



批发零售业

2016.04.04

**评级:** **增持**  
 上次评级: 增持

## 国改全面铺开，整体上市为重要路径

	<b>瞿猛 (分析师)</b>	<b>陈彦辛 (研究助理)</b>	<b>林浩然 (分析师)</b>
	021-38676442	021-38676430	021-38674763
	ziming@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880115050030	S0880514070005

### 本报告导读:

2016 年将成为国企改革落地之年，从各方利益一致角度来看，集团资产整体上市将成为国企改革最重要实现路径，大集团小公司最为受益。

### 摘要:

- **投资建议:** 2016 年将是国企改革扎实落地之年，集团整体上市成为重要路径。随着中央指导文件的出台，地方政策的陆续落实，2016 年国企改革有望在政策层面逐渐细化，落地试点全面铺开。国企改革将推动国有资产监管机构实现从管资产向管资本转型，集团整体上市将是 2016 年国企改革重要方向，大集团小上市公司企业最为受益，建议增持：**广州浪奇、深赛格**，受益标的：**兰生股份**。同时，国有企业员工持股成为国改重点问题，相关政策亦不断细化，零售国企自身资产质量较高，激励机制改善有望成为提升企业盈利能力的关键，建议增持：**老凤祥、中百集团、农产品**。
- **国务院同意并批转发改委《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》。**《意见》提出 10 个领域 50 项年度经济体制改革重点任务，改革措施落地成为工作重中之重。国企改革方面，《意见》提出改革完善国有资产管理体制，推进混合所有制改革，加快重点行业改革，激发非公有制经济活力和创造力等五方面加大国企改革力度，重点强调集团整体上市、推进股权多元化改革、从管资产向管资本转变。
- **2016 年预计超 20 项国改政策出台，国企重组、员工持股等将细化落实。**据《中国经营报》报道，2016 年将有 21 项左右的国企改革政策出台，包括国企重组、员工持股、薪酬改革等内容。3 月闭幕的两会上，马凯对外界表示，2015 年是国企改革方案制定的一年，2016 年将是扎扎实实的落实年，国企改革核心是提高国有资本效益、增强国有企业活力。2 月国资委公布了《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》，为国企员工持股提供了具有实践意义的指导，为相关国企落实股权激励提供了政策依据。
- **集团资产整体上市将成为国改重点、热点；股权激励有望改善盈利与提升估值。**从国企改革多方博弈的角度来看，起主导作用的是中央和地方国资委；自上而下实现国资委对资产证券化率要求在当前仍是国企改革最大推动力。因此，从国企改革实现路径来看，国资旗下集团公司利用自身上市平台实现整体上市，对国资委、集团管理层、上市公司三方而言都是利益最大化的一致选择。集团整体上市将是 2016 年国企改革重要方向，大集团小上市公司企业最为受益，建议增持：**广州浪奇、深赛格**，受益标的：**兰生股份**。零售国企自身资产质量较高，激励机制改善一方面有助于提升零售国企盈利能力，另一方面通过经营理念的改变，亦将对相关低估值个股起到修复作用。建议增持：**老凤祥、中百集团、农产品**。
- **风险提示:** 改革进度低于预期；资产整合具备不确定性。

### 相关报告

批发零售业:《开启人才配置新时代，迎接人服春天》

2016.03.21

批发零售业:《CPI 改善超市同店增速，配置低 PS 个股》

2016.03.13

批发零售业:《雾里观花黄金珠宝是真，柳暗花明国企改革就实》

2016.03.09

批发零售业:《基本面仍待改善，关注国企改革推进》

2016.02.29

批发零售业:《春节黄金周消费平稳，新型消费亮点纷呈》

2016.02.14

## 目 录

1. 2016 国企改革落地之年，资产重组将成首要途径 .....	3
1.1. 国企改革政策细化，超 20 项实施措施有望密集出台 .....	3
1.2. 国务院批转发改委国改意见，政策落地是重中之重 .....	3
1.3. 中央层面：国企十项改革试点公布 .....	3
1.4. 地方层面：上海国企改革仍是排头兵 .....	5
1.5. 公司层面：重量级央企、国企改革事件频现 .....	6
2. 零售行业上海、广深地区重点国企的改革进展梳理 .....	7
3. 投资建议 .....	9

