

专题报告

2019-4-12

投资策略 | 专题报告

你应该知道的地方国改

报告要点

■ 再论当前国资国企改革的重要性

2019年，国企改革处于国改周期、金融供给侧改革和实体供给侧改革“三期叠加”中，国改恰逢“适时做”、“需要做”和“必须做”。其中降杠杆和缓解因减税降负、土地财政受限而加剧的地方财政压力是当前地方国改最具迫切性和必要性的原因。

■ 构建地方国改综合评价体系

为全面刻画当前地方国改图景，我们系统性地将**2485家地方国有企业、2125家地方政府融资平台、31个省级行政区及直辖市和119家省级国有资本投资运营平台**纳入考察库，构建了地方国改综合评价体系，对地方国改分层考虑，综合分析。

■ 数据透视，地方国企评价结果现差异

我们的评价结果显示，不同区域的地方国企在改革中所面临的问题存在差异：

- 1、上海、广东、山东等地，国企债务压力较大。这些地区国企承担的地方国有经济发展任务较重，债务量大。同时，地区优质竞争类国企占比较高；
- 2、天津、黑龙江、山西等地，国企资质较差。国企负债率高，但盈利能力弱；
- 3、辽宁、吉林、黑龙江等地，国改活跃度较低。地方投资运营平台、国企资产重组的活跃度相对较低。

■ 地方国改“组合拳”，多种方式“对症下药”

针对各自地区的不同问题，我们预计今年地方国改将呈现分级分类改革的特点。改革主体最可能采用的改革方式主要包括**混改、资产证券化、兼并重组、纳入国有资本投资运营平台统筹**以及**地方政府融资平台转型**等方式。

■ 地方国改全扫描，关注核心线索

综合债务压力、国企资质和国改进度等评价因子，我们建议分三大线索关注地方国改：**1) 债务压力大+国企资质一般**，改革或以“脱困”为主。包括天津、云南、山西、黑龙江、吉林等一共8个省市；**2) 债务压力大+国企资质较好**，改革或以优化资产结构兼顾转型为主。包括北京、江苏、山东、四川、浙江等一共7个省市；**3) 债务压力小+国企资质优**，改革或以转型创新为主。包括上海、广东等一共4个省市。

- 风险提示：**
1. 经济超预期下滑；
 2. 国改政策出现大幅转向。

分析师 包承超

☎ (8621) 61118778

✉ baocc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040002

联系人 邓宇林

☎ (8621) 61118703

✉ dengyl@cjsc.com.cn

相关研究

《2019年4月投资策略-返璞归真》2019-4-1

《复盘无盈利支撑的上涨行情》2019-3-25

《2019年一季报及年报业绩前瞻》2019-3-20

目录

再论当前国资国企改革的重要性	4
国改周期、金融供给侧改革、实体供给侧改革“三期叠加”，国改已入深水区	4
政策就位，当前国改“适时做”	5
金融供给侧改革，当前国改“需要做”	7
实体供给侧结构性改革再巩固，当前国改“必须做”	8
地方国改“组合拳”，多种方式“对症下药”	9
混改可能依然是应用面最广、最方便的手段	9
资产证券化和兼并重组，盘活资产、优化产业结构之利器	10
新主角，国有资本投资运营平台	11
地方政府融资平台转型，不可忽视的国资力量	11
地方国改全扫描，分层考虑地方债务压力、国企资质和改革进度	13
债务压力是地方国改的核心矛盾——地方政府债务全透视	15
广义地方政府债务及国企债务占比：上海、广东、山东、山西国企债务占比高，北京、浙江、天津广义偿付压力较大	16
地方国企+城投债务，江苏、北京、山东、天津、广东债务高，且偿债保障比例较低	20
国企资质是地方国改的重要出发点	26
以资产负债率为盾，以 ROE 为矛甄别国企资质	27
地方国企产业布局，分层结构化明显	27
国企改革进度各省不一，改革压力大的地区普遍进度较快	30
地方国改进度综合评价，山东、山西、天津、云南、广东、浙江动作较快	30
2019 地方国改展望，创新发展、从管企业到管资本转变、混改、国有资本投资运营平台值得期待	34

图表目录

图 1：历史的轮回，国企改革周期与经济周期高度相关	5
图 2：当前国资国企改革重要性，国改周期、金融供给侧改革、实体供给侧改革周期“三期叠加”下国改“适时做”、“需要做”、“必须做”	5
图 3：当前国改“适时做”，国改周期自身演绎下，顶层政策已基本就位，改革正当时	6
图 4：宏观法直接融资比例，中国偏低，提升空间较大	7
图 5：含民企的工业企业负债率显著低于国企，且近年来趋势分化明显，这表明国企对利率和负债的敏感度可能更低	7
图 6：财政收入中来自国企利税部分比例快速下降，但近年来在政策引导下开始回升	8
图 7：2018 年混改案例较多的省份，天津、山西、山东靠前	10
图 8：省级国有资本投资运营平台数目，东三省、山东、重庆、云南、北京、天津较多	11

图 9: 2017 年广义地方政府杠杆率 ((地方政府债+城投隐性债务+地方国企隐性债务)/GDP), 西北、西南、京、津、琼杠杆率较高	17
图 10: 2017 年广义债务总水平及增速, 江苏、北京、浙江、四川、天津总债务水平较高且杠杆率较高	18
图 11: 2017 年广义地方政府债务结构及偿付压力, 北京、浙江、天津、山西、云南、贵州、安徽等地广义债务较高, 且偿付压力较大	19
图 12: 2017 年各省市地方国企隐性债务占比, 山西、青海、上海、河北、山东、广东、辽宁等地国企承担较大比例地方债务	20
图 13: 2017 年地方国企+城投隐性债务及偿债保障比例情况, 江苏、北京、山东、天津、广东债务高且偿债保障比例较低	21
图 14: 2017 年地方国企+城投隐性债务 (亿元) 前十大省份, 江苏、北京、浙江分列前三, 湖北、四川、山东增速靠前	21
图 15: 地方国企隐性债务及债务增速情况	22
图 16: 地方城投隐性债务及债务增速情况, 偿债能力显著弱于国企	22
图 17: 2017 年地方国企隐性债务及偿债保障比例情况, 山东、北京、广东、江苏、浙江、天津等地债务高且偿债保障比例较低	23
图 18: 2017 年地方国企资产负债率变化, 大部分地区国企在去杠杆中均作出了不同程度的努力	24
图 19: 2017 大部分地区国企的偿付能力在恶化	24
图 20: 2017 年地方城投隐性债务及偿债保障比例情况, 江苏、北京、浙江、四川、天津、湖北、湖南、山西等地债务高且偿债能力较弱	25
图 21: 2017 年各省市地方国企资产负债率与 ROE 分布, 高负债率、低盈利能力区间的可重点关注	27
图 22: 2017 年地方国企分行业格局, 地方国企具有明显的分层结构化特点	28
图 23: 2017 年地方国企分行业资产规模及盈利能力情况, 地区产业格局差异明显	29
图 24: 各省市投资运营平台个数及控股企业情况, 北京、天津、云南、四川单个平台控股企业较多	30
图 25: 2015 年以来, 地方国有资本投资运营平台内企业并购重组情况, 以协议收购、国有股权划转或变更、二级市场收购等方式为主	31
图 26: 2015 年至今各省市上市国企重大资产重组情况	32
图 27: 无论是央企还是地方国企, 利润上缴比例自 2016 年供给侧结构性改革以来持续下降	33
图 28: 2016 年各省市本级国有资本经营收入占地方国企总利润比例	33
图 29: 2018 年与 2019 年各省市国资委对国企改革的年度规划对比 (涉及到相关国改规划关键词的“省次”占比), 今年各地方国资委对创新发展、从管企业到管资本转变、混改、双百行动、国有资本投资运营平台、市场化改革的规划热度明显升温	34
表 1: 当前国资国企改革的主要手段	9
表 2: 年初至今典型国企改革案例举例	12
表 3: 长江策略地方国企改革综合评价体系	14
表 4: 长江策略地方国企改革——地方债务压力综合评估结果	26
表 5: 长江策略地方国企改革——地方国企资质综合评估结果	29
表 6: 长江策略地方国企改革——国企改革进度综合评估结果	33
表 7: 各省市国企改革 2018 年规划 VS 2019 年规划一览	35

写在前面：

近期，格力电器停牌并公告称其控股股东格力集团拟转让部分所持公司股份，使得沉寂许久的国资国企改革再度引发市场热议。我们曾在去年年底的**2019 年年度策略报告中重点着墨了国资国企改革这一主题**，这也是我们今年全年唯一推荐的需持续重点关注的投资主题。

本篇作为地方国资国企改革的总篇也是首篇专题报告，历时数月，共覆盖了**2485 家地方国有企业、2125 家地方政府融资平台、31 个省级行政区及直辖市和 119 家省级国有资本投资运营平台**。我们详细分析了其隐性债务、偿债能力、行业分布、并购重组、国改现阶段进程及规划等详细信息，试图从各省市**地方债务综合压力、国企资质¹和国企改革进度**等三大维度，立体描绘关于地方国改所需要知道的全貌，以飨读者。文中，我们主要回答以下三个问题：

1. 当前，为何需要重点关注国资国企改革，尤其是地方国改？
2. 地方国改如何改？具体手段几何？
3. 关于地方国改，应该关注哪些要点？如何把握投资机会？

再论当前国资国企改革的重要性

在上一篇国改专题报告中²，我们曾指出，当前经济结构调整期**过高的结构性杠杆是最大隐忧**，为保证经济中高速增长和顺利转型，**降低过高的国企杠杆率是当务之急和首要前提**。站在 2019 年的时间轴上，我们认为这一逻辑关键点依然是改革核心推动力之一。但在当前杠杆率已经得到初步稳定的情况下，市场上不少声音传递出的对国改逻辑的理解可能存在一定偏差，我们认为有必要站在更高维度来重新理解当前国资国企改革的重要性和历史必然性。

国改周期、金融供给侧改革、实体供给侧改革“三期叠加”，国改已入深水区

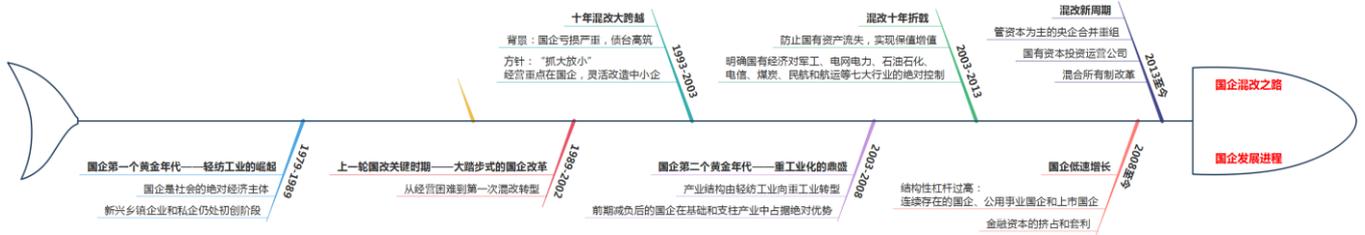
历史的轮回，国企改革周期与经济周期高度相关，国资国企改革深刻映射中国经济。从某种意义上讲，中国一直长期处于从“渐进式双轨制”向完善的市场经济体制转型的过程中，这也注定了国企改革周期与经济周期的高度相关性。前两轮国有企业高速发展的黄金时代，也伴随着中国经济的腾飞：**1) 上世纪 70 年代末期-90 年代初期**，在国营资本占绝对主导地位的时期，轻纺化工业的崛起带来了国营企业的第一个黄金时代，同期中国经济也迅速摆脱泥沼创下一轮高峰。**2) 其后经历了亚洲金融危机**，在经济过热后的宏观调控与严重的产能过剩下，国有企业大面积亏损。“三年脱困”用“抓大放小”、成立四大资产管理公司、债转股等多种方式顺利化解“危机”，经济企稳。**3) 2008 年金融危机前**，是中国重要的重工业化时期，减掉包袱的国有企业在这一轮由轻工业向重工业转型的结构调整中迎来又一发展机遇，经济增速也再上一个台阶。经济发展对煤炭、石油、电力、钢铁等资源品和机械、交通设备等的需求快速上升，这些领域恰是国有资

¹ 本文仅从资产负债率和 ROE 角度评价国企资质，可能与真实情况存在差异，仅供参考。

² 参见《你所不知道的国企改革》。

本的优势产业。4) 如今在供给侧结构性改革下的新一轮产业结构调整期，经济换挡的同时也伴随着国企改革的深入推进。

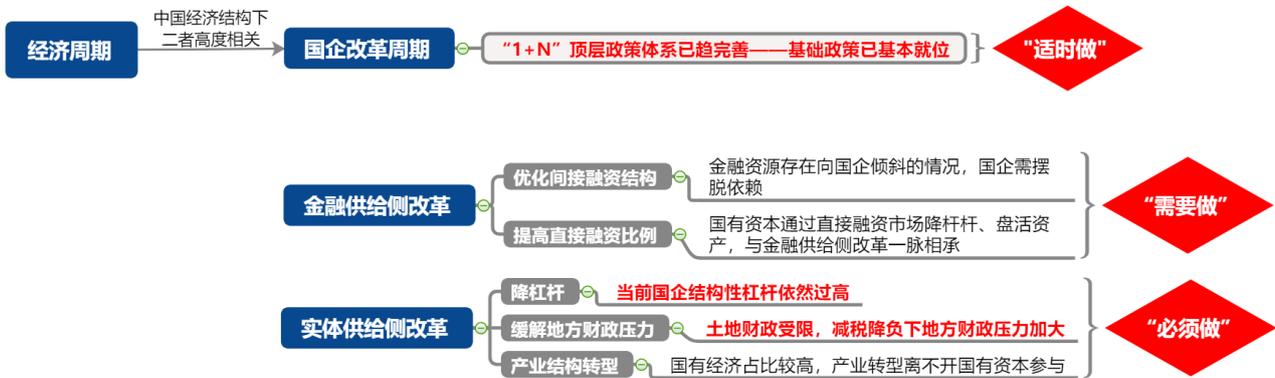
图 1：历史的轮回，国企改革周期与经济周期高度相关



资料来源：长江证券研究所

2019 年，国企改革处于国改周期、金融供给侧改革和实体供给侧改革“三期叠加”下，国改恰逢“适时做”、“需要做”和“必须做”。伴随着各项针对解决改革核心问题的基础政策均已基本就位，当前国企改革“适时做”；2019 年全面推进金融供给侧改革，优化间接融资结构的要求和提高直接融资比例的需求均对国企原有经营方式提出了更高要求，当前国企改革“需要做”；实体供给侧结构性改革继续深入推进和巩固，为进一步降杠杆、缓解财政压力和产业结构转型，当前国企改革“必须做”。

图 2：当前国资国企改革重要性，国改周期、金融供给侧改革、实体供给侧改革周期“三期叠加”下国改“适时做”、“需要做”、“必须做”



A股历史中，几乎每一轮资本市场制度建设的背后都伴随着国企改革的踪影

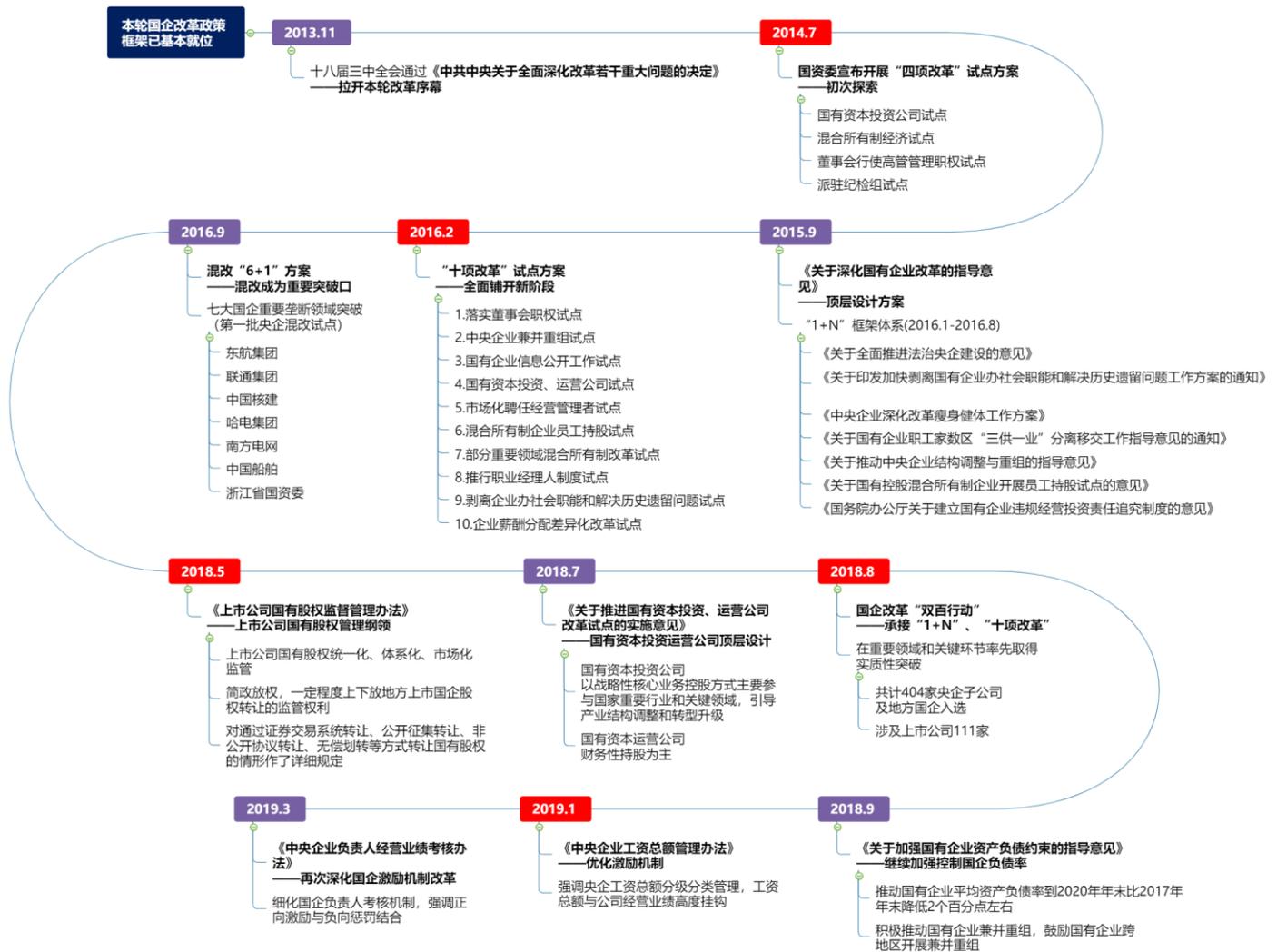
资料来源：长江证券研究所

政策就位，当前国改“适时做”

解决改革核心问题的基础政策已基本就位，国改周期下，落地正当时。从 2013 年十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》拉开本轮改革帷幕后，在“1+N”的政策框架下各项配套政策已逐一落地，我们也看到了“怎么改”、“哪

些改”、“改什么”等核心问题均已得到基本答案。2018年5月、2018年9月以及今年一季度，分别出台了《上市公司国有股权监督管理办法》（36号文）、《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》和《中央企业工资总额管理办法》、《中央企业负责人经营业绩考核办法》³等文件，对上市公司国有股权转让、国企去杠杆、国企激励机制等较为核心的问题作出了详细改革规定。国改周期自身的演进下，改革已实质步入深水区。

图 3：当前国改“适时做”，国改周期自身演绎下，顶层政策已基本就位，改革正当时



资料来源：国资委，中国政府网，长江证券研究所

另外，我们补充一点关于当前改革国企激励机制的理解。本轮国企激励机制改革中的两大特点可总结为分类分级监管和“强问责”，前者对国企的正向激励作用可能超出市场预期，而后者对“落后份子”的“变相出清”及企业经营面貌的改观也或许将形成长效机制。整体来看，需要重视财政压力加大和激励机制变革下的国企利润释放问题：

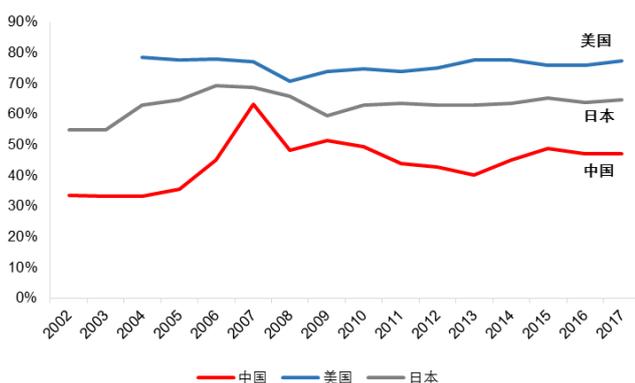
³ 按规定和指导意见，各省市地方国企也将按照规定和意见制定当地国企工资总额管理和负责人考核机制。目前已有各省、直辖市已出台相关文件。

- 1、央企工资总额分配机制将实行分类分级监管，首次从核准制转变为“对处于**充分竞争行业和领域的商业类中央企业**原则上实行工资总额**预算备案制管理**”⁴，且**落地性可能超出市场预期**。在去年5月出台的《国务院关于改革国有企业工资决定机制的意见》基础上，今年1月国资委发布了《中央企业工资总额管理办法》，部分省市也已按照规定积极出台新的地方国企工资总额管理办法。**整体而言，部分处于竞争行业的央企或地方国企工资总额调整可能将更加积极灵活，央企下属二三级子公司的薪酬分配和激励也有望拥有更大自主权**。从《意见》来看，无论是中央国资委还是地方国资委，**国务院都赋予了其在国企工资分配管理中的“责任人”角色**⁵，人社部、财政部则负责相应监督、清算等配套工作，落地性较强，对地方国企尤甚；
- 2、对于国企负责人的业绩考核，同样强调了**分类差异化监管**的思路，但也同时强调了“**赏罚分明**”的态度。今年3月国资委出台的《中央企业负责人经营业绩考核办法》更加突出了正向激励、差异化考核以及“赏罚分明”的思路和态度。但我们同时也注意到，作为企业负责人薪酬组成中弹性较大的“任期激励收入”，《办法》规定该部分仍然不能超过任期内年薪总水平的**30%，与前次规定无异**。

金融供给侧改革，当前国改“需要做”

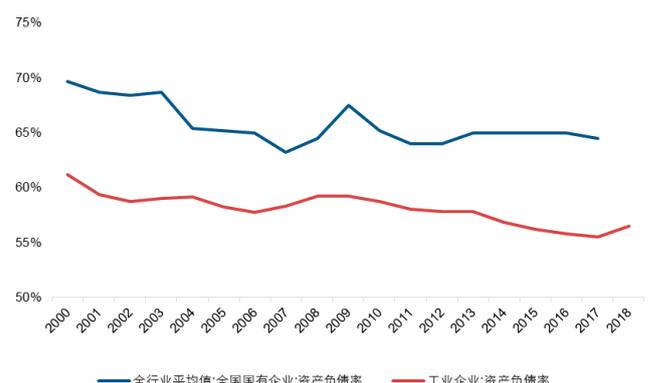
金融供给侧改革是今年及未来一段时间的又一改革主线，将逐渐通过优化间接融资结构、提高直接融资比例等方式来优化金融资源配置。我国金融服务的供给长期存在结构性缺陷，主要体现在“**我国的金融业态以间接融资为主，股权融资发展严重不足**。在间接融资中，又以**大中型银行为主体**，并且商业银行内部的制度政策安排、技术能力、内外部激励约束机制也不健全”⁶。在这样的供给结构下，由于国有资本的天然属性，在过去相当长的时间内，**我国银行体系对信贷配置或许存在一定倾斜性和偏向性**。但不论是何种机制原因所使然，**金融供给侧改革均对当前的国改提出了更高的要求**。

图4：宏观法直接融资比例，中国偏低，提升空间较大



资料来源：CEIC，美联储，Wind，长江证券研究所

图5：含民企的工业企业资产负债率显著低于国企，且近年来趋势分化明显，这表明国企对利率和负债的敏感度可能更低



资料来源：国资委，国家统计局，长江证券研究所

⁴ 《中央企业工资总额管理办法》。

⁵ 仅限由国资委作为履行出资人职责的机构。

⁶ 《中国人民银行副行长潘功胜：金融供给侧结构性改革具有丰富内涵》，中证网 http://www.cs.com.cn/xwzx/hq/201902/t20190227_5926768.html。

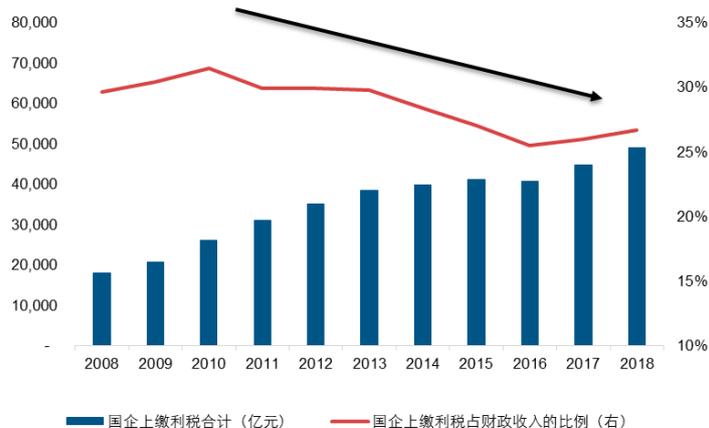
金融供给侧改革推进下，当前国改“需要做”。其中优化间接融资结构，将迫使国企摆脱对金融供给错配的依赖；而提高直接融资比例与国企降杠杆、盘活存量资产等改革方向一脉相承。1) 优化间接融资结构需提高银行对中小微实体经济的支持力度，增加针对中小民企的信贷供给以达到供需再平衡。这意味着过去对金融成本敏感度较低的部分国企可能需要对自身整体经营规划进行再权衡，**财务成本结构的变化可能会使国企经营发生深刻变化**。2) 提高直接融资比例的要求则与国务院、国资委对国企降杠杆、加强资产负债约束等相关指导意见和要求一脉相承，均鼓励国企通过**兼并重组、股权融资、优化上市再融资结构**等多种方式降低负债率和盘活存量资产。

实体供给侧结构性改革再巩固，当前国改“必须做”

虽然稳增长政策的确在不断加码，但**实体供给侧结构性改革依然是今年的政策主线**。当前实体供给侧结构性改革的阶段性任务可能正在逐步发生转变，**新形势下的巩固提升阶段需要国有企业有所为**：1) **国企结构性杠杆率依然过高**，去杠杆中，国有企业依然任重道远；2) **稳增长下需财政发力**，但收入端承压。今年减税降费力度进一步加码，而严控房地产的政策思路下土地财政受限，**地方财政压力加大，可能需要扩大国企的利润贡献**；3) 供给侧结构性改革中后期，叠加中美贸易摩擦等外部因素干扰，产业转型的必要性和迫切性再上一个台阶。而纵观几乎中国的每一轮产业转型，都离不开国有资本的努力。

关于上文中的第二点，**当前各级政府逐渐加大的财政压力可能需要国有企业进行分担**，这是倒逼改革的重要外部因素。而今年初刚刚更新的关于国企工资总额管理和国企负责人业绩考核机制将是主要的内生动力，内外因素叠加下，地方国有企业可能有足够的动力和压力来加快释放利润和加强激励机制建设，这一点值得高度重视。近年来，财政收入中来自国企利税上缴部分的比例快速下滑，2016年后虽有所回升，但距离《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中要求的30%的目标仍有不小差距。另外，2019年减税降费规模预计在2万亿左右，为弥补这一财政缺口，除“节流”外“开源”将是主要手段，包括启用财政历史结余资金、收回长期沉淀资金、**提高国企利润上缴比例和盘活国企资产**。而到目前为止，**后两者的重要性和潜在进度或许要高于市场预期**。

图 6：财政收入中来自国企利税部分比例快速下降，但近年来在政策引导下开始回升



资料来源：财政部，《国有企业利润分配的制度变迁：1979—2015年》，长江证券研究所
 注：由于数据缺失，2008-2011年国企上缴利润数据取自《国有企业利润分配的制度变迁：1979—2015年》，戚聿东等，2017。

地方国改“组合拳”，多种方式“对症下药”

当前环境下，改革主体最可能采用的国资国企改革的方式主要包括**混改**、**资产证券化**、**兼并重组**、**纳入国有资本投资运营平台统筹**等方式。另外，近期部分地方政府融资平台也在参股实体企业积极寻求突破，我们认为这也是一种不错的改革路径。总结下来，现阶段国改也呈现**分级分类改革**的特点，这与国企分类分级管理有异曲同工之处。“组合拳”的改革方式将能更大程度上“对症下药”，直指痛点。

表 1：当前国资国企改革的主要手段

改革手段	具体方式	特点	适合情形	主要目的
混改	增资扩股、股权转让、员工持股或债转股，引入非国有资本	简单直接	地方政府财政压力较大	降杠杆，降负债
资产证券化	资产上市、剥离或打包发行 ABS 等	直接融资	资产较差或需要精简可直接剥离，有稳定现金流资产可用 ABS 等方式，优质资产可打包上市	盘活资产
兼并重组	资产置换或资产重组	业务强化	聚焦主业或产业转型，可能对公司经营业务产生影响	聚焦主业、产业转型或资产结构优化
国有资本投资运营平台	公司纳入国有资本投资运营平台统一改革	统筹管理	地方国企数量多、分布广，自下而上改革进展缓慢或意愿不足	降杠杆，降负债，国企统筹管理
地方政府融资平台转型	采取购买资产、资产重组等多种方式参与实体经营	脱虚向实	地方政府融资平台为地方经济主体，且部分现金流状况较优	脱虚向实，壮大资产

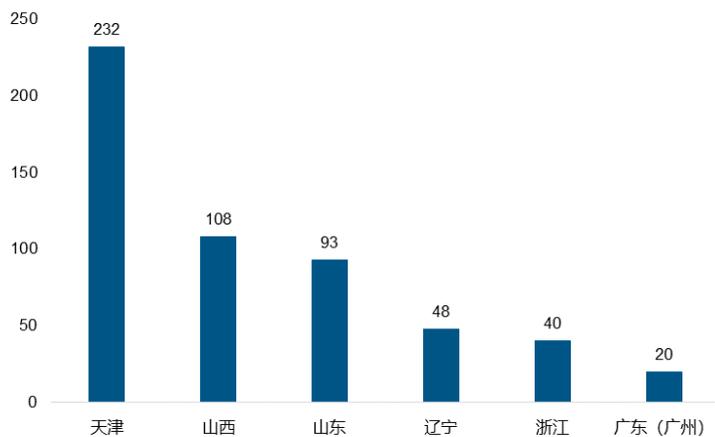
资料来源：长江证券研究所

混改可能依然是应用面最广、最方便的手段

混合所有制改革可能是国企改革应用最早的方式之一，也依然可能是当前和未来很长一段时间应用面最广、最方便的手段。混改主要包括但不限于采用增资扩股、股权转让、员工持股、债转股等多种方式引入非国有资本。混改的最大特点在于简单直接，能最直接有效地降低企业杠杆率和负债率，比较适用于地方政府财政压力较大的地区。目前混改的重点领域依然是电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域。

2018 年混改案例较多的省份集中在地方财政压力较大的地区，主要包括天津、山西、山东、辽宁和浙江等地。根据国资委公布的数据，2018 年各地方加速“混改”，且成批量推动态势。2018 年期间，天津推动国企“混改”力度空前，先后推出 232 家“混改”项目，涉及房地产、制造、金融、服务等多领域；山西推出 108 家国企“混改”项目，涉及制造、电力、能源等领域；山东向国内外推出 93 家省属国企“混改”项目，集中在基础设施、公共服务领域；辽宁推出 48 家国企“混改”项目，涉及钢铁、汽车、煤炭、能源等领域；浙江推出 40 家国企“混改”项目，涉及交通、能源、环保等领域；广州发布的 20 家“混改”项目，具有一定影响力、具备较强的技术优势，涉及科技创新、商业、金融等领域。

图 7：2018 年混改案例较多的省份，天津、山西、山东靠前



资料来源：国资委，长江证券研究所

以天津为例，其国企历史遗留问题较多、问题复杂且涉及面较广。近年来，天津一直积极推进混改，其数量和力度均位前列。今年一季度，天津国资委在上海举办了混改项目专场推介会，共推出 18 家市属国有企业和 100 项二级企业混改项目。项目覆盖面相当之广，涉及房地产开发、工业制造、建筑施工、商贸旅游、投融资服务、公共服务、金融、医药等多个行业和领域，且有相当部分属竞争类企业的持股比例要求低于 50%，侧面凸显了混改的诚意和整体改革思路布局。

但以史为鉴，混改的效果并非一蹴而就，我们认为需综合甄别引入对象、定价及其他相关改革规划。盲目混改引入战略投资者或民营资本并不能解决根本问题，反而可能滋生腐败和造成国有资产流失，上世纪 90 年代的国改私有化浪潮便是例证。

资产证券化和兼并重组，盘活资产、优化产业结构之利器

资产证券化和兼并重组均是国资委重点支持的改革模式，近年来热度也在不断升温。二者的共同点在于对资本市场的利用度均较高，且均对盘活资产、优化产业结构有直接作用。但二者也各有侧重，资产证券化⁷更侧重企业现金流的优化和资产架构的调整；兼并重组则侧重企业业务架构或股权结构的调整，集团内部资产布局优化、业务协同等常用此法。

江苏在国企资产证券化方面一直较为活跃，资产证券化是江苏国改的主要路径之一。2014 年，汇鸿集团着手通过重大资产重组整体上市并最终完成。整体上市后注入资产 77.42 亿，总资产达到 335 亿，资产规模扩大 6 倍。2017 年，江苏国信集团通过对 ST 舜天船舶重整，将公司优质资产注入上市公司平台，重组后的江苏国信主营业务由船舶制造、销售转变为信托加火力发电双主业，提高了公司资产质量，增强了公司持续盈利能力和发展潜力。

⁷ 我们把整体资产上市归为资产证券化方式。

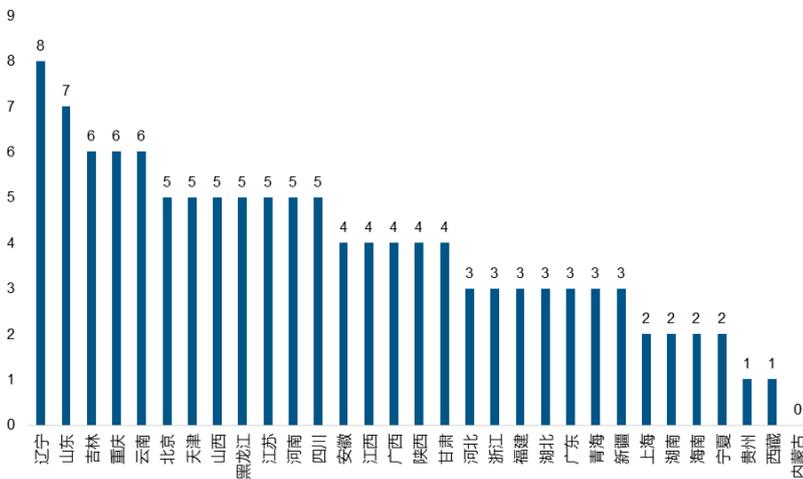
目前，兼并重组实质上的确更多用于央企层面，但我们认为地方层面的国企兼并重组正在发酵。如 2018 年，北京国资委将首旅集团与王府井东安合并重组，今年初，首旅集团顺势将王府井东安所持王府井（上市公司）股份无偿划转至首旅集团旗下。出于省市统筹考虑，对业务类型相似、行业集中度较低的国企实行兼并重组有利于提高运营效率、优化资源配置，预计地方国企的兼并重组将加速推进。

新主角，国有资本投资运营平台

国有资本投资运营公司地位提升，热度增强。去年 7 月，国务院印发《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，对国有资本投资运营平台的运作方式、管理方式及其他改革试点内容进行了详细说明。2018 年 12 月中央经济工作会议上，也重点强调了“加快实现从管企业向管资本转变，改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司”，相较以往要更加积极。作为国企出资人从管企业向管资本转变的重要载体，国有资本投资运营公司的最大意义在于能尽可能地保证国企所有权、管理权和经营权三权独立。将国企股权划转至投资运营平台后，平台将进行统筹管理，能大大提高改革效率和股权结构，比较适用于地方国企数量多、分布广，自下而上改革进展缓慢或意愿不足的地区。

中央层面，目前已有 21 家央企被列为国有资本投资和运营公司试点；地方层面，根据我们对各地国资委的详细梳理，目前已成立 119 家国有资本投资运营公司，其中东三省、山东、重庆、云南、北京、天津、山西、江苏、河南、四川均有 5 家及以上。

图 8：省级国有资本投资运营平台数目，东三省、山东、重庆、云南、北京、天津较多



资料来源：各省市国资委，长江证券研究所

地方政府融资平台转型，不可忽视的国资力量

地方政府融资平台作为地方国有经济的重要组成部分，其经营方式、经营理念可能正在发生微妙变化。近年来，我们发现多地城投在积极通过资本市场参与实体经济，脱虚向实，国有资本通过收购优质资产途径增厚地区国资收入、进行产业布局的意图较为明显。

如今年3月，上市公司莱茵体育公告，其控股股东拟将其持有的股份转让给成都体育产业投资集团，后者实际控制人为成都市国资委。而此前数月，成都市国资委还通过旗下兴城集团取得了中化岩土、红日药业的控股权。

表 2：年初至今典型国企改革案例举例

类型	股票代码	股票名称	公司性质	省份	首次公告日期	申万一级	申万二级	关键词	交易简介	影响
资产重组	600685.SH	中船防务	中央国有企业	广东省	2019/4/5	国防军工	船舶制造 II	集团内部资产重组 (资产置换)	公司拟与中船集团进行资产置换，公司拟置入中船集团持有的沪东重机有限公司100%股权+中船动力有限公司100%股权+中船动力研究院有限公司51%股权+上海中船三井造船柴油机有限公司15%股权，并向中船集团置出公司持有的黄埔文冲股权及广船国际股权中的等值部分股权。	上市公司将置入中船集团 动力板块资产 ，预计上市公司的财务状况将得到改善，盈利能力将得到增强。
	600150.SH	中国船舶	中央国有企业	上海	2019/4/5	国防军工	船舶制造 II	集团内部资产重组 (资产置换)	1.公司将持有的沪东重机100%股权与中船集团持有的江南造船股权等值部分进行置换；2.公司向中船集团、中船防务发行股份购买中船防务资产置换完成后其合计持有的广船国际76.42%股权和黄埔文冲69.02%股权；3.拟向华融瑞通、中原资产等9名股东发行股份购买其合计持有的广船国际23.58%股权和黄埔文冲30.98%股权。	上市公司 置出动力业务资产，置入核心军民船业务资产 ，将进一步巩固上市公司作为“中船集团旗下船舶海工业务平台”的战略地位。
	600517.SH	置信电气	中央国有企业	上海	2019/3/30	电气设备	高压设备	集团内部资产重组 (上市资产整合)	上市公司拟以发行股份的方式向交易对方购买英大信托73.49%股权和英大证券96.67%股权。(置信电气、英大信托、英大证券现控股股东均为国家电网子公司)	集团将优质金融资产注入上市公司后，置信电气将有可能整合为国家电网的金控上市平台。
	000958.SZ	东方能源	中央国有企业	河北省	2019/3/24	公用事业	电力	集团内部资产重组 (上市资产整合)	公司拟以发行股份购买资产的方式购买 国家电投集团资本控股有限公司 全体股东持有的资本控股100%股权。	优化集团资产布局，提高资产证券化率。
	600859.SH	王府井	地方国有企业	北京	2019/3/30	商业贸易	一般零售	集团内部资产重组 (股权划转)	首都集团将王府井东安持有的王府井26.73%股份无偿划转至首都集团。(2018年1月首都集团合并王府井东安)	股权结构更为优化。
股权转让	600100.SH	同方股份	中央国有企业	北京	2019/4/4	计算机	计算机设备 II	国资之间股权转让	公司控股股东清华控股拟向 中核资本 转让其持有的622,418,780股公司股票(占公司总股本的21%)。	若本次协议转让实施完成，中核资本将成为公司控股股东，公司实际控制人由教育部变更为国资委。
	000651.SZ	格力电器	地方国有企业	广东省	2019/4/1	家用电器	白色家电	国有股权转让	公司控股股东格力集团正筹划 转让其所持有的部分格力电器股权 ，可能涉及 公司控制权变动 。	可能涉及公司控制权变动。
国有资本入股民企	300188.SZ	美亚柏科	民营企业	福建省	2019/3/27	计算机	计算机应用	国有资本入股民企	控股股东、实际控制人及主要股东拟将其合计持有的公司不超过12,548万股无限售可流通股份(不超过公司总股本的15.8%)，以及该等股票的所有股东权益转让给 国投智能(首批国有资本投资公司改革试点单位) 。	若成功后，国投智能将成为公司的控股股东。
	000558.SZ	莱茵体育	民营企业	浙江省	2019/3/11	房地产业	房地产开发 II	国有资本入股民企	公司控股股东莱茵达控股集团拟将其持有的上市公司的385,477,961股股份(占公司总股本的29.90%)转让给 成都体投集团 。	本次权益变动完成后，公司控股股东将变更为成都体投集团，实际控制人将变更为成都市国资委。
	300070.SZ	碧水源	民营企业	北京	2019/1/12	公用事业	环保工程及服务 II	国有资本入股民企	公司控股股东、实际控制人文剑平及其他4位股东拟持有的上市公司共计337,299,406股股份(占公司总股本的10.70%)转让给 川投集团(四川省国资委全资公司) 。	本次股权转让后川投集团可能采用包括非公开发行等法律允许的方式成为公司第一大股东。
国有股权划转充实社保	600059.SH	古越龙山	地方国有企业	浙江省	2019/1/4	食品饮料	饮料制造	国有股权划转充实社保基金	公司控股股东为黄酒集团，绍兴市国资委现将其持有的黄酒集团5.1%股权、交投集团现将其持有的黄酒集团4.9%股权合计10%无偿划转给浙江省财务开发公司，用于 充实社保基金 。	-
	600096.SH	云天化	地方国有企业	云南省	2019/1/4	化工	化学制品	国有股权划转充实社保基金	公司控股股东云天化集团原持有公司46.7%股权，云天化实际控制人云南省国资委原持有云天化集团77.86%股权。本次增资和股权转让方案为：云南省国企改革贰号股权投资基金合伙企业(有限合伙)向云天化集团增资20.01亿元；云南省国资委将其持有的云天化集团10%的股权无偿划转至云南省财政厅代云南省人民政府持有，专门用于 充实社保基金 。	-
	600239.SH	云南城投	地方国有企业	云南省	2019/1/3	房地产业	房地产开发 II	国有股权划转充实社保基金	公司控股股东为省城投集团，云南省国资委持有省城投集团56.21%的股权。云南省国资委现将其持有的省城投集团国有股权(国家资本金)的10%(账面价值23,283.29万元)无偿划转至云南省财政厅代云南省人民政府持有专门用于 充实社保基金 。	-
	600459.SH	贵研铂业	地方国有企业	云南省	2019/1/3	有色金属	稀有金属	国有股权划转充实社保基金	公司控股股东为云锡控股，云南省国资委现将其持有的云锡控股国有股权(国家资本金)的10%(账面价值33,843.3万元)无偿划转至云南省财政厅代省人民政府持有，专门用于 充实社保基金 。	-
其他	600697.SH	欧亚集团	地方国有企业	吉林省	2019/4/3	商业贸易	一般零售	股权划转至资本投资运营公司	公司控股股东为长春市汽车城商业有限公司，长春商业国有资产经营有限公司现将其持有的长春市汽车城商业有限公司的全部股权无偿划转给长春市 国有资本投资运营(集团)有限公司 。	-
	000596.SZ	古井贡酒	地方国有企业	安徽省	2019/3/16	食品饮料	饮料制造	股权划转至资本投资运营公司	亳州市国资委决定将其持有的古井集团(公司控股股东)60%股权无偿划转至亳州市 国有资本运营有限公司 。	国资运营公司主要以财务性持股为主，盘活国有资产存量。
	002430.SZ	杭氧股份	地方国有企业	浙江省	2019/1/16	机械设备	专用设备	股权划转至资本投资运营公司	公司控股股东为杭氧集团，杭州市国资委现决定将其持有的杭氧集团90%国有股权划转至杭州市 国有资本投资运营有限公司 持有。	-
	002129.SZ	中环股份	地方国有企业	天津	2019/1/5	电气设备	电源设备	股权划转至资本投资运营公司	公司控股股东为中环集团，天津津智 国有资本投资运营有限公司 并购天津市国资委所持中环集团51%股权。	-
	600123.SH	兰花科创	地方国有企业	山西省	2019/1/4	采掘	煤炭开采 II	股权划转至资本投资运营公司	公司控股股东兰花集团之控股股东发生变更，划转后 晋城市国有资本投资运营公司 为兰花集团新控股股东。	-
000987.SZ	越秀金控	地方国有企业	广东省	2019/1/10	非银金融	证券 II	出售资产	上市公司及金控有限拟向中信证券出售已处置广州期货99.03%股权、金鹰基金24.01%股权的广州证券100%股权，其中越秀金控出售其持有的广州证券32.765%股权，金控有限出售其持有的广州证券67.235%股权。中信证券以发行股份购买资产的方式支付前述交易对价。	本次交易完成后，上市公司主营业务将聚焦于资产管理、资本运营、融资租赁。	
000785.SZ	武汉中商	地方国有企业	湖北省	2019/1/24	商业贸易	一般零售	民企注入资产	上市公司拟通过定增方式购买居然控股等24名交易对方持有的居然新零售100%股权。本次交易完成后，居然新零售将成为上市公司的全资子公司，居然控股等24名交易对方将成为上市公司的股东。本次交易标的资产的交易价格初步确定为363亿元至383亿元之间。	上市公司控股股东将变更为居然控股，并将新增家居卖场业务、家居建材超市业务和家装业务等领域。	

资料来源：同花顺，Wind，公司公告，长江证券研究所

地方国改全扫描，分层考虑地方债务压力、国企资质和改革进度

为更为全面、客观和立体地回答关于地方国改应该关注哪些要点这一问题，我们系统性地将 2485 家地方国有企业⁸、2125 家地方政府融资平台⁹、31 个省级行政区及直辖市和 119 家省级国有资本投资运营平台纳入考察库，并构建了包含隐性债务¹⁰、偿债能力、行业分布、并购重组、国改现阶段进程及规划等指标在内的地方国改综合评价体系，从各省市地方债务综合压力、国企资质和国企改革进度三大维度进行分层分析。主要结论如下：

1. 整体而言，各地方国企改革综合评价结果呈现出明显的分层特点。我们粗略地将 27 个省级行政区¹¹、直辖市分为四大类：
 - 1) 地方综合债务压力较大，且国企资质较为一般的省市，改革或以“脱困”为主，改革动力可能最为强烈。包括天津、云南、湖北、山西、海南、黑龙江、吉林和贵州等一共 8 个省市；
 - 2) 地方综合债务压力较大，但国企资质相对较好的省市，改革或以优化资产结构、降低负债率同时兼顾转型为主。包括北京、江苏、山东、福建、湖南、四川、浙江等一共 7 个省市；
 - 3) 地方综合债务压力较小且国企资质相对较优的省市，改革或以转型创新为主，改革方向值得期待。包括上海、广东、江西和安徽等一共 4 个省市；
 - 4) 地方综合债务压力较小，但国企资质相对一般的省市，自上而下的改革动力或许相对较弱。包括辽宁、重庆、河北、河南、广西、陕西、青海和甘肃等一共 8 个省市。

我们建议重点关注前三大类省市的改革动向及投资机会；

⁸ 样本中的地方国企取自 Wind 口径下的所有有发债记录的地方国有企业及 A 股上市地方国企。

⁹ 样本中的地方政府融资平台取自 Wind 口径。

¹⁰ 我们采取如下口径定义隐性债务以反映偿债主体所必须偿还的“核心债务”水平，隐性债务=短期借款+长期借款+应付债券+应付短期债券+长期应付款+一年内到期的非流动负债+交易性金融负债+应付票据

¹¹ 新疆、西藏、内蒙古和宁夏四个自治区暂作剔除，但保留评价结果。

表 3：长江策略地方国企改革综合评价体系

省份	分层分类	地方债务压力										国企资质			国企改革进度					
		国企			城投			广义地方政府债务				地方债务压力综合得分	资产负债率	盈利能力 ROE	国企资质综合得分	国有资本投资运营平台		上市公司重大资产重组	双百行动	国改进度综合得分
		隐性债务	2015-2017 隐性债务复合增速	偿债保障比例	隐性债务	2015-2017 隐性债务复合增速	偿债保障比例	国企+城投+地方政府债			平台总数					单个投资运营平台控股企业数	平台内并购次数 (2015以来)			
								隐性债务	杠杆率	广义偿付压力										
天津	一	22	24	28	27	4	14	25	28	26	30	31	18	5	20	29	30	13	22	29
山西	一	27	7	15	7	21	3	15	25	28	16	26	24	4	20	31	26	24	15	30
黑龙江	一	3	16	31	6	12	29	4	3	6	10	30	23	2	20	9	7	8	3	6
贵州	一	13	31	6	23	29	20	20	27	30	27	4	5	30	2	20	1	1	5	4
云南	一	16	8	16	22	26	8	21	26	25	20	6	26	16	27	28	29	13	15	28
海南	一	25	30	8	1	2	2	9	31	29	19	3	28	17	4	22	12	8	5	7
湖北	一	15	17	2	26	28	28	23	12	12	16	18	30	6	8	16	17	13	8	10
吉林	一	5	25	23	8	23	15	5	6	11	11	15	27	10	27	6	12	8	5	9
北京	二	29	28	26	30	13	17	30	29	24	31	12	13	20	20	30	17	26	8	23
江苏	二	26	21	19	31	16	21	31	16	14	29	10	8	24	20	17	20	30	15	24
山东	二	31	22	20	18	25	19	28	7	8	28	17	3	22	30	11	26	27	27	31
湖南	二	12	15	25	25	24	26	22	14	18	23	2	16	24	4	13	22	18	8	11
四川	二	14	26	12	28	20	16	26	20	17	22	8	7	27	20	27	20	18	15	22
浙江	二	24	20	3	29	17	30	29	17	21	25	24	12	14	8	24	22	28	22	25
福建	二	21	29	29	14	11	12	18	10	10	23	22	1	21	8	12	1	22	30	14
广东	三	28	23	22	20	5	7	27	2	2	21	16	2	24	8	26	12	29	31	27
上海	三	30	18	9	13	1	9	24	19	5	13	5	9	28	4	5	16	31	22	17
安徽	三	18	6	14	21	22	22	19	15	23	18	7	6	29	15	15	25	21	15	21
江西	三	7	9	4	16	27	23	10	13	19	9	9	10	23	15	21	12	8	22	17
河南	四	20	3	10	15	14	25	17	4	4	8	21	20	11	20	18	22	22	22	25
重庆	四	8	4	7	24	7	10	13	23	9	5	11	17	18	27	10	31	8	8	19
辽宁	四	17	5	13	9	3	4	11	11	15	4	19	19	13	31	7	9	13	27	20
广西	四	9	19	17	17	19	13	12	18	27	15	29	11	12	15	23	17	3	8	12
青海	四	10	11	21	4	15	18	3	30	31	13	13	31	9	8	8	9	7	1	5
陕西	四	19	10	1	19	18	24	16	22	20	12	14	14	18	15	19	9	18	15	15
甘肃	四	6	1	24	12	9	6	6	24	22	7	23	22	8	15	25	26	3	8	16
河北	四	23	12	5	11	8	5	14	8	3	6	25	21	7	8	14	7	24	15	13
新疆	-	11	27	27	10	30	27	8	21	16	26	20	15	15	8	3	1	13	27	8
西藏	-	1	14	11	2	31	31	1	1	1	3	1	4	31	2	2	1	3	1	1
宁夏	-	2	13	30	3	6	1	2	5	7	2	27	25	3	4	4	1	3	3	3
内蒙古	-	4	2	18	5	10	11	7	9	13	1	28	29	1	1	1	1	1	8	2

资料来源：同花顺，Wind，各省市国资委官网，长江证券研究所

注：1、红色越深，表示该项指标表现越差（债务高、增速快、偿债保障比例低、杠杆率高、广义偿付能力差、负债率高、ROE 低、国企资质综合得分低、平台总数少、单个投资运营平台控股企业数少、并购次数少、重组次数少、双百行动企业家数少、国改进度慢）；2、隐性债务=短期借款+长期借款+应付债券+应付短期债券+长期应付款+一年内到期的非流动负债+交易性金融负债+应付票据；3、偿债保障比例=经营性现金流净额/带息负债；4、杠杆率=隐性债务/GDP；5、广义偿付能力=广义地方政府债务总额/（政府一般预算收入+政府性基金收入）。6、隐性债务、偿债保障比例取 2017 年年报数据，并购和重组次数统计区间为 2015 年至 2019 年 4 月 5 日。

2. 关于地方综合债务的评价情况。1) 采用更为严格的口径，我们认为自 2016 年以来的去杠杆，在地方层面的效果有所差异。2017 年，除重庆、上海和山西外，其余 28 个省市广义杠杆率都仍有不同程度的抬升。这验证了我们所理解的当前国改核心逻辑，国企去杠杆仍然道阻且长；2) 地方国企在本轮改革中的确作出了相当程度的努力，体现为地方国企负债率的下降。但整体而言，城投平台的债务压力可能要大于地方国企，某种程度上，城投平台可能依然承担着较大的地方国有经济职能。城投平台在地方国改中的地位需要重视，对于以城投为主要地方经济主体的地区可能更为明显。这些地区包括江苏、北京、浙江、天津、四川等，其中一些所属四川的城投平台年初以来已经在二级市场有所斩获；3) 我们认为各省市的综合债务压力级差较大，分化明显。这种差异不仅体现在不同省市的同一评价指标上，也体现在同一省市内部不同债项评价指标之间：

- i. 综合债务压力处于前 1/3 分位的省市有北京、天津、江苏、山东、贵州、新疆、浙江、福建、湖南和四川等 10 个省市；
- ii. 部分省市内部，地方国企债务和城投债务之间存在非对称性，这表明不同省市国有资本的分布存在差异，不同的国有负债主体承担的经济职能

也各有侧重。上海、山西、广东、山东等省市国企隐性债务占比明显高于城投平台，且国企债务压力要高于城投平台，**国有企业在国有经济中承担的责任可能更重**；而湖北、贵州、四川、云南、重庆等省市则刚好相反。我们认为即使在地方政府综合债务压力相近的情况下，**前一类省市的国企改革预期可能要更高一些**；

3. 关于国企资质的评价情况。1) 大部分省市的国企资质评价结果与当地国企负债率、盈利能力 (ROE) 有较好的匹配度，但存在部分地区后两者之间存在反常的负相关性¹²，或预示其改革压力也较大。在一定区间内，大部分省市国企负债率与 ROE 呈现弱正相关性，可以理解为加杠杆的确带来了超额利润。但我们的评价结果表明，黑龙江、甘肃、河北、河南、山西、内蒙古和宁夏等省市国企负债率处于相对较高水平，但同时 ROE 水平却相对较低。这表明这些地区可能存在持续的金融资源错配现象，国有资本的高投入并未能得到相匹配的利润回报，这些区域的国改动力或许也较为充沛。2) 地方国企的产业布局存在显著的分层结构化特点，地方国有资本在消费领域的经营能力相对更强，需要重点关注其中可能蕴含的改革机会；
4. 关于当前各地区国改进度的评价情况。1) 我们评价为第一、二、三类需重点关注的省市，大部分国改进度均位于前列。但也存在部分改革进度可能相对滞后的省市，如湖南、湖北、吉林、海南、黑龙江和贵州。相应地，当前国改进度较快的省市包括山东、山西、天津、云南、广东等地。2) 上市公司重大资产重组的改革方式目前主要集中于经济发达地区，如上海、江苏、广东、浙江、山东、北京等地，这些地区的地方国企通过上市资产重组方式改革的可能性更高；3) 对于 2019 年的国改规划，相较 2018 年，各地方国资委更加侧重创新发展、从管资产向管资本转型、混改、国有资本投资运营平台以及市场化公司制改革等方面，整体与我们在第二章所提到的当前地方国改可能主要采取的手段相匹配。

综上，我们建议重点关注一、二、三类地方国企的改革动向及投资机会。其中一类中重点关注天津、山西、黑龙江和贵州；二类中重点关注北京、江苏、山东、湖南和四川；三类中重点关注广东和上海地区。

债务压力是地方国改的核心矛盾——地方政府债务全透视

主要结论：1) 采用更为严格的口径，我们发现自 2016 年以来的去杠杆，在地方层面的效果差异明显。2017 年，除重庆、上海和山西外，其余 28 个省市广义杠杆率都仍有不同程度的抬升。这验证了我们所理解的当前国改核心逻辑，国企去杠杆仍然道阻且长；2) 地方国企在本轮改革中的确作出了相当程度的努力，体现为地方国企负债率的下降。但整体而言，城投平台的债务压力可能要大于地方国企，某种程度上，城投平台可能依然承担着较大的地方国有经济职能。城投平台在地方国改中的地位需要重视，对于以城投为主要地方经济主体的地区可能更为明显。这些地区包括江苏、北京、浙江、天津、四川等，其中四川的城投平台年初以来已经在二级市场有所斩获；3) 我们认为各省市

¹² 特指负债率高，但 ROE 低。

的综合债务压力级差较大，分化明显。这种差异不仅体现在不同省市的同一评价指标上，也体现在同一省市内部不同债项评价指标之间：

- i. 综合债务压力处于前 1/3 分位的省市有北京、天津、江苏、山东、贵州、新疆、浙江、福建、湖南和四川等 10 个省市；
- ii. 部分省市内部，地方国企债务和城投债务之间存在非对称性，这表明不同省市国有资本的分布存在差异，不同的国有负债主体承担的经济职能也各有侧重。上海、山西、广东、山东等省市国企隐性债务占比明显高于城投平台，且国企债务压力要高于城投平台，国有企业在国有经济中承担的责任可能更重；而湖北、贵州、四川、云南、重庆等省市则刚好相反。我们认为即使在地方政府综合债务压力相近的情况下，前一类省市的国企改革预期可能要更高一些；

在本文第一章节中，我们已经详细阐述了当前金融供给侧改革和实体供给侧结构性改革周期中，减税降负和土地财政受限加大了地方政府的财政压力，其对地方国改的推动作用是目前的重要看点。且我们仍在去杠杆通道中，国企降杠杆本身依然任重道远。因此，无论是国企本身的债务压力还是当地政府的隐性债务压力，均是当前地方国改的核心矛盾。

对于广义的地方债务压力，我们拆解如下：

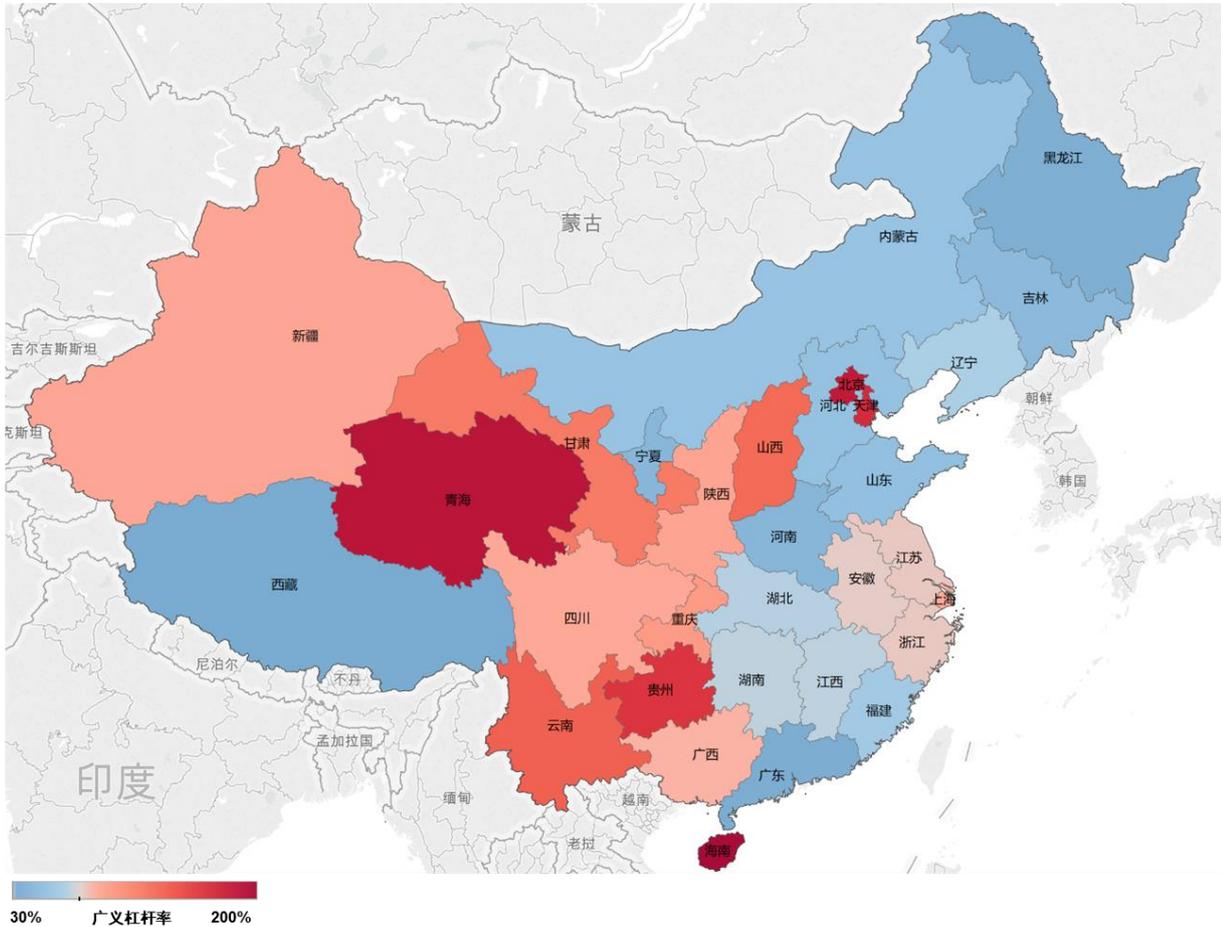
广义地方政府债务及国企债务占比：上海、广东、山东、山西国企债务占比高，北京、浙江、天津广义偿付压力较大

在国改研究框架下，我们认为广义地方政府债务应包含所有由国有资本履行出资人责任的主体所负有的全部隐性债务及政府自身显性债务。当然理论上，政府显然不是对所有这些广义债务都负有最后偿还责任，但如果把国有资本看作整体，以省级行政区（或直辖市）为单位来看，该口径下的广义地方政府债务可以作为地区经济中广义国有资本资产负债表中的总负债项，能反映广义国有资本整体的债务水平。（之所以用隐性债务而非全部负债来衡量，核心原因是为了反映偿债主体所必须偿还的“核心债务”水平）

1、广义杠杆率。我国地方政府债务水平存在明显的区域不平衡，西北、西南地区广义杠杆率较高，海南、北京、天津的杠杆率水平位居前三。

另外，或许由于我们是以隐性债务作为考察对象，标准相较整体负债要更为严格，我们发现自 2016 年以来的去杠杆，在地方层面的效果差异明显。2017 年，重庆、上海和山西的广义杠杆率下降明显，河南、江苏、广东等省市杠杆率控制较好，海南、青海、新疆和广西等地增速较快。全部 31 个省市整体的广义杠杆率虽有所上升，但增幅较 2016 年有明显收窄。

图 9：2017 年广义地方政府杠杆率（（地方政府债+城投隐性债务+地方国企隐性债务）/GDP），西北、西南、京、津、琼杠杆率较高



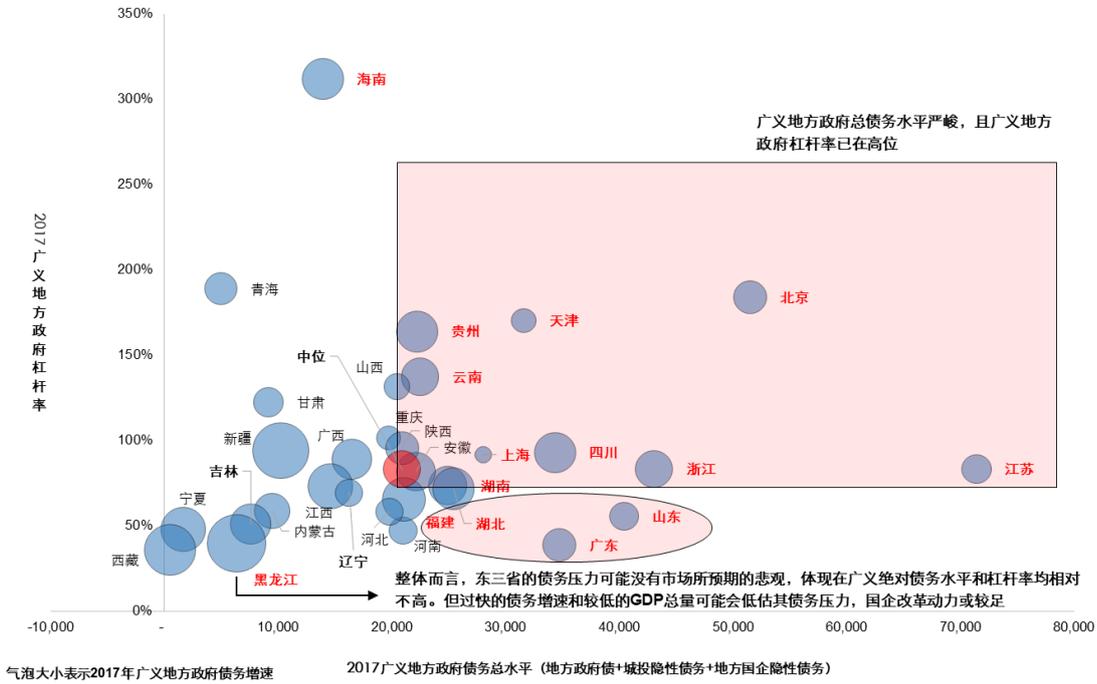
资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

注：隐性债务=短期借款+长期借款+应付债券+应付短期债券+长期应付款+一年内到期的非流动负债+交易性金融负债+应付票据。

2、广义债务总水平。整体而言，地方国企对债务增速的控制较好。2017 年，含地方政府债、城投隐性债务和国企隐性债务的广义地方政府总债务中，占比最高的是城投平台，其次是国企，地方政府债目前占比最低。但从趋势来看，增速最快的是地方政府债（当然这可能跟地方政府发行置换债券有关），其次是城投平台，地方国企增速最慢。

广义地方政府债务总水平较高，且杠杆率较高的地区，其政府减负降杠杆的意愿可能较为紧迫，如江苏、北京、浙江、四川、天津等地。整体而言，东三省的债务压力可能并没有市场所预期的悲观，体现在绝对债务水平和杠杆率均不算高。但过快的债务增速和较低的 GDP 总量可能会让我们低估其债务压力，这一点，我们可以从后续其他指标中得到验证。

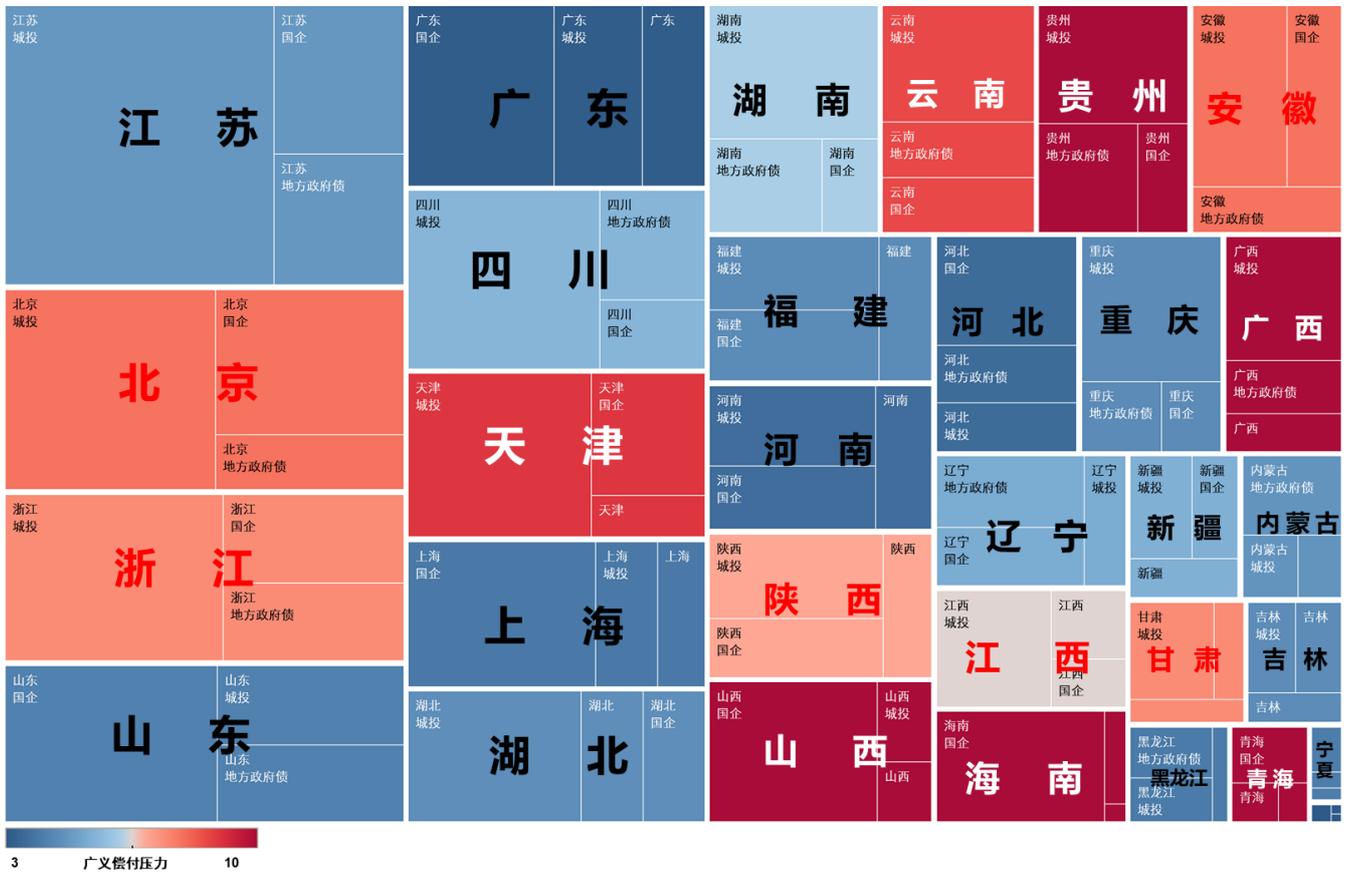
图 10：2017 年广义债务总水平及增速，江苏、北京、浙江、四川、天津总债务水平较高且杠杆率较高



资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

3、广义偿付压力。各地方政府的偿付压力与杠杆率基本正相关，但并非所有债务总额高的地区偿付压力也大，如江苏、山东、广东和上海地区偿付压力尚可。即使同为发达地区，江苏与浙江在偿付压力上的差异也较为显著，这或许与两地经济结构、产业结构的差异有关。地方债务总体水平、经济产值和财税收入间可能的确存在某种平衡关系，杠杆率过高的地区可能很难通过过度加杠杆来获得超额税收，进而形成强“兜底”能力。关注绝对债务水平高且偿付压力大的地区，包括北京、浙江、天津、山西、云南、贵州和安徽等地。

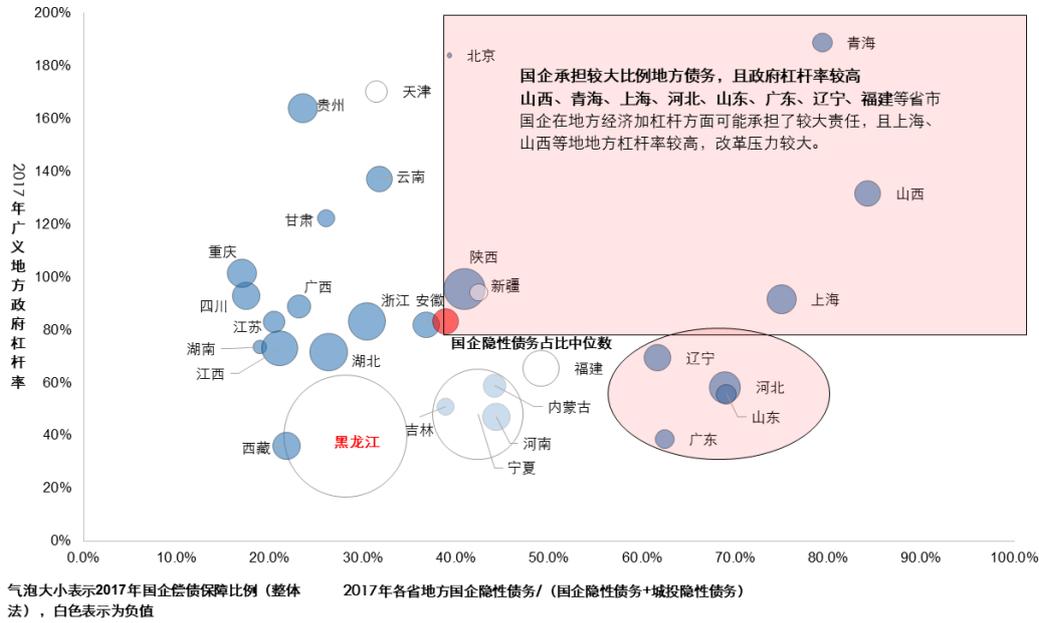
图 11：2017 年广义地方政府债务结构及偿付压力，北京、浙江、天津、山西、云南、贵州、安徽等地广义债务较高，且偿付压力较大



资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所
 注：方块大小表示相应的隐性债务绝对水平，颜色深浅表示广义偿付压力大小，红色越深表示偿付压力越大。广义偿付压力=广义地方政府隐性债务/（一般公共预算收入+政府性基金收入）。

4、国企债务占比。我们还可以清晰地看到不同省市的国有经济主体占比存在显著差异。其中，山东、广东、上海、山西、河北和海南等省市，国有企业是最主要的负责主体。国企在当地国有经济中可能占有绝对主导地位，国企改革的重要性不言而喻。江苏、北京、浙江、天津、四川等绝大多数地区则仍以城投平台为最大的负责主体。

图 12：2017 年各省市地方国企隐性债务占比，山西、青海、上海、河北、山东、广东、辽宁等地国企承担较大比例地方债务

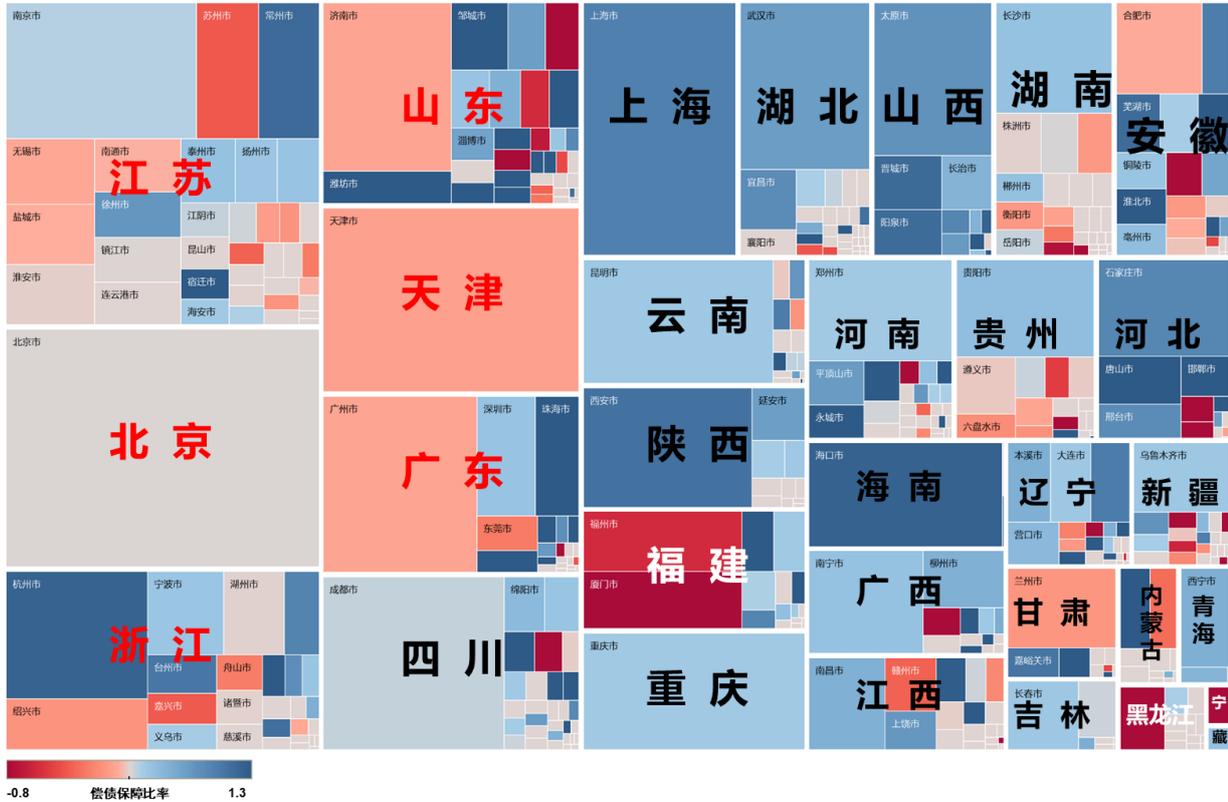


资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

地方国企+城投债务，江苏、北京、山东、天津、广东债务高，且偿债保障比例较低

1、地方国企与城投平台整体隐性债务。我们把地方国企与城投平台纳入广义国有企业范畴，根据 2017 年相关企业报表情况，我们发现其整体隐性债务水平较高的有江苏、北京、浙江、山东、天津和广东等，偿债保障比例都较低。其中，除广东外，其余 5 省市 2017 年的偿债保障比例为负，体现出企业经营现金流的恶化。

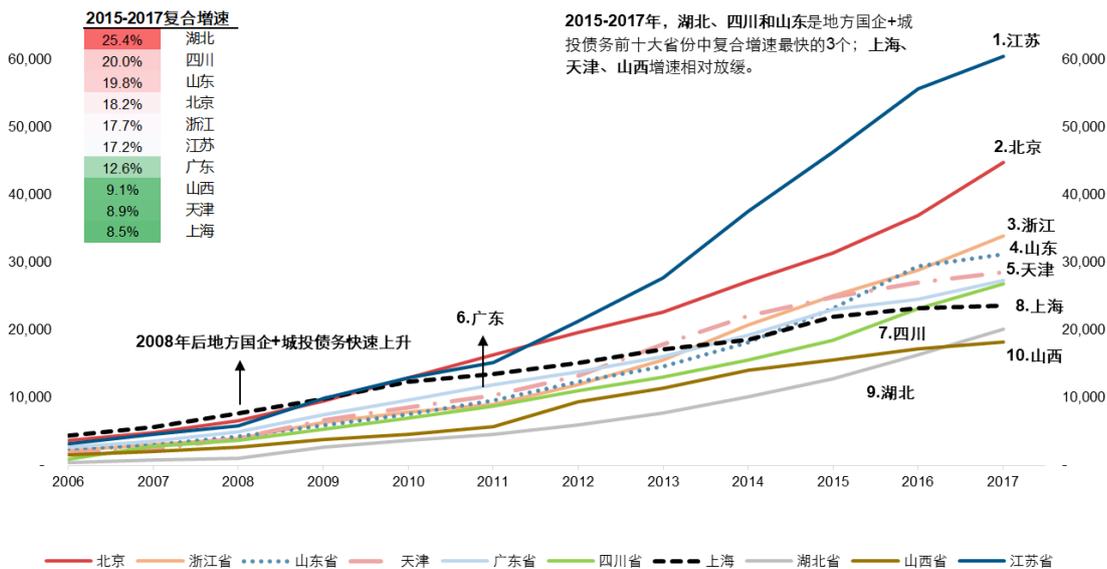
图 13：2017 年地方国企+城投隐性债务及偿债保障比例情况，江苏、北京、山东、天津、广东债务高且偿债保障比例较低



资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

注：方块大小表示相应的隐性债务绝对水平，颜色深浅表示偿债保障比率大小，红色越深表示偿债保障比例越低，偿付能力越差。偿债保障比例=经营性现金流净额/带息负债。

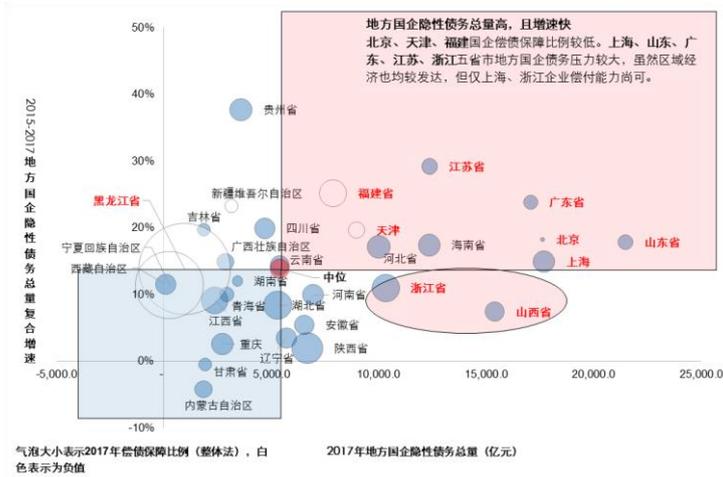
图 14：2017 年地方国企+城投隐性债务（亿元）前十大省份，江苏、北京、浙江分列前三，湖北、四川、山东增速靠前



资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

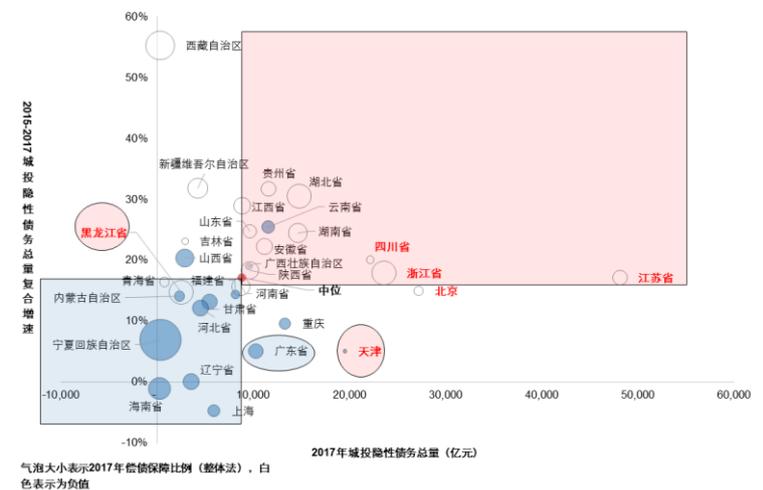
2、地方国企与城投平台分项隐性债务。进一步细分来看，正是由于不同省市国有资本的运作方式有所差异（体现在国有经济主体的占比差异上），不同国有经济主体在负债属性上也有明显不同：

图 15：地方国企隐性债务及债务增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

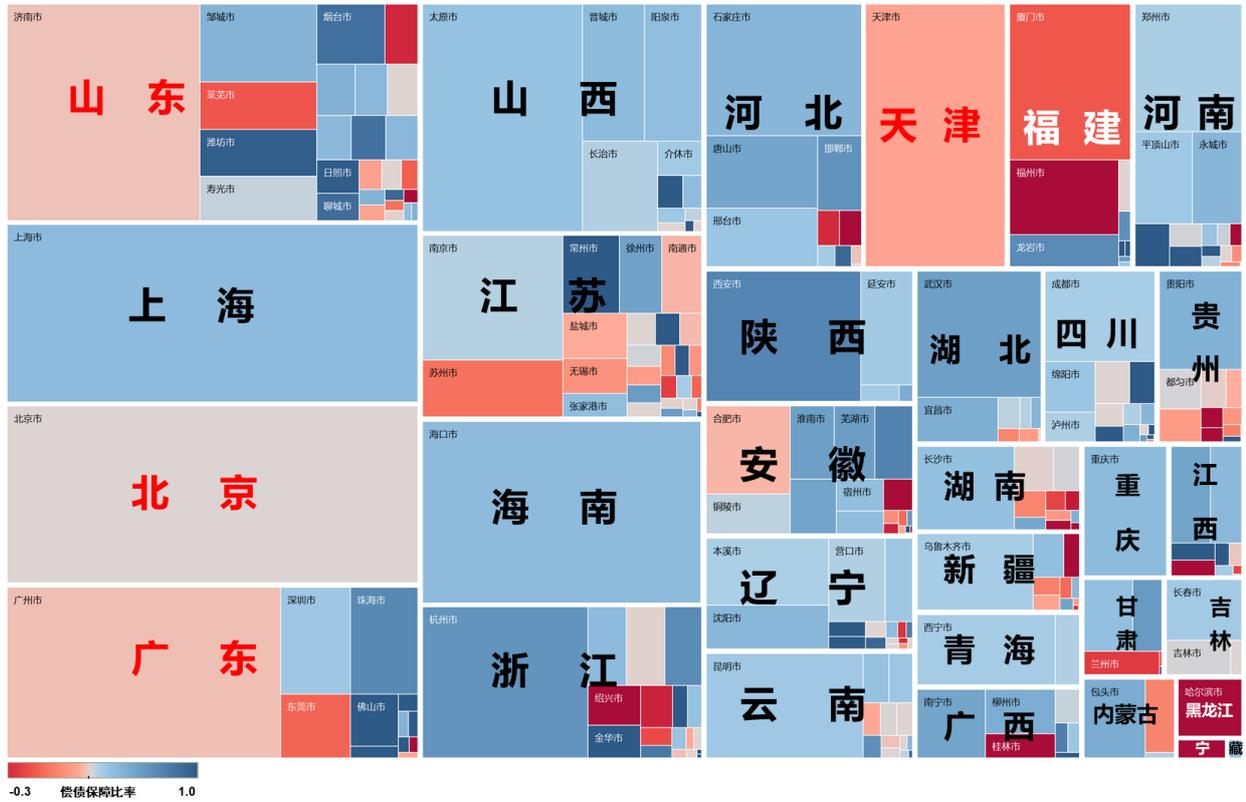
图 16：地方城投隐性债务及债务增速情况，偿债能力显著弱于国企



资料来源：Wind，长江证券研究所

- 1) 不论占比如何，大部分省市的国企债务情况要好于城投平台。主要体现在负债主体的偿债能力方面，前者显著优于后者；债务规模上，国企要小于城投。
- 2) 对于国企而言，部分地区国企债务量大且仍处于增长快车道，同时偿债保障比率所代表的偿付能力也较低。如山东、北京、广东、江苏、浙江、天津、福建等，这些地区2015-2017 隐性债务复合增速基本在 14%的中位数以上。

图 17：2017 年地方国企隐性债务及偿债保障比例情况，山东、北京、广东、江苏、浙江、天津等地债务高且偿债保障比例较低

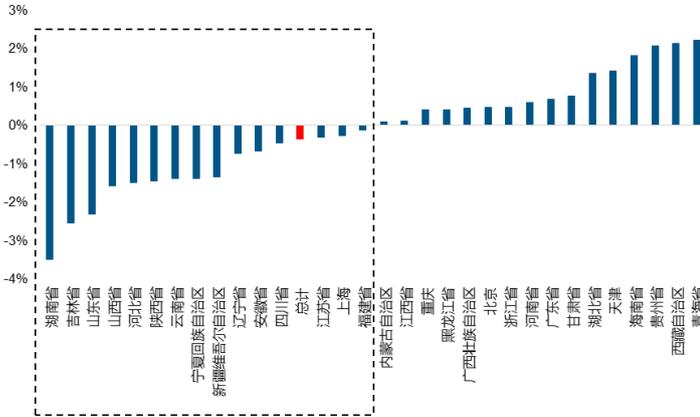


资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

注：方块大小表示相应的隐性债务绝对水平，颜色深浅表示偿债保障比率大小，红色越深表示偿债保障比例越低，偿付能力越差。偿债保障比例=经营性现金流净额/带息负债。

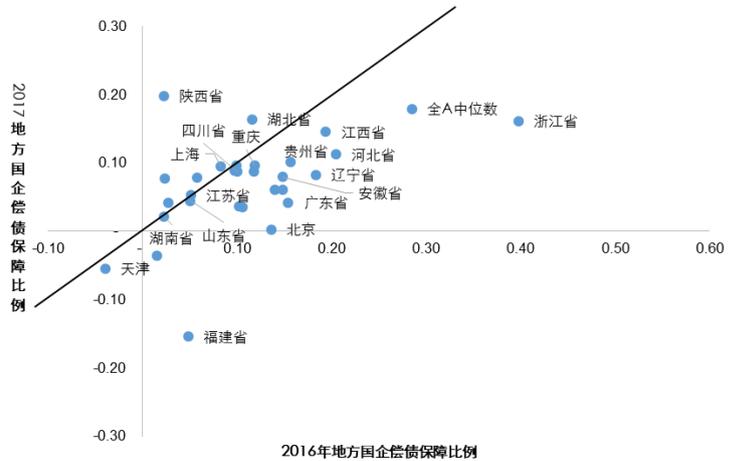
相较于广义杠杆率的抬升，我们认为地方国企在去杠杆进程中的表现是值得肯定的。大部分地区的国企在去杠杆中都作出了不同程度的努力，尤其是例如上海、江苏、山东等债务大省，2017 年国企资产负债率都有所下降，其中山东下降了约 2.3 个百分点，全部整体下降了约 0.3 个百分点。但绝大部分地区的国企偿付能力有所削弱。

图 18：2017 年地方国企资产负债率变化，大部分地区国企在去杠杆中均作出了不同程度的努力



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：2017 大部分地区国企的偿付能力在恶化

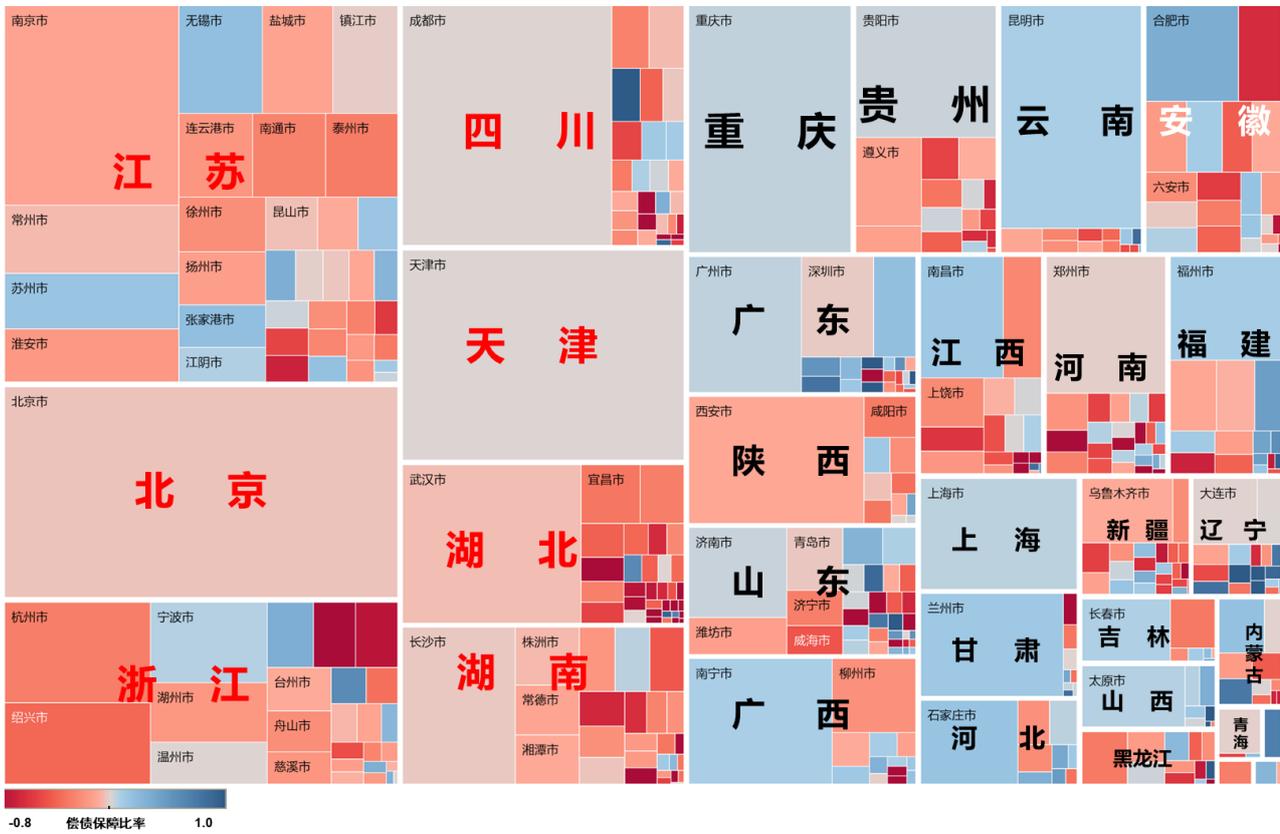


资料来源：Wind，长江证券研究所

3) 城投平台所代表的政府隐性债务压力可能相对更值得担忧，这可能是 2019 年倒逼地方国企改革的重要变量。首先，大部分地区的地方城投平台无论是规模还是公司本身偿付能力，较国企都要更为严峻。其次，城投平台隐性债务增速要明显快于国企。2015-2017 年，地方城投平台隐性债务复合增速仍然高达 17%，比同期国企增速要高出约 3 个百分点。但的确有相当部分省市的增速正在趋降。最后，城投平台的偿债能力相对较弱，加剧了地方债务压力。截至 2017 年底，全部样本城投平台偿债保障比例为-0.01，国企约为 0.08 左右。

综合来看，地方国企在改革中的确作出了相当程度的努力。但某种程度上，城投平台可能依然是部分地方国有经济的重要甚至是首要组成部分。城投平台在地方国改中的地位需要重视，对于以城投为主要地方经济主体的地区可能更为明显。

图 20：2017 年地方城投隐性债务及偿债保障比例情况，江苏、北京、浙江、四川、天津、湖北、湖南、山西等地债务高且偿债能力较弱



资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

注：方块大小表示相应的隐性债务绝对水平，颜色深浅表示偿债保障比率大小，红色越深表示偿债保障比例越低，偿付能力越差。偿债保障比例=经营性现金流净额/带息负债。

综上，我们对 31 个省级行政区、直辖市和自治区地方债务压力的综合评估如下：

表 4：长江策略地方国企改革——地方债务压力综合评估结果

地方债务压力综合评估															
省份	分层分类	广义国企债务		狭义地方政府债务		国企			城投			广义地方政府债务			地方债务压力综合得分
		国企+城投		城投+地方政府债		隐性债务	2015-2017 隐性债务复合增速	偿债保障比例	隐性债务	2015-2017 隐性债务复合增速	偿债保障比例	隐性债务	杠杆率	广义偿付压力	
		隐性债务	偿债保障比例	隐性债务	杠杆率										
北京	二	30	22	30	29	29	28	26	30	13	17	30	29	24	31
天津	一	27	23	27	30	22	24	28	27	4	14	25	28	26	30
江苏	二	31	24	31	22	26	21	19	31	16	21	31	16	14	29
山东	二	28	14	24	2	31	22	20	18	25	19	28	7	8	28
贵州	一	14	20	23	31	13	31	6	23	29	20	20	27	30	27
新疆	-	8	28	8	21	11	27	27	10	30	27	8	21	16	26
浙江	二	29	26	29	18	24	20	3	29	17	30	29	17	21	25
湖南	二	21	27	26	19	12	15	25	25	24	26	22	14	18	23
福建	二	17	29	15	12	21	29	29	14	11	12	18	10	10	23
四川	二	25	19	28	25	14	26	12	28	20	16	26	20	17	22
广东	三	26	9	22	1	28	23	22	20	5	7	27	2	2	21
云南	一	19	8	21	28	16	8	16	22	26	8	21	26	25	20
海南	一	12	1	3	9	25	30	8	1	2	2	9	31	29	19
安徽	三	20	17	19	16	18	6	14	21	22	22	19	15	23	18
山西	一	22	4	5	6	27	7	15	7	21	3	15	25	28	16
湖北	一	23	25	25	15	15	17	2	26	28	28	23	12	12	16
广西	四	11	15	16	23	9	19	17	17	19	13	12	18	27	15
上海	三	24	3	12	8	30	18	9	13	1	9	24	19	5	13
青海	四	4	12	4	24	10	11	21	4	15	18	3	30	31	13
陕西	四	18	7	18	20	19	10	1	19	18	24	16	22	20	12
吉林	一	6	18	7	10	5	25	23	8	23	15	5	6	11	11
黑龙江	一	3	31	6	7	3	16	31	6	12	29	4	3	6	10
江西	三	10	21	14	17	7	9	4	16	27	23	10	13	19	9
河南	四	15	16	17	5	20	3	10	15	14	25	17	4	4	8
甘肃	四	7	11	9	27	6	1	24	12	9	6	6	24	22	7
河北	四	13	2	11	3	23	12	5	11	8	5	14	8	3	6
重庆	四	16	13	20	26	8	4	7	24	7	10	13	23	9	5
辽宁	四	9	5	13	13	17	5	13	9	3	4	11	11	15	4
西藏	-	1	30	1	4	1	14	11	2	31	31	1	1	1	3
宁夏	-	2	6	2	11	2	13	30	3	6	1	2	5	7	2
内蒙古	-	5	10	10	14	4	2	18	5	10	11	7	9	13	1

资料来源：同花顺，Wind，长江证券研究所

注：1、红色越深，表示该项指标表现越差（债务高、增速快、偿债保障比例低、杠杆率高、广义偿付能力差）；2、隐性债务=短期借款+长期借款+应付债券+应付短期债券+长期应付款+一年内到期的非流动负债+交易性金融负债+应付票据；3、偿债保障比例=经营性现金流净额/带息负债；4、杠杆率=隐性债务/GDP；5、广义偿付能力=广义地方政府债务总额/（政府一般预算收入+政府性基金收入）；6、隐性债务、偿债保障比例取 2017 年年报数据，并购和重组次数统计区间为 2015 年至 2019 年 4 月 5 日。

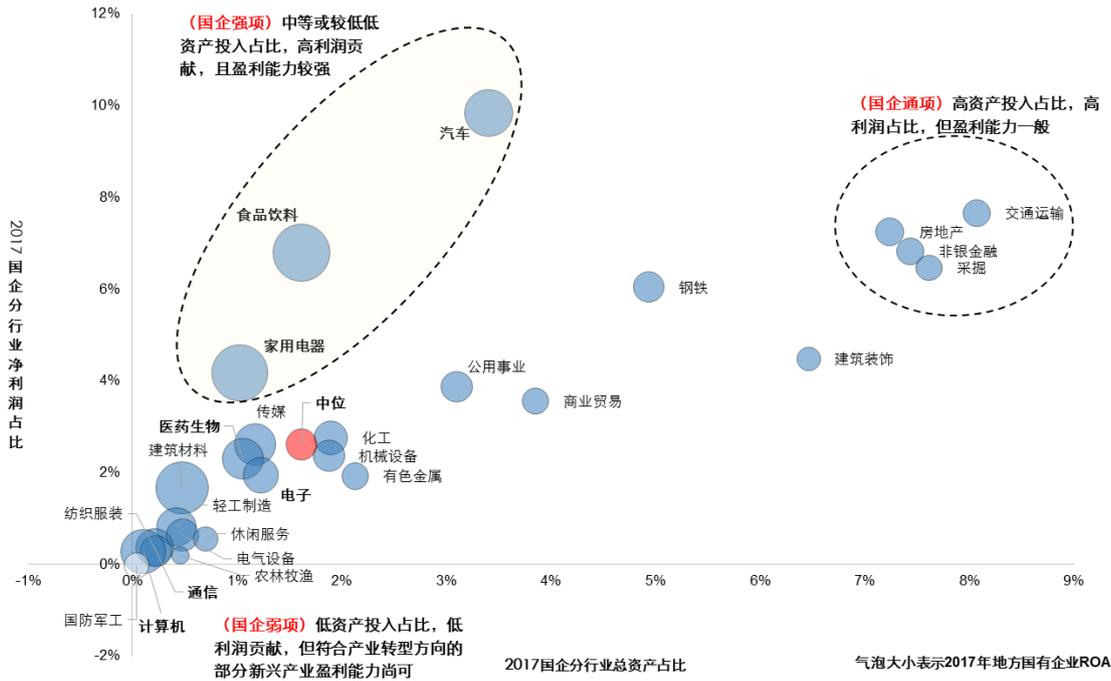
国企资质是地方国改的重要出发点

主要结论：1) 大部分省市的国企资质评价结果与当地国企负债率、盈利能力（ROE）有较好的匹配度，但存在部分地区后两者之间存在反常的负相关性¹³，或预示其改革压力也较大。在一定区间内，大部分省市国企负债率与 ROE 呈现弱正相关性，可以理解为加杠杆的确带来了超额利润。但我们的评价结果表明，黑龙江、甘肃、河北、河南、山西、内蒙古和宁夏等省市国企负债率处于相对较高水平，但同时 ROE 水平却相对较

¹³ 特指负债率高，但 ROE 低。

类偏多，如汽车、食品饮料和家电。在不考虑行业资本密集性因素的差异下，地方国有资本在消费领域的经营能力或许的确相对更强，需要重点关注其中可能蕴含的改革机会；第三类为国企弱项，低资产投入占比对应低利润贡献。但是这部分领域内存在一些虽然国有资本较弱，但符合产业转型方向的领域，如电子、医药生物、通信、计算机等等，且国企的相对盈利能力不算太差。

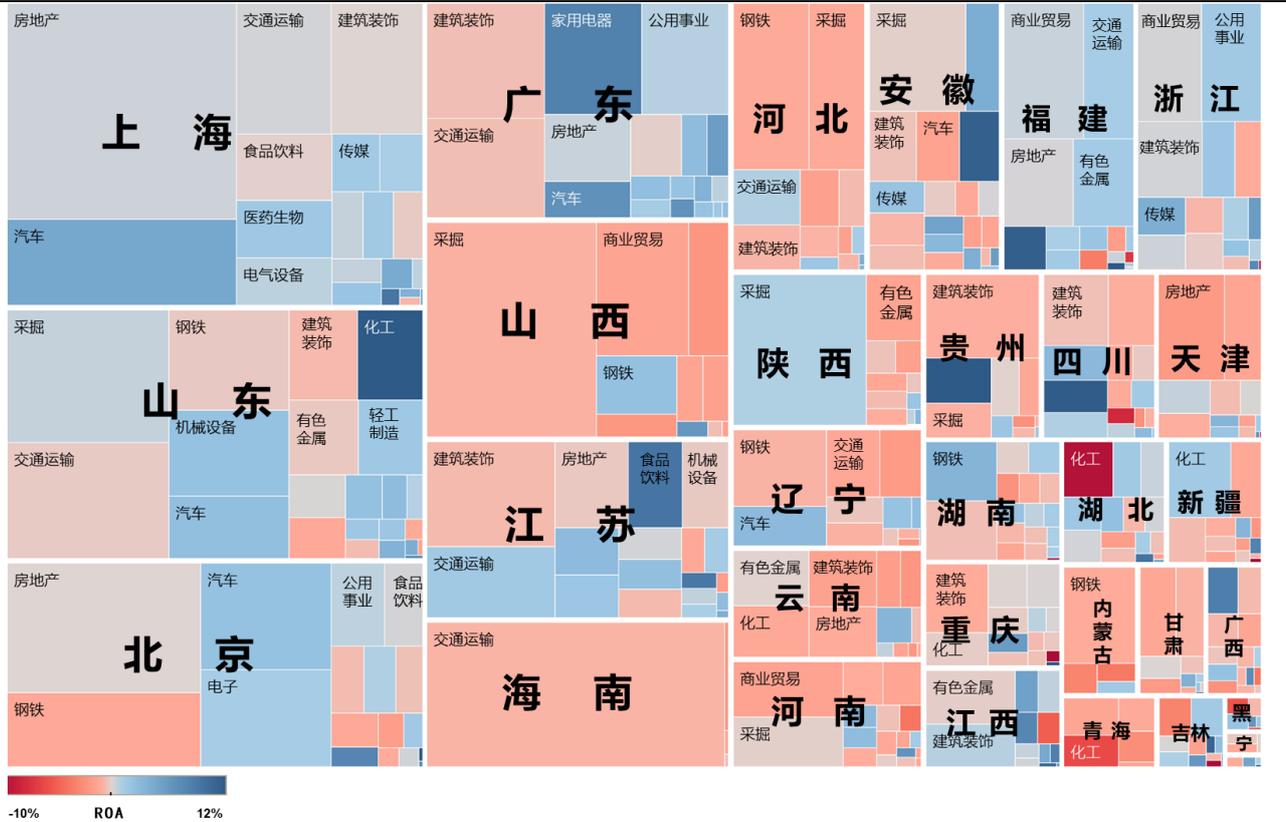
图 22：2017 年地方国企分行业格局，地方国企具有明显的分层结构化特点



资料来源：Wind，长江证券研究所

2、各地区间的产业布局存在显著差异，在沿着产业转型思路寻找地方国改机会时需避免陷入误区。由于资源禀赋和产业政策的倾向不同，这直接导致了各地区间的产业分工和各自优劣产业存在显著差异。如上海的汽车、医药、电气设备，山东的化工、机械、汽车和轻工，北京的汽车、电子，广东的家电、汽车，江苏的食品饮料、交通运输等均属优质资产。

图 23：2017 年地方国企分行业资产规模及盈利能力情况，地区产业格局差异明显



资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所
注：方块大小表示相应行业的总资产规模大小，颜色深浅表示 ROA 大小，红色越深表示 ROA 越低。

综上，我们对各省市地方国企资质的评估结果如下：

表 5：长江策略地方国企改革——地方国企资质综合评估结果

国企资质综合评估									
省份	分层分类	负债率	盈利能力	国企资质综合得分	省份	分层分类	负债率	盈利能力	国企资质综合得分
		资产负债率	ROE				资产负债率	ROE	
贵州	一	4	5	30	浙江	二	24	12	14
安徽	三	7	6	29	辽宁	四	19	19	13
上海	三	5	9	28	广西	四	29	11	12
四川	二	8	7	27	河南	四	21	20	11
江苏	二	10	8	24	吉林	一	15	27	10
湖南	二	2	16	24	青海	四	13	31	9
广东	三	16	2	24	甘肃	四	23	22	8
江西	三	9	10	23	河北	四	25	21	7
山东	二	17	3	22	湖北	一	18	30	6
福建	二	22	1	21	天津	一	31	18	5
北京	二	12	13	20	山西	一	26	24	4
重庆	四	11	17	18	宁夏	-	27	25	3
陕西	四	14	14	18	黑龙江	一	30	23	2
海南	一	3	28	17	内蒙古	-	28	29	1
云南	一	6	26	16	西藏	-	1	4	31
新疆	-	20	15	15					

资料来源：同花顺，Wind，长江证券研究所
注：红色越深，表示该项指标表现越差（负债率高、ROE 低）。

国企改革进度各省不一，改革压力大的地区普遍进度较快

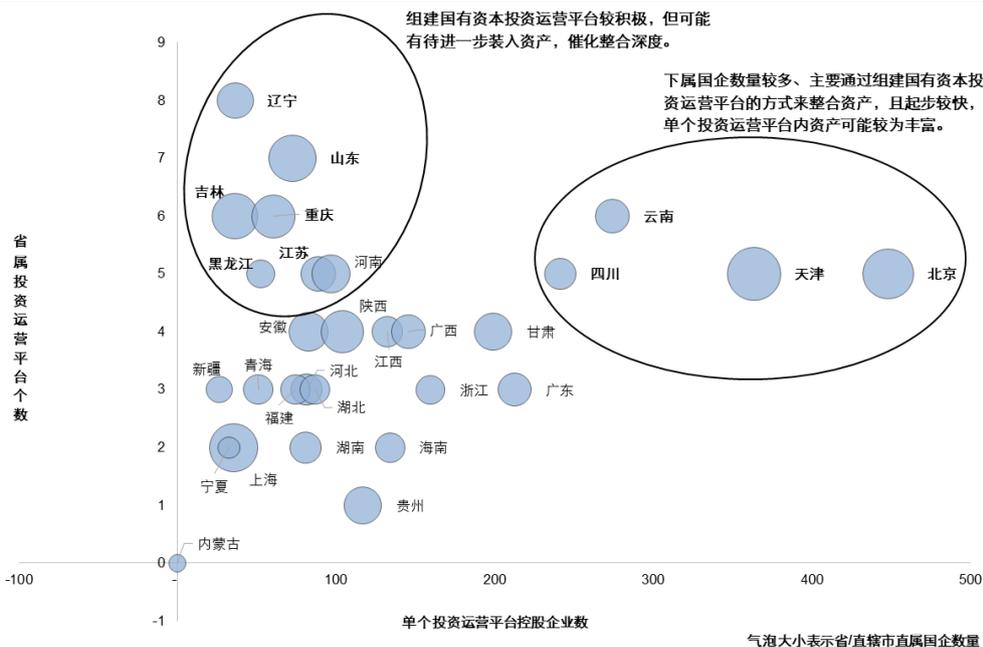
主要结论：1) 对于我们评价为第一、二、三类需重点关注的省市，大部分国改进度均位于前列。但也存在部分改革进度相对滞后的省市，如湖南、湖北、吉林、海南、黑龙江和贵州。2) 上市公司重大资产重组的改革方式目前主要集中于经济发达地区，如上海、江苏、广东、浙江、山东、北京等地，这些地区的地方国企通过上市资产重组方式改革的可能性更高；3) 对于 2019 年的国改规划，相较 2018 年，各地方国资委更加侧重创新发展、从管资产向管资本转型、混改、国有资本投资运营平台以及市场化公司制改革等方面，整体与我们在第二章所提到的当前地方国改可能主要采取的手段相匹配。

地方国改进度综合评价，山东、山西、天津、云南、广东、浙江动作较快

由于各地方改革背景和方向的不同，导致其改革方式和各手段的运用情况有所区别，进而增加了对各省市国改进度评价的难度。我们综合使用现阶段重点铺开和具有较强改革效果的若干指标来考量地区国改进度情况，主要包括国有资本投资运营平台、上市公司重大资产重组和“双百行动”。

1、国有资本投资运营平台是现阶段重点铺开的改革方式。最大优点在于能尽可能保证国企所有权、管理权和经营权三权独立的同时，统筹管理，分类改革。整体而言，**组建投资运营平台/公司较为积极的地区大都属于改革压力较大、动力较足的省份**。如北京、天津、云南、四川、辽宁、山东、江苏、黑龙江等地。但结构上也存在明显分化：京、津、滇、川四地的进度可能要更快一些，因为其已纳入平台的控股企业数量明显高于其他省份。辽、鲁、吉、渝、苏、黑等地的进度稍慢，虽然这些省市已组建的运营平台数位于前列，但纳入的资产相对有限。

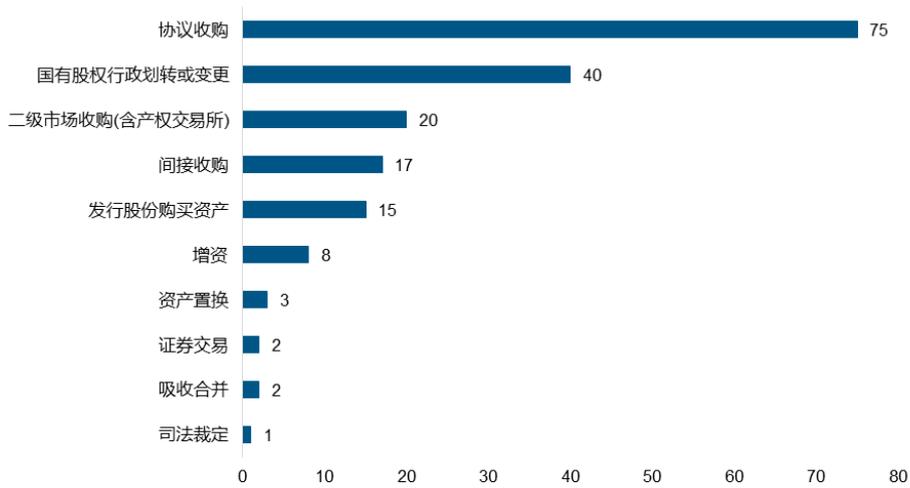
图 24：各省市投资运营平台个数及控股企业情况，北京、天津、云南、四川单个平台控股企业较多



资料来源：各省市国资委官网，Wind，长江证券研究所

另外,从已组建的地方国有资本投资运营平台的运作情况来看,目前主要通过协议收购、国有股权划转、二级市场收购、间接收购、发行股份购买资产等方式进行并购重组,市场化的重组方式显然更多。

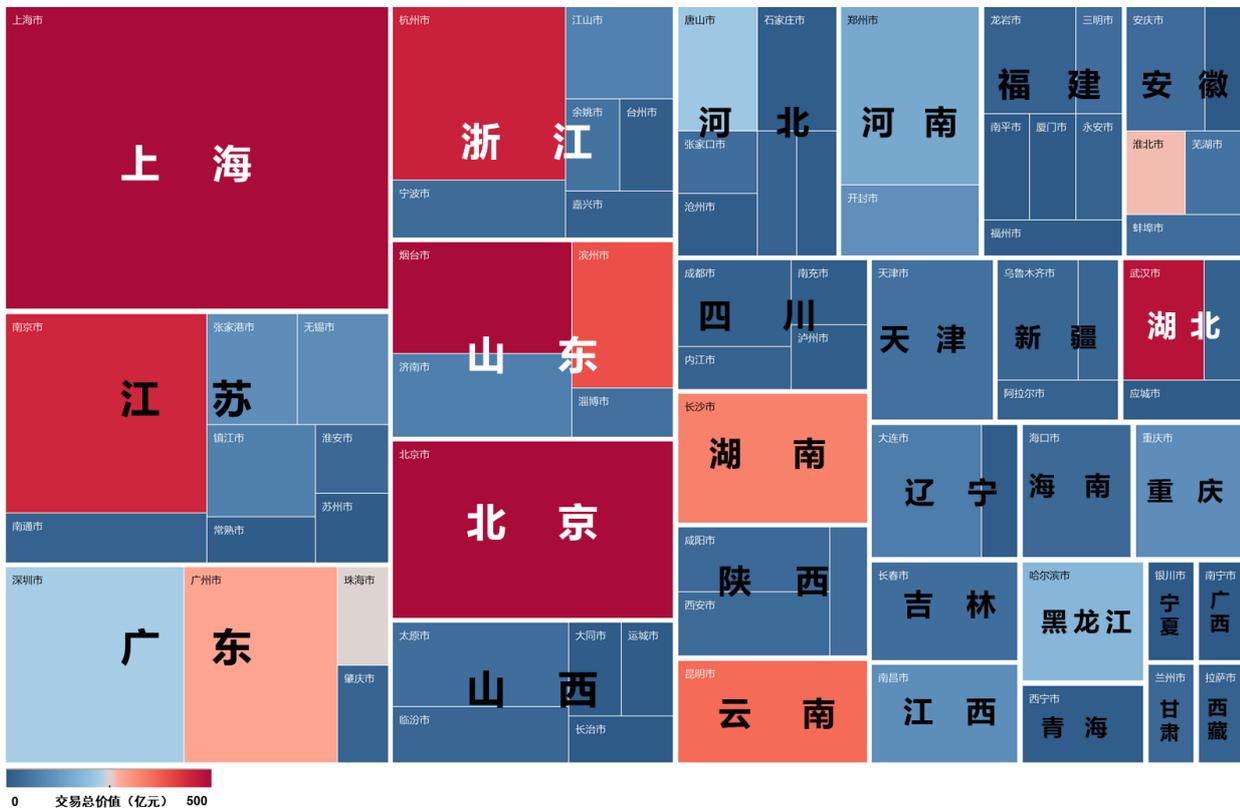
图 25: 2015 年以来,地方国有资本投资运营平台内企业并购重组情况,以协议收购、国有股权划转或变更、二级市场收购等方式为主



资料来源: 各省市国资委官网, Wind, 长江证券研究所

2、通过上市公司重大资产重组, 盘活优质资产, 重塑资产结构。从 2015 年本轮国改“1+N”正式开始全面铺开以来, 地方国企上市公司的重大资产重组基本集中于经济较发达地区, 上海、江苏、广东、浙江、山东和北京六省市无论从并购频次还是涉及资产规模来看, 都位于前列。我们建议“看地方国改重大重组”需紧盯发达地区。

图 26：2015 年至今各省市上市国企重大资产重组情况

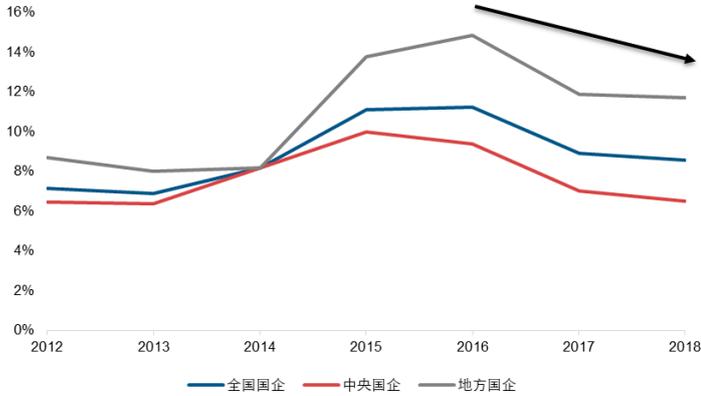


资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

注：方块大小表示相应地区上市公司的重大资产重组次数，颜色深浅表示交易总价值大小，红色越深表示交易价值越高。

3、自供给侧结构性改革以来，无论是央企还是地方国企，利润上缴比例均呈持续下降趋势。从仅能获取的各省市本级国有资本经营收入占当地国企利润比例的情况来看，辽宁、海南、重庆、甘肃等地省/市本级国企利润上缴比例的提升空间或许已经较小，山东、湖北、贵州、山西或许仍有一定提升空间。重视这点的意义在于区分提高国企利润上缴比例过程中的结构性问题，不同省市国企的敏感性可能不同。

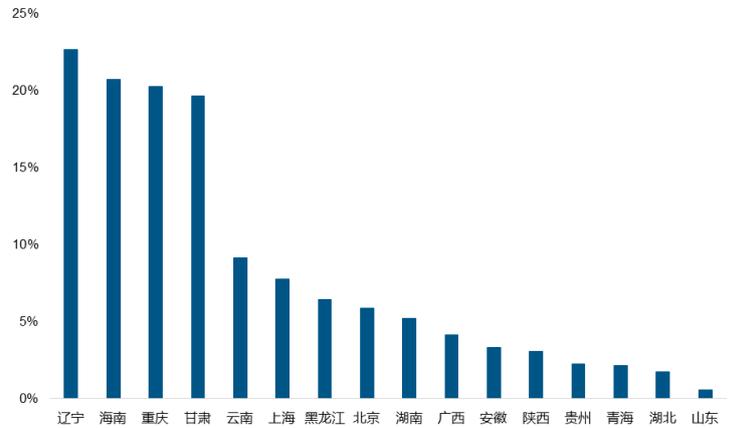
图 27: 无论是央企还是地方国企, 利润上缴比例自 2016 年供给侧结构性改革以来持续下降



资料来源: Wind, 财政部, 国资委, 长江证券研究所

注: 利润上缴比例=国有资本经营收入/国有企业利润总额; 国有资本经营收入数据采用实际执行口径而非预算口径。

图 28: 2016 年各省市本级国有资本经营收入占地方国企总利润比例



资料来源: Wind, 财政部, 国资委, 长江证券研究所

综上, 我们对各省市当前国企改革进度的评价结果如下:

表 6: 长江策略地方国企改革——国企改革进度综合评估结果

国企改革进度								
省份	分层分类	国企利润上缴比例	国有资本投资运营平台			上市公司重大资产重组	双百行动	国改进度综合得分
		本级 2016 年上缴比例	平台总数	单个投资运营平台控股企业数	平台内并购次数(2015 年以来)	重大资产重组次数	当地国企纳入双百行动家数	
山东	二	1	30	11	26	27	27	31
山西	一	0	20	31	26	24	15	30
天津	一	0	20	29	30	13	22	29
云南	一	13	27	28	29	13	15	28
广东	三	2	8	26	12	29	31	27
浙江	二	0	8	24	22	28	22	25
河南	四	0	20	18	22	22	22	25
江苏	二	0	20	17	20	30	15	24
北京	二	10	20	30	17	26	8	23
四川	二	0	20	27	20	18	15	22
安徽	三	7	15	15	25	21	15	21
辽宁	四	17	31	7	9	13	27	20
重庆	四	15	27	10	31	8	8	19
上海	三	12	4	5	16	31	22	17
江西	三	0	15	21	12	8	22	17
甘肃	四	14	15	25	26	3	8	16
陕西	四	6	15	19	9	18	15	15
福建	二	0	8	12	1	22	30	14
河北	四	0	8	14	7	24	15	13
广西	四	8	15	23	17	3	8	12
湖南	二	9	4	13	22	18	8	11
湖北	一	3	8	16	17	13	8	10
吉林	一	0	27	6	12	8	5	9
海南	一	16	4	22	12	8	5	7
黑龙江	一	11	20	9	7	8	3	6
青海	四	4	8	8	9	7	1	5
贵州	一	5	2	20	1	1	5	4
新疆	-	0	8	3	1	13	27	8
西藏	-	0	2	2	1	3	1	1
宁夏	-	0	4	4	1	3	3	3
内蒙古	-	0	1	1	1	1	8	2

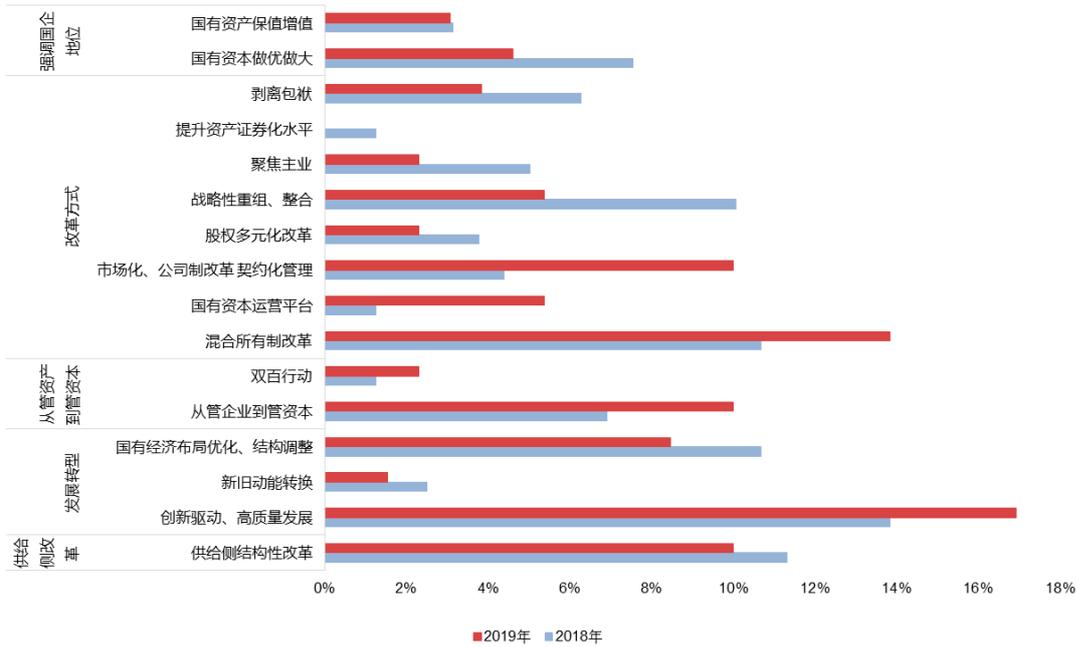
资料来源: 同花顺, Wind, 各省市国资委官网, 长江证券研究所

注: 1、红色越深, 表示该项指标表现越差(平台总数少、单个投资运营平台控股企业数少、并购次数少、重组次数少、双百行动企业家数少、国改进度慢); 2、并购和重组次数统计区间为 2015 年至 2019 年 4 月 5 日。

2019 地方国改展望，创新发展、从管企业到管资本转变、混改、国有资本投资运营平台值得期待

我们详细分析了各省市国资委对于 2019 年和 2018 年的国改规划,发现:相较 2018 年,各地方国资委更加侧重创新发展、从管资产向管资本转型、混改、国有资本投资运营平台以及市场化公司制改革等方面,整体与我们在第二章所提到的当前地方国改可能主要采取的手段相匹配。

图 29：2018 年与 2019 年各省市国资委对国企改革的年度规划对比（涉及到相关国改规划关键词的“省次”占比），今年各地方国资委对创新发展、从管企业到管资本转变、混改、双百行动、国有资本投资运营平台、市场化改革的规划热度明显升温



资料来源：各省市国资委官网，长江证券研究所

表 7：各省市国企改革 2018 年规划 VS 2019 年规划一览

省份	供给侧结构性改革	发展转型			从管资产到管资本		改革方式							强调国企地位		提升国资监管系统针对性有效性	
		创新驱动、高质量发展	新旧动能转换	国有经济布局优化、结构调整	从管企业到管资本	双百行动	混合所有制改革	国有资本运营平台	市场化、公司制改革、契约化管理	股权多元化改革	战略性重组、整合	聚焦主业	提升资产证券化水平	剥离包袱	国有资本做优做大		国有资产保值增值
北京	✓✓	✓✓		✓✓	✓✓		✓		✓✓		✓				✓	✓	
天津	✓✓	✓✓		✓	✓		✓✓		✓✓		✓	✓			✓	✓	
河北	✓	✓✓	✓	✓			✓✓								✓✓	✓✓	
山西				✓✓	✓		✓		✓✓	✓	✓✓			✓✓			
内蒙古	✓	✓✓		✓✓	✓✓	✓	✓		✓	✓✓	✓				✓	✓	
辽宁		✓			✓		✓✓	✓✓		✓	✓			✓	✓		
吉林	✓	✓✓	✓	✓✓	✓		✓✓		✓	✓	✓			✓			
黑龙江		✓		✓	✓		✓		✓			✓		✓			✓
上海		✓✓			✓	✓	✓					✓✓			✓		
江苏	✓✓	✓✓		✓	✓✓				✓			✓			✓	✓	✓
浙江	✓	✓	✓	✓	✓✓		✓					✓			✓		
安徽		✓		✓	✓	✓	✓✓	✓	✓		✓✓						
福建	✓	✓✓		✓	✓✓		✓			✓		✓					
江西	✓	✓			✓✓	✓	✓✓	✓			✓✓						
山东		✓✓	✓✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓			✓		
河南	✓✓	✓✓					✓✓	✓✓			✓				✓	✓	✓
湖北	✓✓	✓✓		✓	✓		✓✓	✓	✓	✓✓	✓			✓	✓✓		
湖南	✓✓			✓	✓		✓✓		✓		✓			✓✓			
广东	✓✓	✓		✓			✓	✓			✓	✓		✓	✓		✓
广西	✓✓	✓		✓			✓							✓			
海南	✓	✓		✓			✓				✓			✓			✓
重庆		✓✓		✓			✓		✓	✓	✓				✓		
四川	✓	✓✓		✓			✓		✓	✓				✓		✓	
贵州	✓✓	✓✓							✓		✓	✓		✓			
云南																	
西藏																	
陕西		✓✓		✓✓					✓		✓						✓
甘肃	✓	✓		✓			✓✓	✓	✓					✓			
青海	✓	✓✓	✓	✓	✓		✓✓	✓✓			✓✓	✓	✓	✓			
宁夏	✓	✓			✓										✓	✓✓	
新疆	✓✓	✓✓		✓	✓✓				✓		✓			✓	✓		

资料来源：各省市国资委官网，长江证券研究所

注：绿色代表 2018 年规划，红色代表 2019 年规划。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。