅 3 家。从体量上来看，截至 2019 年 6 月 4 日，轻工行业国企控股上市公司市值占行业比重均为 13%，截至 2018 年末轻工行业国企控股上市公司总资产占比达 27%；经营层面看，2018 年轻工国企控股企业总收入占行业比重达 26%，利润占比仅为 20%，反映出国企整体运营效率偏低。

图表103：轻工行业企业数量、总市值、总资产及收入、利润按实际控制人属性划分情况



注：企业数量、总市值数据截至 2019 年 6 月 4 日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表104：轻工行业主要上市国企情况（截至 2019 年 6 月 4 日）

证券代码	证券简称	细分行业	实际控制人	总市值 (亿元)	总资产	2018 年 (亿元)		
						营业收入	归母净利润	ROE (%)
000026.SZ	飞亚达 A	家用轻工	国务院国资委	31.88	36.00	34.00	1.84	7.30%
000815.SZ	美利云	造纸	国务院国资委	75.71	31.01	10.49	0.44	2.20%
600135.SH	乐凯胶片	家用轻工	国务院国资委	28.61	23.57	18.63	0.15	0.87%
600433.SH	冠豪高新	造纸	国务院国资委	47.29	39.71	25.50	1.09	4.23%
600963.SH	岳阳林纸	造纸	国务院国资委	66.39	148.65	70.13	3.66	4.57%
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸	寿光市国资委	127.74	1053.19	288.76	25.10	9.50%
000663.SZ	永安林业	家用轻工	永安市国资委	20.77	27.89	7.55	(13.30)	-88.93%
002243.SZ	通产丽星	包装印刷	深圳市国资委	56.93	19.87	13.69	0.82	5.39%
002678.SZ	珠江钢琴	家用轻工	广州市国资委	101.60	43.76	19.75	1.76	5.43%
002721.SZ	金一文化	家用轻工	北京市海淀区国资委	48.08	140.15	149.44	(0.55)	-1.18%
002799.SZ	环球印务	包装印刷	陕西省国资委	20.90	9.89	5.55	0.28	5.29%
600103.SH	青山纸业	造纸	福建省国资委	53.96	51.07	28.61	1.55	4.58%
600235.SH	民丰特纸	造纸	嘉兴市国资委	19.64	21.81	15.18	0.10	0.78%
600356.SH	恒丰纸业	造纸	牡丹江市国资委	21.36	27.32	16.11	0.67	3.19%
600612.SH	老凤祥	家用轻工	上海市黄浦区国资委	179.11	154.86	437.84	12.05	20.42%
600793.SH	宜宾纸业	造纸	宜宾市国资委	20.91	36.46	12.93	1.74	74.90%
601968.SH	宝钢包装	包装印刷	中国宝武钢铁集团有限公司	39.08	55.93	49.77	0.42	2.07%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

三大维度寻找国企改革投资机会

从中央和地方发布的国企改革指导文件，以及资本市场上现已发生的国改案例来看，我们认为国企改革主要的资本运作模式大致可以分为三类：1) 通过长效激励机制提高运营效率；2) 集团优质资产注入和整体上市；3) 引入战略投资者或外延式并购重组。

维度一：长效激励预期

轻工行业作为国资经营效率偏低的竞争性行业，大部分国企盈利能力低于民营企业。随着国企改革的推进，我们认为一些企业质地较好、盈利和成长性双佳的企业有望通过改革薪酬体系、实施股权激励或者员工持股，建立长效激励机制，增强公司发展动力。建议关注**晨鸣纸业**、**珠江钢琴**。

晨鸣纸业：公司是我国造纸行业龙头企业，实际控制人为寿光市国资委。截至 2018 年末公司拥有自制木浆产能 328 万吨，机制纸产能 577 万吨；2018 年公司营收/归母净利润分别达到 288.8/25.1 亿元，2015~2018 年复合增长率分别为 12.7%/5.3%。

珠江钢琴：珠江钢琴是行业目前钢琴行业中少有的国有控股企业之一，截至 2019 年一季度末，珠江钢琴控股股东广州市国资委持股比例达 74.9%。公司质地优良，2016-2018 年收入复合增长率为 8.0%，归母净利润复合增长率为 6.0%。珠江钢琴曾在 2014 年计划实施股票期权激励计划，但因国内外宏观经济环境等因素影响、企业业绩增长不及预期，最终于 2016 年 3 月终止了该计划。2017 年 12 月公司控股子公司艾莱森完成了增资扩股引入战略投资者及核心骨干持股工作，将为公司未来建立长效薪酬机制形成良好借鉴作用。

维度二：资产注入预期

无论是中央，还是地方，国企改革的一大目标都是提高资产证券化水平，这给拥有大量优质未上市资产的国企带来发展契机，资本市场或将迎来集团优质资产注入上市平台和集团借助旗下上市平台实现整体上市的热潮。集团优质资产注入和整体上市，一方面能够强化上市平台竞争实力，充分发挥上市平台的融资价值，另一方面也能够有效提升国企的资产证券化率，提高国资利用效率。

按照市场已发生的资产注入和整体上市的案例来看，拥有以下特征的集团和上市公司更容易采用该模式：1) 大集团+小平台：集团拥有众多未上市优质资产，上市公司相较而言业绩比较薄弱、市值小；2) 控股集团或者国资委旗下唯一上市平台；3) 同业竞争：集团或者国资委旗下有同类资产；4) 上市平台经营业绩差，存在退市风险；5) 其他，譬如集团对外注资承诺等。根据上述标准，我们建议关注**民丰特纸**和**乐凯胶片**。

民丰特纸：公司主要从事特种纸生产，截至 2019 年一季度末，公司第一大股东嘉兴民丰集团有限公司持股比例达 34.87%。民丰集团第一大股东为嘉兴市实业资产投资集团有限公司（嘉兴市国资委 100%控股），而民丰集团大股东嘉实集团以金融投资为主业，工业和服务业为辅业，旗下资产优质。

乐凯胶片：截至 2019 年一季度末，乐凯胶片第一大股东乐凯集团持股比例达到 34.11%。乐凯集团是航天科技集团（国务院国资委全资子公司）的全资子公司，近年来主要发展印刷影像材料、高性能膜薄膜材料和图像信息材料三大主业，是我国影像信息记录产业中规模大、技术力量强、产品品种多、市场覆盖面广、跨地区的现代化企业，是我国特种（军工）感光材料研制、开发和生产制造基地。乐凯集团旗下拥有乐凯胶片、乐凯新材、乐凯华光和乐凯医疗等优质资产。

维度三：引进战略投资或外延式并购预期

一般来说，拥有以下特征的企业更容易引入战略投资者和并购：1) 多元化发展：上市公司多元化发展趋势明确，有意拓展新业务和新产业；2) 绝对控股：控股股东持股比例偏高，存在较大的“让股”空间；3) 行业龙头：行业集中度偏度，行业龙头通过并购重组整合市场资源，壮大自身。根据上述标准，我们建议关注**青山纸业**和**珠江钢琴**。

青山纸业：公司是集制浆、造纸、发电供热、碱回收、医药、光电子、原料林基地开发于一体的国有大型上市企业，2016 年公司通过非公开发行股票引入福建省轻纺(控股)有限责任公司、福建省能源集团有限责任公司等战略投资者，推动产业升级和技术改造。

珠江钢琴：截至 2019 年一季度末，珠江钢琴控股股东广州市国资委持股比例达 74.9%，存在较大“让股”空间。同时，公司业务发展逐步多元化，目前已由钢琴主业延伸至音乐艺术培训等教育文化产业。

两大案例看轻工行业国企改革

岳阳林纸：被纳入国改“双百”企业，混改有望加速

大型文化纸企业，背靠中国纸业、诚通集团。岳阳林纸是国内大型文化纸企业，成立于 2000 年 9 月，公司于 2004 年 5 月在上交所上市，2011 年中国纸业购入泰格林纸 55.92% 股份，间接控股岳阳林纸。中国纸业是集营林、制浆、造纸等业务于一体的全产业链国有大型造纸企业，旗下目前控股粤华包 B (200986.SZ)、冠豪高新 (600433.SH)、岳阳林纸 (600963.SH)、美利云 (000815.SZ) 四家上市公司，在国内拥有十多个生产基地和遍布全国的市场销售网络。中国纸业母公司中国诚通集团有限公司是国务院国资委首批中央企业建设规范董事会企业、服务中央企业布局结构调整和战略重组的重要资产经营平台，2009 年被国务院国资委确定为唯一一家以“林浆纸生产、开发及利用”为主业的中央企业。

图表105：岳阳林纸前五大股东持股情况（截至 2019 年一季度末）

股东名称	股东性质	期末持股数量（百万股）	持股比例
泰格林纸集团股份有限公司	国有法人	389.56	27.87%
中国纸业投资有限公司	国有法人	200.00	14.31%
刘建国	境内自然人	90.00	6.44%
山东省国有资产投资控股有限公司	国有法人	25.00	1.79%
湖北新海天投资有限公司	境内非国有法人	25.00	1.79%
合计	-	729.56	52.20%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

与泰格林纸进行资产置换，定增用于外延并购、成功转型双主业发展模式。在 2016 年以前，岳阳林纸净利率、ROE 等盈利表现明显逊色于同属中国诚通集团旗下的造纸上市企业冠豪高新。公司于 2015 年底进行资产置换，置出亏损最大的骏泰浆纸（2015 年亏损 2.8 亿元），置入岳阳安泰、岳阳恒泰及宏泰建筑三家公司。此外，公司于 2017 年通过非公开发行股票募集资金 22.9 亿元，其中 9.34 亿元用于收购凯胜园林 100% 股权，转型为“造纸+生态园林”双主业发展模式。

图表106：岳阳林纸资产置换公司经营情况

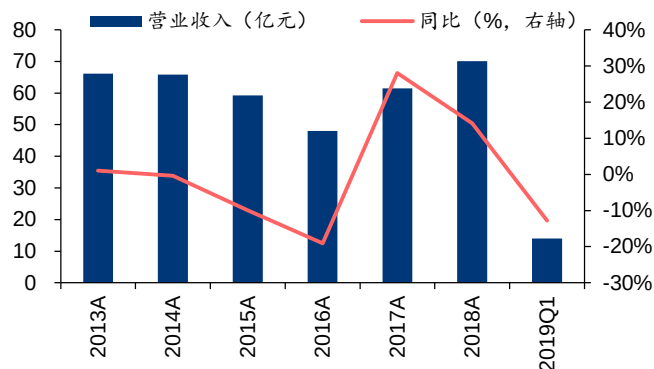
子公司	营业收入（百万元）					归母净利润（百万元）				
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
骏泰浆纸	1792	878				-272	-279			
岳阳安泰		113	127				4.3	5.6		
岳阳恒泰		83	34	57			11	0.3	0.7	
宏泰建筑		97	94	91	127		2.3	1.3	1.9	2.8

资料来源：Wind，华泰证券研究所

员工持股激发经营内生活力。公司积极推进并深化混合所有制改革，建立员工持股的长效机制，2017 年借助非公开发行股票推行骨干员工持股计划，员工持股计划 1 期定向资产管理计划认购非公开发行 A 股 562 万股。参加此次员工持股计划的人员涵盖公司董事（不含独立董事）、监事和高级管理人员共 12 人，其他核心业务骨干 211 人。员工持股计划的实施有助于建立和完善公司与员工的利益共享机制，优化和丰富公司股东结构，提升公司治理水平。

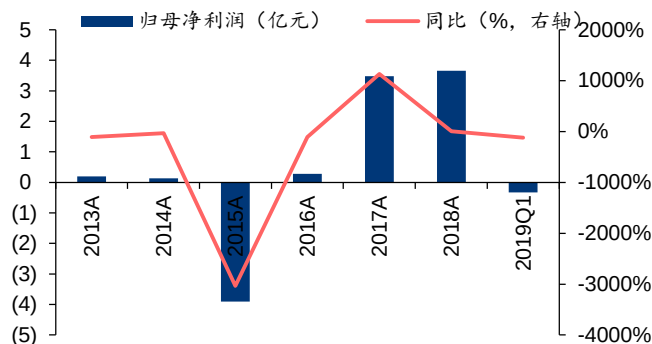
2018 年被纳入国改“双百”企业，混改有望进一步加速。2016 年以来公司经营显著改善，2017/2018 年营收增速达到 28%/14%，归母净利润增速由负转正。据公告，公司被国务院国资委纳入“双百企业”名单，将在 2018-2020 年实施国企改革“双百行动”。我们认为“双百行动”的实施有望成为公司进一步深化体制机制改革的契机，有利于企业进一步完善法人治理结构、提高运营效率。

图表107： 岳阳林纸 2013 年以来营收及同比情况



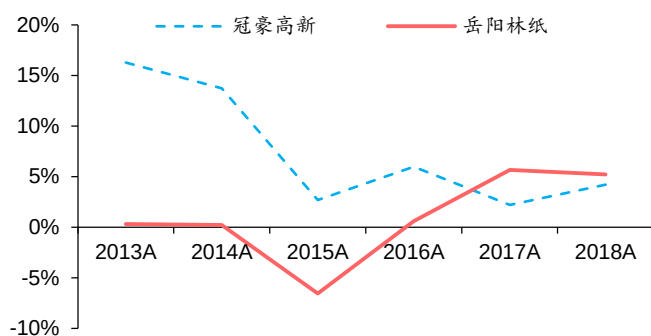
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表108： 岳阳林纸 2013 年以来归母净利润及同比情况



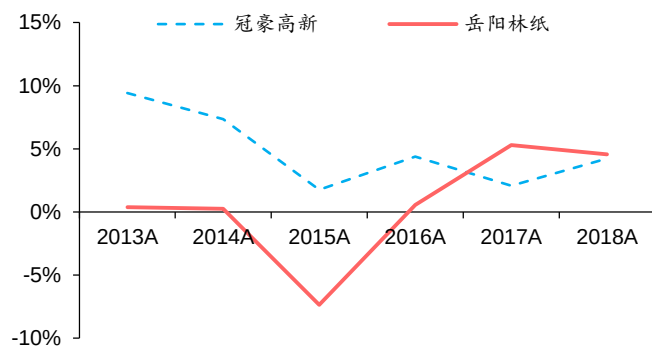
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表109： 岳阳林纸、冠豪高新销售净利率对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表110： 岳阳林纸、冠豪高新 ROE 对比

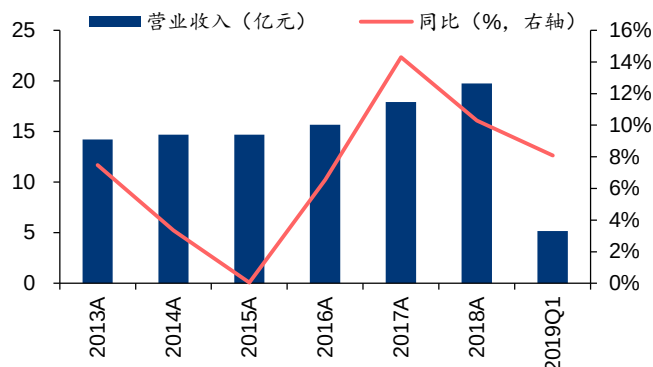


资料来源：Wind，华泰证券研究所

珠江钢琴：资产质地优良，依托国资平台实现多元化发展

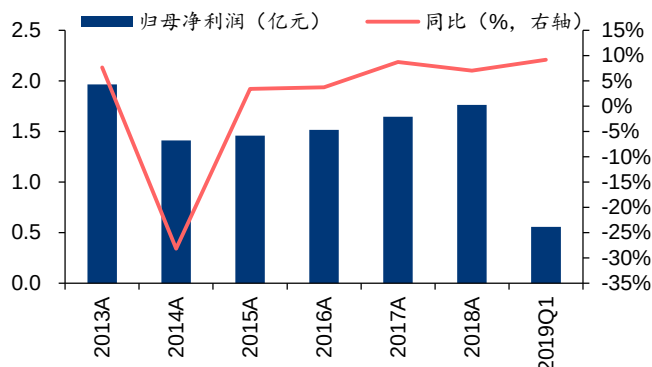
公司质地优良，控股股东为广州市国资委。珠江钢琴成立于 1956 年，是一家集钢琴、数码娱乐、音乐教育、文化传媒协同发展的综合乐器文化企业。公司质地优良，2018 年营收同比增长 10.3%至 19.75 亿元。珠江钢琴是行业目前钢琴行业中少有的国有控股企业之一，截至 2019 年一季度末，珠江钢琴控股股东广州市国资委持股比例达 74.9%。

图表111: 珠江钢琴 2013 年以来营收及同比情况



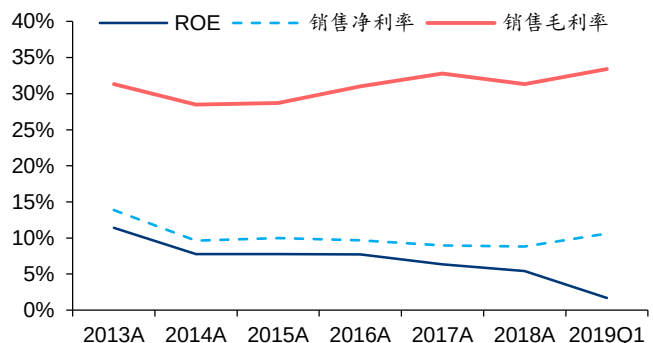
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表112: 珠江钢琴 2013 年以来归母净利润及同比情况



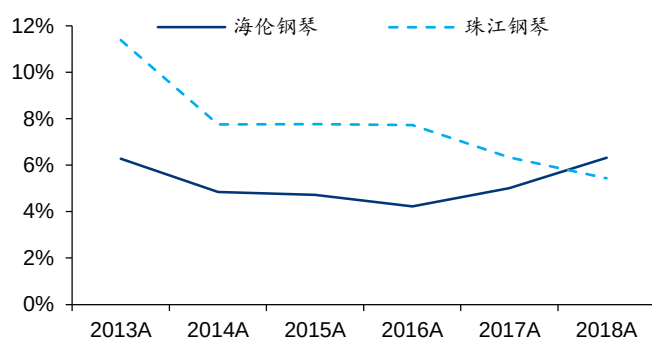
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表113: 珠江钢琴 2013 年以来主要盈利能力指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表114: 珠江钢琴 vs 海伦钢琴 ROE 对比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表115: 珠江钢琴前五大股东持股情况 (截至 2019 年一季度末)

股东名称	股东性质	期末持股数量 (百万股)	持股比例
广州市人民政府国有资产监督管理委员会	国有法人	1017.24	74.9%
广州新华城市发展产业投资企业 (有限合伙)	境内非国有法人	63.41	4.7%
广州国寿城市发展产业投资企业 (有限合伙)	境内非国有法人	52.11	3.8%
中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	12.33	0.9%
张理楚	境内自然人	6.31	0.5%
合计	-	1151.41	84.8%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

