资源与环境研究中心

国企改革专题分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

我们有别于行业对国企改革的认知在于：国企改革试点已全面开花至千户，选股应着力企业改革力度及带来的确定性基本面改善，聚焦企业业务转型带来的估值逻辑改变，寻找真正与绩效挂钩的长期激励方案。

引资、转型与激励，掘金国企改革

投资建议

- **国企改革进入国资改革深水区。**国企改革四十年放权让利、产权变革、管理深化三阶段，已进入国资改革深水区，迎来国有资产管理体制由以管企业为主向以管资本为主转变的改革。
- **五大难题阻碍国改前进步伐。**一是所有者缺位，经营者难对企业效益负责，导致国企营利能力不佳；二是内部人控制，股东难以同股同权，导致国企一股独大，难改经营机制；三是政企不分，国企面临企业经营效益与社会责任等多目标管理冲突；四是预算软约束，经营效益低下的国企越救越亏；五是条块所有，造成国企扩张中的货币与资本短缺。
- **三年行动方案主攻监管与治理。**我们认为《国企改革三年行动方案》的核心内容机制在三方面：推进以管资本为主的国资监管体制深化改革，推进更有活力的经营机制转化；持续推进国有资本布局优化，要推动国有资本向关系国家安全、国计民生、前瞻性战略新兴产业集中等；推动公司治理，建立干部能上能下、职工能进能出、收入能增能减的国企三项制度改革。
- **选股策略：**我们有别于行业对国企改革的认知在于：国企改革试点已全面开花至千户，选股应着力企业改革力度及带来的确定性基本面改善，聚焦企业业务转型带来的估值逻辑改变，寻找真正与绩效挂钩的长期激励方案。建议关注有望通过股权激励、集团混改提升盈利能力的**中新药业**，依托智慧物流与供应链平台升级带来估值逻辑改变的**中储股份**，以及当前处于估值低位，已通过股权激励提升业绩的**四维图新**和未来或依靠核心人员股权激励提升业绩的**中远海控**。

风险提示

- 企业改革进程落地速度缓慢；改革措施不能对公司的经营产生积极变化；经济不确定性、市场竞争等因素导致企业盈利下滑等。

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号：S1130519100005

内容目录

引言 4
一、国改困局：理想丰满现实骨感，为何政企始终难分？ 4
奋战四十年，国企改革转战国资改革 4
五大难题不解决，做强国企始终梦一场 7
二、改革提速：国改三年行动首发，催生投资良机 8
实施分层分类混改，营造多种经济高质量发展环境 8
健全国资监管体系，转变国资监管机构职能 9
调整国有资本结构，围绕国家战略需求和产业发展优化布局 9
健全现代企业制度，充分激发国有企业内生活力 9
加强党的领导，充分发挥党组织政治核心作用 10
三、投资逻辑：锁定引资、转型、激励三主线，掘金国企改革 10
主线一：引资——地方混改加速，国资让出控股权 12
逻辑二：转型——传统行业布局战略性新兴产业 13
逻辑三：激励——市场化用人+股权激励绑定利益激发活力 14
投资建议 15
中新药业 600329.SH 15
中储股份 600787.SH 18
四维图新 002405.SZ 20
中远海控 601919.SH 21
风险提示 22

图表目录

图表 1：国企改革路径图 4
图表 2：国企改革四十年四阶段 4
图表 3：第一阶段主要政策 5
图表 4：第二阶段主要政策 5
图表 5：第三阶段主要政策 6
图表 6：第四阶段主要政策 6
图表 7：国企改革标的 10
图表 8：国企改革试点情况 12
图表 9：2017-2019 各省财政赤字率 12
图表 10：公司发展历程 17
图表 11：中新药业与同业可比公司营业收入（亿元） 17
图表 12：中新药业与同业可比公司归母净利润（亿元） 17
图表 13：中新药业与同业可比公司 ROE 17
图表 14：中新药业与同业可比公司 PE 17
图表 15：中新药业速效救心丸销量（万条） 18

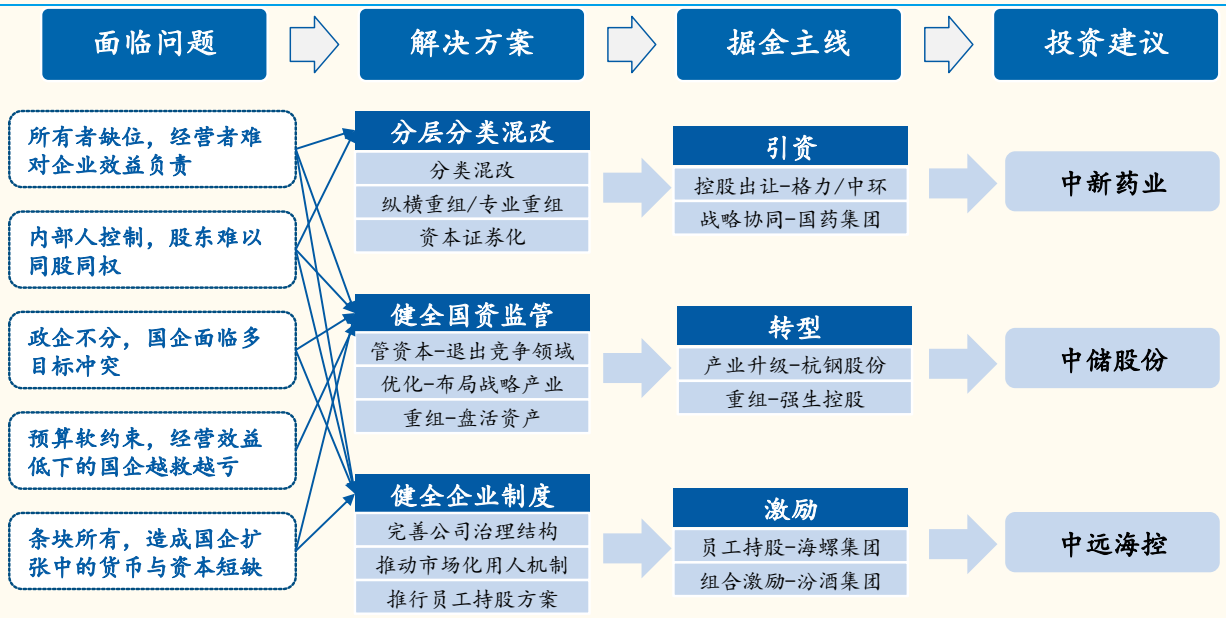
图表 16：公司主营构成.....18
图表 17：主要产品的销量情况（万盒/万条）.....18
图表 18：公司营业收入、归母净利润增速.....20
图表 19：公司盈利能力情况.....20
图表 20：公司主营构成.....20
图表 21：公司营业收入、归母净利润增速.....21
图表 22：公司盈利能力情况.....21
图表 23：公司主营构成.....21
图表 24：公司营业收入、归母净利润增速.....22
图表 25：公司盈利能力情况.....22
图表 26：公司主营构成.....22

引言

下半年，随着国企改革三年行动计划出台，政策作为催化剂逐步演化为事件型主题，国企改革主题投资的空间会在下半年充分拓展。

我们有别于行业对国企改革的认知在于：国企改革试点已全面开花至千户，选股应**着力企业改革力度及带来的基本面改善，聚焦企业业务转型带来的估值逻辑改变，寻找真正与绩效挂钩的长期激励方案。**

图表 1：国企改革路径图



来源：国金证券研究所根据公开信息整理

一、国改困局：理想丰满现实骨感，为何政企始终难分？

奋战四十年，国企改革转战国资改革

国企是我国国民经济的重要组成，国企改革更是我国经济体制改革的中心环节，决定中国特色社会主义市场经济体制的建立与发展。国有企业作为中国社会主义市场经济体制的重要支柱，该如何进行改革一直是自上世纪 80 年代初开始 40 年来各界关注的焦点问题。围绕着国有企业股份权属、经营机制、管理机制，我们将国企改革分为四个阶段：

图表 2：国企改革四十年四阶段



来源：国金证券研究所根据公开信息整理

■ **第一阶段（1981-1992），放权让利。**

改革重点：调整政府与国有企业之间的生产管理权限和利益分配关系，最终使企业脱离政府的直接行政性控制，成为独立自主的商品生产经营者，从而释放国有企业的生产活力。

图表 3：第一阶段主要政策

时间	文件名称	主要内容
1978	十一届三中全会	通过“放权让利”使得地方和工农业企业获得更多经营自主权，调动企业和职工的积极性；
1983-1984	两步利改税	国家分两步在全国范围内实行“利改税”制度，将国有企业向国家缴纳的纯收入由利润上缴形式改为缴纳所得税和调节税等税收形式，从而把国家与国有企业的利润分配关系用税法的形式固定下来；企业纳税后剩余的利润，全部留归企业支配使用。
1988	《全民所有制工业企业法》	明确国有企业的法人地位，在“两权分离”的原则下，出现了对承包经营制、租赁制、股份制、资产经营责任制等各种形式的探索

