



东兴证券
DONGXING SECURITIES

股权多元叠加市场激励 国企效率公平愿景可期

— 国企混改专题报告系列二

2019年5月27日

宏观经济

专题报告

投资摘要：

国企混改背景与试点概括

- ◆ 第一批国企混改试点突破了国企改革的体制障碍，为后续的国企混改形成了“示范效应”，国企改革涉及到诸多群体的利益，因此国企改革落地难及预期，但即使是小小的突围改革，也为国企将来的全面深化改革奠定了基础。
- ◆ 第二批国企混改也仍然以引进外部投资者为主，引进外部投资者有利于倒逼国有企业进行改革，外部投资者的引入有利于构建多方博弈格局，进而重塑国有企业管理层的股东生态。

第二批国企混改试点落地成效显著

- ◆ 中金珠宝的混改稀释了中国黄金集团公司持股比例，引进了金融系的战略投资方和产业投资方，管理层及核心骨干员工也参与持股，股权结构得到了有效的优化，多方参股能有效地发挥各方合力，有利于提升中金珠宝的运营效率和利益分配公平。
- ◆ 湖南航天引入民营资本的进入有利于公司治理模式进一步向市场化看齐，通过市场机制来激活湖南航天的技术资本和人力资本。
- ◆ 中粮集团具有极高的品牌和信誉溢价，拥有庞大的产业资源和客户群体，因此中粮资本也能吸引雄厚实力的战略投资者合作，进而形成强强联合的资源整合效应。

基于公司价值视角下的国企混改战略思考

- ◆ 从 DCF 模型的分子端看：战略投资人对于国企的运营效率和成本收益会形成倒逼效应，国企混改有利于提升企业经营活力，提升企业的息税前利润。
- ◆ 管理层股权激励有利于管理效率提升，公司运营管理费用率合理改善，企业资本性支出减少，管理层股权激励提升国有企业人力资本的积极性，使企业经营性应收项目增加额提升，流动资产提升，增加公司自由现金流，进而提升公司内在价值。
- ◆ 从 DCF 模型的分母端加权平均成本角度来看：国有企业混改和实行管理层股权激励后，国企权益方基于对于混改国企的基本面、品牌和商誉价值的外溢效应长期看好，国企的股东权益方或降低对最低年度收益率的要求，使得股本成本降低，进而提升公司价值。

风险提示：国企改革涉及因素复杂 落地进度或不及预期

分析师：
汤黎明

Tel:010-66554033

tang_lm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519010003

图：国企混改指数点位变动情况



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

相关研究报告

1. 宏观事件点评：国企混改机遇显现 社会资本和外资或受益
2019年4月4日
2. 宏观事件点评：国企改革落地提速 市场化激励模式可期
2019年3月19日

目录

1. 国企混改背景与试点概括.....	3
1.1 第一批国企混改企业概括.....	3
1.2 第二批9家国企混改企业概括.....	4
2. 中金珠宝混改有利于资源整合和发挥协同效应.....	4
2.1 中金珠宝积极引进战略投资者.....	5
2.2 中金珠宝股权结构优化有利于发挥协同效应.....	5
3. 湖南航天以混改促市场化经营和激励转型.....	5
3.1 湖南航天积极引入社会资本和聚焦主业发展.....	6
3.2 湖南航天引入社会资本有利于向市场化转型.....	6
4. 中粮集团引入雄厚社会资本助力混改.....	7
4.1 中粮资本国企混改渐进有序进行.....	7
4.2 国企混改有利于中粮集团强强联合.....	8
5. 中盐集团混改落地动态及进展.....	9
6. 国企混改的经验借鉴和战略思考.....	10
6.1 国企实现效率与公平原则是其历史使命.....	10
6.2 基于公司价值视角下的国企混改.....	10

插图目录

图 1: 中国航天科工集团近几年的营业总收入和净利润 (万元).....	6
图 2: 中国粮油控股集团近年的营业总收入和净利润 (万元).....	7
图 3: 第二阶段混改完成后中粮资本投资有限公司的股权结构.....	8