依托国资委平台, 促进全面发展。2014 年 9 月, 公司与广州多屏文化产业投资有限公司共同发起设立珠广传媒, 以影视制作发行为切入点, 向媒体运营、音乐体育赛事运营、艺人经纪和衍生品业务延伸, 打造影视传媒产业链闭环, 探索重组广州市旗下其他文化类优质经营资产。2014 年 12 月, 全资子公司文化教育投资公司使用自有资金出资 1560 万元与广证创投共同投资成立并购基金管理公司, 并与广证创投、并购基金管理公司共同发起设立文化教育产业并购基金, 专注于投资文化艺术教育产业链的艺术教育培训机构、互联网教育机构及其他文化教育机构等, 推动公司文化艺术教育板块发展。公司依托广州国资委, 以钢琴业务为支点, 逐步拓展教育培训、音乐文化、类金融服务等相关业务, 将公司打造成为综合音乐文化企业, 促进企业效益持续提升。

控股子公司艾莱森完成增资扩股, 引入战投、实施员工持股。艾莱森作为公司控股子公司主要开展数码钢琴业务, 2017 年末艾莱森完成增资扩股, 其投资方包括: 1) 原始股东刘春清 50 万股; 2) 管理层及核心员工持股平台广州艾莱森一号及二号 355 万股; 3) 战略投资者, 包括桐乡市牧野辉煌艺术策划 (20 万股、48 万元)、广东辛笛音乐教育咨询 (10 万股、24 万元) 等 36 家。此次增资扩股引入优质战略投资者, 有助于挖掘艾莱森在数码钢琴业务板块的优势, 提升控股子公司业绩表现。

图表116：珠江钢琴国企改革相关事件

时间	事件
2014 年 6 月	计划实施股票期权激励计划，但因国内外宏观经济环境等因素影响、企业业绩增长不及预期，最终于 2016 年 3 月终止了该计划。
2017 年 6 月	集团公司控股子公司广州珠江艾茉森数码乐器股份有限公司被列入第一批混合所有制员工持股试点企业。《通知》要求员工持股试点企业严格按照有关法律法规和既定方案，规范推进员工持股试点各项工作，切实维护各方合伙权益，确保试点工作取得成效。
2017 年 9 月	为加快实施发展战略，提高公司法人治理水平，增强公司长期可持续发展能力，控股子公司艾茉森拟申请在全国中小企业股份转让系统挂牌。
2018 年 4 月	控股子公司艾茉森登陆全国中小企业股份转让系统。
2018 年 12 月	公司与广州国资发展控股有限公司签署了《广州珠江钢琴集团股份有限公司与广州国资发展控股有限公司之战略合作协议》，合作双方本着诚实守信、平等自愿的原则，利用各方资源优势，通过在人才、技术、供应链、销售渠道等多个方面进行产业协同，共同推动乐器销售、文化教育等产业的发展，共创规模经济效益，促进双方进一步做强做优做大。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

社服：餐饮旅游板块国企改革梳理

中信一级餐饮旅游板块共有 31 家企业，其中国有企业有 22 家，主要集中在酒店（5 家）、餐饮（3 家）、景区（11 家）、旅行社（3 家）；其中央企 3 家（云南旅游、中青旅、中国国旅），地方国企 19 家，截至 19 年 5 月 31 日，国企的总市值占比达到 82.82%。板块中的首旅酒店、锦江股份、中国国旅曾分别通过股权激励、战略投资者引进、资源整合等实现运营效率提升、业务版图扩大，提高竞争力。

图表117： 餐饮旅游板块国企改革

名称	实际控制人	持股比例	是否双百行动	系列改革动作简述	期间股价表现
首旅酒店	北京市国有资产监督管理委员会	33.99%	否	2015 年 12 月，发布重组预案收购如家。 2016 年 4 月，公告完成私有化购买交易，成立“首旅如家”。 2016 年 9 月，如家 CEO 孙坚被任命为首旅集团股份有限公司总经理。 2018 年 11 月，公布股票激励计划，2019 年 2 月获北京国资委批复，2019 年 5 月获股东大会通过。	82.14%（2015.12-2016.4） 22.62%（2016.9.1-9.30） 80.12%（2018.11-2019.5）
锦江股份	北京市国有资产监督管理委员会	50.32%	否	2014 年 6 月，公布定向增发 A 股预案，引入弘毅 15 亿元资金； 2015 年 1 月，发布公告拟收购卢浮集团 100% 股权；2015 年 10 月，公告将以 82.69 亿元收购铂涛集团 81% 股权。 2016 年 4 月，公告拟以人民币 17.488 亿元收购黄德满持有的维也纳酒店有限公司 80% 股权。 2017 年 2 月，与锦江资本、联银创投、锦江酒店集团、西藏弘毅、国盛投资共同投资成立 WeHotel，锦江股份持股比例为 10%。	279.29%（2014.6-2015.10） 61.68%（2016.4.1-4.30） 10.09%（2017.2.1-2.28）
中国国旅	国务院国有资产监督管理委员会	5.3%	是	2016 年 2 月，公告控股股东中国国旅集团有限公司与中国港中旅集团公司筹划战略重组，7 月经国务院国有资产监督管理委员会批准实施重组。 2018 年 8 月，控股股东中国旅游集团公司入选“双百行动”名单。 2018 年 12 月，公告将退出旅行社业务聚焦免税主业，拟以非公开协议转让方式，将全资子公司国旅总社 100% 股权转让给公司控股股东中国旅游集团。	-0.3%（2016.2-2016.7） -9.78%（2018.8.1-8.31） 9.04%（2018.12.1-12.31）
广州酒家	广州市国有资产监督管理委员会	67.7%	否	2018 年 3 月，公布《股票期权激励计划》，10 月获广州市国资委批复，11 月获股东大会和董事会审议通过。	44.84%（2018.3-2018.11）

注：持股比例截至 19Q1；

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

我们预计改革方向大概率为并购重组、集团资产注入、股权激励。2019 年 4 月 28 日，国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，提出以管资本为主加强国有资产监管，依法确立国企的市场主体地位，最大限度减少政府对市场活动的直接干预，意味着真正将国企推向市场，倒逼国企主动迎接市场化的竞争，从而提升经营效率。参考历史经验，竞争性领域改革概率较大，餐饮旅游等竞争性行业国企未来经营效率或有进一步提升的空间。

目前板块部分公司控股股东入选“双百计划”名单，有进一步混改预期，混改后管理层持股、员工股权激励有望落地，提升管理层业绩释放动力、业务扩张动能。

首旅酒店：并购盘活国有资产，股权激励绑定管理层利益

并购引入外部管理团队，股权激励释放活力。2015 年 12 月首旅集团发布重组预案，拟以 110 亿元购入如家酒店集团 100% 的股权。2016 年 4 月发布公告，完成私有化购买交易，首旅酒店集团与如家酒店集团正式合并，成立“首旅如家”。9 月首旅酒店集团发布聘任公告，如家 CEO 孙坚被任命为首旅集团股份有限公司总经理，六位副总经理中两位来自如家，四位来自首旅系。

2018 年 11 月公布股票激励计划，2019 年 2 月获北京国资委批复，5 月 8 日获股东大会通过。激励计划首次授予的激励对象 232 人，限制性股票占股本总额的比例为 0.97%，首次授予价格 8.63 元/股。限售期解除条件为 19-21 年净利润相对 17 年增长不低于 20%/30%/40%，每股收益不低于 0.7295 元/0.7903 元/0.8511 元，中高端收入占比不低于 34%/36%/38%。与 17 年薪酬和绩效激励方案相比，本次方案扩大覆盖范围（7 名高管扩至 266 人）、注重长效激励（从现金到股权）、目标更明确（从开店与营收到净利润与中高端收入占比），有助绑定管理层利益、提升经营效率。

锦江股份：曾引入战略投资者，优化资本结构和管理机制

引入战略投资人，海外并购做大做强国有资产。锦江国际集团 2010 年成功收购北美最大独立酒店管理公司洲际酒店。2014 年 6 月定增引入弘毅 15 亿元资金，定增完成后弘毅持股比例达 12.43%，截至 2018 年报弘毅经过一系列减持持股比例降为 9.96%。2017 年 2 月与锦江资本、联银创投、锦江酒店集团、西藏弘毅、国盛投资共同投资成立 WeHotel，锦江股份持股比例为 10%。弘毅投资的参与有助优化锦江股份的资本结构和治理机制，锦江在获得资金支持后通过海内外并购整合快速做大，2015 年初，完成对欧洲第 3 大酒店集团法国卢浮酒店集团的全资收购，后续先后收购铂涛、维也纳等酒店品牌，目前已成为全国第一的酒店连锁集团。

中国国旅：集团央企合并，重组整合资源

聚焦免税主业，深化企业内部改革。中国国旅 2016 年 2 月发布公告，控股股东中国国旅集团有限公司与中国港中旅集团公司正在筹划战略重组事宜，7 月经国务院国有资产监督管理委员会批准实施重组，国旅集团整体并入港中旅集团，成为港中旅集团下属全资子公司，中国国旅成为重组后港中旅集团旗下上市公司，控股股东和实际控制人未发生变化。国旅集团重组后，中国国旅先后收购日上中国、日上上海，中标香港、白云机场等免税运营权，整合国内免税市场。18 年 10 月中国旅游集团接受海免公司 51% 股权的无偿划转，目前由上市公司进行委托管理，后续集团将尽快启动海免公司股权注入上市公司程序，公司免税龙头地位将不断巩固。2018 年 12 月，中国国旅公告称将退出旅行社业务聚焦免税主业，拟以非公开协议转让方式，将其全资子公司国旅总社 00% 股权转让给公司控股股东中国旅游集团，转让价格为 18.31 亿元。2018 年控股股东中国旅游集团公司入选“双百行动”名单，方向为加快推进免税业务等专业化整合，提升资源配置效率，以重组整合为契机，深化企业内部改革。

广州酒家：股权激励落地，释放管理团队活力

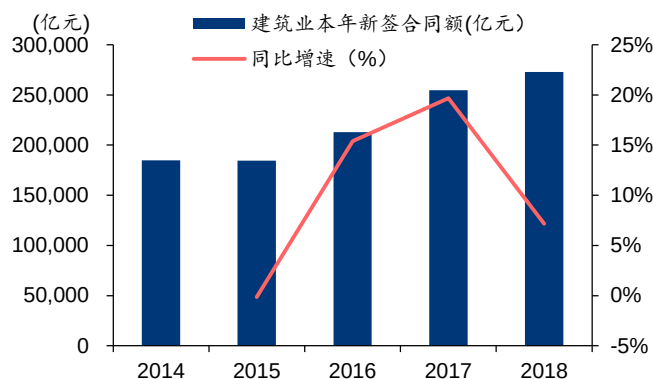
持续探索激励机制，强化行权条件。2018 年 3 月，为了吸引和留住优秀的管理人才和业务骨干，激发现有管理团队的动力，广州酒家公告《股票期权激励计划》，拟向 256 名核心员工授予股票期权 403.05 万股（行权价格 18.21 元/股）。基本行权考核条件为 2018-2021 年的 4 年复合增长率约为 10%，且 2019-2021 年间的现金分红比例不低于 30%。10 月第一期股票期权激励计划获广州市国资委批复。11 月，获股东大会和董事会审议通过。

建筑：关注地方国企/央企激励改善及市场化资本运作

建筑业基本属于完全竞争领域，根据国企改革 1+N 顶层设计，我们认为后续混合所有制改革可能仍然是建筑业国企改革的重点突破口。根据中共中央 2015 年 8 月外发的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，主业处于充分竞争行业和领域的商业类国企要积极实现股权多元化，并以经营业绩、国有资产保值增值及市场竞争能力作为重要考核指标。2015 年 9 月国务院外发《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，提出稳妥推进主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业混合所有制改革。随后各个部委陆续发布政策支持充分竞争商业类国企实施混合所有制改革，具体包括员工持股、引入非公战投等方式。

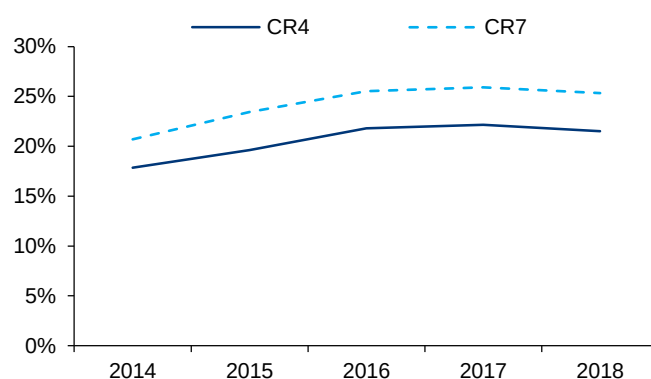
建筑业处于充分竞争状态，行业龙头公司目前市占率仍然相对较低。在基建、地产增速逐步回归稳定较低增速的情况下，企业未来经营业绩和竞争能力的提升很大程度上依赖经营和管理效率的提升，与此同时，大型建筑央企和主要地方国企的控股股东资产证券化率也基本处于较高水平。因此，我们认为未来建筑央企/国企改革增效的主要方向或仍然是混合所有制改革，一方面通过引入战略投资者提高公司竞争力并优化治理结构，另一方面可能通过股权激励、员工持股等方式增强核心经营人员与公司利益的绑定关系。

图表118：建筑业本年新签合同额及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表119：建筑业本年新签合同额 CR4 及 CR7 历史变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

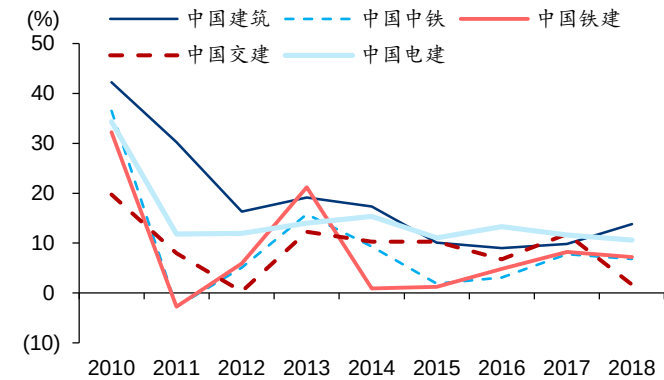
建筑业业务属性偏向于服务业，员工激励机制对公司的整体营运效率及业绩增长具有良性驱动作用。中国建筑是建筑央企中最先探索以股权形式进行员工激励的公司，其在2013/2016/2019 分别进行了三期限制性股票激励，其股票授予和解锁条件中包含净利润增速、ROE 等量化指标考核，而 2013 年之后，中国建筑的收入及扣非归母净利润增速稳定性处于可比公司中的优秀水平，且增速在大部分年份也处在可比公司中的较高水平，而加权 ROE 在 2013 年之后更是长期明显高于可比公司。从近年的发展历程看，中国建筑在非传统优势领域的拓展速度也快于可比公司。我们认为限制性股票激励计划一定程度上增强了公司的发展动力，激发了员工效率，对中国建筑建立在行业中的经营和管理优势产生了积极影响。

图表120：中国建筑三期限制性股票激励对应股票授予与解锁条件

第一期	授予条件	前一年 ROE 不低于 14%，净利润增速不低于 10%，完成 EVA 考核指标，ROE 及利润增速不低于对标企业 50 等分位
	解锁条件	前一年 ROE 不低于 14%，净利润增速不低于 10%，完成 EVA 考核指标，ROE 及利润增速不低于对标企业 75 等分位
第二期	授予条件	ROE 不低于 14%，净利润前三复合增速不低于 10%，完成 EVA 考核指标，ROE 及利润增速不低于对标企业 50 等分位
	解锁条件	ROE 不低于 14%，净利润前三复合增速不低于 10%，完成 EVA 考核指标，ROE 及利润增速不低于对标企业 75 等分位
第三期	授予条件	ROE 不低于 13.5%，净利润前三复合增速不低于 9.5%，完成 EVA 考核指标，ROE 及利润增速不低于对标企业 50 等分位
	解锁条件	ROE 不低于 13.5%，净利润前三复合增速不低于 9.5%，完成 EVA 考核指标，ROE 及利润增速不低于对标企业 75 等分位

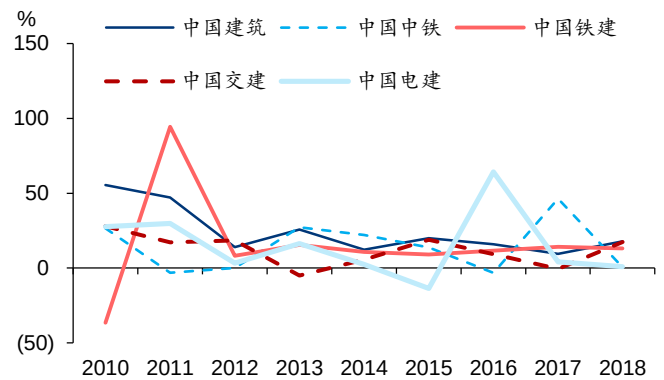
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表121: 五大建筑央企历年收入同比增速



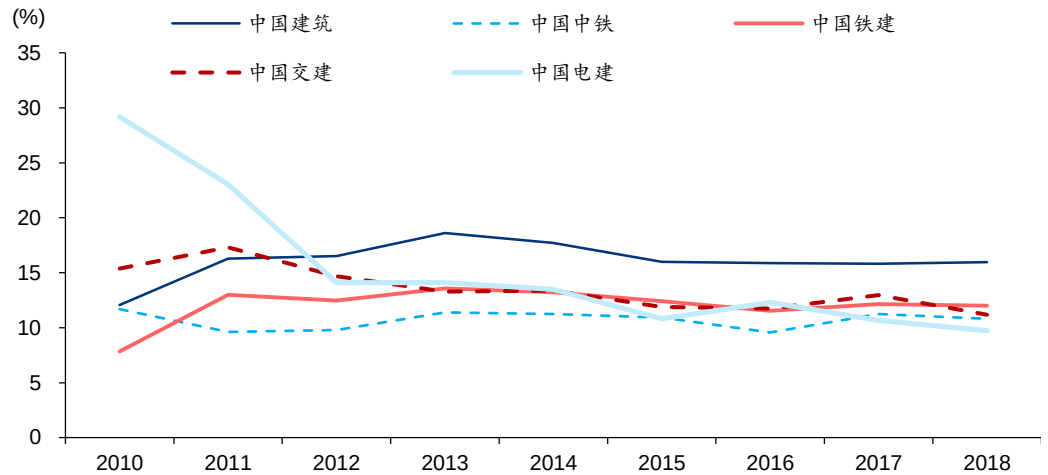
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表122: 五大建筑央企历年扣非归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表123: 五大建筑央企历年加权 ROE 变化

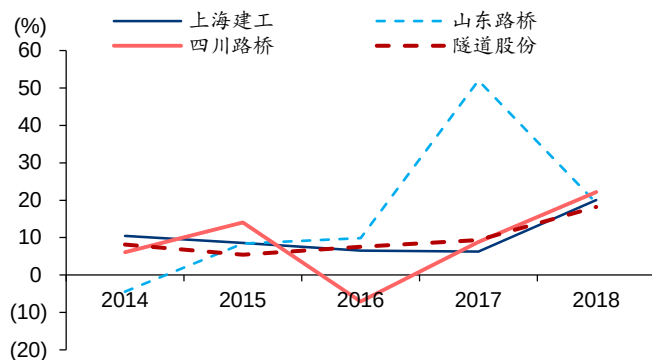


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

激励制度的改善对地方国企经营指标的改善效果同样较为明显。上海建工是建筑地方国企中最早进行激励制度改革的公司之一，其在 2012 年进行了《激励基金计划方案》，以净资产收益率、净利润、营业收入为目标条件，激励公司中层及以上领导干部。2017 年 3 月，公司通过定向增发完成涵盖 4542 名员工的员工持股计划，解禁日期为 2020 年 3 月。15-17 年上海建工在收入增速稳中略降的情况下扣非利润增速逐步提升，而 16-18 年其新签订单均保持在 20% 左右的较高增速，随着员工持股计划解禁时间的临近，公司在 18 年收入/利润增速进一步提升，19Q1 收入增速超过 50%。总体来看，在四家代表性建筑地方国企中，上海建工 14 年之后各年的收入规模均最大，而其扣非利润增速在 15 年之后的提升幅度也最为明显，我们认为员工持股计划对上海建工在经营层面的激励效果较为显著。

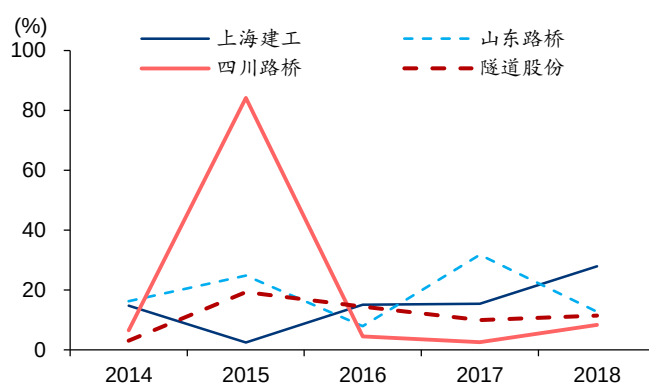
建筑地方国企在 2018 年后激励制度的改革呈现加速，试水后的深化改革对业绩的提振效果有望更加明显。除上海建工较早完成员工持股计划外，2019 年 4 月同为上海建筑国企的华建集团完成首期限限制性股票计划的股票授予，解锁条件中以 2017 年为基数收入复合增速不低于 8% 且不低于可比公司 75 分位，18-20 年 ROE 不低于 8.5%/9.5%/10% 且不低于可比公司 50 分位；山东路桥于 2017 年底通过股票期权激励方案；隧道股份则在 2018 年底公布增量业绩奖励计划，其在营收、净利润及 ROE 达到预期目标的情况下给予激励对象现金激励。与中国建筑的限制性股票激励条件相比，2017 年后地方建筑国企在股票及现金激励计划行权条件的设定方面实际上更加保守，但在 2019 年混合所有制改革有望加速且更加深化的情况下，我们认为地方国企未来在激励制度方面的改革有望更加深入，与此同时，对内考核目标的提升、负债率方面更小的限制也有助于在专业能力和区域营销方面具备能力的地方国企更快地实现规模提升。

图表124: 代表性地方国企历年收入同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表125: 代表性地方国企历年扣非归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

市场化资本运作同样有助于激发建筑央企和国企业绩释放的动力,改善上述公司的治理结构。建筑业属于资金密集型行业,现有商业模式下规模的快速扩张可能带来资产负债率的上升,因此补充权益资本对于建筑企业降低资产负债率,增强扩张能力具有积极意义。从发行角度看,由于国企央企进行权益融资需满足国有资产不流失原则,因此按市场价格进行融资模式下, PB 大于 1 是央企和国企进行权益融资的先决条件。发行结束后,公司资产负债率下降,收入和业绩扩张能力得到补充。当前时点建筑央企面临负债率逐步下降的考核压力,市场化债转股有望成为降低资产负债率的有效方法,此前中国中铁已经在 18 年 6 月完成二级子公司的市场化债转股,19 年 5 月末其发行股份购买投资者对二级子公司股权已获得证监会核准批复,而山东路桥在 18 年 12 月也已经完成了二级子公司层面的市场化债转股。此外,中国中铁在债转股过程中引入了国新投资、结构调整基金,我们认为未来上述国有资本投资运营平台的入股也有望优化公司的治理结构。

图表126: 主要建筑央企国企 19Q1 末资产负债率及 5 月 30 日收盘 PB (MRQ)

证券代码	证券简称	资产负债率 (19Q1, %)	PB(MRQ, 倍)
601668.SH	中国建筑	77.05	1.02
601390.SH	中国中铁	76.55	0.90
601186.SH	中国铁建	77.66	0.83
601669.SH	中国电建	80.61	0.92
601618.SH	中国中冶	76.77	0.89
601611.SH	中国核建	85.23	2.26
600170.SH	上海建工	82.17	1.29
000498.SZ	山东路桥	70.62	1.13
600039.SH	四川路桥	81.57	0.90
600820.SH	隧道股份	71.63	0.96
600502.SH	安徽水利	84.34	1.17

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

综合来看,我们认为混合所有制改革有望提速的背景下,作为充分竞争商业类的建筑央企和国企改革步伐有望加快,员工激励和市场化资本运作有望成为主要突破口:

1) 地方国企及央企激励推进速度有望加快。2018 年以来,山东和上海等地的建筑地方国企已经在员工现金和股权激励角度做了积极尝试,我们认为未来若混合所有制改革持续深化,地方国企员工激励改革有望进一步深化,业绩释放能力与动力有望增强,重点推荐上海建工,关注四川路桥,山东路桥。近年来除中国建筑外,建筑央企在员工激励领域的进展相对较慢,但中国电建 19 年 1 月 10 日通过回购预案,拟在半年内以自有资金不超过 18 亿元回购公司 1%-2% 的股票,用于可转债转股、员工持股计划或股权激励,截至 5 月 7 日公司累计回购股份占总股本比例 0.03%,我们认为未来其回购完成后员工激励或有一定突破。

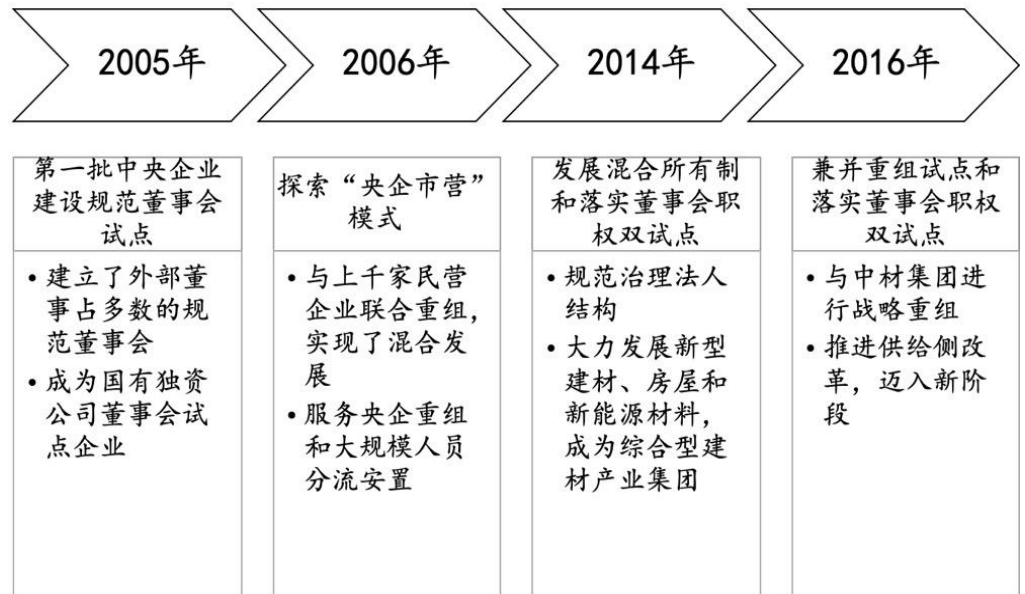
2) 债转股等市场化资本运作有望激发央企国企业绩释放动力，建议关注负债率较高且 PB (MRQ) 低于 1 的央企国企。央企中除中国中铁外，其余公司尚未公布市场化债转股计划，而中国中铁也尚未完成发行股份收购投资者在二级子公司股权的进程，负债率角度看，19Q1 末中国电建达到 80.6%，中国建筑、中国铁建超过 77%，其余央企负债率也较高。而从 PB (MRQ) 角度看，5 月 30 日收盘两铁、交建、电建和中冶不到 1，未来若参照中国中铁债转股的方式，在通过定增使得投资者将二级子公司股权转换为上市公司股权的进程或存在一定困难，有意愿进行市场化债转股的公司未来业绩释放和市场沟通动力有望增强，关注**中国铁建、中国中铁、中国电建、中国建筑**。地方国企中，建议关注同样面临高负债率和低 PB 状况的**四川路桥**，以及已完成二级子公司债转股的**山东路桥**。

3) 其余建议关注两材合并后在业务整合层面的进展，关注中材国际，国检集团。我们认为在两材合并打造大平台战略的背景下，中建材集团存在将中建材旗下水泥工程甚至其他工程业务板块注入中材国际，打造世界级建材工程龙头的可能。而国检集团也有望加快对集团旗下检测业务的整合。

建材：混改促进整合加速，有望迎来更大发展

联合重组和资本运作是建材行业国企进行混合所有制改革的主要思路。建材行业的国企改革以中建材最为典型，从建设规范董事会试点，探索“央企市营”模式，到发展混合所有制经济、落实董事会职权、央企兼并重组三项试点，中国建材集团的整合进程对未来央企改革具有重要的借鉴意义。我们认为联合重组和资本运作是建材行业国企进行混合所有制改革的主要思路，同时辅以多层次治理，实现资产整合与业务合并。

图表127：中国建材混改发展历程



资料来源：中国建材集团官网，华泰证券研究所

2016年8月26日，中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司宣布重组。前者更名为中国建材集团有限公司（以下简称中建材集团），作为重组后母公司；中国中材集团有限公司无偿划转进入中建材集团。截止2016年合并前，中国建筑材料集团直接管理二级子公司10家，共控股6家上市公司，其中有2家在海外上市。集团资产总额4326亿元，实现营业收入1992.6亿元，利润总额38.4亿元。中材集团直接管理二级单位21家，控股上市公司8家，其中有1家中材股份在海外上市。截止2016年合并前，集团资产总额为1176亿元，实现营业收入729.7亿元，利润总额为18.2亿元。

两材重组后，新集团迅速确立了三大战略、三条曲线、六大业务平台，推进四大转型，在集团层面、上市公司层面、上市子公司层面积极推进混改发展。重组整合后，集团总部机构由原两材27个整合为12个，人员由269人调整为不到50人，原两材二级平台32家整合为13家，压减企业186家。

图表128：两材重组后战略制定

一个目标	建设世界一流的综合性建材产业集团
四大优化	优化战略思路、优化总部机构、优化二级平台、优化制度体系
四大转型	高端化、智能化、绿色化、国际化
三大战略	创新驱动、绿色发展、国际合作
三条曲线	精耕细作基础建材、大力发展新型材料、积极培育研发及技术服务等新业态
六大业务平台	基础建材、国际产能合作、三新产业发展、国家级材料科研、国家级矿山资源、金融投资运营
六大整合	品牌文化整合、组织板块整合、水泥业务整合、国际工程业务整合、产融整合、产研整合

资料来源：中国建材集团官网，华泰证券研究所

集团层面：推进整体混改模式设计，打包优质资产赴港上市，重组不同领域专业公司，成立产业基金助力改革。公司于 2006 年改革之初打包旗下优质资产注入成立中国建材股份有限公司，并于 3 月在香港联交所上市，为重组海螺水泥，组建中联、南方、北方和西南水泥四大水泥公司提供资金支持，同时引入外部投资者信达集团，在股权层面实现初步的混合所有制。在水泥行业，集团于 2005 到 2010 年期间共重组 180 余家大小企业，促使水泥行业集中度大幅提升；在玻璃行业，集团通过定向增发股票实现对洛阳玻璃集团、中联玻璃有限公司、华光集团公司的控股，整合具有生产经营优势的民营企业资源，进一步巩固主导地位；在玻纤领域，2011 年中国巨石有限公司接收巨石集团 49% 股份，通过股权划转全资控股了玻纤生产企业龙头巨石集团。同时，集团与中保投资有限责任公司签署合作框架协议，设立产业发展基金，拓宽融资渠道，布局金融产业布局，实现民营资本对国有资本的进入与资源优化配置。

上市公司层面：整合上市公司，参股设立金融租赁公司，收购股权延伸产业链，让股引入战略投资者，定增全资控股子公司，境外与合资方新设公司。集团选用三级不同的上市公司来满足不同混改目的。二级公司方面，合并中国建材股份有限公司和中材股份有限公司，避免子公司同业竞争，同时提升流动性，降低中国建材净负债率；三级上市公司方面，中国巨石参股设立金融租赁公司，将部分资源分配至外部金融机构，同时收购中复连众公司，加快产业集群化进程，让股引入战略投资者公司，降低财务风险与资产负债率，实现资本优化配置；北新建材通过控股泰山石膏有限公司、境外与合资方新设公司优化石膏板生产线。

上市子公司层面：收购民企股权或引入外部资本新设公司，引入战投改善股权结构，收购股权减少关联交易，实施员工持股激励计划。集团通过中联水泥收购德州晶华民企股权、成立德州中联水泥有限公司；引入外部资本成立西南水泥；中国巨石引入弘毅投资、收购桐乡金石和桐乡磊石；在凯盛科技、中材电瓷开展员工持股计划等举措改善公司治理结构和经营机制。

图表129：中国建材集团旗下主要子公司及业务

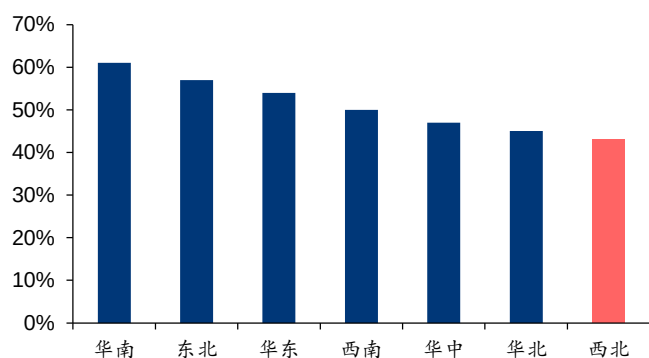
一级子公司	二级上市公司	业务板块
中国建材股份有限公司	北新建材	石膏板
	中国巨石	玻璃纤维
中国中材股份有限公司	中材科技	玻璃纤维、风电叶片、高压复合气瓶、膜材料、玻纤复合材料
	中材国际	水泥生产线工程服务、机械设备
	天山股份	水泥、混凝土
	祁连山	水泥、混凝土
	宁夏建材	水泥
中国建筑材料科学研究总院	瑞泰科技	耐火材料
	国检集团	检测认证
凯盛科技集团有限公司	洛阳玻璃	超薄玻璃
	凯盛科技	电子显示玻璃、锆系材料、手机玻璃盖板
中材节能股份有限公司	中材节能	EPC、余热发电
新疆天山建材（集团）有限责任公司	国统股份	PCCP、化工品

资料来源：中国建材集团官网，华泰证券研究所

作为目前唯一一家集发展混合所有制经济试点、落实董事会行使三项职权试点以及央企兼并重组试点于一身的央企，中国建材集团的整合进程对未来央企改革具有重要的借鉴意义。自两材重组至今，集团层面已基本完成整合，资产层面整合进程不断加快。随着国企改制的进一步推进，下一阶段具有同业竞争问题的水泥、玻纤等业务整合有望提速，员工持股计划、引入战投等曾被采用的举措预期加强。

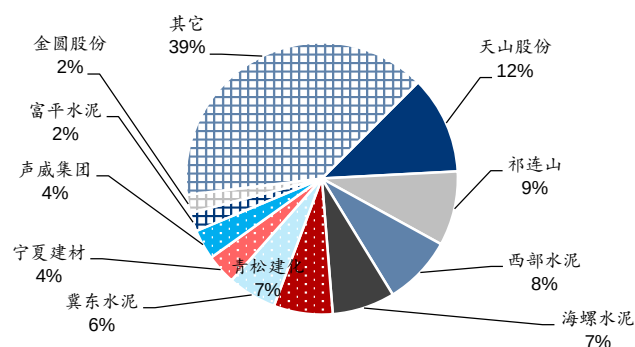
水泥行业看好天山股份、宁夏建材、祁连山合作趋势，混改推进区域协同效应。西北地区水泥行业集中度较差，截止 2018 年底，前五大企业产能市占率仅 43%，同业竞争问题较严重。在现有格局中，中建材旗下天山股份、祁连山、宁夏建材三家水泥市占率分别为 12%、9%和 4%。中材集团曾于 2010 年承诺“用 5 年时间逐步实现对水泥业务的梳理，并将水泥业务整合为一个发展平台，从而彻底解决水泥业务的同业竞争”。尽管承诺有所延期，但随着国企改革顶层设计的细化出台，集团内水泥同业竞争问题有望进一步优化。三家水泥企业进行业务整合后，在西北地区的市占率将达到 25%，而其他水泥企业市占率均不足 10%，因此，三家水泥企业的业务整合有助于市场话语权的提升，同时西北地区水泥市场秩序也有望进一步得到改善。

图表130： 2018 年底各地区水泥产能前五企业市场占有率



资料来源：卓创资讯、华泰证券研究所

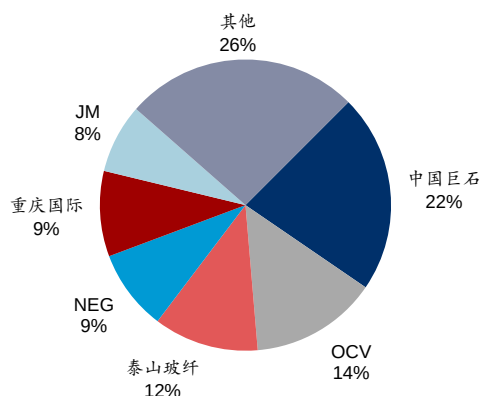
图表131： 2018 年底西北地区各水泥企业产能占比



资料来源：卓创资讯、华泰证券研究所

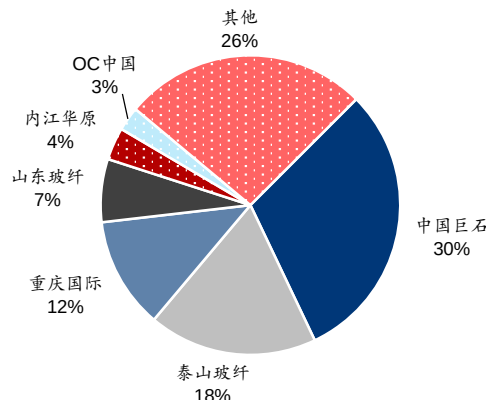
玻纤行业期待巨石、泰玻同业整合，提升中国玻纤在全球的话语权。中建材于 2017 年 12 月 18 日出具承诺函，计划在 2020 年 12 月 18 日前，通过运用委托管理、资产重组、股权置换等方式解决中国巨石与中材科技同业竞争问题。截至 2018 年底，中国巨石玻纤产品国内市场份额达 30%，全球市场份额达 22%，泰山玻纤国内市场份额为 18%，全球市场份额为 12%。若中国巨石和泰山玻纤能够就玻纤业务顺利完成重组，两家企业产能加总在国内占比将达到 50%，占全球产能近 35%，成为国内和国际的绝对玻纤龙头。此外，由于两者在玻纤产业链和生产基地上各有侧重，强化成本及规模优势的同时，也有望实现产品结构优势互补。

图表132： 2018 年全球玻纤产能分布



资料来源：中国玻纤工业协会、华泰证券研究所

图表133： 截至 2018 年底国内玻纤企业产能分布



资料来源：各公司官网、华泰证券研究所

员工持股计划有望成为改革突破口。此前，隶属于中建材股份有限公司新材料板块的凯盛科技集团曾于 2015 年开展员工持股试点，中材电瓷也于 2016 年成功入选央企子企业混合所有制员工持股试点，通过成立领导机构、宣传员工持股政策、聘请专业机构等方式最终确定科技、经营管理及业务骨干 86 人参与持股，以现金方式增资中材电瓷，持有公司股份 6.23%。自 2015 年国资委相继颁布《2015 年度指导监督地方国资计划》、《关于实行

员工持股试点的意见》以来，员工持股或成为国企混改的标识之一，利于实现股权多元化，促进公司治理进步。此前，北新建材曾增发收购泰山石膏 35% 股权，或为后续进一步推进国企改革奠定基础，高管访谈中也多次谈及员工持股必要性，在股权激励出台概率提升的情况下，建议关注。

地产：国企改革资产整合进行时

房地产行业存在大量的国有企业。以上市房企作为统计样本，截至 2019 年 5 月末，申万房地产板块共有 129 家 A 股公司，其中央企 12 家，地方国企 50 家，国企占比达到 48%。在行业过去的竞争中，国企凭借历史积累的优质土地储备和更低的融资成本，相对民企具有明显的资源优势。但随着 2014 年以来行业走出低谷、重新成长，行业格局持续洗牌，不少国企在房企集中度提升的浪潮中掉队，被机制更加灵活、周转速度更快的民企超越。以龙头房企为例，根据克而瑞的数据，2014 年房企 30 强里有 10 家国企，但到 2018 年只剩下 7 家。

图表134： 2014-2018 年 TOP30 房企中的国企

年份	TOP30 房企中的国企
2014	绿地集团、保利地产、中海地产、华润置地、招商地产、远洋地产、中国铁建、中国中铁、首创置业、保利置业
2015	绿地集团、中海地产、保利地产、华润置地、招商蛇口、远洋地产、中国铁建、首创置业、保利置业、中国金茂、首开股份
2016	绿地集团、保利地产、中海地产、华润置地、招商蛇口、首开股份、鲁能集团、远洋地产、中国金茂、中国铁建、首创置业
2017	保利地产、绿地控股、中海地产、华润置地、招商蛇口、鲁能集团、远洋集团、中国金茂
2018	保利地产、绿地控股、中海地产、华润置地、招商蛇口、中国金茂、远洋集团

注：考虑到国有股东未达到控股地位，未将万科 A、绿城中国纳入国企范畴

资料来源：克而瑞，Wind，华泰证券研究所

但我们同时看到，2014 年以来不少国企积极响应政府关于国企改革的号召，在资源整合和股权变革两大领域出现了多宗案例。前者通过大股东资源注入或行业兼并收购，帮助国企快速做大做强；后者则通过混改引入战投、股权激励、员工持股、跟投等市场化手段，激发国企活力，提升经营效率。如 2015 年招商蛇口换股吸收合并招商地产上市，2015 年以来绿地控股借壳金丰投资整体上市、引入战略投资者、改组员工持股的混合所有制改革等，均是房地产领域国企改革的成功典范。

站在当前时点，我们认为房地产板块内还有部分国企存在改革的可能。我们建议投资者从四个角度关注房地产国企改革的投资机会：

地方国企改革

不同区域国企改革推进速度不一。其中，上海是区域国企改革的排头兵，对大股东资源注入、混合所有制改革、股权激励等国企改革方案支持力度较大，推进速度较快。深圳市国资委早在 2016 年 12 月制定“1+12”深化国有企业改革系列制度文件，房地产领域陆续涌现招商蛇口、天健集团等国改案例。相对来说，北京在国企改革方面有所落后，但近期出现加速推进的迹象。我们建议投资者关注首开股份和电子城。

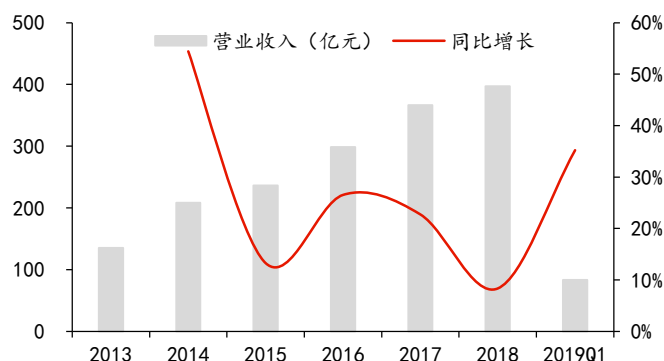
首开股份：控股股东首开集团与房地集团合并，在京资源禀赋得到强化

首开股份大股东为北京首都开发控股(集团)有限公司，实控人为北京市国资委，是北京市国资委旗下最大的地产业务平台，深耕首都市场 30 余年，同时逐渐开启京外拓展步伐。2018 年公司实现销售面积 377.56 万平，同比增长 27.97%；实现销售金额 1007.27 亿元，同比增长 45.58%，首次迈上千亿门槛，其中北京占比 48.21%。2018 年公司实现营收 397.36 亿元，同比增长 8.31%；实现归母净利润 31.67 亿元，同比增长 36.75%；年末总资产 2914.11 亿元。

2019 年 3 月，北京市国资委下发《关于北京首都开发控股(集团)有限公司与北京房地集团有限公司合并重组的通知》，决定对首开集团与房地集团实施合并重组，将北京房地集团有限公司的国有资产无偿划转给首开集团，并由首开集团对其行使出资人职责。据我

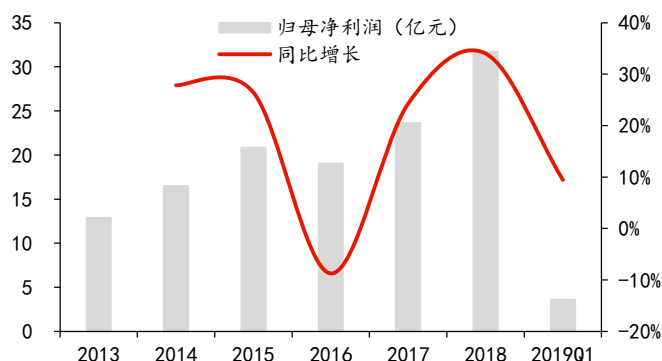
们调研，房地集团由北京市房管局下属企业政企分开后组建而成，主营业务包括房地产开发（以北京市的棚改、保障房和政策性住房项目为主，2018 年营收约 20 亿元，是房地集团主要利润来源）、物业管理（在管面积约 5000 万平，主要为市属国企和央企的宿舍、老旧小区）、建筑施工（擅长古建筑的建设和维修）等，2018 年营收约 60 亿元，利润约 1 亿元，年末总资产约 200 亿元。首开集团与房地集团合并后，一级开发、二级开发、物业管理业务规模将进一步扩大，在京资源优势更加显著，随着北京国企改革加速推进，未来有望更好护航首开股份未来发展。

图表135：首开股份营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表136：首开股份归母净利润和同比增速



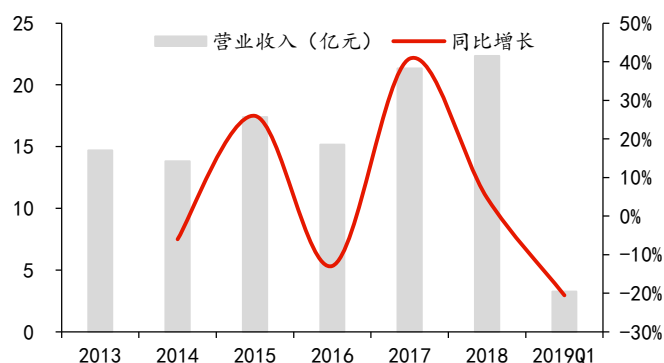
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电子城：推出股权激励草案，绑定核心员工利益

电子城大股东为北京电子控股有限责任公司，实控人为北京市国资委，是北京中关村科技园区最早的开发建设成员之一，主营业务为园区地产的销售和新兴科技服务（主要包括科技服务平台的持有经营服务、创业孵化与企业成长加速服务、科技金融服务、成果转化与技术转移服务、科技咨询服务等），在立足北京的基础上，于天津、厦门、昆明、南京、朔州等城市亦有项目布局。2018 年公司实现营收 22.34 亿元，同比增长 4.71%；实现归母净利润 4.10 亿元，同比下滑 19.40%；年末总资产 139.82 亿元。

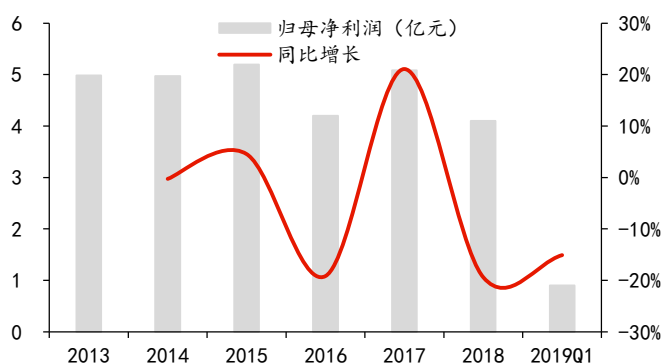
2019 年 4 月，电子城公告股票期权激励计划（草案），进一步绑定核心员工利益，促使公司业绩稳步提升。公司拟向高级管理人员、核心骨干和核心业务人员授予 1118.59 万份股票期权，占已发行总股本的 1%。首期股票期权（占总期权数量的 90%）行权价格为 6.78 元/股，在授权日后的等待期为 24 个月，等待期满后分 3 年均匀行权。股票期权激励计划尚需北京市国资委的审核，若能通过，将标志着北京市国企改革出现明确进展。

图表137：电子城营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表138：电子城归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表139： 电子城股票期权行权条件

行权安排	行权时间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日	1/3	(1) 2020 年营业总收入不低于 26.62 亿元，且不低于对标企业 75 分位值；
	起至授予日起 36 个月		(2) 2020 年 EOE $\geq$ 12%，且不低于对标企业 75 分位值；
	内的最后一个交易日当日止		(3) 2020 年新型科技服务收入不低于 4.598 亿元；
第二个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日	1/3	(4) 以 2017 年总资产为基数，2020 年总资产复合增长率不低于 5%
	起至授予日起 48 个月		(1) 2021 年营业总收入不低于 29.26 亿元，且不低于对标企业 75 分位值；
	内的最后一个交易日当日止		(2) 2021 年 EOE $\geq$ 12%，且不低于对标企业 75 分位值；
第三个行权期	自授予日起 48 个月后的首个交易日	1/3	(3) 2021 年新型科技服务收入不低于 5.0578 亿元；
	起至授予日起 60 个月		(4) 以 2017 年总资产为基数，2021 年总资产复合增长率不低于 5%
	内的最后一个交易日当日止		(1) 2022 年营业总收入不低于 32.21 亿元，且不低于对标企业 75 分位值；
			(2) 2022 年 EOE $\geq$ 12%，且不低于对标企业 75 分位值；
			(3) 2022 年新型科技服务收入不低于 5.56358 亿元；
			(4) 以 2017 年总资产为基数，2022 年总资产复合增长率不低于 5%

注：EOE 为净资产现金回报率，计算公式为 EBITDA 除以平均净资产，EBITDA 为扣除所得税、利息支出、折旧和摊销（包括激励成本摊销）之前的净利润，平均净资产为期初与期末所有者权益的平均数。在计算 EOE 时，股权激励有效期内重大会计政策变化所导致的影响应予以剔除。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

集团层面推进混改

为了响应国资委提出的“双百行动”计划，部分国有房企在集团层面存在混改预期，若能成功引入民营战略投资者，有望带来上市公司经营效率的提升。我们建议投资者关注中交地产和天房发展。

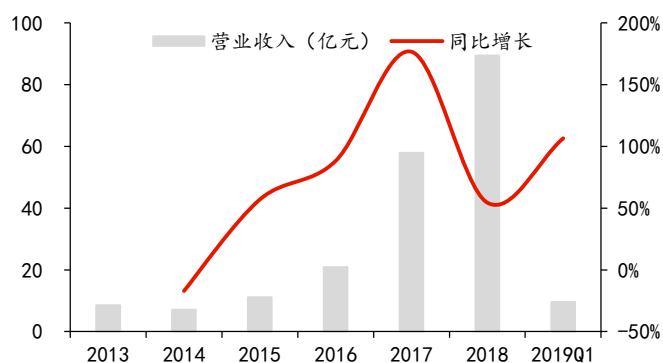
中交地产：控股股东中交房地产成为混改试点单位

中交地产大股东为中交房地产集团有限公司，实控人为国务院国资委。公司主业为房地产开发，截至 2018 年末持有及参与房地产项目 44 个，土储建面 1229.08 万平，进入 22 个城市，业务主要分布于长三角、珠三角、京津冀、西南城市群等区域，已初步实现全国化布局。2018 年公司实现并表销售面积 123.38 万平，销售金额 148.77 亿元；实现营收 89.48 亿元，同比增长 42.91%；实现归母净利润 8.10 亿元，同比增长 36.69%；年末总资产 402.30 亿元。

2016 年以来，中交地产积极推进混改，曾 2 次尝试引入民营资本，但均以失败告终。2016 年 5 月，在中房地产（中交地产前身）向中交集团、中房集团发行股份收购资产的交易预案中，公司拟向民营企业温州德欣非公开发行股票募集配套资金，若交易完成，温州德欣将持有公司 24.13% 股份。该交易最终因未与债券持有人达成一致而终止。2016 年 8 月，公司拟向温州德欣非公开发行股票，若发行完成，温州德欣将持有公司 21.66% 股份。该交易最终因公司更换保荐代表人而被中止审查。

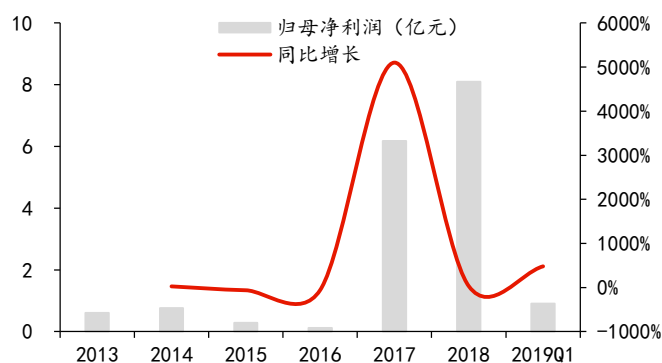
根据中国证券报的报道，2018 年 11 月，中交地产的控股股东中国交通建设集团正以“双百行动”为契机，推进混合所有制改革，拟在中交房地产和中交信科集团先行先试，制定混合所有制改革工作方案。拟将中交房地产作为集团全面深化改革的试点单位，推行职业经理人市场化招聘、任期制和契约化管理，深化企业管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的三项制度改革。我们预计在“双百行动”2020 年的截止日期到来之前，中交房地产有望在混改层面迎来实质性进展。

图表140： 中交地产营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表141： 中交地产归母净利润和同比增速



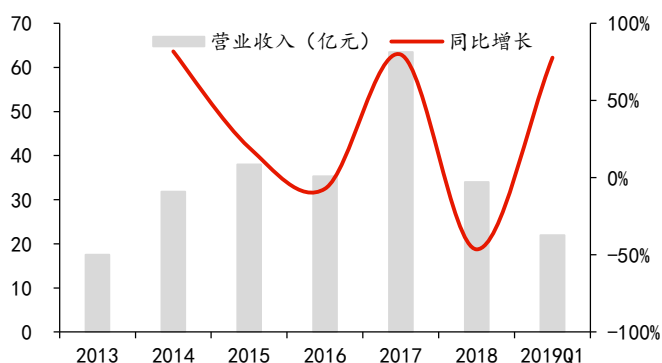
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

天房发展：控股股东天房集团重启混改

天房发展大股东为天津房地产集团有限公司，实控人为天津市国资委，是以房地产开发经营为主，物业管理为辅，集商品房销售、商业资产运营和建筑材料经营为一体的综合性房地产企业。2018 年公司实现权益销售面积 15.11 万平，权益销售金额 38.04 亿元。2018 年公司实现营收 34.01 亿元，同比下滑 46.43%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比下滑 38.24%；年末总资产 316.63 亿元。

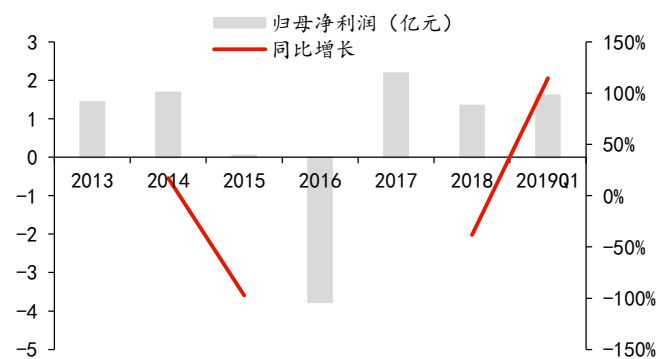
天房发展控股股东天房集团早在 2017 年 6 月便开始筹划混改方案，据我们跟踪，方案历经一波三折。2019 年 4 月，天房发展收到天房集团《关于重新启动天津房地产集团有限公司混合所有制改革工作并确定混改基准日的函》，天津市国资委拟重新启动天房集团混合所有制改革工作，并以 2019 年 3 月 31 日为天房集团混改基准日，选聘中介机构，开展审计评估工作。若天房集团混改取得新的进展，天房发展作为集团旗下最重要的融资平台和地产平台，经营效率有望得到提升。

图表142： 天房发展营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表143： 天房发展归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表144： 天房集团混改进展

时间	天房集团混改进展
2017 年 6 月	天津市国资委在天津产权交易中心公布天房集团混改方案，拟通过增资扩股、股权转让等形式引入投资者，拟引入的投资者持股比例为 40%-60%
2018 年 4 月	天津市国资委在天津产权交易中心公布天房集团混改方案，拟公开挂牌让渡公司 65% 股权。其中，战略投资者通过受让取得天津津诚国有资本投资运营有限公司所持有的天房集团增资前 50% 股权（对应增资后 35% 股权）；通过增资取得天房集团增资后 30% 股权。战略投资者需为国内排名前三十强具有一定规范的现代制度的房企
2019 年 4 月	天房发展收到天房集团《关于重新启动天津房地产集团有限公司混合所有制改革工作并确定混改基准日的函》，天津市国资委拟重新启动天房集团混合所有制改革工作，并以 2019 年 3 月 31 日为天房集团混改基准日，选聘中介机构，开展审计评估工作

资料来源：天津产权交易中心，公司公告，华泰证券研究所

加速证券化

部分国有房企在大股东层面仍有较多尚未装入上市公司的优质资源，存在与上市公司进行业务合作，甚至整合注入上市公司的潜在可能。我们建议投资者关注华发股份、南国置业、上海临港。但需注意，目前房企的重组和再融资还是受到政策限制，后续政策演化仍待观察，存在一定不确定性。

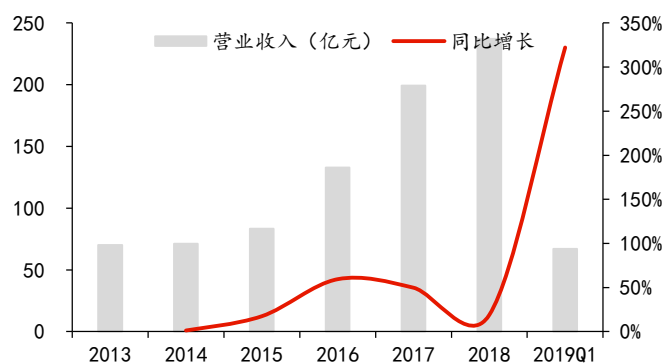
华发股份：大股东华发集团粤港澳深厚资源护航公司发展

华发股份大股东为珠海华发集团有限公司，实控人为珠海市国资委，在房地产领域深耕细作近 40 年，在珠海拥有区域龙头地位。2004 年上市以来，公司实施“立足珠海，面向全国”的发展战略，初步形成了以珠海为战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等重要一线城市及二线城市为发展重点的战略布局，正在向全国化布局迈进。2018 年公司实现销售面积 194.87 万平，同比增长 45.69%；实现销售金额 582 亿元，同比增长 87.64%。2018 年公司实现营收 236.99 亿元，同比增长 18.80%；实现归母净利润 22.84 亿元，同比增长 41.88%；年末总资产 1822.09 亿元。

除了上市公司在粤港澳大湾区的深厚资源，公司控股股东华发集团在珠海也拥有大量土地储备和一级开发项目。根据《珠海华发集团有限公司 2018 年度第一期中期票据募集说明书》，华发集团位于珠海的非房地产板块土地储备（已通过招拍挂竞得土地，且不在上市公司体内）计容建面共计 452.25 万平，主要是一级土地开发后又通过招拍挂获得的横琴新区十字门中央商务区、会展中心附近地块，其中涉宅用地计容建面供给 251.39 万平。此外，华发集团通过珠海华发综合发展有限公司等子公司（不在上市公司体内）进行十字门中央商务区、金湾航空新城、保税区二期、珠海高新区北围、富山产业新城等片区的一级土地开发，开发区域总占地面积 170.45 平方公里，规划居住用地建面 2161.71 万平。

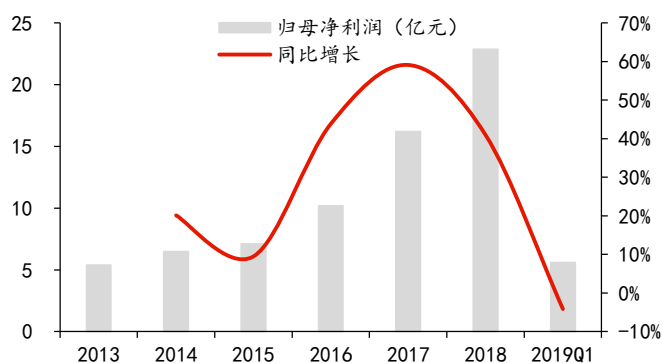
华发集团曾经就房地产二级开发同业竞争问题承诺：“若华发集团及下属企业继续取得任何可能与本公司所从事的房地产开发业务形成竞争的项目或土地使用权，华发集团亦会将该等项目或土地使用权通过托管、合作方式交由本公司开发或以本公司为主开发，或按照国有资产转让的相关规定将该项目进行对外转让。”我们认为华发集团珠海土地储备培育成熟后，为了避免同业竞争，存在托管予华发股份开发（公司按照销售金额的一定比例收取品牌使用费、营销费、工程管理费）、合作开发甚至资产注入的可能，有望为公司持续拓展大湾区优质土地储备提供坚实保障。

图表145： 华发股份营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表146： 华发股份归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表147： 华发集团在珠海拥有大量一级开发项目

一级开发区域	位置	占地面积 (平方公里)	规划居住用地 建面 (万平)
珠海十字门中央商务区	毗邻湾仔、横琴和拱北三大口岸，东面与澳门一水相隔，南至横琴环岛东路，西邻珠海保税区及横琴大桥，北靠将军山脉，通过港珠澳大桥与香港直接相连	5.77	329
金湾航空新城核心区	东起机场东路，西至双湖路，北到金湖大道，南到中心河的规划主干道	3.8	205
保税区二期	珠海保税区位于珠海市的南面，紧靠横琴新区和十字门中央商务区，与澳门隔水相望；保税区二期项目位于珠海保税区的西南角，东至宝珠路，南至情侣西路，西至保西路，北至南湾大道	2.3	76.87
珠海高新区北围	珠海唐家湾北部，北与中山市南朗镇接壤，南靠科技创新海岸(南围)片区，西以京珠高速公路为界，东以规划防洪海堤为界限，与淇澳岛隔海相望	8.58	206.84
富山产业新城	起步区东至五山大道，西至新城大道，南至珠峰大道，北至高标准基本农田以及马山北路以南、火烧茅顶以北区域	150	1344

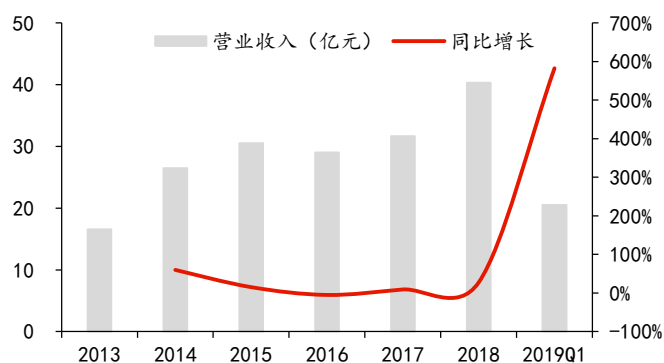
资料来源：《珠海华发集团有限公司 2018 年度第一期中期票据募集说明书》，华泰证券研究所

南国置业：背靠电建地产，协同空间广阔

南国置业大股东为中国电建地产集团有限公司，实控人为国务院国资委，是一家以商业地产为引导，涵盖购物中心、酒店、公寓、写字楼、文化产业园等多种物业类型的综合性物业开发企业。2018 年公司销售面积 57.18 万平，新增土储建面 81.58 万平，年末土储建面 100.81 万平，在建项目建面 326.39 万平，在运营商业项目 17 个，累计运营面积 108.95 万平，已形成以武汉为核心区域，成都、重庆、北京、南京、荆州、襄阳等城市多点布局的发展态势。2018 年公司实现营收 40.31 亿元，同比增长 27.34%，其中物业销售营收占比达 90%；实现归母净利润 0.84 亿元，同比增长 47.01%；年末总资产 239.65 亿元。

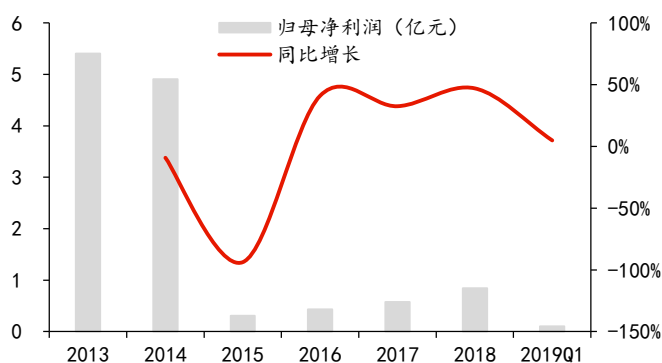
公司大股东电建地产是国务院国资委核定的首批 16 家主营房地产开发与经营业务的央企之一，2018 年实现营收 202.12 亿元，实现归母净利润 7.51 亿元，年末总资产 1226.76 亿元。根据电建地产债券募集说明书，截至 2018Q1，电建地产土地储备为 457.03 万平，是南国置业的 4 倍多；2017 年末除一级开发、参股项目、保障房项目、酒店项目、南国置业所属项目外，电建集团共有在建项目 19 个。在南国置业体外，电建地产还拥有大量房地产资产，存在与南国置业协同开发运营的空间。

图表148： 南国置业营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表149： 南国置业归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

上海临港：借壳重组以来第二次资产注入

上海临港大股东为上海临港经济发展集团资产管理有限公司，实控人为上海市国资委，以产业园区的开发建设、运营管理、配套服务为主业。2018 年公司实现销售面积 6.6 万平，施工面积 160 万平，年末总在租面积为 44.6 万平，持有待开发土地面积 33.8 万平。2018 年公司实现营收 19.29 亿元，同比下滑 6.90%，其中房产销售营收占比 81%；实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 6.23%；年末总资产 155.15 亿元。

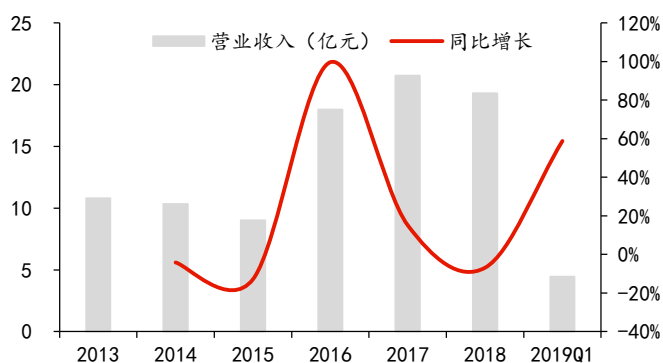
2019 年 5 月，公司向上海市漕河泾新兴技术开发区发展总公司等发行股份购买资产并募集配套资金的方案获中国证监会批复。公司拟向漕总公司（与上市公司同受上海临港经济发展(集团)有限公司控制）等发行股份及支付现金购买漕河泾园区的园区开发业务资产，以及公司下属从事园区开发与运营相关业务的南桥公司、双创公司、华万公司的少数股权，其中发行股份支付对价 161.06 亿元（发行数量 7.79 亿股，发行价格 20.68 元/股），现金支付对价 27.93 亿元；同时拟向包括普洛斯、建工投资、东久投资在内的不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过 60 亿元。本次交易是公司借壳重组以来的第二次资产注入，公司资产规模在临港集团支持下有望持续扩大，同业竞争问题得到进一步解决。

图表150： 2019 年 5 月上海临港拟收购资产对价情况（单位：亿元，特殊注明除外）

交易对方	标的资产	标的资产对价	现金对价	股份对价	发行股份数量 (亿股)
漕总公司	合资公司 65%股权，高科	182.29	27.19	154.10	7.45
	技园公司 100%股权				
漕总公司	科技绿洲公司 10%股权	0.74	0.74	-	-
天健置业	南桥公司 40%股权	4.74	-	4.74	0.23
久壘投资	南桥公司 5%股权，华万	0.80	-	0.80	0.04
	公司 8%股权				
莘闵公司	双创公司 15%股权	0.21	-	0.21	0.01
华民置业	华万公司 27%股权	0.70	-	0.70	0.03
蓝勤投资	华万公司 20%股权	0.52	-	0.52	0.02

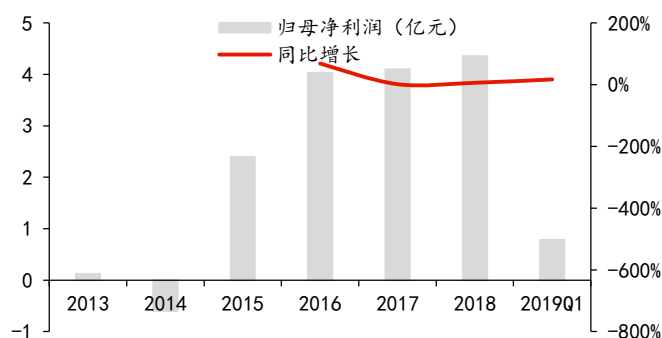
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表151： 上海临港营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表152： 上海临港归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

借助大股东资源探索转型路径

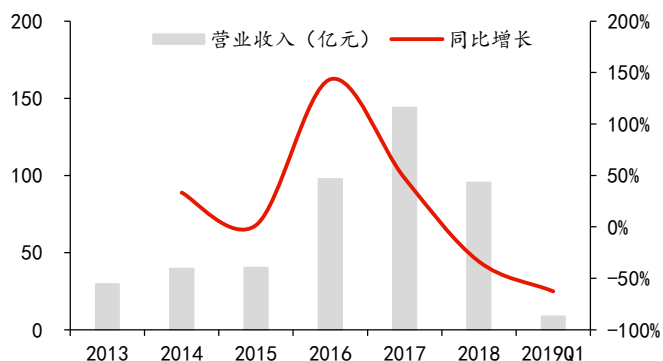
部分国有房企计划借助集团在其他产业的资源，实现去地产化转型。我们建议投资者关注云南城投。但需注意，房地产行业转型具有一定特殊性，在融资和业务整合层面可能存在政策障碍。

云南城投：转型康养文旅产业

云南城投大股东为云南省城市建设投资集团有限公司，实控人为云南省国资委，以房地产投资与开发为主营业务，截至 2018 年末，业务区域逐渐拓展至北京、广东、海南、浙江、四川、陕西等区域，实现了从“立足昆明、布局云南”到“以云南为中心向西南和全国扩展”的区域发展战略。2018 年公司实现销售面积 52.85 万平，年末一级土地整理面积 132.61 万平，土储计容建面 470.79 万平，开发项目未竣工建面 802.92 万平。2018 年公司实现营收 95.43 亿元，同比下滑 33.69%；实现归母净利润 4.91 亿元，同比增长 86.13%；年末总资产 848.68 亿元。

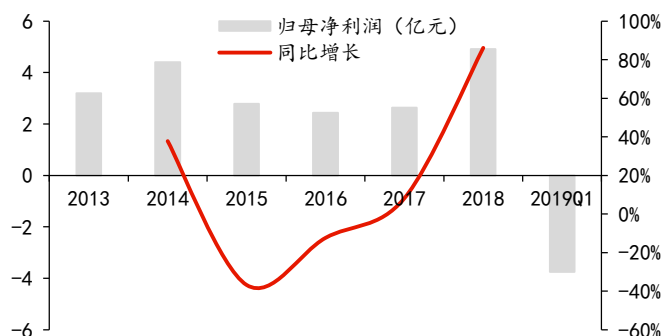
根据公司年报，公司未来将继续加强向大健康、大休闲产业的战略转型要求，协同集团大健康、大休闲资源优势向康养、文旅产业转型。我们预计公司将逐渐转让房地产业务，并更多与集团协同的康养、文旅项目落地。

图表153： 云南城投营收和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表154： 云南城投归母净利润和同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表155： 房地产板块建议关注的国企改革标的（单位：亿元，市值为 2019 年 5 月 31 日数据）

国企改革类型	证券简称	实际控制人	第一大股东	总市值	2018 年归母净利润	2018 年末总资产
北京区域国改	首开股份	北京市国资委	北京首都开发控股(集团)有限公司	233	32	2,914
北京区域国改	电子城	北京市国资委	北京电子控股有限责任公司	60	4	140
集团层面混改	中交地产	国务院国资委	中交房地产集团有限公司	44	8	402
集团层面混改	天房发展	天津市国资委	天津房地产集团有限公司	43	1	317
大股东资源合作	华发股份	珠海市国资委	珠海华发集团有限公司	171	23	1,822
大股东资源合作	南国置业	国务院国资委	中国电建地产集团有限公司	47	1	240
大股东资源合作	上海临港	上海市国资委	上海临港经济发展集团资产管理有限公司	387	4	155
大股东助力转型	云南城投	云南省国资委	云南省城市建设投资集团有限公司	46	5	849

资料来源：Wind，华泰证券研究所

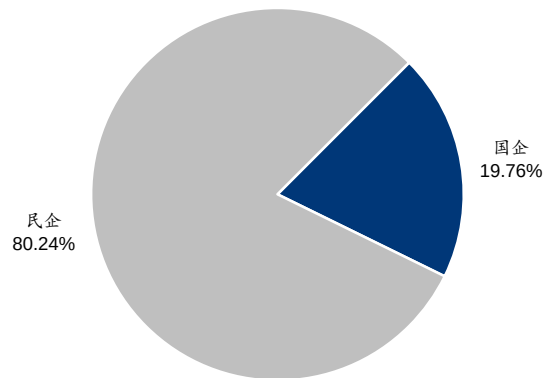
机械：国企改革或将提升机械行业国企盈利能力

国企改革或为机械设备行业的国企注入新活力。机械板块中徐工机械、厦工股份、北方华创、郑煤机、天地科技、沈阳机床等多家上市公司被纳入“双百企业”名单。我们认为，国企改革推进提上日程，有望通过资本结构调整及股权激励等途径，改善企业资产负债表，提升机械板块的国企经营效率和盈利能力，从而使国企在竞争性较强及市场化程度较高的机械行业中能扩大特有优势，提升竞争力。

机械板块民企居多，竞争性强市场化程度高

机械板块 A 股 410 家上市公司中民企占比达 80.24%，体现出较高的市场化程度。部分民营企业是机械各子板块的龙头企业。如高空作业平台龙头浙江鼎力，工程机械行业龙头三一重工，缝制设备龙头杰克股份，手工具龙头巨星科技，锂电设备龙头先导智能等都是优质的民营企业。

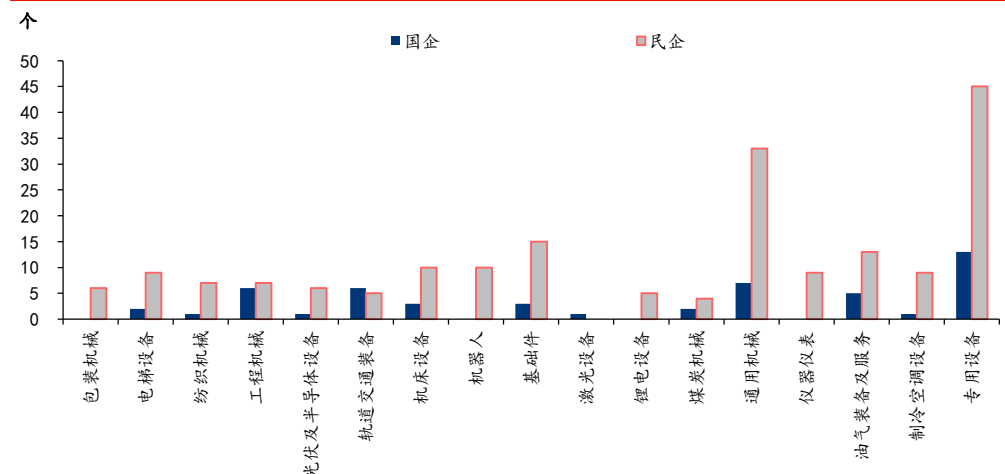
图表156： A 股机械民营企业与国有企业数量占比（数据日期：2019.5.29）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

机械设备行业整体市场化程度较高，细分子板块间差异较为明显。其中通用机械及部分专用机械存在一定同质化，行业竞争较激烈，民营企业由于其较为得当的人才激励方式及成本控制，易在板块中崭露头角；轨道交通设备、煤炭机械和工程机械等行业有较高资本及技术壁垒，市场集中度较高，国企由于其先发优势及资本运作优势，成为板块中主要玩家。

图表157： A 股机械子板块民企与国企数量比较（数据日期：2019.5.29）

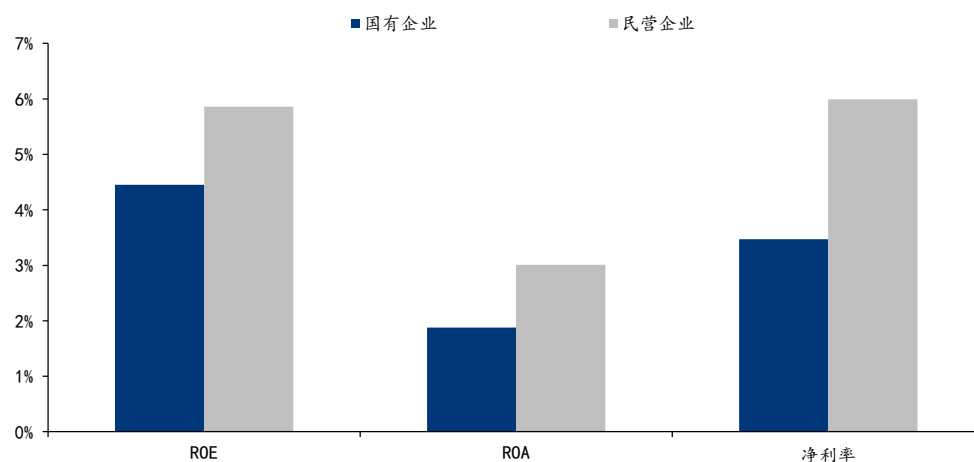


资料来源：Wind，华泰证券研究所

国企改革或提升机械板块国企经营效率，扩大竞争优势

机械设备板块国企的盈利能力略低于民营企业，且资产负债率高于民营企业。据 Wind，2018 年机械板块国企和民企的平均 ROE（整体法）分别为 4.45% 和 5.86%，平均 ROA（整体法）分别为 1.88% 和 3.01%，净利率分别为 3.47% 和 5.99%，国企的盈利能力略低于民营企业。而国企截止 2018 年底的平均资产负债率（整体法）达到 64.14%，相比民企高出 13.32 pct。

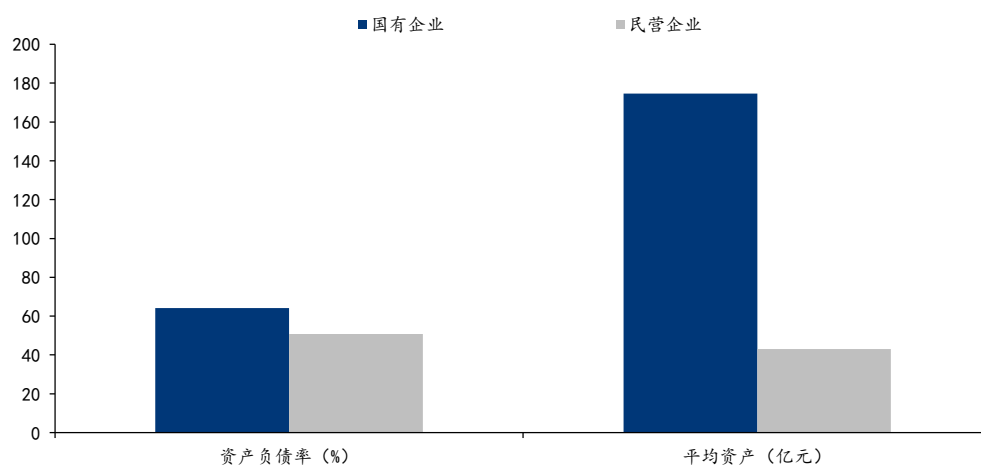
图表158： 2018 年机械板块国企与民企 ROE、ROA 和净利率情况比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所（统计口径剔除重大商誉减值企业，剔除标准为 2018 年商誉减值超过 0.5 亿元且对当年净利润影响超过 20% 的公司）

国企改革或提升机械板块国企经营效率，盈利能力提升空间可观。据 Wind，截止 2018 年年底，国企的平均总资产（整体法）为 175 亿元，是民企平均总资产的 4.06 倍。如国企改革推行顺利，企业经营管理水平优化，资产负债率持续改善，假设机械板块国企的 ROA 能提升至 2018 年民营企业的平均水平，在总资产不变的条件下，国企的净利润能平比 2018 年提升 2 亿，达到 2018 年的 1.6 倍。

图表159： 2018 年机械板块国企与民企资产负债率及平均资产情况比较

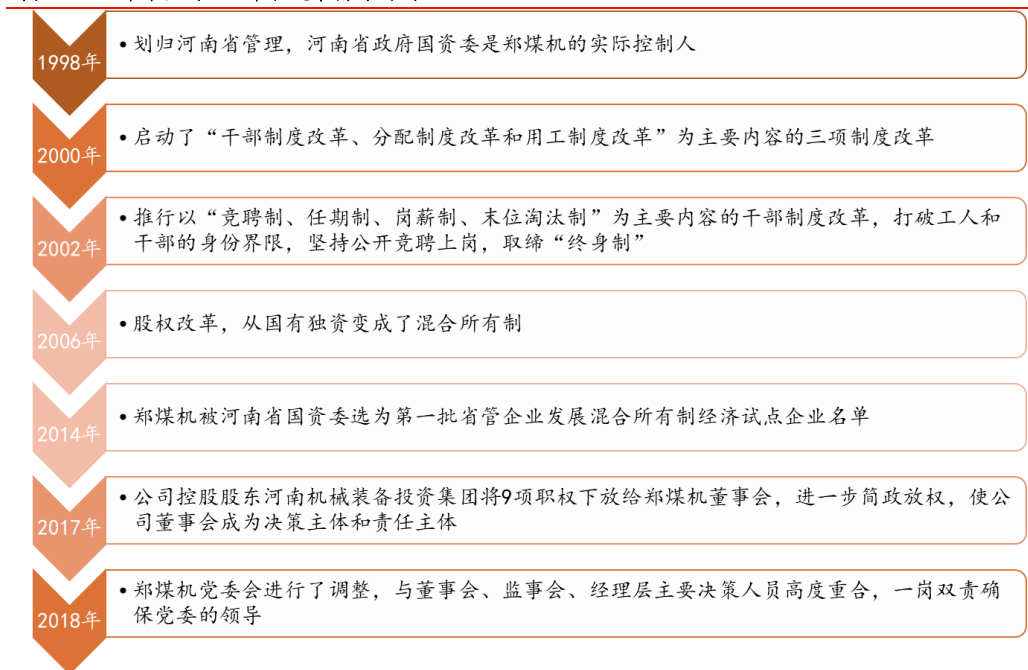


资料来源：Wind，华泰证券研究所（统计口径剔除重大商誉减值企业，剔除标准为 2018 年商誉减值超过 0.5 亿元且对当年净利润影响超过 20% 的公司）

部分机械板块国企已有优化激励机制及股权结构变更等部署

郑煤机在推进混改的过程中，使董事会成为真正决策和责任主体。2014 年，郑煤机被河南省国资委选为第一批省管企业发展混合所有制经济试点企业名单。2017 年公司控股股东河南机械装备投资集团将经营方针、部分对外投资项目、所出资企业的处置及改革改制、工资总额、债权发行、资产转让、经理层选聘等 9 项职权下放给郑煤机董事会，进一步简政放权，使公司董事会成为决策主体和责任主体，实现了国资监管体制和上市公司运作机制的有机统一。

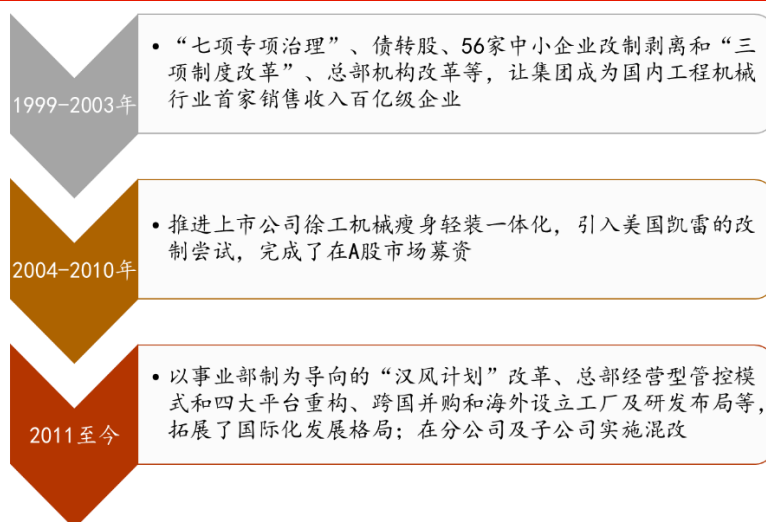
图表160： 郑煤机国企改革相关举措时间线



资料来源：郑煤机官网，华泰证券研究所

郑煤机被纳入“双百企业”名单，治理结构及激励机制有望持续优化。郑煤机已经推进职业经理人改革、薪酬制度改革，但按照现行管理体制，在中长期激励机制创新上相对乏力，产业转型中管理团队激励、高端人才引进等方面还不能与完全市场化的企业竞争，多元化的激励考核手段仍需要进一步探索推广。

徐工机械的实际控制人徐工集团有序在分公司、子公司实施混改，持续改革以增强企业市场竞争力。1989 年，徐工集团作为国家“集团化改革样板”组建。公司持续推荐改革探索，3 家直销公司，PC 构件公司、养护机械公司、跨境电商混改已基本完成，环境公司、矿业设备公司等混改正有序推进。

图表161： 徐工集团国企改革相关举措时间线

资料来源：徐工集团官网，华泰证券研究所

部分机械板块国企已有优化激励机制及股权结构变更等部署。杭氧股份在 2019 年 1 月公告了控股股东国有股权划转暨股权结构变更，将杭氧集团 90% 的国有股权划转至杭州市国有资本投资运营公司，资本运营公司对业绩考核更为注重，与企业发展的目标更加一致，或帮助企业实现更快发展。

钢铁：政策指导步步为营，国企混改持续推进

钢铁行业兼并收购、国企混改持续推进。2016 年，继 46 号文提到钢铁行业的兼并重组从 2016-2025 年分三步走后，同年 11 月工信部发布《钢铁工业调整升级规划(2016-2020 年)》，指出进一步深化混合所有制改革，深化国企改革力度，支持产钢大省优势企业以资产为纽带，推进区域内钢企兼并收购。我们认为，政策指导区域龙头钢企作为混改主体，有助于钢企注入新活力，并提高区域钢铁产业集中度，促进钢企以及整个行业持续健康发展。

图表162： 钢铁行业国家层面兼并重组文件一览

日期	部门	文件名	主要内容
2016/02	国务院	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	行业兼并重组取得实质性进展，产业结构得到优化，资源利用效率明显提高，产能利用率趋于合理
2016/11	工信部	《钢铁工业调整升级规划(2016-2020 年)》	按市场化运作、企业主体、政府引导的原则，结合化解过剩产能和深化区域布局调整， 进一步深化混合所有制改革，深化国企改革力度，推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组 ，形成若干家世界级一流超大型钢企集团；在不锈钢、特殊钢、无缝钢管等领域形成若干家世界级专业化骨干企业，避免高端产品同质化恶性竞争。支持产钢大省优势企业以资产为纽带，推进区域内钢企兼并重组，形成若干家特大型钢铁企业集团，改变“小散乱”局面，提高区域产业集中度和市场影响力
2016/09	国务院	《关于推进钢铁产业兼并重组处置僵尸企业的指导意见》（46 号文）	到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70% 的产量将集中在 10 家左右的大集团内，其中包括 8000 万吨级钢铁集团 3-4 家、4000 万吨级钢铁集团 6-8 家和一些专业化钢铁集团，如无缝钢管、不锈钢等专业化钢铁集团。围绕这一总目标，钢铁产业兼并重组从现在至 2025 年将分三步走：第一步是到 2018 年，将以去产能为主，该出清的出清，同时，对下一步的兼并重组做出示范；第二步是 2018 年-2020 年，完善兼并重组的政策；第三步是 2020 年-2025 年，大规模推进钢铁产业兼并重组
2018/04	国家发 改委	《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》	进一步完善有利于企业实施兼并重组的政策环境，按企业主体、政府引导、市场化运作的原则，结合化解钢铁过剩产能和优化产业布局，鼓励有条件的企业实施跨地区、跨所有制的兼并重组，处理好兼并重组过程中的资产、债务等问题，依法妥善安置兼并重组后的富余职工

资料来源：国家部委网站，华泰证券研究所

杭钢股份：拟注入杭钢集团金属品及原燃材料贸易板块

杭钢股份于 2019 年 6 月 4 日发布《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》，拟向商贸集团发行股份购买冶金物资 85% 股权、杭钢国贸 85% 股权，支付现金购买冶金物资剩余 15% 股权、杭钢国贸 14.5% 股权，向东菱股份发行股份购买东菱商贸 100% 股权，向富春公司支付现金购买其下属商贸业务板块经营性资产及负债（含杭钢香港 100% 股权、富春东方 100% 股权及除前述股权外的下属商贸业务板块经营性资产及负债）。经交易双方协商，确定发行股份购买资产的股份发行价格为 5.63 元/股（杭钢股份 2019 年 6 月 5 日收盘价为 5.06 元/股）。此次交易的价格、发行股份数量等将在后续重组报告书中予以披露。

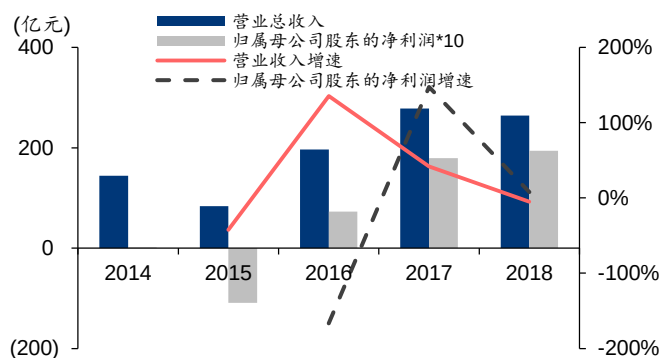
此次交易有望实现杭钢集团金属品及原燃材料贸易板块的整体上市。此次重组交易对方为商贸集团、东菱股份及富春公司。其中，商贸集团为杭钢集团的全资子公司，东菱股份为杭钢集团控股子公司，富春公司为商贸集团的全资子公司，杭钢集团为杭钢股份控股股东。因此，此次重组后，杭钢集团仍为杭钢股份的控股股东，浙江省国资委仍为杭钢股份的实际控制人，此次重组不会导致上市公司实际控制人变更。此次交易标的资产均属于金属品及冶金原燃材料等大宗商品贸易行业，主要从事钢铁、有色金属、冶金炉料等的销售、加工、配送等供应链商贸流通业务。

图表163： 杭钢股份收购标的简介及 2017-2019 年前 4 月业绩情况

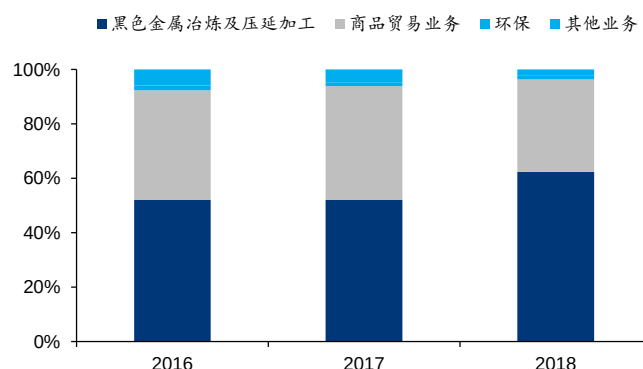
公司名称	公司简介	营业收入		归属于母公司股东净利润		
		2019 年 1-4 月	2018 年	2017 年	2019 年 1-4 月	2018 年
浙江省冶金物资有限公司	主营为有色金属、钢材、冶金炉料产品的贸易，包括铜、铝、铅、钢板、钢带、螺纹钢、矿石、煤炭等	9,336	26,846	27,888	40	127
浙江东菱商贸有限公司	主营为钢材、冶金炉料、有色金属等产品的贸易，包括钢板、钢带、螺纹钢、矿石、钢坯等	76			0.4	
浙江杭钢国贸有限公司	主营为钢材、不锈钢产品、冶金炉料等产品的贸易，包括中厚板、热轧卷板、冷轧卷板、煤、焦炭、铁矿石等	10,940	28,811	20,208	48	79
富春公司下属商贸业务板块经营性资产及负债	主要涉及铁矿、煤矿等钢铁冶金大宗原料的进口及分销业务	3,951	11,750	10,074	5	34
						95
						36

资料来源：杭钢股份公告，华泰证券研究所；单位：百万元；东菱商贸由东菱股份在 2019 年 3 月 25 日出资设立，原为东菱股份金属品及原燃材料贸易业务板块；富春公司股权资产主要包括杭州钢铁（香港）有限公司和宁波富春东方贸易有限公司 100%股权

杭钢股份有望成为杭钢集团旗下钢铁、贸易、环保等产业的综合性上市平台。杭钢股份属于控股型企业，所从事的业务由下属宁波钢铁、紫光环保、再生资源等子公司开展，业务以宁波钢铁所从事的钢铁业务为主，以部分环保业务为辅。杭钢股份主要钢铁产品为热轧卷板，根据公司年报，2018 年杭钢股份热轧钢卷产量、销量分别为 442.53、437.9 万吨。通过此次重组，杭钢股份有望成为杭钢集团旗下以钢铁制造及金属品及原燃材料贸易产业相融合为主业，以环保产业为辅业的综合性上市平台，且杭钢股份有望进一步延伸和完善钢铁原材料采购、钢铁生产制造、销售的一体化产业链，优化供应链资源及渠道配置效率，并有助于减少实质关联交易的规模和频次。

图表164： 2014-2018 年杭钢股份业绩表现

资料来源：Wind、华泰证券研究所

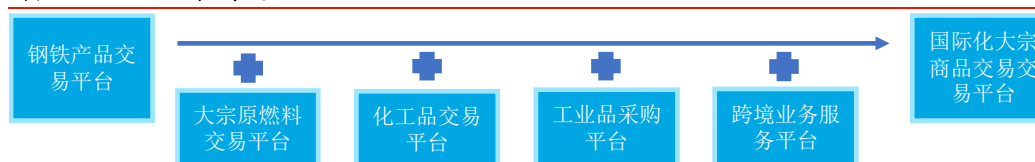
图表165： 2016-2018 年杭钢股份营业收入构成

资料来源：Wind、华泰证券研究所

宝钢股份：下属公司欧冶云商成功混改

欧冶云商是宝武集团和宝钢股份战略转型的核心平台。2015 年 2 月，欧冶云商股份有限公司（以下简称“欧冶云商”）成立，由宝钢股份会同旗下子公司宝钢国际，及控股股东宝钢集团共同出资 20 亿元发起设立。其中，宝钢股份和宝钢国际以持有的东方钢铁 100% 股权，作价 10.2 亿元认缴了欧冶云商 51% 股权；宝钢集团则持股 49%。在宝武集团的战略规划中，欧冶云商是宝武集团和公司实现战略转型的核心平台。

欧冶云商整合宝钢集团钢铁电子交易资源，目前形成电商、物流、数据、材料、金融五大板块。欧冶云商在前期形成的交易（电商）、物流、金融三大核心板块基础上，通过延伸钢铁产业链，相继成立资源、国际、化工、资讯 4 个子平台，形成全产业链服务体系。

图表166： 欧冶云商发展途径

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

欧冶云商引入多家战略投资者，并建立核心员工持股计划。2017 年 5 月 31 日，北京首钢基金有限公司、本钢集团有限公司、江苏沙钢集团有限公司、普洛斯投资（上海）有限公司、北京建信股权投资基金（有限合伙）和三井物产株式会社 6 家企业入股欧冶云商；共有 126 名核心骨干员工认购 5% 股权。欧冶云商是央企首批员工持股试点的十家企业之一，也是其中唯一具备新兴行业背景并处于战略孵化期的企业。引入大型钢企、上下游业务合作伙伴等战略投资者，将为平台导入优质资源，实现大宗商品产业链的“共建、共享”，并完善治理、决策机制。

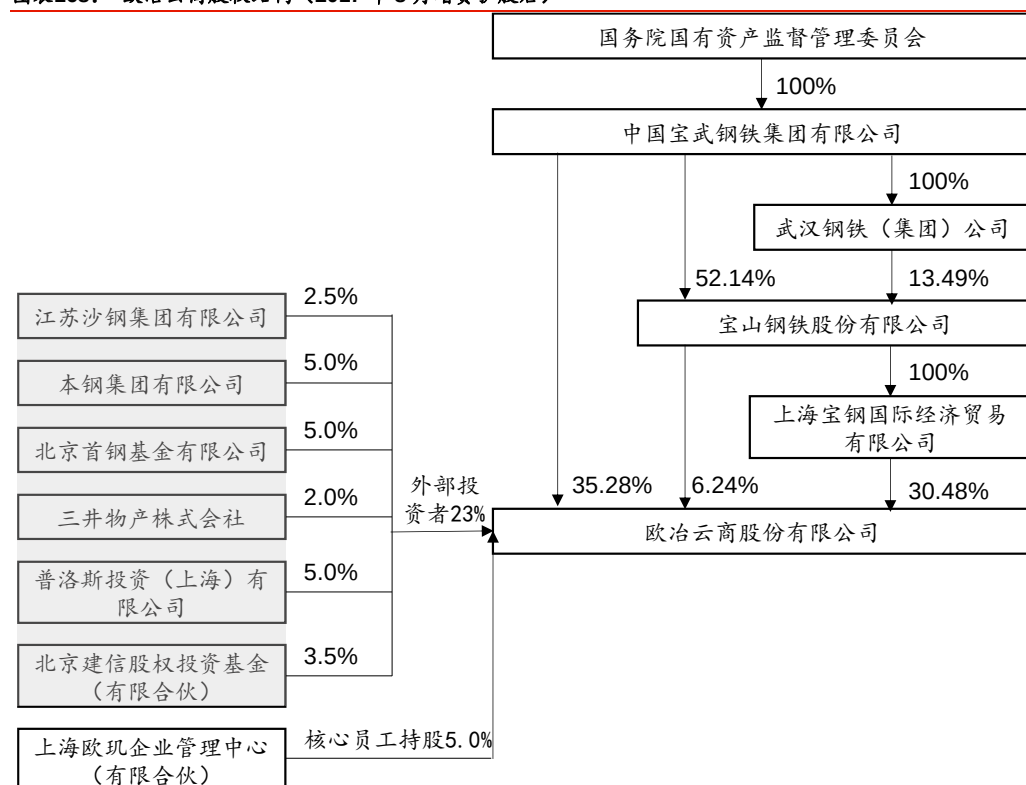
本次股权开放增资完成后，宝钢股份及其全资子公司宝钢国际对欧冶云商合计持股 36.72%，宝武集团直接持股 35.28%、成为欧冶云商控股股东，公司自 2017 年 8 月起不再对欧冶云商并表，改为按权益法核算。

图表167：钢铁电商公司经营情况比较

证券代码	公司名称	2017		2018		市值
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	
NA	欧冶云商	22.69	-2.12	184.38	-1.17	NA
300226	上海钢联	736.97	0.48	960.55	1.21	109
002711	欧浦智网	69.22	2.10	48.89	-41.79	17.11

资料来源：Wind，宝钢股份年报，华泰证券研究所；单位：亿元，总市值为 2019 年 5 月 30 日收盘价计算

图表168：欧冶云商股权结构（2017 年 8 月增资扩股后）



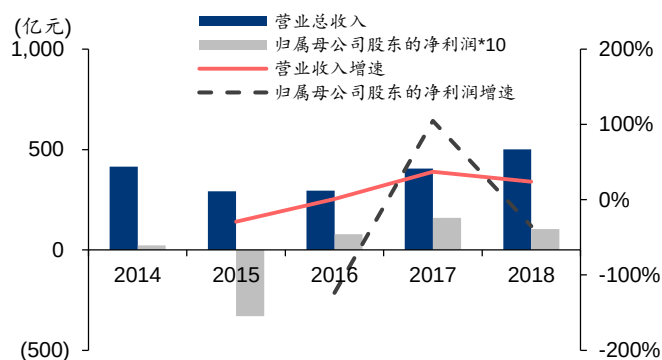
资料来源：《关于欧冶云商完成增资扩股及核心员工持股暨不再纳入公司合并报表范围的公告》，华泰证券研究所

本钢板材：控股股东本钢集团成为国企混改主体

本钢集团被列为辽宁省国企混改单位。2018 年 8 月 31 日，沈阳联合产权交易所推出《辽宁省省属国有企业混合所有制改革首批 48 个项目推介合辑》，涉及到本钢集团的混改对象具体到集团下属的四家非核心子公司，分别是辽宁恒泰重机有限公司混合所有制改革、辽宁恒通冶金装备制造有限公司混改项目、本溪钢铁(集团)信息自动化有限责任公司混改项目、本钢矿业公司矿产资源合作开发项目；2018 年 9 月 19 日，本钢板材收到控股股东本溪钢铁(集团)有限责任公司通知，辽宁省政府最终将本钢集团列为推进国有企业混合所有制改革单位，且相关混合所有制改革将不会导致辽宁省国资委实控人的地位发生改变。

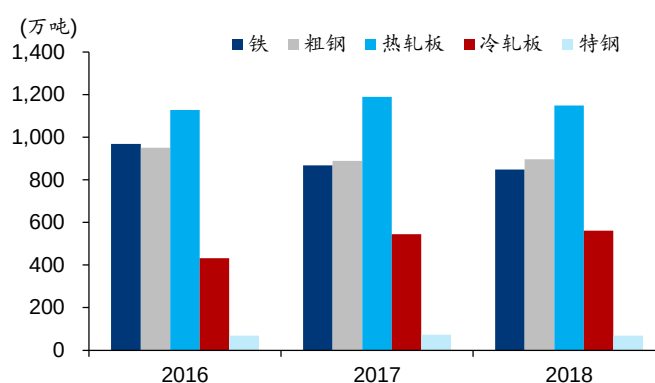
本钢板材是国内领先的汽车板材。根据本钢板材 2018 年年报，公司已经形成了 60 多个品种、7500 多个规格的产品系列，高附加值和高技术含量产品比例达到 80% 以上，汽车表面板、家电板、石油管线钢、集装箱板、船板等主导产品，被广泛应用于汽车、家电、石油化工、航空航天等领域，并远销 60 多个国家和地区，用户涵盖奔驰、宝马、通用、日产、福特、菲亚特、雷诺等全球知名品牌。2018 年生产热轧板 1149 万吨，冷轧板 561 万吨，特钢 68 万吨。

图表169： 2014-2018 年本钢板材业绩表现



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表170： 2016-2018 年本钢板材钢铁产品产量



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

有色：国企甄选精品民企谋大势，内部改制激发高端制造活力

国企甄选精品民企谋大势

在有色领域内，我们发现大型国企开始甄选产业链中的优质民企开始布局，以作为产业整合和集团内部相关资产运作平台。

恒邦股份：低估的美资源拟国改金银标的

江西铜业 3 月 4 日晚公告，拟通过协议转让方式收购恒邦股份 29.99%，股份转让价格为 29.76 亿元，转让单价为 10.90 元/股。本次交易完成后，江西铜业将成为恒邦股份控股股东。保证将在未来 60 个月内根据所控制企业的主营业务发展特点整合各企业发展方向，努力解决与恒邦股份及其下属企业构成竞争或潜在竞争的业务，包括但不限于将符合条件的优质资产、业务优先注入恒邦股份。

根据公司公告，江铜 100% 所有权黄金储量 289.6 吨，联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源储量约为 52 吨，共计约 341.6 吨（铜金伴生和金矿均有），黄金业务主要聚焦于控股子公司江西黄金，目前处于运营整合阶段。

绝非传统冶炼，先进工艺赋予公司类资源和危废处理属性

恒邦公司并非传统冶炼公司，我们认为其是类资源黄金企业，甚至在环保日趋严苛的大趋势下，恒邦先进的火法冶炼技术将成为未来解决金矿危废问题的利器。公司冶炼金盈利模式与钴矿类似，赚取的是矿石折扣价，折扣目前约为 8 折，随着未来难处理矿石增加和环保趋严，经营环境有望持续改善。公司多处理全球极难处理金矿，避免了目前产能占比超 60% 的传统氰化工艺形成的危废问题（未来可能大幅增加生产成本）。

积极布局小金属和高纯材料剑指半导体等原料

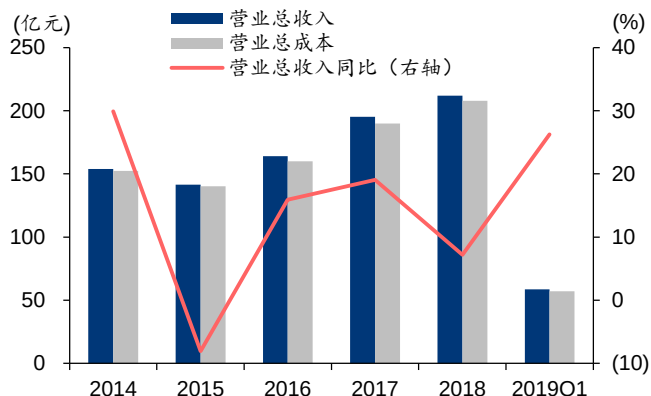
2017 年后投资的湿法冶炼废渣处理和小金属两个项目均在 18 年下半年投产，为公司贡献了金银和小金属增量。已实现铋、碲、锑白、二氧化硒、铂、钯等产品的规模生产。

2018 年 9 月，公司发布公告表示，拟以自有资金出资 1 亿元，在牟平恒邦化工产业园内设立全资子公司烟台恒邦高纯新材料有限公司，拟从事高纯砷、高纯锑、高纯铋、高纯碲、砷化镓、砷化铟、锑化镓等高纯材料和半导体材料的生产和销售。

具有成长性的金银公司

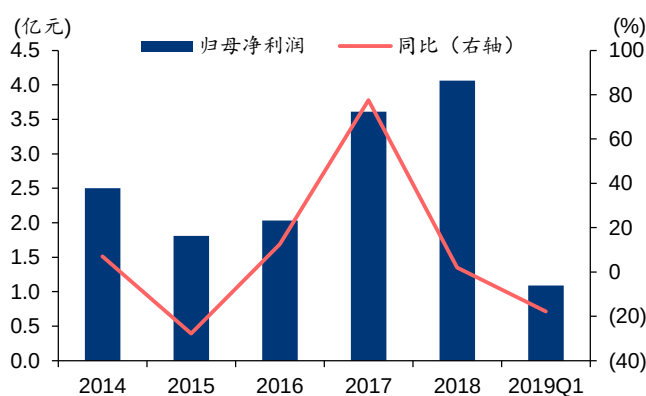
2018-20 冶炼金处理能力预期从 12t 增至 18t，白银产量约为 500-600t，并进一步提升砷锑钨铂等小金属提炼能力；自产金产能预期 2018-21 年将从当前约 1.4t 增至 3.5-4t。我们预计 2019-20 公司归母净利润约为 4.6 亿和 5.4 亿。

图表171： 公司 2014-2019Q1 营业总收入及增速和营业总成本



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表172： 公司 2014-2019Q1 归母净利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

云海金属：携手宝钢有望加速汽车轻量化推进

据公司公告，2018 年 12 月 25 日，通过签署《股份转让协议》，公司实际控制人将其持有上市公司 8% 的股份，按 7.02 元/股的价格转让给宝钢金属，实现了部分股份转让。据 Wind，宝钢股份冷轧汽车板在高端市场保持领先地位，车用钢板已通过通用、福特、克莱斯勒等大型汽车厂的 QS9000 认证标准。我们认为这是宝钢金属围绕汽车轻量化和高端制造的产品线拓展的必要布局，有望巩固龙头地位，对于未来的产品研发、客户拓展乃至涉足产业整合能力提升或大有裨益。

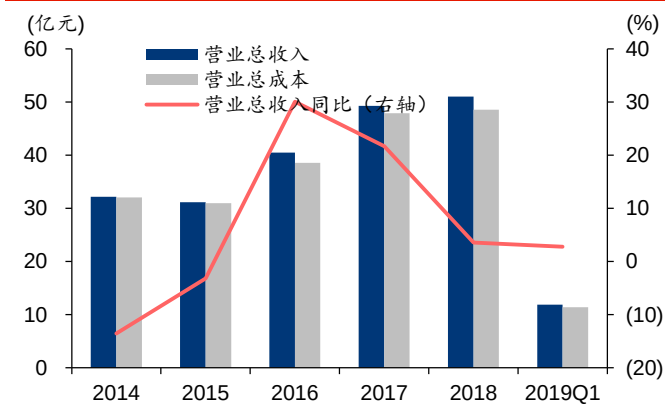
镁合金需求稳增，云海金属主业稳步增长

据年报，2018 年内云海金属加大压铸件新品开发，新增微通道扁管产线，同时在印度新建压铸公司，布局轮毂产业；在汽车轻量化方面，已经形成镁合金方向盘骨架等主打产品。我们认为公司在镁材料加工领域持续布局，轻量化和高端制造领域有望继续拓宽。

据镁业协会统计，2018 年受环保限产等影响，国内原镁产量达到 86 万吨，同比减少 5.4%；国内全年消费量 45 万吨，同比增长 7%。据亚洲金属网数据，19 年 4 月 23 日国内镁价最新价格为 1.69 万元/吨，较 18 年同期增长约 11.9%。我们预计 19 年公司原镁产量可达到 8.5 万吨左右，镁行业景气度提升的背景下，我们认为公司盈利有望持续改善。

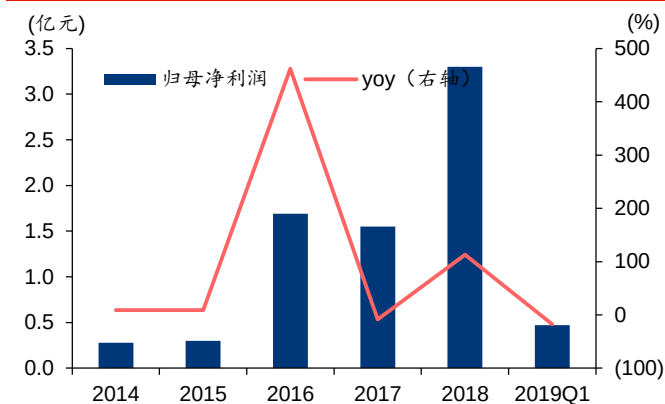
另外，公司于 3 月 27 日公告，与南京溧水经济技术开发区总公司签署合同，主要关于公司厂区（溧水经济开发区）搬迁补偿，补偿总金额为 6.75 亿元（不含税）；补偿款分三期支付，公司必须在 2021 年 6 月 30 日前搬迁完毕。公司预计本次拆迁补偿预计将对业绩产生积极影响。作为国内镁行业的龙头，我们认为公司有望继续受益镁价高位和轻量化趋势的发展，考虑搬迁补偿预计 19-21 年归母净利润为 4.32、3.51、5.61 元。

图表173： 公司 2014-2019Q1 营业总收入及增速和营业总成本



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表174： 公司 2014-2019Q1 归母净利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

股权激励激发国企高端制造活力

钢研高纳：军工景气叠加限制性股权激励激发活力

公司于 2019 年 3 月 18 日公告，拟进行限制性股票激励计划。本计划拟向激励对象定向发行 1347 万股限制性股票，占总股本 3%，发行价 6.23 元/股，激励对象 138 人，占公司总人数的 12%，包括董事、高管、核心骨干人员。本次计划有效期 5 年，前 24 个月为限售期。之后 36 个月中，若符合解除限售条件，激励对象每 12 个月可解除 1/3 限售股份。公司业绩考核目标是：解锁日前一年的（1）归母净利润复合增速不低于 20%（以 18 年为基础）；（2）ROE 不低于 8%；（3） $\Delta EVA > 0$ ，且前两项均不低于对标企业 75 分位值。当公司不满足考核目标或激励对象不满足个人考核目标时，相关股份将按授予价格被回购并注销。我们认为公司股权激励计划若执行，将有利于员工工作效率提升和业绩增长。

航空发动机发展正当时，利好 A 股高温合金龙头企业

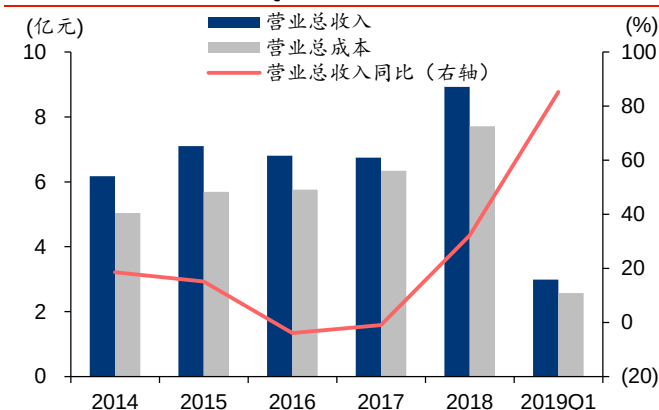
钢研高纳是国内唯一的主营高温合金的上市公司，公司产品全面、技术领先，在多个市场具有较高份额。高温合金约 55% 用于航空航天领域，在我国主要用于军用航空发动机。我们认为公司作为行业龙头，将受益于下游军工订单的增加。从历史规律看，每个五年计划后期，军工集团营收和净利润增速呈上升趋势，而材料企业作为产业链前端有望首先受益。叠加 2016 年以来大型运输机、新一代战斗机等新型装备集中列装，旧一代军机存在更新需求，我国战略空军发展提速，未来军工材料市场需求广阔。

政策驱动发展，预计航发领域高温合金年市场空间约 25 亿元

自 2016 年航发集团成立后，我国航空发动机事业与下游飞机研制相分离，摆脱了配套掣肘。2015 年以来，两机专项及新材料产业多项政策也明确提到将支持航发及高温合金发展。2016-18 年军改影响消除后，在政策驱动下，航发及配套行业进入加速发展状态。从下游角度看，我国空军战斗机、运输机、武装直升机均有较大增长空间，其中战斗机主要集中在三、四代战机及国产航发的替代，运输机增量集中在大型运输机运-20 的列装，直升机增量集中在直-20。我们测算航空发动机带来的高温合金年市场空间约 25 亿元，明显高于公司现有营收水平。

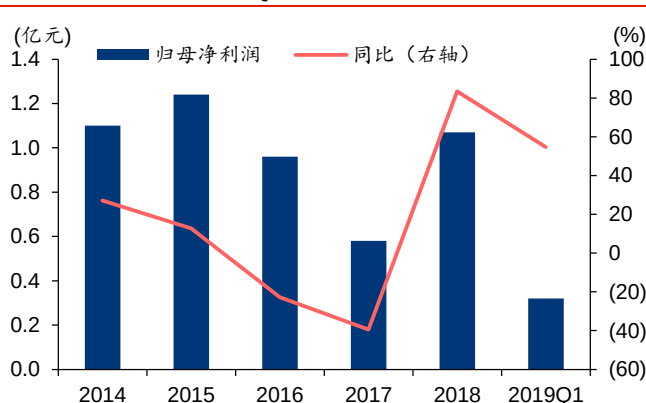
我们认为公司作为国内高温合金行业龙头，有望受益于下游航空发动机事业快速发展。当前军改结束后装备订单恢复，叠加空军多种新式武器装备集中亮相，预计下游订单将显著增长。此外航发集团成立后，飞发分离和多项产业政策也将支持航发的研制，拉动高温合金需求。此外公司对青岛新力通股权的收购也将显著增厚整体利润。我们预计公司 2019-21 年归母净利润分别为 1.67/1.92/2.26 元。

图表175： 公司 2014-2019Q1 营业总收入及增速和营业总成本



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表176： 公司 2014-2019Q1 归母净利润



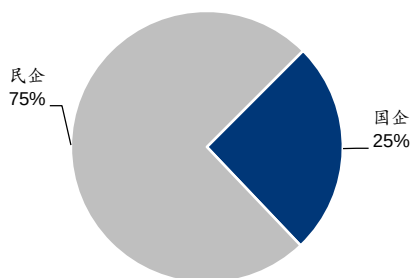
资料来源：Wind，华泰证券研究所

化工：国企改革推动化工行业高效转型

国有化工企业普遍规模较大

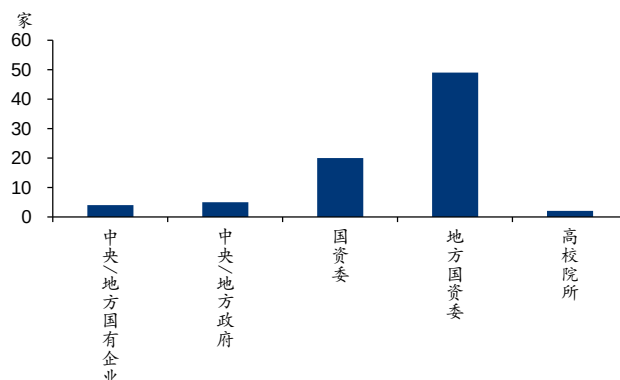
化工行业处于产业链的中上游，生产原料来自石油、天然气、煤炭、无机矿石等资源产品，下游则对应建材、纺服、家电、汽车等终端行业，与人民的衣食住行密切相关。据我们统计，化工行业（以中信行业分类为基准，由华泰化工组根据各企业的业务变化进行微调）的 315 家上市公司中，国企、民企数量分别为 80、235 家，占比分别为 25.4%、74.6%。在化工行业的上市国企中，实际控制人为国资委、地方国资委的分别为 20、49 家，占比分别为 25.0%、61.3%，其他实控人还包括中央/地方政府、国有企业、各类高校院所等。

图表177： 国企约占化工行业上市公司数量的 25%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

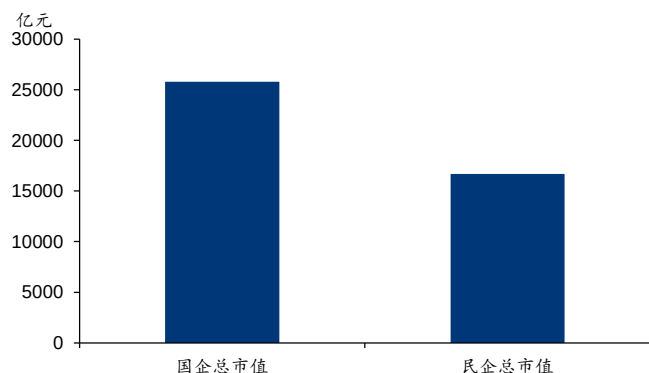
图表178： 化工国企按实际控制人的分类情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

以 2019 年 5 月 31 日收盘价为基准，化工上市公司中的 80 家国有企业总市值为 25223 亿元，235 家民企/私企的总市值为 17040 亿元，平均市值分别为 315.3 亿元、72.5 亿元，若剔除中石油、中石化后，国企的总市值为 6474 亿元，平均市值为 83.0 亿元。总体而言，化工国企的平均经营规模大于民企。

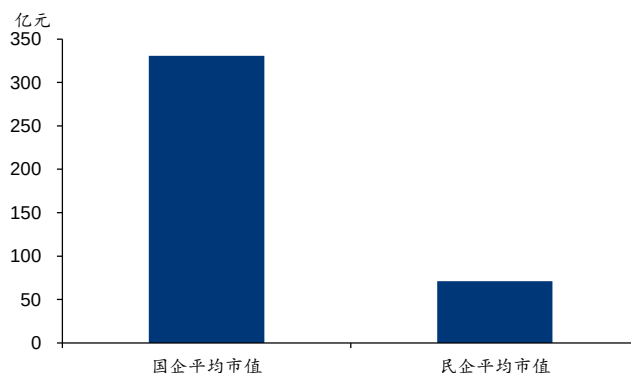
图表179： 化工上市国企及民企总市值情况



注：股价截至 2019 年 5 月 31 日

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表180： 化工上市国企平均市值高于民企



注：股价截至 2019 年 5 月 31 日

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表181: A股市值排名前十的化工上市公司情况

排名	公司简称	总市值/亿元	实际控制人名称	实际控制人属性
1	中国石油	12390	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
2	中国石化	6360	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
3	万华化学	1194	烟台市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委
4	宝丰能源	1028	党彦宝	个人
5	恒力股份	866	陈建华,范红卫夫妇	个人
6	荣盛石化	722	李水荣	个人
7	浙江龙盛	539	阮水龙,阮伟祥,项志峰	个人
8	上海石化	489	国务院国有资产监督管理委员会	国资委
9	新和成	417	胡柏藩	个人
10	恒逸石化	384	邱建林	个人

注:截至2019年5月31日

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

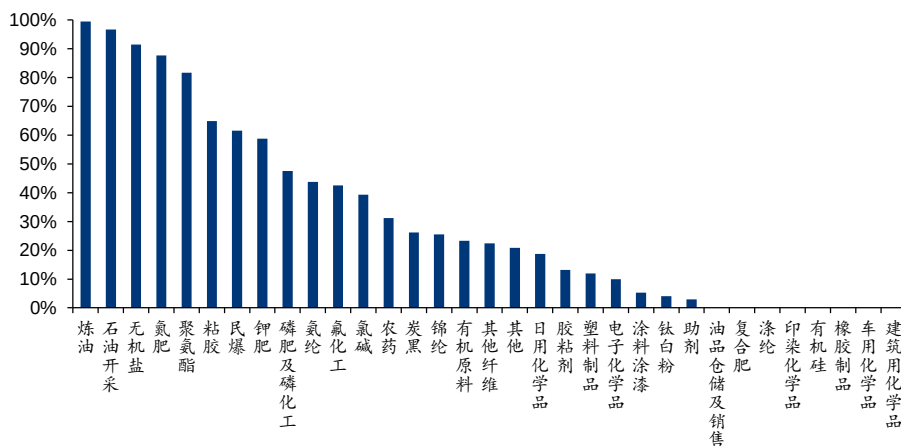
化工国企主要分布在偏上游的子行业

以企业的总市值为基准,国有企业在各化工子行业的分布总体呈现出以下特征:

- 1) 集中在上游的基础原材料领域,如油气、无机盐、氮肥、聚氨酯、磷肥、钾肥、氯碱等,上述部分行业还具备一定的资源属性,叠加高资本开支,民企、私企一般难以涉足,构成了国有企业的天然护城河;
- 2) 集中在有严格准入限制的行业,如民爆、氟化工等。

相应地,在偏下游的化工子行业中,原料稀缺性不高,行业竞争较为激烈,主要体现在技术和企业经营效率的比拼,相关子行业中国企占比相对较低,涤纶、印染化学品、有机硅、橡胶制品、车用/建筑用化学品子行业甚至全部为民营资本占据。此外,电子化学品、助剂、农药等精细化工领域中,民营企业亦占据主导地位。

图表182: 化工各子行业国企市值占比情况



注:市值数据截至2019年5月31日;

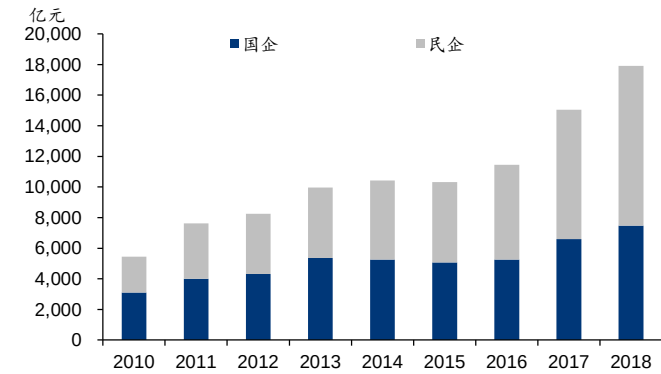
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

化工国企具备较大盈利改善潜力

2018年,化工国企上市公司合计实现营收7470.8亿元(已剔除中石油、中石化),占化工行业总营收的41.7%,实现净利润418.1亿元,占行业净利润的36.4%,略低于营收占比。根据我们测算,2018年化工国企的加权平均ROE为6.8%,显著低于民企的10.9%。自2010年以来,国有企业的盈利水平和净资产回报率均显著低于民营企业。

尽管2015年以后国企净利率伴随行业景气度提升有所回升,但其在转型升级、资本运作上较民营企业而言缺乏灵活度,导致在市场竞争中仍处于下风。另一方面,国企尤其是央企往往还处于小公司大集团的模式,资产证券化率较低,上市公司背后的集团公司拥有大量优质资产和核心技术,若未来完成资产注入,相关公司的业绩有望显著改善。

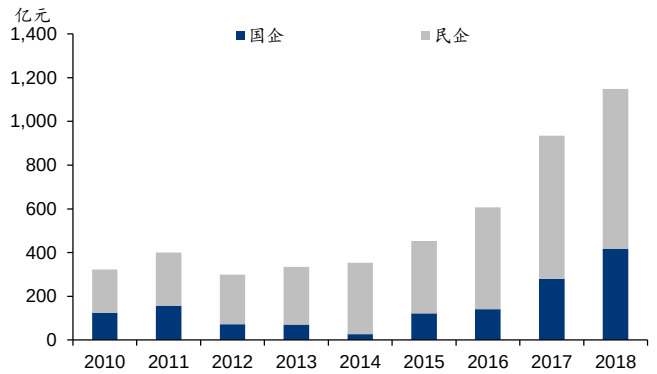
图表183： 化工上市公司的营收变化情况



注：已剔除中石油、中石化

资料来源：Wind、华泰证券研究所

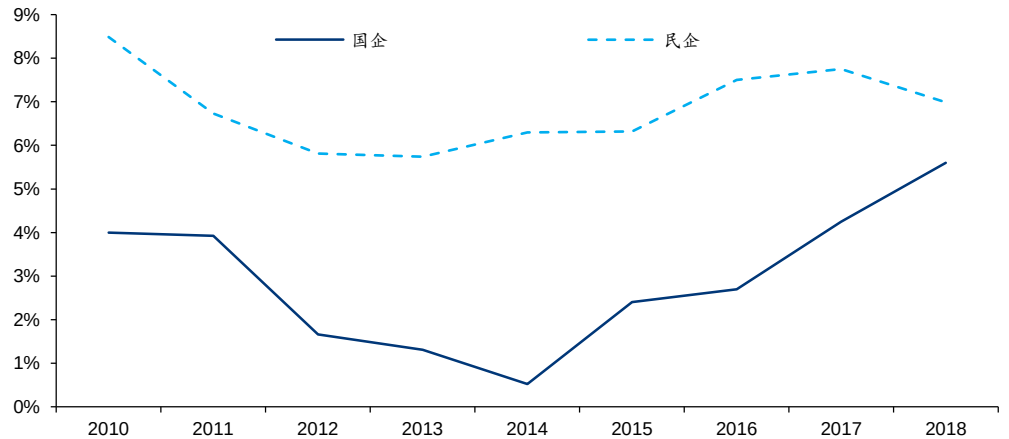
图表184： 化工上市公司的净利润变化情况



注：已剔除中石油、中石化

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表185： 化工国企上市公司净利率水平显著低于民企上市公司



资料来源：Wind、华泰证券研究所

股权激励和资产整合有望成为化工行业国企改革主要手段

从行业层面来看，我们认为中长期而言，化工行业景气将震荡下行，部分前期产能扩张较快的子行业未来或面临产能过剩的局面。推动国有企业进行转型不仅符合从“量”向“质”转变的国内工业发展大方向，且能够促进地方官员政绩考核和国有企业绩效考核标准的多元化，有望逐步缓解国内化工品产能过剩的局面，以提升行业整体的利润水平。

从企业层面看，通过国有企业运行机制的改革和行业资源的整合，将有利于公司治理结构的完善。提高企业的经营管理水平，将公司管理绩效与业绩相挂钩，能够使大小股东利益诉求趋于一致，从而提升公司经营效率和市场价值。

从行业的改革案例来看，国企改革主要存在三种途径：1) 股权改革：通过混改引入战略投资者；2) 资产证券化：以资产注入和重组整合为主；3) 管理体制变革：通过股权激励，员工持股计划等手段提高员工积极性。

具体而言，所处行业景气度较高且竞争格局较好的化工企业，盈利水平普遍较高，若历史上选择了相对保守的发展战略，适宜采取股权激励的方式对企业核心管理、技术团队进行激励，以促进企业的持续高速发展；所处行业景气度较低的企业，可通过整合资产的方式，退出产能严重过剩的行业，转向景气度较高的行业；所处行业有严格准入机制的企业，随着行业准入标准的变化，竞争状态也会随之改变，亦有助于促进龙头企业加速资源整合，相关企业可采取股权激励、兼并、收购等多种方式强化自身竞争力。

2019 年，化工国企改革进程不断加快，其中中国石化销售子公司的上市、天然气领域中国管网公司组建、以及“两化”整合有望成为化工企业国企改革的重点和亮点，相关公司包括中国石化、中国石油、安道麦、安迪苏等。

风险提示

- 1) 部分领域的央企改革需要政策层面自上而下推动，具体政策推进到方案的制定进度以及推进的节奏可能不达预期；
- 2) 地方国企改革可能受到地方性政策的影响，不与中央层面推进节奏协同，其资产重组、资产注入等资本运作推进速度不达预期；
- 3) 公司层面国企改革推进进程不达预期，改革推进需要大股东，企业经营管理层、员工多方面协同，可能存在推进进程不达预期，正面影响难以兑现的风险；
- 4) 重组影响存在一定的不确定性。改革重组如果缺乏坚定执行力与内部支持，可能对公司经营、管理均有较大影响，进而有影响企业盈利能力的风险；
- 5) 中美贸易摩擦、国内宏观经济超预期下行等因素，使得周期和政策属性较强的国企业绩预期下修风险；
- 6) 中美贸易摩擦升级、海外资产价格波动传导至 A 股等因素带来的系统性估值下修等风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com