来源：政府网站，国金证券研究所

■ **第二阶段（1992-2002），产权变革。**

改革重点：计划经济向市场经济转轨过程中转换经营机制和制度创新的改革，所有制关系发生了较大调整，明确提出了国有企业改革的方向是建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。

图表 4：第二阶段主要政策

时间	文件名称	主要内容
1992	《全民所有制工业企业转换经营机制条例》	企业依法自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的商品生产和经营单位，成为独立享有民事权利和承担民事义务的企业法人。
1993	十四届三中全会	进一步转换国有企业经营机制，建立适应市场经济要求，产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。
1997	十五大	对国有大中型企业实行规范的公司制改革，国有企业开始按照《公司法》要求进行规范的公司制和股份制改革。
1999	十五届四中全会	推进国有大型骨干企业开始着力进行规范的公司制和股份制改革，积极推进主辅分离、改制重组和主业整体上市，进一步加强和改善公司治理结构等。
2020/3/4	中共中央政治局委员会	加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。

来源：政府网站，国金证券研究所

■ **第三阶段（2002-2013），管理深化。**

改革重点：实施国有资产管理体制改革，设立了国有资产管理委员会，代表国家履行出资人职能，国有资产管理体制主要以管资产和管人、管事相结合的管企业模式。

图表 5：第三阶段主要政策

时间	文件名称	主要内容
2002	十六大	按照“国家所有、分级行使出资人职责”的思想改革，国有企业改革进入了一个建立和完善国有资产出资人制度的新阶段。
2003	十届全国人大一次会议	国家实施了国有资产管理体制改革，主要内容包括：撤销过去专司国有企业改革的国家经济贸易委员会，以及中央企业工委，设立国务院国有资产监督管理委员会。
2003	十六届三中全会	建立归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度，是构建现代企业制度的重要基础；要完善国有资产管理体制，深化国有企业改革，建立健全国有资产管理和监督体制，坚持政府公共管理职能和国有资产出资人职能分开。
2007	十七大	深化国有企业公司制股份制改革，健全现代企业制度，优化国有经济布局和结构，增强国有经济活力、控制力、影响力。
2008	《企业国有资产法》	为建立起真正有效的国有资产出资人制度，解决长期以来中国国有资产所有者缺位问题，真正实现政企分开和政资分开，防止国有资产流失，提供了法律保证。

来源：政府网站，国金证券研究所

■ **第四阶段（2013-今），国资改革。**

改革重点：中国新时代深化国有企业改革的重要切入点，国有资产管理体制由以管企业为主向以管资本为主转变的改革。

图表 6：第四阶段主要政策

时间	文件名称	主要内容
2013	十八届三中全会	加快完善社会主义市场经济体制，要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制
2015	《关于深化国有企业改革的指导意见》	从改革的总体要求到分类推进国有企业改革、完善现代企业制度和国有资产管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失、加强和改进党对国有企业的领导、为国有企业改革创造良好环境条件等方面，全面提出新时期国有企业改革的目标任务和重大举措。
2018	《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》	“双百行动”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	《关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》	在国有企业发展重点从规模速度向质量效益转变的同时，应重点关注以下五点：加强资本布局整体调控，提高国有资本运营效率，优化资本收益管理，维护国有资本安全，以高质量党建引领国有企业高质量发展。
2019	《授权放权清单（2019 年版）》	针对我国大部分国有企业存在严重集中集权管理制度的现象，从国资监管职转变出发，重点做好转职能、搭平台、做服务、强监管工作。明确了 35 项授权放权事项，授权平台公司战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理等事项。
2019	《中央企业混合所有制改革操作指引》	明确了央企混改基本操作流程、“混资本”和“改机制”相关环节操作要点:要按照“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”的总体要求，坚持

	“因地施策、因业施策、因企施策，宜独则独、宜控则控、宜参则参，不搞拉郎配，不搞全覆盖，不设时间表”的原则，一企一策，成熟一个推进一个。

来源：政府网站，国金证券研究所

五大难题不解决，做强国企始终梦一场

国有企业通过前四十年的改革，学会了按照市场需求组织生产，刺激了供给增加和买方市场的形成，加快了产品和企业的分化，创造了一批有竞争力的优势企业，也涌现出一批企业家。然而，在商品市场取得重要进展、国企改革解决了一些问题，但商品市场发展使得一些根源于传统体制的老问题更加尖锐，并引发了一些新问题。当前，国有企业管理暴露出的弊端包括：

- **第一，所有者缺位，经营者难对企业效益负责。**

公司制度下，所有者职能与部分经营者职能的分离。股东以出资额为限承担有限责任，对其决策承担相应责任，并通过股东大会集体行使所有者权益。在上述治理构架下，管理层需要在法律上向股东负有忠诚和勤勉两项义务，努力实现股东价值最大化。

现有国有资产的管理制度表现为国家所有制(全民所有制)， 由国家代表全体公民行使财产所有权，由于政府并非法人，造成所有权意义上的虚置，国有资产的保值增值无人真正关心。在所有者缺位的情况下，国企高管不需要对其做出的错误决策承担责任。

- **第二，“管企业”导致“内部人控制”，股东难以同股同权。**

公司制度本来是一种共同体，作为代理人的管理层应当首先向全体股东负责。理论上，政府股权和私人股权并无不同，然而形式上的一股一权、同股同权，实际却因为股权分量而不同。国企管理层的派出制，即政府直接任命，导致国企管理者的首要任是满足大股东诉求，而非创造利润与扩大价值。严重的“内部人控制”现象导致国企管理层完全无视其他股东的对利润、价值、分红的诉求。

- **第三，政企不分，国企面临多目标冲突。**

国家所有制下，政府作为政经社会管理者与全民财产出资人的双重角色间存在公共角色与出资人角色的冲突。政府的公共管理职能要求国企履行包括稳定物价、促进就业、增加税收、维护社会稳定等社会职责，上述目标与政府作为出资人要求企业创造利润的目标背离，使得国企置身于互相矛盾的多目标的经营管理状态。

- **第四，“预算软约束”，经营效益低下的国企越救越亏。**

商业社会中，营利必然通过创新、竞争来实现，而前述国企的社会责任对其盈利带来负担，或造成企业的亏损甚至破产，但也成了国有企业享受特别待遇的理由。竞争关系中，由于一方的所得来自于另一方的损失，国有企业的营利性就会以民营企业的商业机会被剥夺为代价。出于保持就业、税收增长和维护社会稳定等社会责任的需要，政府给予国企垄断地位，不仅不对长期亏损、资不抵债的僵尸企业实施破产清算，还会授意国有银行进一步追加贷款挽救濒临倒闭的企业，从而使得银行贷款、债券等硬预算约束软化；甚至对经营管理不善的国有上市公司在股票被实施风险警示（ST ）时，往往会获得来自对其控股的国资控股集团公司不计成本的救助，被救助的上市公司在获得母公司的救助后绩效依然长期得不到改善，陷入“越救越亏”的困局。

- **第五，部门、地区所有，造成国企扩张中的货币与资本短缺。**

国有资本名义上或法律上归国家所有，实际更多属于部门、地区所有。在非市场化的环境中，国有资本可通过“条块分割”运营，人为割断生产经营内在联系，通过地区封锁保持企业竞争力等。

企业扩张导致“条块所有”出现了货币与人力资本的双重短缺：一是难以对迅速扩张的优势企业提供足够的资金支持，特别是直接融资的支持；二是在各自“条块所有”的行政范围内越来越难提供合格的管理人才。

西方国家在市场化发展过程中也曾存在私人、家族及合伙人资本占有与生产社会化之间的矛盾，其解决这一矛盾的途径是实施企业上市等企业股权结构的“公开化”、“社会化”手段。根据这一经验，我国国企“条块所有”带来的矛盾，或可通过资产证券化解决。

- 上述分析表明，对国有企业改革进行系统性改变，是国企改革的必然走向，改革的路径有两条：**一是将国有股变成债权或者优先股**，放弃投票、选人、任命等股权权利，只保留收益权；**二是从管企业到管资本**，放弃收益权，只保留最重大的事项决策权，完全依据公司治理原则来行使股权，由职业经理人直接管理和经营公司。

  因此，**未来国企改革的应然之路必然包括促进国企成为公众公司、提升国企公司治理水平**，以此促使国企真正成为自负盈亏的经营实体，和其他社会资本共同承担风险，真正成为市场经济中的竞争主体。

二、改革提速：国改三年行动首发，催生投资良机

2020 年政府工作报告指出，“提升国资国企改革成效，实施国企改革三年行动；完善国资监管体制，深化混合所有制改革；基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题。国企要聚焦主责主业，健全市场化经营机制，提高核心竞争力。” 国企深化改革再进一程。6 月 30 日召开的中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020－2022 年）》（以下简称《方案》）。根据 6 月 11 日国务院出台的关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，国企改革三年行动由国务院国资委牵头实施，相关具体政策将于 10 月底前出台。

未来三年将是国企改革关键的历史阶段，国企改革的短板和弱项问题如何解决综合效能？国有企业治理体系如何完善？通过对公开资料的梳理与分析，我们认为《国企改革三年行动方案》的核心内容机制在三方面：**推进以管资本为主的国资监管体制深化改革，推进更有活力的经营机制转化；持续推进国有资本布局优化，要推动国有资本向关系国家安全、国计民生、前瞻性战略新兴产业集中等；推动公司治理，建立干部能上能下、职工能进能出、收入能增能减的国企三项制度改革。**具体包括：