表格目录

表 1: 第一批国企混改试点名单.....	3
表 2: 第二批9家混改企业名单.....	4
表 3: 中金珠宝增资扩股后的主要股权结构.....	5
表 4: 湖南航天混改方案.....	6
表 5: 第一阶段混改完成后中粮资本投资有限公司的股权结构 (万元).....	8
表 6: 增资扩股前中盐股份股权结构.....	9

1. 国企混改背景与试点概括

据发改委披露：目前第一、二批 19 家混合所有制改革试点企业改革工作正有序推进。第一批混改试点的“6+1”名单包括：东航集团、联通集团、哈电集团、南方电网、中国核建、中国船舶工业集团以及浙江省国有企业。2017 年 4 月，国家发改委政策研究室主任严鹏程透露：在 2016 年启动实施第一批 9 家混改试点基础上，次年 3 月启动第二批 10 家混改试点工作。据发改委披露：2016 年以来，混改已在重点领域确定三批 50 家试点企业，其中中央企子企业 10 家，地方国企 21 家。近日，国务院国有企业改革领导小组审议通过了国有企业混合所有制改革第四批试点名单，第四批混改试点企业共 160 家，其中，中央企业系统 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。

1.1 第一批国企混改企业概括

表 1：第一批国企混改试点名单

混改试点	上市企业	行业	混改动态
联通集团	中国联通	通信	2017 年 4 月 6 日停牌正在筹划并推进开展与混合所有制改和相关的重大事项
东航集团	东方航空	交通运输	2016 年 11 月 29 日，公司公告将持有的东航物流 100% 股权转让给控股股东东航集团下属全资子公司东方航空产业投资有限公司。
南方电网	文山电力	公用事业	2017 年 1 月 8 日，研究编制《南方电网公司关于 2017 年全面深化改革的指导意见（征求意见稿）》
中国核建	中国核建	土木工程	2017 年 3 月 2 日，集团旗下中核新能源成为集团首个完成战略投资人引入工作的混改企业
哈电集团	*ST 佳电	电气设备	2017 年 4 月，哈电集团混合所有制改革试点方案已获国家发改委批复。内部已经启动合资公司筹备工作，成立合资公司筹备组。
中国船舶	中国船舶	国防军工	集团已初步提出若干混改实施原则：优先选择在纯民品、竞争性强的业务领域进行积极混改；持续做好资产证券化工作，提高净资产收益率；优先支持人力资本和技术要素占比较高的相关单位开展员工持股试点工作。
	中船防务	国防军工	
	中船科技	国防军工	
浙江国资委	海正药业	生物医药	2017 年 4 月 10 日，浙江公布首批 5 家国企混改员工持股试点名单，5 家企业入选，其中海正药业是唯一上市公司

资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

2016 年 3 月，发改委提出国企改革要在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐，要形成可复制推广的经验。2016 年 4 月，被发改委列

入第一批混合所有制改革试点的企业有：东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中船集团等 9 家。第一批国企混改试点突破了国企改革的体制障碍，为后续的国企混改形成了“示范效应”，国企改革涉及到诸多群体的利益，因此国企改革落地难及预期，但即使是小小的突围改革，也为国企将来的全面深化改革奠定了基础。

1.2 第二批 9 家国企混改企业概括

表 2：第二批 9 家混改企业名单

混改试点	上市企业	最新动态
中国国航	航空	引入民营快递巨头，组件货运航空公司。
中粮资本	金融	定向增发，引资规模约 75 亿元
中车产投	能源	引入复星国际、国投创新，探索国有资本投资公司运作模式
长江三峡	电力	新设配售电公司
中金珠宝	珠宝	引入复星、腾讯、顺丰等民营企业
中核科技	核工业	引入中广核、国电投、中核建、大唐和华能。
中航信	信息服务	引入 3-4 家外部投资者，占股 51%-55%
湖南航天	航天	引入非国有战略投资者，航天科工持股比例降至 60%。
中国盐业	食品	将食盐批发业务注入中盐股份，并在中盐股份引入优势互补的非国有战略投资者、财务投资者和地方优势盐业企业。

资料来源：新浪财经，东兴证券研究所

据发改委披露：第一、二批 19 家混合所有制改革试点企业有序推进，涉及资产 9400 多亿元，共引入外部投资者 52 家。2017 年，国有资本投资运营公司在原有 2 家试点的基础上，扩展到了“2+8”共计 10 家，目前官方公开披露了其中的 9 家。第二批国企混改也仍然以引进外部投资者为主要战略，引进外部投资者有利于倒逼国有企业进行改革，尤其民营企业等投资者对于成本收益极为敏感，对于公司经营效率也有着更高的要求，外部投资者的引入有利于构建多方博弈格局，进而重塑国有企业管理层的股东生态。

2. 中金珠宝混改有利于资源整合和发挥协同效应

据华夏时报报道：中国黄金集团党委书记、董事长宋鑫于 2019 年 3 月表示，中国黄金集团下属的中国黄金集团珠宝有限公司于 2017 年被纳入第二批混改试点，目前在全力以赴向上市的方向发展。据国资委披露：三十多家企业先后对参与中金珠宝混改项目成为战略投资者表示浓厚兴趣，最终中金珠宝引入七家战略投资者和一家产业投资者。战略投资者对于具有独特资源优势的国企混改往往兴趣浓厚，首先国企大多具有良好的信用背景，有政府部门的信用背书，尤其部分国企的股东还是国家部委。国企拥有的股东背景能够为公司带来广泛的商业关系资源，国企的销售端也能受益于政府的支持，因此参与国企混改无疑是分享国企制度性红利的最好机遇。

2.1 中金珠宝积极引进战略投资者

中金珠宝是中国黄金集团公司的二级子企业，黄金集团持股约 90%，两家民营资本持股约 10%。2017 年被纳入第二批混改试点后，2018 年 8 月又成功入围“双百行动”企业名单。据新浪财经报道：2017 年 8 月，中金珠宝与中信证券、京东、兴业银行、中融信托、建信信托、越秀金控、浚源资本 7 家战略投资方、产业投资方彩凤金鑫和持股员工代表举行混合所有制改革增资协议签约仪式。按照协议内容，战略投资方中信证券、京东、兴业银行、中融信托、建信信托、越秀金控、浚源资本持股比例合计为 24.52%；产业投资方北京彩凤金鑫将持股 9.81%；管理层及核心骨干员工也将参与持股。本次增资扩股完成后，中国黄金集团公司持股比例已降至 43%。中金珠宝的混改稀释了中国黄金集团公司持股比例，引进了金融系的战略投资方和产业投资方，管理层及核心骨干员工也参与持股，股权结构得到了有效的优化，多方参股能有效地发挥各方合力，有利于提升中金珠宝的运营效率和利益分配公平。

2.2 中金珠宝股权结构优化有利于发挥协同效应

表 3：中金珠宝增资扩股后的主要股权结构

股东名称	持股比例
中国黄金集团有限公司	43.07%
北京彩凤金鑫商贸中心（有限合伙）	9.81%
中信证券投资有限公司	6.98%
中金黄金股份有限公司	6.58%
宿迁涵邦投资管理有限公司	5.01%
嘉兴融勤投资合伙企业（有限合伙）	3.94%
宁波梅山保税港区雾荣投资管理合伙企业（有限合伙）	3.94%
西藏领航壹号创业投资合伙企业（有限合伙）	2.89%
霍尔果斯信华实股权投资管理合伙企业（有限合伙）	2.83%
西藏绿通壹号创业投资合伙企业（有限合伙）	2.76%

数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

据 wind 资讯披露：中金珠宝致力构建“大金融”战略体系，直营体系加强与国有企业总部和地方政府深度合作，打造中心旗舰店，大客户以中国集邮和工商银行战略合作；银行业务以“投资类产品创规模，文化类产品创效益”为经营理念，推进三方服务的标准化、流程化；中金珠宝正按照国资委批准的混改方案推进上市，珠宝公司 IPO 事宜已经进入实质性阶段，按时间表完成增资扩股，加速 IPO 进程。中金珠宝股权分散既有利于减少对于中国黄金集团的单一依赖，又有利于争取其他战略投资方的支持，其他战略投资方对于中金珠宝的销售端有望提供业务协同支持。因此，中金珠宝股权结构多元化对中金珠宝的客户资源拓展有极大帮助，对于依靠优质客户群盈利的企业，股权适度分散比股权集中更具备经营优势。

3.湖南航天以混改促市场化经营和激励转型

3.1 湖南航天积极引入社会资本和聚焦主业发展

据 wind 资讯披露:2016 年,湖南航天工业总公司改制为湖南航天有限责任公司。2017 年,湖南航天成为国家发改委第二批 9 家混改试点单位之一,纳入本次混改范围的为湖南航天 8 家全资及控股子公司,具体为远望公司、诚远公司、新材料院、湖南磁电、武汉磁电、三丰公司、天麓检测和航天凯天。湖南航天机电设备与特种材料研究所(7801 所)作为国家首批生产经营类军工科研院所转制单位,于 2018 年年底前整体转制为科技型企业,7801 所于完成转制后通过评估作价整体注入湖南航天混改后的新公司。

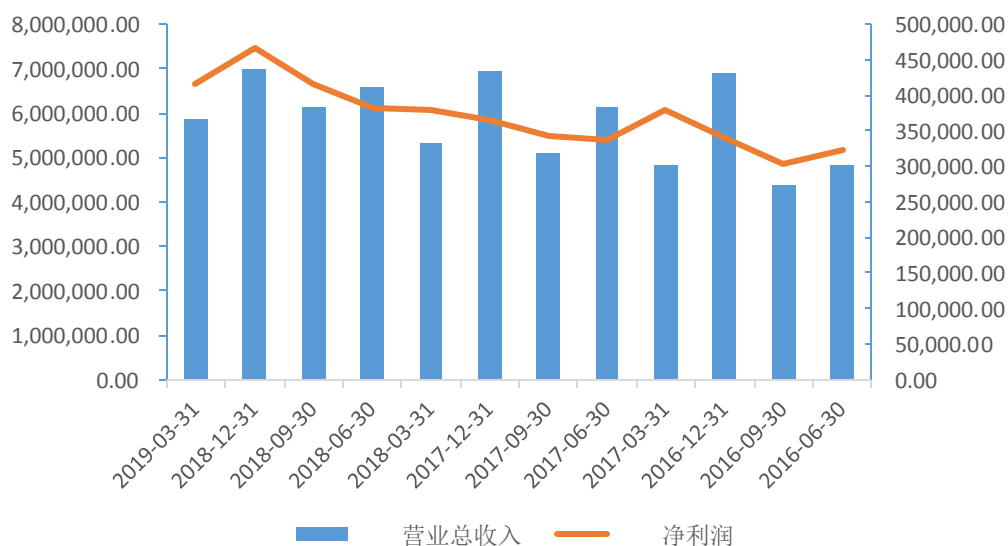
表 4: 湖南航天混改方案

时间	内容
混改	股权结构
	原股东合计持股比例不低于 67%, 新增股东合计持股比例不低于 20%且不超过 33%。
初期	引资价格
	以经备案的评估价值为基础, 履行交易所挂牌程序, 新增股东价格一致同股同权。
	员工持股
	根据国家相关政策择机实施员工持股计划。
数据来源	战略投资者
	混改拟引入 3-5 家非外资背景的“非国有资本”或“非国有资本+国有资本”战略投资者。拟引入的战略投资者为: 与公司未来业务具有战略协同效应和互补效应的投资者; 自身或其出资人与公司主营业务有上下游关系的投资者; 财务投资者等。
WIND	募集资金投向
	主要用于提升湖南航天现有产业的能力建设, 聚焦发展“航天装备及新材料、环保系统工程”两大主业, 以将公司打造成主业突出、盈利能力强的企业集团。超募资金将围绕主业发展, 按照“小规模、高科技、补短板”原则开展收并购, 以及补充流动资金, 改善资本结构。

数据来源: Wind 资讯, 东兴证券研究所

3.2 湖南航天引入社会资本有利于向市场化转型

图 1: 中国航天科工集团近几年的营业总收入和净利润(万元)



数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

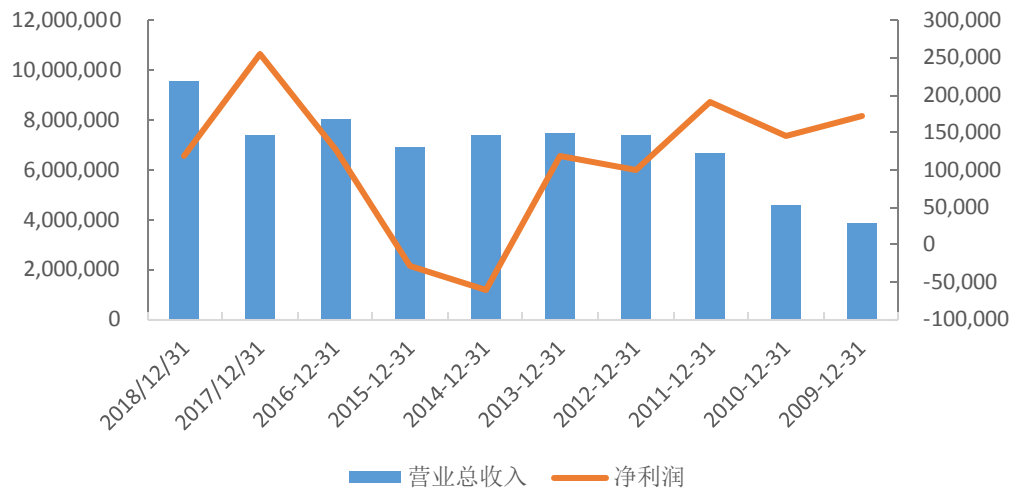
受益于国企混改，2018 年第四季度中国航天科工集团净利润达到最高点。据湖南航天官网披露：2017 年 4 月，湖南航天被国家发改委纳入混改第二批试点单位，作为集团公司内唯一一家国家军工混改试点单位。湖南航天成立混改专项组织机构，从“引入社会资本、转换经营机制、强化基业主业、调整三大结构、解决历史遗留问题、防范重大风险”等六方面，全面推进混改工作。湖南航天国企混改有利于发挥军工类企业人力资本的积极性，长期以来，我国军工类国企技术含量高，但尚未形成市场化薪酬激励机制，因此该类国企核心骨干员工人才容易流失。湖南航天引入民营资本的进入有利于公司治理模式进一步向市场化看齐，通过市场机制来激活湖南航天的技术资本和人力资本，鉴于湖南航天本身具备高精尖的技术储备，在国企混改的催化下，湖南航天旗下的子公司有望焕发出国企新的生命力和活力。

4. 中粮集团引入雄厚社会资本助力混改

中粮集团有限公司是国资委首批国有资本投资公司试点央企之一，其子公司中粮资本是发改委确定的混改试点企业之一。中粮资本投资有限公司混合所有制改革取得重要成果，中原特钢成为国内首家以农业金融为特色的央企金融控股上市公司。

4.1 中粮资本国企混改渐进有序进行

图 2：中国粮油控股集团近年的营业总收入和净利润（万元）



数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

2018 年中粮集团营业收入创近十年来新高，超过 950 亿元，2018 年净利润达 11.79 亿元。2018 年 4 月，中原特钢经无偿划转控股成为中粮集团控股上市公司。中原特钢向弘毅弘量、温氏投资等七家投资人发行股份，购买其合计持有的中粮资本 35.49% 股权。交易完成后，中原特钢将持有中粮资本 100% 股权，并通过中粮资本持有中粮信托 76.01% 股权、中粮期货 65% 股权、中英人寿 50% 股权、中粮资本(香港)100% 股权、龙江银行 20% 股权。

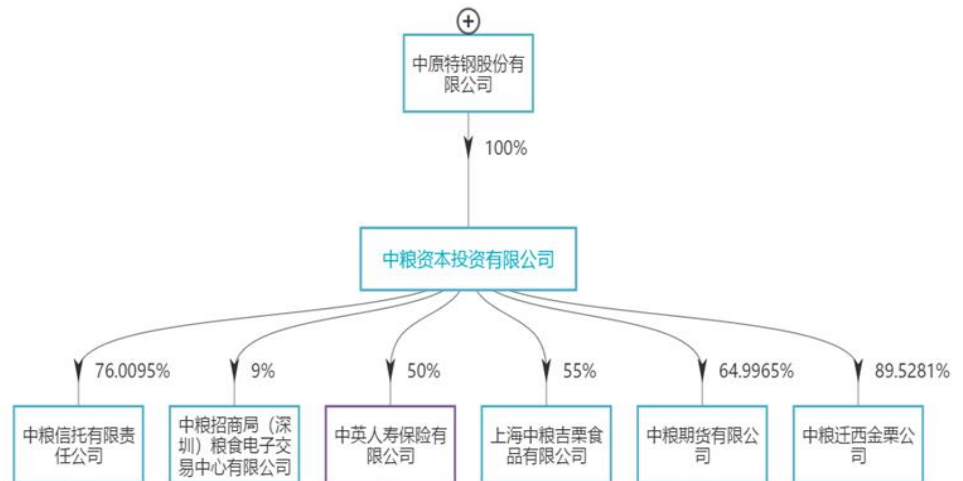
表 5：第一阶段混改完成后中粮资本投资有限公司的股权结构（万元）

股东名称	出资额	出资比例
中粮集团有限公司	86,244.8417	64.51%
北京首农集团有限公司	6,189.8212	4.63%
广东温氏投资有限公司	6,877.5790	5.14%
弘毅弘量（深圳）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	12,379.6424	9.26%
宁波梅山保税港区雾繁投资管理合伙企业（有限合伙）	5,502.0633	4.12%
上海国际集团资产管理有限公司	5,502.0632	4.12%
中国国有企业结构调整基金股份有限公司（诚通）	5,502.0635	4.12%
中国航发资产管理有限公司	5,502.0633	4.12%
合计	133,700.1376	100.00%

数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

据人民网披露：中粮集团有中粮置地、中粮包装、中粮工科、中粮肉食、中国茶叶、中粮资本等 14 家专业化公司完成“混改”。混改之前，中粮资本是中粮集团旗下专注金融业务的专业化公司，注册资本为 10 亿元，由中粮集团 100% 持股。混改完成后，中粮资本成为中原特钢的全资子公司。

图 3：第二阶段混改完成后中粮资本投资有限公司的股权结构



数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

4.2 国企混改有利于中粮集团强强联合

中粮集团混改 2.0 模式的主要思路为：在积极推动下属企业引入外部投资者、完善现代企业制度、优化以董事会为核心的公司治理机制、探索员工持股和 Pre-IPO 股权激励约束机制。中粮资本运用“引入战投+引入基金+员工持股”的“模式+配套”方式。2017 年 4 月，中粮资本表示：将通过“增资+售股”的方式募资 80 亿元，以增资入股的形式募资 60 亿元，以增资价格向投资方转让价值 20 亿元的对对应股权。中粮资本实际募资 69 亿元，确定北京首农、温氏投资、弘毅弘量、雾繁投资、上海国际、国有企业结构调整基金和航发资管 7 家投资人。中粮集团通过国企混改，有利于发挥不同板块的专业优势，引入外界的社会资本有助于中粮集团借助外力将自身的资源优势进一步

放大。中粮集团具有极高的品牌和信誉溢价，拥有庞大的产业资源和客户群体，因此中粮资本也能吸引雄厚实力的战略投资者合作，进而形成强强联合的资源整合效应。预期中粮集团的国企混改，将给中粮集团的各子公司注入更多的社会资源，各子公司也将在国企混改中在各自比较优势的领域中发展壮大。

5.中盐集团混改落地动态及进展

中盐集团是我国盐业行业的龙头企业，体量位居世界第二、亚洲第一。中盐在 2017 年下半年启动公司改制工作，改制为国有独资公司。2018 年 11 月，中国盐业集团与广东省盐业集团关于广盐股份混合所有制改革框架协议签订仪式在广州举行。2018 年 12 月，中国盐业集团与内蒙古自治区盐业公司关于额吉淖尔盐场混合所有制改革框架协议签订仪式在呼和浩特市举行。

表 6：增资扩股前中盐股份股权结构

股东名称	出资比例
中国盐业集团有限公司	92.475%
广东省盐业集团有限公司	2.316%
太原钢园盐业有限公司	1.158%
重庆化医控股有限责任公司	1.158%
安徽省盐业投资控股集团有限公司	1.158%
天津市长芦盐业集团有限公司	0.579%
江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司	0.578%
浙江省盐业集团有限公司	0.578%
合计	100.00%

数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

中盐股份公告显示：2017 年和 2018 年 1-6 月，中国盐业股份有限公司营收分别为 61.43 亿元和 26.46 亿元；净利润分别为 3.63 亿元和 2.98 亿元；总资产分别为 121.88 亿元和 123.71 亿元；负债总计分别为 40.95 亿元和 40.16 亿元。增资扩股前，中盐股份的前三大股东分别是中盐集团、广东省盐业集团和太原钢园盐业有限责任公司。三者持有中盐股份 92.475%、2.316%和 1.158%。

表 7：增资扩股后中盐股份股权结构

股东名称	出资比例
中国盐业集团有限公司等原股东	60.1%
新股东（不少于 2 家）	39.9%
合计	100.00%

数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

据新京报报道：2018 年 11 月，中国盐业股份有限公司在北京产权交易所挂出增资项目，公司拟通过增资扩股引入不少于 2 家投资者。北交所网站显示，中盐股份本次交易完成后，原股东所持股份数不低于 47.50 亿股股份（约占总股本的 60.1%），新增股东所持股份数不超过 31.50 亿股股份（约占总股本的 39.9%）。中国盐业集团的混

改既要保持国有资本保值增值又要保证我国战略资源的安全，涉及到国计民生安全的领域混改必须保持国有的绝对控制地位，这也是国企混改中要把握的战略性和安全性原则。

6. 国企混改的经验借鉴和战略思考

6.1 国企实现效率与公平原则是其历史使命

当前不少国有企业均有国资背景，有些国有企业的最高层股东为国资委、财政部等，因此国有企业的股本相当一部分来自于国有出资，国有资金的最终来源为纳税人的税收收入，因此国有企业从资金的来源就决定了其公共服务的职能属性。国有企业的混合所有制改革通过引入外部社会资本倒逼国有企业加快体制改革，民营资本对于成本效益等极为敏感，因此国有企业股权的多元化有利于催化国有企业的市场化转型。在部分非重大国计民生领域，国有企业引入外资和民营企业有利于通过多方博弈，构建更为公平和效率的运转体系。

6.2 基于公司价值视角下的国企混改

从 DCF 模型的分子端公司自由现金流层面来看：国企混改通过引入战略投资人实行股权多元化，战略投资人对于国企的运营效率和成本收益会形成倒逼效应，因此国企混改有利于提升企业经营活力，提升企业的息税前利润。针对管理层股权激励有利于发挥公司管理层的人力资本积极性，留住核心的骨干人才。管理层股权激励有利于管理效率提升，公司运营管理费用率合理改善，企业经营现金流支出减少，企业资本性支出减少，管理层股权激励会有效提升国有企业人力资本的积极性，进而使得企业经营性应收项目增加额提升，流动资产提升，以上因素均会提升企业的公司自由现金流，进而提升公司内在价值。

从 DCF 模型的分母端加权平均成本角度来看：国有企业混改后，有利于提升国有企业的品牌和知名度，社会信誉度提升后，有利于国有企业获取较为优质的债务资金，促使国有企业的债务成本下降。国有企业混改和实行管理层股权激励后，国企权益方基于对于混改国企的基本面、品牌和商誉价值的外溢效应长期看好，国企的股东权益方或降低对最低年度收益率的要求，使得股本成本降低，以上因素叠加将使得国有企业的加权平均成本降低，进而提升公司价值。

风险提示：国企改革涉及因素复杂 落地进度或不及预期

分析师简介

汤黎明

中央财经大学财政学博士，维也纳经济大学访问学者，宏观经济研究分析师。2007—2015 年在经济类核心期刊发表论文 15 余篇。曾多次参与财政部、发改委、国务院发展研究中心等部委机关的宏观课题，曾荣获财政部“三优”论文评选二等奖，中央财经大学研究生国家奖学金，奥地利科学基金会项目的奖学金。财政部办公厅研究处一年全职实习经验，中信银行三年金融行业从业经验，曾撰写教育、科研、文化、社保等 10 余个板块的行业营销指引。2016 年加入东兴证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。