

伐谋—中小盘增发并购专题

中小盘研究团队

2015.01.11

国企改革大潮来袭，关注三类并购机遇

——中小盘增发并购之国企改革专题

	温阳 (分析师)	孙金钜 (分析师)
	021-38674876	021-38674757
	wenyang010353@gtjas.com	sunjinju008191@gtjas.com
证书编号	S0880513080010	S0880512080014

本报告导读：

建议关注三类国企改革并购投资机会：1) 低折价带来的保增发概念；2) 模糊承诺带来的资产注入预期；3) 重点区域的混合所有制改革

摘要：

- **并购增发将成为新一轮国企改革重要的资本运作工具。**1) 我们认为，无论是集团整体上市、引入战投，还是国有资本向重要行业、关键领域、优势企业集中，亦或是完善激励机制，推进员工持股，并购增发将成为新一轮国企改革目标达成最为重要的资本运作工具；2) 国企，尤其是地方国企 2014 年并购增发动作明显提速。2014 年国企通过增发方式进行的重大并购案例合计发生 84 起，较 2013 年 16 起增长 425%；其中央企、地方国企分别增长 229%、656%。
- **向前看，并购规模等因素与上市公司二级市场的股价表现具有较强的相关性。**我们统计了 2013 年至今 100 例国有企业通过增发方式进行的重大并购事件，从预案公告后一个月股价表现情况看：1) 央企二级市场股价表现好于地方国企；2) 从增发目的看，股价平均涨跌幅从高到低依次为壳资源重组 (63%)、引入战略投资者 (39%)、集团公司整体上市 (38%)、实际控制人资产注入 (36%)、公司间资产置换重组 (25%)、融资收购其他资产 (19%)；3) 预案融资金额占预案公告日上市公司总市值的比重越大，上市公司股价涨幅越大；4) 国有企业大股东是否参与增发，与股价表现无明显相关；5) 从时间节点看，股东大会通过至发审委通过期间，二级市场表现往往有稳定收益，可参与性强。
- **向后看，我们建议关注国企并购增发中的三类投资机会。**
 - 1) **已公告预案的国企，建议关注低折价带来的“保增发”概念。**对于资产认购方式，我们建议重点关注破发情形，这一思路下，受益公司有省广股份、海博股份；对于现金认购方式，我们建议重点关注低折价情形，这一思路下，受益公司有云煤能源、四川九洲。
 - 2) **对央企，建议关注模糊承诺带来的资产注入预期。**我们估计监管层对上市公司履行承诺的诚信要求会越发严厉，未来相关公司资产运作预期强烈，建议重点关注 2015 年到期的模糊承诺案例。这一思路下，推荐祁连山，其他受益公司有华能国际、国电电力、天山股份、宁夏建材。
 - 3) **对地方国企，建议关注重点区域的混合所有制改革。**国泰君安策略团队认为江苏、安徽、贵州三省的混合所有制改革进度最快、力度最大，在地方层面将最先迎来改革转折点。以上述三省为榜样，云南、河南等地国企改革也将取得突破。根据这一思路，推荐徐工机械、盘江股份、江淮汽车、安徽水利；受益公司有皖通高速、云天化。

孙金钜 (分析师): 021-38674757

证书编号: S0880512080014

邮箱: sunjinju008191@gtjas.com

王永辉 (分析师): 021-38674743

证书编号: S0880514080004

邮箱: wangyonghui@gtjas.com

白晓兰 (分析师): 021-38674660

证书编号: S0880511110002

邮箱: baixiaolan@gtjas.com

温阳 (分析师): 021-38674876

证书编号: S0880513080010

邮箱: wenyang010353@gtjas.com

郭睿哲 (分析师): 021-38674945

证书编号: S0880513080020

邮箱: guoruizhe@gtjas.com

相关报告

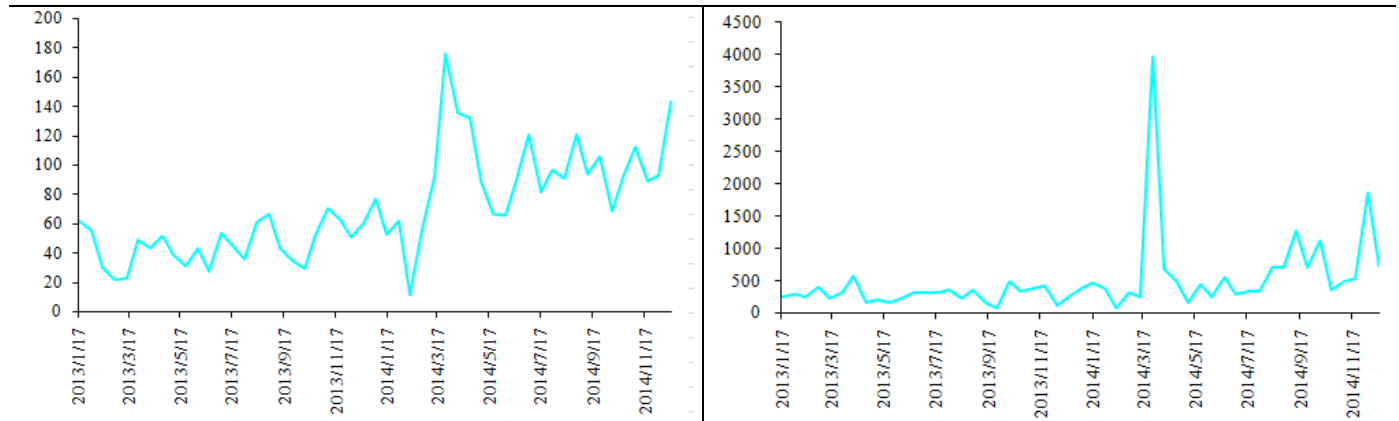
《增发并购活跃，预案数量创年内第二高峰》2014.12.21

《牛首已现，增发并购有望不断升温》2014.12.04

1. 经济转型加速和制度创新导致并购浪潮迸发

2014 年至今，A 股上市公司并购重组浪潮持续迸发。根据 WIND 统计，2014 年至今，A 股上市公司累计发生并购 2343 起，同比增长 103%；交易金额累计 1.74 万亿，同比增长 143%。