## 1. 2016 国企改革落地之年，资产重组将成首要途径

2016 年将是国企改革扎实落地之年，集团整体上市成为重要路径。随着中央指导文件的出台，地方政策的陆续落实，2016 年国企改革有望在政策层面逐渐细化，落地试点全面铺开。国企改革将推动国有资产监管机构实现从管资产向管资本转型，集团整体上市将是 2016 年国企改革重要方向，大集团小上市公司企业最为受益，建议增持：**广州浪奇、深赛格**，受益标的：**兰生股份**。同时，国有企业员工持股成为国改重点问题，相关政策亦不断细化，零售国企自身资产质量较高，激励机制改善有望成为提升企业盈利能力的关键，建议增持：**老凤祥、中百集团、农产品**。

### 1.1. 国企改革政策细化，超 20 项实施措施有望密集出台

2016 年预计超 20 项国改政策出台，包括国企重组、员工持股等。据《中国经营报》报道，在 2015 年 19 项国企改革相关政策推出后，2016 年将有 21 项左右的国企改革政策出台，包括国企重组、员工持股、薪酬改革等内容。而在 3 月闭幕的两会上，国务院国有企业改革领导小组组长马凯对外界表示，2015 年是国企改革方案制定的一年，2016 年将是扎扎实实的落实年，国企改革核心是提高国有资本效益、增强国有企业活力。

员工持股计划再度成为热点，既要调动国企积极性，又要防止国有资产流失。员工持股亦是 2016 年国企改革的重点和亮点。2016 年 2 月，国资委公布了《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》，指出，大型企业的股权激励总额不超过企业总股本的 5%；中型企业的股权激励总额不超过企业总股本的 10%；小、微型企业的股权激励总额不超过企业总股本的 30%，且单个激励对象获得的激励股权不得超过企业总股本的 3%。此外，企业不能因实施股权激励而改变国有控股地位。该《办法》出台，一方面在企业 and 员工两个层面上对国企股权和分红激励划定了明确的标准和上限，更重要的是为国企员工持股提供了具有实践意义的指导，为相关国企落实股权激励提供了政策依据。

### 1.2. 国务院批转发改委国改意见，政策落地是重中之重

2016 年 3 月 31 日，国务院同意并批转发改委《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见》，涉及大力推进国有企业改革、完善创新驱动发展体制机制、持续推进政府职能转变等方面。《意见》提出 10 个领域 50 项年度经济体制改革重点任务，而改革措施落地成为工作重中之重。国企改革方面，《意见》提出改革完善国有资产管理体制，推进混合所有制改革，加快重点行业改革，激发非公有制经济活力和创造力等五方面加大国企改革力度，**重点强调集团整体上市、推进股权多元化改革、从管资产向管资本转变。**

### 1.3. 中央层面：国企十项改革试点公布

**国改十项改革试点公布，央企重组、混改员工持股等再成重点。**2016年2月25日，国资委相关部门对外发布了国企改革十项试点。十项改革试点延续了“政府管理国有资本、国企走向市场”的精神。首先，政府需要进一步落实出资人的权责，通过运用董事会职权的方式为国资负责、防止国有资产流失，同时确保国资投向体现国家战略定位。其次，在放活国企方面，试点要求按照市场化方式选聘经营管理者，推行职业经理人制度，并且改革企业薪酬分配制度。这三项改革都先在竞争性领域进行，通过市场化管理的方式，国企能够吸引到真正高水平的经营管理者，提高运营效率，焕发经营活力。此外，在大型央企层面，兼并重组将会继续进行。2015年，中国南车和中国北车、国家核电和中电投集团、南光集团和珠海振戎、中远集团和中国海运、中国五矿和中冶集团、招商局集团和中国外运长航公6组12户央企联合重组，均引起市场较大关注。大型央企兼并重组，有利于行业集中度的提升、市场定价权的掌控、国际竞争力的提高等，可望对企业经营带来积极影响。重要领域的混合所有制改革也是市场关注的热点，目前已确定将会在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信等重要领域推进混改试点。此外，《试点》还要求对已进行混改的企业进行员工持股试点改革，这会进一步激发员工的工作热情，激发企业经营活力。

**表 1: 中央层面:国企改革十项试点发布，改革大纲进一步细化**

时间	事件	要点	举措
2016/4/02	国务院批转发改委《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》	提出10个领域50项年度经济体制改革重点任务	四个“更加突出”：2016年深化经济体制改革，要更加突出供给侧结构性改革，更加突出问题导向和目标导向，更加突出基层实践和创新， <b>更加突出抓改革措施落地</b>
2016/2/26	发布国企改革十项改革试点	落实董事会职权试点	选3-5个企业试点，推动各地进行试点
		市场化选聘经营管理者试点	在各级国资委直接监管的国有独资、控股的一级企业进行，各地分别选3-5家企业试点
		推行职业经理人制度试点	在完全竞争领域的企业中找2-3家试点，先考虑经营困难、重组改制和混合所有制的企业
		企业薪酬分配差异化改革试点	在竞争性行业、公司治理机制健全、董事会建设和运作比较规范、已经实施或正在试点职业经理人制度的央企中试点
		国有资本投资、运营公司试点；	试点企业：诚通集团、国新公司
		中央企业兼并重组试点	中央企业兼并重组是国企改革工作的重要抓手，2016年兼并重组的力度不减，工作量要加大，成果要体现。
		部分重要领域混合所有制改革试点	2016年将在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信等重要领域推进混合所有制试点，上半年将确定首批试点企业，并着手制定试点实施方案，下半年正式启动试点。
		混合所有制企业员工持股试点	计划在央企子企业层面和各省市分别选择10户企业开展员工持股试点。

	国有企业信息公开工作试点	计划在央企层面围绕董事会信息披露、财务信息公开等方面试点
	剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点	计划选择 2-3 户中央企业推进所办教育机构深化改革试点, 选择 2-3 个城市开展国有企业退休人员社会化管理试点
2016/1/18	国资委管理局 2015 年度工作会议	徐福顺在国资委管理局系统年度工作会议上表示, 2016 年国资国企改革任务很重, 要积极进行供给侧改革
		要积极处置“僵尸企业”, 化解产能过剩, 推进结构性改革。去产能被列为五大供给侧改革之首, 主要对象为传统的制造业行业, 包括钢铁、煤炭、有色等。要通过供给侧改革努力提升发展质量和效益, 实现效益恢复性增长。

数据来源: 国资委网站、国泰君安证券研究

**去产能、增效率，供给侧改革剩者为王。**在 2016 年 1 月 18 日的国资委管理局 2015 年度工作会议上，国资委副主任徐福顺表示，2016 年国资国企改革任务很重，要积极进行供给侧改革。具体举措包括积极处置“僵尸企业”、化解产能过剩、推进结构性改革。去产能被列为五大供给侧改革之首，主要对象为传统的制造业行业，包括钢铁、煤炭、有色等。要通过供给侧改革努力提升发展质量和效益，实现效益恢复性增长。在供给侧改革的浪潮下，钢铁、煤炭、有色等传统产业中有望持续出现收购兼并，行业集中度会持续提高，利好相关行业龙头。

#### 1.4. 地方层面：上海国企改革仍是排头兵

**北上广等地政府对 2016 年国企改革工作重点进行了部署，上海仍是国企改革的领头羊。**上海提出 2016 年要加快推进企业集团整体上市或核心资产上市，完成核心资产上市的企业加快调整管理机制，实现管理重心和资产结构融合；竞争类混合所有制企业试点员工持股。广东提出推进重点项目建设、抓好资本布局、清理僵尸企业、创新驱动等工作要点。北京国资委就国资运营方面提出了要求，同时鼓励市属国企与清华大学等高科技研究机构合作，以研究机构的高精尖技术带动企业打造核心竞争力。

表 2: 地方层面:北上广等地国企工作会议召开，上海仍是领头羊

时间	事件	要点	举措
2016/1/18	上海国资国企工作会议	总结了 2015 年的发展情况, 提出了 2016 年的工作重点。	截至 2015 年, 上海国资系统企业的资产总额占各地方国资系统资产总额的 1/10, 营业收入占 1/8, 利润总额占 1/5, 处在绝对龙头位置。2015 年上海共出台国资改革配套方案 14 项, 涉及薪酬分配、境外监管、科技创新等多个领域。上海在 2014 年更是出台了 24 项配套政策, 对分类监管、混合所有制、高管任期等多个改革领域作出说明。目前上海国资系统集团层面整体上市公司有 7 家, 占到上海国资竞争类产业集团的 1/3, 目前仍有十多家集团尚未实现整体上市。 提出 2016 年基本完成市国资委系统企业集团公司制改革, 就是要加快推进企业集团整体上市或核心资产上市, 已完成核心资产上市的企业加快调整管理机制, 实现管理重心和资产结构融合; 竞争类混合所有制企业试点员工持股; 2016 年上海国资国企改革的重点还包括: 适时推动燃气行业企业改

	广东省 国资委 机关工 作会议	2016年9项 主要工作内 容 一是着力推进重点项目建设；二是着力抓好资本布局优化与企业结构调整；三是着力去产能化，出清“僵尸”企业，退出劣势企业，优化企业结构，助推企业做实做强主业；四是着力抓好创新驱动和转型升级；五是着力抓好资本运营工作；六是着力抓好国企改革重点任务落地；七是着力优化企业治理生态；八是着力完善监管体制；九是着力加强和改进党对国有企业的领导。
2016/2/15	北京国 资委系 统工作 会议	总结了2015年的市属国企的发展状况；鼓励国企与科技创新充分结合的发展模式 北京市属企业实现营业收入10662.1亿元，同比增长4.2%；实现利润572.1亿元，同比增长2.2%，增速分别高于全国国有企业9.6个和8.9个百分点； 在国资运营方面，京投公司应就优化轨道交通线路规划、打造京津冀交通一体化、创新投融资模式、强化资金管理等方面发挥更大作用。鼓励高科技研究机构与国企合作，通过打造国资国企科技专业支撑团队和深化高精尖技术合作推介模式，共同为市属国企创新工作做好服务，鼓励市属国企利用创新打造核心竞争力

数据来源：国泰君安证券研究

### 1.5. 公司层面：重量级央企、国企改革事件频现

**国企改革加速，2016有望成为落地之年。**据不完全统计，2016年1月和2月，十余家央企和地方国企宣告进行重大资产重组。其中包括中国医药集团下属的天坛生物和国药股份、中国建筑材料集团与中国中材集团下属的14家上市公司、中国国旅和港中旅等大型央企，2016年央企整合的大戏已经开始。结合顶层设计的十项改革试点来看，2016年仍将延续2015年央企整合的趋势，预计会有更多大体量、极具市场影响力的央企加入到整合的大潮中来。第二批央企改革试点名单预计将在2016年上半年公布。

**国改提速，上海再成热点。**2015年，上海有超过十家国企进行了重大资产重组，包括飞乐音响、锦江股份、东方明珠、交运股份、城投控股、上海物贸、仪电电子、自仪股份、棱光实业、海博股份、双钱股份、金丰投资、市北高新等。进入2016年，1月29日陆家嘴宣布进行重大资产重组，2月18日上工申贝宣告重大资产重组，2月26日上海建工宣布筹划非公开发行股票，同日华虹计通也因重大事项停牌。短短1个月内，上海四家国企筹划改革事宜，2016年上海国改提速可见一斑。

**表 3: 2016 年 2 月, 超过十家央企及地方国企停牌重组**

时间	公司	事件和实际控制人
2 月 26 日	上海建工	筹划非公开发行股票 实际控制人: 上海国资委
2 月 26 日	华虹计通	重大事项停牌 实际控制人: 上海国资委
2 月 26 日	大同煤业	重大资产重组停牌公告 实际控制人: 山西国资委;
2 月 24 日	深赛格	公布重大资产重组预案, 发行股份支付现金购买集团资产 实际控制人: 深圳国资委。 集团资产注入: 本次交易标的资产为赛格创业汇 100% 股权、赛格康乐 55% 股权、赛格物业发展 100% 股权、赛格地产 79.02% 股权。赛格集团对标的资产相关资产在本次重组实施完毕以后三年内的业绩进行承诺, 并与上市公司就其业绩情况签订明确可行的补偿协议。
2 月 23 日	中国国旅	中国国旅公告称拟与港中旅筹划战略重组事宜, 重组方案尚未确定 实际控制人: 国务院国资委。
2 月 23 日	国药股份	重大资产重组停牌公告 实际控制人: 国务院国资委
2 月 18 日	天坛生物	重大事项停牌 实际控制人: 国务院国资委
2 月 18 日	上工申贝	重大资产重组停牌公告 实际控制人: 上海市浦东新区国资委
2 月 5 日	金瑞科技	重大资产重组停牌公告 实际控制人: 国务院国资委
2 月 1 日	韶钢松山	重大资产重组停牌公告, 收购宝钢集团下属的非钢铁业务资产 实际控制人: 国务院国资委。
1 月 29 日	陆家嘴	发布重大资产重组停牌公告 实际控制人: 上海浦东新区国资委。 陆家嘴是上海陆家嘴集团唯一的上市公司平台, 陆家嘴集团自身在陆家嘴核心区域拥有大量高端物业; 同时是上海迪斯尼中方出资方上海申迪最大的股东; 同时也是上海前滩地区开发经营主导方, 上市公司体外拥有 144 万平方土地储备。陆家嘴在上海国企改革政策的驱动下, 有望实现外延式增长, 进一步参与到迪斯尼园区开发、上海前滩地区开发等项目中。
1 月 25 日	中国建筑材料集团与中国中材集团旗下的共 12 家 A 股上市公司及 2 家 H 股上市公司	相关 14 家上市公司均发布公告称, 公司接到各自控股股东的通知, 控股股东正在筹划战略重组事宜, 但重组方案尚未确定。 实际控制人: 国务院国资委。

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 2. 零售行业上海、广深地区重点国企的改革进展梳理

上海和广东的国企改革始终是全国的先行者和风向标, 建议增持: 广州浪奇、老凤祥、深赛格; 受益标的: 兰生股份。2016 年前两个月, 已经

陆续有 4 家上海企业宣告重大事项，我们预计 2016 年上海国企将有较大改革预期，值得关注。零售行业相关个股包括兰生股份、老凤祥。兰生股份在改革方面已经有所举措，2016 年 1 月完成了对下属两家企业股权转让，获得超过 9 个亿现金，净收益超 6 亿，兰生股份此次股权转让完成，在优化公司资产结构的同时精简公司业务构成，为后续资产整合打下基础。兰生股份目前是东浩集团旗下唯一上市平台，此次资产清理过后，集团整体上市进程有望加速。老凤祥未来将会进一步完善激励机制，将职工会持股老凤祥有限公司局面转变为员工直接持股上市公司，从而实现从重业绩向业绩和市值并重转变，彻底解决管理层与股东在股价利益上一致性问题。广州浪奇 2016 年 1 月 27 日，发布《发行情况报告暨上市公告书》，以非公开发行股票的方式向 2 名特定对象广州国发和浪奇资管计划分别发行了 7438 万股和 235 万股人民币普通股，发行价为 8.47 元/股。在成功引入战投之后，未来集团整体上市的步伐有望加快。

**表 4: 零售行业重点国企的改革进展梳理**

公司名称	集团资产	改革方向和路径	进展
广州浪奇	广州轻工集团（浪奇、双鱼、黑妹、五羊表业等）	集团整体上市	2015 年 12 月 31 日，非公开发行股票的申请获得证监会核准；2016 年 1 月 27 日，发布《发行情况报告暨上市公告书》，以非公开发行股票的方式向 2 名特定对象广州国发和浪奇资管计划分别发行了 7438 万股和 235 万股人民币普通股，发行价为 8.47 元/股，全部以现金认购。发行完成后，广州轻工工贸集团持股比例 30.05%，广州国发持股 14.23%，二者全部是广州国资委独资企业，因此广州国资委持股 44.25%。浪奇资管为员工持股计划。在战投引入完成和员工持股计划完成之后，集团整体上市的相关进展有望加速。
深赛格	赛格集团深圳地区核心物业、电子产业资源	集团整体上市、经营转型（方案已公布）	公司是深圳国企改革代表企业，集团整体上市后治理结构及机制均有望大幅改善，后续有望在激励机制及引进战投等层面取得突破。拟注入物业资产 11.2 万平米均位于华强北核心商圈，国资支持体现对公司改革支持；资产定价及定增底价均为 9.97 元/股，为公司股价提供较强安全边际。公司未来将由物业出租转向向内容运营商，并已跟阿里、电子竞技等领先企业达成深度合作。
兰生股份	东浩兰生集团：（上海市对外服务有限公司、上海市工艺品进出口有限公司、上海外经贸商务展览有限公司、上海国际汽车城东浩会展中心有限公	集团优质资产注入	引入混合所有制，对子公司上海兰生轻工业品进出口有限公司进行改制；公司所持上海兰生国健药业有限公司的 34.65% 股权和中信国健 0.73% 股权成功完成交易，合计交易金额为 9.34 亿，该次交易获得净收益超 6 亿元，为下一步现金购买认购集团资产做好准备。

司、上海东浩人力资源有限公司、上海兰生工业有限公司、上海兰生大字有限公司、上海市轻工业品进出口有限公司等)

老凤祥

黄浦区下属商业公司主要有老凤祥、新世界、新世界集团、益民集团、淮海总公司、豫园商城等。

进一步完善激励机制，将职工会持股老凤祥有限公司局面转变为员工直接持股上市公司。从而实现从重业绩向业绩和市值并重转变，彻底解决管理层与股东在股价利益上一致性问题。

数据来源：国泰君安证券研究

### 3. 投资建议

**长期来看国企改革对商贸零售企业主要有三方面影响：**1) 国有商业企业手握优质商业资产，但受到体制和机制的制约，自身效率难以发挥，国企改革在根本上解决体制和机制上的制约，充分发挥现有资产的效率。2) 国企改革打通一二级市场估值联系。国有控股割裂了一二级市场估值联系，而股权流动有利于一级市场资金流向二级市场，加强了一二级市场估值联系。3) 国企改革有利于改变现有僵化的体制和机制制约，有利于国有企业主动寻求并购整合和转型的契机。

**2016年集团资产整体上市将成为国改重点、热点。**经历2015年国企改革顶层政策出头，2016年中央指导文件的出台，地方政策的陆续落实，2016年国企改革有望在政策层面逐渐细化，落地试点全面铺开。从国企改革多方博弈的角度来看，起主导作用的是中央和地方国资委；自上而下实现国资委对资产证券化率要求在当前仍是国企改革最大推动力。因此，从国企改革实现路径来看，国资旗下集团公司利用自身上市平台实现整体上市，对国资委、集团管理层、上市公司三方而言都是利益最大化的一致选择。我们认为，**集团整体上市将是2016年国企改革重要方向**，大集团小上市公司企业最为受益，建议增持：**广州浪奇、深赛格**，受益标的：**兰生股份**。

**员工持股计划改善激励机制，低估值个股改善空间较大。**国有企业员工持股成为国改重点问题，2016年《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》等相关政策不断细化；零售国企自身资产质量较高，激励机制改善一方面有助于提升零售国企盈利能力，另一方面通过经营理念的改变，亦将对相关低估值个股起到修复作用。建议增持：**老凤祥(低PE**

估值)、中百集团(低PS估值)、农产品(重估折价高)。

表 5: 重点覆盖公司最新盈利预测表

公司代码	公司简称	股价	EPS 本次预测				PE (倍)				目标价	评级
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E		
000523.SZ	广州浪奇	10.91	0.10	0.22	0.42	0.55	109.1	49.6	26.0	19.8	20.8	增持
000058.SZ	深赛格	13.17	0.06	0.1	0.12	0.15	219.5	131.7	109.8	87.8	20	增持
600612.SH	老凤祥	41.9	0.44	1.8	2.14	3.39	95.2	23.3	19.6	12.4	66.67	增持
000759.SZ	中百集团	7.56	0.27	0.01	0.15	0.27	28.0	756.0	50.4	28.0	12	增持
000061.SZ	农产品	13	0.05	0.05	0.07	0.09	260.0	260.0	185.7	144.4	30	增持

数据来源: Wind、国泰君安证券研究(截止 2016 年 4 月 3 日)

#### 4. 风险提示

- 1、改革进度低于预期;
- 2、资产整合具备不确定性;
- 3、经济增速进一步下滑。

## 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作为作出投资决策的唯一参考因素，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

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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。	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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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。	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		