

从格力混改看国企改革的 投资主线

熊园，国盛证券宏观首席分析师

执业证书编号：S0680518050004

2019年04月24日

打造极致专业与效率

■ 国企改革的前世今生

- ✓ 改革开放以来我国国企改革历经了5个阶段，2013年十八届三中全会拉开了本轮国企改革的序幕
- ✓ 新一轮改革经历了“1+N”政策体系成形-四项改革-十项试点-双百行动的发展过程
- ✓ 当前国企改革的难点：行使国家所有权vs减少对企业的非必要干预；确保国企主导地位vs竞争中性；国企问责机制的确立

■ 格力混改标志着混改3.0时代的开启

- ✓ 格力混改意味着国有资产进入了市场化定价的新阶段，本轮国改甚至可能比肩股权分置改革
- ✓ 与联通混改相比，格力混改的不同之处在于资产质地优良及国有控股权变更

■ 本轮国企改革的五大投资主线

- ✓ 主线一：“双百行动”相关105家A股上市标的
- ✓ 主线二：竞争性业务公司，以格力混改为风向标，三步骤识别潜在改革标的
- ✓ 主线三：七大垄断领域，尤其需要关注电力、油气、铁路领域的混改进展
- ✓ 主线四：财政压力较大的地区将倒逼国企改革，关注青海、新疆、宁夏等省的地方国企改革动向
- ✓ 主线五：继续跟进国改活跃地区，重点关注广东、北京、上海、山东、山西等省的国企改革动向

一、国企改革的前世今生

- 国企改革的发展历程
- 本轮改革的重点难点

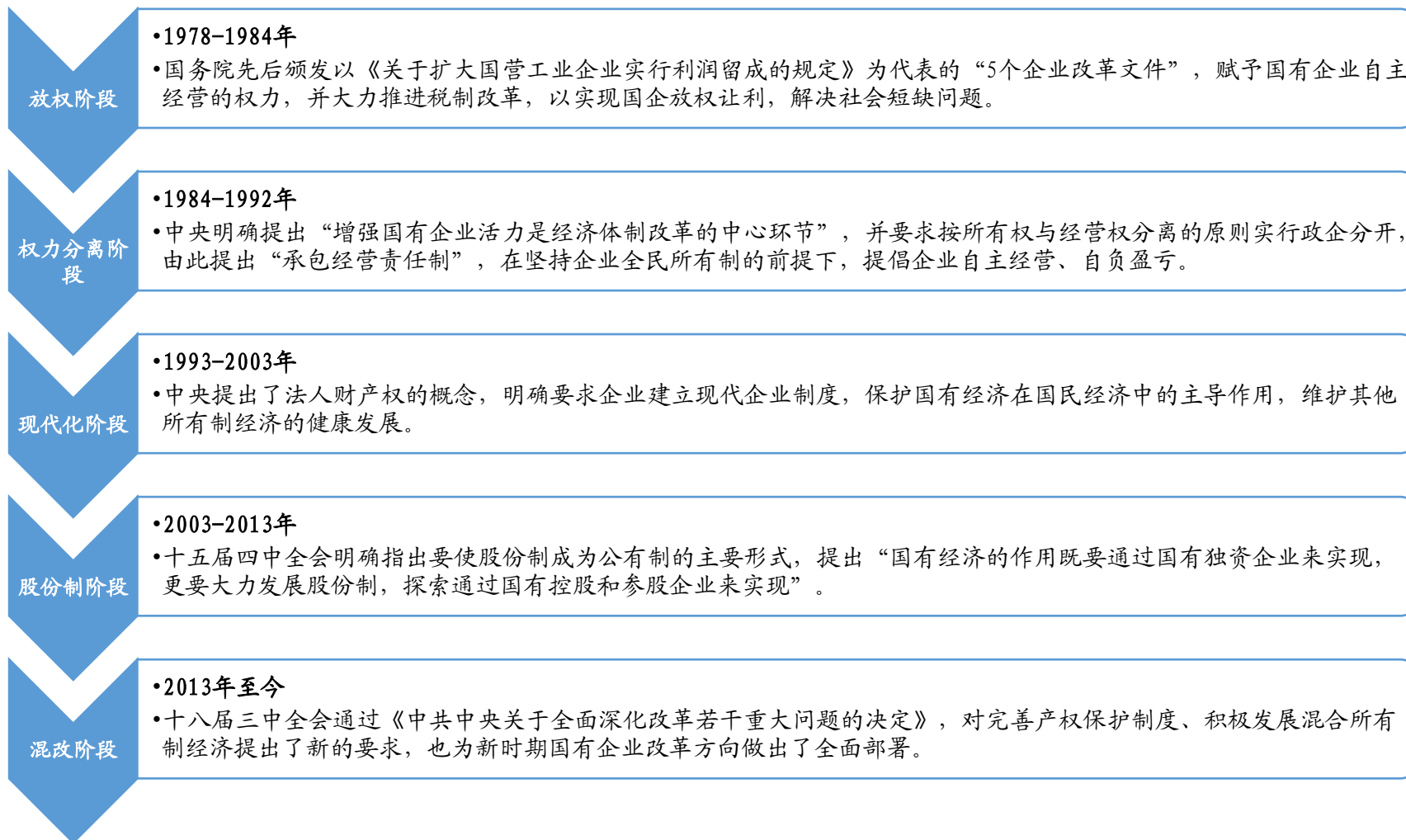
二、混改3.0时代开启

- 格力混改剖析
- 格力混改与联通混改的异同

三、本轮国企改革的五大投资主线

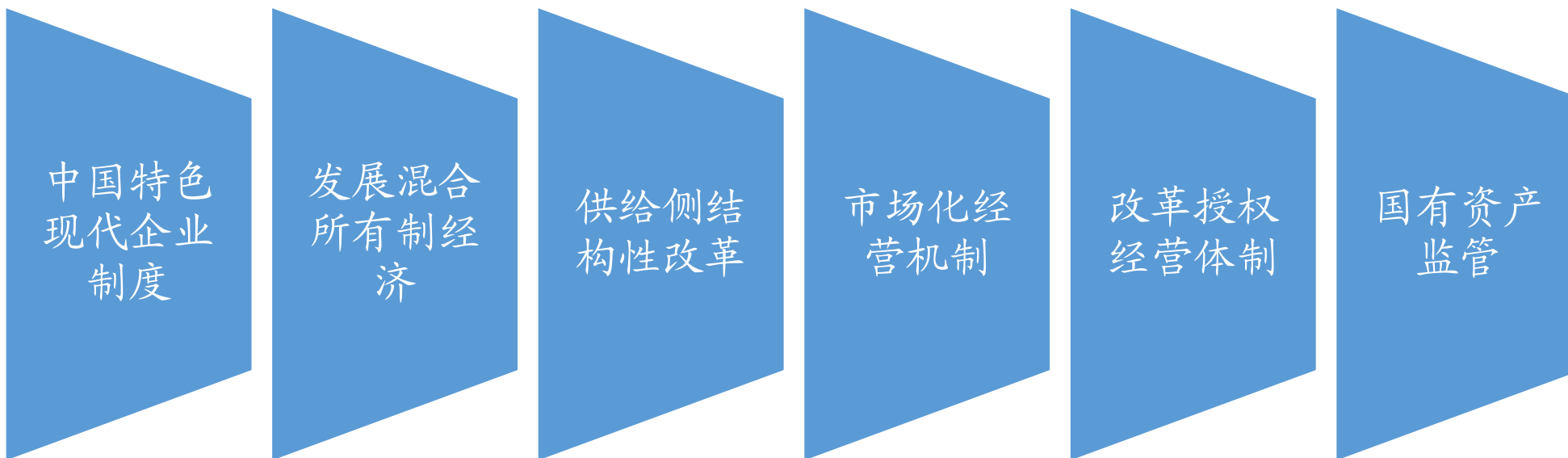
- 双百企业
- 竞争性业务公司
- 垄断性行业
- 地方财政压力倒逼
- 国改活跃地区

■ 改革开放以来我国国企改革历经了五个阶段



■ 本轮深化国企改革的重点任务

- ✓ 2013年十八届三中全会召开，对新时期全面深化国企改革进行了部署，标志着新时期国企改革序幕的拉开。



■ “1+N” 政策体系形成

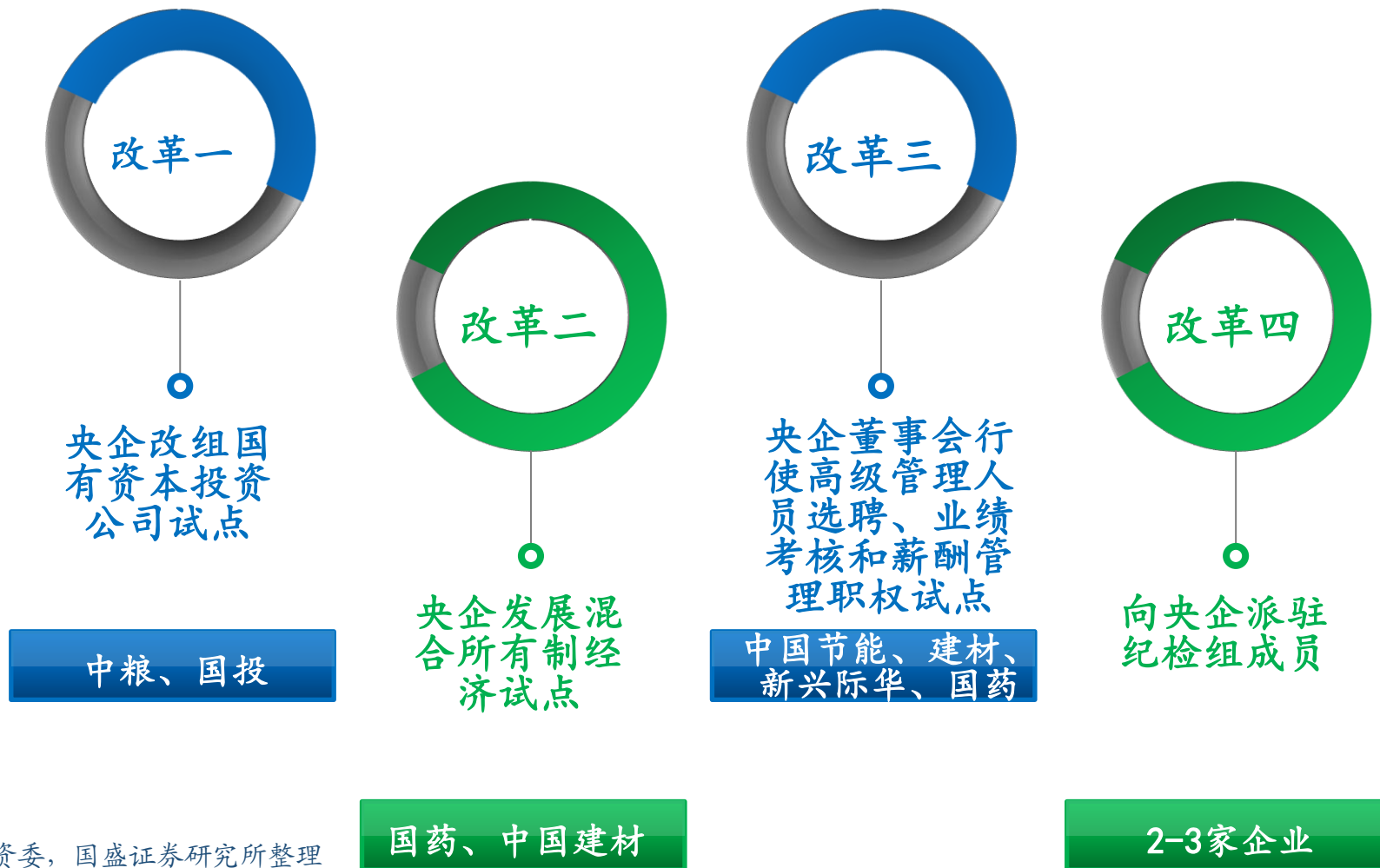
✓ 2015年9月13日，国务院下发《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，随后22个配套文件相继出台，形成了“1+N”政策体系，形成了顶层设计和四梁八柱的大框架。

《关于深化国有企业改革的指导意见》	
分类推进国有企业改革	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》 《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》
完善现代企业制度	《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》 《关于开展市场化选聘和管理国有企业经营管理者试点工作的意见》 《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》 《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》
完善国有资产管理体制	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》 《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》
发展混合所有制经济	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》 《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》
强化监督防止国有资产流失	《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》 《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》 《企业国有资产交易监督管理办法》 《上市公司国有股权监督管理办法》 《关于进一步加强和改进外派监事会工作的意见》
加强和改进党对国有企业的领导	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》
为国有企业改革创良好环境	《关于支持国有企业改革政策措施的梳理及相关意见》 《关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》
其他	贯彻落实《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》改革举措工作计划 贯彻落实《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》重点任务分工方案 《关于国有企业改革试点工作事项及分工的方案》