实施分层分类混改，营造多种经济高质量发展环境

- **创造多种所有制共存沃土。**国企改革要遵循市场经济规律和企业发展规律，坚持政企分开、政资分开、所有权与经营权分离，推动国有企业沿着资产资本化、资本证券化、产权混合化、投资主体多元化的方向，坚持激励机制和约束机制相结合，促使国有企业真正成为依法自主经营、自负盈亏、自担风险的独立市场主体，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。
- **推进开放性市场化联合重组。**遵循市场经济规律和企业发展规律，淡化资本的区域、层级和所有制属性，实施横向联合、纵向整合以及专业化重组，推动资源向优势企业、主业企业集中，实现国有资本在更宽领域、更高层次、更大范围的优化配置。
- **制定不同类型国有企业划分。**制定国有企业功能界定与分类的意见，明确分类原则、分类方法和差异化监管措施。竞争类国有企业及其子公司（剥离公益类、资源类要素）按照市场化要求实行商业化运作，以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资产保值增值为主要目标，依法独立自主开展生产经营活动，实现优胜劣汰、有序进退；公益类、资源类国有企业及其子公司分类推进混合所有制改革，保持国有资本控股地位。
- **深化公众公司导向资本改革。**鼓励国有控股上市公司引入战略投资者，支持国有控股上市公司下属企业实施混改。推动竞争类企业基本实现整体上

市或核心业务资产上市；功能类和公共服务类企业加快符合条件的竞争性业务上市发展；加大对新兴产业企业进入资本市场的培育、指导和服务，推动一批企业实现多地多层次资本市场上市。

健全国资监管体系，转变国资监管机构职能

- **构建国有资本规范化管理体系。**探索建立国有企业监事会、审计、纪检、监察等多部门联动的常态化监督检查机制，提高信息化建设绩效及监管数据应用水平；建立健全全面预算、资金集中、风险预警、内控建设、信息化“五位一体”管控体系，全力打造现代化企业财务管理模式；建立信息披露的管理制度，推动国资监管和国有企业信息公开。
- **完善合规管理与风险防控机制。**加强合规管理，制定国有企业合规管理工作指引，将法律审核嵌入管理流程；加强风险应急处置，着力防范化解重点金融领域风险。加强投资监督管理，完善重大投资和境外投资备案管理制度。
- **加强违规责任倒查追究机制。**落实《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究的意见》，实现国有企业违规经营投资责任追究制度全覆盖。持续推动违规责任追究制度体系和工作体系建设，进一步完善监督协同机制，抓好重大问题线索核查，加大追责问责力度，切实防止国有资产流失。

调整国有资本结构，围绕国家战略需求和产业发展优化布局

- **加强资本布局整体调控。**构建全国国有资本规划体系，着力优化资本配置，大力推进国有资本的战略性重组、专业化整合和前瞻性布局。进一步发挥国有资本功能作用，统筹国有资本布局方向，服务国家重大战略、区域发展战略和产业政策规划，推动国有资本更多投入先进制造业、振兴实体经济，更好支持关键核心技术攻关。
- **加快产业升级补短板。**加速国有资本转型升级，切实补短板、堵漏洞、强弱项。一是在关键核心技术攻关上补短板，聚焦生命科学、医疗健康等前沿领域，加大攻关力度；二是在产业布局优化完善上补短板，加大在医疗卫生、公共防疫、应急管理等领域的布局力度；三是在数字化、智能化转型升级上补短板，充分发挥央企的优势，当好新基建的主力军，支持数字经济等新业态发展。加快传统产业改造。加大在云计算、大数据、人工智能等新兴产业的布局力度，积极培育新的增长点。
- **大力重组整合盘活资源。**大力化解过剩产能，加快处置低效无效资产，有效盘活国有资本。以供给侧结构性改革为主线，有效推进企业战略性重组和专业化整合，大力化解过剩产能，加快处置低效无效资产。通过兼并重组、吸收合并、资产注入等现代资本运作方式对国有企业进行战略性布局调整，优化国有企业的结构和布局。

健全现代企业制度，充分激发国有企业内生活力

- **完善企业法人治理结构。**明确健全公司法人治理结构的时间表与路线图，规范企业股东（大）会、董事会、经理层、监事会和党组织的权责关系，重点推进董事会建设，建立外部董事管理机构，拓宽外部来源渠道，落实董事会对经理层成员等高级经营管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理等职权。健全长效激励约束机制，国有企业负责人收入与选任方式、企业效益相匹配。政府不得干预企业自主经营，股东不得干预企业日常运营，依规则运行，形成定位清晰、权责对等、运转协调、制衡有效的公司治理机制。
- **压缩国有企业管理层级。**对符合主业发展方向和发展战略要求、具有较强竞争力的国有企业，可通过内部无偿划转、协议转让、吸收合并等方式提升其管理层级；对非主业发展较好的企业，可与其他行业主业相符的企业进行归并整合；对经营状况较差、负债率高、投资回报率低的企业，可通过改制、转让、解散、破产等方式清理退出；对因债权债务复杂、欠税、土地权属不清、有关手续不全等原因短期内难以压缩的企业，可由集团公司设立资产管理公司或成立专门机构进行管理，实施清理压缩。

- **完善市场化用人制度。**支持董事会加强对经理层的精准考核，推进职业经理人制度，推动建立健全劳动、资本、土地、知识、技术、管理、数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制，统筹运用股权激励、分红激励、员工持股等激励政策，探索运用超额利润分享、虚拟股权、项目跟投等激励方式，激发企业各类人员积极性创造性，促进企业效益效率和国有资本回报的不断提升。
- **积极开展员工持股方案。**扩大员工持股试点范围，允许整体上市或核心业务资产上市的企业集团经营管理团队和核心员工参与员工持股；适度调整员工持股企业与所在企业集团交易限制，在科技型、创新型企业适度放宽单一员工持股比例限制；积极探索员工以科技成果出资入股。

加强党的领导，充分发挥党组织政治核心作用

- **坚持党对国有企业的领导。**把加强党的领导和完善公司治理统一起来，发挥国有企业党委的领导作用，推进党建工作要求纳入国有企业章程实现全覆盖，将党委研究讨论作为董事会、经理层决策重大问题的前置程序，深入推动企业修订完善党委议事规则和“三重一大”决策制度，实现党委依照规定讨论和决定企业重大事项。
- **加强国有企业党的建设。**在国有企业改革中坚持党的建设同步谋划、党的组织及工作机构同步设置、党组织负责人及党务工作人员同步配备、党的工作同步展开。坚持和完善双向进入、交叉任职的领导体制。符合条件的党组织领导班子成员可以通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员可以依照有关规定和程序进入党组织领导班子；经理层成员与党组织领导班子成员适度交叉任职；董事长、总经理原则上分设，促进决策层和执行层分开；党组织书记、董事长一般由一人担任，根据企业治理结构现状和发展阶段确定。

三、投资逻辑：锁定引资、转型、激励三主线，掘金国企改革

下半年，随着国企改革三年行动计划出台，政策作为催化剂逐步演化为事件型主题，国企改革主题投资的空间会在下半年充分拓展。

- **单项措施演变为综合举措，国企改革试点全面开花。**国有企业改革从“四项试点”到“十项试点”，从单项改革举措到综合性改革“双百行动”企业，区域性国资国企综合改革，培育具有世界一流竞争性企业，国有企业改革已经由点到面全面铺开，试点单位也由最初“四项试点”的 6 个试点扩大到“双百行动”的超过 400 家企业，再至省属国企改革上千家的规模。有别于行业对国企改革的认知。

图表 7：国企改革标的

区域	证券代码	证券简称	所属行业	投资主线		
				混改/引资	重组/转型	激励
安徽	600990.SH	四创电子	军工	√		
安徽	600585.SH	海螺水泥	建材	√		
北京	000725.SZ	京东方 A	电子		√	
北京	600536.SH	中国软件	电子		√	√
北京	601668.SH	中国建筑	建筑			√
北京	600038.SH	中直股份	交运			
北京	603000.SH	人民网	传媒			
北京	600161.SH	天坛生物	医药			
北京	002013.SZ	中航机电	军工	√		√
北京	600372.SH	中航电子	军工			√
北京	601066.SH	中信建投	金融		√	
北京	601998.SH	中信银行	金融		√	

北京	601117.SH	中国化学	化工	√		
北京	603019.SH	中科曙光	通信			√
北京	600879.SH	航天电子	军工			√
北京	600482.SH	中国动力	军工			√
北京	002405.SZ	四维图新	通信	√		√
北京	002371.SZ	北方华创	电子			√
北京	600050.SH	中国联通	通信	√		
北京	600787.SH	中储股份	交运		√	
福建	600436.SH	片仔癀	医药	√		
广东	002152.SZ	广电运通	计算机	√		
广东	600030.SH	中信证券	金融		√	
广东	002916.SZ	深南电路	半导体			√
广东	000066.SZ	中国长城	计算机	√		√
河南	002179.SZ	中航光电	军工			√
湖北	000988.SZ	华工科技	半导体			√
湖北	300747.SZ	锐科激光	半导体			√
湖北	600498.SH	烽火通信	通信			√
湖北	002281.SZ	光迅科技	通信			√
江苏	603369.SH	今世缘	食品饮料			√
江苏	600406.SH	国电南瑞	电力设备			√
江苏	600562.SH	国睿科技	军工		√	
江苏	000425.SZ	徐工机械	机械		√	
江西	600373.SH	中文传媒	传媒			√
山东	600426.SH	华鲁恒升	化学			√
山东	000977.SZ	浪潮信息	半导体			√
山东	600600.SH	青岛啤酒	食品饮料	√		√
山东	000338.SZ	潍柴动力	汽车			√
山东	600309.SH	万华化学	化学	√		
山西	600809.SH	山西汾酒	食品饮料	√		
上海	600845.SH	宝信软件	计算机		√	
上海	601919.SH	中远海控	交运			√
四川	600875.SH	东方电气	电力设备			√
四川	000858.SZ	五粮液	食品饮料			√
天津	603712.SH	七一二	军工	√		
天津	002129.SZ	中环股份	新能源/半导体	√		
天津	600329.SH	中新药业	医药	√		√
云南	000538.SZ	云南白药	医药	√		
浙江	002415.SZ	海康威视	通信			√
浙江	600176.SH	中国巨石	建材	√		

来源：wind，国金证券研究所

图表 8：国企改革试点情况



来源：政府网站，国金证券研究所

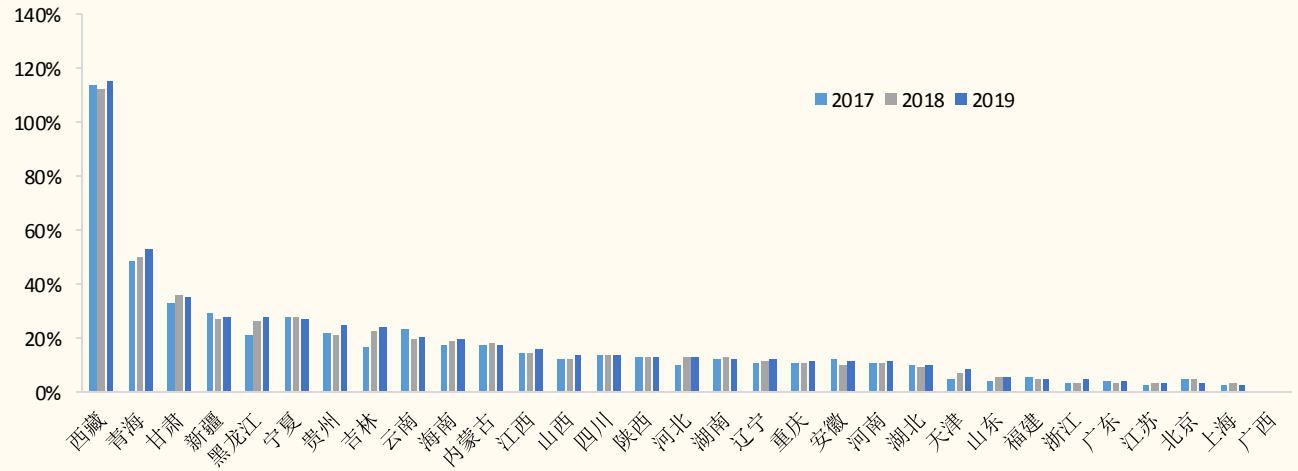
我们认为，国企改革试点已全面开花至千户，选股应**着力企业改革力度及带来的基本面改善，聚焦企业业务转型带来的估值逻辑改变，寻找真正与绩效挂钩的长期激励方案。**我们建议把握三条主线选股：

主线一：引资——地方混改加速，国资让出控股权

- **地方国改两大趋势，全面提升企业竞争优势。**竞争性领域中，国有经济受限于所有者缺位、多目标管理、预算软约束等问题，效率明显低于民企，因此，国有经济力量从竞争性经济领域完全退出是一种必然趋势。根据国资委统计，截至 2017 年底，国资委监管的商业一类中央企和省属国企的混改比例已超过 70%和 88%。但由于政府控股，掌握最大话语权，难以改革国企治理难题，国企混改多年的效果有限。为解决上述问题，**本轮国企改革尤其在地方层面的竞争行业将呈现两大趋势：国企出让绝对控股，重视新进伙伴的战略协同。**

  国企出让绝对控股。竞争性领域国企资产构成简单，评估与改制过程中国有资产流失和权力寻租的问题不大，不存在政策与法规障碍，退出后的资金可弥补财政赤字，或通过转持社保基金来补充社保基金，以经济领域改革支持社会发展，因而受到地方政府的支持。

图表 9：2017-2019 各省财政赤字率



来源：wind，各省财政厅，国金证券研究所

地方政府的财政压力亦倒逼改革进程。经济增长下行趋势及减税降费对财政收入的制约，使得部分地方省市由于财政压力加大而倒逼改革，盘活国有资产来缓解财政压力。地方国企改革力度最大是天津，不设任何国有股比例限制。2020 年 3 月初，天津市公布了 60 户精品国企混改项目，内容涉及金融服务、医药、装备制造、建筑、商贸、能源等多个领域。在招商比例上，半数以上的招商项目，拟引进投资者的持股比例超过 51%，甚至包括百分之百比例的产权转让。选择完全放开的改革路径，与天津地方国企的大面积亏损和当地经济面临的挑战相关。

案例：格力电器 000651.SZ

2019 年，格力集团通过公开征集受让方的方式协议转让高瓴资本其所持有的格力电器总股本 15%的股票。格力电器的股权转让标志着国资从独资到绝对控股，再到相对控股，最后到非控股的转变，是有序推进从管企业到管资本的转变。

案例：中环股份 002129.SZ

2020 年 6 月 23 日，TCL 科技公告确认，公司拟参与公开摘牌收购中环股份的母公司天津中环电子信息集团有限公司 100%股权。

重视新进伙伴的战略协同。国企混改的正确路径是引入战略投资方，而非财务投资方，强调战略投资者参与公司治理机制，以此促进混改，从而带动企业活力，提高企业效能。因此，新一轮的混改准备更注重引入有战略协同作用的战略投资者。战略投资者的资本背景是多样化的，既可以是民企也可能是央企，重点根据产业转型方向选择产业链上下游龙头企业或同行业较强竞争者等具有市场资源、业务资源的投资者，放大协同效应。

案例：国药集团

国药集团早在 2003 年就开启混改探索，率先引入上海复星医药（集团）股份有限公司（以下简称“复星医药”）重组旗下药品流通板块，成立了中国医药商业领域第一家央企和民营企业联合成立的混合所有制企业——国药控股有限公司。2009 年，国药控股于香港上市，国药集团和复星医药分别向国药控股委派董事，与独立董事共同组成董事会，形成了国有资本、民营资本和公众资本有效制衡的治理结构。经过 10 多年的发展，国药控股已经成为国内医药流通第一品牌，网络覆盖全国，位列全球医药分销企业第四位。2014 年，国药集团所属国药器材公司整体改制，通过与优秀民营企业的战略合作实现了企业产权主体多元化。改制后，国药器材加快了全国范围内医疗器械商业企业的投资并购步伐，积极建设覆盖全国的医疗器械与耗材物流分销网络，成为国内最大的医疗器械商业企业。

逻辑二：转型——传统行业布局战略性新兴产业

- **满足国家发展需求，升级转型势在必行。**国企升级转型的需求来自两方面：一方面国家要保持稳定增长，必须要解决过剩产能、企业高负债率这两个问题；另一方面企业自身发展要求企业必须提升在高附加值产业中的竞争力。不断成长，要更好参与国际化竞争，也必须进行自我改革，才能实现突破。国企在创建世界一流企业的过程中，必须通过实现产业转型充分参与国际竞争，从产品向服务拓展，从传统制造向高端制造迈进，注重核心技术研发与掌握。**下一步，国家战略需求与产业发展规划将推动国企向战略性新兴产业集中。**

案例：杭钢股份

杭钢股份主营钢铁，2019 年 5 月启动重大资产重组，交易完成后实现整体上市，杭钢股份将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，同时，随着目前人工智能和大数据等新兴技术的发展，公司也将基于贸易业务开展物流信息化等新兴业务，未来将以大数据云计算产业为主，为浙江省的大湾区“打造全球数字创新高地”打下坚实基础。

2015 年，杭钢股份开始建设 IDC 项目，与杭州网银互联科技有限公司签订合作协议，在 IDC 及其增值服务、云主机业务等业务上进行合作。

2019 年 7 月 17 日，杭钢股份公告拟涉足数字经济产业，公司拟以无偿受让控股股东杭钢集团出资份额的方式，出资 10 亿元投资参股浙江富浙集成电路产业发展有限公司，参股后占富浙公司 7.69%股权。另外，公司拟变更原募投项目“金属材料交易平台项目”中尚未使用的募资 9.5 亿元，用于收购杭州杭钢云计算数据中心有限公司 100%股权并增资，并以该公司为实施主体，投建并运营杭钢云计算数据中心项目一期。目前已建设 1 万台的 IDC 服务器。

案例：强生控股 600662.SH

2020 年 4 月 27 日，强生控股公告显示，强生控股拟通过资产置换及发行股份的方式购买东浩实业持有的上海外服 100%股权。同时，东浩实业拟通过资产置换或现金支付的方式购买强生控股全部资产及负债。交易双方的实际控制人皆为上海市国资委，通过本次交易，将人力资源服务类业务资产注入上市公司，实现上市公司主营业务的转型，有利于改善上市公司的经营状况，增强公司的持续盈利能力和发展潜力，提升公司的资产质量。

强生控股主营业务包括出租汽车、汽车租赁、汽车服务、定制旅游四大板块。2019 年公司实现主营业务收入 38.36 亿元，同比减少 6.37%；扣非后净利润为亏损 3836.16 万元，同比下降 461.19%。近年来受网约车影响，强生控股出租车驾驶员流动大，出租汽车板块经营业绩逐年下滑，连续出现亏损。此外，2019 年房地产板块销售结转量减少并计提土地增值税，旅游板块东南亚包机、邮轮等项目业务量萎缩，导致公司整体利润下降。

上海外服成立于 1984 年 8 月，是上海市第一家市场化涉外人力资源服务机构，在中国人力资源服务行业排名领先。截至目前，上海外服在国内市场拥有 163 个直属分支机构和覆盖全国的 450 个服务网点，在亚太和欧洲已经拥有 15 个国家和地区服务网络。2019 年，上海外服营业收入突破 1500 亿元，市场占有率在国内行业排名第一，对东浩兰生集团的年营收贡献率超过 70%。

逻辑三：激励——市场化用人+股权激励绑定利益激发活力

- **市场化用人制度激发人员干劲。**国企在效率方面不如民企的一个主要原因是用人选才机制，市场化制度在国企改革中存在国有资产流失等方面存在担忧，使得部分员工尤其是骨干员工，付出很多但未能得到与贡献相匹配的回报，成为制约国企活力和发展的重要因素。下一轮国企改革将大力推行市场化用人制度，推动职业经理人制度，突出落实董事会选人用人权，更加强调市场化的选聘和退出，**强化经理层成员的责任、权利和义务对等。薪酬与业绩挂钩，“收入可增可减，职务能上能下”。**
- **股权激励锁定企业长期发展。**国企改革背景下，公司股权激励制度作为完善治理、长期激励的有效机制越来越受到重视。实施股权激励使企业的管理者和关键技术人员成为企业的股东，有效弱化了二者之间的矛盾，从而形成企业利益的共同体。**优秀的股权激励方案应该将对核心人员的激励与企业的盈利提升挂钩，提高管理人员、技术人员的积极性、主动性和创造性，同时激励管理层关注企业的长远发展。**

案例：山西汾酒 600809.SH

2017 年 2 月，汾酒集团成为山西省属国有企业中首家目标责任书改革试点，董事长李秋喜与省国资委签订了三年任期经营目标责任书。

2017 年-2019 年期间，汾酒集团按照省委、省政府、省国资委的顶层设计，形成了“1+35”的汾酒改革方案：

一是顺利引资，提升资产证券化率。通过引进战略投资者华润系旗下的华创鑫睿，进一步优化上市公司的股权结构；酒类资产全部注入上市公司，实现了瘦身健体，大力压减了法人数量、同时成为山西省首个实现国企整体上市的企业。大幅提升了资产证券化率。

二是机制创新，激发企业活力。通过契约化管理，组阁制聘用、模拟职业经理人等举措，股权激励等一系列措施，公司运营效率、活力与创造力得到有效激发。

2019 年，汾酒实现酒类销售收入 118 亿元，比 2016 年增长 146%；实现酒类利润 29 亿元，比 2016 年增长 383%；行业排名从 2016 年的第七名到 2019 年底排名第五；汾酒品牌价值达 377.27 亿元，较 2017 年增加 214.44 亿元，排名上升 76 位，进步速度为全国第一；汾酒市值从 2016 年 12 月 30 日的 216 亿元到 2020 年 5 月 21 日的 1063 亿元，增长了 392%。

案例：海螺集团

海螺集团的资本引资可追溯至 2000 年至 2002 年，由于国家宏观调控政策收紧，提出了三年不上新项目、银行不提供新项目贷款，处于发展起步阶段的海螺集团当时面临着很多困难，负债高、融资难、队伍不稳等问题，经营的压力非常大。海螺 7000 多名员工以现金出资方式，参股建设了获港海螺、枞阳海螺、池州海螺等沿江熟料基地，受让了安徽省投资集团持有 31.8%的铜陵海螺股权，构建了企业与员工利益共同体，解决了制约企业扩张的资金和机制问题，构建了企业与员工利益共同体，解决了制约企业扩张的资金和机制问题。

2015 年 1 月，控股股东海螺集团(持股比例 36.78%)通过改革持股方式,将安徽投资集团持有的海螺集团公司 51%股权转换为直接持有海螺水泥股份。不考虑后续变化,本次变更后投资集团直接持有公司 18.76%股权,而此前持有海螺集团 49%股权的海创实业也将直接持有公司 18.02%股权,考虑到海创实业实际控制人海螺创业原本持有公司 5.41%股权,海螺创业从持股数量上超过了安徽省国资委,公司实际控制人将有可能从安徽省国资委变更为海螺创业。海螺集团作为安徽省改革重组的试点企业,此次转换持股方式,是推进国企改革过程中的重要一步。

2019 年，海螺集团总资产达 2209 亿元，同比增长 15%；净收入达 2344 亿元，同比增长 24%；实现利润达 452.2 亿元，同比增长 13%，实现多项历史性突破：初步实现“一强三冠”目标，总资产和净收入双双跨过两千亿，水泥熟料净销量突破三亿吨；总市值最高突破 3000 亿，经营利润首次突破 400 亿元，成为安徽首批跻身世界 500 强的本土企业；经营产业拓展到水泥制造、化学建材、国际贸易、节能环保新材料、工程建设、现代服务业六大领域。

投资建议

中新药业 600329.SH

- **注重产品研发，创新型中药现代化龙头。**公司自主创新能力居我国中药企业之首，依托研发力量旗下一个国家级和四个市级研究院，公司曾创下我国中药发展史的多项先河：我国第一个规模化生产的中药滴丸剂“速效救心丸”，第一个中成药片剂“银翘解毒片”，第一个中成药酊剂“藿香正气水”；第一个中药颗粒剂“当归四逆汤”，第一个中药针剂“蟾立苏注射液”，第一个中药复方制剂软胶囊产品“藿香正气软胶囊”，第一个治疗糖尿病的纯中药制剂“金芪降糖片”，第一个治疗泌尿系统感染中成药“癃清片”，第一个分子水平中药抗癌新药“紫龙金片”。
- **产品资源丰富，核心产品成就中成药宝库。**公司以中药制造为核心，在医药制造领域形成了以隆顺榕、达仁堂、乐仁堂、六中药四大中成药生产企业为核心，中药材、中药饮片生产、加工、经营企业中新药业药材公司为配套的中药生产企业群。业务涵盖中成药、中药材、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品研发制造及医药商业等众多领域。公司产品资源丰富，拥有 17 个剂型，499 个药品批准文号，拥有专利申请 1,259 件，其中发明专利 748 件。产品含括心脑血管药、呼吸系统药、脾胃药、感冒药、肿瘤用药、妇科、儿科用药等多系列产品群。公司知名产品速效救心丸位列国家三大机密品种之一速效救心丸（其他两个品种为云南白药、片仔癀）；其

他中成药知名产品包括舒脑欣滴丸、紫龙金片、清肺消炎丸、藿香正气软胶囊、通脉养心丸、胃肠安丸、清咽滴丸、海马补肾丸等。

- **营销资源分散，品牌价值未能充分体现。**2006 年，郝非非派任亏损的中新任董事长，狠抓销售、管理、财务三项费用：集中资源于核心企业，止血亏损医药流通，关停并转；整合医药销售公司，统一管理、统一价格，有限供货；人员精简三分之一。并制定了三年规划：大力投入研发，培育核心产品；推动全国市场销售，逐步在全国主要地区建立控股商业公司，将天津周边市场与全国市场的份额比 7:3 转变为 3:7。2008-2012 年期间，除 2011 年因中美史克利润大幅下降未实现增长外，公司利润逐年上升，

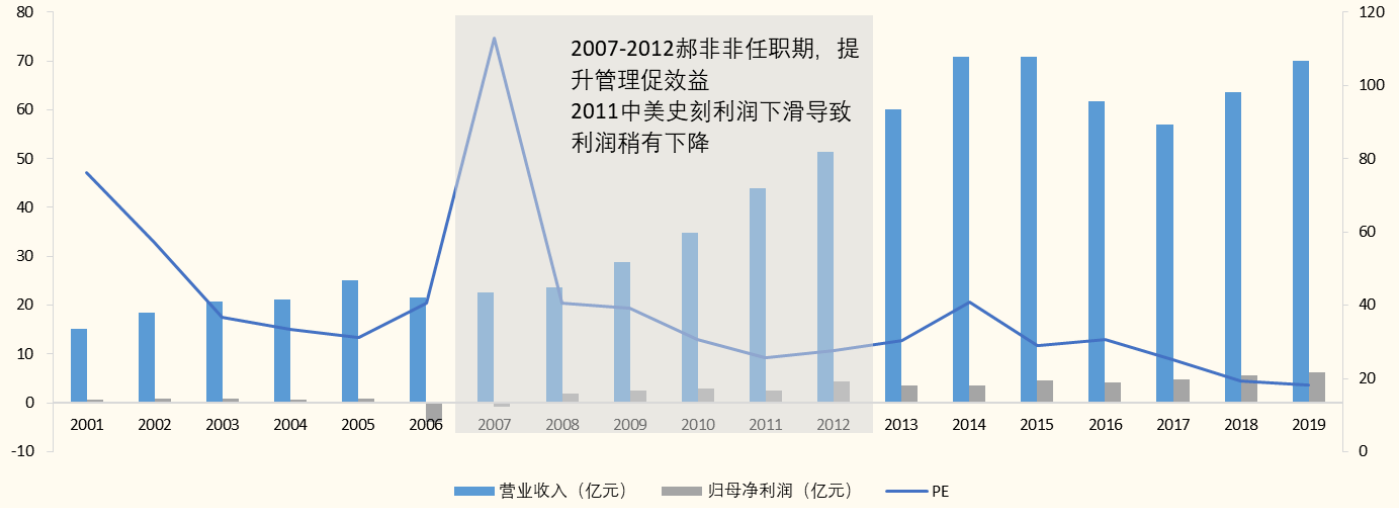
  然而，2012 年 8 月郝非非的调任导致公司未能实现郝非非制定的规划目标前进。目前，公司发展存在以下问题：一是医药工业产品销售 50%左右仍然在华北地区，亟待开发全国市场空间；二是资源集中度不够，公司四大药厂中药六厂、 隆顺榕、乐仁堂、达仁堂自有销售队伍，难以集中销售资源；三是公司品牌不够突出，单品如“速效救心丸”知名度高，但中新药业与旗下主要药厂自身没有品牌效应，无法带动产品增长，以 17 年医保调入品种黄连羊肝片（独家）、十味玉泉片（2 家）、益肺清化膏（独家）为例，单品种销售额本身不大，且未因进入医保而畅销。**公司目前制定的战略也是强化集约管理，坚持“统一管理、集中采购、渠道分销、区域经营”，坚定推进大品种战略，拓展“互联网+”营销思路。**

- **员工激励提升效益，相对业绩目标提出更高标准。**公司 2019 年发布股权激励方案，首次授予包括高管及中层共 117 人限制性股票数量及价格共 501 万股，占总股本 0.65%，价格为 7.20 元/股，给予的股份数较少，激励效果一般；2020-2022 年解除限售比例分别为 33%/33%/34%。解除限售的绝对业绩目标较低，EPS 分别达到 0.80/0.86/0.92 元/股（19 年 EPS0.81/元）；但相对业绩目标较高，2020-2022 年每股收益和净利润增速都不低于 24 个对标企业的 75 分位（排名至少第 6）。

- **天药集团混改有望提升考核目标，推动公司高质量发展。**6 月 15 日公司公告收到控股股东天津市医药集团通知，其控股股东渤海国资拟于 6 月 16 日将其持有的天津市医药集团（以下简称天药集团）股权在天津产权交易中心进行产权转让项目信息预披露，转让比例不低于 65%。天药集团目前持有公司 42.85%的股份，预计天药股权转让或导致公司的实际控制人发生变更。我们认为，根据国企改革政策方向，天津市医药集团或将引进市场化竞争能力强的行业龙头企业，通过强化公司治理推动集团下属企业提升效益。

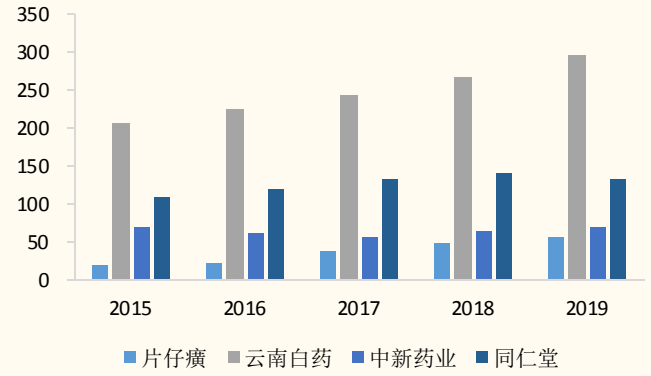
- **中成药宝库叠加国企改革，估值有望回归行业中枢。**与云南白药、同仁堂、片仔癀等同类中成药公司相比，中新药业拥有收入 10 亿以上的支撑品牌形象的传统中成药大单品，有产品溢价效应；中成药品种多，患者基础好，加强营销有提升空间；近三年 ROE 稳定在 12%左右。参考云南白药、同仁堂、片仔癀等传统中成药企业的估值中枢 25x-30x （利润增速 10%-15%），我们认为公司在国企改革的事件或将催化公司估值回归行业中枢。

图表 10：公司发展历程



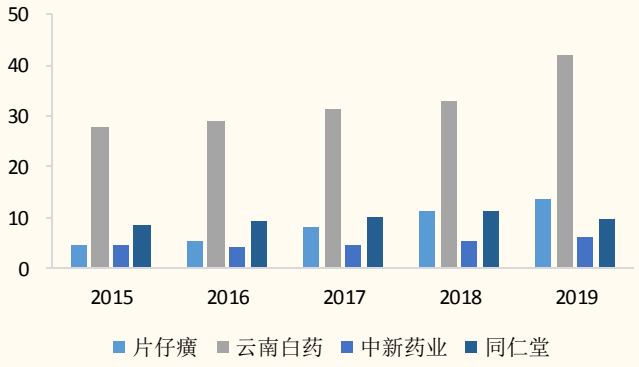
来源：wind，国金证券研究所

图表 11：中新药业与同业可比公司营业收入（亿元）



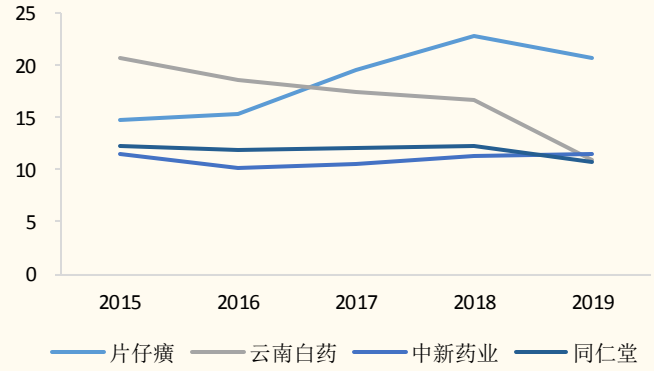
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：中新药业与同业可比公司归母净利润（亿元）



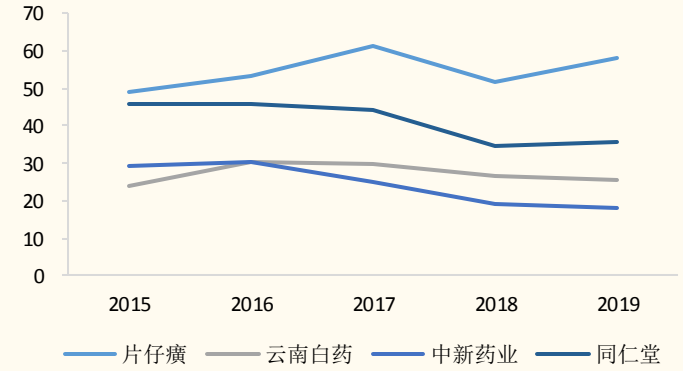
来源：wind，国金证券研究所

图表 13：中新药业与同业可比公司ROE



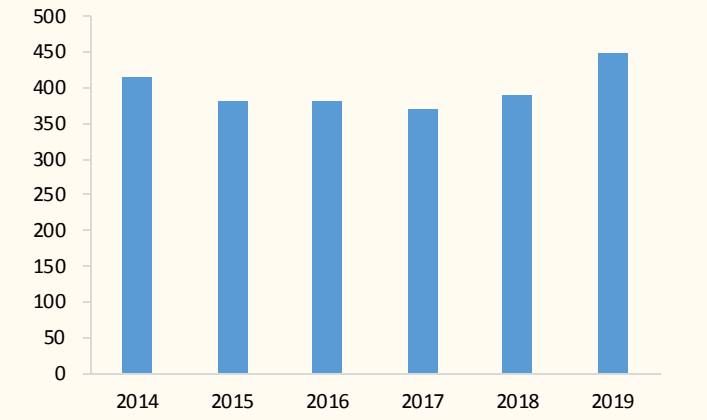
来源：wind，国金证券研究所

图表 14：中新药业与同业可比公司PE



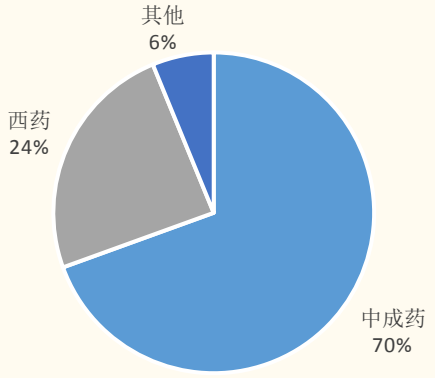
来源：wind，国金证券研究所

图表 15：中新药业速效救心丸销量（万条）



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 16：公司主营构成



来源：wind，国金证券研究所

图表 17：主要产品的销量情况（万盒/万条）

品种	生产厂	领域	医保	基药	是否独家	2015	2016	2017	2018	2019
速效救心丸	六厂	心脑血管	国家	是	独家	381	382	369	391	448
清咽滴丸	六厂	呼吸道	国家	是	否	438	388	590	663	820
舒脑欣滴丸	六厂	心脑血管	7 省	否	独家	11	18	20	30	23
清肺消炎丸	达仁堂	呼吸道	国家	否	独家	340	423	449	570	745
藿香正气软胶囊	达仁堂	消化道	国家	是	2 家	644	697	806	1028	405
紫龙金片	隆顺榕	肿瘤	国家	否	独家	56	77	70	72	77
癃清片	隆顺榕	泌尿	国家	是	否	187	206	233	280	255
通脉养心丸	乐仁堂	心脑血管	国家	否	独家	412	464	536	549	551
胃肠安丸	乐仁堂	消化道	国家	否	独家	390	444	524	530	542

来源：wind，国金证券研究所

中储股份 600787.SH

- **智慧物流+大宗商品供应链双轮驱动，传统物流华丽转身。**公司以国家战略为引导，实施创新驱动发展战略，按照“双百企业”综合改革实施方案，依托智慧物流与供应链平台，打造物流领域高科技企业。作为一家提供数字物流基础设施及服务、数字物流解决方案的科技企业，中储智运智能配对技术的应用正在“无限接近”全场景数字化物流，为全行业的物流效能提供数字化赋能。比如，在多式联运业务方面，中储智运能够为客户提供数字化解决方案,通过全程或分段数字化物流运营管理，时刻掌握货物到港、到仓、转运情况。在新基建方面，打造数字化物流及数字化供应链基础设施；在新消费方面，开展供应链金融、保险等全新业务；在发展新产业方面，积极利用数字技术构建物流行业的新业态。
- **中储智运：利用区块链技术，构建聚合供应链上下游的智慧物流。**2014 年，公司投资并控股中储南京智慧物流科技有限公司（简称“中储智运”），在智慧物流领域获得开创性成果。其核心产品物流运力交易共享平台是对当前公路货运领域主要模式的突破和延伸，有效改善了传统物流行业小、散、乱、差的现状，是国内独有模式创新。2019 年，中储智运共实现营业收入 147.11 亿元，同比增长 71.25%；总成交吨位 15210 万吨，同比增长 46.93%；总成交单数 381 万单，同比增长 55.82%；新增高级会员 245078 个。

目前中储智运在网络货运平台建设运营、信息科技运用、大数据分析、网点资源等多个方面具有明显优势，实现了“货主有车可选，司机有货可运”。中储智运通过加盟、代理、招投标、自营托管、自主开发等方式，优化客户类型，促进业务拓展，全年新增货主 3479 家。中储智运发展代理、加盟，发掘新模式、新渠道，涉足多式联运、国际货运，设立合资公司，成立北京营销中心，为业务持续增长提供动力。上线中储智运 3.0，提高系统性能，异常登记率、访问速度有较大提高；线下调度扩展至 27 个省市自治区，权责区域精确至地级市，实现 A 类客户成交率 98%以上；智能配对服务综合覆盖率 40%，较上年上升 27.76%；在线及 VIP 客服实现 5 分钟快速响应。

2019 年，中储智运获得年度最具智慧物流杰出企业奖、优秀智慧物流信息平台应用案例奖、中国公路货运行业金运奖——年度领军品牌奖、年度中国物流行业最具投资价值企业奖；2020 年 1 月成为国家物流信息平台战略合作伙伴；2020 年 4 月当选江苏省智能物流降低成本综合改革创新互联网货运平台示范点。

2020 年 6 月 23 日，中储智运与华为云江苏区域签署合作协议,双方将在云计算、5G、区块链、数字物流、数字供应链、AI 等方向进行深度交流与合作,这将推动中储智运在数字物流领域的发展，也是实施中储股份创新驱动发展战略的又一重大举措。

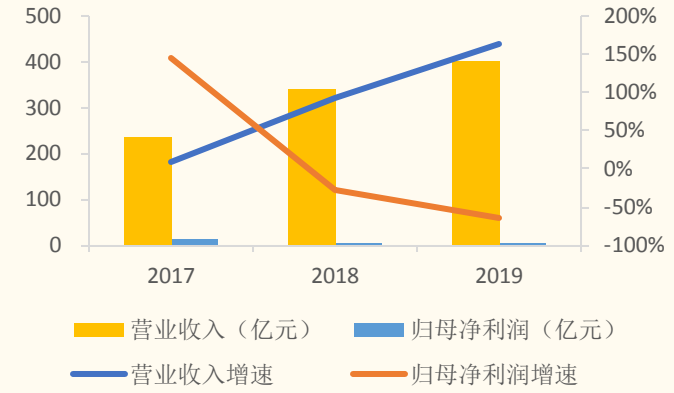
- **大宗商品供应链平台：**提升行业数字化水平，打造全产业链平台。2019 年 10 月，公司与京东数字科技集团成立中储京科供应链管理有限公司（简称“中储京科”），共同打造大宗商品产业链数字化协同平台，从而有效降低大宗商品行业成本，提高效率，促进模式升级。2020 年 3 月底中储京科“货兑宝”平台上线，主要为大宗商品流通领域客户提供交易服务、仓储服务、金融服务等更安全、更便捷、更高效的服务。先期以中储股份的橡胶和塑料作为试点，后期将逐步纳入其它大宗品类。

  中储股份将努力形成可复制、可推广的先进经验,带动并提高大宗商品行业的数字化水平，促进行业升级改造。公司供应链平台钢超市已完成交易平台系统建设，在西安分公司及其外埠网点上线；完成网仓管理系统与钢铁仓储管理系统开发；进一步完善了会员体系，将有助于吸引更多流量、打破地域限制、整合社会资源，并满足监管各项要求。2019 年，钢超市线上交易量 78.80 万吨，线上注册客户 952 个；铝平台云仓系统完成业务常态测试。系统基于 SaaS 模式，覆盖客户开发、合同签订、日常出入库业务操作、财务结算等需求。云商系统完成初步验收。

  以“钢超市”为例，公司大宗商品供应链平台具有以下两个个特征：一是提供集成化供应链服务，具有全程控货、现货交易为核心的规范化管理体系和规模化整合能；二是打造区域供应链生态圈，以客户需求为中心，以现货交易为核心，以实体物流为支撑，搭建综合性服务平台，依托自身在物流功能(仓储、加工、配送等)上的优势，将将交易功能(集中采购、分销执行等)、物流功能以及商圈配套服务等功能进行一体化联动。

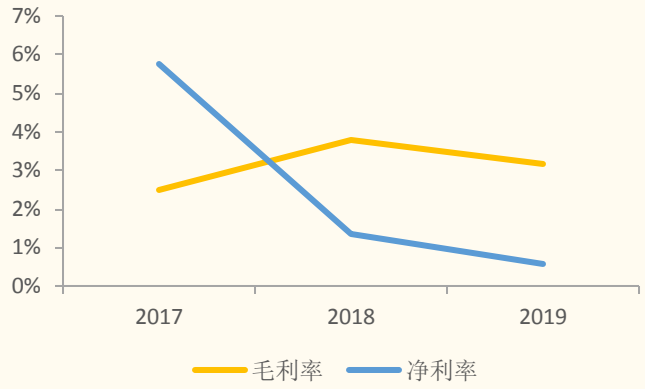
- **领先供应链服务领先企业，行业升级带动估值提升。**2018 与 2019 年，尽管由于平台建设投资巨大，公司利润有所下滑，但在中储智运与钢超市的带动下，公司营业收入增速分别实现 44.94%、18.63%。我们认为，公司在智慧物流与供应链平台领域深耕产业、控制节点，同时持续进行外部经营和内部管控上的信息化和标准化建设，为区块链技术的应用和推广做好了准备，具备无可替代的产业链价值，有助于供应链服务企业去杠杆，去传统金融属性降低经营风险，同时扩大经营和管理半径。我们认为中储股份作为供应链服务企业的科技龙头，随着区块链技术的应用升级与国企改革的升温，必将出现趋势性回升。

图表 18：公司营业收入、归母净利润增速



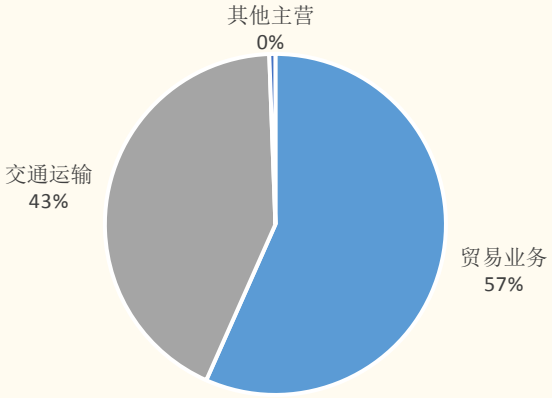
来源：wind，国金证券研究所

图表 19：公司盈利能力情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：公司主营构成



来源：wind，国金证券研究所

四维图新 002405.SZ

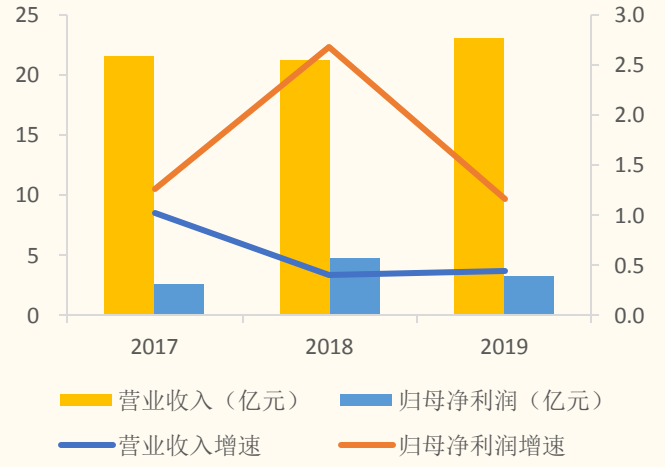
高精度地图龙头，工信部加持之智能驾驶。公司为高精度地图领先技术企业，核心布局智能驾驶，通过了德系汽车关于高精度地图的相关认证，已获得宝马订单；公司于 2020 年 3 月获得工信部项目，为全国电信大数据综合分析平台提供地图信息数据，该项目中标有助于提升品牌效应，推动高精度地图等业务发展，并有助于未来车企客户的获取，成为公司业绩的重要支撑。

率先开展股权激励，助力发展提效益。2018 年 6 月 11 日，四维图新开展首批股权激励，授予包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心业务骨干 360 人，合计 2704.69 万份，约占公告时公司股本总额的 2.11%授予价格：12.15 元。次激励机制的“质变”有望进一步加速公司创新战略的发展。10.7%和 6.9%。解除限售的业绩条件为，以 2017 年净利润为基数，2018/2019/2020 年净利润增长率分别不低于 15%/25%/35%，净资产收益率不低于 4.5%/4.6%/4.7。

战略上与腾讯共舞，激活机制应对市场竞争。为快速应对互联网市场的需求公司选择腾讯为战略合作伙伴，大股东于 2018 年将公司 11%股份转让给腾讯，腾讯目前为公司第二大股东。2020 年 4 月 20 日晚间，公司公告称其参股公司北京六分科技有限公司（简称“六分科技”）全部股权投前估值为 11.2 亿元，林芝腾讯科技有限公司（简称“林芝腾讯”）拟以 1.2 亿元认购

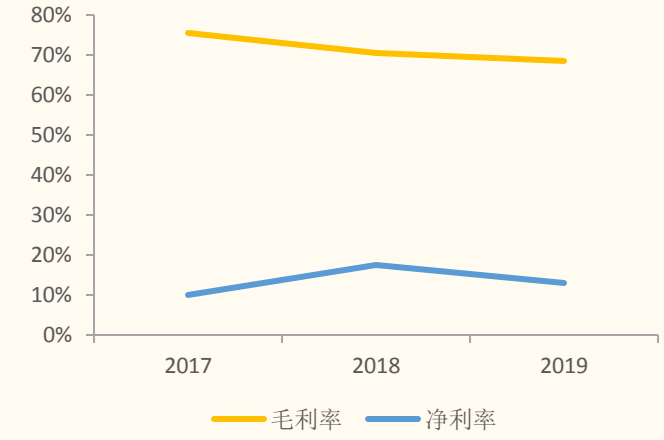
六分科技 600 万元新增注册资本，投后持股比例为 9.53%。林芝腾讯增资完成后，公司对六分科技的持股比例降为 35.72%。

图表 21：公司营业收入、归母净利润增速



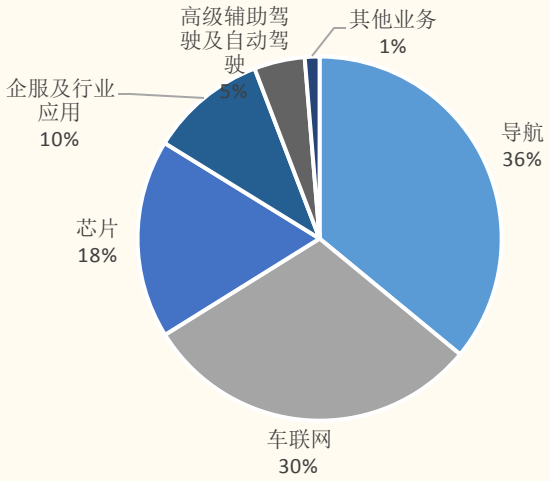
来源：wind，国金证券研究所

图表 22：公司盈利能力情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 23：公司主营构成

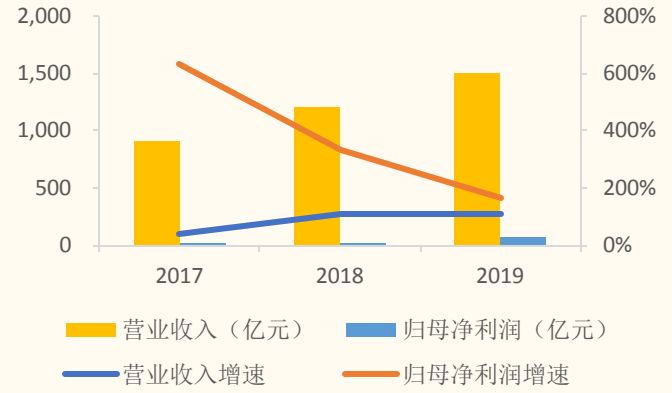


来源：wind，国金证券研究所

中远海控 601919.SH

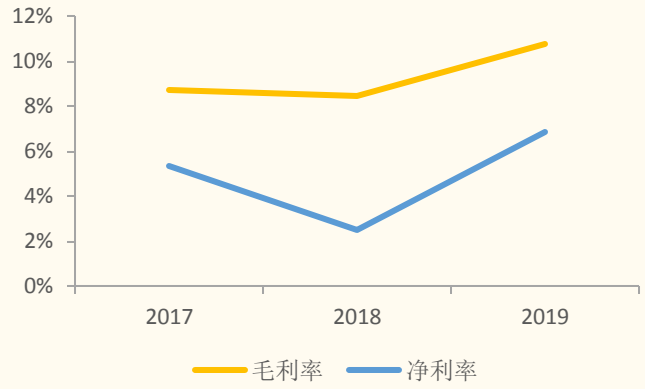
- 公司 2015 年进行重组，通过收购中海集运经营网络，并出售干散货航运资产，中国远洋实现从综合性航运服务公司，向专注于发展包括码头业务在内的集装箱航运服务链产业集群的转变，成为全球第四大集装箱班轮公司和以总吞吐量计的全球第二大码头运营商。旗下中远太平洋通过收购中海港口，出售佛罗伦租箱业务，成为专注于全球码头业务发展的上市平台。经过多年发展，公司营业收入和归母净利润高速增长，2019 年公司营业收入和规模超过 1500 亿元，归母净利润超过 67 亿元。毛利率和净利率在稳步增长，2019 年分别达到 10.7%和 6.9%。
- 2020 年，公司发布股权激励计划，拟向高级管理人员、对公司经营业绩和持续发展有直接影响的关键管理人员和技术骨干，共计不超过 475 人授予股票期权不超过 21823.69 万份（包括预留期权 2182.37 万份），涉及的标的股票为人民币 A 股普通股，约占公告时公司股本总额的 1.78%。

图表 24：公司营业收入、归母净利润增速



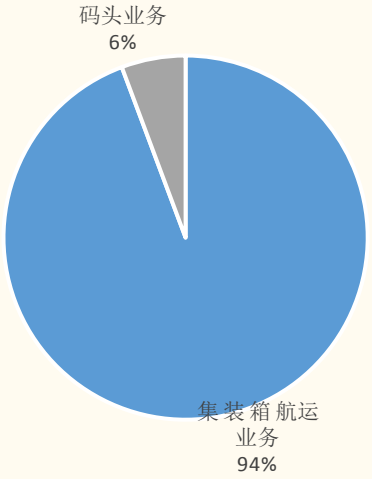
来源：wind，国金证券研究所

图表 25：公司盈利能力情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 26：公司主营构成



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

- 国企改革进程落地速度缓慢；
- 改革措施不能对公司的经营产生积极变化；
- 经济不确定性、市场竞争等因素导致企业盈利下滑等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH