

国改带动川渝上市央国企价值发现

——国企改革系列专题之二

摘要

● **川渝地区：西部新动力之源与现代产业体系打造。**川渝地区位于东西结合、南北交汇之处，是西部内陆经济最发达的区域，未来川渝两地将以成渝地区为龙头，推动成渝双城经济圈建设。从经济总量看，2023年上半年川渝GDP规模占全国总量的7.12%。从产业优势上看，四川省以电子信息、装备制造、先进材料、能源化工、食品轻纺、医药健康等为产业基础，食品饮料、资源开采等行业在全国具有相对优势，后续将打造“3+4+4+N”现代制造业新体系，加快发展“4+6”现代服务业；重庆市的支柱产业包括电子信息、汽摩、装备制造、消费品和原材料等，汽车、运输设备、计算机通信电子等制造业在国内具有相对优势，后续将加快发展集成电路、新能源汽车等战略性新兴产业。

● **国企改革带动川渝上市公司价值发现。**十八大以后，随着市场经济蓬勃发展，国企改革进入了全面深化时期，顶层设计更加清晰，政策框架和基层探索相结合，取得了瞩目的进展。川渝国资委通过部署地方国企改革具体工作举措、重大专项改革项目、推动企业混改试点落地及制度改革等多种方式敦促引导地方国企完成国企改革目标，实现企业价值提升。2013年底至今，可比口径下，重庆央国企上市公司合计市值由1732.8亿增至3546.4亿，市值翻倍，四川央国企上市公司合计市值由3017.5亿增至14746亿，市值增长接近4倍。我们选择川渝重点特色产业中的龙头上市央国企来观察其国企改革成果。

五粮液是四川省六大支柱产业之一的食品轻纺产业标杆企业、全国白酒行业龙头。国企改革是白酒行业发展的重要主线之一。五粮液2015年发布混改方案，2017年新管理层就任后锐意进取，开启“二次创业”，混改解决了公司发展中的痛点，绑定员工与核心经销商，优化了利益分配，有效地提升了公司治理结构，财务层面实现了盈利质量与规模齐升。

东方电气是四川省六大支柱产业之一的装备制造业标杆企业，全球最大的发电设备供应商和电站工程总承包商之一，我国综合电力设备商龙头和唯一央企。公司大股东东方电气集团把混改作为深化国企改革的重要举措，按照“一原则、两遴选、三标配、四同步”的模式打造“央企混改”样板。公司作为集团的上市平台，多次通过增发、并购、可转债等资本运作提高集团优质资产的资产证券化率，并推进制度改革，发展科创引擎带动业务发展。公司改革带动业绩持续提升，公司盈利能力优于行业。

长安汽车是重庆市支柱产业之一的汽车产业标杆企业，是重庆唯一一个市值超千亿元的上市公司，综合乘用车板块龙头。公司通过长安新能源科技和阿维塔的混改解决了电动化、智能化研发、业务发展和资金短缺的矛盾，有效地激发了企业活力，增厚公司业绩。公司持续推动组织和科创机制变革，坚持打造富有活力和竞争力的人才团队。改革推进下，公司盈利近年大幅优化。

太极集团是重庆市“十四五”重点发展的医药生物产业集群中的标杆企业，中药行业龙头。公司母公司太极有限于2019年9月启动混改，中国医药集团入主，实现了资源整合和优势互补；在国药的带动下，公司优化治理结构，聚焦主业，精简高管，并持续推进三项制度改革，实施员工持股，完善产品布局。公司混改成果显著，业绩实现了大幅提升。

● **风险提示：**统计偏差等。

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 赋能现代化，把握国企重估机遇——国企改革系列专题之一（2023-08-13）
2. 找工 or 招工？中美劳动力市场对比（2023-08-07）
3. 波浪式前行下的调控与部署——7月中央政治局会议解读（2023-07-26）
4. 反以往，覆以验来——复盘日本经济泡沫破灭后的政策应对（2023-07-12）
5. 他山之石：美国、日本财政政策对比（2023-07-05）
6. 全球央行“购金热”的驱动与影响——国际货币体系演变解析之二（2023-06-08）

目 录

1 川渝地区：西部新动力之源与现代产业体系打造.....	1
2 川渝重点行业标杆上市企业国改成果.....	3
2.1 四川省白酒行业标杆—五粮液国改成果.....	3
2.2 四川省电力设备行业标杆—东方电气国改成果	9
2.3 重庆市汽车行业标杆—长安汽车国改成果	16
2.4 重庆市医药行业标杆—太极集团国改成果	21
3 川渝上市公司指标汇总.....	28

图 目 录

图 1: 川渝两地 GDP 增长情况.....	1
图 2: 川渝两地财政收支差额及财政收入增长情况.....	1
图 3: 2021 年, 四川省规模以上工业企业前 20 个行业营业收入以及占全国同行业营业收入的比重	2
图 4: 2021 年, 重庆市规模以上工业企业前 20 个行业营业收入以及占全国同行业营业收入的比重	3
图 5: 五粮液股权结构.....	4
图 6: 五粮液 2017 营销架构.....	7
图 7: 15-23H1 公司收入利润情况(亿元)及增速.....	9
图 8: 15-23H1 公司毛、净利率变化趋势.....	9
图 9: 15-23H1 公司及申万三级白酒指数 ROE 变化趋势	9
图 10: 15-23H1 公司及申万三级白酒指数资产负债率变化趋势.....	9
图 11: 东方电气股权结构.....	10
图 12: 15-23Q1 公司营业收入(亿元)及增速.....	15
图 13: 15-23Q1 公司利润情况(亿元)及增速.....	15
图 14: 15-23Q1 公司毛、净利率变化趋势	15
图 15: 15-23Q1 公司 ROE、资产负债率及现金比率变化趋势	15
图 16: 长安汽车股权结构.....	16
图 17: 长安汽车品牌结构.....	18
图 18: 15-23Q1 公司营业收入(亿元)及增速.....	20
图 19: 15-23Q1 公司利润情况(亿元)及增速.....	20
图 20: 15-23Q1 公司毛、净利率变化趋势	20
图 21: 15-23Q1 公司 ROE、资产负债率及现金比率变化趋势	20
图 22: 太极集团成立至今大事件	21
图 23: 太极集团混改历程.....	22
图 24: 太极集团股权结构.....	22
图 25: 22 年公司人员构成	24
图 26: 14-22 年公司员工人均创收创利(万元)	24
图 27: 15-23H1 公司营业收入(亿元)及同比增速.....	26
图 28: 15-23H1 公司利润情况(亿元)及同比增速.....	26
图 29: 15-23H1 公司毛、净利率变化趋势.....	27
图 30: 15-23H1 公司及申万中药指数 ROE 变化趋势.....	27
图 31: 15-23H1 公司及申万中药指数资产负债率变化趋势.....	27
图 32: 15-23H1 公司及申万中药指数现金比率变化趋势.....	27

表 目 录

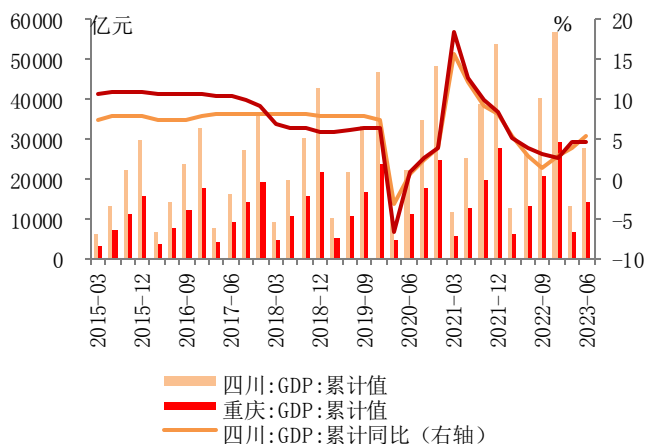
表 1：五粮液 2015 年非公开发行拟募投项目	5
表 2：五粮液非公开发行股票方案	5
表 3：五粮液二次创业以来公司召开的重要会议及相关部署	6
表 4：五粮液产品矩阵	7
表 5：五粮液“千百十人才工程”	8
表 6：东方电气集团混改模式	11
表 7：东方电气募资情况	11
表 8：东方电气 2023 年定向增发募集资金项目投入情况	12
表 9：东方电气解除限售期及业绩考核目标	13
表 10：东方电气“六电并举”具体情况	14
表 11：长安汽车 2016 年第一轮股权激励对象	19
表 12：长安汽车 2021 年第二轮股权激励对象	19
表 13：太极集团管理层变动历史	23
表 14：太极集团第一期员工持股计划持股情况	24
表 15：太极集团核心药品	25
表 16：太极集团药品分类营收数据（2022 年）	26
表 17：重庆上市公司指标汇总	28
表 18：四川上市公司指标汇总	29

1 川渝地区：西部新动力之源与现代产业体系打造

川渝地区位于东西结合、南北交汇之处，而且是“一带一路”、长江经济走廊、国际陆海新通道等交通要道的交汇点，加快川渝发展对内辐射西部内陆地区，向外链接东亚、东南亚、南亚等地区，对形成国内国际双循环新发展格局将起到举足轻重的作用。未来川渝两地将以成渝地区为龙头，推动成渝双城经济圈建设，加快经济发展并发挥重要战略地位。2022年，成渝地区双城经济圈实现地区生产总值77587.99亿元，占全国的比重为6.4%，占西部地区的比重为30.2%，地区生产总值比上年增长3.0%，与全国经济增速持平。

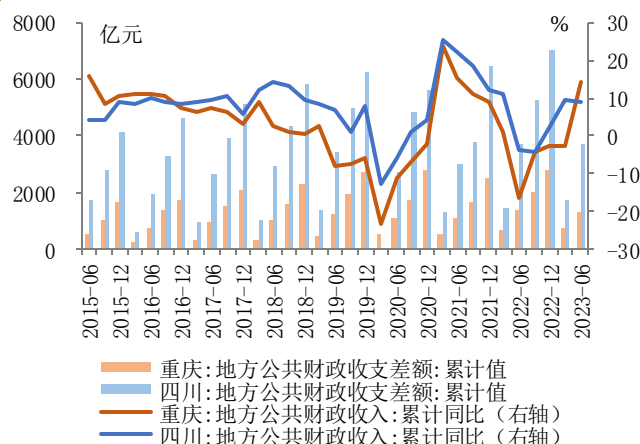
川渝地区是我国西部内陆经济最发达的区域，作为带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源，未来发展空间巨大。2023年上半年四川省实现地区生产总值27901.01亿元，同比增长5.5%，GDP规模在全国31个省市自治区中位居第6位，第二、三产业增加值占比分别为36.2%和56.2%；重庆市GDP为14345.95亿元，同比增长4.6%，GDP规模位列全国第16位，第二、三产业占比分别为40.1%和55.2%。2022年四川省和重庆市的人均GDP分别约为6.8和9.1万元，在全国31个省市自治区中分别位列第10和第20位。从财政状况来看，2023年上半年四川省地方一般公共预算收入完成3012.6亿元，同口径增长7.2%，支出完成6740.3亿元，增长9.2%，财政收支差额为3727.7亿元；重庆市一般公共预算收入完成1165.3亿元，增长14.4%，支出完成2478.4亿元，增长2.1%，财政收支差额为1313.1亿元。广义财政方面（包括第一、二本帐），四川省的广义财政收入约4352.9亿元，支出9614.4亿元，广义财政收支差额约为5261.5亿元，重庆市广义财政收入完成1626亿元，支出3644.9亿元，收支差额为2018.9亿元。

图1：川渝两地GDP增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：川渝两地财政收支差额及财政收入增长情况



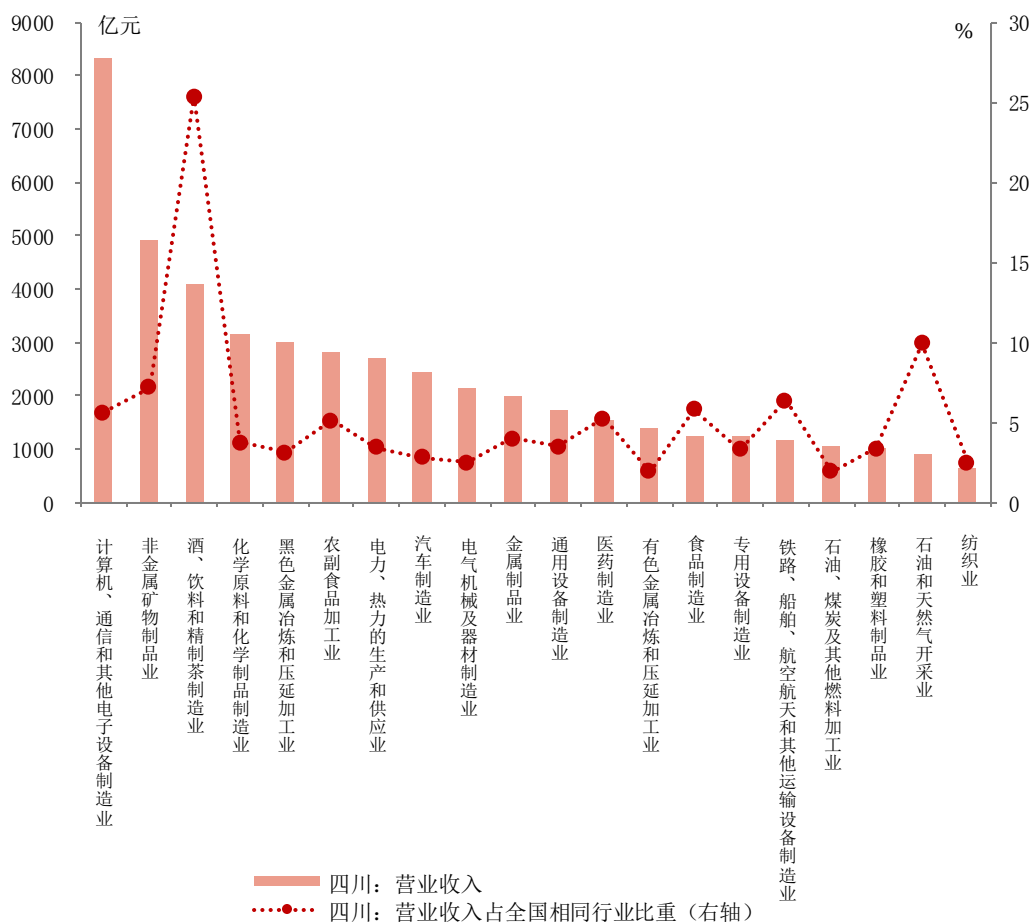
数据来源：Wind，西南证券整理

四川省以“5+1”产业为基础，打造“3+4+4+N”现代制造业新体系，加快发展“4+6”现代服务业。从产业发展来看，四川省既有着“天府之国”之称，土地肥沃，物产丰饶，又有着“三线”建设的历史，形成了较为完善的工业体系。电子信息、装备制造、先进材料、能源化工、食品轻纺、医药健康六大产业为四川省的支柱产业，是四川基础最优、前景最好、具有比较优势和竞争优势的行业。2021年，四川电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料和能源化工产业分别实现营收14611.5亿元、8069.8亿元、10030.2亿元、7674.2亿元和8556.2亿。从相对优势来看，酒、饮料和精制茶、开采辅助活动、石油和天然气开采等规上工业行业的营业收入在全国的占比居前。据《四川省“十四五”制造业高质量发展规划》，未来5年，四川将加快构建以“5+1”产业为基础，“3+4+4+N”为格局

的现代制造业新体系，打造世界级电子信息、重大装备制造和特色消费品产业集群等；服务业的目标是到 2025 年，全省服务业增加值总量 3.5 万亿元左右，“4+6”现代服务业增加值占全省服务业比重 70%左右，生产性服务业增加值占全省服务业比重达到 40%以上。

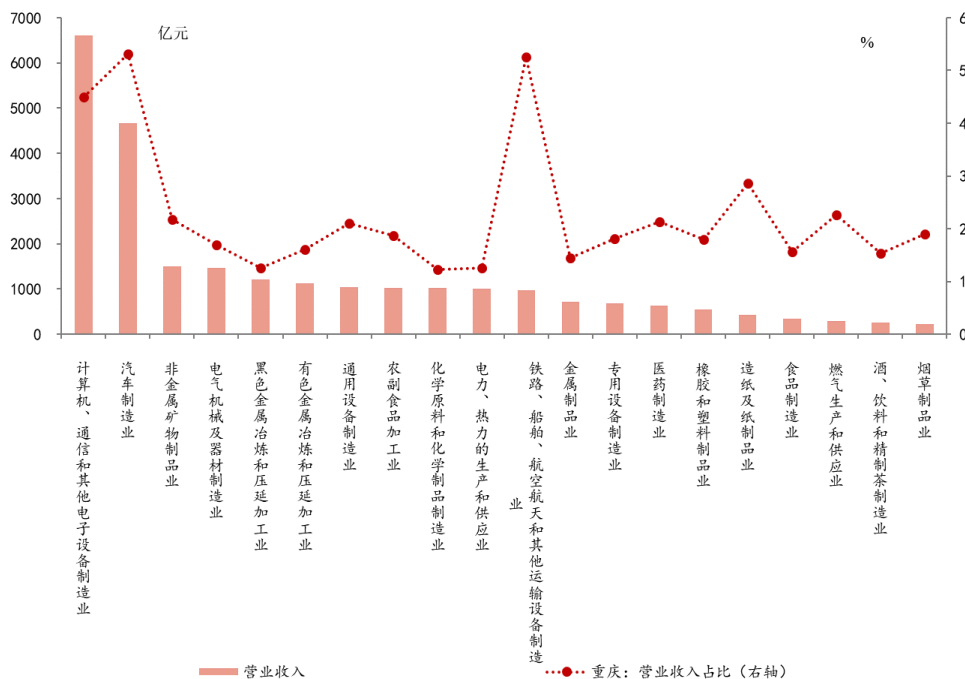
重庆市支柱产业包括电子信息、汽车、装备制造等，后续将加快发展战略性新兴产业。重庆市作为老工业基地之一，其工业基础相对较为雄厚。主要的支柱产业包括电子信息、汽摩、装备制造、消费品和原材料等。2021 年，计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业营业收入分别实现 6614.7 亿元和 4665.6 亿元，占重庆市规模以上工业企业营业收入 24.0%和 16.9%，合计占比超过 40%。相对优势上，汽车、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、计算机、通信和其他电子设备等制造业的营业收入在全国占比居前。重庆市高质量发展制造业的“十四五”目标是：培育打造万亿级电子信息、五千亿级汽车、三千亿级装备、六千亿级材料、五千亿级特色消费品、千亿级生物医药等产业集群。此外，重庆市还发布了战略性新兴产业发展的“十四五”规划，计划到 2025 年全市战略性新兴产业增加值占地区生产总值比重达到 18%以上，重点发展集成电路、新型显示、新型智能终端、新能源和智能汽车、生物医药、先进材料、高端装备制造等战略性新兴产业支柱产业以及卫星互联网、氢能和储能等未来先导产业。

图 3：2021 年，四川省规模以上工业企业前 20 个行业营业收入以及占全国同行业营业收入的比重



资料来源：四川省统计局，国家统计局，西南证券整理

图 4：2021 年，重庆市规模以上工业企业前 20 个行业营业收入以及占全国同行业营业收入的比重



资料来源：重庆市统计局，国家统计局，西南证券整理

2 川渝重点行业标杆上市企业国改成果

十八大以后，随着市场经济蓬勃发展，国企改革进入了全面深化时期，顶层设计更加清晰，政策框架和基层探索相结合，取得了瞩目的进展。川渝国资委通过部署地方国企改革具体工作举措、重大专项改革项目、推动企业混改试点落地及制度改革等多种方式敦促引导地方国企完成国企改革目标，实现企业价值提升。截止 23 年 8 月，四川共有上市企业 53 家，其中央企 19 家，地方国企 34 家，截至 8 月 17 日，合计市值 17618 亿，所属行业合计市值超过 500 亿的有食品饮料、公用事业、建筑装饰、基础化工、电力设备、计算机、国防军工，所属行业上市公司数量在 4 家及以上的有公用事业、基础化工、机械设备、国防军工、计算机；2013 年底至今，可比口径下，四川央国企上市公司合计市值由 3017.5 亿增至 14746 亿，市值增长接近 4 倍。重庆共有上市企业 25 家，其中央企 11 家，地方国企 14 家，截止 8 月 17 日，合计市值 4835 亿，所属行业合计市值超过 400 亿的有汽车、公用事业、银行、环保、医药生物，所属行业上市公司数量在两家及以上的有公用事业、医药生物、环保、房地产、汽车、银行，2013 年底至今，可比口径下，重庆央国企上市公司合计市值由 1732.8 亿增至 3546.4 亿，市值翻倍。下面我们选择川渝重点特色产业中的龙头上市央国企来观察其国企改革成果。

2.1 四川省白酒行业标杆—五粮液国改成果

五粮液是四川省六大支柱产业之一的食品轻纺产业标杆企业、全国白酒行业龙头。A 股白酒板块共有上市公司 21 家，其中央企 1 家，地方国企 12 家，板块合计市值约 4.3 万亿，其中央企市值约 4.1 万亿，是上市白酒板块的绝对主力，国企改革也是白酒行业发展的重要主线之一。白酒行业国改工作主要通过增发、股权激励、引入战投等方式优化各方利益

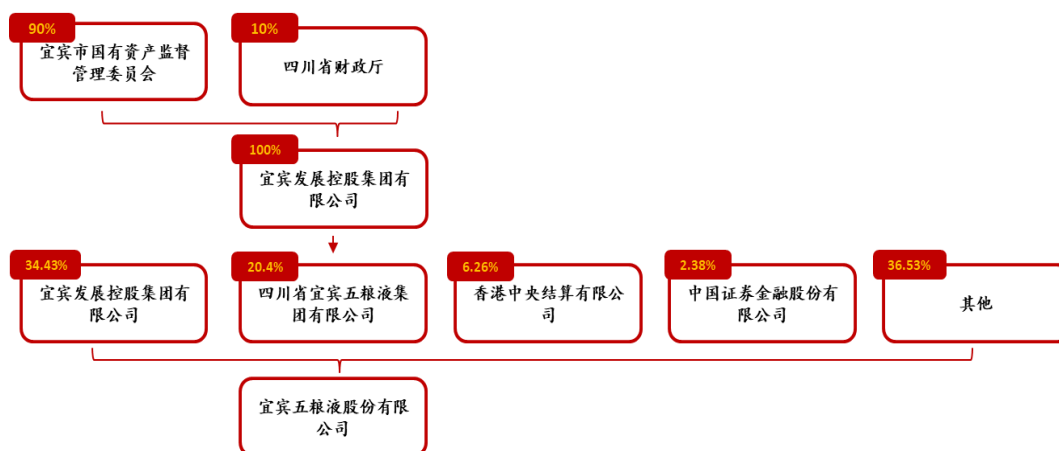
分配，提高员工和产业链活力，推动品牌矩阵建设、扩产和渠道变革等举措的落地，从而实现产销扩容，规模做大。

白酒行业是四川省的传统重点产业之一，四川省酒、饮料和精制茶行业规模以上工业企业营业收入在全国占比高达四分之一，为各行业之最，远高于第二名开采辅助活动接近15%的占比。白酒行业一线龙头中，五粮液和泸州老窖均为四川地方国企，在白酒板块中市占占比超过20%，在四川央国企总市值中占比高达56%；从税收贡献看，2022年五粮液和泸州老窖所得税费用分别为91.3亿元和34.4亿元，合计占四川央国企上市公司所得税费用的62.5%，是地方纳税主力。我国白酒文化源远流长，白酒作为集聚农业、制造业且延伸至服务业的产业，极具地方特色，多地早期均把当地白酒产业作为地方经济的敲门砖，并积极参与全国市场角逐，经过多年激烈竞争，形成了当前层次分明的市场格局。四川白酒品牌自携名酒基因，能在大众消费崛起和消费升级中站稳一线高端酒地位与其锐意进取的改革不无关系。

2.1.1 启动混改，绑定员工与核心经销商，优化利益分配

五粮液是我国浓香酒的典型代表，历史悠久底蕴深厚，八九十年代，公司通过管理提效、产能扩建、提价和渠道创新等一系列战略的实施，综合实力、品牌力实现跃升，成为一代“中国酒业大王”。

图 5：五粮液股权结构



数据来源：五粮液公司官网、西南证券整理

公司创新推动大商制和贴牌生产模式，快速实现了需求端扩容和品牌认知度提升。但是随着市场环境的变化，这两个模式的弊端逐渐显现，大商制导致公司对渠道把控力变弱，博弈加剧，贴牌生产导致过多的子品牌派生，同质化竞争加剧，损害了主品牌形象，加之价格策略阶段性失误，导致公司憾失龙头地位。

2013 年开始，伴随着国企改革进入新阶段，白酒企业纷纷开启改革。为了更好地绑定经销商，调动员工积极性，进行品牌和渠道精细化建设，五粮液率先开启混改。2015 年公司发布非公开发行预案暨第一期员工持股计划，2016 年底预案过会，2018 年 4 月顺利实施。公司非公开发行 8564.1 万股股票，占发行后总股本的 2.206%，合计募资 18.5 亿元，用于信息化建设、营销中心建设和服务型电子商务平台项目。发行对象中，国泰君安资管计划由公司第一期员工持股计划认购出资，认购数量 2369.6 万股，君享五粮液 1 号由公司

的部分优秀经销商及其相关人员出资，认购数量 1941.4 万股，剩余股权由保险、基金公司、其他企业年金计划等外部战略/财务投资者认购。定增优化了公司的股权结构，一方面使员工和管理层与公司利益捆绑，有利于提升员工归属感和积极性，进而提升公司运营效率和长期稳定；一方面引入优秀经销商股东，可以通过利益绑定杜绝经销商窜货行为损害公司利益，也有利于通过经销商合作进一步巩固和开拓全国市场。募投的三个项目针对公司前期粗放型营销管理中的痛点，通过互联网+、ERP 系统、营销中心等项目的投建扩大了公司营销辐射范围，提升了精细化管控能力，建设了直销渠道，有利于顺应市场趋势，提升公司的长期竞争力。

表 1：五粮液 2015 年非公开发行拟募投项目

募投项目名称	计划投资额(万元)	项目简介
服务型电子商务平台	65,532	五粮液服务型电子商务平台是以自建电子商务服务平台为依托，系统管理五粮液现有的第三方电商渠道，进一步拓展与外部电商平台的多样化合作，结合 O2O 电子商务运营模式，服务经销商、最大化利用经销商门店的闲置资源，通过线上订购、跟踪、监管，线下体验、配送、售后相结合的体验式消费模式（O2O），多元化公司营销渠道，树立品牌形象，提升消费者体验，并进行电商运营模式的多样化探索。
营销中心建设	98,796	本项目将在成都建设公司全国营销中心。该中心将成为公司全国营销网络的管理中枢、品牌形象窗口和综合营销平台，辐射全国市场。该项目将促进公司营销体系的改革，有利于吸引人才，推进多元化营销模式，更好地服务经销商和消费者，整合和管理全国营销网络，增强公司营销管理辐射能力和市场反应能力，提升品牌形象，最终提升公司整体营销能力，项目前景良好。
信息化建设	71,530	在信息化与工业化深度融合，工业企业通过信息化加速转型升级、实施“互联网+”战略的大背景下，该项目的建设将把五粮液的信息化水平提升到同行业领先水平，实现五粮液内部十大运营管理系统（平台）的全面信息化，大幅提升企业的管理半径和管理效率。本项目的建设符合“两化”深度融合的政策导向和公司自身发展需求，后续建设预计将取得良好的效益。

资料来源：wind、西南证券整理

表 2：五粮液非公开发行股票方案

认购主体	具体认购对象	认购数量（万股）	占发行后总股本比例
国泰君安资管计划	公司董监高	175	0.05%
	员工持股计划（其他）	2194	0.56%
君享五粮液 1 号	宜宾智溢酒业	539	0.14%
	银基贸易发展	108	0.03%
	北京朝批商贸	54	0.01%
	湖南糖酒副食	54	0.01%
	其他经销商及相关人员	1186	0.31%
其他战略投资者	中石油企业年金计划	301	0.08%
	泰康人寿保险	2109	0.54%
	华安基金	925	0.26%
	凯联艾瑞	918	0.26%
总计	-	8564	2.21%

资料来源：公司公告、西南证券整理

2.1.2 新管理层锐意进取，开启“二次创业”，公司治理结构持续优化

2017年3月，李曙光接任唐桥成为五粮液集团新一代掌舵人。李曙光上任伊始就提出“二次创业”，重点打造提升“四力”：品牌力方面，聚焦“1+3”高端产品矩阵，持续优化系列酒结构；渠道力方面，向终端营销转型，布局小商制+专卖店模式，使渠道扁平化；生产力方面，扩产提质，计划十三五投放3万吨高端酒；执行力方面，抓好人才队伍建设。随即新管理层带领公司在品牌、产品、渠道、体制机制等方面开启全方位深度变革，2018年又进一步提出“补短板、拉长板、升级新动能”的战略规划：补齐渠道、组织、系列酒和机制四大短板，在品质和品牌两个方面持续拉长长板，进一步升级新动能，坚定推进高端化和数字化。

表 3：五粮液二次创业以来公司召开的重要会议及相关部署

年份	部分重要会议	规划及相关战略举措
2017年6月	运营商代表工作会	首次提出“二次创业”，开展“百城千县万店”工程向终端营销转型，制定十三五期间集团营收破千亿元的战略目标，明确从传统营销向现代营销过渡。
2017年12月	1218经销商大会	围绕二次创业，重点打造提升“四力”，品牌力：聚焦“1+3”产品矩阵；渠道力：向终端营销转型；生产力：扩产提质，计划十三五投放3万吨高端酒；执行力：抓好人才队伍建设。
2018年6月	2017年股东大会	“一个工程，三个体系，三个平台”。即围绕“百城千县万店”工程，做好产品（品牌）、渠道和团队三大体系，建好数字化物流，全渠道互联网数字化以及战略营销决策三大平台。
2018年12月	1218经销商大会	工作总体思路是补短板、拉长板、升级新动能，补齐渠道、组织、系列酒和机制四大短板，在品质和品牌两个方面持续拉长长板，进一步升级新动能，坚定推进高端化和数字化。
2019年5月	2018年股东大会	构建“以消费者驱动、以平台模式运营、以数字化支撑的营销体系”，按照公司全新的品牌宪法对大小标进行清理，对公司理顺价格，规范渠道有很好的促进作用。
2019年12月	1218经销商大会	2020年要围绕稳中求进的工作总基调，进一步深化“补短板、拉长板、升级新动能”的长期方针，强化品质、强化管控、强化数字化转型。
2020年2月	疫情专题会议	坚持“稳中求进，一管控三强化”工作方针，结合当前形势，突出加强计划、渠道、结构“三个优化”，加快机制、团队、数字化“三个转型”，全年营收两位数以上增长目标不变。
2020年12月	1218经销商大会	2021年营销目标坚持以高质量的市场份额提升为核心，全面构建新型厂商命运共同体，“强化品牌文化建设、强化高地市场和重点市场的升级建设、强化数字化营销全流程再造，继续保持行业平均先进水平的发展速度，确保企业发展运行在合理区间”。
2021年6月	2020年股东大会	明确511发展目标，即十四五末集团公司成为500强，酒业主业销售过千亿，集团利税总额过千亿；产品端强化“1+3”产品体系，发力超高端；加强营销体系规划和团队建设，运用数字化系统赋能渠道；提升产能建设，进一步提高优质酒率。
2021年12月	1218经销商大会	2022年，随着疫情和外部形势带来的不确定性，市场还面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，也让白酒行业面临新的挑战。准确把握好稳字当头、稳中求进的总基调、总要求，以及消费升级长期趋势下白酒行业持续结构性增长的底层逻辑和价值驱动。
2022年5月	2021年股东大会	五粮液坚持战略创新、品牌创新、营销创新、技术创新，高效从容，持续巩固和强化产区优势、古窖池群优势、品质优势、品牌优势、消费群体优势等五大核心优势，竞争力进一步提升。从软从宏观环境、行业发展、企业自身等维度，分析判断五粮液正处于新一轮高质量发展的重要窗口期和战略机遇期，认为保持业绩持续稳健增长有机遇、有基础、有条件、有底气。
2022年12月	1218经销商大会	2023年，五粮液将从品牌、产品、服务、盈利四个方面做好营销工作，全国一盘棋推动五粮液高质量动销，实现价值持续回归。
2023年5月	2022年股东大会	明确表示未来会减少第八代五粮液低质量投放，实现“三收缩三确保”：收缩低质量销售配额、确保经销商计划量与其真实动销能力相匹配；收缩低质量销售区域、确保区域市场计划量与本地市场需求相匹配；收缩低质量经销权、确保产品稀缺性与经销商综合实力相匹配。在产品精准的投放下，公司的动销真实性逻辑将持续存在，支撑五粮液成为酒桌上消费频次最高的高端产品，进而巩固和助长其消费氛围。