资料来源：国务院，国资委，国盛证券研究所整理

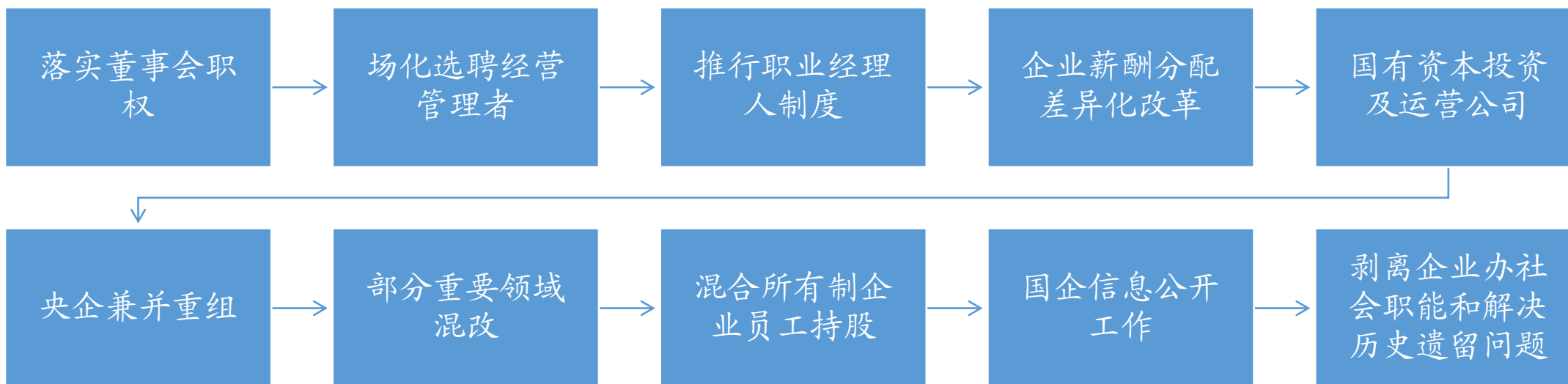
■ 四项改革

✓ 2014年7月国资委启动“四项改革”试点，包含中粮、国投、国药、中国节能、中国建材、新兴际华这六家央企及旗下上市公司。



■ 十项试点

- ✓ 2016年2月25日，国务院决定在18个集团层面的中央企业开展“十项改革试点”，以点带面、以点串线，形成经验、复制推广。



■ 成立国调、国风投两大基金

- ✓ 2016年9月、10月，相继成立国有企业结构调整基金及国有资本风险投资基金，旨在通过市场化手段，优化国有经济布局结构、推动央企转型升级、提高国有资本运营效率。

两大基金简介		
基金名称	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司
设立日期	2016年9月22日	2016年8月18日
规模	基金总规模为人民币3500亿元，注册资本金为人民币1310亿元。	基金总规模约2000亿元人民币，注册资本金为人民币1000亿元。
基金定位	主要通过母子基金、直接投资相结合的方式 重点服务于中央企业发展，支持央企行业整合产业化重组、产能调整、国际并购等项目 ，促进国有骨干企业、行业优化布局，提高产业集中度，提高资本运营效率和回报。	立足于运用市场机制推进国家战略实施，按照市场化、专业化原则运作，在回报良好的前提下，主要投资于 企业技术创新、产业升级项目 ，促进中央企业间合作，同时积极支持小微企业创新发展，助力“大众创业、万众创新”。
股东	包括诚通集团、建信投资、招商金葵、中国兵器、中国石化、神华集团、中国移动、中国交通建设、中车资本和金融街集团等 10家中央和地方国有企业、金融机构 。	由中国国新控股有限责任公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、深圳市投资控股有限公司共同出资设立。
投资项目概览	截至2018年8月23日，国调基金累计签约金额787亿元，交割金额500亿元， 超过90%资金投向国有企业 。推动国有企业结构调整，投资中国国航、石化油服、中国电建、中国交建等项目，帮助企业转型升级和可持续发展；支持央企混改，积极参与了 中国联通、中粮资本 等混改项目，放大国有资本功能；还投资了 光大环保、洛阳钼业、京东金融 等项目，促进国有资本布局节能环保、金融科技、互联网、智能制造等领域。	国风投资基金成立以来已完成多项重磅投资，截至2018年11月，国风投资基金实体企业投资案例超过18起，投资涵盖批发和零售业、科学研究和技术服务业、租赁和商务服务业、金融业和制造业等行业，投资标的包括 联影医疗、旷视科技Face++、3DMed思路迪、寒武纪 等。

■ 国调基金持股情况

证券代码	证券简称	中信一级行业	年初至今相对上证综指涨跌幅 (%)	大股东排名截止日期	国调基金排名	国调基金持股数量 (亿股)	国调基金持股比例 (%)	国调基金持股股本性质
000553.SZ	安道麦A	基础化工	11.0	2019/4/8	4	0.3356	1.37	限售流通A股
002246.SZ	北化股份	基础化工	20.6	2019/4/8	6	0.3621	6.60	限售流通A股
002608.SZ	江苏国信	电力及公用事业	4.3	2018/9/30	5	0.7874	2.08	限售流通A股
600021.SH	上海电力	电力及公用事业	-9.3	2019/4/8	4	0.6135	2.34	限售流通A股
600029.SH	南方航空	交通运输	3.2	2019/4/8	8	2.4252	1.98	限售流通A股
600050.SH	中国联通	通信	0.2	2019/4/8	3	18.9976	6.10	A股流通股
600406.SH	国电南瑞	电力设备	-11.0	2019/4/8	8	0.7505	1.64	限售流通A股
601066.SH	中信建投	非银行金融	154.1	2019/4/8	8	1.1274	1.47	H股流通股
601111.SH	中国国航	交通运输	12.2	2019/4/8	8	1.1557	0.80	A股流通股
601669.SH	中国电建	建筑	-3.8	2019/4/8	9	1.5444	1.01	A股流通股
601688.SH	华泰证券	非银行金融	8.6	2018/9/30	9	1.5326	1.86	限售流通A股
601989.SH	中国重工	国防军工	20.8	2018/9/30	3	13.9029	6.08	限售流通A股
603993.SH	洛阳钼业	有色金属	1.1	2019/4/8	5	7.3971	3.42	A股流通股
002019.SZ	亿帆医药	医药	18.7	2019/4/8	6	0.1062	0.88	A股流通股

资料来源: Wind, 国盛证券研究所整理

注: 由于数据可得性的问题, 此处只列示了国调基金计入前10大股东列表的上市A股

■ 国调基金参与的一级投资项目

投资日期	证券代码	项目/公司名称	中信一级行业	投资金额	具体内容
2016/12/1	6066.HK	中信建投证券股份有限公司	非银行金融	1亿美元	国有企业结构调整基金股份有限公司完成对中信建投证券股份有限公司港股IPO的基石投资。结构调整基金本次投资额为1亿美元，成为仅次于中信集团的第二大基石投资者。
2017/2/22	601618.SH	中国中冶	建筑	1亿元	中国国有企业结构调整基金股份有限公司认购了公司非公开发行2476万股，锁定期12个月。
2017/3/13	601111.SH	中国国航	交通运输	18亿元	公司于3月10日完成非公开发行约14.4亿股A股，发行价格为7.79元/股，募集资金总额约112亿元。所募集资金将用于购买15架波音B787飞机、电子商务升级改造、机上WIFI等项目。基金参与本次定增，认购2310.7万股，配售金额达18亿元。
2017/4/21	601669.SH	中国电力建设股份有限公司	建筑	12亿元	中国国有企业结构调整基金股份有限公司参与中国电力建设股份有限公司（SH.601669）非公开发行项目正式公告。国企结构调整基金成功认购1.54亿股，投资金额约12亿元，锁定期12个月。
2017/5/8	1257.HK	中国光大绿色环保有限公司	-	5亿元	中国国有企业结构调整基金股份有限公司完成了对中国光大绿色环保有限公司港股IPO基石投资，投资金额7000万美元，成为了其第一大基石投资者和第二大股东。
2017/7/10	600115.SH	中国东方航空股份有限公司	交通运输	20亿元	中国东方航空股份有限公司宣布重大资本项目，增发股份，向中国国有企业结构调整基金发行不超过2.74亿股A股。
2017/7/26	603993.SH	洛阳钼业	有色金属	28.26亿元	洛阳钼业非公开发行股票，中国国有企业结构调整基金股份有限公司认购739,706,806股，3.82元/股，限售期为12个月。
2017/8/16	600050.SH	中国联通	通信	129.75亿元	中国国有企业结构调整基金股份有限公司与中国联合网络通信集团有限公司签署了《股份转让协议》，国企结构调整基金将投资129.75亿元受让中国联通集团所持中国联通A股股份。交易完成后，国企结构调整基金将持有中国联通A股6.11%的股份，成为其第三大股东。

资料来源：Wind，国盛证券研究所整理

注：由于篇幅问题，此处只列示了国调基金部分一级投资项目。

■ 国风投资基金持股情况及参与的一级投资项目

证券代码	证券简称	中信一级行业	年初至今相对上证综指涨跌幅 (%)	大股东排名截止日期	国调基金排名	国调基金持股数量 (亿股)	国调基金持股比例 (%)	国调基金持股股本性质
000617.SZ	中油资本	非银行金融	9.1	2019/4/8	4	1.7576	1.95	限售流通A股
601989.SH	中国重工	国防军工	20.8	2018/9/30	6	5.1183	2.24	A股流通股

证券代码	时间	企业/项目名称	金额	具体内容
000617.SZ	2016/9/6	中油资本	19亿元	于2016年9月完成190亿元的战略融资，投资方包括中建资本，航天信息，中国航发，北京燃气，国有资本投资基金，泰康资产，海峡能源，中海集运，中信证券（比例未披露）
430127.0C	2017/9/29	英雄互娱（英雄互娱科技股份有限公司）	-	英雄互娱是一家手机游戏开发运营商，新三板代码为430127.0C，于2017年9月完成17亿元的Pre-IPO融资，中国国有资本风险投资基金领投，陕文投、歌斐资产跟投（比例未披露）
000503.SZ	2017/11/9	国新健康（中海恒实业发展有限公司）	5亿元	国风投资基金共向中海恒实业缴纳增资款5亿元，其中3亿元计入中海恒注册资本，其余2亿元计入中海恒资本公积金，从而成为上市公司国新健康（000503.SZ，曾用名：海虹控股）的间接控股股东
601989.SH	2018/3/1	中国重工（中国船舶重工股份有限公司）	-	2018年3月完成定向增发，未披露具体金额
-	2016/10/1	中信环境	2.23亿美元	中信环境技术（广州）有限公司（以下简称“中信环境技术”）是中信集团控股企业，是中信集团在水务及环保领域拓展的唯一旗舰平台，是一家以保护环境为己任、以高性能膜材料制造及应用为核心的高科技环保企业。
-	2017/3/23	亚太卫星宽带通信（深圳）有限公司	2亿元	天使轮，持股比例为10%，其它投资方还有航天投资、昊创集团、深创投等。亚太卫星宽带通信（深圳）有限公司是一家建设高通量宽带卫星通信系统的企业，高通量宽带卫星通信系统是一种先进的卫星通信技术。其所采用的高通量宽带卫星，比常规通信卫星高出数十倍容量，可让用户通过卫星传输随时随地享受高速互联网服务。
-	2017/8/2	固生堂（北京固生堂中医养生健康科技股份有限公司）	-	固生堂中医是中国领先的中医门诊服务连锁集团，于2017年完成5.1亿股+5亿债券的D轮融资，由金浦投资领投，中国人寿、国风投资基金跟投（比例未披露）
-	2017/8/29	大连船舶重工（大连船舶重工集团有限公司）	-	战略融资金额未披露，投资方包括华宝投资、中国国有企业结构调整基金、国风投等。大连船舶重工集团有限公司[是由中国船舶重工集团公司控股的规模大、建造产品齐全、大型现代化船舶总装厂。
-	2017/9/15	上海联影医疗科技有限公司	968.76万元	持股比例为1.41%。
-	2017/10/31	旷视科技Face++（所属公司：北京旷视科技有限公司）	-	于2017年10月完成4.6亿美元的E轮融资，其中，国风投领投，蚂蚁金服、富士康、中俄战略投资基金、阳光保险集团、SK集团跟投（比例未披露）

资料来源：Wind，国盛证券研究所整理

注：由于数据可得性的问题，此处只列示了国风投资基金计入前10大股东列表的上市A股，以及部分一级投资项目。

■ 双百行动

- ✓ 2018年3月，国资委发布《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》，8月印发《国企改革“双百行动”工作方案》，并公布了404家入选企业名单（224家央企子企业和180家地方国有骨干企业）。

十项试点



- 试点面还较窄
- 推进单项试点
- 企业操作灵活度相对较低

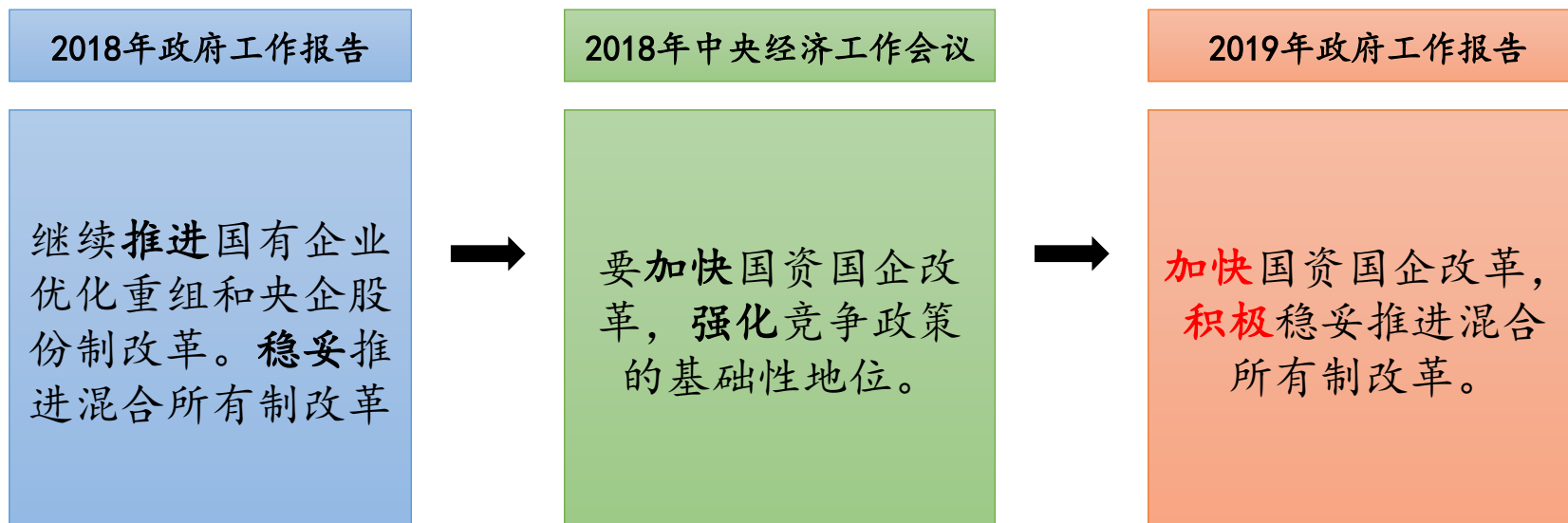
双百行动



- 扩大试点面，包含404家企业
- 强调综合性改革
- 鼓励“一企一策”

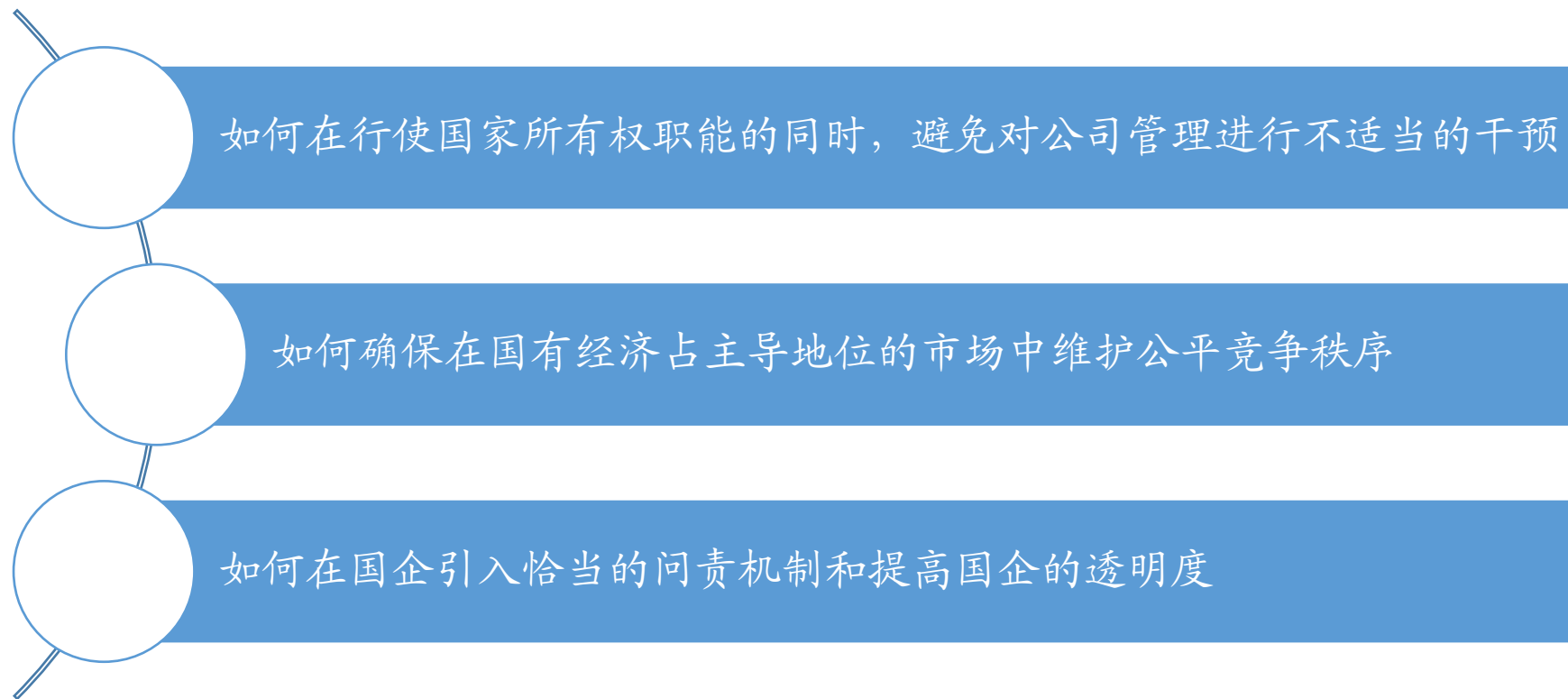
■ 2018年以来，国企改革明显提速

- ✓ 《2019年政府工作报告》提出“加快国资国企改革”（去年是“推进”）， “积极稳妥推进混合所有制改革”（去年是“稳妥”）；
- ✓ 倾向于认为，经济下行压力增大和中美贸易谈判推进的背景下，国企改革进程有望加快、改革力度有望加大。



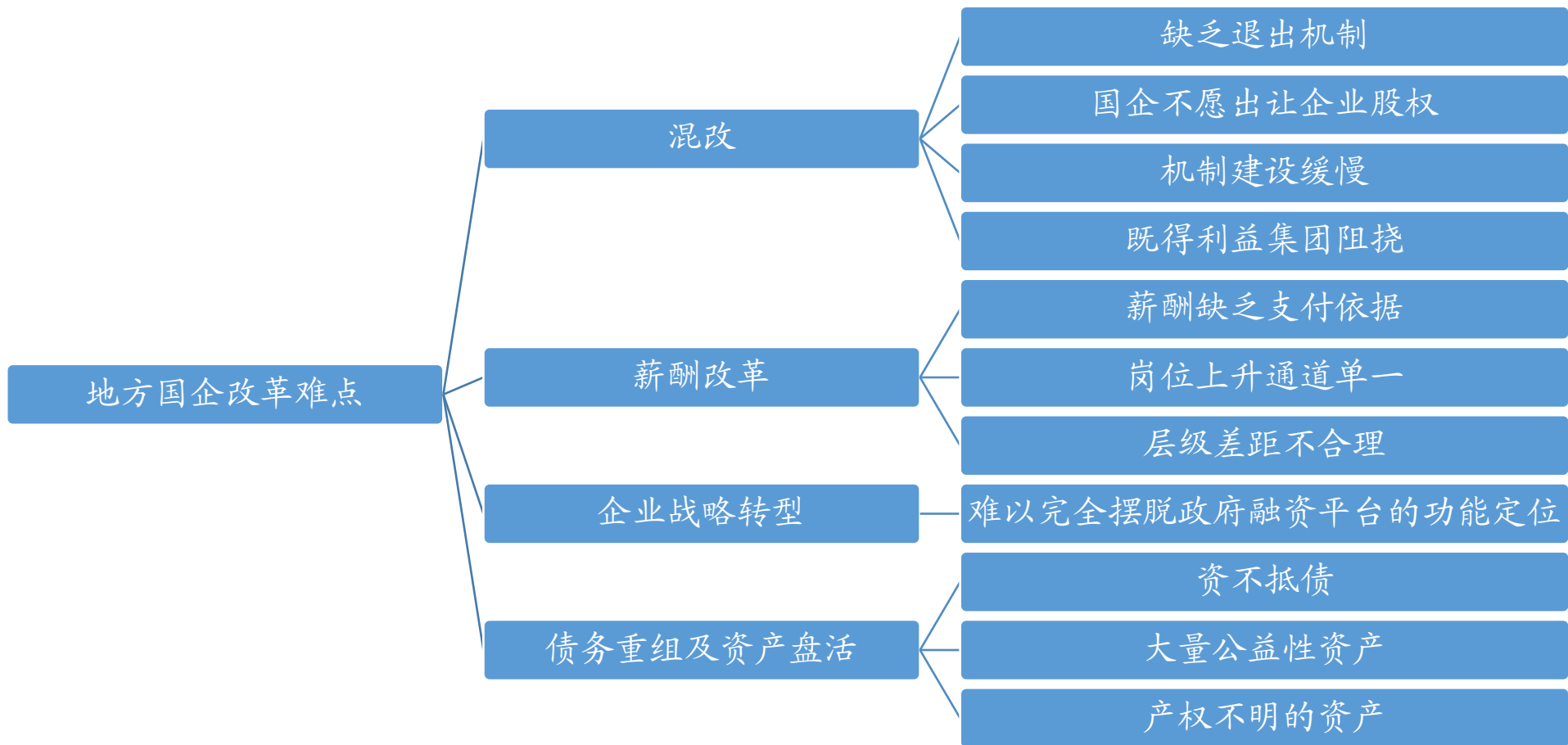
■ 改革进入深水区，国企改革在曲折中前进

- ✓ 2013年以来，国企改革进入新阶段，而随着改革进入深水区，各项改革难度明显加大，从整个制度设计层面，需解决三大难题。



■ 改革进入深水区，国企改革在曲折中前进

✓ 地方国企由于历史或资源禀赋等种种原因，在实操层面更容易出现实际改革内容与改革预期的背离。



一、国企改革的前世今生

- 国企改革的发展历程
- 本轮改革的重点难点

二、混改3.0时代开启

- 格力混改剖析
- 格力混改与联通混改的异同

三、本轮国企改革的五大投资主线

- 双百企业
- 竞争性业务公司
- 垄断性行业
- 地方财政压力倒逼
- 国改活跃地区

■ 核心事件：4月8日格力集团股权转让

- ✓ 4月8日晚间，停牌5个交易日的格力电器发布公告，称控股股东格力集团拟通过公开征集受让方的方式，协议转让其持有的格力电器15%股权，这有望开启国企混改3.0时代。

混改1.0时代

- 混改仅在央企子公司层面操作，且保有国有股权的绝对控股地位。

混改2.0时代

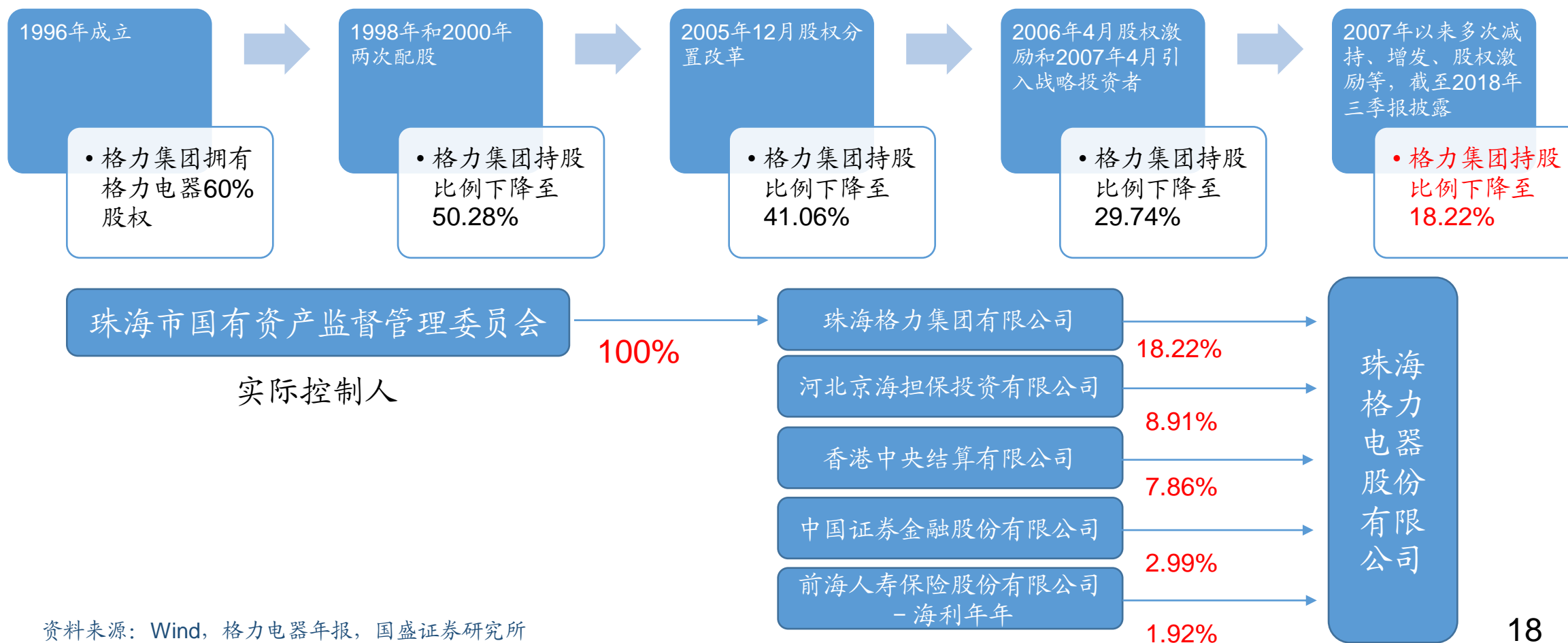
- 混改对象提升到上市公司层面，国有股权降到50%以下，国有股东董事会席位也降至半数之下。（代表：联通混改）

混改3.0时代

- 公司控股股东和实际控制人发生变更，国有控股权发生出让。（代表：格力混改）

■ 20多年来格力集团持股不断下降

- ✓ 1996年格力集团成立时拥有格力电器60%股权，后经过配股、股权分置改革、减持、增发等，截至2018年三季报披露，格力集团持有的格力电器股份比例为18.22%。



■ 格力混改的重要意义

- 格力电器属于优质资产，国有资本在较高价位落地为安。

做强做优做大
国有资本

- 引入优秀战略投资者，可以帮助格力在完全竞争的家电行业进一步激发市场活力。

充分竞争行
业深化混改

助力“中国
制造”走出
去

- 国企混改放大国有资本功能，国资退出有助于珠海政府投资和发展其他优质新兴产业，促进珠海市产业升级。

国资委向
“管资本”
转型，助于
培育优质新
兴产业

- 国企“走出去”的过程中引发部分东道国对于“政府战略”走出去的担忧，混改后有助于格力电器的全球化布局。

■ 格力混改的重要意义

- ✓ 意味着处置国企股权（或者说处置国有资产）有望走向市场化定价；进展顺利的话，本轮国企改革有望比肩股权分置改革（2007年大牛市的主推手之一），很大可能会激发新一轮的制度红利。
- ✓ 往后看，关注国企改革的四大动向。

动向一：地方国资的举措，尤其是改革活跃和财政压力大的地区。

动向二：国资委“双百行动”进展。

动向三：国有企业考核机制改革（比如国企薪酬有可能市场化）。

动向四：国家对国企改革的再定位，比如“竞争中性”。

■ 混改2.0-联通混改概况

- ✓ 2017年8月20日，联通混改方案落地，拟募集资金不超过约779.14亿元。根据联通2017年报披露，最终方案实施后的股权结构为：联通集团持股37.7%、战略投资者持股36.2%；公众持股26.1%。

2017年8月20日
联通混改方
案落地

向参与混改的战略投资者定向增发约 90.37 亿股股份，向结构调整基金转让联通集团持有的 19 亿股股份；向公司高管发行不超过 8.84 亿股限制性股票，总计不超过约 779.14 亿元。

联通集团合计持有 37.7% 的股份，其他战略投资者包括中国人寿、腾讯、百度、京东、阿里、苏宁等合计持有 36.2% 股份。

2018年1月23日
董事会监事
会提前换届

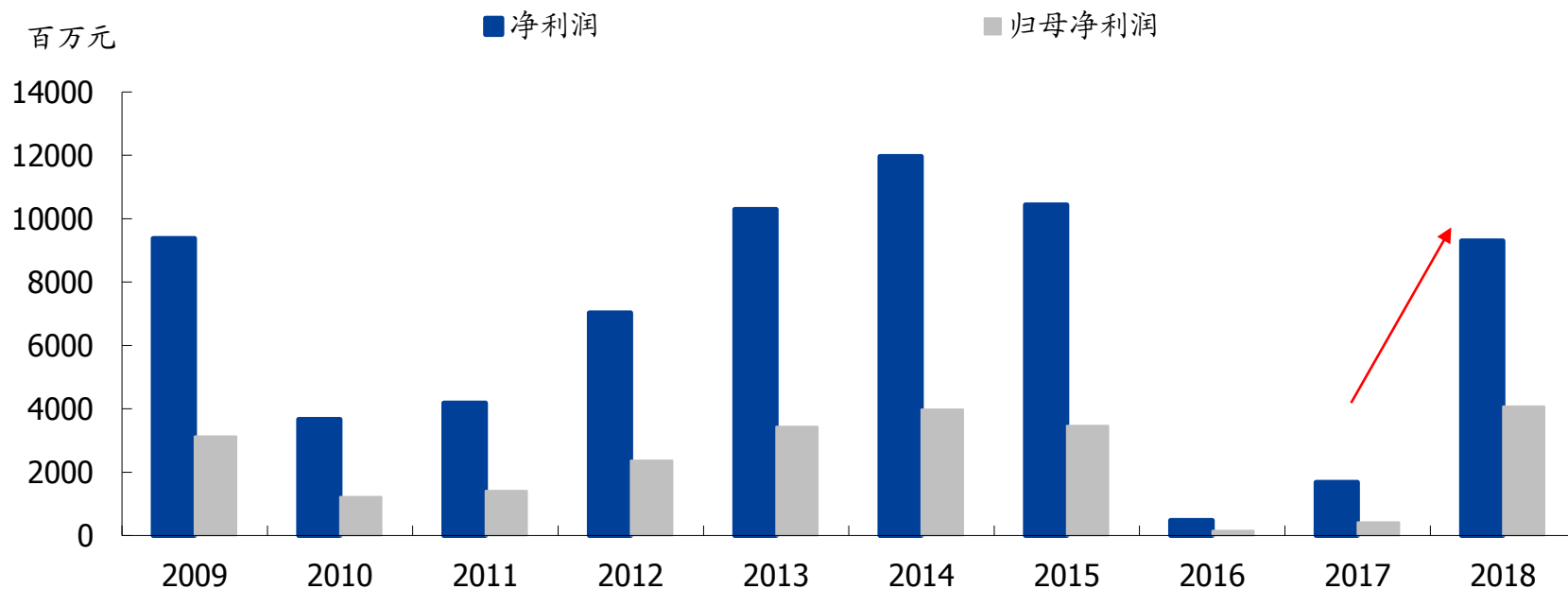
引入新的国有股东和非国有股东代表担任公司董事或监事，董事会成员拟由 7 人扩编至 13 人。

其中独立董事 5 人，成为董事会最大力量，而 8 名非独立董事分别为：联通背景董事 3 席，非联通背景董事 5 席。值得一提的是，改革后的董事会中有 4 人来自 BATJ 民营互联网企业。

■ 混改2.0-联通混改特点及成效

- ✓ 混改较为彻底，国有控股从62.7%降至37.7%，引进了“具有协同效应和领先优势的战略投资者”（指BATJ），实质性推进混合所有制改革；
- ✓ 引入员工持股计划，“拟建立员工与企业利益共享、风险共担的市场化机制”；
- ✓ 使国企在市场化条件下保持盈利的持续增长，并对产业产生示范意义。

2018年中国联通净利润显著提升



■ “双百行动”是突破国企改革难点的重要抓手

- ✓ “双百行动”是以问题导向精准发力的改革新举措，“双百企业”是国资委意图打造的国企改革改革的“样板”。
- ✓ 根据国资委披露的404家“双百企业”，可遴选出105家相关A股上市标的。

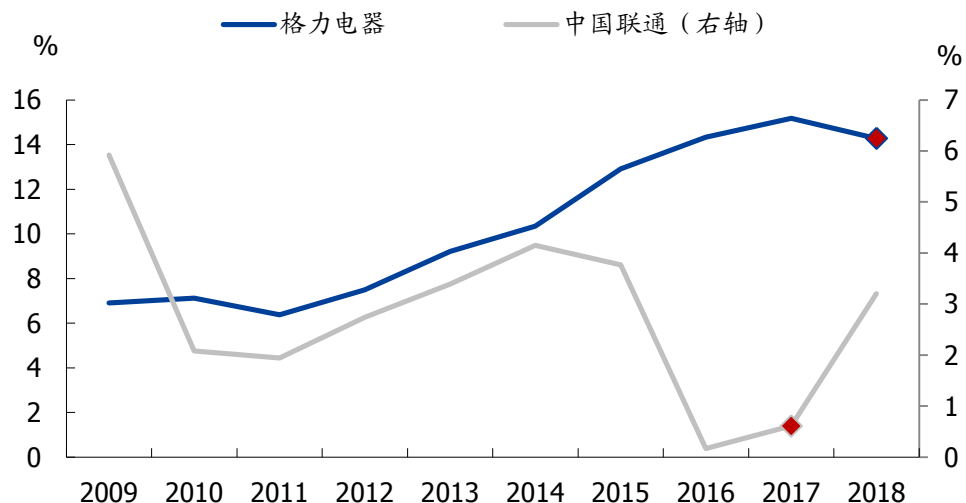
代码	名称	上市日期	中信二级行业	双百行动入选状态	总市值 (亿元)	2017年净利润 (亿元)	pe_ttm	pb_lyr	股息率_ttm	ROE_ttm	YTD (%)
002013.SZ	中航机电	2004-07-05	航空航天	直接入选	301	6	36	3	0.20	9.10	28.26
600372.SH	中航电子	2001-07-06	航空航天	直接入选	303	6	63	4	0.35	6.34	32.59
601808.SH	中海油服	2007-09-28	油田服务II	直接入选	511	1	722	1	0.56	0.21	25.41
000720.SZ	*ST新能	1997-05-09	发电及电网	直接入选	84	-6	8	4	0.00	49.23	87.61
000852.SZ	石化机械	1998-11-26	其他专用设备	直接入选	62	0	458	4	0.00	0.76	44.83
002268.SZ	卫士通	2008-08-11	计算机硬件	实控人入选	281	2	201	7	0.15	4.55	87.57
600406.SH	国电南瑞	2003-10-16	电站设备II	实控人入选	974	37	21	5	1.69	18.03	13.71
000883.SZ	湖北能源	1998-05-19	发电及电网	实控人入选	282	21	16	1	2.30	7.16	18.26
600171.SH	上海贝岭	1998-09-24	半导体II	实控人入选	101	2	99	4	0.55	4.20	55.14
600262.SH	北方股份	2000-06-30	其他专用设备	实控人入选	39	0	40	4	0.31	8.68	32.28
601106.SH	中国一重	2010-02-09	其他专用设备	子公司入选	280	1	193	3	0.00	1.33	53.18
600875.SH	东方电气	1995-10-10	新能源设备	子公司入选	330	7	29	1	0.00	3.95	35.36
600115.SH	东方航空	1997-11-05	航空机场	子公司入选	1130	68	42	2	0.65	4.86	64.42
600029.SH	南方航空	2003-07-25	航空机场	子公司入选	1115	68	37	2	0.84	4.59	36.90
601618.SH	中国中冶	2009-09-21	建筑施工II	子公司入选	767	67	12	1	1.84	7.59	18.97
.....											

资料来源：Wind, 国盛证券研究所

■ 混改3.0（格力）vs 混改2.0（联通）

- ✓ 好资产vs差资产：中国联通2017年混改之前经营效益较差，混改之后净利率有了明显提升；格力电器在2011年开始盈利情况则持续好转，2018年混改的时候净利率也处于较高位置。
- ✓ 实际控制人是否变更：中国联通国有控股虽下降近半，但实际控制人未变更，仍为国有实际控股；格力电器混改之后，格力集团18.22%的控股降为3.22%，国有控股权发生转让。

中国联通与格力电器销售净利率对比



中国联通与格力电器股权转让对比

中国联通



联通集团 62.7% → 37.7%

战略投资者 36.2%

公众股东 26.1%

格力电器



格力集团 18.22% → 3.22%

京海担保 8.91%

香港中央结算 7.86%

其他?

资料来源：Wind，格力电器年报，中国联通年报，国盛证券研究所。左图中的中国联通2018年数据为年报披露数据；格力电器2018年数据为三季报披露数据。

一、国企改革的前世今生

- 国企改革的发展历程
- 本轮改革的重点难点

二、混改3.0时代开启

- 格力混改剖析
- 格力混改与联通混改的异同

三、本轮国企改革的五大投资主线

- 双百企业
- 竞争性业务公司
- 垄断性行业
- 地方财政压力倒逼
- 国改活跃地区

■ “双百行动”是突破国企改革难点的重要抓手

✓ 2018年8月“双百行动”正式实施以来，多家双百企业已在子公司层面实施改革措施。

时间	双百行动入选母公司	拟采取或已采取改革措施的子公司
2019/3/21	中国移动	咪咕、终端、在线
2019/3/14	大唐集团	大唐京津冀能源开发有限公司、大唐环境产业集团股份有限公司
2019/3/14	安徽军工集团	长城军工
2019/2/26	甘肃工程咨询集团	-
2019/2/19	云天化	-
2018/12/28	一汽富维	-
2018/12/18	陕西燃气集团	液化天然气公司
2018/12/17	南方电网	深圳供电局、南网能源公司、广东省输变电工程公司
2018/12/7	中国诚通控股集团	中储发展股份有限公司
2018/12/6	陕西环保集团	固废公司
2018/11/28	中铁九局	-
2018/11/11	国机集团	中国恒天
2018/11/5	华塑股份	-
2018/10/30	四川交投实业有限公司	-
2018/10/24	中国电子信息产业集团有限公司	中软信息、熊猫汉达
2018/10/15	国家电网	国网江苏综合能源服务有限公司、国网电动汽车服务有限公司、国网南瑞集团
2018/10/12	中国核工业集团有限公司	中核第四研究设计工程有限公司
2018/10/11	江能集团	中鼎集团
2018/9/25	中国石油	吐哈油田、昆仑能源、渤海装备
2018/8/27	湖南省交通水利建设集团有限公司	-

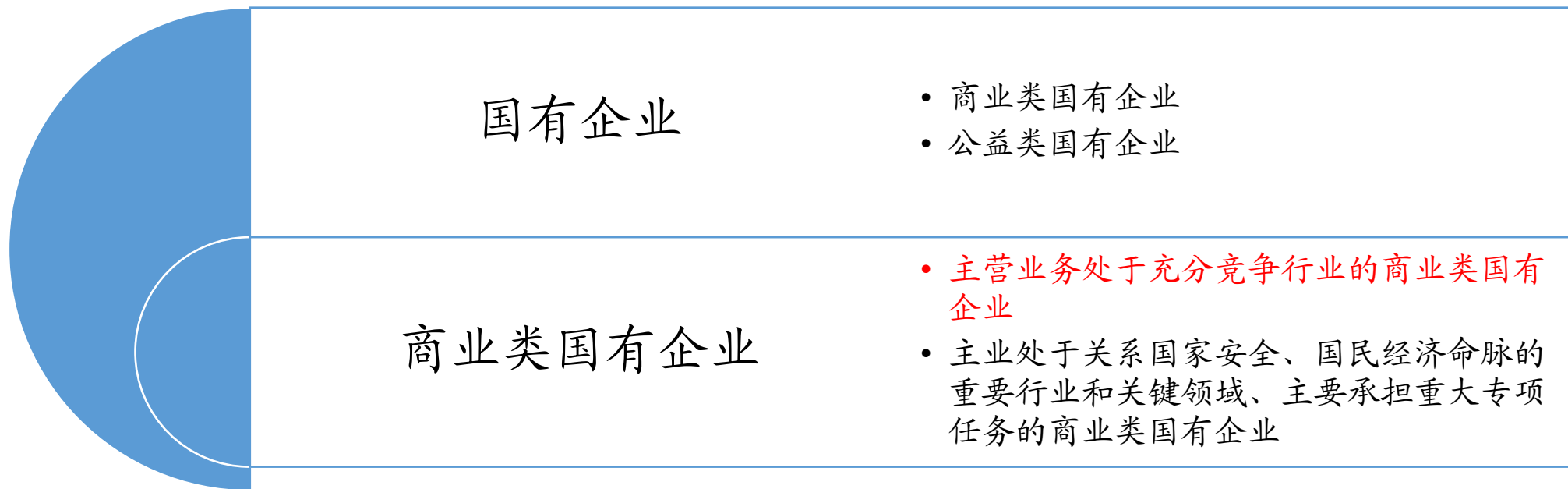
■ 2019年充分竞争领域国企混改有望提速

- ✓ 2015年开始，国务院便提出稳妥推进主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业混合所有制改革，支持非国有资本参股或控股并积极试点员工持股。

时间	文件	主要内容
2015年9月24日	《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	稳妥推进主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业混合所有制改革。以提高经济效益和创新商业模式为导向，充分运用整体上市等方式，积极引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化
2015年10月26日	《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	对主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业投资项目，支持非国有资本参股或控股。对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类国有企业投资项目，属于自然垄断领域的实行国有独资或控股；属于特殊业务和竞争性业务的实行业务板块有效分离，其中竞争性环节逐步加大对非国有资本开放力度。对公益类国有企业的投资项目，支持非国有资本参股或控股。
2016年8月19日	《国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	试点企业的条件之一为：主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业。

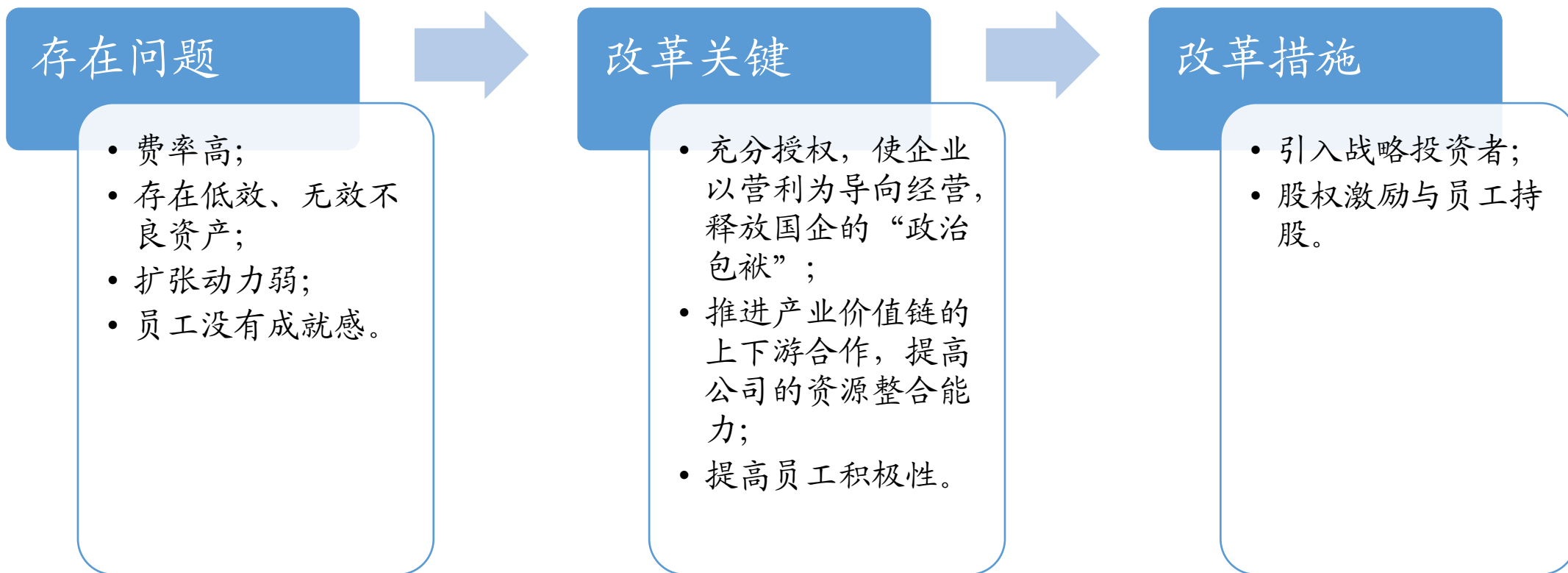
■ 如何界定竞争类国有企业？

- ✓ 首先，我们定义企业数量多，且民企占比较高的行业为处于充分竞争的行业；
- ✓ 其次，根据《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》中对国有企业的分类：商业类国有企业中包括处于充分竞争行业的国企。



■ 为何改以及如何改？

- ✓ 当前竞争类国企存在费率高、效率低、员工没有积极性等问题，我们认为应通过引入战略投资者或是股权激励等措施激发企业市场活力。具体看，民企营收占比显著高于国企的行业，其中盈利较好的上市企业有望率先进行混改（详见后文具体筛选过程）。



■ 步骤一：确定竞争类行业——轻工制造、设备制造、医药、通信等行业竞争度较高

✓ 选取民企占比高的行业为竞争类行业。在29个中信一级行业中，有15个行业的民营企业占比超过60%，其中纺织服装、轻工制造、计算机等领域国企占比低于15%，国企改革更可能采用市场化的混改方式。

民营企业占比较高的行业（截至2019年4月）

中信一级行业	中央国有企业	地方国有企业	公众企业	集体企业	民营企业	其他企业	外资企业	总计	民营企业占比 (%)	国有企业占比 (%)
纺织服装	1	8	1	1	72	-	5	88	81.82	10.23
轻工制造	4	11	1	1	80	-	7	104	76.92	14.42
计算机	18	10	15	-	147	3	4	197	74.62	14.21
机械	24	38	15	2	258	3	8	348	74.14	17.82
电力设备	14	13	7	-	115	1	7	157	73.25	17.20
医药	12	37	11	2	206	5	10	283	72.79	17.31
通信	13	4	10	1	93	3	4	128	72.66	13.28
电子元器件	19	18	14	1	148	1	19	220	67.27	16.82
汽车	19	29	3	-	121	-	9	181	66.85	26.52
基础化工	17	56	8	3	194	3	10	291	66.67	25.09
建材	12	9	2	1	58	1	5	88	65.91	23.86
家电	1	12	6	2	48	1	3	73	65.75	17.81
有色金属	13	21	3	-	67	1	1	106	63.21	32.08
建筑	21	18	7	-	76	-	3	125	60.80	31.20
石油石化	13	3	-	-	27	1	1	45	60.00	35.56

■ 步骤二：确定大概率率先进行国企混改的行业——在民企数量超过60%的行业中，不同类型企业的营收占比分化

- ✓ 在民企数量超过60%的行业中，纺织服装、轻工制造等行业的民企营收占比远高于国企，但建筑、石油石化行业的民企营收占比远低于国企。我们认为民企占比和民企营收占比均高的行业有望率先进行国企混改。

不同行业民企营收占比出现分化（截至2019年4月）

中信一级行业	民企营业收入占比 (%)	国企营业收入占比 (%)	民企数量占比 (%)	国企数量占比 (%)
纺织服装	73.06	20.22	81.82	10.23
轻工制造	76.81	18.41	76.92	14.42
计算机	44.07	45.56	74.62	14.21
机械	37.33	49.80	74.14	17.82
电力设备	54.70	38.41	73.25	17.20
医药	53.91	40.15	72.79	17.31
通信	27.88	28.68	72.66	13.28
电子元器件	49.29	35.34	67.27	16.82
汽车	31.75	66.09	66.85	26.52
基础化工	42.07	50.49	66.67	25.09
建材	34.72	55.00	65.91	23.86
家电	35.61	36.10	65.75	17.81
有色金属	26.45	67.69	63.21	32.08
建筑	6.40	92.86	60.80	31.20
石油石化	7.57	91.98	60.00	35.56

■ 步骤三：确定行业中的上市国企——在纺服、轻工、计算机行业中筛选盈利能力较强的上市国企

✓ 在“管企业”向“管资本”转变的大趋势下，为防止国有资本流失，我们认为盈利较好的企业可能更适合率先混改（例如格力）。以年化ROE评价上市公司的盈利能力，分别选出纺服、轻工制造、计算机行业中位列前五的上市国企。

盈利能力较强的国企（财报数据截至2018年三季度）

证券代码	证券简称	省份	城市	中信一级行业	公司属性	资产负债率 (%)	年化ROE (%)	年化总资产报酬率 (%)	年化总资产净利率 (%)
002087.SZ	新野纺织	河南省	南阳市	纺织服装	地方国有企业	60.22	12.48	7.99	4.70
600626.SH	申达股份	上海	上海市	纺织服装	地方国有企业	69.63	4.95	3.40	1.55
000850.SZ	华茂股份	安徽省	安庆市	纺织服装	地方国有企业	42.08	4.13	4.01	2.10
600630.SH	龙头股份	上海	上海市	纺织服装	地方国有企业	42.94	3.90	3.75	2.42
600448.SH	华纺股份	山东省	滨州市	纺织服装	地方国有企业	59.64	2.58	2.10	1.06
600793.SH	宜宾纸业	四川省	宜宾市	轻工制造	地方国有企业	90.07	111.74	11.20	7.87
000488.SZ	晨鸣纸业	山东省	寿光市	轻工制造	地方国有企业	74.76	12.53	6.89	3.20
600103.SH	青山纸业	福建省	福州市	轻工制造	地方国有企业	26.96	6.78	6.18	5.24
002678.SZ	珠江钢琴	广东省	广州市	轻工制造	地方国有企业	19.46	5.91	5.39	4.54
600963.SH	岳阳林纸	湖南省	岳阳市	轻工制造	中央国有企业	47.07	5.68	4.69	2.95
603025.SH	大豪科技	北京	北京市	计算机	地方国有企业	8.08	23.59	24.71	21.37
002912.SZ	中新赛克	广东省	深圳市	计算机	地方国有企业	30.94	17.49	12.23	12.12
600850.SH	华东电脑	上海	上海市	计算机	中央国有企业	54.34	15.35	6.88	6.15
603881.SH	数据港	上海	上海市	计算机	地方国有企业	49.89	13.81	9.42	7.08
002376.SZ	新北洋	山东省	威海市	计算机	地方国有企业	28.79	12.30	10.07	8.69

资料来源：Wind，国盛证券研究所

■ 2019年政府工作报告中，明确提到自然垄断行业的改革

2019年政府工作报告中
关于国企改革的表述

加快国资国企改革。

加强和完善国有资产监管，推进国有资本投资、运营公司改革试点，促进国有资产保值增值。

积极稳妥推进混合所有制改革。

完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人等制度。

依法处置“僵尸企业”。

深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，**将竞争性业务全面推向市场。**

■ 电力领域改革顶层设计文件

- ✓ 2015年3月出台的《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》是本轮电改的顶层设计文件，《意见》分七条阐述了电力体制改革的方向，包括**改革输配电价形成机制、推进售电侧改革、完善电力交易体制、开放电网公平接入等。**

时间	文件/会议	主要内容
2015.03	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	政府单独核定输配电价；推进电力交易体制改革，完善市场化交易机制；组建和规范运行电力交易机构；推进发用电计划改革，直接交易的电量和容量不再纳入发用电计划； 稳步推发进售电侧改革，鼓励社会资本投资配电业务，建立市场主体准入和退出机制。
2018.12	2019年全国能源工作会议	1. 将“深入推进电力体制改革”作为重点任务部署。 2. 将加快推动竞争性电力市场体系建设 ，推进电力交易机构独立规范运行，持续完善电力市场化交易机制，全面推开电力辅助服务市场建设，研究推进电力现货市场建设，加快增量配电业务改革。
2019.01	《关于进一步推进增量配电业务改革的通知》	1. 首次明确了相关配电价格问题，即 增量配电网与省级电网之间的结算电价，按现行省级电网相应电压等级输配电价执行。 2. 提出建立增量配电业务试点项目、增量配电网业主退出机制。
2019.03	《2019年政府工作报告》	深化电力市场化改革，清理电价附加收费 ，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%。

■ 国家电网提出未来改革的10项重点工作

✓ 2018年12月25日，国网召开《国家电网全面深化改革十大举措新闻发布会》，总结阶段性成果，**提出以混合所有制改革为突破口，着力抓好10项重点工作**，不断把全面深化改革向纵深推进。

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

资料来源：国家电网，国盛证券研究所

■ 电力领域改革的主要方向是增量配电业务改革

- ✓ 2019年全国能源工作会议将“深入推进电力体制改革”作为重点任务部署。将加快推动竞争性电力市场体系建设，推进电力交易机构独立规范运行，持续完善电力市场化交易机制，全面推开电力辅助服务市场建设，研究推进电力现货市场建设，加快增量配电业务改革。
- ✓ 3月20日《2019年政府工作报告》提出，深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%。
- ✓ 2019年来，国家先后发文进一步推进增量配电业务改革，规范优先发电优先购电计划管理。
- ✓ 倾向于认为，未来电力领域的改革方向将是配电业务改革，理顺电价形成机制，实现输配分开、竞价上网，重点关注售电侧改革和电网资产证券化。售电侧改革方面，智能电网、电动车充电等增值服务将成为售电公司差异化竞争焦点，国企与民资合作空间广阔。资产证券化方面，两大电网资产证券化率较低，混改推进带来资产注入预期。

■ 油气领域改革顶层设计文件

- ✓ 2015 年出台的混改顶层规划《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》阐述了油气混改的方向：**对油气管网实行网运分开、主辅分离**。除对自然垄断环节的管网实行国有独资或绝对控股外，放开上游（油气勘探、采矿权、原油进口权）和下游（成品油销售和贸易）等竞争性领域。近两年来出台的主要政策文件都延续了这一思路。

时间	文件	主要内容
2015.09	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	对石油天然气主干管网实行网运分开、主辅分离 ，除对自然垄断环节的管网实行国有独资或绝对控股外， 放开竞争性业务 ，允许非国有资本平等进入。
2016.03	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》	出台深化石油天然气体制改革的若干意见及配套政策。
2016.09	《关于做好油气管网设施开放相关信息公开工作的通知》	要求中石油、中石化、中海油及相关油气企业做好管网信息公开工作 ，要求三桶油公开油气管网设施接入标准、提供输送服务的计量与计价方式、上下游用户接入本企业油气管网设施的条件等。
2017.01	《能源发展“十三五”规划》	完善现代能源市场，推动电网、油气管网等基础设施公平开放接入， 有序放开油气勘探开发等竞争性业务 ，进一步提高资源配置效率。

■ 油气领域改革的主要方向是推动石油天然气管网运营机制改革，实行网运分开

- ✓ 2月27日，国务院印发《关于取消和下放一批行政许可事项的决定》(国发〔2019〕6号)，取消“石油天然气(含煤层气)对外合作项目总体开发方案审批”事项。
- ✓ 3月19日，中央全面深化改革委员会第七次会议强调，要推动石油天然气管网运营机制改革，组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司，这也释放出网运分开的信号。
- ✓ 从全产业链角度分析，管网有其自然垄断的属性，在油气产业链中的位置更为关键。事实上，各大油气巨头主导了干线管道建设，但管网间却无法互联互通，各省管网处于条块分割状态，区域垄断特征十分明显。由此看来，管网独立政策将在油气改革进程中起到关键性的推动作用。
- ✓ 据此分析，未来油气行业的改革方向将是进行网运分开，改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力，分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。具体形式上，将通过组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司来实现。

■ 铁路领域改革顶层设计文件

- ✓ 2015年中出台的《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》是铁路混改的顶层设计文件，首次向社会资本全面开放铁路投资与运营市场，**支持社会资本以PPP模式参与铁路投资与运营**。此外，2015年末党中央、国务院《关于推进价格机制改革的若干意见》明确提出**逐步放开铁路运输竞争性领域价格**，扩大由经营者自主定价的范围。

时间	文件	主要内容
2014.11	《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	按照市场化方向，不断完善铁路运价形成机制；向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权。
2015.07	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》	积极鼓励社会资本全面进入铁路领域，列入中长期铁路网规划、国家批准的专项规划和区域规划的各类铁路项目，除法律法规明确禁止的外，均向社会资本开放。
2015.09	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	枢纽型交通基础设施等领域，允许符合条件的非国有企业依法通过特许经营、政府购买服务等方式参与建设和运营。
2015.10	《关于推进价格机制改革的若干意见》	正确处理政府和市场关系，凡是能由市场形成价格的都交给市场，政府不进行不当干预。逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系。

■ 铁路领域改革的主要方向是开放竞争性业务

- ✓ 2019年国务院政府工作报告涉及铁路行业内容共4点：1、将交通运输业等行业现行10%的税率降至9%。2、扎实打好三大攻坚战，优化能源和运输结构。3、取消或降低一批铁路、港口收费。4、深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。
- ✓ 网运分开短期内推进的实现难度较大。一是因为我国旺盛而稳定的运输需求将对单一路网经营主体赋予很强的定价能力，在网运分离的纵切改革模式下，铁路运营方可能会面临上游路网垄断的掣肘。二是对于盈利性较好的路网资产，网运合一将更有利于发挥产业链一体化的成本优势，可实现更高的资源配置效率。
- ✓ 倾向于认为，未来铁路改革的主要形式将是资产证券化和铁路PPP。

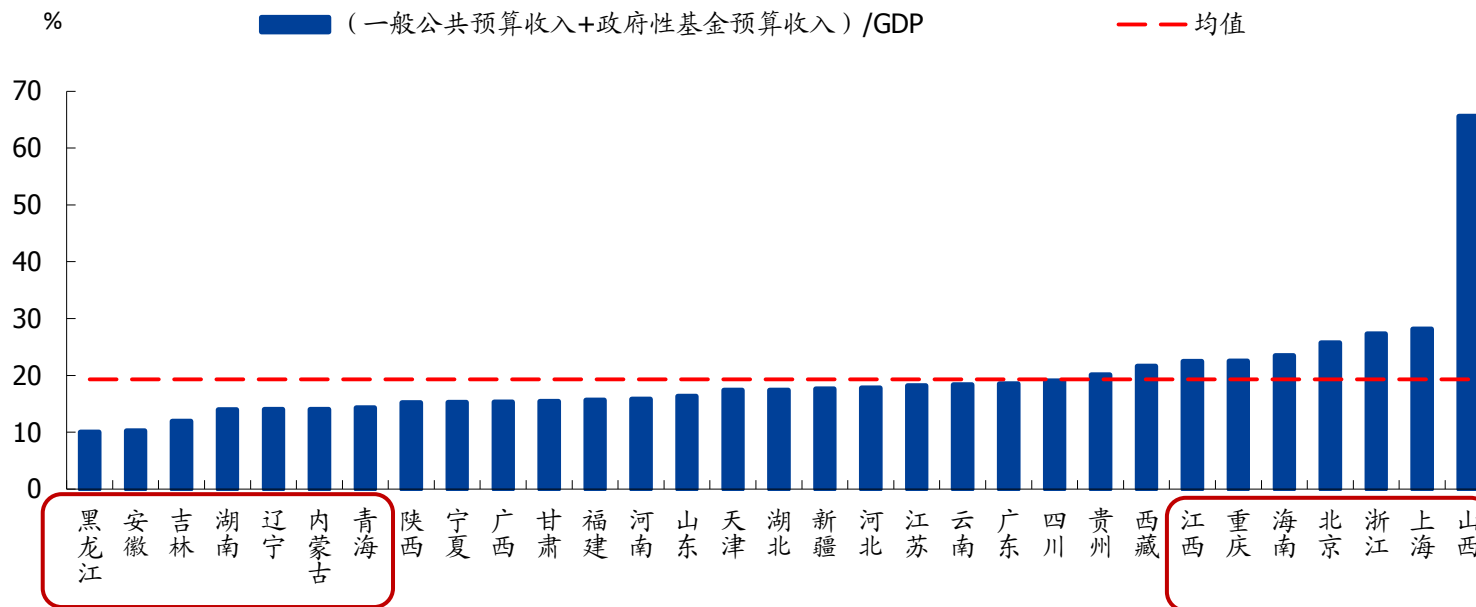
■ 垄断性领域改革主要投资标的

电力	油气	铁路	民航	军工	通信
许继电气	中国石油	铁龙物流	东方航空	中国船舶	中国移动
北京科锐	中国石化	大秦铁路	南方航空	中船科技	中国联通
中恒电气	洲际油气	广深铁路	中国国航	中船防务	中国电信
文山电力	潜能恒信	鼎汉技术	山河智能	中国重工	中国铁塔
涪陵电力	大庆华科	康尼机电	中信海直	海兰信	
国电南瑞	昆仑能源	中国中铁		钢研高纳	
	泰山石油	中铁工业		合众思壮	

■ 跟踪地方财政压力的指标一：财政收入占GDP的比重

- ✓ 财政收入占GDP的比重越高，说明地方财力越充足。但其必须控制在合理的范围之内，若过高，政府集中过多财力，会挤占纳税人的利益；若过低，政府集中的财力有限，将削弱财政对经济运行和资源优化配置的调控能力。
- ✓ 对比2018年地方财政的一般公共预算收入、政府性基金收入的总额与GDP的比值，我们发现东三省的财力偏弱，山西省、京沪渝等直辖市的比重过高。

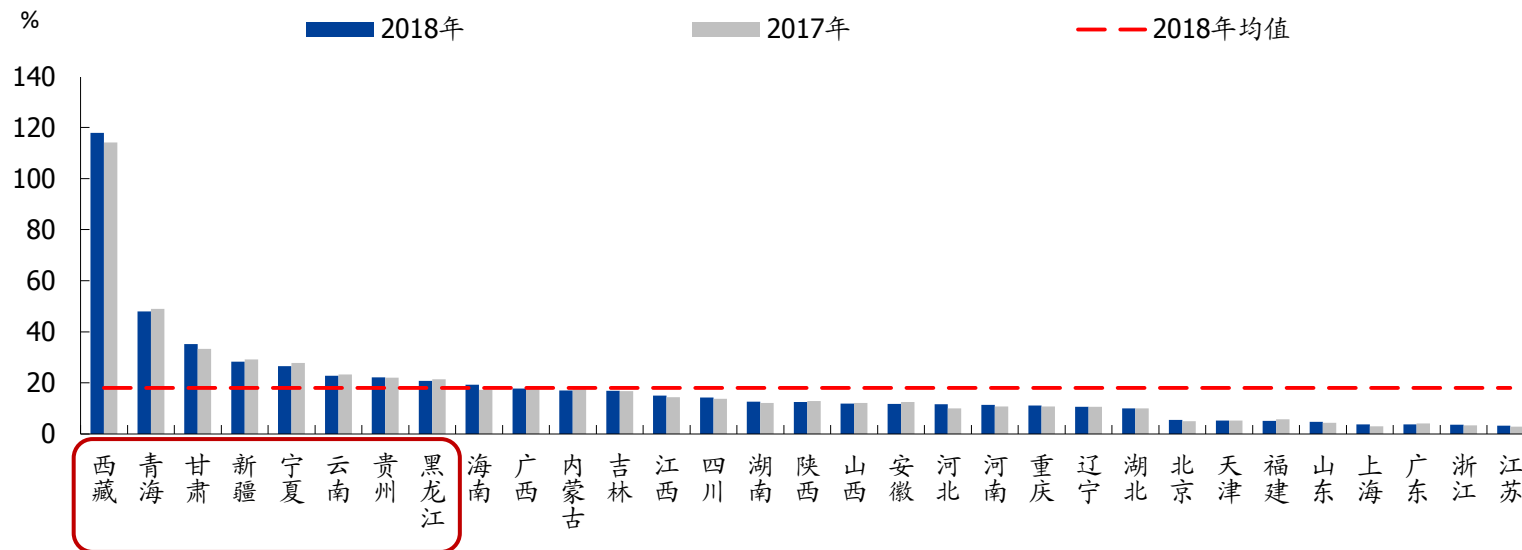
各省综合财政收入占GDP的比重



■ 跟踪地方财政压力的指标二：一般公共预算财政赤字率

- ✓ 一般公共预算财政赤字占GDP的比重反映各地方政府的收支情况，如果该指标过高，表明地方政府财政压力较大，可能会有更多动力去拓宽资金渠道。
- ✓ 中西部地区和黑龙江省的一般公共预算财政赤字率较高，对中央的转移支付依赖度较高，提高国有资本的使用效率可能会帮助其缓解财政压力。

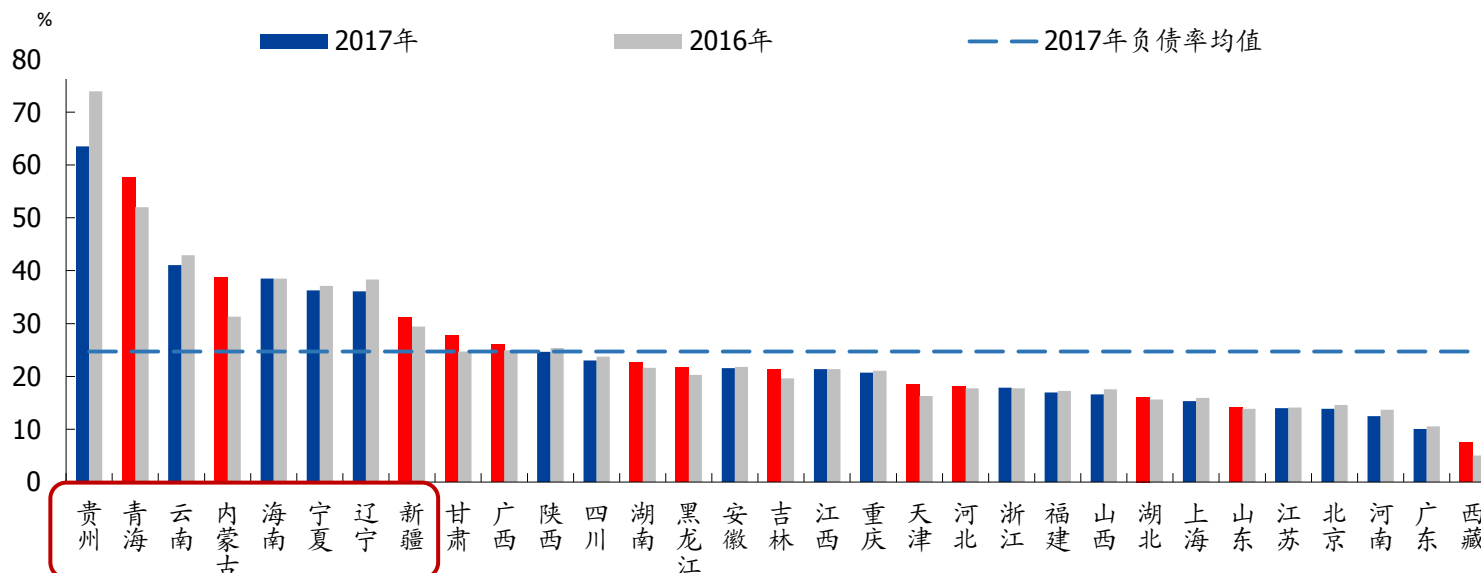
各省一般公共预算财政赤字率



■ 跟踪地方财政压力的指标三：地方政府负债率

- ✓ 地方政府债务余额与GDP的比值反映当地政府的负债率，其值过高可能会削弱地方政府信用，限制区域经济发展。相应地，政府可能会积极地提高资本运营效率，推动国有资产改革。
- ✓ 贵州、青海、云南省的负债率排名前三，2018年内蒙古自治区的负债率大幅提高。

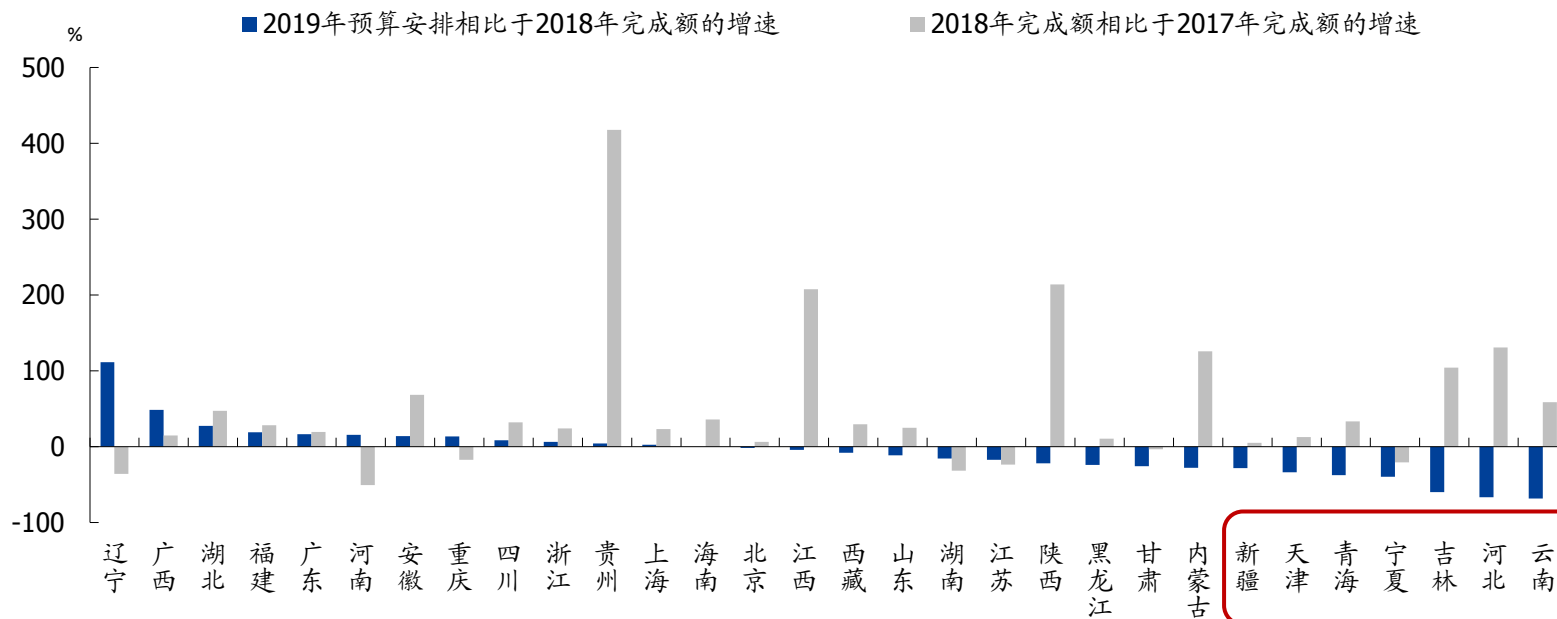
地方政府负债率



■ 跟踪地方财政压力的指标四：国有资本经营预算收入增速

- ✓ 从各省份公布的2019年国有资本经营预算收入安排来看，有17个省的预算低于2018年完成额，其中云南、河北等省份受去年高基数的影响，天津、陕西等省市则主要受国有企业经营效益下降的拖累。
- ✓ 受钢铁企业利润预期调增的影响，辽宁省的国有资本经营预算收入增速预期最高，增加部分可用于填补财政缺口。

各省份国有资本经营预算收入增速



资料来源：Wind，各省财政厅，国盛证券研究所

■ 当前可能会积极提高国有资本效率的省份

✓ 经过前述四个指标的筛选，可重点关注以下省份的国有企业改革。

重点关注省份

	青海	宁夏	新疆	云南	黑龙江	内蒙古	辽宁	海南	吉林	贵州
财政收入占GDP的比重	✓				✓	✓	✓	✓	✓	
一般公共预算财政赤字率	✓	✓	✓	✓	✓					✓
地方政府负债率	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓
国有资本经营预算收入增速	✓	✓	✓	✓					✓	

■ 在财政压力较大的省份中可重点关注的上市公司（青海省）

✓ 经过前述四个指标的筛选，可重点关注青海的上市地方国有企业改革。

重点关注上市公司

证券代码	证券简称	省份	城市	所属行业	公司属性	资产负债率 (%)	年化ROE (%)	年化总资产报酬率 (%)	年化总资产净利率 (%)
000792.SZ	盐湖股份	青海省	格尔木市	基础化工	地方国有企业	72.96	-8.27	0.96	-1.88
600117.SH	西宁特钢	青海省	西宁市	钢铁	地方国有企业	87.40	-26.98	-0.10	-3.14
600714.SH	金瑞矿业	青海省	西宁市	煤炭	地方国有企业	7.58	3.41	3.85	3.15
601168.SH	西部矿业	青海省	西宁市	有色金属	地方国有企业	63.58	7.89	6.02	3.45

本轮国企改革的投资主线四：地方财政压力倒逼

■ 在重点关注省份所属的上市公司中，筛选出同属于“双百行动”名单的上市公司

重点关注上市公司

证券代码	证券简称	省份	城市	所属行业	公司属性	资产负债率 (%)	年化ROE (%)	年化总资产报酬率 (%)	年化总资产净利率 (%)
000410.SZ	沈阳机床	辽宁省	沈阳市	机械	地方国有企业	96.07	-30.06	2.32	-1.34
000420.SZ	吉林化纤	吉林省	吉林市	基础化工	地方国有企业	60.71	5.99	4.02	2.62
000657.SZ	中钨高新	海南省	海口市	有色金属	中央国有企业	48.60	4.38	4.72	2.82
000698.SZ	沈阳化工	辽宁省	沈阳市	石油石化	中央国有企业	52.76	3.05	3.16	1.41
000881.SZ	中广核技	辽宁省	大连市	综合	中央国有企业	49.57	4.64	4.43	2.72
000928.SZ	中钢国际	吉林省	吉林市	建筑	中央国有企业	67.60	8.15	3.85	2.72
000960.SZ	锡业股份	云南省	昆明市	有色金属	地方国有企业	61.31	8.56	6.94	3.78
600010.SH	包钢股份	内蒙古自治区	包头市	钢铁	地方国有企业	64.82	6.07	4.41	2.09
600096.SH	云天化	云南省	昆明市	基础化工	地方国有企业	91.22	2.88	4.74	0.24
600231.SH	凌钢股份	辽宁省	凌源市	钢铁	地方国有企业	51.62	24.48	16.18	11.23
600251.SH	冠农股份	新疆维吾尔自治区	库尔勒市	农林牧渔	地方国有企业	51.92	8.53	4.27	3.51
600262.SH	北方股份	内蒙古自治区	包头市	机械	中央国有企业	48.77	8.97	9.24	11.12
600328.SH	兰太实业	内蒙古自治区	阿拉善盟	基础化工	中央国有企业	58.84	14.32	12.29	7.56
600853.SH	龙建股份	黑龙江省	哈尔滨市	建筑	地方国有企业	40.62	11.12	8.36	7.34
601069.SH	西部黄金	新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市	有色金属	地方国有企业	88.98	9.50	2.40	0.78
601106.SH	中国一重	黑龙江省	齐齐哈尔市	机械	中央国有企业	34.25	-2.67	-0.69	-1.78
601118.SH	海南橡胶	海南省	海口市	农林牧渔	地方国有企业	68.12	1.26	1.95	0.19
603069.SH	海汽集团	海南省	海口市	交通运输	地方国有企业	35.48	6.75	4.59	4.12

■ 近五年来，粤京沪等东部地区的国企改革较活跃

- ✓ 据不完全统计，2014年以来，在已进行过混改的上市国企中，约70%的公司位于东部地区，其中，排名靠前的省市为广东省、北京市、上海市、山东省等。

东部地区国企改革较活跃

■ 当地进行过混改的上市国企数占混改总数的比重



■ 山西等地方政府表态更加积极的省份国改预期强劲

- ✓ 2019年4月15日，山西省国资委召开会议并提出，2019年山西国资国企混改将放开股权比例限制，让投资者有更大的股权比例空间；明确要求省属国企煤炭增加值比重下降到52.8%以下。

山西省国资系统再次加压国企改革决战决胜，目标直指全国第一方阵

2019年生产经营目标	省属国企利润总额同比增长 10%以上 ，资产负债率同比下降 1.5个百分点 ，煤炭增加值比重下降到 52.8%以下 。
2019年重点工作	<ol style="list-style-type: none">1、“一个持续”：保持国有企业持续稳健发展态势；2、“三大突破”：在优化国有资本布局、加速混合所有制改革、推行市场化契约化管理上实现三个重大突破，推动国企质量、效率和动力变革；3、“五大支撑”：在优化公司治理结构、防范化解重大风险、解决历史遗留问题、完善国资管理体制、加强国企党的建设五方面加强支撑。

■ 未来可关注的广东省混改国企

广东省部分上市国企名单

代码	名称	上市日期	省份	中信一级行业	中信二级行业	总市值 (亿元)	2017年净利润 (亿元)	pe_ttm (%)	pb_lyr (%)	股息率_ttm (%)	ROE_ttm (%)	2015-2017年净 利润复合增长 率 (%)	2018H1资产 负债率 (%)
000025.SZ	特力A	1993-06-21	广东省	汽车	汽车销售及服务II	94.6	0.7	116.9	9.7	0.0	4.9	667.9	30.1
000070.SZ	特发信息	2000-05-11	广东省	通信	通信设备制造	105.3	3.0	38.2	4.5	0.2	10.7	320.2	63.5
000088.SZ	盐田港	1997-07-28	广东省	交通运输	公路铁路	144.5	4.3	30.4	2.1	0.3	6.2	-8.6	25.2
000651.SZ	格力电器	1996-11-18	广东省	家电	白色家电II	3,910.2	225.1	13.9	6.0	0.9	37.0	57.9	63.6
002152.SZ	广电运通	2007-08-13	广东省	计算机	计算机硬件	172.2	9.6	25.7	1.9	2.8	6.8	17.9	24.8
002465.SZ	海格通信	2010-08-31	广东省	国防军工	其他军工II	236.0	3.4	54.9	2.8	0.8	4.2	-35.3	23.7
002544.SZ	杰赛科技	2011-01-28	广东省	通信	通信设备制造	90.9	2.1	577.5	4.3	0.7	2.7	129.6	64.8
600332.SH	白云山	2001-02-06	广东省	医药	中药生产	665.4	21.2	20.0	3.2	0.9	22.6	75.0	54.1
600685.SH	中船防务	1993-10-28	广东省	国防军工	其他军工II	205.2	1.0	-14.7	2.8	0.0	-7.2	-33.1	63.4
600999.SH	招商证券	2009-11-17	广东省	非银行金融	证券II	1,154.6	58.0	28.0	1.5	1.9	5.1	49.4	73.7

本轮国企改革的投资主线五：继续跟进国改活跃地区

■ 未来可关注的北京市混改国企

北京市部分上市国企名单

代码	名称	上市日期	省份	中信一级行业	中信二级行业	总市值 (亿元)	2017年净利润 (亿元)	pe_ttm (%)	pb_lyr (%)	股息率_ttm (%)	ROE_ttm (%)	2015-2017年净 利润复合增长 率 (%)	2018H1资产 负债率 (%)
000065.SZ	北方国际	1998-06-05	北京	建筑	建筑施工 II	109.6	5.4	18.6	2.6	0.6	15.3	142.1	62.9
000666.SZ	经纬纺机	1996-12-10	北京	非银行金融	信托及其他	109.5	29.4	14.0	1.3	1.8	8.6	47.0	46.9
000786.SZ	北新建材	1997-06-06	北京	建材	其他建材	337.4	23.5	13.7	2.4	1.9	20.7	60.3	20.9
000959.SZ	首钢股份	1999-12-16	北京	钢铁	普钢	242.8	31.1	9.4	0.9	0.0	10.9	10,979.7	73.0
600058.SH	五矿发展	1997-05-28	北京	钢铁	其他钢铁	95.0	0.3	-11.8	1.4	0.0	-7.2	124.8	65.7
600372.SH	中航电子	2001-07-06	北京	国防军工	航空航天	303.9	5.6	63.4	4.0	0.3	4.6	-8.9	65.1
600900.SH	长江电力	2003-11-18	北京	电力及公用事业	发电及电网	3,689.4	222.7	16.3	2.7	4.1	17.5	88.3	57.1
601186.SH	中国铁建	2008-03-10	北京	建筑	建筑施工 II	1,546.9	169.2	9.1	1.0	1.5	10.7	46.2	77.8
601390.SH	中国中铁	2007-12-03	北京	建筑	建筑施工 II	1,636.7	142.0	10.0	0.9	1.5	10.7	33.0	78.6
601800.SH	中国交建	2012-03-09	北京	建筑	建筑施工 II	1,966.2	213.2	11.6	1.2	1.7	9.3	54.9	76.7

■ 未来可关注的上海市混改国企

上海市部分上市国企名单

代码	名称	上市日期	省份	中信一级行业	中信二级行业	总市值 (亿元)	2017年净利润 (亿元)	pe_ttm (%)	pb_lyr (%)	股息率_ttm (%)	ROE_ttm (%)	2015-2017年净 利润复合增长 率 (%)	2018H1资产 负债率 (%)
600104.SH	上汽集团	1997-11-25	上海	汽车	乘用车 II	3,461.8	471.2	9.6	1.5	6.2	16.2	23.2	63.9
600170.SH	上海建工	1998-06-23	上海	建筑	建筑施工 II	349.9	27.9	12.6	1.1	3.4	8.7	50.9	84.7
600021.SH	上海电力	2003-10-29	上海	电力及公用事业	发电及电网	244.2	14.3	19.1	1.9	2.0	7.2	-26.8	77.7
600171.SH	上海贝岭	1998-09-24	上海	电子元器件	半导体 II	98.0	1.8	96.1	4.0	0.6	4.9	332.8	9.5
600278.SH	东方创业	2000-07-12	上海	商贸零售	贸易 II	76.5	2.0	50.4	2.1	0.7	3.6	20.6	46.4
600500.SH	中化国际	2000-03-01	上海	基础化工	化学制品	185.8	13.7	17.9	1.7	1.1	9.3	54.9	62.3
600602.SH	云赛智联	1990-12-19	上海	电子元器件	电子设备 II	131.1	3.1	55.1	3.7	0.6	6.3	127.0	26.6
600612.SH	老凤祥	1992-08-14	上海	商贸零售	零售	193.1	14.7	19.9	4.3	2.3	22.6	19.7	52.2
601611.SH	中国核建	2016-06-06	上海	建筑	建筑施工 II	253.1	10.0	27.5	2.7	0.5	8.1	36.8	86.2
600835.SH	上海机电	1994-02-24	上海	机械	通用设备	176.7	23.6	14.9	1.8	2.6	13.3	31.2	63.2

■ 未来可关注的山东省混改国企

山东省部分上市国企名单

代码	名称	上市日期	省份	中信一级行业	中信二级行业	总市值 (亿元)	2017年净利润 (亿元)	pe_ttm (%)	pb_lyr (%)	股息率_ttm (%)	ROE_ttm (%)	2015-2017年净 利润复合增长 率 (%)	2018H1资产 负债率 (%)
000338.SZ	潍柴动力	2007-04-30	山东省	汽车	汽车零部件II	1,062.8	91.8	12.6	2.8	3.2	22.0	58.7	70.3
000423.SZ	东阿阿胶	1996-07-29	山东省	医药	中药生产	322.9	20.4	15.5	2.9	1.8	16.1	48.9	18.1
000830.SZ	鲁西化工	1998-08-07	山东省	基础化工	农用化工	225.4	19.5	8.6	2.1	1.9	29.3	440.0	60.2
000951.SZ	中国重汽	1999-11-25	山东省	汽车	商用车	137.0	11.7	15.1	2.3	3.3	16.9	104.0	76.3
002376.SZ	新北洋	2010-03-23	山东省	计算机	计算机硬件	110.4	3.5	29.0	3.5	1.2	12.3	4.3	27.8
600022.SH	山东钢铁	2004-06-29	山东省	钢铁	普钢	214.6	19.6	10.2	1.1	0.0	16.7	240.7	56.3
600309.SH	万华化学	2001-01-05	山东省	基础化工	化学原料	1,485.7	133.1	14.0	5.4	0.0	40.5	313.6	49.2
600350.SH	山东高速	2002-03-18	山东省	交通运输	公路铁路	247.3	28.8	8.4	0.9	3.5	13.2	18.0	46.5
600547.SH	山东黄金	2003-08-28	山东省	有色金属	贵金属	608.2	11.9	75.6	3.0	0.1	5.5	39.9	58.5
600783.SH	鲁信创投	1996-12-25	山东省	建材	其他建材	166.9	0.4	1,190.2	4.8	0.2	8.0	-85.9	37.1

■ 未来可关注的山西省混改国企

山西省部分上市国企名单

代码	名称	上市日期	省份	中信一级行业	中信二级行业	总市值 (亿元)	2017年净利润 (亿元)	pe_ttm (%)	pb_lyr (%)	股息率_ttm (%)	ROE_ttm (%)	2015-2017年净 利润复合增长 率 (%)	2018H1资 产负债率 (%)
000968.SZ	蓝焰控股	2000-06-22	山西省	石油石化	石油开采II	136.0	4.8	20.9	3.5	0.0	18.7	142.2	52.0
000983.SZ	西山煤电	2000-07-26	山西省	煤炭	煤炭开采洗选	234.1	18.4	13.6	1.3	0.5	10.8	425.1	61.4
600123.SH	兰花科创	1998-12-17	山西省	煤炭	煤炭开采洗选	100.4	6.2	9.8	1.1	2.5	13.5	3,755.5	57.2
600281.SH	太化股份	2000-11-09	山西省	基础化工	化学原料	27.6	0.1	-24.0	6.3	0.0	-8.5	-64.7	67.6
600348.SH	阳泉煤业	2003-08-21	山西省	煤炭	煤炭开采洗选	161.1	16.9	8.2	0.8	3.1	10.9	164.4	57.7
600546.SH	山煤国际	2003-07-31	山西省	煤炭	煤炭开采洗选	110.4	10.9	27.1	2.0	0.0	13.1	168.4	79.0
600691.SH	阳煤化工	1993-11-19	山西省	基础化工	农用化工	77.2	0.0	60.0	1.3	0.0	3.8	124.3	86.4
600740.SH	山西焦化	1996-08-08	山西省	煤炭	煤炭化工	165.1	0.9	10.8	1.8	0.0	29.4	332.9	49.4
601001.SH	大同煤业	2006-06-23	山西省	煤炭	煤炭开采洗选	95.4	13.8	15.9	1.7	0.0	15.8	107.9	62.2
601699.SH	潞安环能	2006-09-22	山西省	煤炭	煤炭开采洗选	260.9	24.7	9.8	1.1	3.3	13.2	230.0	66.0

■ 从五大主线角度筛选，从宏观层面识别本轮国企改革潜在标的

代码	名称	上市日期	2018年年报披露日	所属省份	中信一级行业	中信二级行业	总市值(亿元)	2017年净利润(亿元)	pe_ttm	pb_lyr	股息率_ttm	ROE_ttm	2015-2017年净利润复合增长率(%)	2018H1资产负债率(%)	2017年研发投入占营收比重(%)	2017年研发人员数量占比(%)	YTD (%)
601390.SH	中国中铁	2007-12-03	2019-03-30	北京	建筑	建筑施工 II	1732	142	10	1	1	8.97	15.75	79	2	8.60	8.44
000928.SZ	中钢国际	1999-03-12	2019-03-29	吉林省	建筑	建筑施工 II	89	4	20	2	2	9.73	37.10	64	-	-	62.53
600742.SH	一汽富维	1996-08-26	2019-03-29	吉林省	汽车	汽车零部件 II	73	6	15	2	3	10.20	-5.42	42	1	2.82	44.19
600406.SH	国电南瑞	2003-10-16	2019-04-29	江苏省	电力设备	电站设备 II	974	37	21	5	2	18.03	36.18	43	7	28.10	13.71
300034.SZ	钢研高纳	2009-12-25	2019-03-21	北京	国防军工	其他军工 II	66	0	62	4	0	-	-19.17	23	5	35.25	71.28
600115.SH	东方航空	1997-11-05	2019-03-30	上海	交通运输	航空机场	1130	68	42	2	1	4.86	22.96	75	-	-	64.42
000786.SZ	北新建材	1997-06-06	2019-03-20	北京	建材	其他建材	360	24	15	3	2	17.27	28.47	21	2	6.70	54.94
002051.SZ	中工国际	2006-06-19	2019-04-02	北京	建筑	建筑施工 II	181	14	15	2	2	13.26	19.63	52	3	16.26	46.57
600029.SH	南方航空	2003-07-25	2019-03-30	广东省	交通运输	航空机场	1115	68	37	2	1	4.59	49.41	72	0	1.96	36.90
601238.SH	广汽集团	2012-03-29	2019-03-30	广东省	汽车	乘用车 II	1376	108	13	2	3	14.24	50.16	38	4	14.44	30.71
601800.SH	中国交建	2012-03-09	2019-03-30	北京	建筑	建筑施工 II	2252	213	11	1	2	9.98	14.01	77	2	-	23.62
601668.SH	中国建筑	2009-07-29	2019-04-12	北京	建筑	建筑施工 II	2716	466	8	1	2	15.68	13.43	79	1	4.30	13.51
601186.SH	中国铁建	2008-03-10	2019-03-30	北京	建筑	建筑施工 II	1635	169	9	1	1	10.56	12.28	78	2	14.56	10.76

- 政策推出及执行力度不及预期
- 经济下行超预期，导致国企改革内外环境有所恶化
- 报告所涉及个股，均仅从宏观维度筛选，未考虑个股基本面情况

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。