图 1: 14 年至今上市公司并购 2343 起，同比增 103% 图 2: 14 年至今上市公司并购金额 1.74 万亿，同比增 143%



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

我们认为，经济转型加速和制度创新是 2014 年至今并购重组浪潮迸发的主要原因。1) 本轮并购重组浪潮迸发的大环境是经济结构调整深入以及经济增长动力转换提速。从 2014 年上市公司并购标的的行业分布情况看，传媒、医药、电子、计算机等高技术含量、高附加值行业是上市公司主要的并购方向，契合经济转型的方向和要求；同时，房地产等传统行业景气度的低迷也进一步增强了经济转型的动力；2) 制度创新为并购重组的迸发释放了制度红利。2014 年监管机构制度创新频频发力，从丰富并购支付方式、推进审批制度改革、提高审批效率、定价机制市场化等多方面创新变革，鼓励上市公司通过市场化并购重组做大做强。

表 1:2014 年来鼓励并购相关政策一览

时间	部门	政策/文件	相关内容
2014 年 3 月	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	加快推进审批制度改革、改善金融服务、落实和完善财税政策、完善土地管理和职工安置政策等。
2014 年 3 月	证监会	《优先股试点管理办法》	支持上市公司通过增发优先股进行并购融资
2014 年 5 月	国务院	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式。
2014 年 5 月	证监会	《创业板再融资管理暂行办法》	对企业并购融资限制最少，实质上鼓励创业板上市公司通过非公开增发等再融资并购。
2014 年 7 月	证监会	《上市公司重大资产重组管理办法》、 《上市公司收购管理办法》	鼓励市场化并购重组

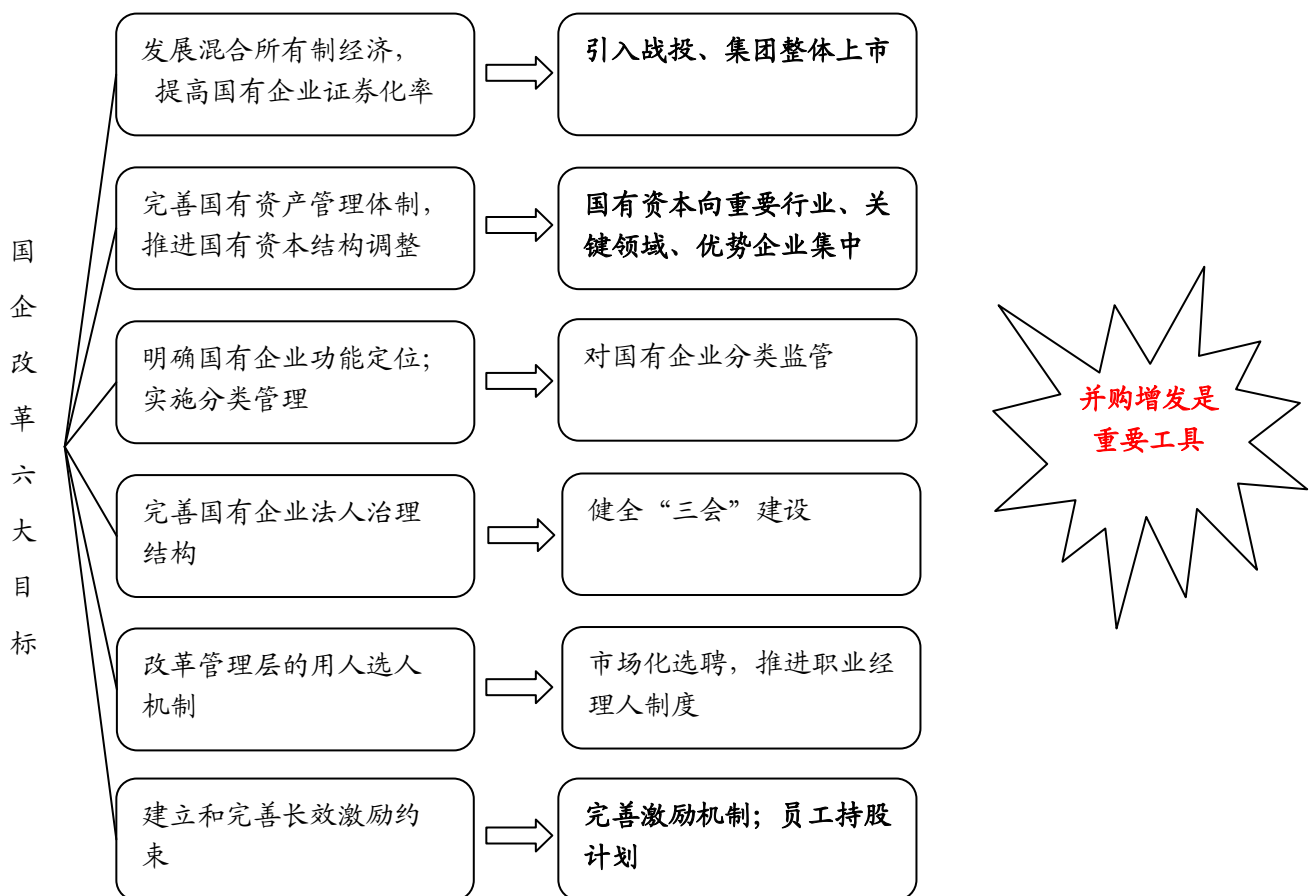
数据来源：人民网、中国证监会网站、国泰君安证券研究

2. 借改革东风，国企并购增发渐施拳脚

2.1. 并购增发将成为本轮国企改革重要的资本运作工具

并购增发将成为本轮国企改革重要的资本运作工具。十八届三中全会开始，新一轮国企改革自上而下逐渐拉开帷幕。从目前中央和地方政府出台的改革文件看，本轮国企改革聚焦六大目标：“发展混合所有制经济，提高国有企业证券化率”、“完善国有资产管理体制，推进国有资本结构调整”、“明确国有企业功能定位”、“完善国有企业法人治理结构”、“改革管理层的用人选人机制”、以及“建立和完善长效激励约束”。我们认为，无论是集团整体上市、引入战投，还是国有资本向关键领域集中，亦或是完善激励机制，推进员工持股，并购增发将成为国企改革目标达成最为重要的资本运作工具。

图 3：并购增发将成为本轮国企改革重要的资本运作工具



数据来源：国泰君安证券研究

表 2: 并购增发将成为本轮国企改革重要的资本运作工具

	代表公司	方案概要
引入战投	广州友谊	向广州国资委等七名特定对象定向增发，募资 100 亿用于购买越秀金控 100%股权并向越秀金控增资。
	中储股份	向普洛斯定向增发，募资用于项目建设及补充流动资金
	城投控股	控股股东将 10%上市公司股权协议转让给弘毅
整体上市	江淮汽车	通过发行股份的方式吸收合并江汽集团并配套融资
	金丰投资	通过资产置换及发行股份的方式购买绿地集团 100%股权
	广宇发展	通过发行股份的方式购买鲁能集团旗下部分房地产资产并配套融资
员工持股	常山股份	发行股份购买资产（北明软件 100%股权）并配套募资，公司部分董监高通过参与资产管理计划，认购部分配套融资发行的股份。

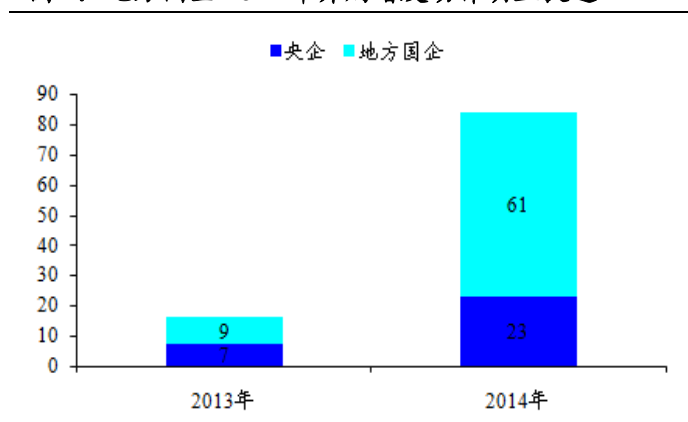
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 2014 年国企并购增发动作明显提速

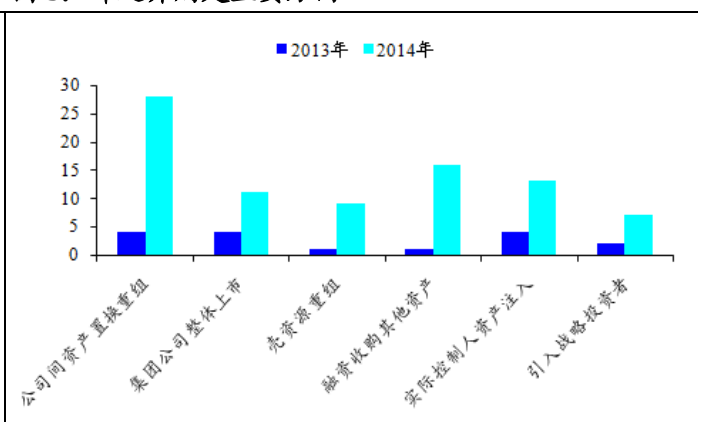
国企，尤其是地方国企 2014 年并购增发动作明显提速。1) 2014 年国企通过增发方式进行的重大并购案例合计发生 84 起，较 2013 年 16 起增长 425%；其中央企、地方国企分别增长 229%、656%；2) 从增发目的看，公司间资产置换重组、融资收购其他资产等外延并购是国企并购的主要方向；3) 从区域看，上海、广东、山东等东部发达省份国企走在前列。

图 4: 地方国企 2014 年并购增发动作明显提速

图 5: 外延并购是主要方向

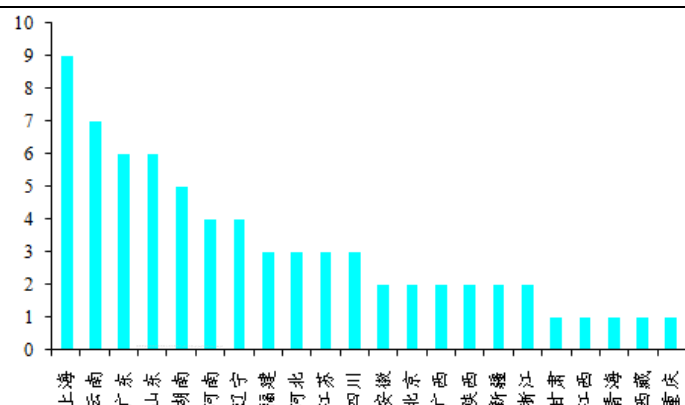


数据来源：WIND，国泰君安证券研究



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 6: 从并购数量看，上海、云南、广东、山东等地国企走在前列



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

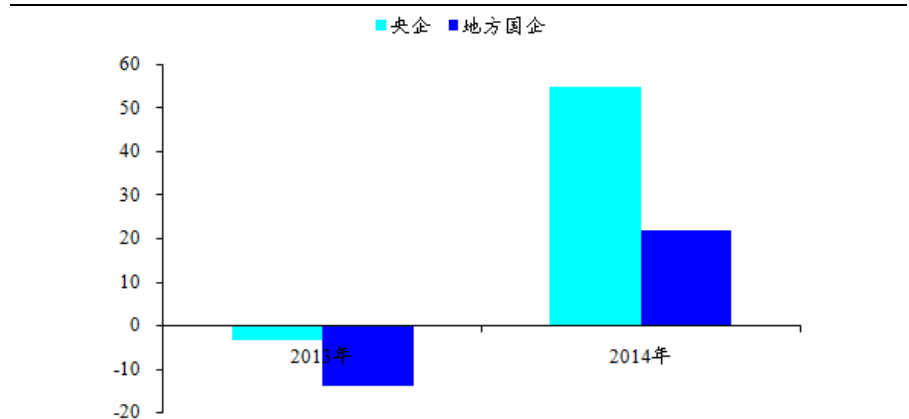
3. 并购规模等因素与二级市场表现相关性较强

我们统计了 2013 年 1 月 1 日至今发生的所有国有企业运用增发方式进行的重大并购事件。统计发现：企业的性质、并购增发目的、交易规模等因素与二级市场表现相关性较强。

3.1. 预案公告后，央企二级市场表现好于地方国企

从预案公告后一个月股价表现情况看，央企二级市场股价表现好于地方国企。1) 2013 年央企重大并购事件累计发生 7 例，预案公告后一个月股价平均跌幅为 3%，同期地方国企重大并购事件累计发生 9 例，预案公告后一个月股价平均跌幅为 14%；2) 2014 年央企重大并购事件累计发生 23 例，预案公告后一个月股价平均涨幅 55%，地方国企重大并购事件累计发生 61 例，预案公告后一个月股价平均涨幅 22%。

图 7：预案公告后，央企股价表现明显好于地方国企

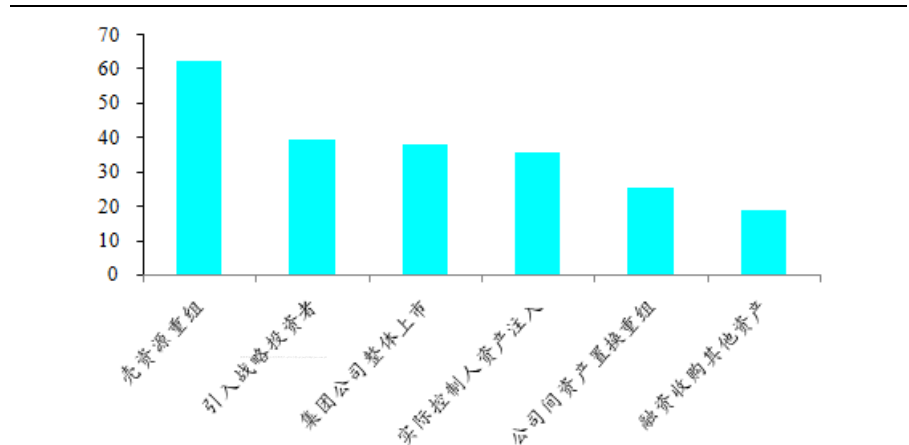


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3.2. 并购增发目的与二级市场表现有强相关性

从预案公告后一个月股价表现情况看，股价平均涨跌幅从高到低依次为壳资源重组 (63%)、引入战略投资者 (39%)、集团公司整体上市 (38%)、实际控制人资产注入 (36%)、公司间资产置换重组 (25%)、融资收购其他资产 (19%)。

图 8：二级市场对壳资源重组、引入战投等方向表现更为积极

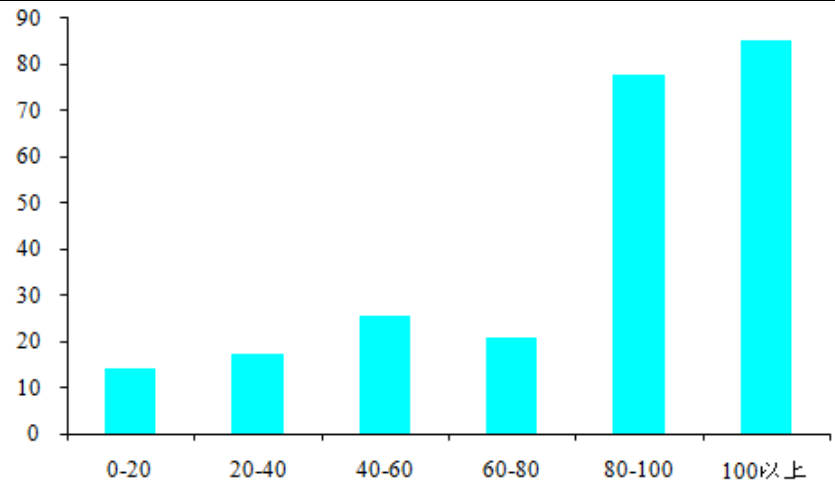


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3.3. 并购规模越大，股价涨幅越大

根据预案融资金额占预案公告日总市值比重，我们分为 0-20%、20-40%、40-60%、60-80%、80-100%、100%以上六个区间。统计显示，预案融资金额占预案公告日上市公司总市值的比重越大，上市公司股价涨幅越大。

图 9：融资金额占总市值比重越大，股价涨幅越大

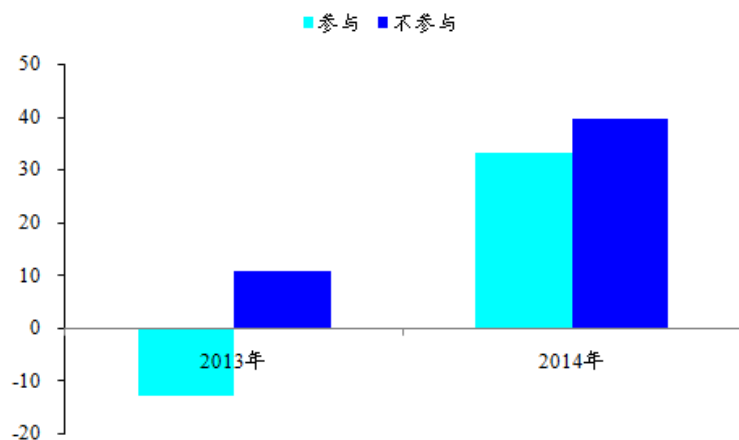


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3.4. 国有企业大股东是否参与增发，与股价表现无明显相关

根据我们统计，国有企业大股东是否参与增发，与二级市场股价表现没有明显的相关性。1) 2013 年，国有企业大股东参与增发的案例中，预案公告后一个月，股价平均跌幅为-13%，而同期国有企业大股东不参与增发的案例中，股价平均涨幅为 11%；2) 2014 年国有企业大股东参与增发的案例中，预案公告后一个月，股价平均涨幅为 33%，而同期国有企业大股东不参与增发的案例中，股价平均涨幅为 39%。

图 10：国有企业大股东是否参与增发，与二级市场股价表现相关性不强

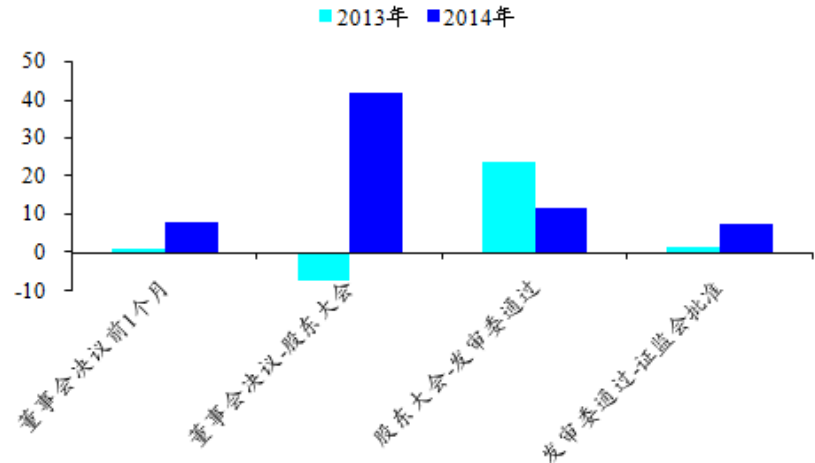


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3.5. 股东大会通过至发审委通过期间，股价一般有稳定收益

从时间节点看，股东大会通过至发审委通过期间，二级市场表现往往有稳定收益，可参与性强。1) 董事会决议前以及发审委通过至证监会批准这两个阶段，股价往往无显著超额收益；2) 董事会决议至股东大会通过这个阶段，股价超额收益显著，但因为预案事前难以预测，而股价在预案公告后经常出现一字涨停，可参与性不强；3) 股东大会通过至发审委通过期间，股价往往表现出稳定收益。

图 11: 股东大会通过至发审委通过期间，股价一般有稳定收益



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

4. 建议关注国企并购增发中的三类投资机会

4.1. 已公告预案的国企: 关注低折价带来的“保增发”概念

选股思路: 对于资产认购，建议重点关注破发情形，对于现金认购，建议重点关注低折价情形。我们统计的 2013 年至今全部国有企业使用增发方式进行的重大并购事件，按增发认购方式可分为资产认购和现金认购。1) 对于资产认购，发行价格一般已经确定，我们认为此种情形下折价率在 10% 左右为较为适宜的状态。折价率太高，意味着发行价相对市场价格偏低，对国有企业往往会带来无形的压力；而折价率太低甚至破发，亦不利于预案的顺利推进。这一思路下，受益公司有省广股份、海博股份；2) 对于现金认购，一般确定发行底价，我们认为此种情形下折价率在 20% 左右为较适宜状态。这一思路下，受益公司有云煤能源、四川九洲。

表 3: 目前折价率 20% 以内的国有企业并购增发案例统计 (单位: 万股、元/股、亿)

预案公告日	代码	简称	行业	发行数量	发行价	发行底价	募资	规则	认购方式	类型	股价	折价
2013/11/21	002400	省广股份	传媒	1714	24.94		4.3	定价	资产	公司间资产置换重组	23.2	-8%
2014/6/12	600708	海博股份	综合	56396	8.96		50.5	定价	资产	公司间资产置换重组	8.95	0%
2014/8/8	600222	太龙药业	医药	6365	6.85		4.4	定价	资产	公司间资产置换重组	7.13	4%
2014/9/26	002523	天桥起重	机械	7418	6.33		4.7	定价	资产	公司间资产置换重组	6.63	5%
2014/11/1	000973	佛塑科技	化工	12016	5.95		7.1	定价	资产	公司间资产置换重组	6.3	6%
2014/6/24	600373	中文传媒	传媒	12955	12.73		16.5	定价	资产	公司间资产置换重组	13.61	6%
2014/4/17	600444	国通管业	化工	4142	12.47		5.2	定价	资产	壳资源重组	13.38	7%
2014/9/30	600419	天润乳业	综合	1406	18.85		2.6	定价	资产	公司间资产置换重组	20.85	10%



伐谋-中小盘增发并购专题

2014/11/22	600637	百视通	传媒	15921	32.54		51.8	定价	资产	公司间资产置换重组	36.4	11%
2014/11/14	600498	烽火通信	通信	4486	14.49		6.5	定价	资产	公司间资产置换重组	16.21	11%
2014/8/1	600203	福日电子	电子	9650	8.29		8.0	定价	资产	公司间资产置换重组	9.29	11%
2013/12/9	002155	辰州矿业	有色	13560	9.37		12.7	定价	资产	集团公司整体上市	10.7	12%
2014/11/29	000698	沈阳化工	化工	15859	4.46	4.37	7.1	定价	资产	公司间资产置换重组	5.14	13%
2013/8/12	000862	银星能源	电气	19445	6.59		12.8	定价	资产	公司间资产置换重组	7.83	16%
2013/11/13	000537	广宇发展	房地产	173683	7.21	7.21	125.2	定价	资产	集团公司整体上市	8.59	16%
2014/8/9	600604	市北高新	房地产	14583	9.79		14.3	定价	资产	集团公司整体上市	11.72	16%
2014/12/2	600792	云煤能源	采掘	35144		6.26	22.0	竞价	现金	融资收购其他资产	7.51	17%
2014/5/21	600651	飞乐音响	电子	16844	6.82		11.5	定价	资产	公司间资产置换重组	8.28	18%
2014/5/30	000801	四川九洲	家电	9500		13.6	12.9	竞价	现金	融资收购其他资产	16.88	19%
2014/11/24	600497	驰宏锌锗	有色	20932	9.56		20.0	定价	资产	公司间资产置换重组	12.02	20%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

注: 股价为 2015 年 1 月 11 日最新收盘价

4.2. 央企: “模糊承诺”带来潜在的资产注入预期

选股思路: 建议重点关注 2015 年到期的模糊承诺。2013 年 12 月, 证监会发布“4 号指引”, 主要针对上市公司实际控制人、股东等在首次公开发行股票、再融资、股改、并购重组以及公司治理专项活动等过程中做出解决同业竞争、资产注入、股权激励解决产权瑕疵等各项承诺事项做出了规范。从已发生案例看, 涉及的上市公司控股股东背景以央企、国企居多, 不少集团存在优质资产, 且符合国企改革的大趋势, 从空间看, 资产注入、解决同业竞争等承诺存在较大资本运作空间。我们估计监管层对上市公司履行承诺的诚信要求会越发严厉, 相关公司资产运作预期强烈, 建议重点关注 2015 年到期的模糊承诺案例。这一思路下, 我们推荐祁连山, 其他受益公司有华能国际、国电电力、天山股份、宁夏建材。

表 4: 相关公司盈利预测、估值及评级 (元/股、倍)

代码	公司	EPS			PE			评级
		2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
600720	祁连山	0.60	0.87	1.02	17.6	12.1	10.3	增持

数据来源: 国泰君安证券研究

注: 市盈率为 2015 年 1 月 11 日最新收盘价数据

表 5: 模糊承诺带来的潜在资产注入预期整理

代码	上市公司	承诺方	承诺内容	承诺时间	到期时间
600406	国电南瑞	国网电科院、南瑞集团	通过业务整合、股权转让、资产注入等合法合规的方式, 分别解决国电南瑞与普瑞特高压、中电普瑞以及南瑞继保之间存在的同业竞争	2013 年 11 月	2016 年 11 月
600011	华能国际	中国华能集团公司	将华能国际作为华能集团常规能源业务最终整合的唯一平台; 对于华能集团位于山东省的常规能源业务资产, 华能集团承诺用 5 年左右时间, 将该等资产在盈利能力改善且条件成熟时注入华能国际。华能集团在山东省开发、收购、投资新的常规能源业务项目时, 华能国际具有优先选择权; 对于华能集团在其他省级行政	2010 年 9 月 17 日	2015 年 9 月 17 日

区域内的非上市常规能源业务资产，华能集团承诺用 5 年左右时间，将该等资产在符合上市条件时注入华能国际，以支持华能国际的持续稳定发展；华能集团将继续履行之前作出的支持下属上市公司发展的各项承诺。

1、中国华电确定本公司作为中国华电整合常规能源发电资产（不包括福建省内的常规能源资产或项目（含煤电和水电业务、资产及项目））的最终整合平台和发展常规能源发电业务的核心企业；
2、对于中国华电拥有的非上市常规能源发电资产（不包括福建省内的常规能源资产或项目（含煤电和水电业务、资产及项目）），中国华电承诺用 5 年左右时间，将该等资产在符合上市条件时注入本公司，并给予本公司常规能源发电项目开发、收购的优先选择权，以支持本公司持续、稳定发展；3、中国华电将继续履行之前已作出的支持下属上市公司发展的各项承诺。

600027

华电国际

中国华电

2012 年 2 月 2 日 2017 年 2 月 2 日

600795

国电电力

中国国电集团公司

2010 年 4 月 1 日 2015 年 4 月 1 日

2010 年 4 月，中国国电集团公司明确，将公司作为中国国电火电及水电业务的整合平台，力争用 5 年左右时间，通过资产并购、重组等方式，将中国国电集团公司发电业务资产（不含中国国电集团公司除国电电力外其他直接控股上市公司的相关资产、业务及权益）注入公司。

为避免公司重大资产重组以后的同业竞争，同煤集团承诺，自公司重大资产重组完成之日起：“（一）漳泽电力将作为同煤集团境内发电资产整合的唯一上市平台。（二）大唐热电二期“上大压小”扩建项目取得核准批文后二十四个月内，同煤集团将选择适当的时机将该项目注入漳泽电力。（三）在同煤能源山阴织女泉风电场 49.5MW 风力发电项目取得核准批文后二十四个月内，同煤集团将选择适当的时机将该项目注入漳泽电力。

根据重组后漳泽电力的发展战略和业务方向，同煤集团就有关事项作出如下承诺：“（一）重组后的漳泽电力是同煤集团发展以火电和煤电联营业务为主的唯一发电资产运营平台，同煤集团和下属各控股公司不再从事同一业务；（二）大同煤矿集团临汾宏大豁口煤业有限公司和大同煤矿集团临汾宏大锦程煤业有限公司为山西临汾热电有限公司配套煤矿，合计生产能力 150 万吨，同煤集团前期为将这两座煤矿注入漳泽电力已做了大量的准备工作，在满足有关法律法规及监管要求的前提下，同煤集团承诺在 2014 年底前将这两座煤矿的股权注入上市公司；（三）同煤集团所属的现直接为重组后漳泽电力各电厂供煤或具备条件供煤的煤矿，在符合有关法律法规及监管要求后，生产经营性资产的权属完善清晰的情况下，逐步分期注入上市公司；（四）对于原漳泽电力所属电厂，同煤集团将采取就近申请划拨煤炭资源，与同行业公司进行资源置换、合作开发等方式，逐步将这些电厂改造成为坑口电厂，并争取将其配套提供煤炭燃料的煤矿注入上市公司。

000767

漳泽电力

大同煤矿集团有限责任公司

2012 年 7 月 20 日 2016 年 3 月 1 日

000927

一汽夏利

中国第一汽车股份有限公司

一汽股份承诺将在成立后五年内通过资产重组或其他方式整合所属的轿车整车生产业务，以解决与一汽夏利的同业竞争问题。

2011 年 07 月 08 日 2016 年 07 月 08 日

000800

一汽轿车

中国第一汽车股份有限公司

虽然一汽轿车与一汽股份控制或合营的整车生产企业生产的车型并不完全相同，目标客户、地域市场也不完全一致，但仍然存

2011 年 8 月 8 日 2016 年 6 月 28 日

		公司	在同业竞争或潜在的同业竞争。为此，一汽股份承诺将在成立后五年内通过资产重组或其他方式整合所属的轿车整车生产业务，以解决与一汽轿车的同业竞争问题。		
600005	武钢股份	武汉钢铁（集团）公司	在武钢股份配股时出具了《承诺函》，承诺：本公司将尽最大努力逐步促使控制的其他钢铁主业相关业务达到上市条件，在相关业务达到上市条件且注入符合武钢股份中小股东利益，操作合法合规的前提下，本次配股完成后，本公司承诺将在5年内将成熟的其他钢铁主业相关业务通过适当方式注入武钢股份。	2010年12月23日	2016年4月1日
600026	中海发展	控股股东	2011年6月15日，中国海运除了将继续履行之前已作出的承诺之外，现进一步作出不竞争承诺如下：a、中国海运将中海发展定位为中国海运下属专业从事油运、散货和LNG运输最终整合的唯一业务平台。b、对于中国海运及其控制的非上市企业拥有所有权的散货轮和油轮，中国海运承诺在5年内，选择合适的时机，通过资产并购、重组等方式，将该等散货轮和油轮资产在条件成熟时注入中海发展，或将该等资产对外处置，从而消除中国海运与中海发展的同业竞争，促进中海发展持续、稳定的展。c、对于中国海运控股子公司中国海运（香港）控股有限公司通过融资租赁方式租入的散货轮和油轮（该等船舶将陆续于2011年和2012年租赁到期），中国海运承诺，待中海香港控股办理完毕融资租赁船舶的所有权收购手续后，在5年内选择合适的时机，通过资产并购、重组等方式，将该等散货轮和油轮资产在条件成熟时注入中海发展，或该等资产对外处置。	2001年5月23日	2016年6月15日
600886	国投电力	国投公司	国投公司在公司2010年公司治理专项活动和再融资时，为彻底解决与公司之间潜在的同业竞争事项，在原有相关承诺和解决措施的基础上，进一步承诺如下：拟在公司公开发行可转换公司债券完成后，力争用5年左右时间，通过资产购并、重组等方式，将旗下独立发电业务资产（不含国投公司除公司外其他直接控股上市公司的相关资产、业务及权益）注入公司。国投公司将根据相关资产状况和资本市场认可程度，逐步制定和实施电力资产整合具体操作方案。	2010年9月30日	2016年1月25日
600787	中储股份	中储总公司	对于中储总公司与上市公司可能构成的同业竞争问题，中储总公司提出以下解决措施并承诺：“1、中储总公司以上市公司作为物流业务整合及发展的唯一平台和主体，在本次资产重组完成后五年内，承诺按照国务院国资委关于鼓励国有控股公司整体上市的指导意见和证监会许可的方式（包括但不限于通过置入上市公司、转让给无关联第三方、转型、终止等方式）处理所属物流相关资产业务，以解决与上市公司可能存在的同业竞争问题。2、中储总公司与上市公司实行差别化贸易策略，即目前及将来不会从事与上市公司相同或相近的贸易品种业务，并督促下属的全资子公司、控股子公司及实际控制的企业遵守本承诺。”	2012年	2017年
600230	沧州大化	中国化工集团公司	自2012年2月22日起，5年内逐步整合本集团的化肥业务，消除相关企业在尿素业务上与沧州大化的同业竞争；同时，在化肥业务整合期间，本集团保证将促成沧州大化和所属尿素生产企业维持现有的产品生产及市场销售格局，避免直接竞争，在法律法规允许的范围优先发展沧州大化的相关业务，以消除或避免同业竞争行为对沧州大化的影响。考虑将在未来5年内逐步整合本集	2012年2月22日	2017年2月22日

团 TDI 业务。在 TDI 相关业务整合完成前,若本集团所属蓝星(集团)股份有限公司下属公司 TDI 业务与沧州大化构成实质性同业竞争,本集团将及时采取相关措施消除同业竞争对沧州大化的影响。

(3) 2010 年 9 月 7 日,中国中材集团有限公司作出承诺‘中材集团将根据境内监管规则要求,本着消除公司水泥业务潜在的同业竞争,促进上市公司健康发展的原则,积极与相关下属公司所在地人民政府和股东协调,以取得地方人民政府和股东的支持,采用符合法律法规、上市公司及股东利益的方式,用 5 年的时间,逐步实现对水泥业务的梳理,并将水泥业务整合为一个发展平台,从而彻底解决水泥业务的同业竞争’。

中材集团将根据境内监管规则要求,本着消除公司水泥业务潜在的同业竞争,促进上市公司健康发展的原则,积极与相关下属公司所在地人民政府和股东协调,以取得地方人民政府和股东的支持,采用符合法律法规、上市公司及股东利益的方式,用 5 年的时间,逐步实现对水泥业务的梳理,并将水泥业务整合为一个发展平台,从而彻底解决水泥业务的同业竞争。

中材集团于 2010 年 9 月 7 日作出如下承诺:“中材集团将根据境内监管规则要求,本着消除公司水泥业务潜在的同业竞争,促进上市公司健康发展的原则,积极与相关下属公司所在地人民政府和股东协调,以取得地方人民政府和股东的支持,采用符合法律法规、上市公司及股东利益的方式,用 5 年的时间,逐步实现对水泥业务的梳理,并将水泥业务整合为一个发展平台,从而彻底解决水泥业务的同业竞争。中材集团将根据各区域内水泥业务的市场、资产状况、资本市场的认可程度、通过资产并购、重组等多种方式,制定具体操作方案,逐步推进。中材集团将继续认真履行以往已经做出的关于解决水泥业务潜在同业竞争的有关承诺。”

1. 中国南车集团公司确定将中国南车股份有限公司作为其从事机车、客车、货车、动车组、城轨地铁辆及重要零部件的研发、制造、销售、修理和租赁,以及轨道交通装备专有技术延伸产业等业务的最终整合的唯一平台。2. 中国南车集团公司力争用 5 年左右时间,通过资产购并、重组等方式,将其持有的本公司股权进行处置,并在取得本公司相应资产后,向中国南车股份有限公司转让取得的货车业务相关资产。

2011 年 3 月,国药集团进一步承诺将以国药控股作为医药商业运营最终唯一平台,积极推动其内部与国药股份的业务和资产整合工作,争取 5 年内在条件成熟时将尽快全面解决与国药股份的同业竞争

黄金集团将继续恪守不竞争承诺,继续支持中金黄金的黄金业务的发展,将中金黄金作为今后境内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台。为进一步解决同业竞争问题,黄金集团就进一步避免同业竞争相关事宜承诺如下:黄金集团已将下属企业的权属规范工作列为黄金集团 2011 年的工作重点,全力推进相关工作

的开展。黄金集团承诺用 5 年左右时间促使现有正常生产的黄金矿业企业规范完善矿权、土地、房产等资产权属并转让给中金黄金，以逐步消除同业竞争，实现黄金主业的整体上市。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.3. 地方国企：关注重点区域的混合所有制改革

选股思路：关注重点区域的混合所有制改革。国泰君安策略团队认为国企改革将全面加速，混合所有制改革只是国企改革的第一步，伴随着企业层面改革落实的加速，国企改革正在进入第二阶段，市值管理将成为这一阶段改革的突出特点，混合所有制推进速度快的国企将首先受益，江苏、安徽、贵州三省的混合所有制改革进度最快、力度最大，在地方层面将最先迎来改革转折点。以上述三省为榜样，云南、河南等地国企改革也将取得突破。根据此思路，推荐徐工机械、盘江股份、江淮汽车、安徽水利；其他受益公司有皖通高速、云天化。

表 6：相关公司盈利预测、估值及评级（元/股、倍）

代码	公司	EPS			PE			评级
		2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
000425.SZ	徐工机械	0.73	0.5	0.6	18.9	27.6	23.0	增持
600395.SH	盘江股份	0.29	0.24	0.26	42.4	51.3	47.3	增持
600418.SH	江淮汽车	0.71	0.43	1.05	17.9	29.6	12.1	增持
600502.SH	安徽水利	0.4	0.47	0.56	28.9	24.6	20.6	增持

数据来源：国泰君安证券研究

注：市盈率为 2015 年 1 月 11 日最新收盘价数据

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		