资料来源：五粮液公司官网、西南证券整理

表 4：五粮液产品矩阵

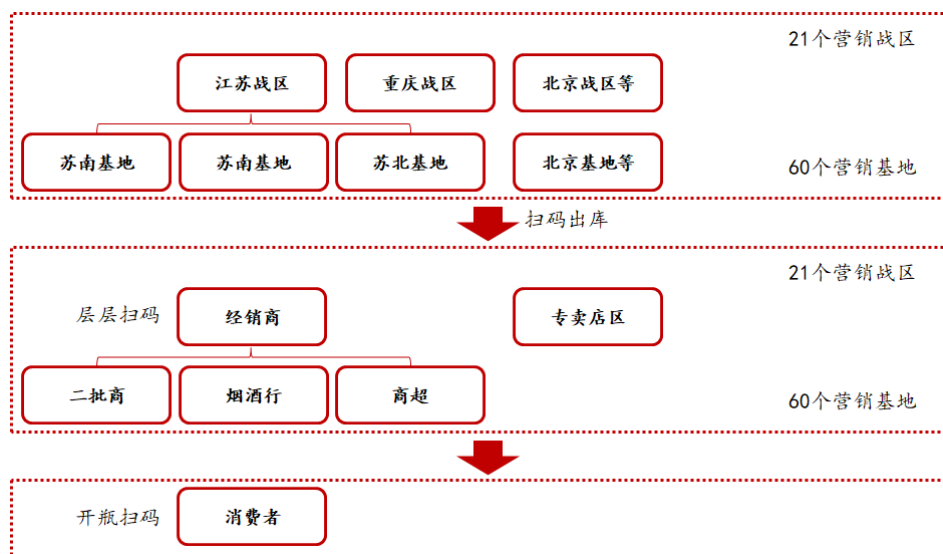
产品策略	类型	产品名称	价格（市场价）
主品牌产品矩阵	核心单品	第八代普五	1000 元左右
	高端单品	501 五粮液	超高端
		经典五粮液	1600 元左右
		低度五粮液	900 元左右
系列酒品牌产品矩阵	全国性单品	五粮春	250 元左右
		五粮特曲	200 元左右
		五粮醇	100 元左右
		尖庄	250 元左右
	区域性单品	五粮人家	450 元左右
		友酒	200 元左右
		火爆	80 元左右
		百家宴	200 元左右

资料来源：五粮液公司官网，京东等、西南证券整理

具体来看，营销体系改革方面，公司推动“百城千县万店”计划，即在上百个大中城市、上千个重点县区建设包括专卖店、旗舰店和社会有影响力的上万家核心销售终端，公司终端网点触达范围和营销人员大幅提升；同时公司围绕补短板目标，将华东、华中等 7 大营销中心进一步划分为 21 个营销战区、60 个营销基地，同时将职能部门和资源下沉，一方面使营销结构更加扁平，基本实现总部直管到省，提升管理效率和精细度，一方面使战区可以更加灵活自主地服务终端客户。

公司在募投项目的基础上不断地进行数字化建设，18 年确立了营销数字化整体规划，建设了数字化物流、全渠道互联网和大数据营销决策三大平台，可以实时掌握从进货到库存、动销等营销活动全流程情况，使渠道透明度大幅提升，打击了大商串货乱价行为，公司渠道掌控力实现了实质性的提升，也为线上直销、团购等新零售业态打下基础。

图 6：五粮液 2017 营销架构



数据来源：公司公告、西南证券整理

人才队伍建设和薪酬体系改革方面，新管理层一方面积极推进员工持股落地，使员工利益与公司经营绑定，一方面将人才队伍建设提升至战略高度，推动薪酬体系改革和队伍建设。生产方面，采用奖金与一级酒率挂钩的模式，激发了工人的工作热情；营销队伍建设方面，公司公开招聘了一批经验丰富的营销业务人员，为团队注入新活力。响应中央和地方对人才工作的新部署，董事长李曙光亲自推动了“千百十人才工程”，通过内部培养和外部引进相结合的方式，打造顶尖的人才队伍。“千百十人才工程”通过“引进激励”+“岗位激励”两种激励模式结合，培养和引进 10 名大师级高端人才，重点选拔培养瞄准全国乃至世界科技前沿，能引领和支撑酿酒及科技创新、营销、金融、资本运营等相关关键领域实现跨越式发展的顶尖领军人才；培育和引进 100 名创新型拔尖人才，聚焦战略管理、品牌管理、营销管理、企业管理、专业技术等领域；在内部培育 1000 名优秀骨干人才。人才队伍建设形成了公司长远健康发展的保障。

表 5：五粮液“千百十人才工程”

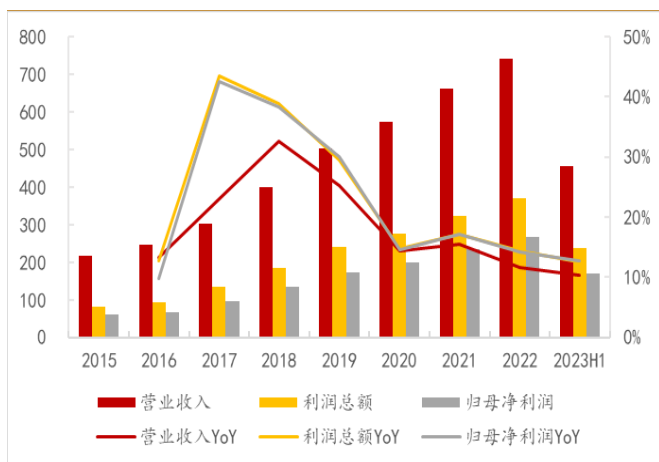
工程	级别	基本条件	安家补贴	岗位激励补贴
十人工程		1.中国科学院、中国工程院院士（含外籍院士）及相同层次国外院士。 2.国家自然科学奖、国家技术发明奖、国家科学技术进步奖等奖励获得者主研人员。 3.全国杰出专业技术人才获得者、国家杰出青年科学基金获得者、国家“百人计划”人才入选者、“长江学者”奖励计划特聘教授和讲座教授。 4.国家自然科学基金、国家科技重大专项、国家重点研发计划、技术创新引导专项（基金）、基地和人才专项等五类科技计划项目主持人，国家哲学社会科学基金重大项目主持人。 5.曾担任世界 500 强、全国 100 强的企业总部高管职务或同等职务 2 年以上（近 5 年来）。 6.国内外知名高校、科研机构、企业和党政机关中相当于本层次且业绩突出的领军人才。	200 万元	200 万元
百人工程	一级	1.国家重点（工程）实验室、国家工程（技术）研究中心主要负责人。 2.国家自然科学基金、国家科技重大专项、国家重点研发计划、技术创新引导专项（基金）、基地和人才专项等五类科技计划项目主要参与人（排名前三位），国家哲学社会科学基金重大项目主要参与人（排名前三位）。	50 万元	80 万元
	二级	1.国家“千人计划”“万人计划”人才入选者。 2.中华技能大奖获得者、全国技术能手。 3.曾担任世界 500 强、全国 100 强的企业总部中干正职职务或同等职务 5 年以上（近 8 年来）。	40 万元	50 万元
	三级	1.省部级科技奖获得者主持人。 2.省“千人计划”等省部级高端人才引进培养计划入选者。 3.省部级学术技术带头人、有突出贡献的优秀专家、创新型企业家。 4.曾担任本行业排名前五的企业总部中干正职职务或同等职务 5 年以上（近 8 年来）。 5.国内外知名高校、科研机构、企业和党政机关中相当于本层次且业绩突出的高级管理人员、高层次专业人才等。	30 万元	30 万元
千人工程	一级	1.享受国务院特殊津贴的专家。 2.四川省学术和技术带头人后备人才。 3.国家白酒评委、省技术能手。 4.“985”“211”高校全日制博士研究生或具有正高级专业技术职称。	15 万元	15 万元
	二级	1.省级白酒评委。 2.市级以上有突出贡献技师、拔尖人才、技术能手、骨干人才、学术和技术带头人。	10 万元	8 万元
	三级	取得副高级专业技术职称及其他相当于本层次且业绩突出的优秀人才。	8 万元	3 万元

资料来源：五粮液公司官网、西南证券整理

2.1.3 盈利质量与规模齐升

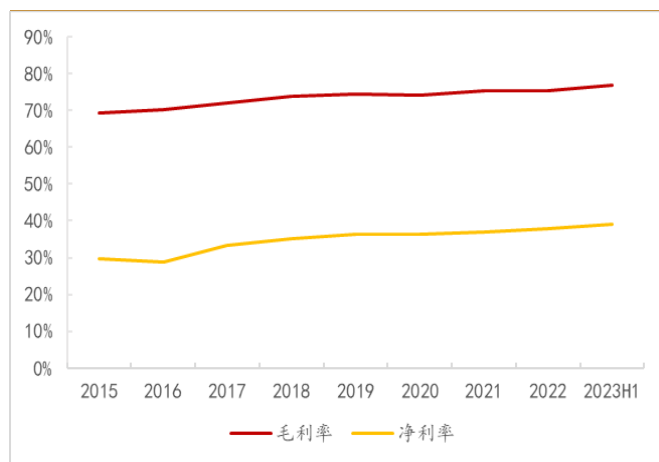
得益于各项改革举措的实施，公司收入/利润总额/归母净利润从 15 年混改开始的 216.6 亿/82.9 亿/61.8 亿分别提升至 2022 年的 739.7 亿/371 亿/266.9 亿，年复合增速分别为 19.2%/23.9%/23.3%，19 年以来，面对疫情的冲击，公司收入/利润总额/归母净利润分别实现了 13.9%/15.5%/15.3% 的年复合增速，经营持续稳健；23H1 公司收入/利润总额/归母净利润分别为 455.1 亿/236.7 亿/170.4 亿，同比增速分别为 10.4%/12.5%/12.8%。公司 ROE（加权）从 15 年的 14.93% 提升至 2022 年的 25.28%，毛/净利率分别从 69.2%/29.6% 提升至 75.4%/37.8%，且近三年来公司净利率仍实现逐年小步提升，盈利质量持续向好；公司的资产负债率从 2015 年的 15.61% 波动提升至 23H1 的 20.4%，当前看仍低于白酒行业（申万三级白酒板块，下同）23.5% 的水平，总体健康；营业现金比率从 2015 年的 30.9% 波动提升至 2022 年的 33%，当前高于白酒行业 27.4% 的水平。

图 7：15-23H1 公司收入利润情况（亿元）及增速



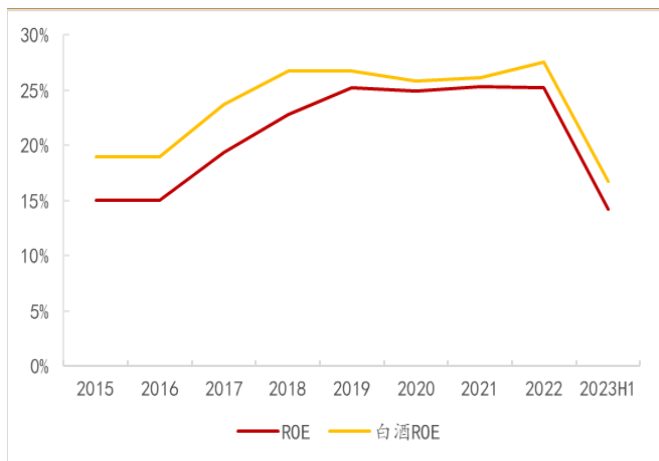
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：15-23H1 公司毛、净利率变化趋势



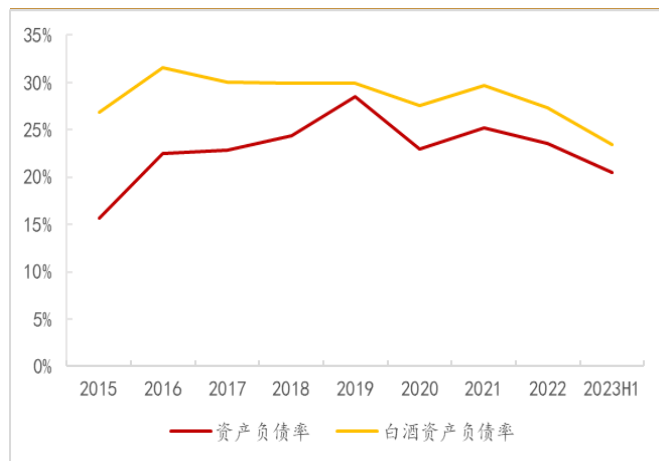
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：15-23H1 公司及申万三级白酒指数 ROE 变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：15-23H1 公司及申万三级白酒指数资产负债率变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

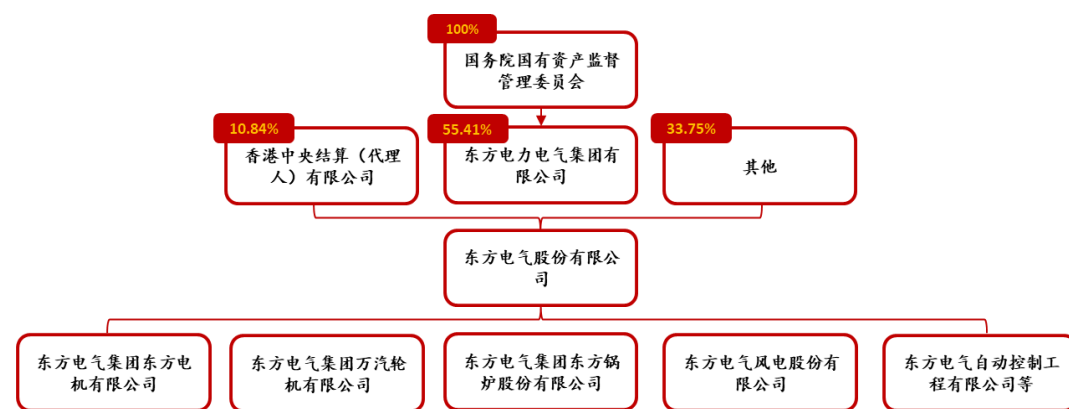
2.2 四川省电力设备行业标杆—东方电气国改成果

东方电气是四川省六大支柱产业之一的装备制造业标杆企业，属于电力设备制造业中综合电力设备商板块。综合电力设备板块（申万三级）仅 3 只个股，除东方电气外，其他

两个上市公司上海电气和华光环能均为地方国企，综合电力设备商国改工作主要通过增发、收购、股权激励等来夯实主业、丰富产品线、完善上下游服务能力、激发员工活力、提升综合竞争力。

东方电气前身德阳水力发电设备厂脱胎于 20 世纪 50-60 年代三线建设时期，1984 年与东方汽轮机厂、东方锅炉厂和东风电机厂共同组建东方电站成套设备公司，1987 年被批准为国家计划单列企业集团，并于 1992 年正式更名为中国东方电气集团公司，隶属中央。集团旗下资产东方电机和东方锅炉曾于 90 年代单独上市，出于业务整体协同发展的需要，2007 年集团以东方电机为上市平台通过非公开发行、要约收购等方式将集团优质资产整体注入，并将之更名为东方电气，完成了集团资产的整体上市。东方电气历经 60 余年的发展，已成为全球最大的发电设备供应商和电站工程总承包商之一，为我国提供了大约三分之一的能源装备。公司所属的东方电气集团是中央管理的涉及国家安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业之一。

图 11：东方电气股权结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

东方电气拥有东方电机、东方汽轮机、东方锅炉、东方重机、东方武核、东方风电、东方自控、东方阿海珐、东方印度、东方印尼等企业，产品和服务已出口到美国、加拿大、印度、巴基斯坦、越南、印度尼西亚、沙特、波黑、瑞典、巴西等近 80 个国家和地区。公司业务覆盖各类传统电力（火电、太阳能发电、风电、气电、水电、核电）设备工程，还涉足高端石化装备、节能环保、工程与国际贸易、现代制造服务、电力电子与控制等领域，形成了“六电并举、六业协同”的产业格局。截至 2022 年底，东方电气累计生产发电设备已超过 6.6 亿千瓦。国改方面，公司作为大股东东方电气集团的上市平台，在集团带领下持续进行大刀阔斧的改革，6 月 26 日，集团再次上榜国务院国资委发布的《2022 年度中央企业改革三年行动重点任务考核 A 级企业名单》，改革成效显著。

2.2.1 持续推动混改，实现上市平台价值提升

公司大股东东方电气集团把混改作为深化国改的重要举措，按照“一原则、两遴选、三标配、四同步”模式的打造“央企混改”样板。公司作为集团的上市平台，多次通过增发、并购、可转债等资本运作提高集团优质资产的资产证券化率，引入战投，实现上市公司规模 and 价值的提升。

表 6：东方电气集团混改模式

模式	主要内容	落地方式
一原则	贯彻国资委关于混改的“三因三宜三不”原则	明确混改范围：分层分类，明确在“三新一充分一退出”范围内积极稳妥推进混合所有制改革。 明确混改清单：从企业和业务两个层面进行系统梳理，提出混改建议清单，重点关注、指导纳入清单的企业或业务并协同制订混改初步预案。同时，所属企业可根据自身实际及业务需求提出参与混改建议，由集团深改办定期评估后，将具备条件的企业和业务纳入混改清单。 明确混改路径：对于具有独立盈利能力的混改对象，可直接以业务及相关资产和人员整体出资，引入战略投资者，共同合资新设混合所有制公司，亦可先设立全资子公司，再引入战略投资者混改方式组建混合所有制公司。
两遴选	以“高匹配度、高认同感、高协同性”为要求，突出“精”与“细”	用好“细”字诀遴选混改对象：以必要性和可行性为衡量关键因素，建立了“三个有利于、集团战略、业务特征、治理结构、运营机制、财务状况、企业文化、核心团队”等“八维度”评估体系，进一步遴选适宜推进混改的企业，符合条件一家则启动实施一家。 把握“精”字诀遴选战略投资者：优选资金实力雄厚、行业影响力大、管理经验先进的战略投资者强强联合，或与上下游产业协同企业及产业基金等进行合作，进一步提升“匹配度”。
三标配	避免“只混不改”，实现经营机制“新”，激励举措“活”	健全完善公司治理体系，依法落实混改企业董事会职权：通过合资协议、公司章程等明确各股东方及企业各治理主体的权责边界，发布《对部分改革试点示范及产业平台型企业进一步授权放权方案》《关于落实子企业董事会职权工作方案》，依法落实混改企业董事会六大职权。 实施职业经理人制度，充分保障经理层经营自主权：落实职业经理人制度在混改企业全面推行，畅通现有管理人员和职业经理人的转换通道，并根据企业实际向经理层授权放权，有效激发经理层成员活力。 推进工资总额备案制，打破工资总额限制“天花板”：按照“一适应、两挂钩”要求，配套推行混改企业工资总额备案制管理，对核心研发、技术团队及骨干人员薪酬实施差异化管理，进一步提高混改企业发展自主性。
四同步	党组织建立、高质量党建工作开展作为混改必要前提	从“确保坚持党的领导、加强党的建设在混合所有制企业‘全覆盖’”“坚持加强党的建设与深化混合所有制改革同步谋划”“明确党组织隶属关系”“明确混合所有制企业党建工作领导和指导责任”“落实党组织法定地位和作用发挥”五个方面出发，做到标准不降、要求不变、力度不减，推进混改企业党建工作走“深”，与生产经营互“融”，确保混改企业党建工作取得实效。

资料来源：《国企杂志》、西南证券整理

表 7：东方电气募资情况

时间	融资方式	融资金额（亿元）	资金用途
2007 年 11 月 9 日	定向增发	88.7	收购东方电气集团持有的东方锅炉的股份及东方汽轮机 100% 股权
2008 年 11 月 28 日	公开增发	13.32	东方电气风电华东（新能源）制造基地建设项目，东方电气风电华北制造基地建设项目，东方电气百万千瓦核电常规岛技改项目，东方电气大型清洁高效发电设备核心部件生产基地建设项目
2009 年 12 月 3 日	定向增发	50.45	东方汽轮机有限公司汉旺生产基地灾后异地重建项目，清洁高效锅炉燃烧技术实验中心项目，东方电气百万千瓦核电常规岛技改项目，补充流动资金，中型电机建设项目（一期），东方电气（武汉）核设备有限公司扩建项目，东方电气出海口基地三期工程建设项目，永久补充公司流动资金
2014 年 7 月 8 日	可转债	40	本次发行 A 股可转债募集的资金总额扣除发行费用后拟 13 亿元用于越南沿海火电 EPC 项目，8 亿元用于波兰黑斯廷纳瑞火电 EPC 项目，7.2 亿元用于印度辛伽塔里火电 BTG 项目，1.8 亿元用于 600MW 超临界循环流化床锅炉自主研发项目，3.3 亿元用于试验研发能力提升改造项目（一期），1.6 亿元用于东方电机试验研发能力完善化项目，5.1 亿元用于燃气轮机研发能力提升项目（一期）。
2018 年 6 月 14 日	定向增发	67.93	发行股份购买股权和设备类资产及无形资产。
2023 年 4 月 5 日	定向增发	50	收购东方电气集团持有的东方电机 8.14% 股权，收购东方电气集团持有的东方汽轮机 8.70% 股权，收购东方电气集团持有的东方锅炉 4.55% 股份，收购东方电气集团持有的东方重机 5.63% 股权，抽水蓄能研制能力提升项目，燃机转子加工制造能力提升项目，东汽数字化车间建设项目，东汽数字化车间建设项目，东锅数字化建设项目，补充流动资金

资料来源：公司公告、西南证券整理

今年4月4日，公司发布定增预案，拟募集不超过50亿元，用于收购子公司股权、研发、推进数字化建设以及补充流动资金。

收购子公司股权：公司拟使用募集资金中的25.3亿收购东方电气集团持有的东方电机、东方汽轮机、东方锅炉和东方重机的少数股权，收购完成后，东方电机、东方汽轮机将成为公司的全资子公司，东方锅炉和东方重机的持股比例将进一步提升。收购子公司股权有利于提升对发电机组、汽轮机、核电、氢能等业务板块的把控，增厚公司盈利水平，提升公司治理水平。

建设类项目：公司拟使用募集资金中的5.35亿，合计投入11.1亿，用于抽水蓄能研制能力提升和燃机转子加工制造能力提升项目，抽水蓄能是经过实践检验的电力系统中成熟、经济、低碳、安全的大型调节电源，燃机转子主要应用的重型燃气轮机属于国家新能源领域的重大科技基础设施。项目建设将完善公司在新能源行业的战略布局；公司持续推动数字化、智能化发展，本次定增拟使用募资金中的6.6亿，合计投入9.4亿，用于东汽数字化车间及东锅数字化建设项目，项目的实施有助于公司进一步把握数字化转型趋势，提高智能化水平，提升公司产品质量、缩短产品交付周期、降低产品成本，推动企业生产方式和发展模式变革，提高上市公司的核心竞争力。

表 8：东方电气 2023 年定向增发募集资金项目投入情况

类型	项目	项目投资金额 (亿元)	募资金拟投入 金额 (亿元)	项目意义
收购子公司 股权	收购东方电气集团持有的 东方电机 8.14%股权	7.35	7.35	本次交易后，东方电机成为公司的全资子公司，有利于增强上市公司盈利能力。
	收购东方电气集团持有的 东方汽轮机 8.70%股权	11.33	11.33	本次交易后，东方汽轮机成为公司的全资子公司，有利于增强上市公司盈利能力。
	收购东方电气集团持有的 东方锅炉 4.55%股份	4.86	4.86	本次交易后，公司对东方汽轮机持股比例进一步提升，比例为 99.91%，有利于增强上市公司盈利能力。
	收购东方电气集团持有的 东方重机 5.63%股权	1.71	1.71	本次交易后，公司直接及间接合计持有东方重机股权比例为 67.14%。不仅有利于增强上市公司盈利能力，还通过增强上市公司对核电板块重要子公司东方重机的控制力，优化公司在核电清洁高效能源装备领域的布局。
	合计	25.27	25.27	
建设类	抽水蓄能研制能力 提升项目	9.68	4.50	由东方电机实施;建设内容包含新建机器人焊接基地、新增/更新抽蓄产品关键部件加工设备、智能化升级改造、信息化系统建设，新建抽蓄水力试验台及试验厂房项目;建设周期为 36 个月;税后投资内部收益率为 11.16%。
	燃机转子加工制造能力 提升项目	1.43	0.85	由东方汽轮机实施，建设内容包含新购端齿磨床、拉床和精密车铣中心三台设备，搬迁其它工艺设备并完成设备基础和相关设施的改造;项目建设周期为 28 个月;税后投资内部收益率为 9.41%。
	东汽数字化车间建设项目	5.83	4.10	由东方汽轮机实施;建设内容包括数字化制造、数字化设计、智慧园区三块。项目建设周期为 36 个月;税后投资内部收益率为 14.33%。
	东锅数字化建设项目	3.58	2.50	由东方锅炉实施;建设内容包括建设各分厂制造运营管理系统。改造升级分厂中传统加工设备两块;建设周期为 36 个月;税后投资内部收益率为 8.30%。
	合计	20.52	11.95	
补充流动资金	补充流动资金	12.78	12.78	满足公司经营规模扩大带来的营运资金需求，有助于优化公

类型	项目	项目投资金额 (亿元)	募资资金拟投入 金额(亿元)	项目意义
				司财务结构, 增强抗风险能力。
	合计	58.57	50.00	

资料来源: 公司公告、西南证券整理

2.2.2 推进制度改革, 科创引擎带动业务发展

在集团的总体部署下, 公司持续深化国企改革。集团层面, 在最近的一轮国企改革周期, 即国企改革三年行动中, 以“1532”改革工程为主要抓手, 系统推进了 5 大专项行动、28 个重点改革项目、76 项改革措施落实落地, 累计制定专项工作方案 48 个, 建立健全各类机制 47 个, 新建或修订制度 93 个, 在打造特色公司治理体系、解决“三不能”瓶颈短板、促进科技体制机制创新、推动产业结构布局优化、彻底解决历史遗留问题等九个方面取得了显著的成效。

人才队伍建设和管理方面, 集团全面推进经理层任期制和契约化管理, 健全完善职业经理人制度, 并以此为牵引, 进一步深化了三项制度改革, 即深入推进中层管理人员竞争上岗、全面落实市场化用工机制和建立强激励硬约束薪酬分配制度; 在推进任期制和契约化管理的同时, 创造性与“摘标制”相结合, 以发布会“发标”方式公布任期业绩和薪酬目标, 配套建立“强激励硬约束”考核评价机制, 并通过推进限制性股票、超额利润分享、岗位分红多种中长期激励, 完善薪酬激励机制, 拉开薪酬差距, 激发员工活力。

2019 年 9 月公司发布了限制性股票激励计划, 并于 11 月完成授予。股权激励对象包括高管 3 人、中层管理人员及一线骨干 777 人, 并预留部分, 授予价格 5.93 元, 合计授予数量 2798.9 万股, 占授予后公司总股本的 0.9379%。这次股权是公司人事改革的重要举措, 激励覆盖范围广, 考核要求相对合理, 核心员工利益与公司发展结合, 风险共担, 利益共享, 有利于提高公司凝聚力和长期稳定发展。

表 9: 东方电气解除限售期及业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 以 2018 年净利润为基数, 2020 年净利润复合增长率不低于 10%且不低于同行业平均业绩; (2) 2020 年净资产收益率不低于 4%且不低于同行业平均业绩; (3) 2020 年 EVA 为正。
第二个解除限售期	(1) 以 2018 年净利润为基数, 2021 年净利润复合增长率不低于 10%且不低于同行业平均业绩; (2) 2021 年净资产收益率不低于 4.5%且不低于同行业平均业绩; (3) 2021 年 AEVA 为正。
第三个解除限售期	(1) 以 2018 年净利润为基数, 2022 年净利润复合增长率不低于 10%且不低于同行业平均业绩; (2) 2022 年净资产收益率不低于 5%且不低于同行业平均业绩; (3) 2022 年 AEVA 为正。

注: 上述“净利润”指标均指归属于上市公司股东的净利润“净资产收益率”均指加权平均净资产收益率。资料来源: 公司公告、西南证券整理

科创及业务布局方面, 公司着力完善科技创新体制机制, 通过研发投入强度保障机制, 聚焦战略性关键领域关键核心技术攻关, 加大应用基础研究投入力度, 激发科技创新活力, 促进科技自立自强。研发支出从 2013 年的 12.7 亿逐年提升至 2022 年的 31.1 亿, 增长 1.4 倍, 收入占比由 3%提升至 5.6%。公司加强两级研发体系和创新资源统筹, 打造协同创新平台, 联合 70 余家企业成立先进电力装备等 4 个创新联合体, 大力推进 48 个科研项目技

术攻关，截止 22 年年中，国务院国资委 11 个攻坚项目已全面完成，全球单机容量最大白鹤滩水电机组、自主研制 50MW 重型燃气轮机、核电“华龙一号”全球首堆汽轮发电机组等一批大国重器竞相涌现。公司建立重大项目攻关“揭榜挂帅”机制，与科研院校开展“双向揭榜”，进一步优化科技成果转化机制，逐渐完善成果转化收益分享机制，对科研人才队伍精准充分激励，“十三五”时期累计兑现专项奖励 7000 多万元，科技人才薪酬年均增长 15%。公司持续加大科创投入，有利于维持公司产品在全球的竞争优势，并布局新的业务领域，维持产业链龙头地位，提升公司的长期价值。

表 10：东方电气“六电并举”具体情况

六电并举	具体细节
风电	东方电气拥有双馈型和直驱型两种技术路线，全球业绩超过 10000 台风电机组，国内装机容量排名前五。除高原山地风机外，还在陆上 4MW 等级、海上 8-10MW 等级大型风机取得突破性进展。获得 10MW 等级海上风力发电机组 IEC 设计认证，成为国内首家、全球第二家取得该证书的整机制造商。跻身世界“最佳海上风电机组”榜单，自主研发的亚太地区单机容量最大、叶轮直径最长，国内首台 10 兆瓦海上风电机组顺利安装并成功并网发电，历史性地将中国风电单机容量推进“两位数时代”。自主研发的 13 兆瓦亚洲单机容量最大风电机组于 2022 年成功下线。
太阳能	东方电气致力于太阳能发电技术的发展，深耕光热发电和光伏发电。 在光热发电领域，拥有成熟的光热技术成套解决方案，已形成镜场与聚光吸热系统、储换热系统、常规发电系统以及控制系统等完整产品，包括 50MW 等级、100MW 等级系列产品，在国家能源局首批太阳能光热发电示范项目中，市场占有率超过 50%，位居行业第一。 在光伏发电领域，具备从项目开发、系统设计、技术支持、设备采购、项目建设、项目管理及服务全过程开发和管理能力，拥有甘肃酒泉、宁夏石嘴山、天津福耀等大型光伏 EPC 项目及四川阿坝小型风光储等工程项目业绩。
水电	东方电气为国内外市场提供高效水轮发电机组，产品覆盖混流式、贯流式、轴流式、冲击式以及抽水蓄能等多种类型，具备 1000MW 等级大容量水轮发电机组研制能力。具有自主知识产权的三峡右岸和溪洛渡水轮发电机组的投运，标志着东方电气大型水轮发电机组技术水平达到世界先进。当前，东方电气为在建规模全球第一、装机规模全球第二的白鹤滩水电站提供百万千瓦水电精品机组；为中国第一高水头长龙山抽水蓄能电站研制水电机组，填补国内超高水头抽水蓄能技术空白。
核电	东方电气在国内率先进入百万千瓦等级大型核电领域，2019 年获得全国首张核蒸汽供应系统设备制造许可证，获得国家核安全局颁发的核 1 级设备（蒸汽发生器）设计许可证，成为国内首家具备该项资质的装备制造企业，至此东方电气已具备核 1/2/3 级设备完整设计资质。具备批量化制造核电站核岛主设备和常规岛汽轮发电机组的成套供货能力，产品覆盖二代加、引进三代（EPR、AP1000）、自主三代（“华龙一号”、国和一号）、四代核电（钠冷快堆、高温气冷堆）、海上浮动平台模块化小堆等国内所有技术路线。
气电	东方电气具备燃气-蒸汽联合循环（GTCC）发电设备成套设计、制造、安装、调试和售后服务能力。从 2002 年起与日本三菱开展合作。在不断引进最新燃机技术的同时，着力提升主机设备国产化水平及配套蒸汽轮机和发电机性能。 从 2009 年起开始具备完全自主知识产权的 50MW F 级燃气轮机的研制，在 50MW 等级出力下具有大 F 级的燃机效率。2020 年成功实现满负荷运行，各项带负荷试验正在稳步推进中。该型燃机的成功试验标志着我国自主研发设计体系、重型燃机整机、关键部件设计、高温部件制造以及试验验证技术的全面突破。
火电	东方电气长期致力于高效清洁火电技术的开发与应用，产品参数范围从中压至超超临界，容量从 50MW~1350MW，可燃用煤、油/气、生物质等各种燃料，并将大型火电先进技术运用到工业透平、特种电机、调相机、低容高参机组等领域。 2021 年，国家能源局与中国电力企业联合会联合发布 2020 年度全国电力可靠性年度报告，东方电气所提供的发电设备可靠性总体排名继续位列第一。

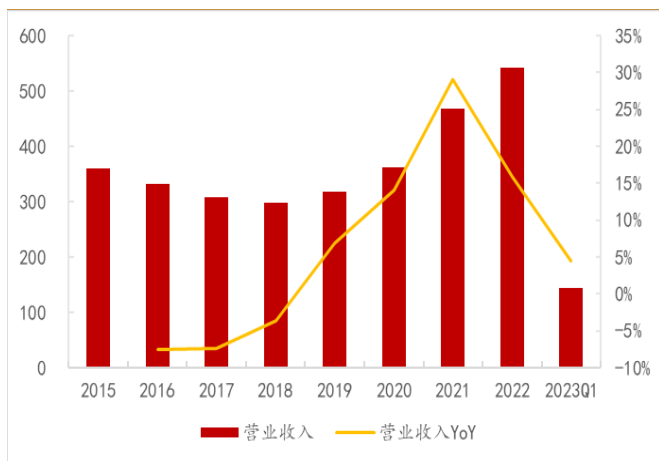
资料来源：东方电气官网、西南证券整理

另外，在数字化转型、智能制造大背景下，公司积极推进智能制造转型升级，低效产能退出。公司已建成东方电机定子冲片数字化车间、东方汽轮机叶片车间、东方锅炉联箱轻容车间等 8 个智能工厂，实现降本增效的同时促进资源从传统产业向风电、氢能、环保等新产业优化配置。

2.2.3 业绩持续提升，盈利能力优于行业

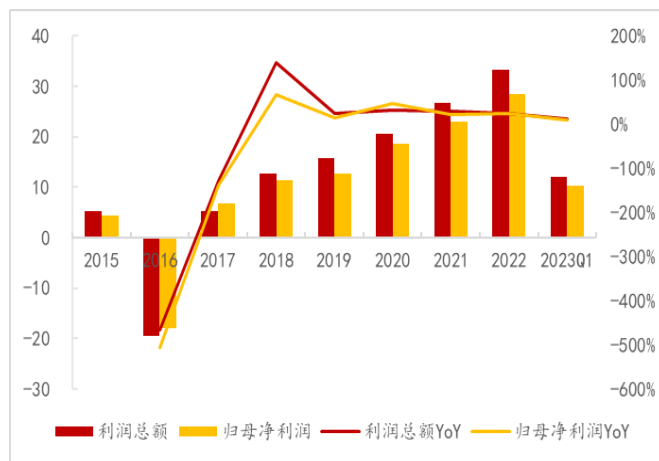
公司早期火电业务占比较多，业绩受火电投资周期影响较大，随着产业周期变化和改革深化，公司持续加强水电、核电和新能源领域投资，收入结构调整明显，抗周期属性增强，2016年后公司业绩持续好转，2022年收入/利润总额/归母净利润分别提升至541.8亿/33.2亿/28.5亿，2015-2022年年复合增速分别为6.3%/29.9%/30.7%，近三年业绩增长远超股权激励考核目标。盈利能力方面，公司17年后实现净利率逐年提升，2022年提升至5.6%，毛利率受订单和产品结构影响，2019年后呈下降趋势；公司ROE（加权）提升至8.43%，优于综合电力设备商行业整体水平；资产负债率2018年前逐年下降，2018年至今基本维持在65-67%之间，与行业总体水平一致；现金比率受订单执行确认周期影响波动较大，22年有明显改善，提升至15.2%，高于行业整体9.8%的水平。

图 12：15-23Q1 公司营业收入（亿元）及增速



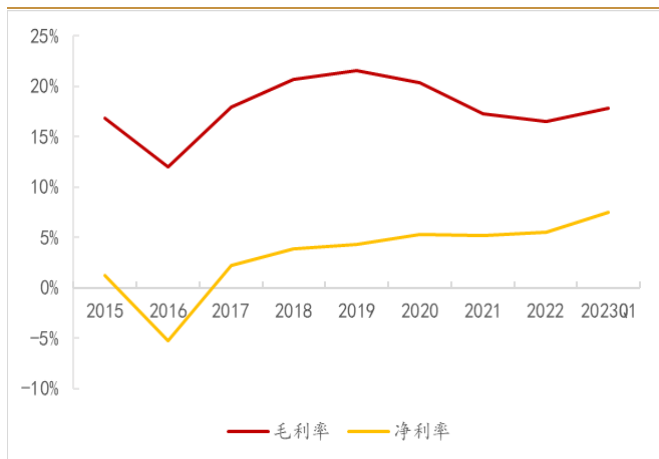
数据来源：wind、西南证券整理

图 13：15-23Q1 公司利润情况（亿元）及增速



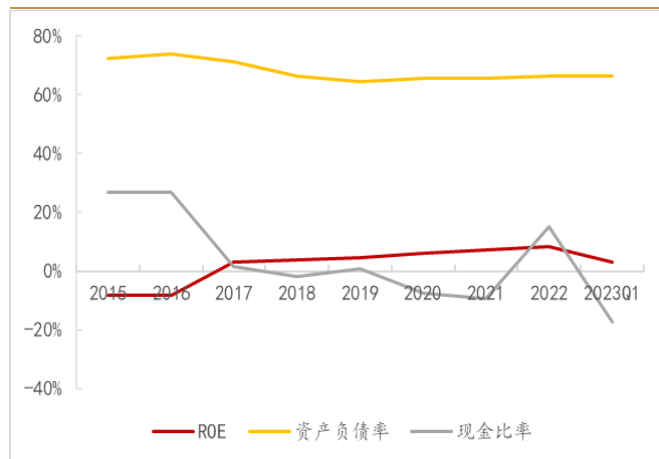
数据来源：wind、西南证券整理

图 14：15-23Q1 公司毛、净利率变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

图 15：15-23Q1 公司 ROE、资产负债率及现金比率变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

2.3 重庆市汽车行业标杆—长安汽车国改成果

长安汽车是重庆市支柱产业之一的汽车产业标杆企业，属于汽车行业中的综合乘用车板块。综合乘用车（申万三级）行业中共有上市公司 6 家，其中国企 3 家，长安汽车为央企，上汽集团和广汽集团为地方国有企业。乘用车央国企国改工作主要通过资产重组、引入战投、员工持股、换股吸收合并、股权无偿划转、联合开发等方式提高资产证券化率，丰富产品线，提高竞争力。汽车产业是重庆传统支柱产业之一，重庆规模以上汽车制造业企业 2022 年收入 4665.6 亿元，仅次于计算机、通信和其他电子设备制造业 6614.7 亿元的规模，在全国汽车制造业中占比达到 5.3%，为重庆各行业之最，汽车产业中新能源和智能汽车板块是重庆市“十四五”重点培育的战略新兴产业之一。

长安汽车是重庆唯一一个市值超千亿的上市公司，汽车龙头企业。公司历史底蕴深厚，最早可以追溯到 1862 年创办的上海洋炮局，1937 年，几经波折的兵工厂迁至重庆，成为了当时国内最大的兵工企业。1957 年公司更名长安机器制造厂，1958 年生产了我国第一辆吉普，填补了我国汽车工业的空白。1984 年，随着改革开放的推进，公司进入了蓬勃发展阶段，可以分为“三次创业”：

第一次创业（1984-2006）：开启军转民，生产出我国第一批小型汽车，进入民用汽车领域，2003 年在意大利成立设计中心，开始全球研发布局；

第二次创业（2006-2018）：商用转乘用，2009 年开始跻身我国四大汽车集团之一；

第三次创业（2018-今）：增长动能切向电动化和智能化，发布了“香格里拉”、“北斗天枢”创新创业计划，发布了“蓝鲸动力总成战略”“原力”等核心技术，并持续深化产业链合作，巩固自主汽车品牌龙头地位。

图 16：长安汽车股权结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

随着 16 年以来我国汽车保有量增速拐头向下，汽车行业竞争加剧，减少无序竞争和提升资源配置效率是央企调结构的明确要求。长安汽车能把握行业发展趋势，及时进行战略调整，维持龙头地位，与其持续的改革也是分不开的。

2.3.1 启动混改，激发企业活力

第二次创业期间，公司紧跟行业趋势，自主品牌与合资品牌并举，实现销量和业绩的快速增长，2014 年，长安系自主品牌的累计销量超过千万台，成为首个跻身“千万俱乐部”的中国品牌；2016 年，公司合计销量 306.3 万台成为近十年销量高点，其中合资品牌长安福特贡献了约 30% 的销量。随后，外部环境走弱，特别是 2018 年，国内经济下行，国际贸易形势恶化，产业政策也发生了巨大调整，对汽车行业形成冲击，2018 年我国汽车销量增速首次转负，标志着乘用车逐渐进入存量竞争时代。公司层面，合资品牌销量走弱，自主品牌也未推出强竞争力的车型，加之公司战略调整下，新能源研发投入大幅增长给公司带来巨大压力，公司改革迫在眉睫。

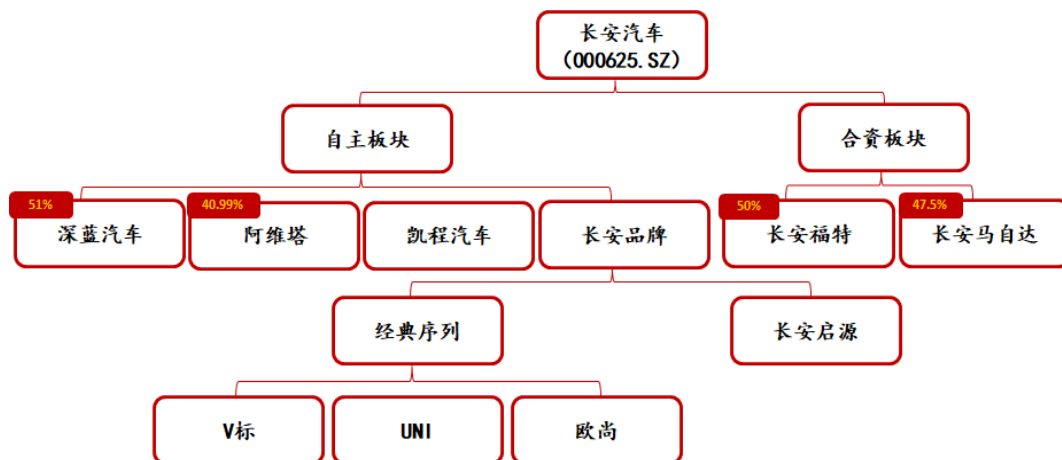
在公司主要的新能源车研发平台之一——公司子公司长安新能源科技连年亏损且资金压力巨大的情况下，开始积极推动长安新能源科技的混改。长安新能源科技成为了第四批国企混改试点和汽车央企的首个混改试点。2019 年，首轮混改引入了南京润科、长新基金、两江基金、南方工业基金 4 家战投，融资 28.4 亿元，当时长安新能源账面股东权益为 8.1 亿元，评估值为 27.2 亿元，增值 234%，公司持有比例将从 100% 稀释到 48.95%，丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量的利得 22.5 亿元显著增厚了公司 20 年业绩。

2021 年长安新能源科技开启 B 轮融资，新增产业投资者和积极财务投资者 8 家，融资金额约 50 亿元，并同步实施员工持股，由 97 名核心骨干员工和科技骨干人员出资，融资实施完成后长安汽车持股比例由 48.95% 稀释到 40.66%，长安新能源评估值增至 80 亿。2022 年底，公司拟以 13.32 亿元收购重庆两江基金持有的新能源科技 2.63% 的股权和长新基金持有的新能源科技 7.71% 的股权，收购完成后，公司持有的新能源科技股权比例由 40.66% 上升至 51%，2023 年 2 月起再次纳入公司合并报表范围。

公司的另一个新能源车子公司阿维塔科技也于 2021 年发起混改。阿维塔科技由长安发起，引入宁德时代和华为共同进行整车研发智造、智能汽车解决方案和智慧能源生态的打造。混改完成后，公司持有阿维塔 40.99% 的股权，宁德时代持股占比 17.1%，其他股东占比 41.91%，长安凭借多年的整车集成、底盘调校、整车匹配和外观设计经验，为阿维塔车型带来整车制造上的优势；华为深耕智能化多年，主要负责阿维塔在智能座舱方面的开发；宁德时代以其电池领域的绝对的优势，在 BMS 管理上跟华为深度合作，提升整车电池性能。阿维塔混改完成后，公司实现丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量的利得 21.3 亿，增厚了公司 22 年业绩。

另外，公司也通过股权转让的方式减少亏损公司对业绩的负面影响，如将长安 PSA50% 股权全部转让给前海锐致，将江铃控股 25% 股权转让给江西国控汽车投资有限公司等。公司混改的持续推进有利于引入战略资本，缓解资金链及业绩压力，加强战略合作，丰富公司的产品矩阵，提升公司的长期竞争力。

图 17：长安汽车品牌结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

2.3.2 推动组织和科创机制变革，坚持人才领先

组织变革方面，公司深入推进“小总部+事业群+共享平台+孵化创新”顶层组织架构，建立了贯穿产品、品牌、营销、客户及生态五大领域的“微笑曲线”管理逻辑。

科创机制方面，在近几年激烈的市场竞争和快速的技术迭代下，公司围绕“新汽车+新生态”，推动孵化敏捷共创型科技创新组织，开展“以客户为中心、以产品为主线”的矩阵式的变革，打造能力建设与产品开发的矩阵式模式；建立健全专职化项目团队和科技创新团队运行保障机制，大力创建项目跟投激励机制，将项目跟投意愿度作为项目投资决策的重要依据，将“项目效益”与“员工利益”深度捆绑，促进激励与创新双驱动，支撑产品快速实现，研发成本显著降低。同时公司优化协同创新合作模式，深入推进科技创新与体制机制创新双轮驱动，公司加大与清华大学、重庆大学等高等院校的战略合作，推进产学研合作落地；联合一汽、东风成立 T3 科技，打造协同创新示范；与华为、宁德时代共同打造自主可控的智能电动网联汽车平台 CHN。

人才梯队搭建方面，公司坚持人才领先，提倡科学选人用人，聚焦客户经营、产品定义、软件&智能化、新能源等转型升级八大关键能力领域，持续引进行业 and 全球优秀人才，转型培养有序推进，使科技人才结构更加优化。公司搭建公开透明的职位发展体系，明晰员工职业发展通道，确定了“横向七类、纵向 22 级”职位体系，推行“之”字型发展培养路径，畅通管理类和专业类职业发展通道，做到统一职位职级、统一发展标准、统一晋升年限、统一人员管理。公司全面实施高职级人员任期制和契约化管理，以“自荐+沟通酝酿+组织推荐”创新聘用方式，2022 年对 727 名领导干部全体解聘，并以市场化方式重新聘用，实行契约化管理，做到干部能上能下，176 人调整岗位，32 人落聘，37 人晋升。公司也大胆使用年轻干部，提拔使用 25 位 80 后总经理、副总经理和 90 后经理级人员，进一步优化干部队伍结构。考核方面，公司实施“业绩+能力”双评价体系，推进正向与逆向考评相结合，每半年对排序后 10% 人员进行审视，通过培训再上岗、岗位调整、协商解除等方式对排名后 3%-5% 的人员予以强制重新匹配。激励方面，公司创新分配机制，建立业务单位薪酬包“获取分享机制”，以对标行业业务与效率目标确定业务单位可用薪酬包，实现“多打粮食、多挣钱”，业绩超目标达成单位员工平均收入增幅最高达到该公司平均增幅的 2 倍，另外公司通过核心骨干与产品利益捆绑，进行现金跟投，推进股权激励等方式创

新中长期激励机制。公司灵活的人才培养、聘任和评价机制有利于充分激发员工活力，提高企业效率。

当前公司已经完成两轮股权激励，2016 年，公司首次进行股票期权激励，向激励对象 202 人授予 2914 万份股票期权；2021 年，公司扩大激励规模，进行第二次股权激励，对包括高官、中层管理人员、核心技术骨干在内的 1247 授予限制性股票 7619.54 万股，授予价格 6.66 元。

表 11：长安汽车 2016 年第一轮股权激励对象

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总数比例	占股本总额比例
朱华荣	董事、总裁	22	0.76%	0.005%
周治平	董事、党委书记	22	0.76%	0.005%
王锐	董事、副总裁、代董秘	13.5	0.46%	0.003%
黄忠强	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
罗明刚	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
杜毅	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
龚兵	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
王俊	副总裁、商用车事业部总经理	13.5	0.46%	0.003%
刘波	副总裁、研究总院院长	13.5	0.46%	0.003%
何朝兵	副总裁、长安福特执行副总裁	13.5	0.46%	0.003%
张竞竞	副总裁、总法律顾问	13.5	0.46%	0.003%
袁明学	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
李伟	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
黎军	董事会秘书、财务部副部长	14	0.48%	0.003%
	合计	206.5	7.08%	0.043%

资料来源：公司公告、西南证券整理

表 12：长安汽车 2021 年第二轮股权激励对象

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总数比例	占股本总额比例
朱华荣	董事、党委书记	25	0.27%	0.0047%
王俊	董事、总裁、党委副书记	20	0.21%	0.0037%
张德勇	董事、总会计师	19.4	0.21%	0.0036%
袁明学	常务副总裁	20	0.21%	0.0037%
刘波	执行副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
何朝兵	执行副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
李伟	执行副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
华骐翥	纪委书记	19.4	0.21%	0.0036%
谭本宏	执行副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
叶沛	副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
赵非	副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
陈伟	副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
李名才	副总裁	19.4	0.21%	0.0036%
黎军	董事会秘书	13.66	0.151%	0.0025%

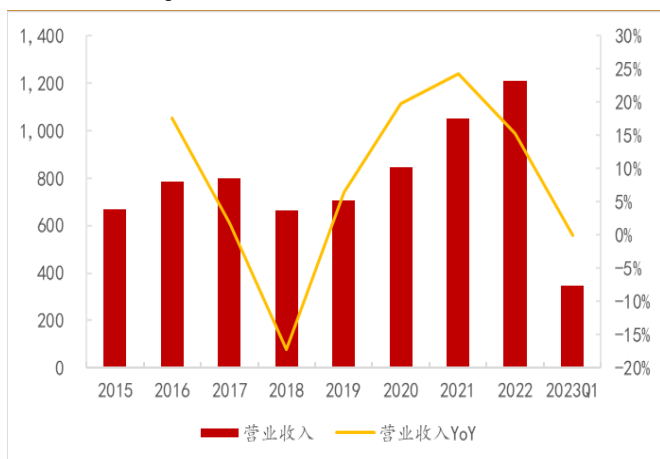
姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数比例	占股本总额比例
中层管理人员、技术核心骨干 1233 人		7346.88	79.61%	1.3698%
首次授予共计		7619.54	82.56%	1.4207%

资料来源：公司公告、西南证券整理

2.3.3 改革推进下，公司盈利大幅优化

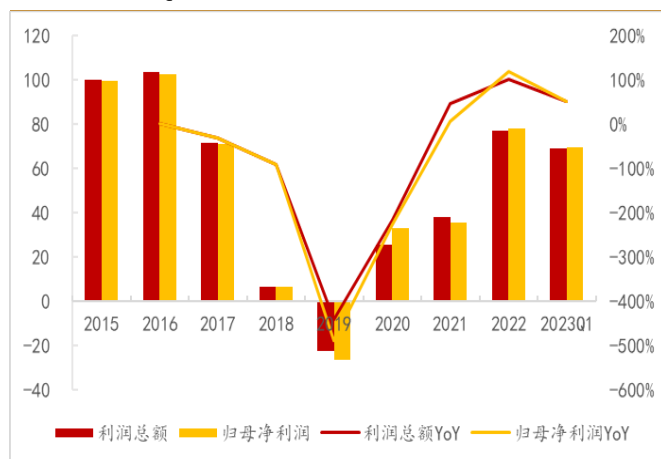
归因于各项改革举措的实施，公司逐渐走出业绩低谷，公司收入/利润总额/归母净利润逐渐回升至 2022 年的 1212.5 亿/77.1 亿/78 亿，18-22 年复合增速分别为 16.3%/85%/84%，公司毛/净利率逐年提升至 2022 年 20.5%/6.4% 的水平；公司 ROE（加权）提升至 13.1%，优于综合乘用车行业整体水平 6.8%，资产负债率下降至 56.9%，略低于行业整体水平 61.7%，现金比率提升至 4.7%，同样高于行业整体水平 1.9%，公司总体经营情况向好且好于行业。

图 18：15-23Q1 公司营业收入（亿元）及增速



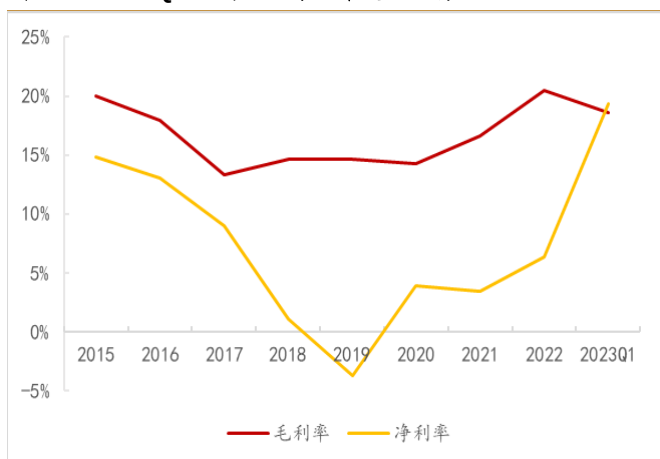
数据来源：wind、西南证券整理

图 19：15-23Q1 公司利润情况（亿元）及增速



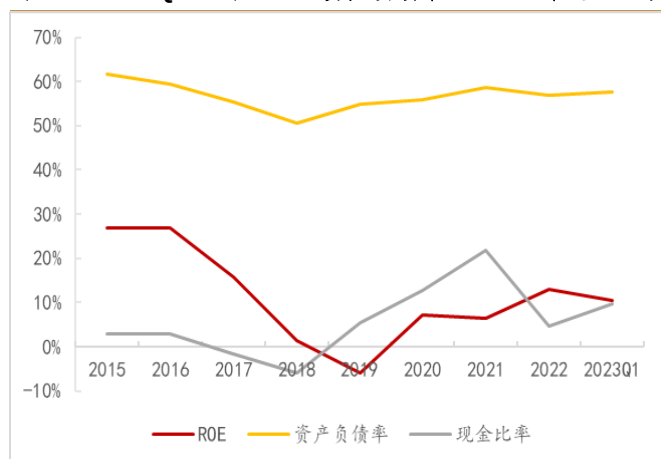
数据来源：wind、西南证券整理

图 20：15-23Q1 公司毛、净利率变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

图 21：15-23Q1 公司 ROE、资产负债率及现金比率变化趋势



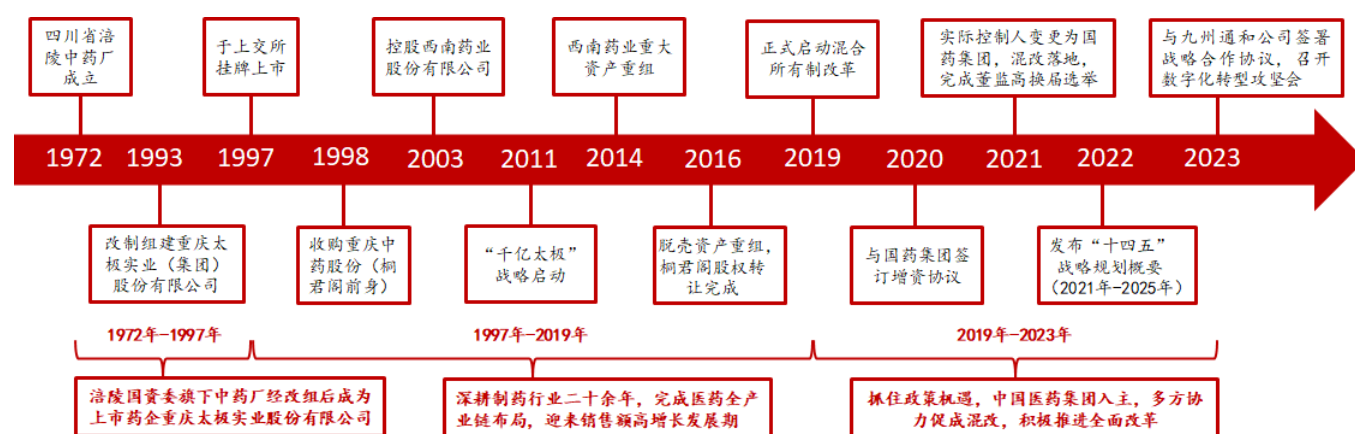
数据来源：wind、西南证券整理

2.4 重庆市医药行业标杆—太极集团国改成果

太极集团是重庆市“十四五”重点发展的医药生物产业集群中的标杆企业，属于中药板块。中药行业（申万三级）中有上市公司 73 家，其中央企 5 家，地方国企 12 家，中药央企国企通常通过混改、股权激励、处置非主业资产、收购资产等方式来优化治理结构、提升主业竞争力和企业价值。

太极集团有限公司始建于 1972 年，2021 年完成战略重组，成为“世界 500 强”中国医药集团有限公司的控股企业。公司拥有医药工业、医药商业、药材种植等完整的医药产业链，是集“工、商、科、贸”一体大型医药集团，业务涵盖医药研发、工业生产、医药零售、健康服务业等领域，其中中药提取分离纯化创新技术平台成为国内多项先进技术集成应用的典范，为中药新药研究、药品二次开发和产业化提供了技术平台，全国领先。公司以现代中药智能制造为主、麻精特色化药为辅，作为国药集团现代中药板块的重要组成部分，致力于传承创新中医药和发展现代医药，有 13 家制药厂、20 多家医药商业公司、两大研发机构，另有以川渝为主阵地的 3000 多家连锁药房。

图 22：太极集团成立至今大事件

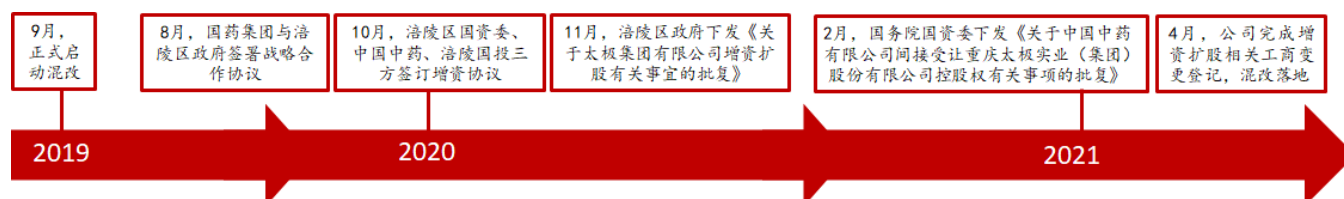


数据来源：太极集团官网、西南证券整理

2.4.1 推进混改，中国医药集团入主，资源整合优势互补

在重庆市政府及涪陵区政府支持下，公司母公司太极有限于 2019 年 9 月启动混改，最终与央企中国医药集团达成共识，经国务院国资委审批后正式开始实施。2020 年 10 月，公司原实际控制人涪陵区国资委向太极有限引入了国药集团作为战略投资者，太极有限签订《关于对太极集团有限公司的增资合作协议》。2021 年 4 月，混改完成，公司实际控制人由涪陵区国资委变更为国药集团，最终控制人变更为国药集团，公司由地方国企转变为央企，5 月新董监高完成换届，混改落地。

图 23：太极集团混改历程



数据来源：太极集团官网、西南证券整理

完成混改后，公司股权结构由涪陵区国资委 100%控股变更为重庆市涪陵区国资委持股 15.92%、重庆市涪陵国投持股 17.42%、中国中药持股 66.67%。国药集团完成入主后，以“十四五”战略规划奋斗目标为指引，坚持“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”的工作方针，明确了“融合、重塑、提高”三大经营目标，推动太极集团步入高质量发展的轨道。

图 24：太极集团股权结构



数据来源：wind、太极集团年报、西南证券整理、截至2023年8月

在资源整合方面，公司医药工业板块聚焦主品，优化产品结构，加强规模型产品销售，积极开发新品新规，补充产品集群梯度，完善产品线；医药商业协调发展，增强公司内部合力；积极探索完善科技创新机制；优化产业布局，持续推进智能制造升级；启动中药材双基地建设。

国药集团入主后对公司有以下四方面帮助：一是国药集团的增资“输血”帮助公司缓解了资金链压力；二是国药集团通过战略重组完善业务布局，与其既有中药业务板块形成产业链优势互补，优化了中药产业布局；三是加入国药集团后，公司可借鉴其成熟的管理经验、“即插即用”其先进的运营管理模式，完善自身管理体系，增强组织活力，提升运营管理效率；四是混改为公司带来新的发展机遇，助力其构建“一主两辅”产业发展新格局。

2.4.2 优化治理结构，聚焦主业，精简高管

自混改后太极集团融入国药体系、完善制度体系化建设，精简组织机构，优化全级次管理人员数量及结构，全面推行经理层成员任期制和契约化管理，启动工业营销系统改革，以打造“销售铁军+主要利润贡献者”为目标，优化销售队伍配置，整合全国销售市场，重新布局销售团队。

总部层面，全面梳理整合并重新制定职能部门职责，避免重叠或交叉管理，总部部门由原来的 39 个减至 27 个；子公司层面，中药材资源板块子公司采取“一套班子、两块牌子”方式整合；医药流通板块按区域整合运营管理机构，压缩管理层级；理顺医药工业、医药流通等业务板块的产权关系和管理层级；按照“一企一策”“分类处置”的原则，加快清理处置“两非”（非主业、非优势业务）“两资”（低效、无效资产）企业，聚焦主业。

2021 年 5 月 20 日，公司完成对董事长、高管人员的换届选举。从董事会换届后的成员来看，一共当选 10 名董事。公司董事长李阳春先生提名选拔俞敏先生为总经理，刘遵义先生为公司财务总监。俞敏总经理曾是中国中药下属核心子公司江阴天江药业有限公司董事长。财务总监刘遵义是来自于国药集团核心管理层。此次主要核心领导及董事会成员换届选举完成后，国药集团已经成功搭建起一套领导班子，国药实现对公司经营、财务、人力的控制，为未来的改革发展铺平道路。

表 13：太极集团管理层变动历史

职务	姓名	任职日期	离职日期
董事长	李阳春（在任）	2019 年 7 月 3 日	至今
	白礼西	1997 年 3 月 17 日	2019 年 6 月 14 日
监事会主席	王永权（在任）	2021 年 5 月 19 日	至今
	胡印	2018 年 5 月 11 日	2021 年 5 月 18 日
	陈璐	2012 年 7 月 6 日	2018 年 5 月 10 日
	卢军	2002 年 6 月 24 日	2012 年 7 月 5 日
	方廷荣	1997 年 3 月 17 日	2002 年 6 月 24 日
	余敏（在任）	2021 年 5 月 19 日	至今
总经理	袁永红	2016 年 4 月 14 日	2021 年 5 月 18 日
	鲜亚	2013 年 4 月 10 日	2016 年 4 月 13 日
	万荣国	2007 年 1 月 29 日	2013 年 4 月 10 日
	王小军	2005 年 4 月 28 日	2007 年 1 月 29 日
	李志超	1999 年 7 月 17 日	2005 年 4 月 28 日
	白礼西	1997 年 3 月 17 日	1999 年 7 月 17 日
	刘遵义（在任）	2021 年 5 月 19 日	至今
财务总监	张忠喜	2006 年 8 月 29 日	2017 年 6 月 13 日
	刘明华	2002 年 6 月 24 日	2006 年 8 月 29 日
	董其虎	2000 年 5 月 19 日	2002 年 6 月 24 日
	朱明希	1997 年 3 月 17 日	2000 年 5 月 19 日
	蒋茜（在任）	2015 年 8 月 27 日	至今
董秘	蔡建军	2007 年 10 月 29 日	2015 年 8 月 27 日
	夏雪	2000 年 12 月 1 日	2007 年 5 月 15 日

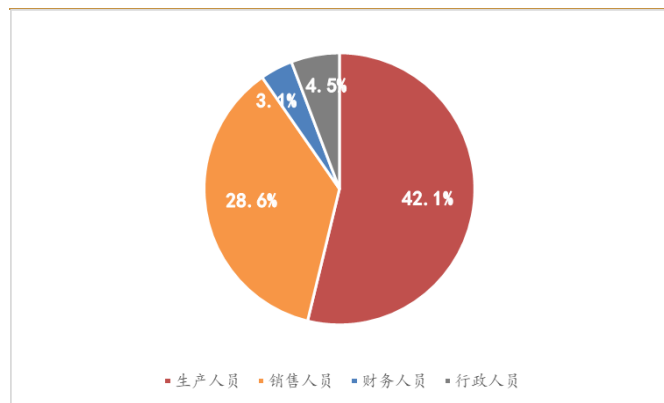
职务	姓名	任职日期	离职日期
	艾尔为	1999年4月6日	2000年12月1日
	孙祥裕	1997年3月17日	1999年4月6日

资料来源: wind、西南证券整理

2.4.3 推进三项制度改革, 推进员工持股, 完善产品布局

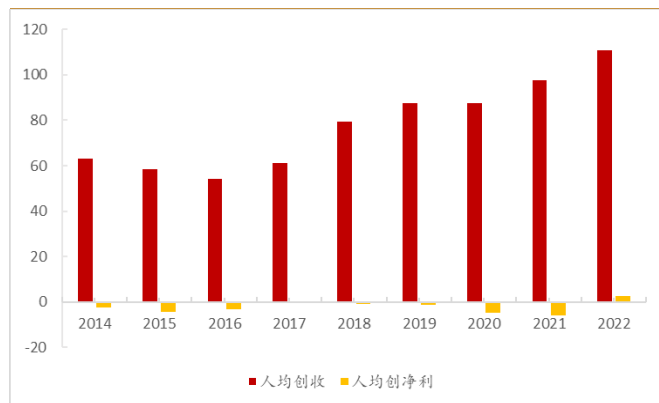
劳动、人事、分配三项制度改革是国企改革的重点方向, 公司通过实行任期制和契约化管理, 实现干部“能上能下”; 全面推行市场化用工, 实现员工“能进能出”; 改革分配机制, 实现员工收入“能增能减”。混改后, 公司新增员工 100%实行市场化公开招聘, 管理人员退出比例达 5.76%, 经理层与经营目标责任制挂钩的浮动工资比例上升至 65%, 全员劳动生产率提高 26.5%。

图 25: 22 年公司人员构成



数据来源: wind、西南证券整理

图 26: 14-22 年公司员工人均创收创利 (万元)



数据来源: wind、西南证券整理

2020 年 4 月, 公司发布第一期员工持股计划。根据《重庆太极实业 (集团) 股份有限公司第一期员工持股计划》规定, 公司第一期员工持股计划购买的股票锁定期为 12 个月, 自 2020 年 6 月 30 日至 2021 年 6 月 29 日止 (2021 年 6 月 29 日太极集团收盘价为 20.79 元/股, 上涨 69%)。此次员工持股计划参与人数不超过 3500 人, 其中拟参与的董监高人员 23 人。截止 2022 年 2 月 25 日, 公司第一期员工持股计划中持有的公司股票已全部出售完毕。员工持股计划的落地显示了管理层和员工对公司长期发展的信心, 有利于提高员工的归属感和积极性。2022 年以来, 太极集团系统总结第一期员工持股计划的实施经验, 继续探索多种形式的员工中长期激励, 进一步留住和引进优秀人才。

表 14: 太极集团第一期员工持股计划持股情况

项目	情况
开始日期	2020 年 6 月 30 日
锁定期	12 个月
买入价	12.3 元/股
买入数量	9,080,226 股
占比	1.63%
参与员工数量	不超过 3500 人, 其中董事、监事、高管 23 人
持股计划结束日股价变动	69.02%

资料来源: 公司公告、西南证券整理

国药集团入主后，制定“十四五”战略规划，明确“一主两辅”的发展方向：打造具有科技创新、智能制造等多优势的现代中药为主，打造以麻精药为特色的化药、生物药生产基地及川渝地区医药商业领军企业为辅。加强科技创新，加速在研项目进度。2022 年公司获得 4 类化学药产品注册证书 2 件；一致性评价 2 件；新增立项近 20 项，新产品立项取得新突破，GLP-1 激动剂 SPTJS22001 立项并加速推进，生物药有望实现零的突破。当前公司药物产品矩阵丰富，涉及六大治疗领域，主要有以藿香正气口服液、太罗等为代表的消化系统及代谢用药，以急支糖浆为代表的呼吸系统用药，以丹参口服液为代表的心血管用药，以益保世灵为代表的抗感染药物，以通天口服液、美菲康为代表的神经系统用药，以紫杉醇、补肾益寿胶囊等为代表的抗肿瘤及免疫调节药物等，以及大健康养生产品。公司产品拥有较高的市场占有率，其品牌、品质赢得了老百姓的认可和信赖。

表 15：太极集团核心药品

类型	产品名称	适应症	是否进入医保	是否是基药	是否是 OTC	竞争优势
消化系统	藿香正气口服液	用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒	是	是	是	独家剂型
	沉香化气片	肝胃气滞，脘腹胀痛，胸膈痞满，不思饮食，嗳气泛酸	否	否	是	独家品种
	双苓止泻口服液	小儿腹泻，发热，腹痛，口渴，尿少	是	是（重庆基药）	是	独家品种
呼吸系统	急支糖浆	用于外感风热所致的咳嗽，慢性支气管炎急性等	是	是	双跨	独家品种
	鼻窦炎口服液	芳香通窍、解表排脓、疏散止痛，对于鼻塞不通、流黄稠涕、急性慢性鼻炎、副鼻窦炎疗效显著	是	是	是	国家独家专利品种
心脑血管	通天口服液	活血化瘀，祛风止痛，治疗缺血性中风恢复期适应症和偏头痛	是	是	双跨	独家品种
抗感染	注射用头孢唑肟钠（益保世灵）	抗菌	是	否	否	原研及单独定价、独家授权生产
内分泌	罗格列酮钠片（太罗）	用于治疗 2 型糖尿病	是	否	否	独家品种
神经系统	洛芬待因缓释片（思为普）	用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛	是	否	否	独家剂型
	盐酸吗啡缓释片（美菲康）	强效镇痛药，主要适用于晚期癌症病人镇痛	是	是	否	独家品种、管制麻醉
	散列通（复方对乙酰氨基酚片（2））	解热镇痛，用于头痛、牙痛等各类疼痛及发热	是	否	是	国内首仿上市
	天麻素注射液	够缓解神经衰弱，并且治疗神经衰弱综合征以及血管性神经性头痛	是	否	否	-
抗肿瘤	盐酸托烷司琼注射液	癌症化疗引起的恶心和呕吐；治疗手术后的恶心和呕吐	是	否	否	-
	多西他赛注射液	先期化疗失败的晚期或转移性乳腺癌	是	否	否	-
	紫杉醇注射液	卵巢癌，乳腺癌，非小细胞肺癌	是	是	否	-
散结	小金片	散结消肿，化瘀止痛，用于阴疽初起，皮色不，肿硬作痛，多发性脓肿，瘰疬，瘰癧，乳岩，乳癖等	是	是	否	独家剂型
补益	六味地黄丸	肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，虚汗遗精，消渴	是	是	否	独家剂型
	太极天胶	补血滋阴，润燥，止血	否	否	是	独家技术

资料来源：公司公告、西南证券整理

表 16：太极集团药品分类营收数据（2022 年）

药品领域	营业收入（万元）	营收同比	毛利率	毛利率同比
消化系统	198025.0	54.3%	53.7%	3.6%
抗感染	182615.3	13.6%	75.7%	2%
呼吸系统	176207.9	40.6%	60.1%	7.4%
神经系统	129608.1	28.2%	80.4%	7.7%
心脑血管	34075.1	7.9%	70.3%	4.2%
抗肿瘤	33757.2	-10.7%	83.1%	11.2%
平衡电解质	26118.6	-7.7%	48.7%	4.2%
泌尿系统	22117.6	-10%	52.7%	-3%
骨骼肌肉系统	16332.5	-5.5%	61.2%	0.04%
补气补血类	10471.9	-36.4%	38.8%	44.4%

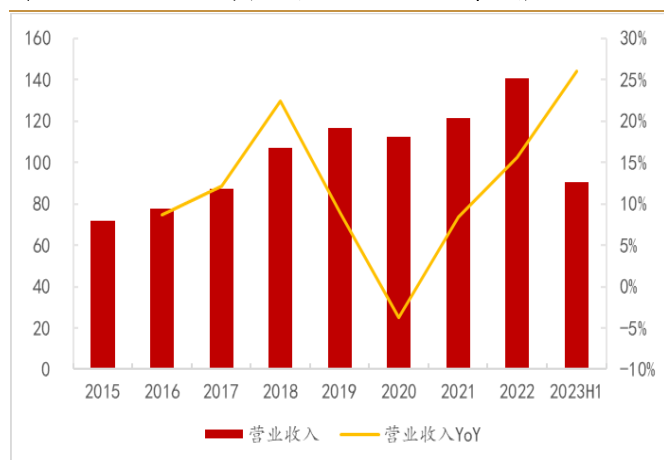
资料来源：wind、西南证券整理

2.4.4 混改效果显著，业绩大幅提升

国药入主后，公司以加入国药集团为契机，站在“十四五”战略规划新起点上，有序推进“重塑、融合、提高”三大目标。截至 2022 年，太极集团初步实现“融合、重塑”，营业收入和归母净利润创出历史新高。2022 年公司实现营业收入 140.5 亿元，同比增长 15.7%，归母净利润 3.5 亿元，比上年同期增加 8.73 亿元，扭亏为盈。2023Q1 公司仍然维持了高增长，实现营业收入 44.27 亿元，同比增长 25%，归母净利润 2.35 亿元，同比高增 991%。

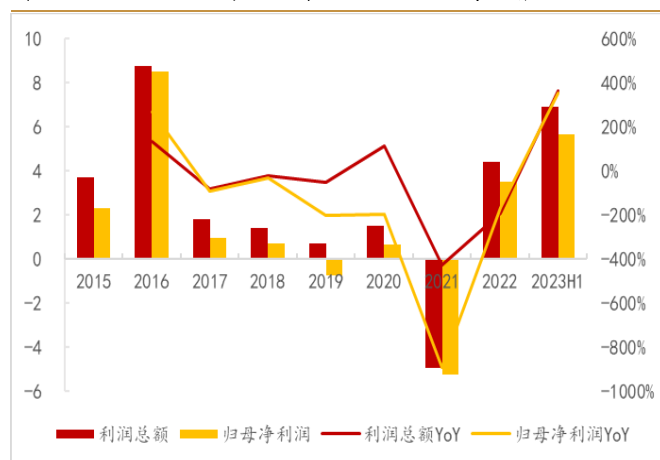
医药板块上，公司聚焦医药主品，找准营销增长赛道，建立品牌营销标杆，销售实现突破性增长，2022 年医药工业实现销售收入 87.9 亿元，同比增长 14.2%，其中现代中药实现收入 51.0 亿元，同比增长 22%，化药实现收入 36.8 亿元，同比增长 14.2%；医药商业板块上，公司以“整体做活、区域领先、协同工业”为指引，确立“以客户为中心，数字化赋能，全业态协同”的战略方向，优化业务布局，加强品种运营，大力拓展终端，医药商业实现销售收入 80.1 亿元，同比增长 9.7%，其中医药分销实现收入 65.8 亿元，同比增长 9.8%，医药零售实现收入 14.3 亿元，同比增长 9.3%。23H1 公司实现收入 90.5 亿元，同比增长 26%，维持强势。

图 27：15-23H1 公司营业收入（亿元）及同比增速



数据来源：wind、西南证券整理

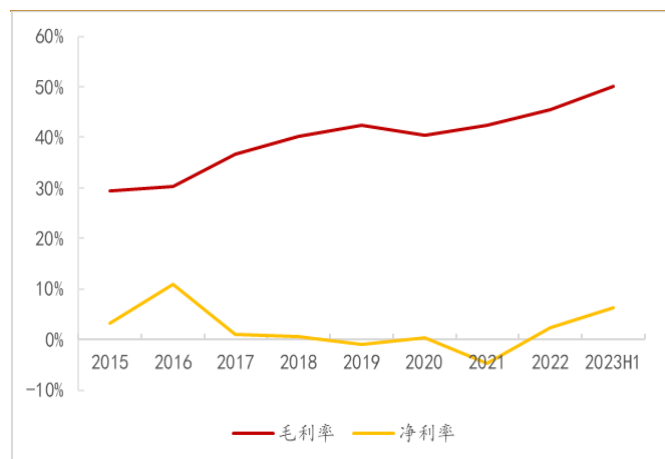
图 28：15-23H1 公司利润情况（亿元）及同比增速



数据来源：wind、西南证券整理

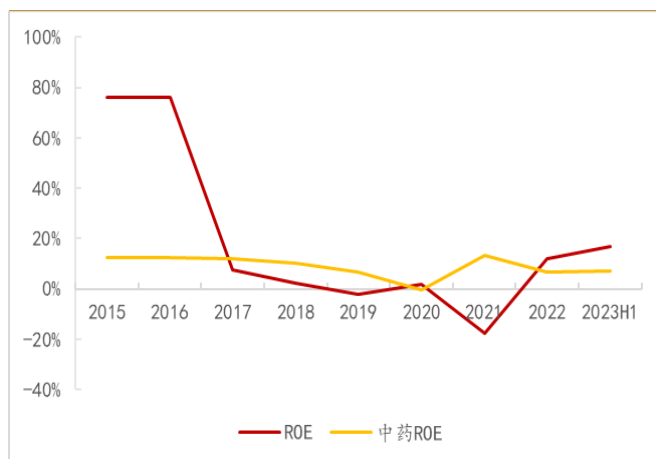
降本增效效果显著，带动公司盈利能力提升。国药入主后，太极集团各部门及下属子公司确定了提质类、增收类、降费类、降本类、战略性创新类五大提质增效项目并制定《提质增效专项工作考核办法》，确保公司在实现销售收入增长的同时，提升经济效益。公司毛利率从 2021 年的 42.5% 升至 2022 年的 45.4%，其中医药工业板块通过狠抓运营管理，重视战略主品销售，围绕品类规划来调整产品结构，同时加强产品考核机制，严控成本费用，2022 年毛利率升至 63.6%；医药商业板块持续推动购销结构调整，加强厂家谈判和品种进院、充分发挥品牌采购力，2022 年毛利率升至 9.5%；23H1 公司毛利率提升 5.3pp 至 50.2%。公司净资产收益率由 2021 年的 -17.5% 升至 12.1%，远优于同期中药行业总体变化趋势，中药板块净资产收益率由 2021 年的 13.3% 下降至 2022 年的 6.9%，公司盈利能力逆势修复。公司资产负债率 20-21 年保持在 80% 左右，高于行业平均水平，与公司的业务结构有关，23H1 资产负债率下降至 76.1%，结构有所优化。2022 年公司现金比率也较 2021 年的 4.6% 大幅提升至 12.8%，与行业平均水平接近，回款情况好转。混改后，公司总体经营情况改善明显。

图 29：15-23H1 公司毛、净利率变化趋势



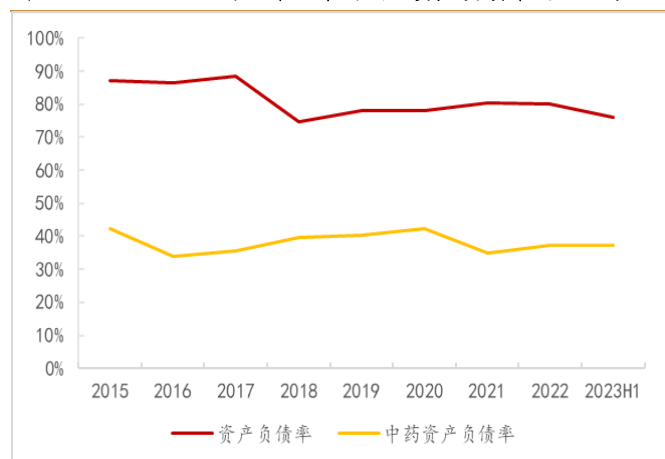
数据来源：wind、西南证券整理

图 30：15-23H1 公司及申万中药指数 ROE 变化趋势



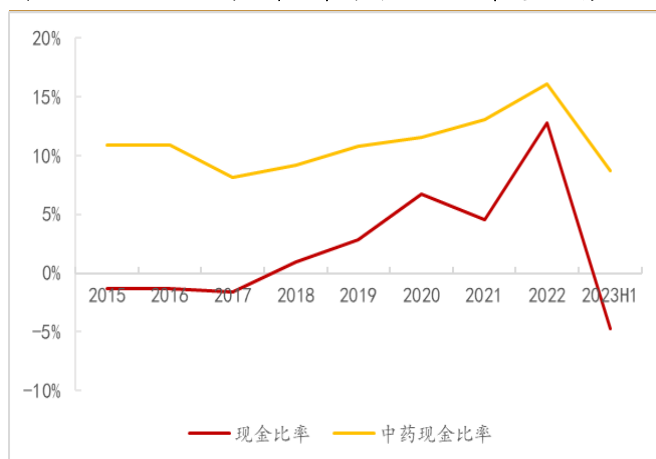
数据来源：wind、西南证券整理

图 31：15-23H1 公司及申万中药指数资产负债率变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

图 32：15-23H1 公司及申万中药指数现金比率变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

3 川渝上市公司指标汇总

我们统计了川渝地区上市央国企资本运作，科创、价值引导及发现，财务优化相关的指标，来量化观察地区国改情况。指标说明如下：

资本运作落地数量：包括战略融资、其他股权融资、配股、增发、可转债、收购兼并（交易对价超过 2000 万，已完成或今年新发未完成预案），股权转让/置换在内的资本运作次数。

资产证券化率：可口径下，由上市公司资产/公司所属集团总资产计算。

股权激励数量：已完成或今年新发未完成预案次数。

相对行业的财务数据：所选行业为公司所属申万三级或申万二级行业。

表 17：重庆上市公司指标汇总

重庆上市央国企	资本运作				科创、价值引导及发现					财务优化						
	资本运作落地数量	资产证券化率	第一大股东股权占比	股权激励落地次数	分红率	ESG评分	是否属于“双百行动”企业	是否属于“科创板示范”企业	是否属于“专精特新小巨人”企业	19-22年归母净利润同比增速	19-22年公司收入年复合增速相对行业	ROE相对行业	资产负债率相对行业	营业现金比率相对行业	净利率相对行业	主营业务比例
长安汽车	18	35.5%	18.0%	2	22.3%	6.23	0	0	0	394.6%	18.9%	6.4%	-2.8%	2.8%	2.8%	99.0%
渝农商行	2	100.0%	22.1%	0	19.1%	6.56	1	0	0	5.3%	-14.6%	-0.8%	-0.1%	4.2%	-1.5%	100.4%
西南证券	23	75.4%	27.9%	0	46.4%	7.14	0	0	0	-70.3%	-28.4%	-4.5%	-7.9%	49.7%	-10.1%	102.8%
太极集团	40	0.0%	27.6%	0	20.7%	6.55	0	0	0	593.7%	3.2%	5.2%	41.9%	-3.3%	-4.9%	97.1%
重庆水务	3	37.5%	50.0%	0	69.5%	5.38	0	0	0	14.7%	1.1%	4.2%	-12.7%	19.4%	10.8%	97.3%
太阳能	39	16.2%	31.3%	1	22.4%	5.67	0	0	0	52.2%	-6.2%	3.2%	-4.8%	19.9%	5.5%	99.2%
中国汽研	2	2.7%	53.2%	3	34.7%	6.32	0	1	0	47.6%	8.0%	5.0%	-1.8%	9.4%	11.3%	100.5%
涪陵榨菜	5	6.7%	35.3%	0	27.5%	6.05	1	0	0	48.5%	-11.5%	-2.7%	-16.1%	28.1%	20.4%	99.9%
重庆银行	3	100.0%	33.8%	0	24.1%	6.71	1	0	0	15.7%	-8.1%	-1.0%	-0.1%	-77.1%	0.4%	100.3%
涪陵电力	6	0.0%	41.7%	0	19.8%	5.40	0	0	0	54.3%	-6.8%	7.0%	-31.8%	21.2%	9.1%	99.5%
三峡水利	37	3.9%	13.7%	0	31.5%	6.67	0	0	0	148.5%	86.5%	-2.7%	-15.2%	-17.0%	-3.9%	90.1%
电科芯片	29	0.0%	25.6%	0	739.9%	5.50	0	0	1	179.8%	54.7%	6.2%	4.4%	0.8%	5.3%	100.2%
重庆钢铁	14	100.0%	23.5%	0	-	7.12	0	0	0	-210.1%	5.2%	-6.6%	-12.5%	-2.4%	-3.7%	97.0%
川仪股份	4	6.5%	30.1%	1	24.5%	6.07	0	0	0	147.1%	13.9%	8.6%	19.6%	3.4%	-2.7%	98.2%
三峰环境	5	27.6%	43.9%	0	18.1%	6.20	1	0	0	105.8%	-13.2%	3.2%	-0.2%	19.3%	9.3%	99.6%
重庆燃气	7	0.4%	22.3%	1	43.0%	6.50	0	0	0	-0.1%	-46.1%	-3.8%	-10.4%	-7.6%	-1.3%	95.0%
中交地产	56	19.3%	52.3%	0	17.4%	6.41	0	0	0	-93.7%	44.0%	7.3%	5.8%	-0.1%	5.3%	91.8%
重药控股	23	44.8%	38.1%	1	11.3%	6.11	1	0	0	20.8%	18.3%	2.8%	12.6%	-1.8%	-0.1%	97.5%
重庆建工	9	100.0%	44.4%	0	27.2%	4.90	0	0	0	-67.0%	-17.8%	-11.0%	11.3%	1.9%	-2.5%	101.4%
登康口腔	1	0.0%	59.8%	0	-	0.00	0	1	0	113.1%	-3.0%	16.7%	-5.2%	-7.5%	1.9%	99.4%
重庆港	13	53.4%	48.7%	0	33.0%	4.98	0	0	0	-10.4%	-2.3%	-6.5%	9.7%	-13.3%	-19.8%	99.2%
远达环保	19	0.6%	43.7%	0	42.2%	5.62	0	0	0	-125.3%	5.1%	1.2%	-12.2%	4.6%	1.0%	124.9%
渝开发	60	5.4%	63.2%	0	12.5%	4.83	0	0	0	-38.3%	5.3%	10.8%	-34.7%	141.0%	20.2%	95.5%
莱美药业	18	0.0%	23.4%	0	-	6.11	0	0	0	55.7%	-28.9%	-10.1%	-12.1%	-5.9%	-16.1%	127.6%
渝三峡A	15	1.6%	40.5%	0	14.6%	6.03	0	0	0	-19.2%	14.1%	2.5%	-20.3%	2.2%	9.6%	99.8%
合计	451	-	-	9	-	-	5	2	1	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind、西南证券整理

表 18：四川上市公司指标汇总

四川 上市央企企	资本运作				科创、价值引导及发现					财务优化						
	资本运作 落地数量	资产证 券化率	第一大股 东股权占 比	股权激励 落地地 次数	分红率	ESG评分	是否属于“ 双百行动” 企业	是否属于“ 科创板” 企业	是否属于“ 专精特新 小巨人” 企业	19-22年归母 净利润同比 增速	19-22年公司收 入年复合增速 相对行业	ROE 相对行业	资产负债率 相对行业	营业现金比率 相对行业	净利率 相对行业	主营业 务比例
五粮液	11	33.9%	34.4%	0	41.4%	8.12	0	0	0	53.4%	0.6%	-2.5%	-3.7%	5.7%	-0.4%	100.2%
泸州老窖	27	27.0%	25.9%	2	47.3%	6.78	0	0	0	123.3%	3.4%	5.8%	12.0%	5.5%	3.3%	99.9%
四川路桥	16	16.9%	56.3%	2	33.8%	6.27	1	0	0	558.9%	20.8%	23.0%	1.1%	6.4%	5.2%	99.7%
川投能源	29	54.4%	53.2%	0	36.6%	5.48	0	0	0	19.3%	29.2%	0.2%	-23.1%	-12.5%	220.5%	99.5%
东方电气	14	88.8%	55.4%	1	20.6%	6.84	0	0	0	123.4%	39.4%	6.8%	5.2%	5.8%	3.8%	99.9%
成都银行	5	91.7%	20.0%	0	26.3%	5.66	0	0	0	80.9%	4.5%	6.7%	1.0%	-68.6%	12.0%	100.1%
钒钛股份	27	12.0%	27.3%	1	107.0%	7.07	0	0	0	-5.3%	-6.2%	2.6%	-12.7%	-4.6%	-7.5%	100.7%
中无人机	0	0.6%	26.4%	0	54.7%	7.64	0	0	0	3845.6%	115.5%	3.6%	-30.0%	2.2%	7.0%	100.1%
昊华科技	15	73.2%	64.8%	1	32.0%	6.87	0	1	0	121.9%	-7.4%	-2.1%	-1.3%	-1.8%	0.6%	95.8%
华西证券	5	46.2%	18.1%	0	13.8%	5.32	0	0	0	-70.5%	-13.4%	-3.8%	-1.7%	-64.3%	-14.8%	96.9%
国机重装	9	8.0%	47.2%	1	-	5.27	0	0	0	-19.1%	-36.3%	-3.5%	-9.2%	7.5%	-1.0%	92.2%
电科网安	10	1.2%	33.0%	2	17.2%	5.38	0	0	0	96.9%	11.6%	4.6%	-22.7%	6.1%	7.5%	98.9%
盛和资源	26	0.0%	14.1%	0	15.5%	6.92	0	0	0	1469.4%	16.6%	1.0%	-15.6%	-4.3%	3.5%	99.4%
川能动力	16	7.9%	36.2%	0	52.5%	7.18	0	0	0	230.4%	-101.4%	5.1%	-9.9%	18.8%	11.0%	98.7%
国网信通	12	29.1%	43.8%	1	31.0%	8.54	0	0	0	64.6%	-7.8%	12.6%	7.1%	6.2%	8.6%	100.7%
四川长虹	34	85.0%	23.2%	0	26.5%	7.42	0	0	0	672.6%	2.8%	-1.3%	12.0%	-3.7%	-0.7%	104.9%
兴蓉环境	16	48.6%	42.2%	1	19.0%	6.95	0	0	0	49.6%	6.2%	4.3%	-1.1%	28.3%	8.3%	100.5%
川发龙蟒	20	0.0%	25.7%	4	27.9%	5.25	1	0	0	1156.5%	37.9%	-15.2%	-5.1%	-2.3%	-3.4%	103.0%
四川黄金	1	0.0%	31.3%	0	-	4.53	0	0	0	47.7%	19.9%	20.4%	-25.1%	73.9%	38.7%	100.5%
融发核电	11	7.1%	27.0%	0	-	4.25	0	0	0	165.1%	-57.5%	14.3%	-19.6%	-13.8%	70.4%	156.1%
新华文轩	6	1.2%	55.4%	0	39.0%	7.09	0	0	0	22.6%	-4.5%	-0.5%	0.9%	-0.2%	-1.3%	102.5%
久远银海	4	0.0%	26.3%	0	32.6%	5.72	0	0	0	14.0%	0.9%	10.3%	-12.5%	-2.1%	13.3%	99.6%
中科信息	5	1.1%	30.5%	0	19.9%	6.5	0	0	1	42.4%	7.8%	4.7%	-24.7%	19.1%	7.0%	96.8%
利尔化学	7	0.0%	23.8%	0	19.5%	5.83	0	0	0	482.5%	16.3%	14.5%	-10.3%	13.3%	10.7%	102.6%
四川成渝	12	3.4%	37.9%	0	28.5%	6.32	0	0	0	-29.6%	2.5%	-3.7%	0.5%	-13.8%	-13.1%	99.2%
华丰科技	18	1.9%	31.6%	0	-	0	0	1	0	202.3%	11.4%	5.1%	16.4%	8.5%	-0.9%	98.4%
成都燃气	2	4.4%	36.9%	0	47.7%	6.32	0	0	0	9.0%	-53.5%	0.2%	-21.5%	5.4%	4.9%	96.5%
天原股份	24	3.7%	17.6%	0	26.2%	7.69	0	0	0	599.0%	-2.9%	0.7%	9.3%	-6.1%	-4.8%	103.6%
福蓉科技	2	0.0%	56.5%	0	46.1%	5.85	0	0	0	48.7%	5.4%	11.1%	-25.2%	21.6%	13.3%	84.7%
成飞集成	9	0.4%	50.2%	0	28.2%	6.77	0	0	1	-90.9%	-27.4%	-2.1%	-19.4%	-0.8%	3.3%	100.1%
泸天化	16	18.3%	13.5%	0	159.9%	5.53	0	0	0	29.7%	8.6%	-13.3%	-9.5%	-5.9%	-6.9%	99.2%
航发科技	5	3.4%	36.0%	0	61.9%	7.25	0	0	0	106.4%	-3.2%	-4.0%	10.8%	3.0%	-4.1%	99.4%
四川九洲	32	13.9%	47.6%	0	25.0%	5.08	0	0	1	628.7%	0.1%	-3.2%	8.1%	-4.9%	-0.5%	99.7%
天奥电子	1	0.4%	40.0%	1	34.6%	7.11	0	0	0	0.9%	0.1%	0.6%	3.8%	15.6%	-1.5%	99.9%
博瑞传播	18	0.0%	23.4%	1	42.3%	5.78	0	0	0	-39.1%	36.0%	10.6%	-36.6%	-0.2%	26.2%	98.4%
高新发展	24	7.7%	48.9%	0	11.9%	5.37	0	0	0	90.4%	9.7%	-0.5%	6.9%	1.5%	0.1%	99.4%
峨眉山A	2	49.3%	32.6%	0	33.5%	6.16	0	0	0	-164.5%	-10.6%	-0.6%	-2.0%	-13.6%	-13.2%	98.1%
北化股份	14	0.9%	18.1%	0	27.4%	7.3	0	0	0	-31.9%	-13.6%	-1.7%	-16.2%	-6.0%	-2.4%	95.5%
四川美丰	18	0.2%	12.3%	0	32.8%	5.95	0	0	0	620.3%	16.4%	-2.6%	-29.3%	2.9%	3.2%	100.4%
安控科技	21	0.0%	15.0%	1	-	4.99	0	0	1	-1946.2%	-31.6%	-212.6%	14.9%	-0.9%	-98.9%	93.7%
广安爱众	19	0.6%	17.5%	0	27.2%	5.14	0	0	0	-31.2%	-12.3%	-3.0%	-8.3%	-0.4%	-1.8%	97.0%
蜀道装备	3	0.1%	30.0%	2	-	6.19	0	0	1	-438.4%	-19.2%	-13.1%	-9.6%	19.0%	-20.0%	73.2%
新筑股份	13	0.7%	15.9%	1	-	5.7	1	0	0	-209.2%	-34.9%	-31.6%	21.0%	9.6%	-40.0%	99.6%
明星电力	13	0.1%	20.1%	0	18.6%	7.13	0	0	0	59.7%	-3.6%	-0.9%	-34.9%	-10.7%	-1.4%	100.8%
华塑控股	39	0.3%	23.1%	0	-	5.34	0	0	0	97.9%	115.4%	-2.3%	9.1%	-13.6%	2.0%	116.4%
大西洋	7	5.6%	33.4%	0	36.1%	5.87	0	0	0	-17.5%	-19.4%	-2.8%	-26.3%	-4.2%	-1.8%	99.6%
中建环能	8	0.0%	27.0%	2	29.1%	6.02	0	0	1	22.6%	-11.8%	3.5%	-6.8%	-4.1%	6.2%	99.0%
山高环能	28	7.1%	15.7%	2	-	5.41	0	0	0	144.1%	306.3%	-0.7%	8.6%	-25.6%	-3.6%	98.1%
西昌电力	13	0.1%	20.1%	0	28.5%	5.71	0	0	0	21.9%	-6.9%	-3.4%	3.8%	-0.1%	-4.5%	102.5%
川网传媒	1	0.0%	45.0%	0	46.6%	5.18	0	0	0	-63.5%	-7.7%	-2.9%	-14.1%	-2.4%	1.5%	100.1%
宜宾纸业	4	0.0%	44.9%	0	4.6%	5.93	0	0	0	139.6%	-13.8%	-2.0%	34.9%	3.9%	-4.3%	83.1%
四川金顶	30	1.8%	20.5%	0	-	6.1	0	0	0	-67.0%	-2.1%	-1.3%	11.5%	3.0%	-2.6%	148.5%
长虹能源	2	4.4%	60.3%	0	42.6%	5.19	0	0	1	7.1%	-33.7%	-6.4%	7.8%	-6.0%	-4.6%	99.3%
合计	724	-	-	26	-	-	3	2	7	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn