

国改主题报告

《三年行动方案》行将出台，国改二次加速

国改三年行动方案，关注国改领域投资机会。

- **国改三年行动方案即将出台，国改板块都会迎来增量信息活跃期。**《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》已由深改委审议通过，即将印发实施，方案着眼于五大重点领域，大力推进重点改革项目。权益投资视角下，宏微观层面国改板块都会迎来增量信息活跃期
- **国改之路依然任重而道远。**此前本轮国改已取得了一定成绩，但时间进度依然落后于公众期许，核心难题仍未完全解决，国企的治理结构改革更多落在形式上而非成效上，未来国改仍有很长的路要走。在财政压力日趋严峻的背景下，国企对财政贡献度有待提高。目前国有企业整体运营能力与民营企业仍有差距，ROE 中杠杆贡献太高。
- **参考国际经验，国企改革加快转变国资持股模式。**一方面，中国的国企改革要避免走英国迅速全面私有化的道路，另一方面则需持续推动政企分开，权利下放，明确职责界限，解决产权不明晰对效率提升的制衡
- **目前国企改革已存在三类成熟路线**：（1）触及产权关系根本问题，以混改为代表，包含成立“两类公司”、分拆上市、股权转让、定增引进战投等手段；（2）减少重复建设，促进分工精细化，以兼并重组为主，包含破产清算、非优势业务出让等；3）其他放权促增长手段，例如股权激励、员工持股、管理层待遇市场化等
- **目前央企层面改革主要在实践“两类公司”改革、“双百行动”、央企兼并重组、以及上市公司股权激励，地方国企改革的趋势在于加速混合所有制改革、加强战略性新兴产业布局、推进上市企业增量提质及加大重复投资、同质化竞争问题突出领域的重组整合力度**
- 投资上三个维度：**（1）行业维度推荐重点关注处于充分竞争领域和有兼并重组预期的垄断企业；（2）地区维度重点关注财政压力较大倒逼国企改革可能性较高的地区国企以及综合改革潜在铺开区域国企；（3）试点维度上重点关注前两批次混改试点名单企业、已公告改革进展的“双百行动”试点上市公司以及新增两类公司试点集团旗下的上市公司。**
- **风险提示**：国企改革进展速度不及预期；外部因素的不确定性，如疫情二次爆发、中美关系恶化等。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

目录

国企改革进入新阶段 5

本轮国改的背景与趋势 8

2.1 本轮国改所面临的背景环境 8
2.2 从其他市场改革看国改路线 11

本轮国改的路线总结 14

3.1 产权关系的重新理顺 14
3.2 减少重复建设同业竞争 15
3.3 其他放权方式 16

国改最新动态梳理 18

4.1 央企层面 18
4.2 地方国企层面 22

国改的投资机会梳理 24

5.1 国改板块走势回顾 24
5.2 投资视角掘金国改板块 25

风险提示 30

图表目录

图表 1. "1+N"系列核心文件全面覆盖国改难点问题 5
图表 2. 十八届三中全会以来国企改革成就总结 6
图表 3. 当前国企改革重点工作的作用机制 6
图表 4. 两类公司的不同定位 7
图表 5. 财政收支差额逐年扩大 8
图表 6. 国企应交税金占全国财政收入比重在下降 8
图表 7. 国企对财政贡献的三个方面 9
图表 8. 国有及国有控股工业企业资产占比下滑 9
图表 9. 上市公司中各类企业资产占比 9
图表 10. 各类企业所有制结构：分行业 10
图表 11. 2019 年各类企业营收和利润规模（亿元） 10
图表 12. 各类企业 ROE 和杠杆率 10
图表 13. 供给侧改革后国企和私企利润增速 11
图表 14. 供给侧改革后国企和私企营收增速 11
图表 15. 淡马锡是如何实现国企管资本的 13
图表 16. 混改前后联通营收变动情况 14
图表 17. 混改前后联通净利润变动情况 14
图表 18. 中车合并前后营收情况 16
图表 19. 中车合并前后利润率水平 16
图表 20. 中车应付账款及其周转率 16
图表 21. 中车合并前后估值变化 16
图表 22. 宝信软件股权激励业绩目标 17
图表 23 .宝信软件近三年业绩水平 17
图表 24. “两类公司”试点名单 18
图表 25. 《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》要点梳理 21
图表 26. 2019 年年报显示实行股权激励的央企上市公司列表 21
图表 27. 重点省份/城市国企改革最新进展 23
图表 28. 2013 年后国改板块行情的四个阶段 24
图表 29. 国企改革行业维度的投资机会 26
图表 30. 2019 各省市财政赤字率 27
图表 31. 最新各省市国企上市公司数量 27

图表 32. 国企改革行业维度的投资机会 27
图表 33. 前两批混改落地标的 28
图表 34. “双百行动”建议关注标的 29
图表 35. 新增国资运营公司试点涉及标的 29

国企改革进入新阶段

《国企改革三年行动方案》即将出台，国企改革二次加速。作为国改加速的指导性文件，《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》于 6 月 30 日中央深改委第十四次会议获得审议通过，即将印发实施，方案的出台标志着国改再次吹响冲锋号。方案着眼于"完善中国特色现代企业制度、积极稳妥深化混合所有制改革、加快健全市场化经营机制、完善国有资产监管体制、充分释放和激发基层改革活力"五大重点领域，重点改革项目都会有时间表、路线图。权益投资视角下，宏微观层面国改板块都会迎来增量信息活跃期。

十八届三中全会以来，国企改革稳步推进，已取得了一些成绩：

（1）国企公司制改制在 2017 年底基本完成，传统国企改制成为符合现代企业制度要求、规范的公司制企业，明确了权责，提升了公司治理，为接下来完善现代企业制度、深化多项改革创造了先置条件。

（2）"1+N"政策体系形成，国企改革顶层设计基本完成。自 2015 年 8 月《关于深化国有企业改革的指导意见》发布以来，相关政策文件陆续出台，逐步形成了"1+N"政策体系，为国企改革顶层设计提供了框架，国企改革有章可循。

图表 1. "1+N"系列核心文件全面覆盖国改难点问题

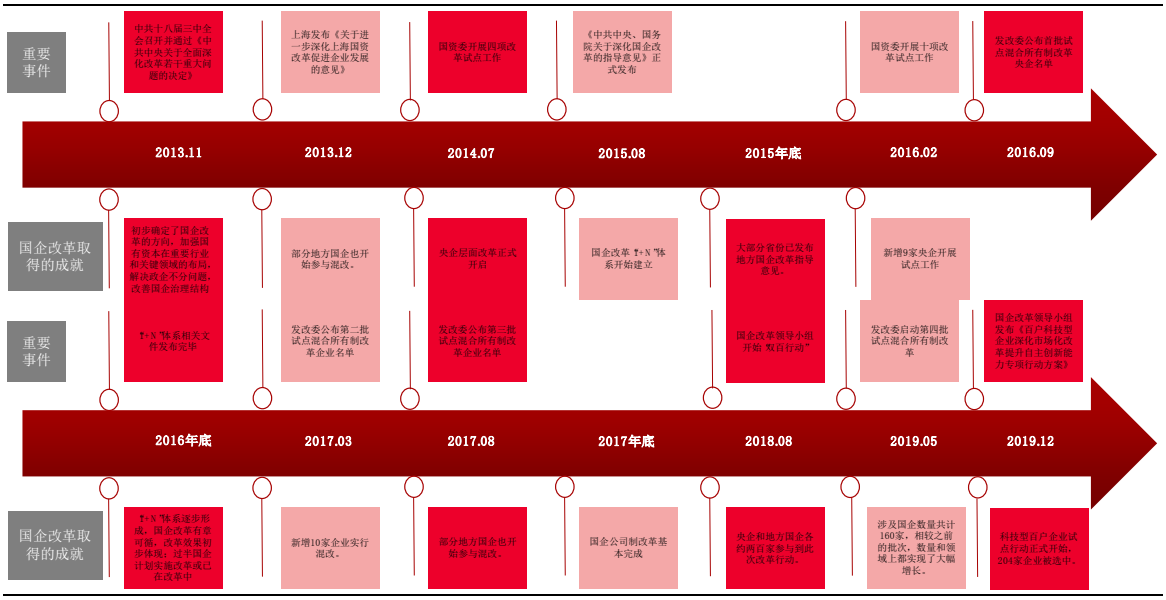
时间	政策文件名称	内容
2015 年 8 月	《关于深化国有企业改革的指导意见》	《指导意见》共分 8 章 30 条，从改革的总体要求到分类推进国有企业改革全面提出了新时期国有企业改革的目标任务。并提出，到 2020 年在重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更符合我国基本经济制度和社会主义市场经济要求国资管理体制。
2015 年 11 月	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	《意见》提到推进国有资产监管机构职能转变，改革国有资本授权经营体制，提高国有资本配置和运营效率。
2016 年 7 月	《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	《意见》提出要形成一批具有创新能力和国际竞争力的世界一流跨国公司。明确了下一阶段推进中央企业结构调整和重组的重点工作，即"巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批"
2016 年 10 月	《国资委关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知》	《通知》指出，中央企业要以推动形成自主创新和科技成果转化的激励机制为主要目标，根据所属企业科技人才资本和技术要素贡献占比及投入产出效率等情况，合理确定实施企业范围和激励对象，建立导向清晰、层次分明、重点突出的中长期激励体系。
2018 年 7 月	《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	国有资产监管的部分职责要从目前的国有资产监管部门转移到改组或组建的国有资本投资、运营公司，真正实现国有资本监管部门从管企业转向管资本，进一步实现政企分开。
2018 年 8 月	《国企改革"双百行动"工作方案》	入围"双百行动"的企业要实现"五大突破、一个坚持"，即在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励机制以及历史遗留问题方面实现突破，同时要坚持党的领导
2019 年 4 月	《改革国有资本授权经营体制方案》	以改革国有资本授权经营体制为中心，改组国有资本投资、运营公司，进一步放权、授权，使所有权与经营权进一步分开，让企业充分走向市场
2019 年 6 月	《国务院国资委授权放权清单》	依据《改革国有资本授权经营体制方案》进一步明确了授权放权内容。涉及 4 类企业，5 个方面，共计 35 项细则。首次将央企审批混改方案、股权激励方案纳入授权放权清单范围

资料来源：国务院，国资委，中银证券

（3）试点改革由点到面有序展开。本轮国改从单项改革开始，国资委在 2014 年启动了"四项改革试点"，两年后又决定开展"十项改革试点"，以点带面复制推广经验。2018 年，国务院国改领导小组组织开展"双百行动"，选取 100 多家央企子公司和 100 多家地方国企推进了一轮综合性改革。2019 年，沈阳、深圳、上海被定位为三大国资国企改革综合实验区，深入探索实践综合性改革。2019 年末，国务院发起"科改示范行动"，从央企和地方国企的子企业中选取出 200 多家科技型企业推动国有科技型企业实现科技突破，打造国有企业科技型企业改革样本。

从管资产到管资本，十八届三中全会后国改思路的顶层设计充分体现了市场化导向。

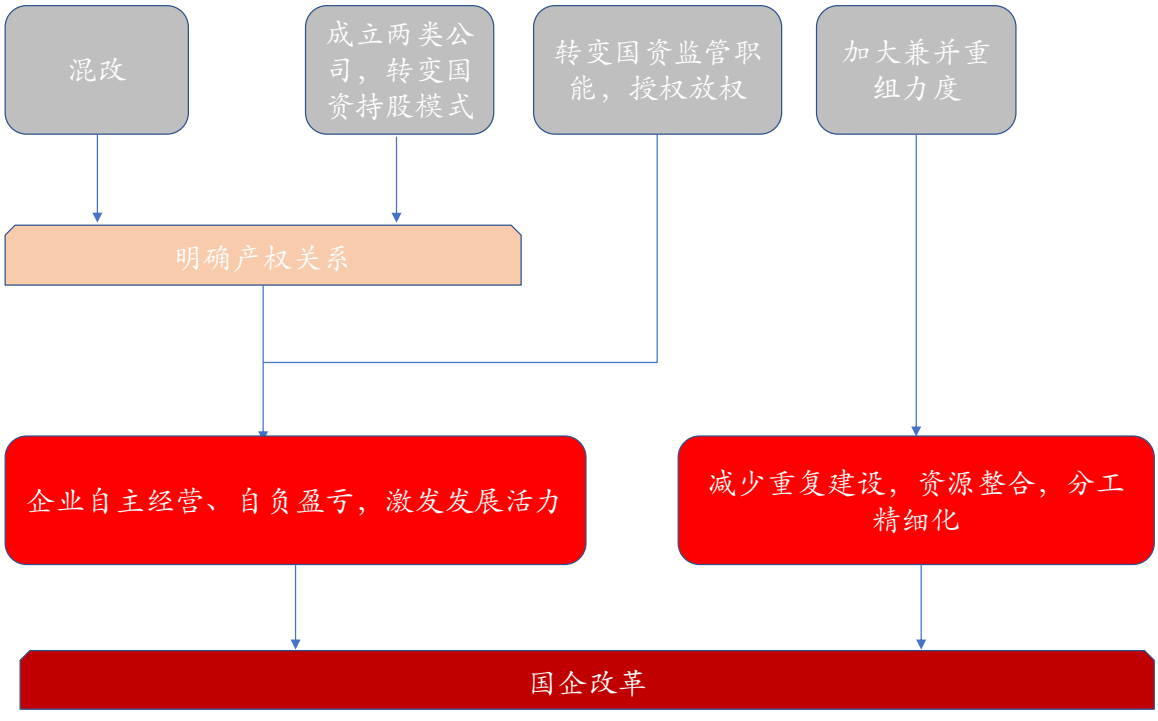
图表 2. 十八届三中全会以来国企改革成就总结



资料来源：国资委，中银证券

尽管取得了一定成绩，但本轮国改的时间进度依然落后于公众期许，核心难题仍未完全解决，**国企的治理结构改革更多落在形式上而非成效上**，国有企业的治理结构不够完善、经营管理层效率不佳是普遍现象；**国有企业整体的股权结构整体来看仍较单一，国有股的比重过大**，未来仍需进一步加大混合所有制改革的力度探索实现股权多元化的路径；**科技创新仍是国企的一大短板，研发投入不足和人才流失是制约科技创新的两大阻力**，未来国改仍有很长的路要走。

图表 3. 当前国企改革重点工作的作用机制



资料来源：国资委，中银证券

图表 4. 两类公司的不同定位

	国有资本投资公司	国有资本运营公司
目标	服务国家战略，优化国有资产布局	提升国有资本运营效率、提高国有资产回报
控股方式	以对战略性核心业务控股为主	以财务性持股为主
运作方式	开展投融资、产业培育和资本运作等	股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退
影响	发挥投资引导和结构调整作用，推动产业集聚，化解过剩产能和转型升级，培育核心竞争力和创新能力，积极参与国际竞争，着力提升国有资本控制力、影响力	盘活国有资产存量，引导和带动社会资本共同发展，实现国有资本合理流动和保值增值

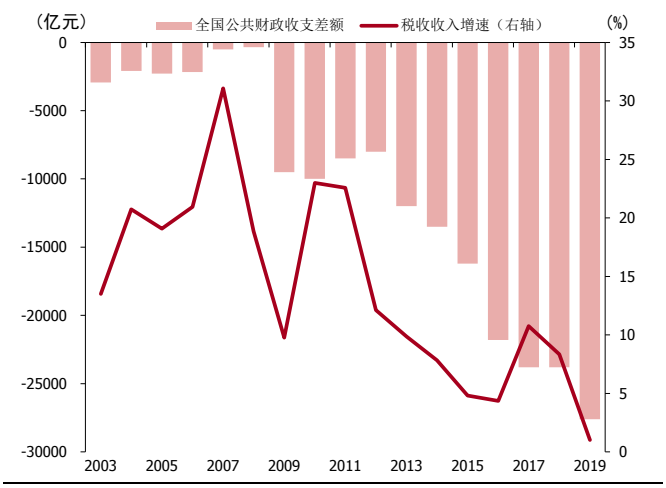
资料来源：国资委，中银证券

本轮国改的背景与趋势

2.1 本轮国改所面临的背景环境

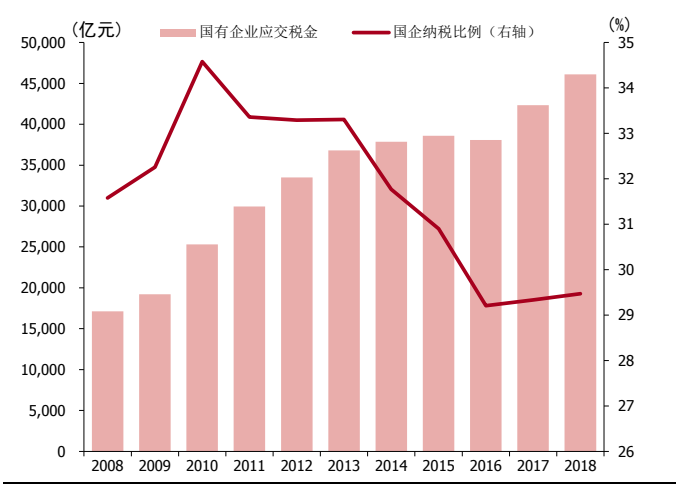
财政压力日趋严峻，国企对财政贡献度有待提高。从财政收支差额的变化趋势看，中国财政压力日趋严峻，2019 年全国公共财政收支差额-2.76 万亿，财政缺口同比增长 16%，而今年新冠疫情使得税基收缩，减税降费优惠政策力度加大，预计税收收入增速会下滑，财政缺口将进一步走阔，在此背景下做大做厚国企利润提升国企对财政的支持力度是必要的应对之策。国企对财政收入的贡献，主要由三个方面构成，税收收入、非税收入项目下国有资本经营收入（金融企业分红流入项目）以及结转结余与调入资金（实业类国企收支结余流入项目）。税收收入是国企对财政贡献最大的方式，2018 年国有企业应交税金 4.6 万亿，占公国公共财政收入的比例为 29.5%，较前几年有较大程度的下降，2010 年这一比例约为 35%左右；金融企业分红 2018 年大幅下降，为 3500 亿元，同比下降 46%；结转结余与调入金额基数较小，2018 年调入金额约为 320 亿元，对财政收入影响不大，不过一定程度上这也说明，国有企业利润与分红大部分在国企内部循环，对财政贡献度不高。

图表 5. 财政收支差额逐年扩大



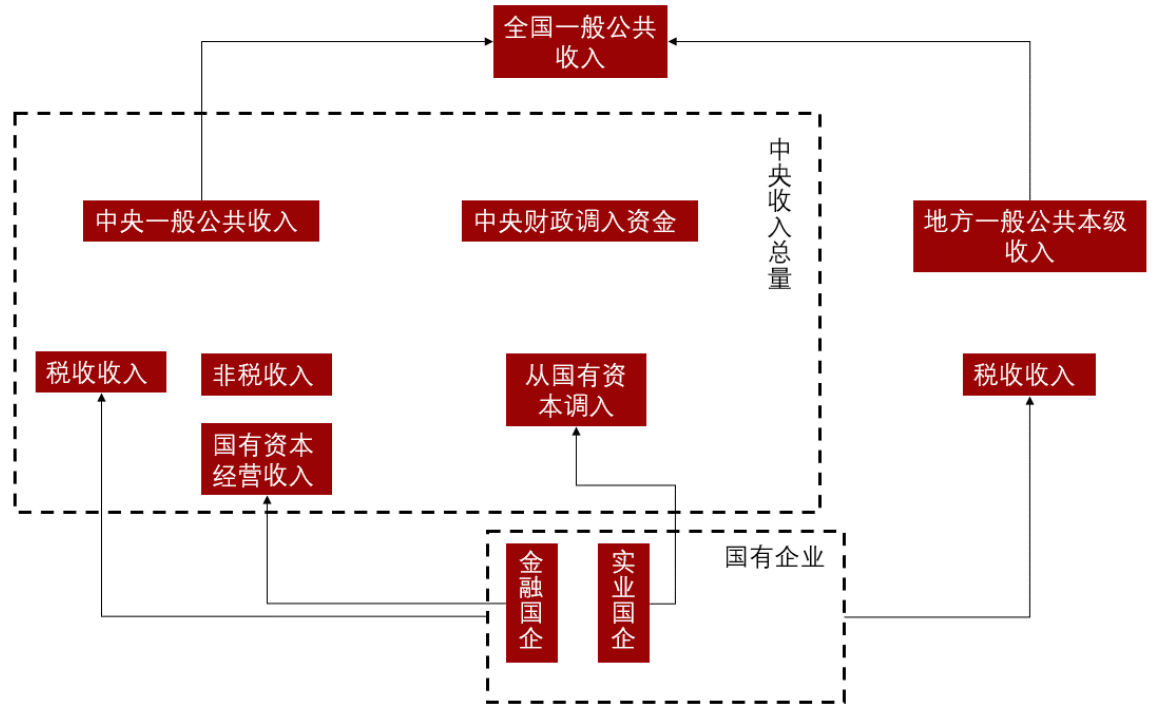
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 国企应交税金占全国财政收入比重在下降



资料来源：万得，中银证券

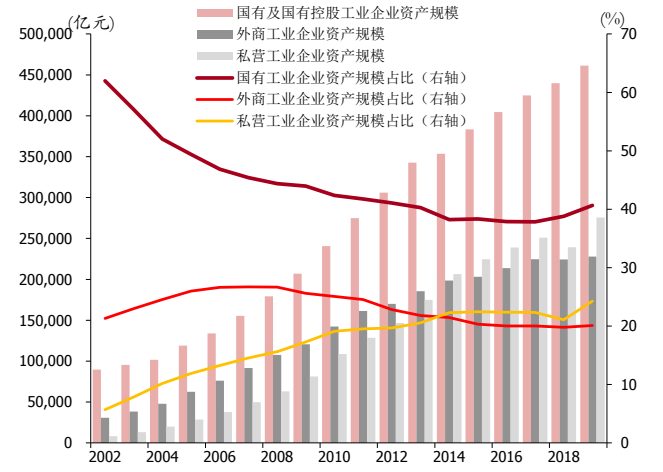
图表 7. 国企对财政贡献的三个方面



资料来源：财政部，中银证券

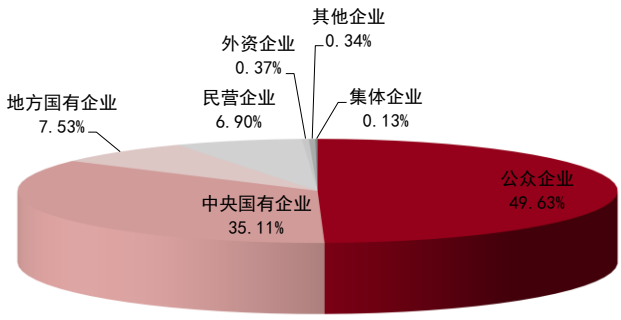
国有经济占比已显著下降，民营经济在轻工制造、纺织社服和农林牧渔以及计算机等新兴科技行业已占主体地位。2019 年底我国国有及国有控股工业企业资产规模 46 万亿，占全部工业企业资产规模的比例约为 41%，而 2002 年这一比例约为 62%，国资占比已大幅下降。2012 年私营工业企业超过外资，成为分类别第二大的企业类型，增长较快，但公有制经济的主体地位没有改变。从上市公司看，公众企业和国有企业占比较大，2019 年公众企业、国有企业、集体企业资产规模占上市公司总资产规模的比重约为 92%，与工业企业比例差距较大，主要原因在于上市公司中银行业规模占比高，且全部为公众企业或国有企业。剔除银行业后，民营企业（19.8%）、公众企业（20.74%）和国有企业（57.43%）的占比有所调整。具体分行业看，民营经济除了在采掘、非银金融、银行、钢铁、公用事业和国防军工等领域占比很小，在其他领域都有举足轻重的地位，在轻工制造、纺织社服和农林牧渔以及计算机等新兴科技行业占比已超过 50%。

图表 8. 国有及国有控股工业企业资产占比下滑



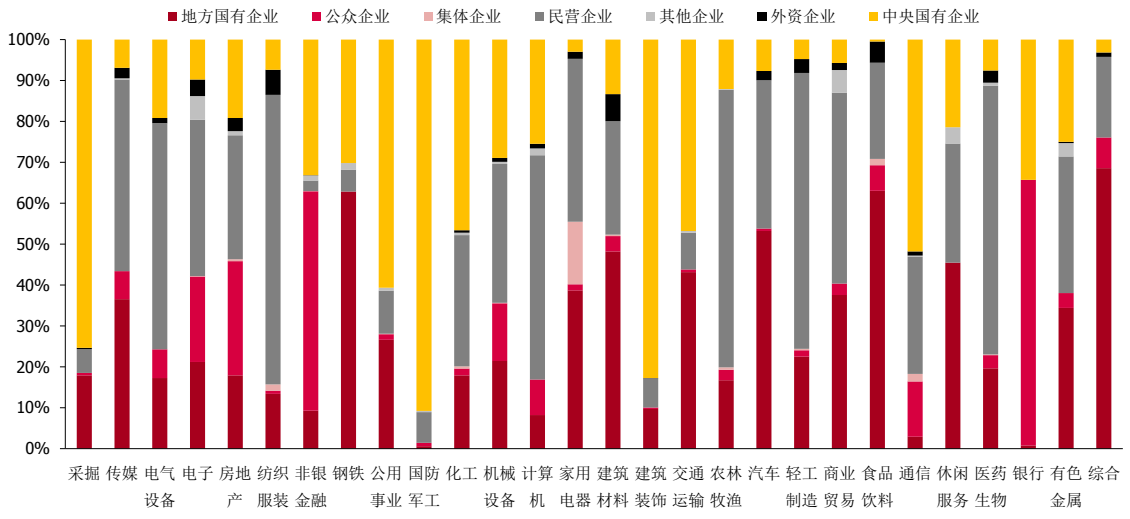
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 上市公司中各类企业资产占比



资料来源：万得，中银证券

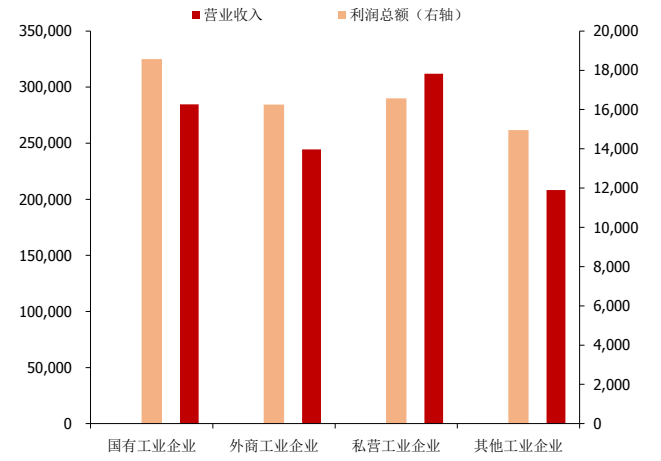
图表 10. 各类企业所有制结构：分行业



资料来源：万得，中银证券

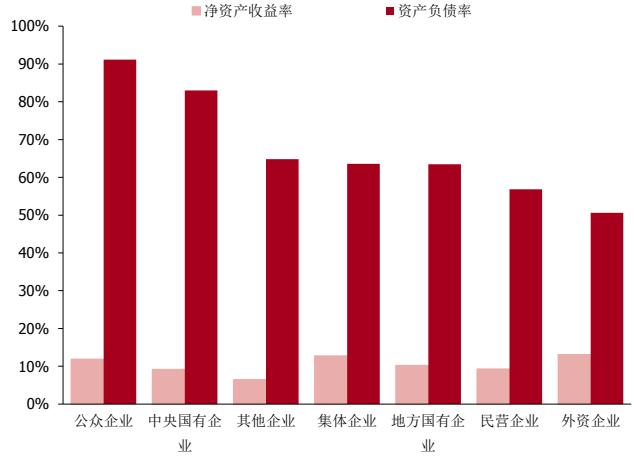
国有企业盈利水平与私营企业相当，但 ROE 中杠杆贡献较大。从营收和利润增速上看，受益于供给侧改革，国有工业企业 2017 年以来迎来高速增长，民营工业企业受供给侧改革的影响较小。不过比较国有工业企业的营收和利润，我们发现国企营收和利润的增速并不匹配，去库存等政策带来的企业报表结构性修复导致企业对企业利润端的帮助更大，但政策影响弱化后，2018 年国企增速明显下滑，而民营企业保持较强的韧性，增长稳定。横向看，国有企业、民营企业、外商企业以及其他企业营收和利润体量相当，民营企业营收略小于国有企业，但利润水平略高。进一步分析盈利能力，以 A 股上市公司为样本，民营企业加权平均 ROE（民营企业总净利润/民营企业期末总净资产）为 9.2%，和国有企业水平相当，但因为国企在融资能力上的优势，资产负债率远高于民营企业，ROE 中杠杆贡献较大，总的来说国企发展对政策的依赖性较强，自主经营的能力仍有待提高。

图表 11. 2019 年各类企业营收和利润规模（亿元）



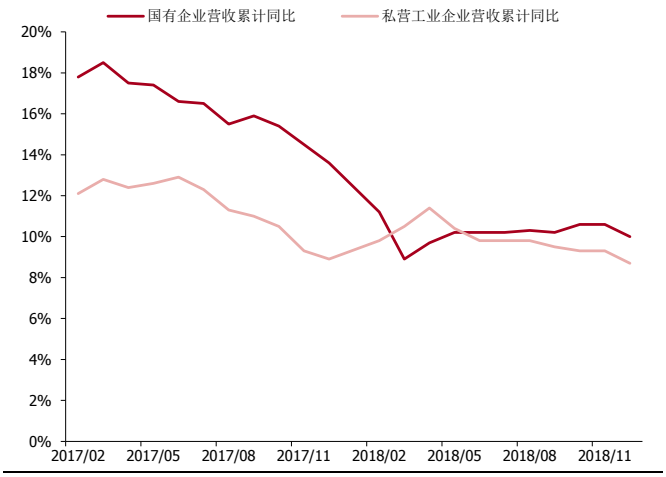
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 12. 各类企业 ROE 和杠杆率



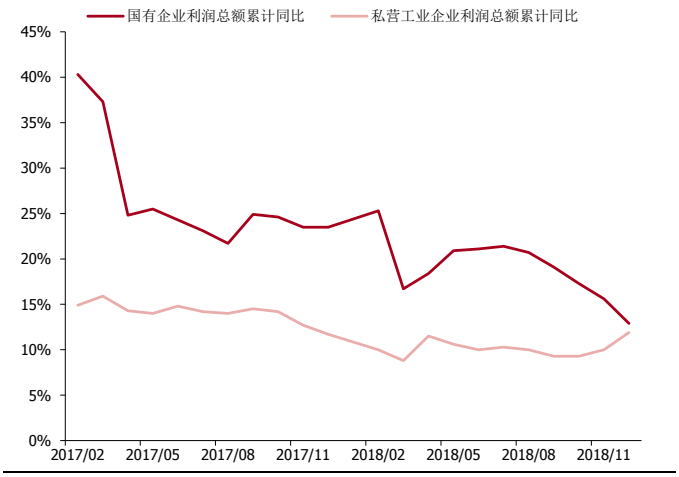
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 供给侧改革后国企和私企利润增速



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 供给侧改革后国企和私企营收增速



资料来源：万得，中银证券

2.2 从其他市场改革看国改路线

从国际上看，不少发达国家也有过国企改革问题，通过参考他们的改革历程，一些经验和教训值得借鉴，我国国改的后续趋势更加明晰。

2.2.1 英国彻底的私有化改革

二战后的英国曾有过两次国有化高潮，一度成为欧洲公有化程度最高的国家。二战后福利社会制度和民主社会主义理念成为西欧的主流思想，“从摇篮到坟墓”的福利主义成为理所当然的公平社会构成标准，二战后英国工党异军突起，并先后推动了两轮（1945-1951、1964-1979）大规模国有化改革，银行、航空、交通运输、电力、军工等关键领域的企业纷纷被整合成大型国有化集团，一些原本就是国企的支柱企业则被以法律形式国有化，尽管在 1951-1964 年期间因主张自由经济的保守党上台执政，国有化进程一度有所反复，钢铁、汽车等部分已经国有化、但被认为不算要害部门的领域又部分恢复到私有化状态，但直至 1979 年撒切尔夫人上台，国有化在英国是一个“政治正确”的大势所趋。

国企犯了“英国病”，70 年代英国经济陷入滞胀。关键经济部门的国有化被视作理所当然，并导致了政企不分、效率低下、挤占过多资金和资源、加速通胀等所谓“英国病”。不仅如此，英国国企的坐大还让工会得以在社会和政治生活中发挥极其重要的影响，并产生了特殊的、脱产的工会领导阶层，他们经常利用罢工、示威向社会、政府施加影响，并强迫所有工人服从工会意志，动辄造成社会“停摆”，迫使政府不得不就范，这令任何将公营经济私有化，或削减员工、减少福利的“治疗英国病”尝试变得困难。70 年代，英国陷入滞胀阶段，经济增速波动加剧的同时，物价持续上行，财政压力加剧。

为治“英国病”，英国进行了彻底的私有化改革。时任首相的撒切尔夫人，发起了一场大规模的私有化改革，英国政府认为凯恩斯主义已经不适用于英国未来经济发展的需要，而这项改革恰恰可以减少政府干预，把资源配置交由市场。英国私有化改革可分为三个阶段：1）尝试性阶段（1979-1983），以出售英国石油公司为开端，并放松管制运输和电讯部门，鼓励社会建房，同时抵制和削弱工会力量，打破工会对劳动力市场的垄断，为私有化顺利开展扫除障碍；2）私有化发展阶段（1984-1987），私有化开始涉及英国电讯公司和天然气公司等国有的自然垄断企业；3）深入发展阶段（1987-1990），私有化政策扩展到亏损严重的国有企业，并大规模进入公用事业行业。例如对电力配送公司私有化，使用竞争投标机制参与公共服务等。总的来看，英国国改一直遵循由浅入深、由边缘到核心的国企改革次序，并坚持分阶段、分类型、系统化、延续性改革思路。第一阶段主要针对竞争性行业，时间跨度在上世纪 80 年代中期，涉及航空、铁路、酒店、计算机等行业。其中，业绩好的企业公开上市，业绩不佳、不适合上市的企业则整体出售给私人部门或转为职工内部持股。第二阶段主要针对公用事业和自然垄断行业，从上世纪 80 年代中后期持续到 90 年代初期，涵盖电信、石油、天然气行业以及钢铁、煤矿、甚至供电等要害部门和企业，近年邮政、金融等部门也在完全私有化或股权多元化方面持续取得进展。

英国国企全面私有化改革是一把双刃剑。经过 30 多年改革，目前英国政府控股或者持股的企业约 20 家，主要集中于气象、航空等公共服务部门，以及核能安全、中小企业金融服务机构等私营部门无力或不愿参与的领域。英国的国企改革因涉及领域广泛被誉为"无禁区"的私有化改革，迅速全面的国企改革帮助英国抑制了通货膨胀，重振了英国经济，也缓解了财政危机，提高了企业效率和业绩。但同时也产生了一些弊端和负面影响，私有化后，企业更多的考虑经营者和股东的利益，注重短期利益，而忽视了企业长期发展以及社会责任，产生了"解雇潮"，失业率高企，在公用事业和涉及社会福利领域，企业忽视服务和产品质量，损害了人民利益。

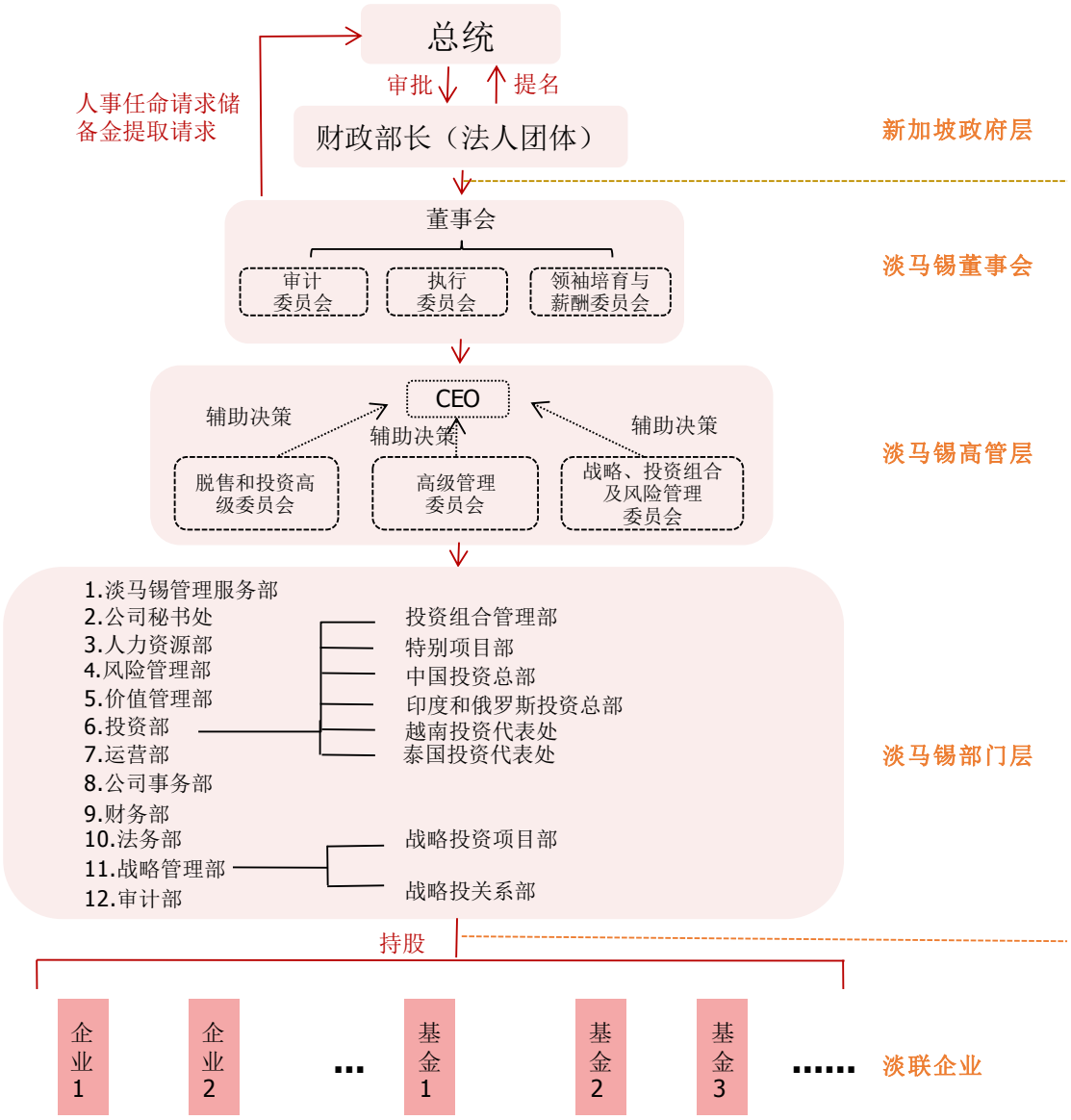
2.2.2 新加坡：享誉全球的"淡马锡模式"

进入 20 世纪 70 年代，新加坡国联企业发展迅速，政府对国联企业监管能力下降，亟需政企分离。新加坡 1959 年从英国取得自治权，1965 年又从马来西亚分立，建国初期经济基础薄弱，私人资本不足，投资能力有限，因而国家担负起引导国民经济发展的重任，进入一般商业家不愿涉足的高风险领域，如**石油化学、钢铁制造、交通运输、船舶制造**等，创办了一批隶属于财政部的国有企业，被称为"**国联企业**"。在国联企业发展初期，为加强对企业的监管和政府职能的运作，新加坡政府采取政企合一的方式，成立一些法定机构，将政府职能和企业经营合为一体执行企业的管理与经营这些机构集政府职能与企业经营为一体，如电力局、邮电通讯管理局和石油管理局等。随着国联企业的增多，政企合一的管理方式开始出现问题，逐一监管开始变得困难，越来越多的企业的出现加大了其管理的难度。如何在保证对企业实行有效监管的前提下，使各企业独立地在市场上发展壮大，摆脱其对政府的依赖成为了摆在新加坡政府面前的首要难题。

淡马锡的成立旨在分离政企，国家资产统一经营管理。为了回归企业的自主经营权，确保国有资产的保值增值，1974 年新加坡政府决定由财政部负责组建一家国家资产经营管理公司，专门运营各类国联企业中的国有资本，这家公司就是淡马锡，它是按照新加坡公司法的有关规定，以**私人名义注册成立的控股公司**。成立初期，新加坡开发银行、新加坡航空、裕廊造船等 35 家国联企业的股权(合计 3.45 亿新元)被授权由淡马锡管理。到了 1979 年，淡马锡已经成为了积极活跃投资管理者。2002 年，淡马锡决定放眼海外，拓展新兴的亚洲市场。到 2018 年，淡马锡已经在亚洲、每周和欧洲设立了 11 个办事处，跻身全球投资者的行列。

淡马锡模式成功关键在于权力职责界限明确。从最新披露的年报看，淡马锡自 1974 年以来的年复合股东回报率为 15%，创造了国企效率的奇迹，被人们称之为"淡马锡模式"。淡马锡模式的成功离不开政府和企业之间权利职责划分明确。1）和国家机关权利制衡、政企分开。宪法规定，淡马锡董事会成员由财政部提名由总统任命，受政府监督。董事会和总裁一经任命即拥有完全遵循市场原则自主经营的决策权，只要总统支持淡马锡管理层的举措，政府无法免掉现有的董事会成员及管理层。作为淡马锡的长期股东，财政部无法强制将企业经营目标向政府公共目标倾斜。同时淡马锡董事会成员中，来自商界精英的独董占大多数，而代表国家意志的官方董事占少数，在保证国家利益的同时，增强了董事会的客观和独立性；2）企业内部，监督权和管理权分离。淡马锡总裁不是审核委员会成员，也不介入其自身的业绩评估和薪酬的决定，保证监督权和管理权的分离，促进了授权与责任之间的平衡；3）与投资企业，所有权和经营权分离。不具体插手下属公司的日常运转，而在组建董事会和健全董事会运作机制上入手，通过影响属下公司的战略方向行使股东权利。作为股东，淡马锡不越过控股企业董事会直接任免董事、总裁。

图表 15. 淡马锡是如何实现国企管资本的



资料来源：淡马锡年报，中银证券

2.2.2 他国国改经验对中国的启示

国企改革的根本是解决产权不明晰对效率提升的制衡。我国是一个从计划经济改翻过来的后起市场经济国家，产权制度改革相对落后，而产权关系划分不明确导致国有企业，政企不分，难以自主经营、自负盈亏。具体而言，国企所有权归中央政府或地方政府所有，然而经营权和收益权等在国企经营中较为模糊，在人事任用、薪资激励以及其他经营决策方面难以拥有充分的自主权，滋生了腐败、寻租、挖空等问题。从本轮国企改革的重心看，“混改”以及成立“两类公司”履行有限出资人义务是触及产权根本问题的改革手段，转变国资监管职能、加大授权放权力度是在国资持股方式发生变化的背景下为改善权责不明现状必须规范落实的配套工作。

国企改革应遵循“分类+渐进+试点”模式，加快转变国资持股模式。一方面，中国的国企改革要避免走英国迅速全面私有化的道路，市场竞争充分的行业，可以加快市场化部分，充分引入民间资本，给企业带来增长活力；垄断性和产能过剩的行业，可以“边混边改”，贯彻落实巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批的改革思路；而涉及国家战略安全以及社会福利的领域，要因企施策，严防改革推进不利对社会福祉造成损害。另一方面，对于国资存量，要加快转变国资持股模式，国资监管模式，切实利用好“两类公司”，推动政企分开，权利下放，明确职责界限。

本轮国改的路线总结

从国企改革促增长的途径来看，国企改革具体思路可以分为三大类：

（1）触及产权关系根本问题，以混改为代表，包含成立“两类公司”、分拆上市、股权转让、定增引进战投等手段；

（2）减少重复建设，促进分工精细化，以兼并重组为主，包含破产清算、非优势业务出让等；

（3）其他放权促增长手段，例如股权激励、员工持股、管理层待遇市场化等。

3.1 产权关系的重新理顺

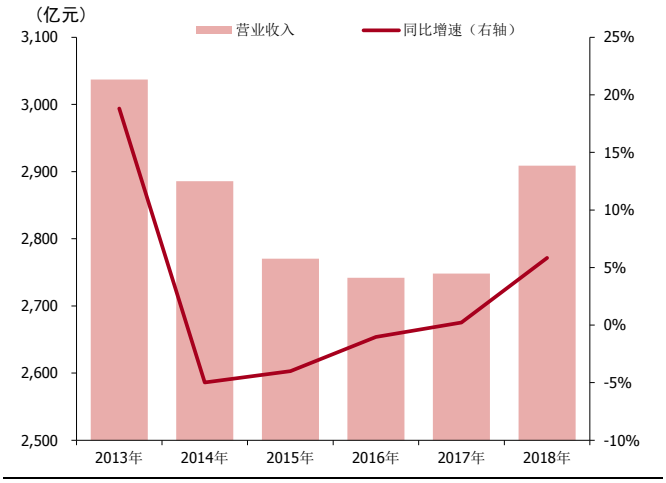
案例：中国联通——混改激发增长活力

4G 时代联通发展相对落后，经营状况不佳。3G 时代，由于中国联通采用的制式是 WCDMA，技术发展较成熟、覆盖范围较广，相对中国电信和中国移动具有优势，公司 2013-2015 年公司在营收略有滑坡的情况下，净利润稳步保持在 100 亿以上，公司经营情况较为稳定。到了 4G 时代，一方面由于 3G 业务成功，拖缓了转型步伐，一方面也由于选择了略有劣势的 FDD 制式，导致 4G 发展相对落后，2016 年联通仅实现微利。

混改引入战略投资者，效果显著。2017 年 8 月联通启动混改，引入包括 BAT 等互联网巨头，以及网宿科技、用友网络等软件服务商共计 10 余家战略投资者，联通将其在网络、客户、数据、营销服务及产业链影响力等方面的资源和优势与战略投资者的机制优势、创新业务优势相结合，同时加强在云计算、大数据等创新业务领域加强合作，2017 年联通的营收和利润开始转好，到 2018 年净利润剧增 4 倍，逃出了经营困境。

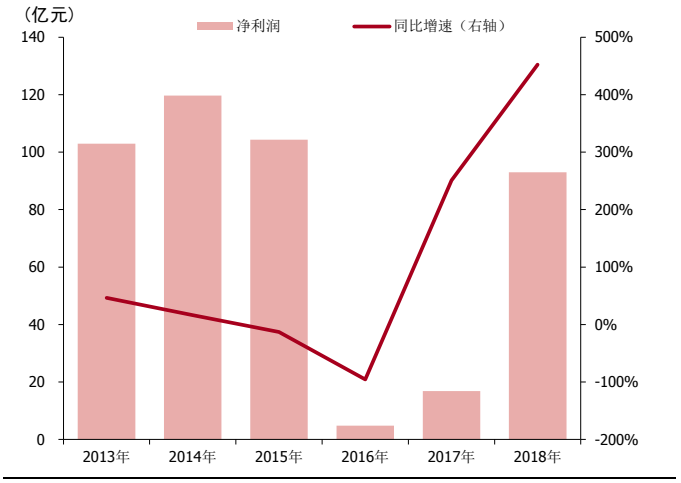
混改触及产权关系的根本问题，对企业基本面的影响长远。国企经营效率较低的根本在于产权关系不明晰，混改从根本开刀，促进企业治理机制和经营机制现代化和市场化。相较于兼并重组等国改方案，对企业基本面的改善是巨大且长远的。但联通是混改执行和效果较为成功的典型，改革进程中也不乏部分企业混改后，受到行业或企业困境的限制，改革红利短时间内不能充分释放，例如大唐电信旗下的大唐网络曾于 2015 年底引入战略投资者进行混合所有制改革，以期嫁接市场化的创新资金，为企业带来创新活力，但 2018 年 4 月，大唐电信因连续两年亏损，且亏损幅度较大，被实施退市风险警示。企业基本面在混改后持续恶化，一方面由于改革为渗透至母公司层面，影响有限，一方面，公司转型期研发投入较大，业绩尚未兑现。

图表 16. 混改前后联通营收变动情况



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 混改前后联通净利润变动情况



资料来源：万得，中银证券

3.2 减少重复建设同业竞争

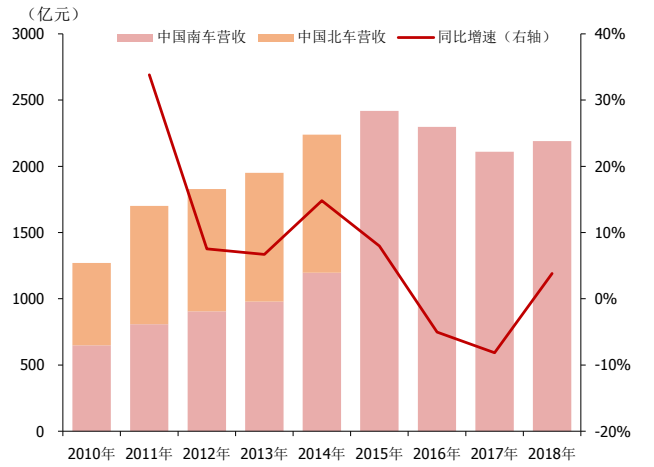
案例：南北车合并——兼并重组优化行业格局

业务和下游客户重合度高，合并前不良竞争严重。中国南车和北车集团是2000年由原中国铁路机车车辆工业总公司分拆而成。当时，原铁道部内出现一波政企分开的改革浪潮，铁路基建、装备企业从中剥离出来。为了鼓励竞争，原铁道部旗下的车辆研发、制造机构和厂子按照划长江而治的粗糙思路，被划分为南北二车，这两家公司的名字正是由此而来。南车和北车先后于2008年和2009年A股上市，受益于基建的高增速，高铁网络的扩张，南北车迅速跻身世界轨道车辆制造头部企业。从下游客户看，南北车四成左右的收入来自铁总公司，而且因为业务同质化严重，南北车互相压价，恶性竞争情况常见。2011年1月，土耳其机车项目招标，南北车互相压价，中国北车以几乎没有利润的价格投标，但最终订单被一家韩国公司抢走。2013年1月，南北车前往南美阿根廷，参加其电动车组采购招标。在中国北车已经率先中标的情况下，中国南车给出了一个每辆车127万美元的报价—当时其他公司平均报价为每辆车200万美元。

合并优化行业竞争格局，议价能力提升。2014年12月30日，中国南车通过换股吸收合并中国北车的方式进行合并。合并前凭借中国巨大的市场，南北车已经属于铁路设备领军企业，成双寡头垄断竞争格局，合并后更打造了一个巨无霸，配合国家一带一路战略使中国高铁可以以一个拳头打进国际市场，并独家垄断国内的客车、机车和动车组市场。提升采购议价能力，降低生产成本，同时消除下游压价情况，利润空间上升。从具体数据上看，兼并重组对收入端的影响有限，议价能力提升体现在应付账款的激增和应付账款周转率的下降，表明赊销情况增多，产业链地位强化。

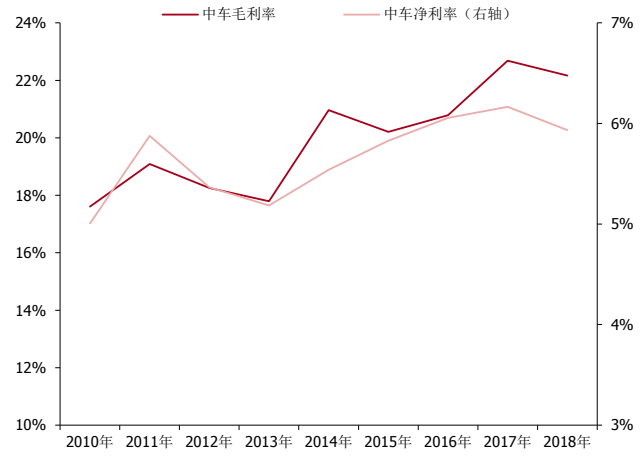
兼并重组对企业效率提升影响有限，投资收益主要靠估值贡献。以南北车合并为例，合并后营收端并没实现增长，虽然毛利率提升较明显，但净利率2018年再次回到合并前2011年水平。一方面基数效应导致基建增速放缓，一方面也说明，兼并重组在于实现业务的整合以优化竞争格局，并未从根本改变产权关系不明晰的问题，对企业效率的提升作用不强。但从投资的角度看，兼并重组通常会引起市场的关注，投资收益主要由估值提升贡献。南北车合并时，正值牛市后期，市场情绪高涨，叠加国企改革重点项目，炒作资金不断推高公司股价，股票市盈率最高达到近160倍。但重组完成股票复盘第二天股价就开始下跌，杠杆资金强制平仓给股价带来二次伤害，到2015年9月份，公司估值已回到当年年初水平40倍左右。宝武合并是兼并重组方案的另一个典型案例，2016年9月，宝钢股份公告宣布通过换股方式吸收合并武钢股份。宝武合并同样为了优化行业竞争格局，彼时中国钢铁行业CR10大概在30%左右，相比美国、日本CR4为60%，差距较大，集中度不高也产生了产能过剩，利润空间低等问题。宝武合并叠加供给侧改革，2016年合并后的宝钢股份终结了营收下滑的颓势。但2019年一季度，宝钢营收和利润再次下滑。今年6月，钢铁行业重组大事，安徽省国资委无偿划转51%马钢集团的股份至中国宝武，中国宝武成为马钢股份的间接控股股东。因为市场环境的原因，宝武合并，以及马钢重组事件对股价提振作用不大，马钢重组第二天，股价更是高开低走，仅有2%左右的涨幅。

图表 18. 中车合并前后营收情况



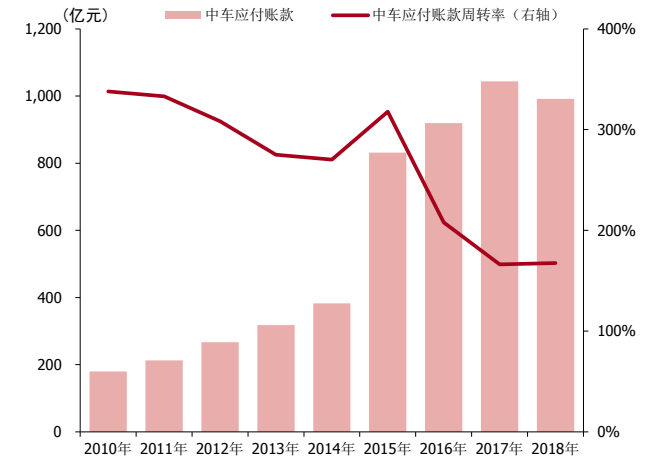
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 中车合并前后利润率水平



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 中车应付账款及其周转率



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 中车合并前后估值变化



资料来源：万得，中银证券

3.3 其他放权方式

案例：宝信软件——股权激励促增长

宝信软件股权激励首期业绩目标超额达标。宝信软件倚重传统钢铁产业，但近年来钢铁产业处于转型期，受宏观经济结构调整影响，包括钢铁行业在内的制造业整体景气度有较大下滑，信息化开发需求减少，软件开发及工程服务收入及毛利率较逐年下降。为促进公司业务顺利转型，近年宝信软件不断加大对 IDC 等新型业务的投入，但公司面临激烈的行业竞争环境，面临内部人才持续流失的压力。在这样的背景下，宝信软件于 2017 年 12 月推出了首期股权激励计划。公司授予高管、核心技术及业务人员 333 人，共计 778 万股。业绩考核目标对净利润增速和净资产收益率做了要求。目前售期目标已超额达标，实现和业绩目标为，2018 年平均净资产收益率 8.33%（8%），净利润较 2016 年增速 95%（50%）。

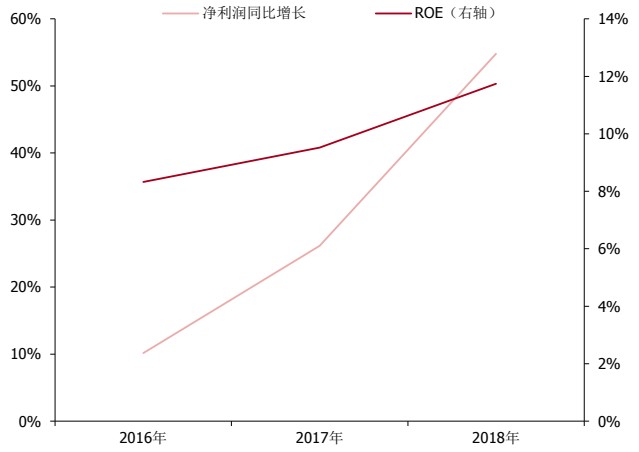
股权激励有助于打破分配制度的“平均主义”，激发增长动力。国企效率低下的一个重要表现是传统“平均主义”分配下，核心员工缺乏激励，创新能力，创收能力低下。员工持股和股权激励是解决这一问题的最有效途径。从高层态度上看，此前公布的《授权放权》清单，明确支出支持央企市场化招人、用人以及薪酬分配，同时授权央企审批股权激励的分批实施方案，股权激励的实际收益水平不与员工个人薪酬总水平挂钩，不纳入工资总额基数，授权央企审批所属科技型子企业股权和分红激励方案等，未来股权激励或将成为国企改革中最普遍实施以及最重要的内容之一。

图表 22. 宝信软件股权激励业绩目标

年份	业绩考核标准
2018	净资产收益率不低于 8%； 净利润较 2016 年增长率不低于 50%； 主营业务占比不低于 90%
2019	净资产收益率不低于 9%； 净利润较 2016 年增长率不低于 80%； 主营业务占比不低于 90%
2020	净资产收益率不低于 10%； 净利润较 2016 年增长率不低于 110%； 主营业务占比不低于 90%

资料来源：公司公告，中银证券

图表 23 .宝信软件近三年业绩水平



资料来源：万得，中银证券

国改最新动态梳理

4.1 央企层面

央企层面重点关注“两类公司”改革、“双百行动”、央企兼并重组、以及上市公司股权激励。在国企中，央企一般承担国家主要经济命脉的行业，包括电力能源、通讯机械、航天航空、金融等，无疑是支撑我国经济的一股重要力量。央企改革在过去一年里已经取得了不错的成效。2019 年年末的中央企业负责人会议上给出了一组数据：在 2019 前 11 个月里，央企的净利润、营业收入同比增速分别达到 9%和 5%，投资总额增速达到 9.4%，实现了稳健和高质量的发展。然而，央企还存在着一些问题，在国企改革三年行动中有待进一步解决。国有资产管理体制“政企不分”是央企改革在历史上一直存在的一个问题，给市场化机制的形成造成了困难，同时，以扩张为主要发展形式的央企还存在产能过剩的问题。在中央一直强调的“供给侧改革”中，央企改革是重要的一部分。今年的《政府工作报告》也提到了三次“供给侧改革”，具体而言，就是要从生产方面入手，清理僵尸企业，淘汰落后产能，将资源聚焦在创新领域，从而达到提升竞争力、促进经济发展的目的。在接下来的国企改革三年行动中，国资委针对央企将进一步开展提质增效行动，通过扩容升级“两类公司”试点行动、“双百行动”，以及进一步采取兼并重组、股权激励等策略来引导央企取得更好发展。

4.1.1 央企“两类公司”改革

“两类公司”改革是国有资本授权经营体制改革的核心，是国企“政企不分”历史问题的解决对策。“两类公司”，即国有资本投资公司与国有资本运营公司，上接国有资产出资人代表机构，下接资本运作和企业经营，是承担授权经营体制改革的重要载体。“两类公司”改革上接国资体制完善，下接国企改革，在国资和国企两个层面的改革里占据枢纽地位。

央企层面已经分三批 21 家企业试点“两类公司”。“两类公司”改革已经历三批试点，改革范围不断扩大，改革重要性不断提升。从 2014 年启动第一批“两类公司”试点以来，“两类公司”的改革一直在扩容升级中。目前，央企层面已经分三批在 21 家企业开展了试点工作，其中包括 19 家国有资本投资公司和 2 家国有资本运营公司。**在接下来的国企改革三年行动中，从中央到地方加速推进“两类公司”试点工作将是一大重点任务。**

图表 24.“两类公司”试点名单

试点批次	年份	国有资本投资公司	国有资本运营公司
第一批	2014	中粮集团 国家开发投资公司	
第二批	2016	神华集团 宝武集团 中国五矿 招商局集团 中交集团 保利集团	诚通集团 中国国新
第三批	2018	航空工业集团 国家电投 国机集团 中旅集团 中国远洋海运 通用技术集团 华润集团 中国建材 新兴际华集团 中广核 南光集团	

资料来源：国资委，中银证券

三年行动方案中“两类公司”改革的扩容升级可能主要在于两方面：一是增大对“两类公司”试点企业的授权力度，二是适时改组或建立新的“两类公司”。据 2018 年发布的《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》规定，“两类公司”试点可由国有资产监管机构授权和政府直接授权两种模式开展，可采取改组和新设两种方式设立。加大授权力度意味着新的“两类公司”试点企业的董事会将能获得更多自主经营决策权。**改组或新设“两类公司”的意义在于三点：**（1）加速推进国资监管从“管企业”到“管资本”的转变，发展国有资本专业化运营，提升投资运营的效益；（2）调整国有资本布局结构，将国资更多地投向重要行业和战略新兴领域；（3）推进“两类公司”内部改革，完善市场化的经营机制，从而激发企业活力，取得更健康的发展。通过加大授权力度和改组新设，“两类公司”有望在推动国有资本形态转化、推进供给侧结构性改革方面发挥出更大的作用，落实落地授权经营体制改革，并在混合所有制、职业经理人制度等改革方面取得更多实效。

“两类公司”试点案例一：中粮集团

中粮集团的改革特点是有进有退、聚焦主业。作为首批被国资委纳入“两类公司“试点的两家国有资本投资公司之一，中粮集团自试点开展以来实现了资本布局的优化和现代企业制度的完善。中粮集团通过兼并重组扩大了其核心业务的产能规模。在收购华孚、中纺集团等企业的同时，中粮集团剥离了巧克力、方便面、木材等非主业的业务，将重心聚焦在了粮、油、糖、棉等主业上。此番改革给中粮集团的盈利能力和收益质量带来了有效提升。

“两类公司”试点案例二：国新公司

中国国新控股公司的改革特点是加强资本在战略新兴产业的布局。国新公司于 2016 年第二批“两类公司”试点被改组为国有资本投资公司，重点服务央企国资布局优化和结构调整，推动国资向处于国家经济命脉的关键领域、具有前瞻性的战略性行业及竞争力强的优质企业集中。自试点开展以来，国新公司已投资了百余个战略性新兴产业项目，覆盖了战略新兴产业的九个子领域，有效提高了国有资本配置和运营效率。

4.1.2 央企兼并重组

中央企业间战略性的兼并与重组，在深化供给侧结构性改革的大背景下，是优化国有经济布局结构调整、实现高质量发展的一大有效途径。央企的兼并重组一般通过三种模式实现：（1）横向式合并同类型业务的企业，既可以是两个优质企业“强强联手”，强化规模效应，也可以是弱势企业并入强势企业，提高集中度，化解过剩产能；（2）纵向式合并上下游产业链企业，发挥协同作用，实现优势互补，从而做大做强；（3）创建新的合并方式，改善同业竞争和重复建设问题。

近期市场对央企兼并重组的热度有所提升，但数据显示近两年央企兼并重组的整体来说还有很大推进空间。2019 年，不少央企实现了战略性兼并重组，包括保利集团重组中丝集、招商局集团重组辽宁港、中国宝武重组马钢集团等；今年年初，中化集团和中国化工集团开启产业链的专业化整合，给农化行业带来了重大影响。中国企业并购交易金额连续两年下降：2018 年为 3.39 万亿元，同比下降 25.09%；2019 年为 2.42 万亿元，同比下降 28.63%。此外，2019 年中国企业并购交易数量为 1.07 万，相较 2019 年的 1.23 万下降 12.45%。

接下来的国企改革三年行动中，我们预计央企兼并重组将提速，重点将落在重复投资、同质化竞争问题突出的领域上，装备制造、化工产业、海工装备、海外油气资产等专业化整合将得到明显推进。我们预计三年行动中接下来央企兼并重组主要有以下三个思路：（1）加大重复投资、同质化竞争问题突出的领域的重组整合力度。推动企业内部或跨企业的专业化整合，以提高国有企业的产业集中度，解决钢铁、煤炭等产业产能过剩问题，助力供给侧结构性改革；（2）鼓励优势企业并购重组经营困难企业，帮助困难企业化解经营风险，重振旗鼓；（3）继续推进优质企业间的强强联手，实现国有企业做大做强做优，打造出一批高质量发展引领示范企业。

央企兼并重组“去过剩产能”案例：中煤集团兼并新集能源

在推进供给侧改革背景下，在 2017 年中煤集团接受了国投集团持有的新集能源 30.31%股份的无偿划转，成为新集能源的控股股东。此次兼并帮助国投集团实现了其煤炭资产的加速剥离。合并之后，新集能源设立电力和新能源公司，通过煤电联营来实现去除过剩产能和业务转型升级。

央企兼并重组“强强联手”案例：宝钢集团+武钢集团

在钢铁行业低迷的背景下，宝钢集团和武钢集团两大钢铁巨头的兼并重组改善了钢铁产能过剩形式，扭转了亏损局面。宝钢武钢合并之前，我国对钢铁的需求下降，钢铁价格下滑。武钢资产负债率超70%，亏损严重；宝钢盈利大幅下降，创十八年来新低。2016年，宝钢股份吸收合并武钢股份，宝武集团正式成立，其中宝武集团持股比例为52.14%，为第一大股东，武钢集团持股比例为13.49%，为第二大股东。宝钢集团和武钢集团的强强联手帮助两家公司化解了经营风险，同时为迫在眉睫的我国钢铁去产能问题作出了贡献。

央企兼并重组“强并弱”案例：保利集团兼并中丝集团

中丝集团整体并入保利集团。保利集团资产总额过万亿，员工超9万人，拥有11家主要二级子公司，旗下有保利地产、久联发展、中国海诚以及港股保利置业集团、保利文化等5家上市公司。中丝集团原是一家由国务院国资委直接监管的综合性企业集团，其核心业务是丝绸，包括高端丝绸原料、丝绸成品、丝纺贸易等，除此之外还有化工物流、综合商贸、时尚杂志、物业管理等其他业务。2020年7月，保利集团与中丝集团实施重组，中丝集团整体无偿划转进入保利集团，不再由国资委直接监管。

中丝集团在与保利合并前财务状况不容乐观，并入保利后或化险为夷。2016年底，中丝集团资产总额52亿元，负债总额50.71亿元，资产负债率高达97.51%，2017年审计署对中丝集团的审计结果显示，中丝集团在财务管理、经营管理等方面也存在一些问题，保利兼并中丝这一“强并弱”组合，或给中丝集团化解经营风险、重新取得健康发展带来机会。

4.1.3 央企子公司：综合改革样板“双百行动”试点迎来收官

2018年8月，国务院国企改革领导小组发布《国企改革“双百行动”工作方案》，选取四百余家国有企业纳入在2018年-2020年期间实施的国企改革“双百行动”，其中央企子企业有两百余家。据国资委消息，截至2019年年末，央企已完成过半“双百行动”改革任务，其中41.55%的央企所属“双百企业”在本级层面开展了混改，其中非国有资本持股比例超过1/3的占53.49%，62.65%的央企所属“双百企业”在子企业层面开展了混改；央企所属“双百企业”在本级层面和子企业层面推行经理层成员任期制和契约化管理的比例分别达到45.91%和45.14%，开展职业经理人选聘的比例分别达到22.18%和33.07%。

预计三年行动中“双百行动”将试点推进职业经理人制度。我们预计“双百行动”的未来不局限于扩容，但在于深化混合所有制改革和推进职业经理人制度。接下来将着力在政策支持、分类指导、加强督查等方面，进一步推进“双百行动”，将获得的经验复制推广到更多央企子公司。

“双百行动“案例一：国网南瑞

股权激励+加快推动提质增效专项工作：作为国家电网公司入选“双百行动”的三家子企业之一，国网南瑞集团在2018年年末推出限制性股票激励计划，拟授予限制性股票3970万股，授予价格为9.08元/股。2020年3月，南瑞集团发布《2020年提质增效专项行动工作方案》，结合年度目标任务细化工作部署，加快推进提质增效专项工作落地，抵御疫情带来的冲击。

“双百行动“案例二：一汽富维

放弃绝对控股，推进股权多元化：2018年11月，一汽富维发布《关于控股股东及实际控制人发生变更的公告》，表示公司控股股东及实际控制人由中国第一汽车集团变更为无控股股东及实际控制人。一汽集团主动放弃一汽富维的控股权，对实施“双百行动”改革表达了极大程度的支持，为之后的深入推进股权多元化和引入战略投资等改革策略打开了大门。

4.1.4 央企上市公司：股权激励实施规则出炉

2020年5月30日，国资委发布《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，进一步细化了央企上市公司股权激励实施规则，央企股权激励将提速。据国资委称，已有53家中央企业控股的119家上市公司有效实施了股权激励，取得了明显进展，但总体上中央企业控股境内外上市公司只有不到30%实施了股权激励，覆盖面还有待提高。新发布的《指引》主要就以下四个方面进行了阐述：1）股权激励计划制定的政策要点；2）股权激励业绩考核的导向要求；3）股权激励计划的管理规范；4）股权激励计划的实施程序。

图表 25.《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》要点梳理

股权激励计划制定的政策要点	主要方面	亮点
股权激励业绩考核的导向要求	1）激励方式 2）激励对象范围 3）权益授予数量 4）授予价格 5）时间安排 6）激励收益	**选择与公司特点相匹配的激励方式**：上市公司股权激励方式包括股票期权、股票增值权、限制性股票；应当根据实施股权激励的目的，按照股票交易上市地监管规定，结合所处行业经营规律、企业改革发展实际、股权激励市场实践等因素科学确定激励方式。 **提高股权激励力度**： 1）中小市值上市公司及科技创新型上市公司首次实施股权激励计划授予的权益数量占股本总额的比例控制在 3%以内，特殊需要的可以适当放宽至 5%。上市公司连续两个完整年度内累计授予的权益数量一般在公司股本总额的 3%以内，特殊需要可以适当放宽至 5%。 2）董事、高级管理人员的权益授予价值不高于授予时薪酬总水平的 40%。股权激励对象实际获得的收益不再设置调控上限。 引入分期授予股权激励：至少锁定两年，解锁后在不低于三年内分批生效。 鼓励科创板上市公司实施股权激励，留住央企科技核心人才：允许尚未盈利的科创板上市公司实施股权激励；允许科创板限制性股票的授予价格低于公平市场价格的 50%。
股权激励计划的管理规范	1）强化公司业绩考核 2）健全激励对象绩效考核评价 3）科创板上市公司实施股权激励的考核	**设置科学业绩考核体系**：权益授予环节的业绩目标水平根据公司发展战略规划，结合计划制定时公司近三年平均业绩水平、上一年度实际业绩水平、同行业平均业绩（或者对标企业 50 分位值）水平合理确定。股权激励计划无分期实施安排的，可以不设置权益授予环节的业绩考核条件。
股权激励计划的实施程序	1）规范股权激励管理办法 2）责任追究与特殊情形处理 3）财务处理和税收规定	
股权激励计划制定的政策要点	1）归纳各级国有股东的职责 2）梳理股权激励计划的决策、申报、实施、终止等程序事项 3）重申监督管理、信息披露等要求	

资料来源：国资委，中银证券

图表 26. 2019 年年报显示实行股权激励的央企上市公司列表

证券代码	证券简称	所属行业	证券代码	证券简称	所属行业
600206.SH	有研新材	有色金属	600019.SH	宝钢股份	钢铁
000026.SZ	飞亚达	轻工制造	002051.SZ	中工国际	建筑装饰
002916.SZ	深南电路	电子	600737.SH	中粮糖业	农林牧渔
000938.SZ	紫光股份	计算机	600026.SH	中远海能	交通运输
000066.SZ	中国长城	计算机	600760.SH	中航沈飞	国防军工
000069.SZ	华侨城 A	房地产	000625.SZ	长安汽车	汽车
600271.SH	航天信息	计算机	600028.SH	中国石化	化工
300034.SZ	钢研高纳	国防军工	600029.SH	南方航空	交通运输
600335.SH	国机汽车	汽车	002281.SZ	光迅科技	通信
000969.SZ	安泰科技	有色金属	600765.SH	中航重机	国防军工
002230.SZ	科大讯飞	计算机	002063.SZ	远光软件	计算机
600406.SH	国电南瑞	电气设备	600845.SH	宝信软件	计算机
600428.SH	中远海特	交通运输	600850.SH	华东电脑	计算机
600469.SH	风神股份	化工	600048.SH	保利地产	房地产
600482.SH	中国动力	国防军工	600050.SH	中国联通	通信
001872.SZ	招商港口	交通运输	600875.SH	东方电气	电气设备
002179.SZ	中航光电	国防军工	600970.SH	中材国际	建筑装饰
001965.SZ	招商公路	交通运输	600980.SH	北矿科技	有色金属
001979.SZ	招商蛇口	房地产	600999.SH	招商证券	非银金融
600489.SH	中金黄金	有色金属	601611.SH	中国核建	建筑装饰
002415.SZ	海康威视	电子	601668.SH	中国建筑	建筑装饰
002368.SZ	太极股份	计算机	601866.SH	中远海发	交通运输
600498.SH	烽火通信	通信	601919.SH	中远海控	交通运输
600500.SH	中化国际	化工	601985.SH	中国核电	公用事业
002189.SZ	中光学	电子	600195.SH	中牧股份	农林牧渔
002419.SZ	天虹股份	商业贸易	000778.SZ	新兴铸管	钢铁
600705.SH	中航资本	非银金融			

资料来源：万得，中银证券

4.2 地方国企层面

对比央企改革，地方国企改革路径略有不同。与央企改革相比，地方国企改革具有以下几个特点：

灵活性更大。地方国企改革的灵活性大于央企，可以作为试点项目率先突破国企改革的难点问题，再由点到面推广至中央层面。因此，地方国企承担着探路与积攒经验的重大责任。

驱动力更强。地方国企改革的驱动力比央企更强，因为各地政府官员有政绩及实际的经济效益作为目标。尤其是在当前地方经济下行压力大的背景下，地方国企改革的驱动力更为强劲。

因地制宜。各地改革的侧重领域和策略不同，可为之后的某一具体方面的改革树立起典范。国企改革开展至今，可见目前各地正在逐步探索出个性化的改革道路。以三大综合改革试验区为例：**上海**聚焦金融、文化、制造业、战略新兴产业，改革主要通过资本化、证券化及上市来实现；**深圳**聚焦高科技、战略新兴产业，主要目标是完善市场化经营机制及激励机制；**沈阳**的改革重点在于制造业，主要目标是脱困转型、完善体制机制。

在国企改革三年行动开启的大背景下，若干地区在国企改革方面的进展值得关注。此前被选为综合改革试验区的上海、沈阳和深圳，已进入国企改革的实质性阶段和大规模阶段，在接下来的三年将加速推进改革。云南、天津等财政收支压力大的地区，改革动力更强，接下来可以重点关注。**值得一提的是，近日广东省委发布了《关于深化省属国资国企改革发展的若干措施》，阐明了往后三年广东省属企业的改革的六个方向和四个具体目标，给其他省份立了标杆。**《措施》指出，接下来要进一步：1）优化配置国有资源，加快国有资本布局优化和结构调整。2）深化市场化选人用人机制改革，激发企业内部活力。3）放大国有资本功能，分类推进混合所有制改革。4）完善公司治理机制。5）深化“两类公司”改革试点，完善国有资产监管体制。6）加强党对国有企业的全面领导。《措施》中提及的具体目标有：1）2022 年前实现 85%以上省属国有资本集中到基础性、公共性、平台性、引领性等重要行业和关键领域。2）在市场化选人用人方面，2020 年底前完成总部职能、机构和岗位设置调整。3）制定省属企业混合所有制改革操作指引及省属企业资本运营三年行动计划。4）2022 年实现 1-2 家省属企业集团整体上市。

总的来说，未来地方国企改革的趋势在于加速混合所有制改革、加强战略性新兴产业布局、推进上市企业增量提质及加大重复投资、同质化竞争问题突出领域的重组整合力度四个方面：

1）**加速混合所有制改革。**在接下来的国企改革三年行动中，混合所有制改革将加速向纵深推进，进入狠抓落实的攻坚阶段。接下来深化混合所有制改革要继续坚持分层分类推进，并将扩级增容，加大员工持股等激励政策的力度。未来也有“推出负面清单”、“混改+优先股”等政策落地的可能性。

2）**升级转型，布局战略性新兴产业。**未来的国有资本布局，要通过并购重组、投资进退，更多聚焦于战略性新兴产业，从而解决产能过剩、企业高负债率等问题。同时，强化战略新兴产业的布局可以帮助企业实现业务升级转型，提高自身的竞争力。

3）**开展推进上市企业增量提质行动，提高资产证券化率。**上市企业增量提质主要在于两个方面，一是加大 IPO 力度，二是通过并购的方式间接借壳上市。要实现这一点，离不开健全完善的监管制度，因此同时监管部门也需进一步完善市场机制，提高监管效率和精准度，优化市场环境，为上市企业增量提质行动提供良好的条件。

4）**加大重复投资、同质化竞争问题突出的领域的重组整合力度。**通过加强跨区域整合等方式，剥离非主业业务，提高产业集中度，解决产能过剩问题。

除此之外，接下来有望再选出几个地区作为综合改革试验区，在上海、沈阳、深圳的基础上，复制推广地区国企改革的经验。

图表 27. 重点省份/城市国企改革最新进展

重点地区	改革路线	具体内容和目标	阶段成果
上海	IPO、国资混改	功能保障类企业加快符合条件的竞争性业务上市发展，金融服务类企业不断提高综合竞争实力。到 2022 年要基本完成竞争类企业整体上市或核心业务资产上市	截至 19 年底，上海国有资产总规模已经超过 20 万亿规模
深圳	IPO、企业混改	到 2022 年，市属企业总资产超过 4.5 万亿元，资产负债率控制在 65%以下，总资产收益率、净资产收益率、成本费用利润率保持全国前列	2019 年完成星火绿创、育仁科技等 5 家企业混改。截至 2020 年 8 月底，面对疫情，市属企业总资产和净资产分别比年初增长 6.9%和 5%
沈阳	增资扩股、股权转让	以集团层面混改为突破口，推动完善市场化经营机制;以市场化运营、专业化管理为导向，充分发挥国有资本投资运营平台功能	105 户经营性事业单位全部转企，53 户市直部门所属企业全部脱钩；退休人员移交社会化管理工作方案制定完成，年底前启动实施
山西	产业融合	推动省内产业布局优化，产业结构升级转型	今年以来，省委省政府集中实施了 14 打板块的改革重组。省属企业数量从 28 家调整到了 21 家，煤炭企业从 7 家集团调整为 1 家煤企和 1 家能源集团，新兴企业大幅增加
天津	增资扩股、股权转让	绝大多数企业混改过程中，国资放弃了绝对控股权；混改项目资产质量较高	推动国企混改力度空前，2019-2020 年先后推出混改项目超 380 个，涉及房地产、制造、金融、服务等多领域
山东	聚焦主业、专业化战略重组	积极推动资源向主业集聚，实施非主业资产清理整合三年行动，目前已有 82 户企业清理退出非主业板块	目前山东省属企营收超千亿规模仅有山东能源集团、兖矿集团、山东重工集团、山东钢铁集团等 4
黑龙江	企业产权结构优化	组建 7 个省级产业投资集团，驻省央企和国资国企改革取得重要成果，为新一轮央地合作打下基础	省建投集团区域市场已经拓展到国内 31 个省份、国外 22 个国家和地区，2020 年截止到三季度末，建投集团新签合同订单突破 500 亿元，在手合同订单突破 800 亿元。

资料来源：各地国资委，中银证券

地区国企混合所有制改革案例：云南白药

2016 年年末，云南白药控股股东引入新华都实业集团股份有限公司约 254 亿元投资。交易完成后，云南白药的股权结构变为云南省和新华都各持有 50%股份，云南白药由单一国有独资变为混合所有制企业。在此基础上，云南白药得以在建立现代企业管理制度、推进市场化选人用人制度、加大激励政策、布局新领域等方面取得进展。2019 年，云南白药实现营业收入 296.65 亿元，同比增幅 9.80%，预计 2020 年可以实现持续增长。

国改的投资机会梳理

5.1 国改板块走势回顾

回溯国企改革板块在 2013 年后的表现，自 2013 年以来，国企改革板块一直是市场的焦点：

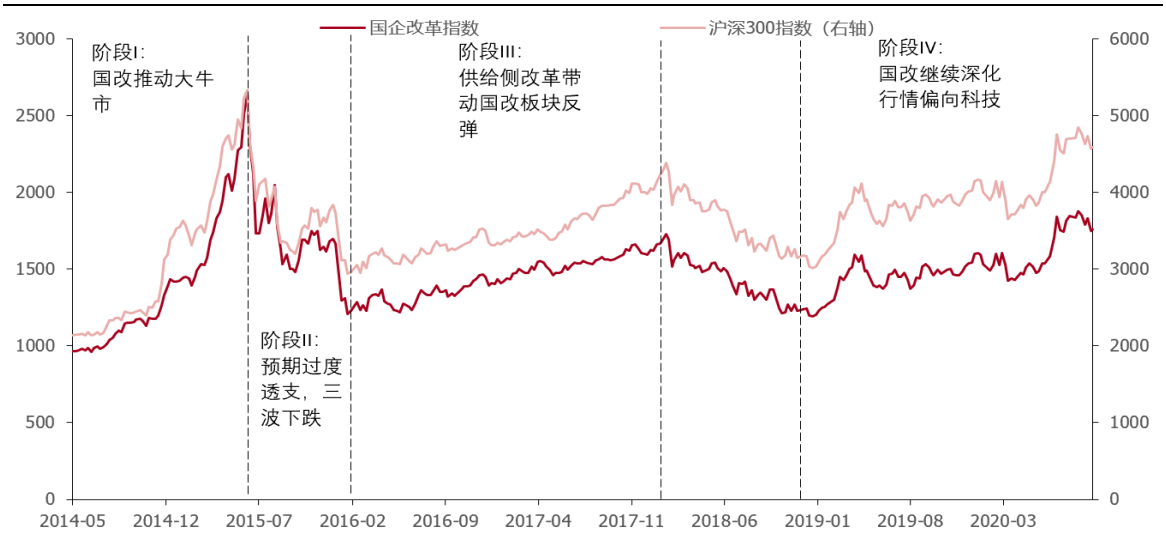
2013 年的地方国企改革迅速释放红利，国企改革主题贯穿 2014-2015 年中。2013 年年底，随着上海发布《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》，地方国企层面改革正式开启。2014 年，上海、江苏、安徽、广东等 20 多个省份陆续公布国企改革计划。上海本地股在改革细则出台后迎来了第一波行情的高点，经过一段时间的调整后，又进入改革红利释放的第二阶段。同时，广东国企改革主题也持续发酵。尤其在 2014 后半年，国企改革和一带一路等成为了投资主线，并由于杠杆资金、居民自己的加速入市实现了大涨。企业层面来看，典型案例包括格力地产的股权转让、中国石化的引入战略投资、上港集团的员工持股计划等等/上述国企的股价均呈现出上涨的趋势，并且带动了一些央企和地方国企概念板块。

预期过度透支，2015 年中到 2016 年初之间，国企改革板块经历了三轮调整。2015 年 6 月，第一轮调整由中国中车重组合并完成后开始，持续时间近一个月，中国中车股价一度下跌超过七成，上证指数跌幅超 1/3；第二轮调整则是由于投资者对军工国企改革预期过高，2015 年 8 月底人民币贬值，引发持续几天的下跌，军工股股价创新低；2016 年初第三轮调整前，中国远洋、中海集运、中海发展等公布了重组方案，复牌后到 1 月底股价跌幅超过六成。

2016—2018 供给侧改革带动国企改革板块反弹。三轮调整后，煤炭、钢铁、有色等板块受益于供给侧改革，在 2016 年 2 月带动 A 股实现反弹；试点行动逐步开展，国企改革主题投资机会涌出。2016 年，国资委开展十项改革试点，随后第一批混合所有制改革试点开启。国企改革的提速再度释放出红利，投资机会聚焦在参与第一批混合所有制改革的企业以及农业供给侧改革相关的企业上。进入到 2017 年，在混改持续发酵及供给侧政策的催化下，A 股在年初走势向好。企业层面来看，中国联通、中国石油等央企在 2017 年经历了改革的加速，引领混合所有制改革概念成为市场关注的一大热点。2018 年，“双百行动”启动，国企改革主题再度升温。入选“双百行动”的 400 余家企业收到投资者青睐，国企改革主题基金密集发行。

2019 年国企改革继续深化，投资重点转向科技。2019 年，“双百行动”持续进行，第四批混合所有制改革试点企业名单有计划公布，再加上上海、沈阳、广东被上海被定位为三大国资国企改革综合实验区，国企改革概念被市场持续看好。2019 年末，科技型百户企业试点行动正式开始，投资热点更多转向医药、5G、云计算、新能源等战略新兴领域。

图表 28. 2013 年后国改板块行情的四个阶段



资料来源：万得，中银证券

5.2 投资视角掘金国改板块

国企改革三年行动有望给国企板块带来估值抬升契机，在选股上可以从以下三个角度来考虑：

5.2.1 行业维度

垄断行业存兼并重组预期。在油气、电力、民航和军工等领域，行业存在天然的垄断性，垄断地位也是企业固步自封，内部利益斗争以至效率低下的重要原因，英国改革时期，公用事业领域的企业效率并未因民营资本的进入而提升，反而产生了一系列社会问题。所以我国垄断领域的症结更多体现在，1）国有集团层层把控，股权结构复杂。成立"两类公司"，履行有限出资人义务，将有效解决股权结构和权利下放问题；2）资产证券化率低，航天和军工领域尤为严重，与发达国家差距较大；3）国有企业间业务高度重叠，恶性竞争压缩国资盈利空间。针对上述问题，我们认为垄断领域的国改方案，将以兼并重组，通过向"两类公司"的股权转让转变国资控股方式为主。这条维度的投资机会，属于事件驱动型，短期受估值提升的影响较大，而估值依赖于同期的市场环境，长期的投资机会要视改革方案的实施和效果而定。

竞争性行业混改动力更强，力度或更大。2020 年政府工作报告中指出要积极稳妥的推进混合所有制改革，完善公司治理结构，将竞争性业务全面推向市场。引起了市场对竞争性行业国改提速的预期。值得一提的前两批混改试点名单，囊括的基本为垄断性行业，而"双百名单"中已经开始涉及商贸零售、农林牧渔等竞争性行业。另外，竞争较为激烈的行业，国企经营劣势更加显著，市场化趋势下，企业改革愿景更强烈，且以轻工制造，消费为主的竞争行业基本不涉及国家安全领域，改革顾虑更少，担子更轻，空间更大，未来类似格力混改中，国资推出控股地位或更为常见。

因此行业维度上，我们推荐关注处于充分竞争领域和有兼并重组预期的垄断企业，**战略新兴领域的企业也可适当考虑。充分竞争领域的国企改革力度大、政策全、成效好；**有兼并重组预期的垄断企业**边际改善大，业务整合后定价能力更强；战略新兴产业上国有资本也在加紧布局布局，有望出现更多央企通过兼并重组实现业务转型升级，再加上百户科技型企业试点行动的开启，未来医药、科技等将是投资关注重点，不过关于这一块的投资更多的还是在科技领域投资的范畴内。**

建议关注标的：竞争性行业中 1）家用电器行业，长虹集团作为中国的老品牌，旗下的三家 A 股上市四川长虹，长虹美菱等公司产线重合，资源使用效率低，自四月份管理层调整以来整合远景强烈；2）轻工制造行业，地方国企老凤祥和央企岳阳林纸是上百行动上榜企业，其中老凤祥 2019 年初完成了少数股权转让，央企入股，未来混改和激励机制有望提速。岳阳林纸实控人是国资运营试点公司，且是上市央企中唯一造纸公司，未来借助实控人诚通集团渠道整合的预期强。3）商业贸易行业，各地国资委或国资管理局控股百货龙头有望收益，百联股份，广百股份，合肥百货，重庆百货等，近期重庆百货已经披露混该计划，未来整装上路可期；4）农林牧渔业，*ST 南糖、北大荒国改预期强。5）食品饮料业，上半年古井贡酒完成了国资委到国资运营公司的股权转让，带动改革预期提升的包括泸州老窖和青岛啤酒等。**垄断行业中** 1）钢铁：区域龙头鞍钢股份和太钢不锈等；2)国防军工：资产证券化有待提高的中航沈飞、航天科技等 3）公用事业：双百行动上榜企业长江电力、大唐发电等。

图表 29. 国企改革行业维度的投资机会

证券代码	证券简称	目前 PE（TTM）	2019 净利润（亿元）	2018 净利润（亿元）	行业
000568.SZ	泸州老窖	41.36	46.42	35.10	食品饮料
000596.SZ	古井贡酒	58.29	20.98	17.41	食品饮料
600600.SH	青岛啤酒	46.96	18.52	15.61	食品饮料
000417.SZ	合肥百货	35.26	1.60	3.14	商业贸易
002187.SZ	广百股份	(220.95)	1.13	2.02	商业贸易
600729.SH	重庆百货	13.31	9.85	8.74	商业贸易
600827.SH	百联股份	50.81	9.58	9.07	商业贸易
600612.SH	老凤祥	17.59	14.08	15.64	轻工制造
600963.SH	岳阳林纸	16.53	3.13	3.66	轻工制造
000911.SZ	*ST 南糖	4.54	0.32	(13.82)	农林牧渔
600598.SH	北大荒	35.09	8.49	9.15	农林牧渔
000521.SZ	长虹美菱	(15.42)	0.56	0.35	家用电器
600839.SH	四川长虹	(53.21)	0.61	6.61	家用电器
000901.SZ	航天科技	715.55	1.61	1.73	机械设备
000898.SZ	鞍钢股份	28.26	17.87	79.52	钢铁
000825.SZ	太钢不锈	13.77	21.19	49.10	钢铁
600760.SH	中航沈飞	58.47	8.78	7.46	国防军工
600967.SH	内蒙一机	29.88	5.72	5.37	国防军工
600562.SH	国睿科技	115.60	0.42	0.38	国防军工
600990.SH	四创电子	49.62	1.11	2.62	国防军工
600900.SH	长江电力	20.08	215.43	226.44	公用事业
601991.SH	大唐发电	21.46	10.66	27.90	公用事业
600795.SH	国电电力	183.15	18.69	18.09	公用事业

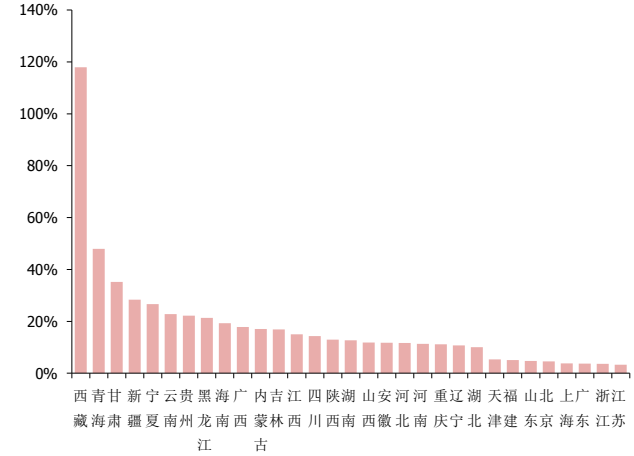
资料来源：万得，公司公告，中银证券，数据截止 2020/10/27

5.2.2 地区维度

西藏、青海等西部和东北部地区财政压力较大，倒逼国企改革加速。我们用（地方政府公共财政支出-地方政府公共财政收入）/地方政府当期 GDP 总量作为财政赤字的计算方法，以此比较不同经济体量地区的财政压力，从数据上看西藏、青海、甘肃等西部地区，以及黑龙江等东北地区地方政府财政压力较大，倒逼国企改革提速的概率更大。除此之外，其他负债率高、财政支出压力大的地区，如天津、云南等，推进国企改革出实效的动力也很大，建议密切关注。

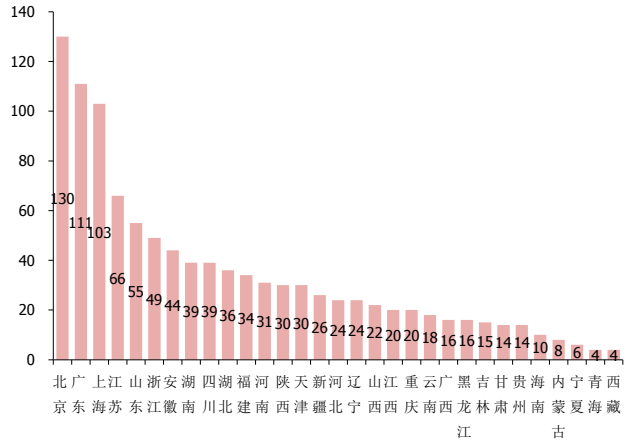
国企重镇城市有望推进综合改革。北上广国企体量较大，聚集全国三成上市国企，A 股上市的央企和地方国企约为 1058 家，北京有 130 家，独占榜首，广东和上海次之，分别有 111 家和 103 家，数量上三地上市的国企占 A 股国企的比例为 32.51%。另外北上广地区经济发展较为领先，民营经济发达，发展活力充沛，是国企改革的排头兵和试验田，国企改革推进进程或快于其他地区。地区综合改革试点上，去年选出的上海、沈阳和深圳三个综合改革试验区已进入改革的实质性阶段和大规模阶段，随着接下来三年国企改革的加速推进，将涌出更多投资良机，试验区以外的城市类似动作也将加速。

图表 30. 2019 各省市财政赤字率



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 最新各省市国企上市公司数量



资料来源：万得，中银证券

地方国改标的建议关注改革潜在边际效应最大的中小市值股票。结合各省市国企改革进度以及各地方国企集团、地方国企上市公司的基本面，我们对包括山东、广东、江西、北京、江苏、福建、安徽、湖南、浙江等在内的十三省市进行进行筛选，核心标的如下：

图表 32. 国企改革行业维度的投资机会

省份	证券名称	证券代码	目前 PE（TTM）	目前市值（亿元）
上海	光明乳业	600597.SH	46.55	204.49
	强生控股	600662.SH	196.93	103.23
	兰生股份	600826.SH	253.12	41.81
北京	北京城建	600266.SH	11.30	129.98
	华远地产	600743.SH	6.90	51.38
	京城股份	600860.SH	-16.04	19.01
山东	山东路桥	000498.SZ	6.88	58.25
	鲁银投资	600784.SH	34.81	30.11
	银座股份	600858.SH	-17.41	36.35
广东	岭南控股	000524.SZ	-121.98	70.30
	天健集团	000090.SZ	5.79	129.68
	黑猫股份	002068.SH	-16.31	37.37
江苏	华光股份	600475.SH	15.03	73.17
	苏州高新	600736.SH	31.29	56.76
福建	金龙汽车	600686.SH	-49.44	43.96
	厦门国贸	600755.SH	5.31	125.99
	象屿股份	600057.SH	10.88	131.39
安徽	海螺型材	000619.SZ	157.95	20.23
	九华旅游	603199.SH	480.55	23.90
湖南	华菱钢铁	000932.SZ	5.79	299.71
	电广传媒	000917.SZ	-51.78	86.61
	通程控股	000419.SZ	12.67	24.90
浙江	物产中拓	000906.SZ	9.48	41.34
	杭齿前进	601177.SH	58.30	32.60
	宁波海运	600798.SH	69.01	35.71
重庆	重庆百货	600729.SH	13.31	141.55
	太极集团	600129.SH	-65.80	98.51
四川	四川成渝	601107.SH	128.38	109.78
	博瑞传播	600880.SH	75.54	44.28
天津	天药股份	600488.SH	37.58	50.97
	中新药业	600329.SH	20.79	125.19
	百利电气	600468.SH	87.19	56.09
湖北	宜昌交运	002627.SZ	165.15	35.77
	长江传媒	600757.SH	8.62	66.51

资料来源：万得，公司公告，中银证券，，数据截止 2020/10/27

5.2.3 试点维度

混改试点名单关注前两批次的企业。第四批混改名单扩容超预期，前批次试点企业改革有望加速。2019 年 5 月国务院国有企业改革领导小组审议了国有企业混合所有制改革第四批试点名单，混改试点企业共 160 家，其中央企 107 家、地方企业 53 家。从资产规模看，第四批试点企业的资产总量超过 2.5 万亿元，中央企业资产规模约 1.7 万亿元，地方企业资产规模约 0.8 万亿元。其中，资产规模超过 10 亿元的企业共有 99 家，占第四批试点总量的 61.8%。目前各批次的具体名单仍未公布，但随着改革进程推进，通过新闻和公正整理，前两批混改名单逐渐浮出水面。其中第一批混改名单中的中国船舶，2019 年才开始大刀阔斧的改革，因此当前时点我们认为前两批已落地的混改名单中的企业有改革动作的可能性较大，已进行改革的企业也存在深化改革的预期。

图表 33. 前两批混改落地标的

批次	混改试点集团	证券代码	证券简称	目前 PE（TTM）	2019 净利润（亿元）
第一批混改	中船集团	600150.SH	中国船舶	164.22	4.05
		600072.SH	中船科技	131.69	1.38
		600685.SH	中船防务	11.98	5.48
	联通集团	600050.SH	中国联通	28.39	49.82
	南方电网	600995.SH	文山电力	16.79	3.32
		600863.SH	内蒙华电	14.30	11.04
	哈电集团	000922.SZ	佳电股份	11.56	3.45
	中国核建	601611.SH	中国核建	15.86	12.07
第二批混改	三峡集团	600900.SH	长江电力	20.08	215.43
		000883.SZ	湖北能源	14.05	14.99
	中车产投	601766.SH	中国中车	14.72	117.95
		000920.SZ	南方汇通	46.86	0.92
	中粮集团	000031.SZ	大悦城	20.19	23.78
		000930.SZ	中粮生化	19.93	5.93
		600737.SH	中粮糖业	26.18	5.80
	中国黄金	600489.SH	中金黄金	78.45	1.79
		600531.SH	豫光金铅	26.44	2.16
	航天科工	000547.SZ	航天发展	42.64	6.75
		600501.SH	航天晨光	36.57	0.35
		600677.SH	航天通信	0.00	-8.36
		000901.SZ	航天科技	715.55	1.61
		600271.SH	航天信息	35.55	14.25
		002025.SZ	航天电器	53.48	4.02
	中核集团	000777.SZ	中核科技	42.22	1.36
		601985.SH	中国核电	13.76	46.13
		002167.SZ	东方锆业	-13.32	-2.06

资料来源：万得，中银证券，数据截止 2020/10/27

“双百行动”是关注已公告进展企业。2018 年 8 月国企改革“双百行动”全面启动，旨在 2018-2020 年期间全面落实更深层次更大力度的国有企业改革，涉及 400 余家国企，其中央企 224 家左右，地方国企 180 家左右。具体的，每家央企集团涉及旗下 2-4 家子公司，每个省涉及 4-7 家地方国企。不论是混改名单，还是“两类公司”涉及企业，“双百行动”都是一份涉及企业、行业和地区最广的名单，约 53 家上市公司直接入选，32 家上市公司实控人入选，21 家上市公司子公司入选。通过梳理 2018 年 8 月以来上市公司公告，下列公司改革进度推进较快，建议关注。

图表 34.“双百行动”建议关注标的

证券代码	证券简称	目前 PE（TTM）	证券代码	证券简称	目前 PE（TTM）
			直接入选		
002013.SZ	中航机电	43.17	000928.SZ	中钢国际	10.36
600372.SH	中航电子	47.14	000698.SZ	沈阳化工	-4.55
601808.SH	中海油服	17.05	000401.SZ	冀东水泥	9.56
600900.SH	长江电力	20.08	600809.SH	山西汾酒	72.81
600019.SH	宝钢股份	10.77	000425.SZ	徐工机械	13.00
600963.SH	岳阳林纸	16.53	601717.SH	郑煤机	11.06
			实控人入选		
000883.SZ	湖北能源	14.05	600569.SH	安阳钢铁	-17.62
600498.SH	烽火通信	45.49	000666.SZ	经纬纺机	20.62
000410.SZ	沈阳机床	-3.88	600010.SH	凌钢股份	-181.13
			子公司入选		
601106.SH	中国一重	151.06	601766.SH	中国中车	14.72
600115.SH	东方航空	-11.17	601186.SH	中国铁建	5.61
600029.SH	南方航空	-12.56	601611.SH	中国核建	15.86

资料来源：万得，公司公告，中银证券，数据截止 2020/10/27

“两类公司”关注新增试点。国有资本投资运营和投资管理公司试点自 2014 年开始，国资委先后确定了 10 家国有集团开展改革试点。2019 年初，国务院国资委将试点企业新增至 21 家。从第一批试点企业的改革方案看，“两类公司”扮演了集团内部企业间以及政府和国有企业间的纽带角色，积极推进企业间兼并重组，同时，通过股权转让的方式，将企业原有复杂的国资持股结构，划转至“两类公司”，减少政府对企业的行政干预，行使出资人义务，推动政企分开。两类公司试点领域我们推荐关注新增企业旗下的上市公司。

图表 35. 新增国资运营公司试点涉及标的

证券代码	证券代码	证券简称	目前 PE（TTM）	2019 净利润（亿元）	2018 净利润（亿元）
航空工业集团	600893.SH	航发动力	74.52	10.77	10.84
	002013.SZ	中航机电	43.17	9.61	9.07
	300114.SZ	中航电测	39.79	2.12	1.77
	002190.SZ	*ST 集成	119.68	6.42	-6.46
	600316.SH	洪都航空	169.96	0.83	1.49
	000768.SZ	中航飞机	105.43	5.69	5.08
国机集团	600335.SH	国机汽车	21.71	5.38	5.50
中铝集团	601600.SH	中国铝业	276.58	8.51	16.08
	601068.SH	中铝国际	-92.25	0.35	5.10
中国远洋海运	601919.SH	中远海控	10.47	67.64	30.26
	600018.SH	上港集团	11.36	90.62	114.72
	600026.SH	中远海能	11.90	4.32	3.24
	601866.SH	中远海发	14.06	17.43	14.38
	600428.SH	中远海特	95.67	1.01	0.87
通用技术集团	600056.SH	中国医药	14.61	9.81	18.21
	601965.SH	中国汽研	24.50	4.67	4.04
中国建材	000786.SZ	北新建材	26.22	4.41	24.81
	600176.SH	中国巨石	27.87	21.29	23.85
新兴际华集团	000778.SZ	新兴铸管	9.35	14.97	20.34
	601718.SH	际华集团	263.91	0.63	-0.78
华润集团	600062.SH	华润双鹤	13.74	10.55	9.89
	000999.SZ	华润三九	17.07	21.12	14.75
	000423.SZ	东阿阿胶	-35.83	-4.44	20.87
国家电投	000958.SZ	东方能源	12.77	13.34	1.30
	600021.SH	上海电力	17.80	9.62	34.13
	000767.SZ	漳泽电力	49.67	0.68	0.49
	600292.SH	远达环保	41.04	1.11	1.35
中广核	000881.SZ	中广核技	35.60	1.03	3.78

资料来源：万得，中银证券，数据截止 2020/10/27

风险提示

（1）国企改革进展速度不及预期。

（2）外部因素的不确定性，如疫情二次爆发、中美关系恶化等，给企业盈利带来负面影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371