

分析师

汪毅 021-61680675

Email: yiw@cgws.com

执业证书编号: S1070512120003

彭益 0755-83668784

Email: pengyi@cgws.com

执业证书编号: S1070515010002

联系人(研究助理):

李烨 0755-83668784

Email: liye@cgws.com

从业证书编号: S1070116060016

国改浪潮至，拾壳莫等闲

——国企壳资源深度报告

投资建议

国企壳资源主题的投资价值主要表现为壳价值和国企改革预期。我们认为国企壳股票将具有比较明显资本运作的诉求，相关政策的改变也将为他们的资本运作松绑，或提供相应的路径。另外，国企壳股票受监管趋严影响相对较小，因此，我们认为与一般壳资源股相比，国企壳资源股具有明显的相对优势。

要点

- **壳价值：**在注册制改革暂停的背景下，IPO 堰塞湖不能得到有效缓解，上市公司壳价值得到强化。借壳重组事件所带来的绝对收益和相对收益都非常可观，是未来市场中能够提供较为明显的收益的主题之一。另外，在目前的宏观审慎管理体制下，金融监管逐步加强，对炒壳行为的监管也进一步增强，对借壳上市的要求和标准等也进一步提高，甚至对上市公司保壳的行为也加强了监管，强化了部分壳公司退市的预期，因此壳资源的壳价值相对以往而言上下弹性都将增大，而国企壳资源由于其特殊的地位，受监管趋严的影响相对较小，因此其向上弹性将远大于其向下的弹性。
- **国企改革预期：**大规模的国企改革预期从 2014 年开始预热到 2015 年年中南北车合并复牌达到最高峰，其后随着南北车股价崩盘以及证券市场数轮股灾过后，国企改革预期降至冰点。然而国企改革并不是个一蹴而就的事情，国企改革虽有起伏，但总体仍按照一定的速度在稳步推进。因此市场预期与国企改革的实际进度对比出现了明显的超调现象，即在 2015 年预期过高情况下，2016 年预期又有过低之虞。我们认为，随着时间的推移，国企改革的相关政策将会得到显著的贯彻落实，市场对国企改革的预期有望恢复。因此，只要国企改革保持持续推进的势头，国企改革相关概念将具有时间上的期权价值。
- **推荐组合：**从壳价值角度出发的衡量壳价值的筛选标准有：市值，资产负债率与总负债绝对额，控股股东持股比例，业绩情况，净资产，员工数量，两年内有无成功进行过重大资产重组，是否满足监管新规等。从国企改革资本运作角度出发的筛选标准有：属于哪一类型国企壳资源模式，所属行业及改革试点，央企或是地方性国有企业，所属区域，控股股东实力等。依据上述标准，我们对国企壳资源股票池进行筛选，得出包含 17 只股票（其中 4 只已停牌）的国企壳主题投资组合：香梨股份，林海股份，江苏索普，正虹科技，鲁北化工，大连热电，安纳达，汉商集团，大庆华科，同达创业，丰乐种业，长春一东，联环药业，中钢天源（已停牌），钱江生化（已停牌），博通股份（已停牌），西安旅游（已停牌）。

相关报告

<<回首向来萧瑟处，也无风雨也无晴>>

2016-05-27

<<趋势难续，结构为王>> 2016-05-09

<<冰火两重天>> 2016-04-12

目录

1. 壳资源股取得持续超额收益	6
1.1 IPO 的堰塞湖效应	7
1.2 壳概念股的小市值效应和借壳概念炒作效应	8
1.3 注册制暂缓以及战略新兴板暂停效应	10
1.4 借壳重组后的价值重估效应	12
1.5 借壳上市后股价涨幅显著	14
1.6 壳资源估值水涨船高	15
2. 监管加强国企壳资源受益	16
2.1 借壳政策分析	16
2.2 壳资源价值未来分化，国企壳资源受益	19
3. 国企改革赋予国企壳资源期权价值	22
3.1 国企改革政策稳步推进	22
3.2 国企改革进程有望超预期	27
3.3 从国企改革的两大关键点来看国企壳资源在国企改革中的重要作用和地位	29
3.4 国企壳资源的 4 种典型模式	30
3.5 国企改革背景下国企资本运作活跃	39
4. 国企壳资源的筛选标准及推荐组合	46
4.1 壳价值角度出发的衡量壳价值的筛选标准	46
4.2 从国企改革资本运作角度出发的筛选标准	48
5. 国企壳资源标的推荐	49
5.1 国企壳资源股票池筛选	49
5.2 推荐的国企壳资源组合	52
6. 风险提示	52

图表目录

图 1: ST 板块指数与上证综指比较	6
图 2: ST 板块指数与深证成指比较	6
图 3: 小盘指数与上证综指比较	6
图 4: 小盘指数与深证成指比较	6
图 5: IPO 排队家数	7
图 6: IPO 首发家数	7
图 7: 被成功借壳公司停牌前市值分布比例	8
图 8: 被成功借壳公司停牌前市值分布 (散点图)	8
图 9: 被成功借壳公司停牌前市值 (亿元) (季度平均)	8
图 10: 2014-2015 牛市期间小盘股与上证综指走势图	9
图 11: 2014-2015 牛市期间小盘股与深证成指走势图	9
图 12: 注册制暂缓后 ST 板块指数与上证综指比较	10
图 13: 注册制暂缓后 ST 板块指数与深证成指比较	10
图 14: 注册制暂缓后小市值股与上证综指比较	10
图 15: 注册制暂缓后小市值股与深证成指比较	10
图 16: 2015 年来中概股私有化累积数量	11
图 17: 巨人网络借壳世纪游轮复牌后半年内股价走势图	12
图 18: 分众传媒借壳七喜股份复牌半年内股价走势图	12
图 19: 借壳后营业总收入同比增长分布	12
图 20: 借壳前后 ROE 梳理 (折线图对比)	13
图 21: 借壳前后 ROE 梳理 (柱状图对比)	13
图 22: 借壳前后资产负债率分布 (折线图分析)	13
图 23: 借壳前后资产负债率分布 (柱状图分析)	13
图 24: 借壳成功后复牌 1 个月内收益率散点分布	14
图 25: 借壳成功后复牌 1 个月内收益率分布区间	14
图 26: 2014 年 12 月以来借壳复牌 1 个月内平均收益	14
图 27: 2014 年 12 月以来牛熊市借壳复牌 1 个月内收益	14
图 28: 2011-2016 年间 ST 板块公司平均市值	15
图 29: 14 年中-15 年成功借壳公司的平均市值	15
图 30: 一年内受谴责&三年内遭立案公司家数汇总	19
图 31: 民企壳资源和国企壳资源受谴责 or 立案比例对比	19
图 32: 全球主要市场退市率比较 (截止到 2016 年 3 月)	20
图 33: 2014 年 12 月以来民企、国企复牌 1 个月内涨跌幅	21
图 34: 主要省市资产证券化率目标	26
图 35: 国企改革指数相对于上证综指走势图	27
图 36: “国企改革”百度搜索热度走势图	28
图 37: 2015 年来国企改革指数与百度搜索热度对比图	28
图 38: 国企壳资源的几种典型模式	30
图 39: 华谊集团整体证券化过程流程图	31
图 40: 华谊重组完成后核心资产整体上市示意图	31
图 41: 华谊集团资产注入前后对比图	32
图 42: 中材集团资本运作示意图	33

图 43:	中材科技（泰山玻纤）资产注入前后扣非净利润对比	34
图 44:	常山股份混合所有制改革运作示意图	35
图 45:	常山股份混改前后财务指标变化对比图	36
图 46:	桐君阁被借壳资本运作示意图	37
图 47:	太阳能（桐君阁）借壳前后扣非净利润对比图（千万元）	38

表 1:	概念板块 2015 年涨幅前 20 名	9
表 2:	回归 A 股中概股一览	11
表 3:	2016 年以来借壳相关重要监管政策一览	16
表 4:	6 月 17 日“史上最严借壳新规”与旧规对照一览表	17
表 5:	中央国企改革相关政策文件	22
表 6:	部分地方国企改革政策文件	23
表 7:	2016 年央企资本运作一览	39
表 8:	2016 年地方性国企资本运作一览	42
表 9:	国企壳资源待选股票池	49
表 10:	筛选标准（量化部分）	50
表 11:	量化筛选结果（选取总分 70 分以上）	51
表 12:	最终筛选组合	52

6月17日新规，证监会丰富了借壳上市的定义。即：

- （一）购买的资产总额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务报告期末资产总额的比例达到 100%以上；
- （二）购买的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 100%以上；
- （三）购买的资产在最近一个会计年度所产生的净利润占控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告的净利润的比例达到 100%以上；
- （四）购买的资产净额占控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告资产净额的比例达到 100%以上；
- （五）为购买资产发行的股份占上市公司首次向收购人及其关联人购买资产的董事会决议前一个交易日的股份的比例达到 100%以上；
- （六）上市公司向收购人及其关联人购买资产虽未达到本款第（一）至第（五）项标准，但可能导致上市公司主营业务发生根本变化；
- （七）中国证监会认定的其他情形。

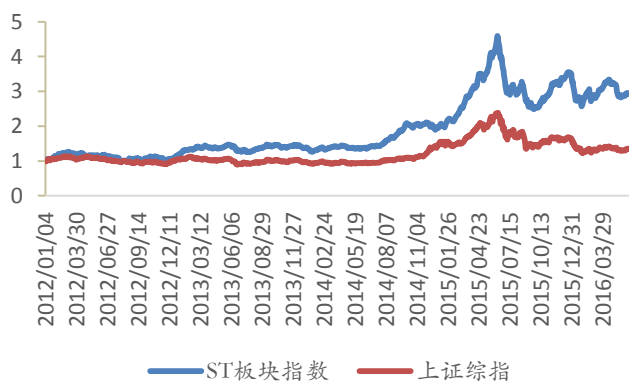
除此之外，还需符合一系列合规性要求。金融、创投类公司另行规定，且创业板公司不得成为壳公司。

国企壳资源指的是有借壳方面需求的，实际控制人为中央政府或地方政府的公司，一般具有市值小、净资产规模小、资产负债率较低、扣非净利润较低等经营不善的特征，有求变意愿的特点。拓宽国企壳资源的含义，则包括国企旗下公司整合、引入民企混改、母公司资产、国企之间整合资本运作形式。

1. 壳资源股取得持续超额收益

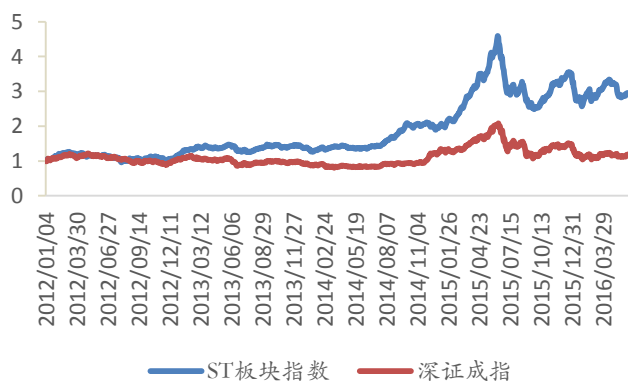
鉴于 ST 板块中有相当一部分具有壳资源的属性，我们用选取 ST 板块指数来近似反映壳资源概念股的整体走势。除此之外，我们还选取了小盘股与沪深指数作历史对比。ST 中间是一部分有壳资源的属性，一部分没有；而小市值公司中的一部分亦有壳资源的属性。因我们无法提取所有的壳资源股票组合的历史走势，故我们从这两个维度做数据，以增强验证性。与沪深指数 2012 年以来的走势对比，我们可以发现，自 2012 年 11 月 3 日 IPO 暂停以来，ST 概念板块和小盘股相对沪深指数均有非常明显超额收益。尽管 2014 年 1 月 IPO 重启，但其超额收益依然能够保持，并进一步扩大。

图 1: ST 板块指数与上证综指比较



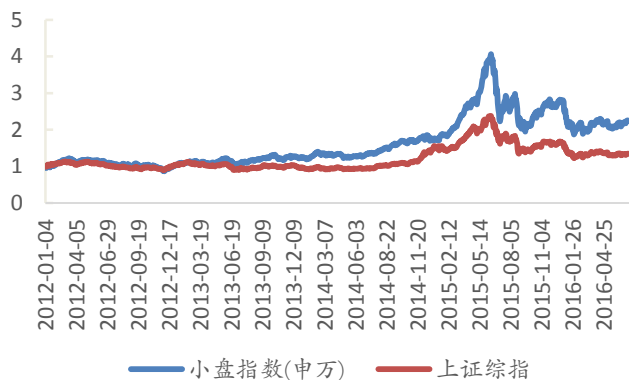
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 2: ST 板块指数与深证成指比较



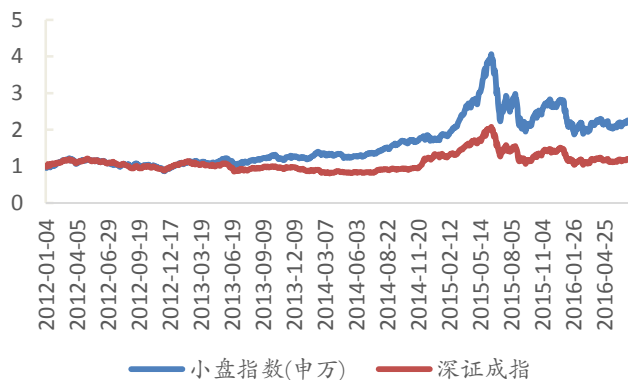
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 3: 小盘指数与上证综指比较



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 4: 小盘指数与深证成指比较



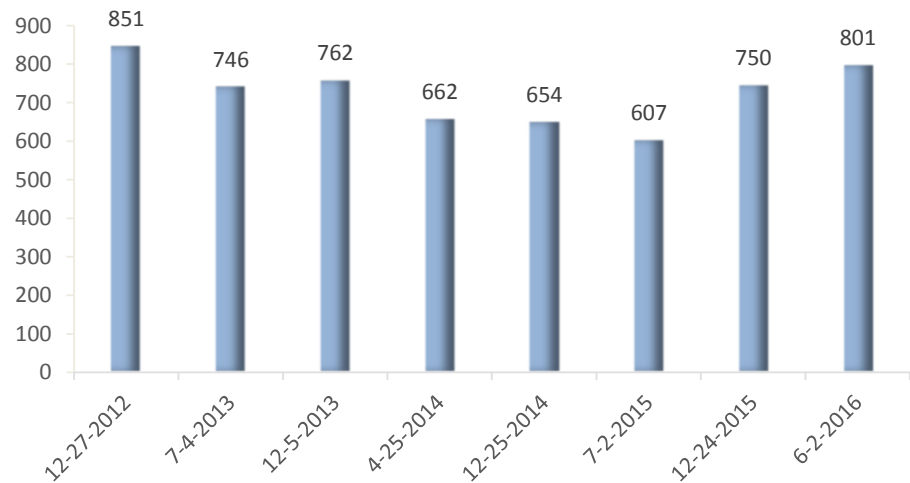
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

我们认为壳资源概念股这段时期内整体的超额收益能够持续并扩大主要源于以下几个方面：需求增加的角度包括 IPO 的堰塞湖效应、注册制以及战略新兴板暂停效应；股价炒作的角度包括小市值以及概念炒作效应；完成借壳动作后公司价值重估角度包括重组后的价值重估效应、股价抬升效应。

1.1 IPO 的堰塞湖效应

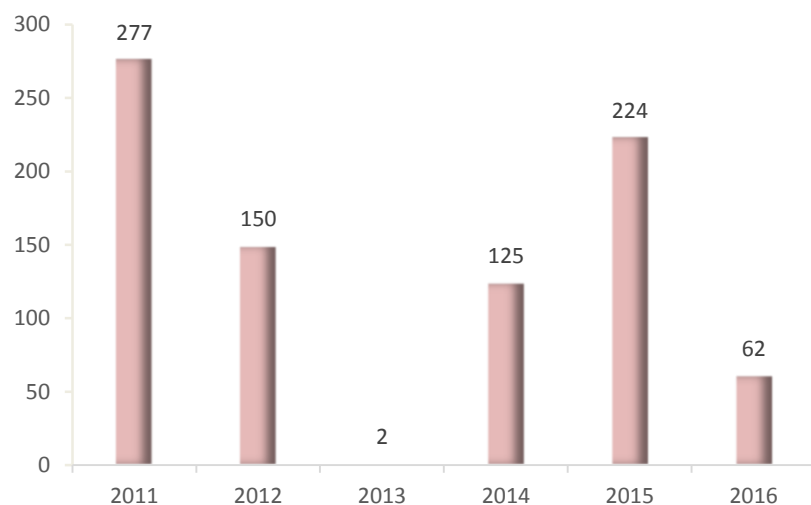
IPO 的堰塞湖效应，自 2012 年 11 月 IPO 暂停以来，上市企业排队家数与日俱增。直至 2014 年 1 月 IPO 重启时，排队企业数量持续超过 700 家，按照原有发行速度，新上会企业需要三年以上的的时间才能够完成轮候，面对巨大的时间成本，发行成本以及各类特殊成本，拟上市企业借壳需求巨大。另外，即便在 2014 年 IPO 重启之后，排队企业数量下降速度依然缓慢。特别是 2015 年 6 月股灾之后，IPO 再度短暂暂停，重启发行后，发行节奏大大减缓，到 2016 年 6 月排队企业达到了 801 家，对于后来拟上市企业而言，等待成本依然非常巨大，对壳资源需求旺盛，上市壳资源平台供不应求。所以 IPO 的堰塞湖效应是维持壳资源概念股整体持续超额收益的重要因素。

图 5: IPO 排队家数



资料来源：证监会官网，长城证券研究所整理

图 6: IPO 首发家数

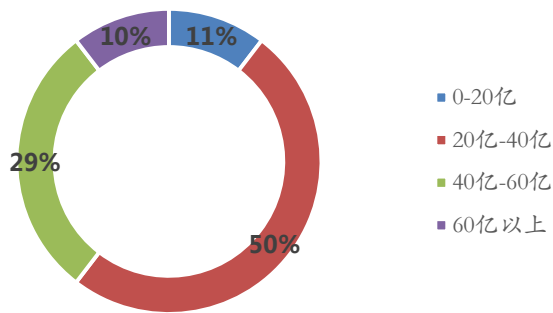


资料来源：证监会官网，长城证券研究所整理

1.2 壳概念股的小市值效应和借壳概念炒作效应

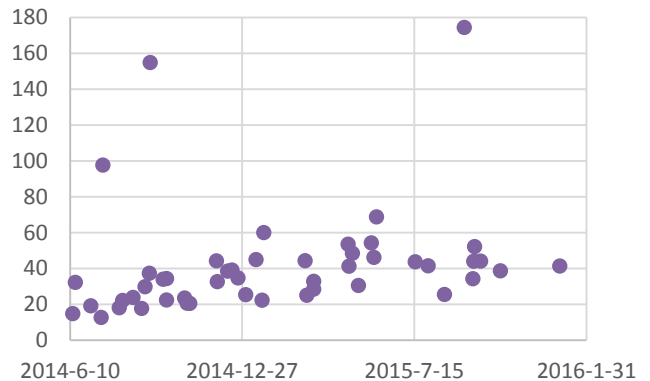
壳资源股由于其小市值和概念化而具有炒作效应，这两种效应在牛市当中愈发的明显。我们选取 2014 年年中至 2015 年的一年半时间内借壳成功的公司停牌前的市值做分析，发现被借壳的公司中，有一半公司的市值集中在 20 亿到 40 亿之间。

图 7: 被成功借壳公司停牌前市值分布比例



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

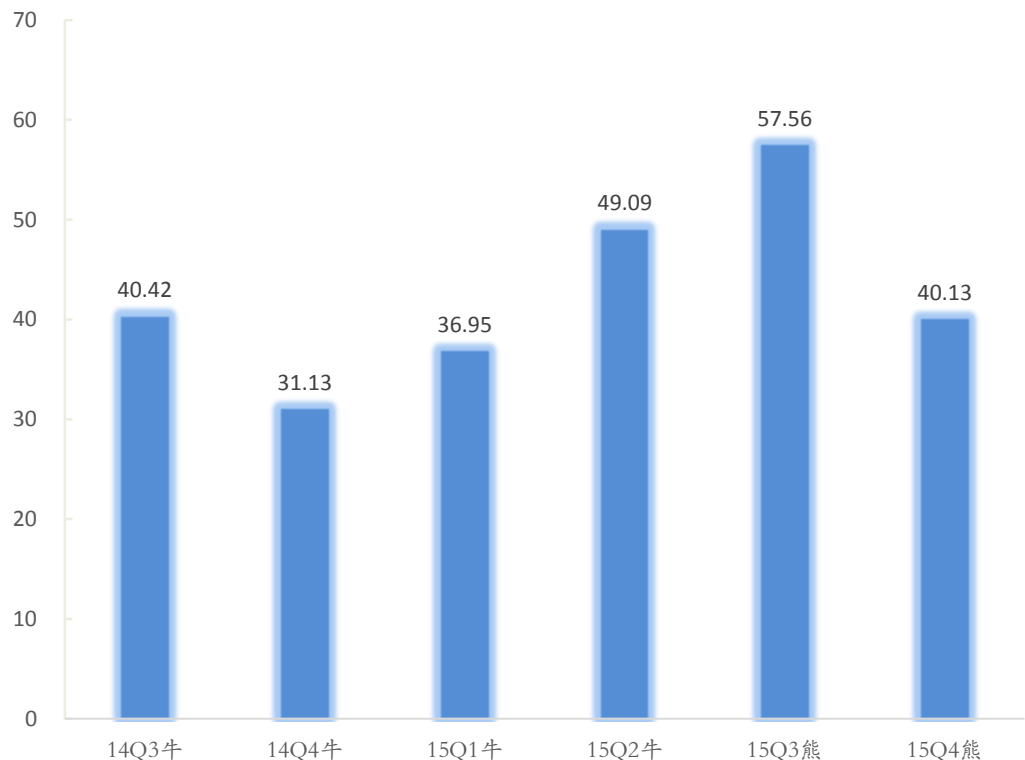
图 8: 被成功借壳公司停牌前市值分布（散点图）



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

对 14 年年中到 15 年年中的牛市和 15 年下半年的熊市被借壳公司市值的分析，我们发现被借壳公司的市值涨跌趋势稍滞后于牛熊市的指数涨跌变化。

图 9: 被成功借壳公司停牌前市值（亿元）（季度平均）



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

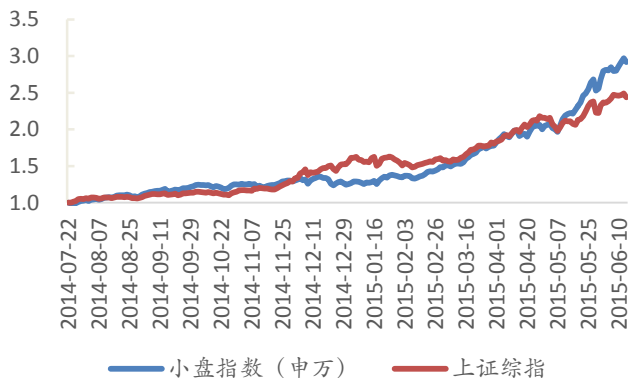
2014年7月A股市场进入上升通道迎来一波快速猛烈的牛市行情。壳资源概念股市值普遍较小，我们用小盘股对应同期上证综指和深证成指的走势来模拟壳资源的走势。加之A股概念炒作的习惯，壳概念股涨幅远大于同期沪深指数涨幅。

表 1: 概念板块 2015 年涨幅前 20 名

排名	概念板块	涨跌幅	排名	概念板块	涨跌幅
1	次新股	164.46%	11	重组概念	82.44%
2	借壳上市	115.09%	12	国产软件	81.85%
3	安防服务	103.67%	13	全息概念	81.69%
4	充电桩	98.34%	14	互联网金融	79.94%
5	信息安全	97.44%	15	智能家居	78.42%
6	电子支付	94.96%	16	云计算	78.34%
7	婴童概念	90.92%	17	触摸屏	78.26%
8	在线教育	89.70%	18	ST 板块	77.93%
9	网络游戏	84.50%	19	食品安全	75.83%
10	智能机器	83.14%	20	蓝宝石	75.55%

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 10: 2014-2015 牛市期间小盘股与上证综指走势图



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 11: 2014-2015 牛市期间小盘股与深证成指走势图

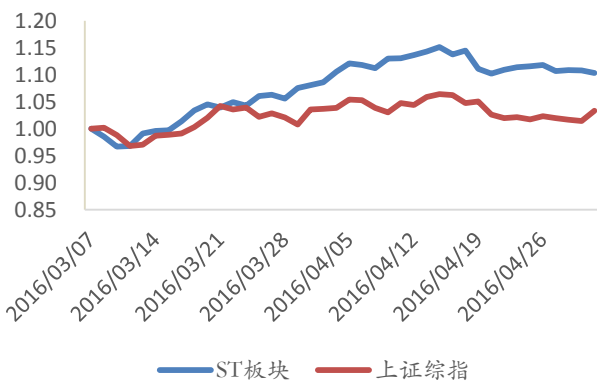


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

1.3 注册制暂缓以及战略新兴板暂停效应

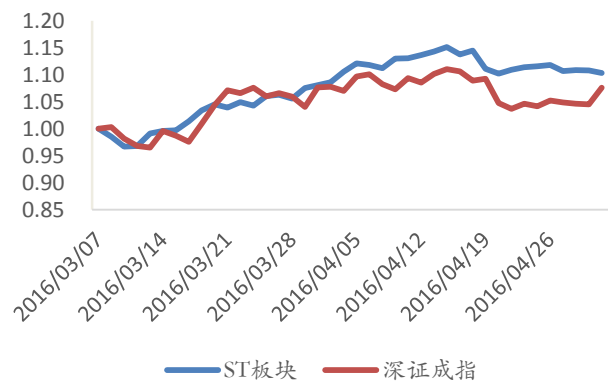
注册制暂缓以及战略新兴板暂停效应：2016年3月两会期间，李克强总理在今年的《政府工作报告》中指出，“推进股票、债券市场改革和法治化建设，促进多层次资本市场健康发展，提高直接融资比重。适时启动“深港通”。而出现在去年政府工作报告中关于“实施股票发行注册制改革”的表述，并没有出现在今年的政府工作报告里，注册制推行明确暂缓。另外，根据证监会意见，“十三五”《纲要草案》也删除了“设立战略性新兴产业板”的相关内容。

图 12: 注册制暂缓后 ST 板块指数与上证综指比较



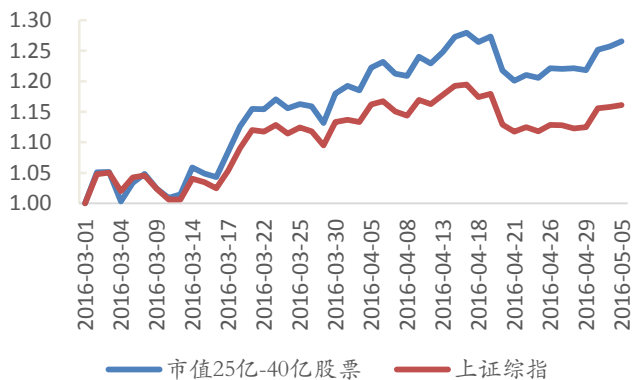
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 13: 注册制暂缓后 ST 板块指数与深证成指比较



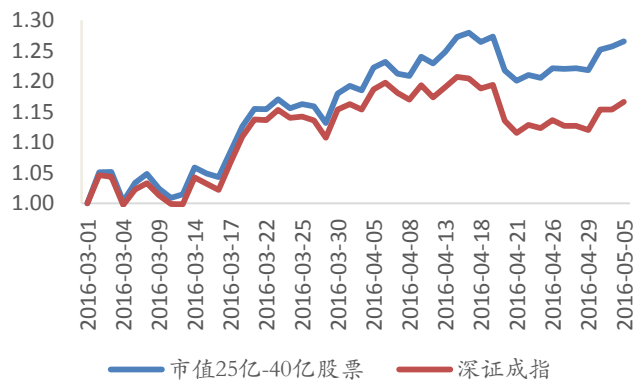
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 14: 注册制暂缓后小市值股与上证综指比较



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 15: 注册制暂缓后小市值股与深证成指比较



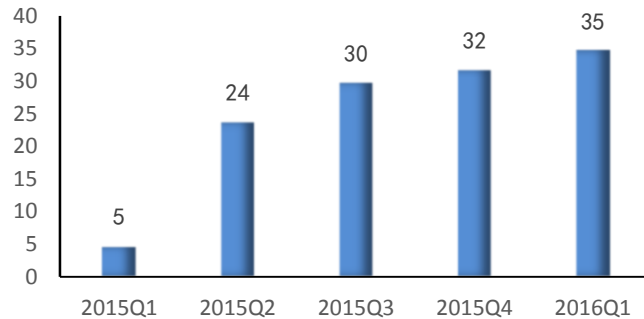
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

注册制暂缓以及战略新兴板暂停对壳资源股影响很大，对壳资源股价值形成了明显的支撑，在消息公布之后的一段时期内，壳资源股取得了明显的超额收益。

其超额收益来源于政策的超预期转变，资本市场特别是一级市场准备并不充分，许多项目有通过注册制或者战略新兴板上市的安排，而政策转变后，短时间内上市退出的手段只能通过上市公司并购或者借壳上市的方式来实现。其中，影响最为显著的是中概股的私有化回归浪潮。在战略新兴板明确被叫停之后，鉴于参与私有化的资金平均成本并不低，因此几乎不可能通过排队的方式回归 A 股上市，因而中概股回归 A 股的大部分只能通过借壳回归这种方式，预计可能只有极少部分被 A 股上市公司并购的方式回归。

中概股私有化邀约数量在 2015 年出现井喷式增长，掀起一轮中概股私有化回归潮，包括 360，陌陌，分众传媒，盛大游戏，巨人网络等众多中国大陆明星公司都纷纷加入了中概股私有化回归的浪潮。

图 16: 2015 年来中概股私有化累积数量



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

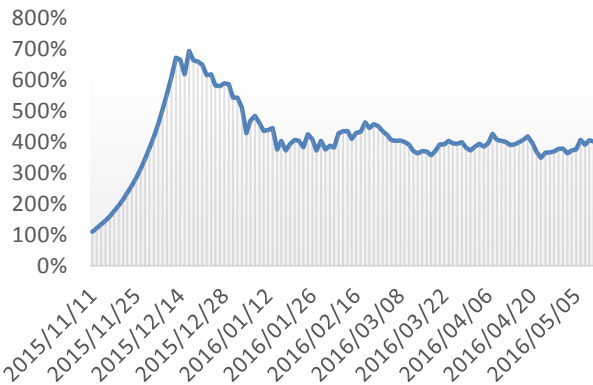
表 2: 回归 A 股中概股一览

名称	私有化进程	回归 A 股对象
奇虎 360	进行中	
创梦天地	进行中	
博纳影业	进行中	
如家	完成	首旅酒店
世纪互联	进行中	
人人	进行中	
易居中国	进行中	
晶澳太阳能	进行中	
迈瑞医疗	进行中	
淘米	进行中	
中国手游	进行中	
学大教育	完成	银润投资
久邦数码	进行中	
世纪佳缘	进行中	
乐逗游戏	进行中	
盛大游戏	完成	中银绒业
完美世界	完成	
分众传媒	完成	七喜控股
巨人网络	进行中	世纪游轮
弘成教育	进行中	
搜房网	(分拆) 进行中	万里股份
空中网	进行中	
中国信息技术	进行中	
中星微电子	进行中	
陌陌	进行中	

资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

从以往的中概股借壳回归案例的股价表现来看，不论是绝对涨幅还是相对大盘的涨幅而言都是非常大的，这对壳概念股的正面刺激作用非常显著。

图 17: 巨人网络借壳世纪游轮复牌后半年内股价走势图



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 18: 分众传媒借壳七喜股份复牌后半年内股价走势图

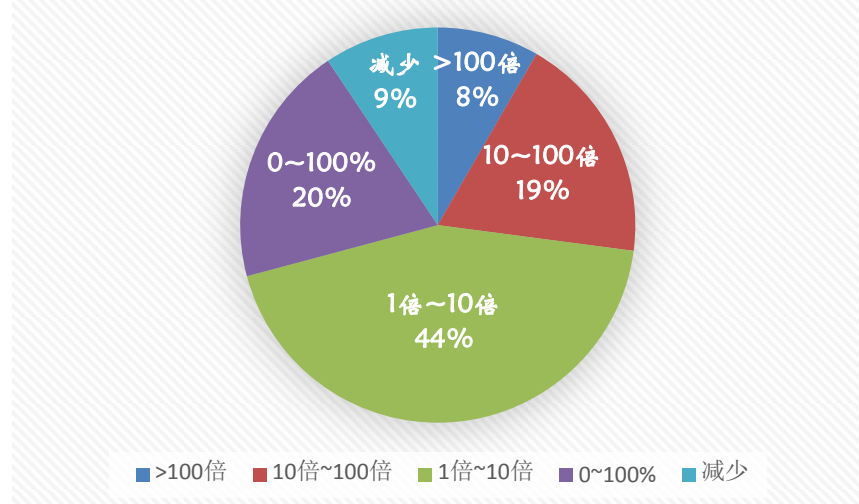


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

1.4 借壳重组后的价值重估效应

我们梳理了从 2006 年以来一百多家上市公司借壳前后的公司基本面发生的变化，主要从公司的营收、ROE、资产负债水平这几个角度来分析上市公司借壳重组后，上市公司中期基本面变化的总体情况。

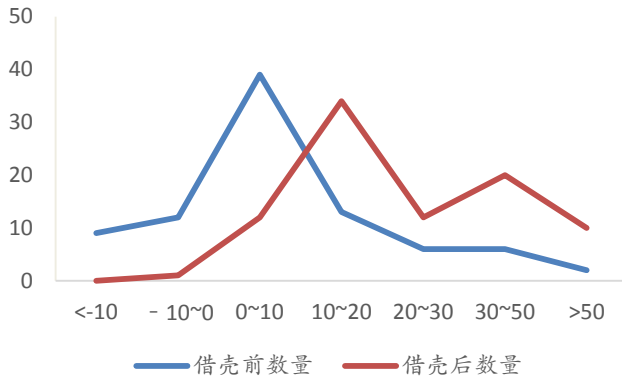
图 19: 借壳后营业总收入同比增长分布



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

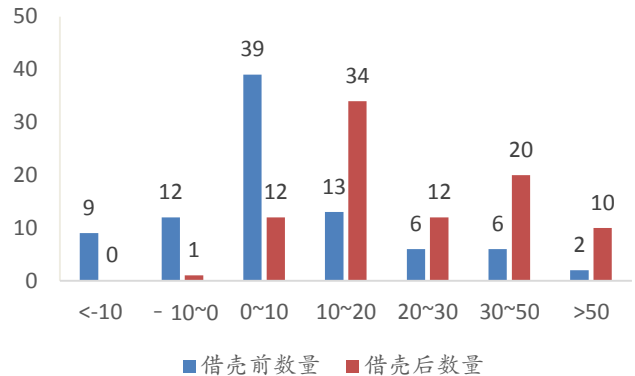
从营收增长的角度来分析，从中期的数据来看，借壳事件发生后的次年，上市公司营收改善整体幅度非常明显，7 成以上被借壳上市公司中期营收水平增长一倍以上，10 倍以上的增长也有 27%，而近 8% 的上市公司被借壳以后营收增长超过了百倍。只有 9% 的被借壳公司营收在中期出现下滑。

图 20: 借壳前后 ROE 梳理 (折线图对比)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

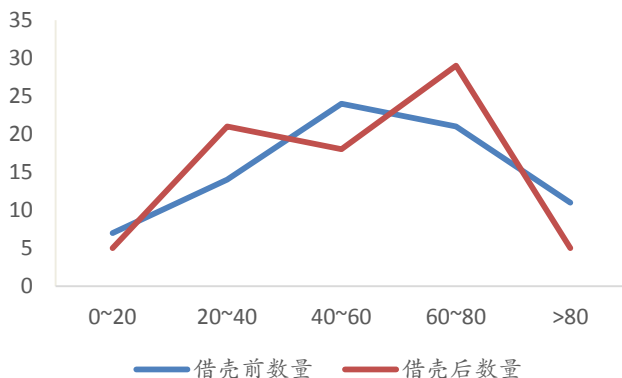
图 21: 借壳前后 ROE 梳理 (柱状图对比)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

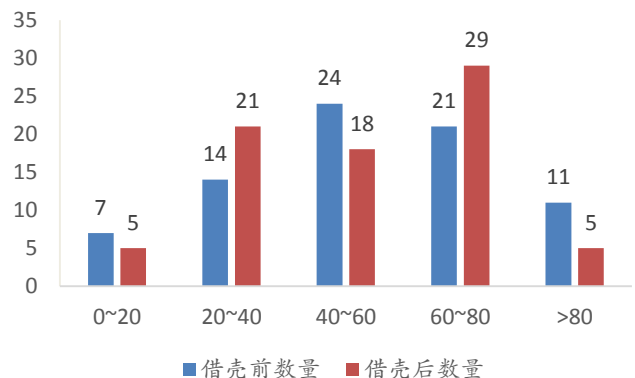
从 ROE 提高幅度的角度来分析。从中期的角度来看, 借壳后, 上市公司的 ROE 水平明显提高, ROE 分布整体右移, ROE 的众数区间从 0~10%, 上升到 10%~20%, ROE 在 20% 以上的公司数量也大幅增加。而且上市公司借壳重组后的次年, 没有出现一例借壳后 ROE 小于 0 的案例。

图 22: 借壳前后资产负债率分布 (折线图分析)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 23: 借壳前后资产负债率分布 (柱状图分析)

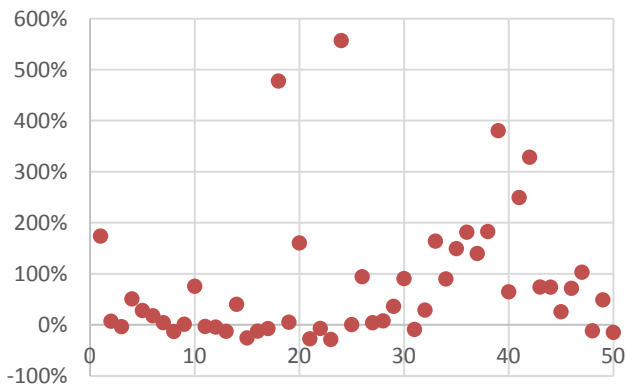


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

从资产负债率水平来分析。从中期的角度来看, 借壳后, 上市公司的资产负债率整体而言变化不大, 结构上出现了一定的分化。资产负债率水平在 20%~40% 和 60%~80% 的公司分别都出现了明显的增长。除了行业分布造成的区别, 我们认为还与借壳上市的配套融资方案存在一定的联系。

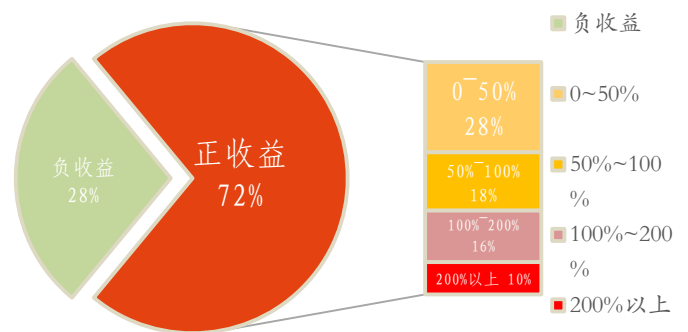
1.5 借壳上市后股价涨幅显著

图 24: 借壳成功后复牌 1 个月内收益率散点分布



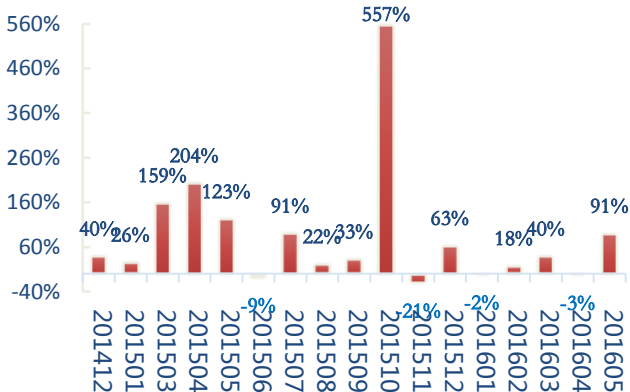
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 25: 借壳成功后复牌 1 个月内收益率分布区间



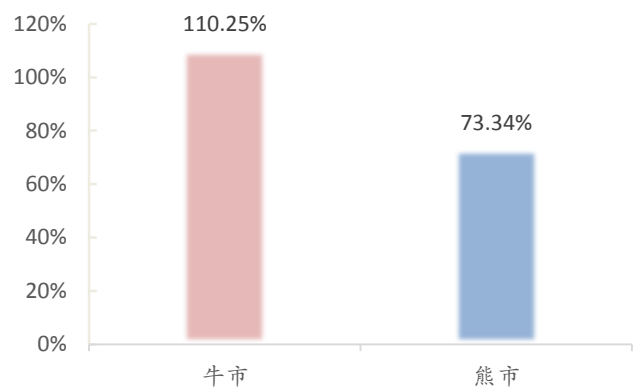
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 26: 2014 年 12 月以来借壳复牌 1 个月内平均收益



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 27: 2014 年 12 月以来牛熊市借壳复牌 1 个月内收益



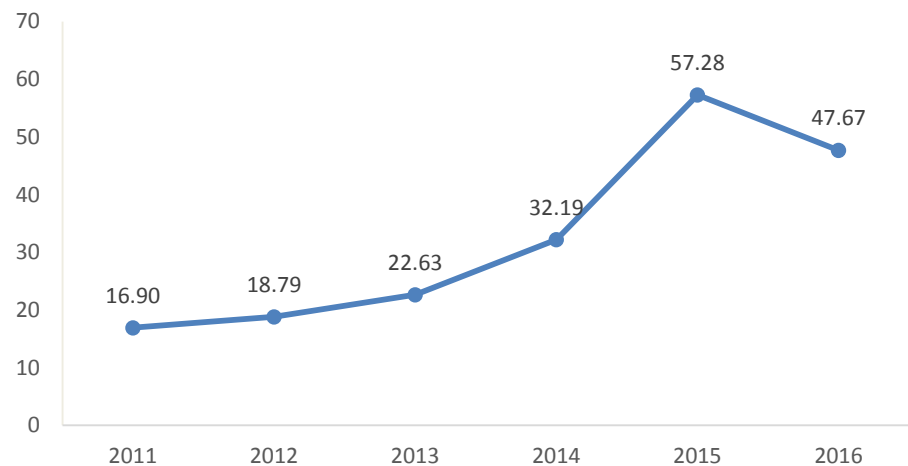
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

在我们统计的时间段中，2014 年 12 月至 2015 年 5 月为牛市阶段，2015 年 6 月至今则为熊市阶段。我们可以发现，牛市阶段借壳复牌一个月内全部为正，牛市平均收益率为 110.25%，而熊市阶段复牌一个月内收益有四个月份出现负值，熊市平均收益率为 73.34%。（10 月份唯一一个借壳事件，巨人网络借壳世纪游轮案例收益达到 557%，偏离幅度较远，因此我们认为熊市合理的平均收益率可能要稍低于 73.34%。）

1.6 壳资源估值水涨船高

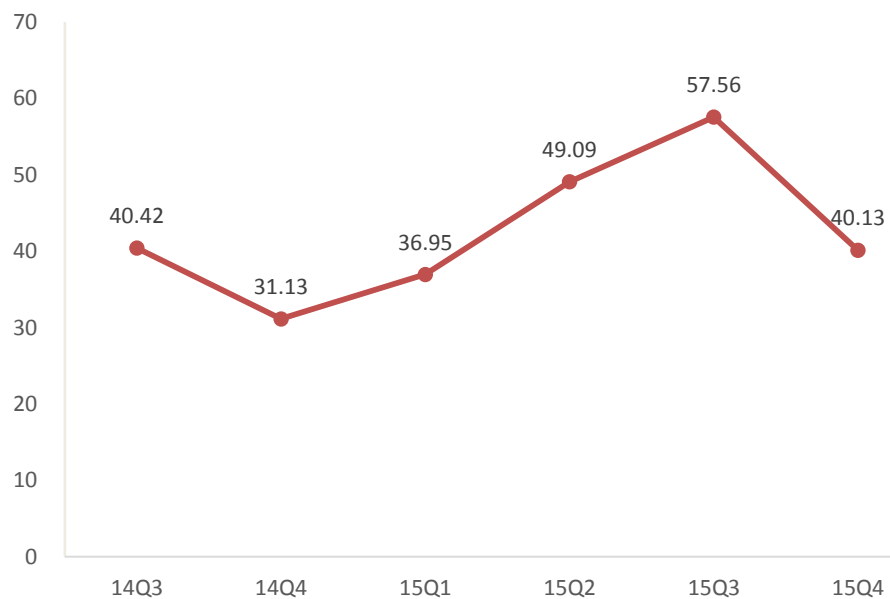
IPO 的堰塞湖效应、注册制以及战略新兴板暂停效应、小市值以及概念炒作效应、重组后的价值重估效应、股价抬升效应共同造成了壳资源股平均市值的持续上涨，壳资源价格近年来整体呈现出一个水涨船高的趋势，壳资源市值已经上涨至 40-50 亿区间，这点我们可以从 ST 板块 11 年-16 年的平均市值的变化趋势和 14 年中-15 年成功借壳公司的平均市值统计趋势大致看出。

图 28: 2011-2016 年间 ST 板块公司平均市值



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 29: 14 年中-15 年成功借壳公司的平均市值



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

2. 监管加强国企壳资源受益

2.1 借壳政策分析

表 3: 2016 年以来借壳相关重要监管政策一览

时间	事件	内容
2016 年 6 月 17 日	关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定(征求意见稿)	这是继 2014 年 11 月之后，证监会针对并购重组办法的再次修订。此次修订的重点是针对市场借壳上市行为，旨在给“炒壳降温”。意见稿主要修订 3 个方面，界定标准更严，套利空间较小，监管力度加大。新修订的并购重组办法被投行人士称为“史上最严格的借壳标准”。
2016 年 5 月 7 日	证监会周五例会回应中概股回归	证监会回应，已注意到相关舆情，正对中概股通过 IPO、并购重组回归 A 股市场可能引起的影响进行深入分析研究。
2016 年 3 月 15 日	十二届人大四次会议对“十三五”规划纲要草案的修订中，删除了“设立战略性新兴产业新兴板”的内容	在“关于《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要(草案)》修改情况的说明”中，第 9 条显示：根据证监会意见，删除第 27 页“设立战略性新兴产业板”。
2016 年 3 月 12 日	十二届人大四次会议新闻发布会回应注册制暂缓	两会政府工作报告中并未提到股票注册制改革，而是在十三五草案中提出，“创造条件实施股票发行注册制”。证监会主席刘士余在新闻发布会上表示，注册制的实施“这些配套的规章制度，研究论证需要充分沟通，形成共识，凝聚合力，这需要相当的过程、相当长的时间。”

资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

从证监会近期发布的一系列监管新规以及上市公司并购重组的实际操作过程中的审批来看，证监会对于借壳重组的监管是逐步加强，不断完善的。特别是 6 月 17 日的《上市公司重大资产重组管理办法》的修改意见，意见中比较清晰地增加了借壳上市并购重组的几条红线，主要针对两大方向来念紧箍咒，一方面是进一步强化监管力量对借壳行为的话语权，对近期在监管方面有问题的壳公司实行了“一票否决”，另一方面是制约了借壳套利的行为，增大了借壳套利的成本，大幅延长锁定期下，壳买卖双方都更加注重较长期的发展和利益而非短期的资本运作借壳套利的利益。

另外，5 月初证监会以及发改委通过窗口指导的方式也基本暂停了中概股回归。对中概股回归作出限制的主要因素除了可能存在的较大幅度外汇储备消耗的问题，另外一个也是同样不满借中概股回归而进行的短期大规模资本跨境套利的行为。

对套利行为的限制，监管力度的加强，本质上是从整体上保护了场内参与者的长期利益。监管加强一方面对壳资源公司整体估值而言确实存在一定的负面影响，而这种负面影响主要来源于监管所造成的不确定性的提高，因而市场要求更高的风险补偿。但是另外一方面，监管加强必然会造成壳资源价值的分化，好壳因供需更加失衡以及注入上市公司资产质量的提高而获得更大的溢价，差壳则需要面对在局部需求相对下降的同时，风险补偿要求的提升的双重打击。这总体是一个良币驱逐劣币，减小场内外套利空间的过程，对在场内的投资者而言，长期应该整体视为利多。

表 4: 6 月 17 日“史上最严借壳新规”与旧规对照一览表

修改条款	修改概要	新规	旧规
第十三条修改	规定了标准适用时限	上市公司自控制权发生变更之日起 60 个月内	自控制权发生变更之日起
	完善重组上市的认定标准,核准情形由一条增加至七条(1 个 100%增至 5 个 100%,增加了两条解释权条款)	(一)购买的资产总额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务报告期末资产总额的比例达到 100%以上; (二)购买的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 100%以上; (三)购买的资产在最近一个会计年度所产生的净利润占控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告的净利润的比例达到 100%以上; (四)购买的资产净额占控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告资产净额的比例达到 100%以上; (五)为购买资产发行的股份占上市公司首次向收购人及其关联人购买资产的董事会决议前一个交易日的股份的比例达到 100%以上; (六)上市公司向收购人及其关联人购买资产虽未达到本款第(一)至第(五)项标准,但可能导致上市公司主营业务发生根本变化; (七)中国证监会认定的其他情形。	上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额,占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100%以上
	提高对重组方的合规性要求,重大资产重组应符合的规定由两条增加至四条	上市公司实施前款规定的重大资产重组,应当符合下列规定: (一)符合本办法第十一条、第四十三条规定的要求; (二)上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司,且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的其他发行条件; (三)上市公司及其控股股东、实际控制人不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规被中国证监会立案调查的情形,或者涉嫌犯罪或违法违规的行为终止已满 36 个月;上市公司及其控股股东、实际控制人最近 12 个月内未受到证券交易所公开谴责,不存在其他重大失信行为; (四)本次重大资产重组不存在中国证监会认定的可能损害投资者合法权益,或者违背公开、公平、公正原则的其他情形。	除符合本办法第十一条、第四十三条规定的要求外,主板(含中小企业板)上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司,且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》(证监会令第 32 号)规定的其他发行条件
	对壳公司的行为和认定增加了具体化的解释	上市公司通过发行股份购买资产进行重大资产重组的,适用《证券法》和中国证监会的相关规定。 本条第一款所称控制权,按照《上市公司收购管理办法》第八十四条的规定进行认定。上市公司股权分散,董事、高级管理人员可以支配公司重大的财务和经营决策的,视为具有上市公司控制权。	无
	保留了创	创业板上市公司自控制权发生变更之日起,向收购人及其关	同

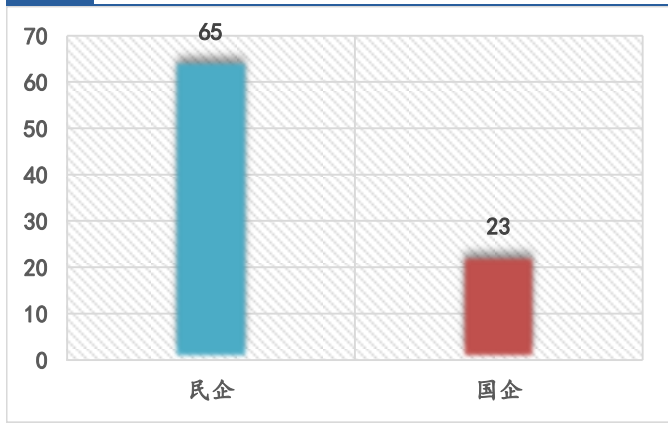
	业板禁止借壳的限制及金融、创投企业的借壳限制	联人购买资产，不得导致本条第一款规定的任一情形。 上市公司自控制权发生变更之日起，向收购人及其关联人购买资产属于金融、创业投资等特定行业的，由中国证监会另行规定。	
第四十四条第一款修改	增加配套融资难度，规定发行股份募资必须符合第十三条规定的交易情形	上市公司发行股份购买资产，除属于本办法第十三条规定的交易情形外，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。	上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。
第四十六条增加一款，作为第二款	延长其他新进入股东的锁定期	属于本办法第十三条规定的交易情形的，上市公司原控股股东、实际控制人及其控制的关联人应当公开承诺，在本次交易完成后 36 个月内不转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其关联人以外的特定对象应当公开承诺，其以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起 24 个月内不得转让。	第四十六条 特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起 12 个月内不得转让；属于下列情形之一的，36 个月内不得转让： （一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人； （二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权； （三）特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足 12 个月。
第五十三条增加一款，作为第二款	增加且细化了对规避重组上市审核的追责条款	未经中国证监会核准擅自实施本办法第十三条第一款规定的重大资产重组，或者规避本办法第十三条规定，交易尚未完成的，中国证监会责令上市公司补充披露相关信息、暂停交易并按照本办法第十三条的规定报送申请文件；交易已经完成的，可以处以警告、罚款，并对有关责任人员采取市场禁入的措施。构成犯罪的，依法移送司法机关。	第五十三条 未依照本办法的规定履行相关义务或者程序，擅自实施重大资产重组的，由中国证监会责令改正，并可以采取 监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，可以责令暂停 或者终止重组活动，处以警告、罚款，并可以对有关责任人员采 取市场禁入的措施。 上市公司重大资产重组因定价显失公允、不正当利益输送等问题损害上市公司、投资者合资料来源：法权益的，由中国证监会责令改正， 可以采取监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，可以责令暂停或者终止重组活动，处以警告、罚款，并可以对有关 责任人员采取市场禁入的措施。

资料来源：证监会官网，长城证券研究所整理

2.2 壳资源价值未来分化，国企壳资源受益

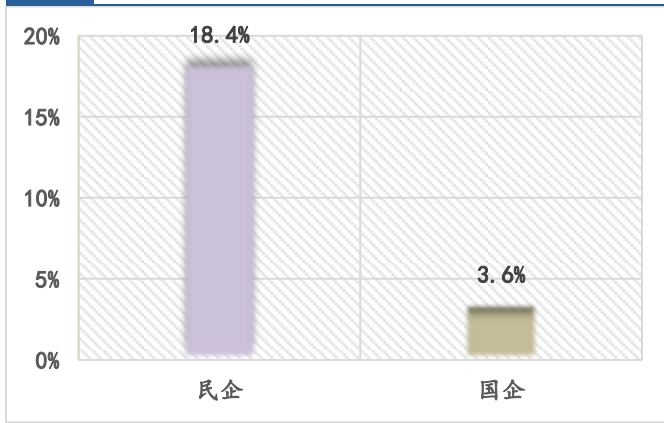
整体来说，我们认为国企壳资源在监管趋严的背景下受到的影响相对较小，而民营上市公司壳资源受到的影响相对较大。

图 30：一年内受谴责&三年内遭立案公司家数汇总



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

图 31：民企壳资源和国企壳资源受谴责 or 立案比例对比



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

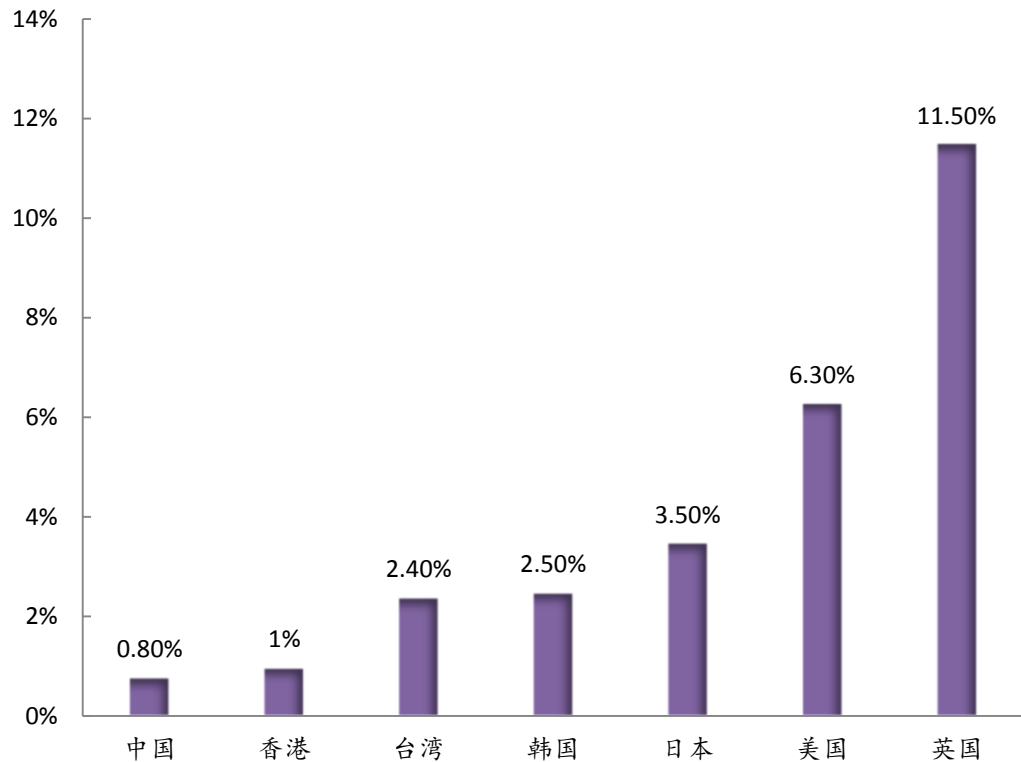
民企由于其自身的特点，在资本运作过程中虽然灵活性和意愿比较强，但是运作过程中相对中规中矩的国企而言比较容易出现违法违规事件。我们统计发现，民企出现总的违规行为案例明显较国企多，壳资源中的违规比例也显著比国企壳资源高。新规下，受谴责 12 个月及遭立案调查 36 个月之内的公司都丧失借壳机会，民企壳资源公司受到的影响更大。

一方面，国企上市公司总体而言表现为资本运作灵活程度不如民营上市公司而资本运作的规范程度要高于民营上市公司。而在监管趋严的背景下，部分资本运作不规范的民营上市壳公司将受到较大影响。而资本运作灵活程度下降，借壳重组要求更加严格和规范，使得部分民企壳资源灵活优势减小，相关风险上升，而对国企上市壳资源的影响有限。因而有利于提升投资者对国企壳资源的相对风险偏好水平，同时有可能降低对民企上市壳资源的风险偏好水平。

另一方面，随着退市制度的逐步落实，退市相关制度的执行也将越来越严格，证监会也强调了要推进并购重组市场化改革，强化市场的优胜劣汰功能，加强对忽悠式重组、跟风式重组等监管。这对于保壳方而言，保壳的难度也在不断的加大，重组失败进而导致保壳失败退市的概率也将相应地提高，因此，如果政策落实到位，未来 A 股市场的退市率水平将逐步提高。但我们认为，退市制度的逐步落实对国企壳资源影响也相对较小。过去国企壳资源借壳重组过程要比民企复杂，其中很重要的一个因素是国有资产的估值问题，国有资产不能流失是国企壳资源借壳重组过程中的一个重要底线。如今国有资产不能流失这个重要底线在国企退市问题上发挥着比较微妙作用，国企壳价值同样作为国有资产价值的一部分，一旦保壳失败导致退市，进而导致数十亿的壳价值的消失，这有可能同样涉及到国有资产流失的问题，因此国有壳资源的控股方，主管政府部门，国资委乃至监管部门在国企壳资源借壳重组问题上能够进行一定程度的协调。另外国企上市公司的背景总体而言会更为深厚，控股方掌握的资源也相对较多，在国企改革的大背景

下，有利于进行相应的资本运作。这些都将提高国企壳资源的安全边际，有利于提高投资者的相对风险偏好水平。

图 32: 全球主要市场退市率比较（截止到 2016 年 3 月）

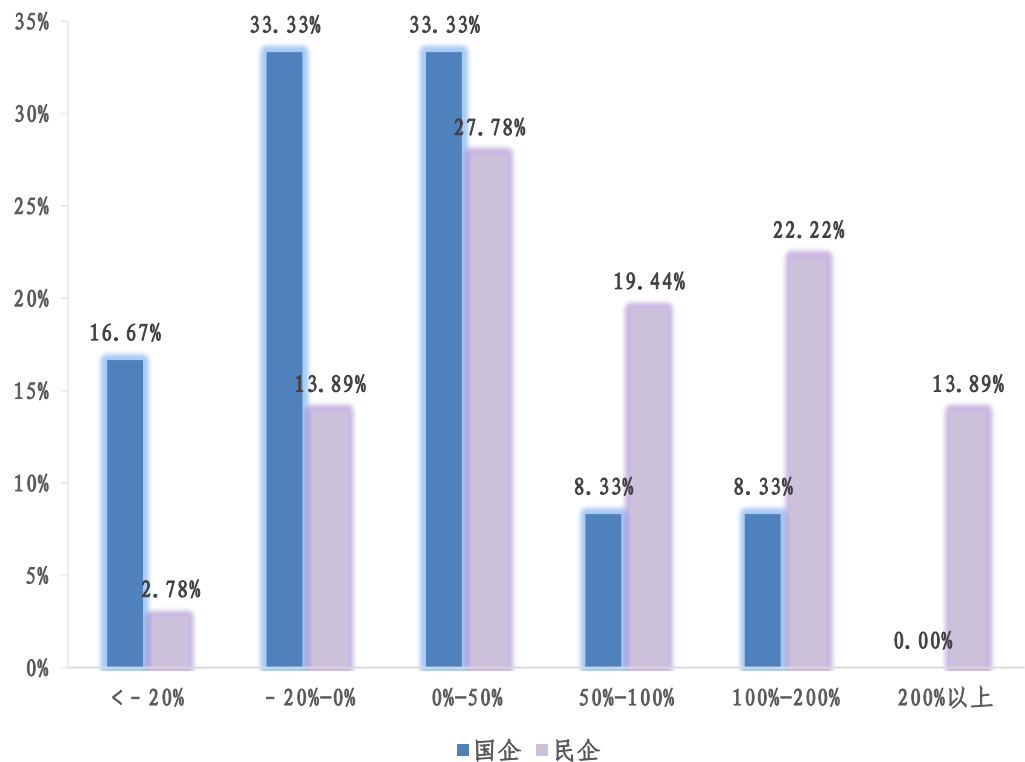


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

因此我们认为，在监管趋严的大趋势下，壳资源价值未来逐步分化在所难免，整体而言，我们更看好国企壳资源相关概念股能够取得相对正收益。

2014 年 12 月至 2016 年 5 月监管大幅加强前，国企壳资源股与民企壳资源股复牌后一个月的表现。

图 33: 2014 年 12 月以来民企、国企复牌 1 个月内涨跌幅



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

从过去一年半的已成功的借壳案例的表现来看民企壳资源复牌后的收益率要明显高于国企壳资源, 国企壳资源复牌后的平均收益率为 23.15%, 民企壳的平均收益率为 104.9%, 即便我们剔除几个对样本影响较大的极值, 民企壳的收益率依然高达 55.65%。但是, 我们需要强调的是, 随着 2016 年 5 月借壳重组监管开始大幅加强以后, 我们预计民企壳资源股借壳的成功率将可能会明显下降, 退市可能性提高。另一方面, 国企收益率低也与国有资本受到监管层比较多的限制有关, 包括对引入资产的限制, 对于盈利方面的限制, 对于行业方面的限制等等, 基于上述限制不能似民企般搞各种噱头, 随意转型, 而这也是当前借壳重组的重点监管方向。如前文所述, 国企壳资源股受影响较小。因此国企壳资源与民企壳资源的风险收益比将发生显著变化, 在此背景下, 显然我们认为接下来的一段时间当中国企壳资源风险收益比更佳。

3. 国企改革赋予国企壳资源期权价值

3.1 国企改革政策稳步推进

■ 全国性国企改革

表 5: 中央国企改革相关政策文件

中央国企改革相关政策文件	
2016/3/31	关于 2016 年深化经济体制改革重点工作的意见
2016/3/25	工业和信息化部办公厅关于印发《国有资产管理工程实施方案》的通知
2016/3/16	中共福建省委 福建省人民政府关于深化国有企业改革的实施意见
2016/1/14	关于进一步规范和加强行政事业单位国有资产管理的指导意见
2015/12/29	关于国有企业功能界定与分类的指导意见
2015/11/10	国务院办公厅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
2015/11/4	国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见
2015/9/25	国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见
2015/9/14	中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见
2015/9/1	关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知

资料来源：中国政府网，长城证券研究所整理

2015 年至今国企改革是中央工作的重心之一，国企改革牵扯面广，涉及利益关系复杂，与政府职能转变，经济结构调整，供给侧改革等重大政策有高度紧密的联系，是改革中的重要抓手。从国企改革的相关政策的推进步伐来看，国企改革近年来是一直在稳步推进的，2014 军工类国有上市公司大规模改革重组可以说拉开了国有资产大规模资本运作的大幕，2015 年上半年，随着资本市场步入牛市，特别是南北车的合并，中国中车的成立，使得国有上市公司资本市场运作进入了阶段性高潮。而随着 2015 年年中股灾的发生，资本市场受到了重大的冲击，使得政府工作的重心一度转移关注到金融市场的系统性风险上，而包括国有企业改革在内的众多改革工作的进展一度处于暂停的状态，政府的各项政策短期趋于谨慎保守，确立了宏观审慎的总体思路。在资本市场逐步恢复稳定之后，相关改革措施重新回到议程并逐步步入正轨，特别是 2015 年 9 月 14 日，政府发布了《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，明确表明了继续强力推动国企改革的决心。

■ 地方性国企改革

表 6: 部分地方国企改革政策文件

省份	时间	文件性质	文件内容
广东	2016/1/25	2016 政府工作报告	推动国有资本布局结构调整优化,加快国有企业现代企业制度建设,有序推进混合所有制改革,增强国资监管效能。
			打好国有企业改革攻坚战。分类推进国有企业改革,坚持有进有退,突出主业,调整优化国有资本布局结构,盘活国有资产。加快建立现代企业制度,完善企业法人治理结构,加强企业内部管理,促进降本增效。规范有序发展混合所有制经济。加快国有资本投资、运营公司改组组建试点。推动国有企业改制上市,支持开展资本运营。建立出资人管理事项清单制度,健全国有资产管理体制,防止国有资产流失。
	2016/4/8	省政府文件	《省属国企出清重组“僵尸企业”促进国资结构优化的实施方案》
	2014/11/7	省政府文件	《关于深化省属国有企业改革的实施方案》
	2015/11/15	广东国资国企改革工作会议	1、国有资本在持有比重上不设下限;支持国有资产重新配置和优势企业进行重组;组建国有资本运营和国有资本投资公司;新增高管人员的市场化选聘以及引入职业经理人管理模式等。2、到 2020 年,混合所有制企业户数比重重要超过 80%,二级及以下竞争性国有企业基本成为混合所有制企业。
上海	2016/1/18	2016 政府工作报告	逐步建立公益类和商业类国有企业分类管理体系,完善国有资产监管制度,加强国有企业结构调整与重组,健全现代企业制度,完善公司法人治理结构。
	2016/3/10	《本市国有企业混合所有制改制操作指引(试行)》	指导企业混合所有制改制流程,一般包括制订改制方案、履行决策程序、开展审计评估、实施产权交易、办理变更登记等五个主要环节。
	2013/12/18	《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》	1、建成统筹协调分类监管的国资监管体系。2、国资委系统 80%的国资集中在战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业。3、加快推进企业公司制股份制改革,加快整体上市或核心业务资产上市。4、建立公开透明规范的国资流动平台。对部分上市公司和非上市公司股权等进行统筹管理和市场化运作,实调整优化国资布局结构。5、明确功能定位并实施分类管理;分类设置法人治理结构;推进市场化选人用人和管理机制。
福建	2016/3/16	《关于深化国有企业改革的实施意见》	横向整合,垂直整合,壳资源整合,买壳上市
山东	2016/6/21	山东省国企改革专题研讨班	推进国有企业产权多元化改革,以董事会建设为重点健全公司治理结构,建立国有企业领导人员分类分层管理制度,加快推进外部董事、外部监事和职业经理人才库建设。推进分类改革,深化内部改革,稳妥发展混合所有制,建立长效激励机制,健全考核评价体系。以管资本为主完善国有资产管理体制,积极推进经营性国有资产统一监管,推动国有资本合理流动常态化,推进国有资产监管机构职能转变。以公开透明为重点健全对国有企业和国有资产的监督机制,制定关联交易监管制度,建立健全规范的企业财务制度,提高审计覆盖面和有效性,完善国有资产和国有企业信息公开制度,建设“阳光国企”。
	2016/3/16	《关于省属国有企业发	横向整合,垂直整合,壳资源整合 上市,资本运营,民资注入,混合所有制,划转国有 资产充实社保,员工持股,

		展 混合所有制经济的意见》	
浙江	2014/9/16	《关于进一步深化国有企业改革的意见》	明确了浙江下一步深化国企改革的方向和路线图。“路线图”内容包括浙江国企将分三类发展；国企管理层将打破任命制，适度实行职业经理人制等多个方面
	2016/4/14	《2016 年全省促进企业兼并重组工作要点》	大力推进国有企业改制重组。推动有条件的国有企业组建产业并购基金，重点对仍有一定产业价值和前景或价值资产的国有“僵尸企业”实施兼并重组。加快推进重点省属企业和重点产业板块资源整合，择机推动职业教育、医疗等板块兼并重组。鼓励国有控股上市公司依托资本市场加大并购重组力度，调整优化产业布局，提高发展质量和效益。积极发挥浙交所平台服务作用，大力推进增资扩股进场交易，推进不良资产项目处置。2016 年，力争推动完成一批国有企业改制重组，实现国有企业瘦身健体，增强核心竞争力。
安徽	2016/2/22	2016 政府工作报告	加快推进国资国企改革。组织开展落实企业董事会职权、市场化选聘经营管理者、混合所有制企业员工持股等试点工作，进一步健全企业治理结构。对充分竞争领域的商业类企业，以推进整体上市为主要路径，引入其他资本实现股权多元化，积极发展混合所有制经济，可以绝对控股、相对控股、参股，采取多种方式探索建立中长期激励机制。积极探索采取优先股的形式实现国有资产保值增值。以管资本为主推进国有资产管理机构和监管职能转变。
	2014/3/13	安徽省省属企业混合所有制经济发展座谈会	1、推动国有资本向重点行业和关键领域集中、向优势企业集中、向企业主业集中，在重组整合中发展混合所有制经济，同时要进一步完善国有资本有序进退机制。2、要注重与建立现代企业制度相结合。3、以管资本为主加强国资监管。改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。
湖北	2016/6/15	湘潭市国企改革发展投资基金（有限合伙）正式成立	湘潭第一个聚焦服务国企改革发展的资本运作平台，基金总规模 3 0 亿元，首期出资 1 5 亿元，投向原则上用于对市属改制企业进行资产收储整合
	2014/6/24	《中共湖北省委湖北省人民政府关于深化国有企业改革的意见》	1. 大力推进国有企业产权多元化。通过引进战略投资者、股权置换、项目合作、改制上市等多种形式，实现国有企业投资主体多元化。大力支持非国有资本参与国有企业改制重组。积极引入社保基金、保险基金、股权投资基金投资特许经营行业、战略性新兴产业和创投行业。鼓励国有股权依法向境内外投资者转让。鼓励省域内外国有企业相互开展兼并联合。继续大力推进地方国有企业与中央企业合资合作，提升与央企合作的水平。 2. 对竞争性行业的国有独资公司一律进行混合所有制改造，使公司制股份制成为国有企业的主要组织形态。2015 年，全省各级政府出资企业基本完成公司制股份制改造任务。 3. 不断提升国有资本证券化率。按照上市一批优势企业、重组一批上市公司、培育一批后备企业的思路，加快推进国有企业上市，打造公众公司。努力实现每户企业控股 1 至 2 家上市公司的目标，并逐步实现核心业务资产整体上市。2020 年，力争将全省国有资本证券化率提高到 50%。
贵州	2014/3/17	监管企业产权制度改革 3 年行动计划启动暨推介会	1、产权制度改革作为新一轮国有企业改革的核心和关键，把引进战略投资者作为硬任务。2、形成 3 户功能性投资运营企业，做强 2 户公共服务性企业，竞争性企业全部实现产权多元化，积极发展混合所有制企业，具备条件的打造成为投资控股公司，不具备竞争优势的实现国有资本有序退出。3、明确茅台集团、盘江集团等 28 家省国资委监管企业 3 年时间完成产权改革。首批集中推出股权转让、增资扩股等 128 个项目，预计投资总额 2763 亿元。
湖南	2014/3/1	《关于进一步深化国有	1、在投资主体多元化、国资证券化改革的基础上，在国企员工持股、企业负责人产生方式等方面推出一系列新举措。2、用两年左右时间，基本完成上一轮国企改革任务和遗留问题处理。

		企业改革的意见》	目前省属监管企业层面国有资产证券化率达到了 50%左右，到 2020 年竞争类省属国有企业资产证券化率要达到 80%左右。
重庆	2015/2/4	重庆国资大会	1、国企整体上市；将部分合适的国企集团转化为巴菲特式、淡马锡式或是中投式的投资公司；在政府公共服务、基础设施类一些市场信号逐渐活跃起来的领域，推动公共产品价格逐步实现市场化，为非公经济的进入创造条件，实现混合发展。2、用 5 年时间左右让八成以上竞争类国企实现混合所有制。
江苏	2014/5/26	中共江苏省委江苏省人民政府关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见	主要目标：到 2020 年，构建完成具有江苏特色的国有经济布局 and 结构，企业国有资本在基础设施、能源资源、公共服务、战略性新兴产业、金融投资等重要领域的集聚度达到 80%以上。培育一批在全国同行业具有一定影响力的优强企业，国有经济规模实力、质量效益在全国各省区处于领先地位。国有企业公司制改革全面完成，上市公司、国有资本投资运营公司明显增加，国有资产证券化率明显提升。国有企业全面建立现代企业制度，实现政府公共管理职能和出资人职能分开。坚持“政企分开、政资分开、所有权和经营权分离”原则，按照权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的要求，形成规则统一、权责明确、管理科学的经营性国有资产监管全覆盖体系。

资料来源：各省市政府官网，长城证券研究所整理

■ 地方性国企改革较活跃的部分省区

✓ 广东

广东是国资大省，2013 年底全省 (含深圳市) 国有企业资产总额超过 12000 亿，位列全国第四位。广东省国资委提出的目标是：到 2017 年，资产证券化率达到 60% (不含公共性特点突出的资产)。到 2020 年，资产证券化率达到 70%，每家省属企业至少有 1 家上市公司作为资本运作平台。深圳市分为基础类、竞争类两类，而广东省省属企业仍将国有企业按功能划分为竞争性和准公益性两类进行分类管理。国有资本在持有比重上不设下限；支持国有资产重新配置和优势企业进行重组；组建国有资本运营和国有资本投资公司；新增高管人员的市场化选聘以及引入职业经理人管理模式等。目前主要国资管理运营平台是广东发展、恒健和粤海控股。

✓ 上海

上海国资委近期在国企工作会议上提出：1、建成统筹协调分类监管的国资监管体系。2、国资委系统 80% 的国资集中在战略性新兴产业、先进制造业与现代服务业、基础设施与民生保障等关键领域和优势产业。3、加快推进企业公司制股份制改革，加快整体上市或核心业务资产上市。4、建立公开透明规范的国资流动平台。对部分上市公司和非上市公司股权等进行统筹管理和市场化运作，实调整优化国资布局结构。5、明确功能定位并实施分类管理；分类设置法人治理结构；推进市场化选人用人和管理机制。上海国企将被分为三类：即竞争类、功能类和公共服务类。竞争类企业将以企业经济效益最大化为主要目标，兼顾社会效益；功能类企业则是以完成战略任务或重大专项为主要目标、兼顾经济效益；公共服务类企业将以确保城市正常运行和稳定、实现社会效益为主要目标。上海市国资总量居全国前列，资产质量高于其他地区，资产证券化率仍有较大的提升空间。上海国企改革走在全国前列，目前已经组建了上海国盛和上海国际两家国有资本投资运营公司。

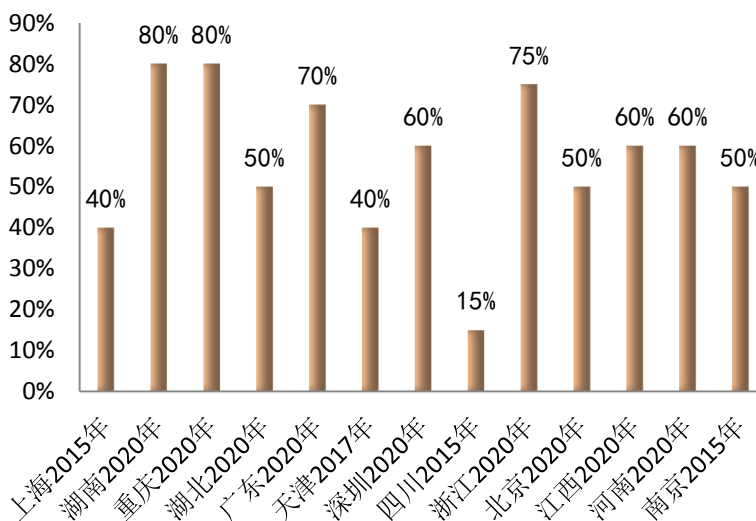
✓ 江苏

江苏是国有企业资产总量最多的省份，同时其国有资源分布也较为集中，主要集中在几家大型企业集团。除省属企业以外，也拥有大量市属企业集团。从地域上看，主要集中在南京、苏州等苏南经济发达地区。江苏提出了《全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》主要目标：到 2020 年，构建完成具有江苏特色的国有经济布局 and 结构，企业国有资本在基础设施、能源资源、公共服务、战略性新兴产业、金融投资等重要领域的集聚度达到 80%以上；培育一批在全国同行业具有一定影响力的优强企业，国有经济规模实力、质量效益在全国各省区处于领先地位；国有企业公司制改革全面完成，上市公司、国有资本投资运营公司明显增加，国有资产证券化率明显提升；国有企业全面建立现代企业制度，实现政府公共管理职能和出资人职能分开；坚持“政企分开、政资分开、所有权和经营权分离”原则，按照权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的要求，形成规则统一、权责明确、管理科学的经营性国有资产监管全覆盖体系。目前主要国资管理运营平台是江苏国信。

✓ 浙江

浙江是国资资源最为丰富的省份之一，仅次于同属长三角地区江苏和上海。2015 年浙江省发布了《关于进一步深化国有企业改革的意见》，明确了浙江下一步深化国企改革的方向和路线图。“路线图”内容包括浙江国企将分三类发展；国企管理层将打破任命制，适度实行职业经理人制等多个方面。目前浙江省国企的资产证券化率大约 40%，按照其规划，浙江将力争在 3-5 年内将国有资产证券化率提升到 75%，其提升空间将是巨大的。

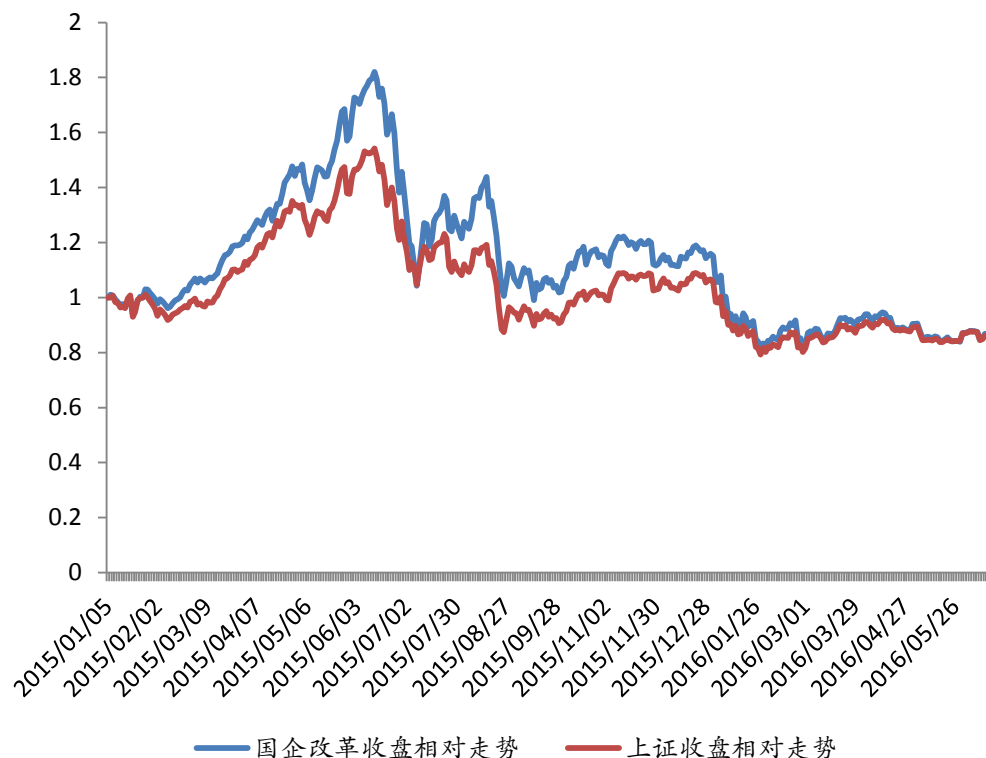
图 34: 主要省市资产证券化率目标



资料来源：各省市政府官网，长城证券研究所整理

3.2 国企改革进程有望超预期

图 35: 国企改革指数相对于上证综指走势图



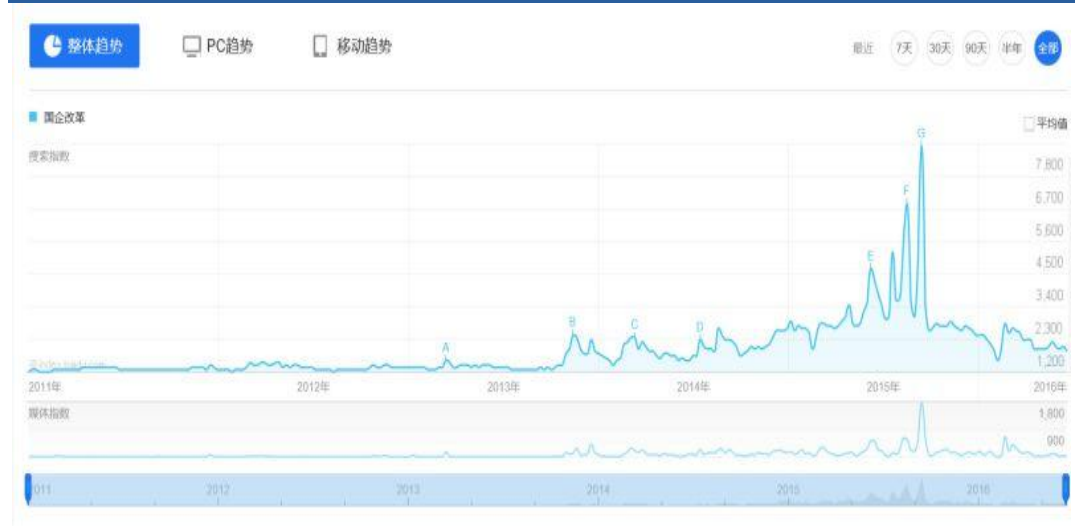
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

2015 年, 国企改革概念指数相对上证指数而言取得了持续的超额收益, 超额收益的持续扩张期是 2015 年的上半年, 而 2015 年下半年以来, 超额收益持续萎缩, 到目前已经几乎完全消失殆尽。2015 年下半年国企改革概念超额收益持续萎缩主要是由于国企改革进度不及预期以及市场大幅走熊的影响。其中 2015 年下半年国企改革进度不及预期主要是由于以下几个方面造成的: 1, 国企改革推进的节奏本身到了阶段性休整总结阶段, 国企改革央企试点在 2014 年下半年到 2015 上半年大范围铺开, 2015 年 9 月在发布《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》前, 有必要进行阶段性休整和总结, 并待《指导意见》发布后, 按照意见提出的路线和方向准备下一阶段的改革工作。2, 第一阶段的国企改革主要还是集中在大央企的兼并重组以及整体上市层面, 虽然看似体量巨大效果震撼, 但多在原有体制内进行, 而没有太多触碰到特别关键的深层次问题, 如混合所有制改革, 国有资产价值评估, 国有资产流失的界定等方面。这与市场对国企混改甚至是部分私有化的预期产生偏差。3, 2015 年 6 月股灾之后, 金融经济环境一度处于高度紧张的状态, 政府短期大体方向倾向于保守审慎, 由此各项改革措施推进的力度和节奏都偏向于缓和保守, 国企资本运作也随着资本市场的混乱而暂时停滞。而随着这几个因素的逐步弱化, 我们认为国企改革概念未来将有望得到修复, 有望重新获得明显的超额收益。

我们认为, 未来国企改革概念超额收益水平的变化主要由几个方面主导, 他们分别是国企改革实际进展、资本运作的活跃程度、投资者的预期以及市场自身结构性因素。这几大要素中, 如前文所述, 我们认为国企改革的步伐已经回归正常, 稳步推进, 在此基础

上，下半年资本运作预计也会逐步趋于活跃，这将会逐步贡献出超额收益。对于市场因素，因为目前市场自身处于存量资金博弈的慢熊或震荡市中，大市值的国企改革概念上市公司获得持续超额收益比较困难。而未来，投资者对国企改革预期的逐步改善也会逐步释放出超额收益。

图 36: “国企改革”百度搜索热度走势图



资料来源：百度指数，长城证券研究所整理

资本市场中投资者对国企改革的预期也经历了大幅的波动变化，而且往往具有一定的滞后性和超调性。从2014年军工类国企上市公司进行大规模的资本运作的阶段性后期，军工类上市公司股价开始兑现上涨之后，市场对国企改革的普遍预期才开始逐步升温，而且关注重点依然在军工及科研院所改制上。而2015年的南北车合并的股价飙升，国企改革预期全面升温并扩展到几乎各个行业而达到阶段性的高点。随着股灾的发生，国企改革的预期跌入冰点。而即便国企改革重回政府工作重点，国企改革的市场预期恢复的程度却非常有限。我们认为随着国企改革相关政策的不断落实，2016年国企改革将加速推进，2016年有望将成为国企改革项目落地的大年，国企上市公司资本运作规模有望远超当前市场预期，在此过程中国企壳资源将会明显受益。

图 37: 2015 年来国企改革指数与百度搜索热度对比图



资料来源：百度指数、Wind，长城证券研究所整理

3.3 从国企改革的两大关键点来看国企壳资源在国企改革中的重要作用和地位

2015 年发布的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》以及其后的一系列重磅文件给国企改革指出了重要的改革方向及运作思路。其中，我们认为指导意见中所体现的国企改革的核心关键思想主要表现在如何改善经营提高国有资本效率以及如何保值增值防止国有资产流失这两个关键点上。

其中明确指出了主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业，原则上都要实行公司制股份制改革，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，国有资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股，并着力推进整体上市。对这些国有企业，重点考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。随后的一系列配套文件和指导意见也多次提及支持鼓励国企资产重组，开展员工持股，混合所有制改革，以及运用上市公司平台实现整体等。

因此，旗下拥有国企上市公司平台的国有企业集团或国有资本管理机构利用国企上市公司平台通过资本运作的手段实现改善经营提高国有资本效率，保值增值防止国有资产流失，将成为国企改革的重要方向之一。在此过程中，国企壳资源有望发挥重要作用。

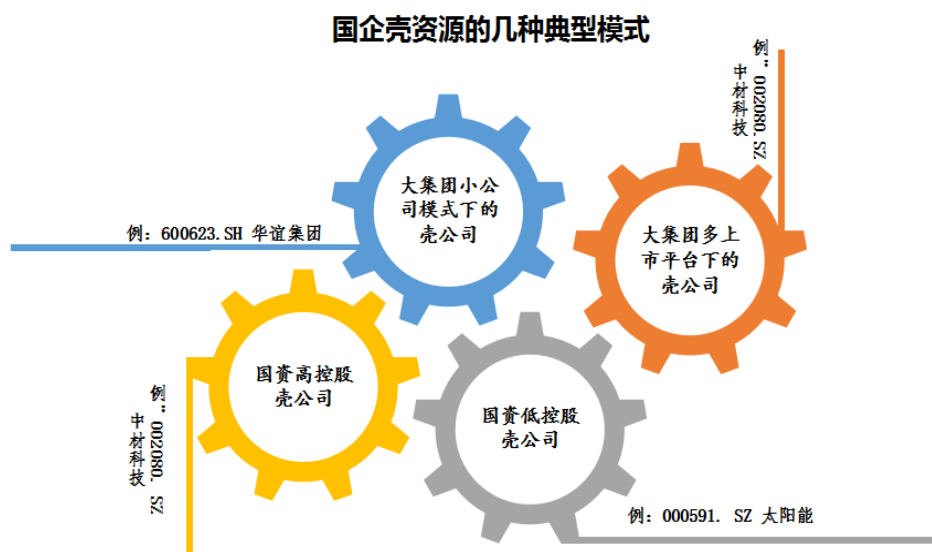
3.4 国企壳资源的 4 种典型模式

我们把国企壳资源上市公司大体上归纳为 4 种典型模式,分别是大集团小公司模式下的壳公司,大集团多上市平台下的壳公司,国资高控股壳公司,国资低控股壳公司。

注入过程中的对注入资产的估值博弈对借壳后二级市场的表现有明显的影 响。如果国企壳资源上市公司注入的是民企资产,注入资产评估价格可能要偏低,否则可能不能通过审批,上市后弹性更大。注入的如果是大股东自身资产,注入资产评估价格可能会偏高,上市后弹性空间反而受挤压。如果注入的是其他国资,则注入资产的评估价可能相对偏离较小。

壳公司借壳前股价可能出现的博弈对于二级市场投资者而言也是要关注的。一般来说,如果借壳过程的定向增发如果大股东参与幅度较大,则预案公布前股价可能会偏低,有利于大股东参与定增。而如果大股东参与幅度较小,则在有效市场假设下,股价会在预案公布前逐步向上反应部分借壳预期,股价趋于上涨。

图 38: 国企壳资源的几种典型模式



资料来源: 长城证券研究所整理

■ 大集团小公司模式下的壳公司

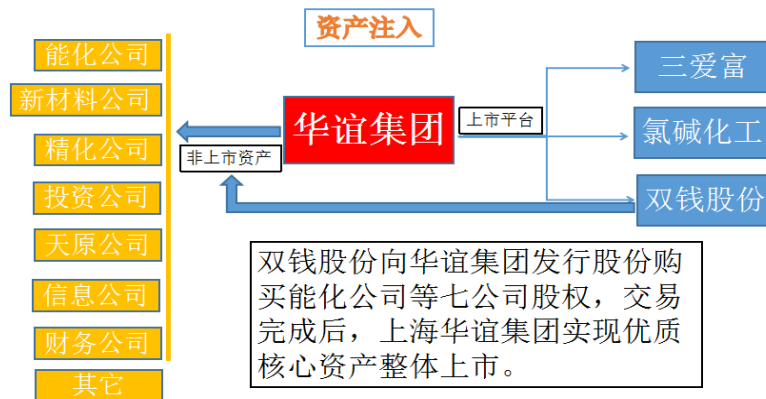
国企集团旗下资产众多，大部分资产还没完成资产证券化，上市公司资产占比小，未来资产证券化率提高的过程中，上市公司平台将作为集团母公司资产证券化的载体。

✓ 案例：华谊集团借壳双钱股份

双钱股份的主营业务为轮胎的研发、生产和销售，公司是国内轮胎行业首家上市公司，主要产品为全钢丝子午线轮胎、半钢丝子午线轮胎、斜交轮胎等。公司的控股股东为华谊集团，实际控制人为上海市国资委。

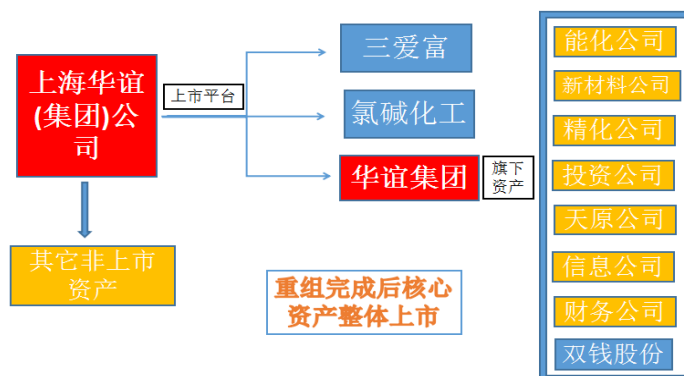
上海华谊（集团）公司是由上海市人民政府国有资产监督管理委员会授权，通过资产重组建立的大型化工企业集团。所属全资和控股企业有双钱集团股份有限公司、上海华谊能源化工有限公司、上海氯碱化工股份有限公司、上海华谊精细化工有限公司、上海华谊丙烯酸有限公司、上海天原（集团）有限公司等 20 多家子公司，其中双钱、氯碱、三爱富 3 家单位为上市公司。

图 39：华谊集团整体证券化过程流程图



资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

图 40：华谊重组完成后核心资产整体上市示意图

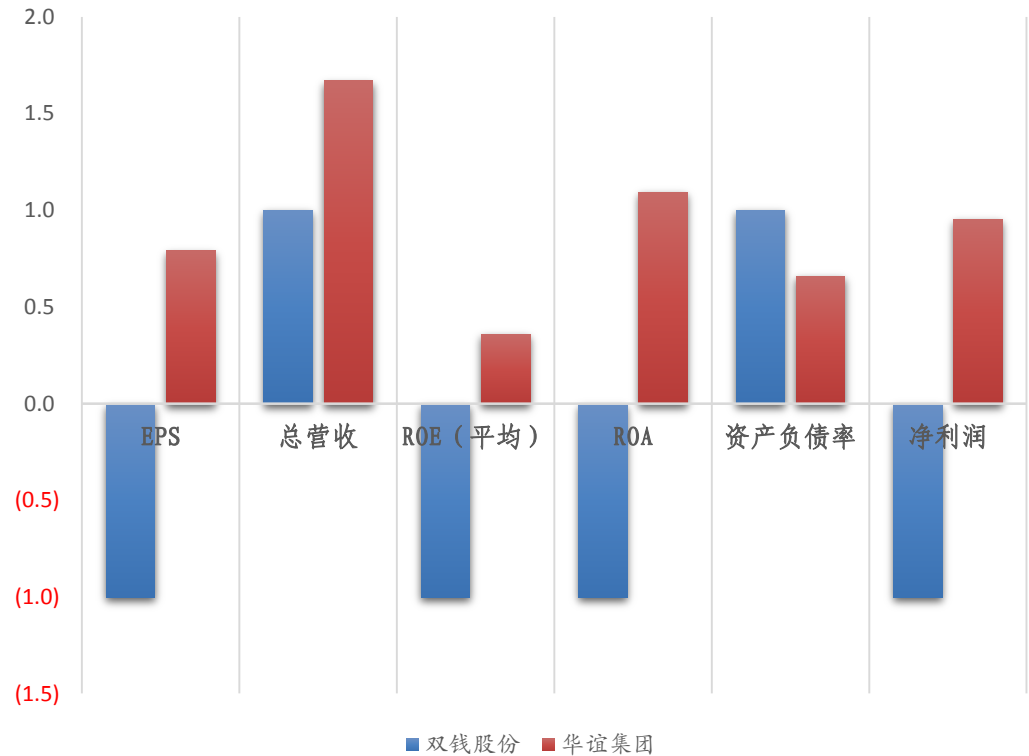


资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

✓ 重组方案

2016 年双钱股份向华谊集团非公开发行股份购买其持有的能化公司 100%股权、新材料公司 100%股权、精化公司 100%股权、投资公司 100%股权、天原公司 100%股权、信息公司 55%股权及财务公司 30%股权等七公司股权，构建一体化产业平台。本次发行股份数量为 931,008,643 股。交易完成后，上海华谊集团实现优质核心资产整体上市。

图 41: 华谊集团资产注入前后对比图



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

✓ 重组点评

本次重组后华谊集团实现了优质核心资产整体上市，上市公司基本面情况发生了重大变化，净利润水平大幅提高，EPS 由负转正，资产收益率也大幅的由负转正，另外上市公司的资产负债率水平也大幅下降。

■ 大集团多上市平台下的壳公司

国企集团公司旗下若存在较多上市平台，其下上市平台可能会出现同业竞争的情况，这会导致同一集团旗下出现恶性竞争等问题。因而，集团为厘清旗下业务板块，避免无序竞争，提升经营效率，规范经营秩序，通常会做出解决同业竞争的承诺，从这一角度出发，会对旗下上市平台进行资产重组，理顺同业关系。

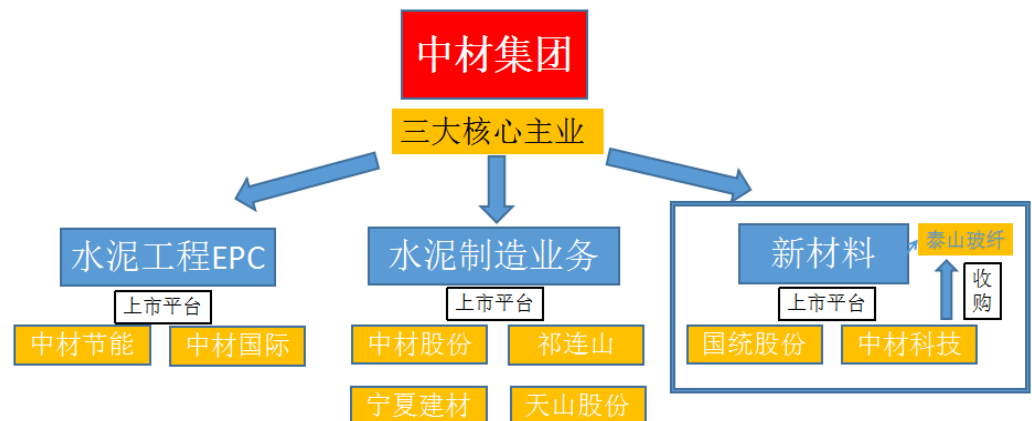
✓ 案例：中材科技并购中材集团全资子公司泰山玻纤

中材科技股份有限公司控股股东为中国中材股份有限公司，实际控制人为中国中材集团有限公司，是我国特种纤维复合材料的技术发源地，是我国特种纤维复合材料行业惟一的集研究开发、设计、制造于一体的高新技术企业。

中材集团集科研、设计、制造、工程建设、国际贸易于一体的企业集团。中材集团是国务院首批 56 家大型试点企业集团之一，在国家计划内实行单列，连续多年位居中国企业 500 强，旗下拥有中材国际、中材科技、中材节能、国统股份、天山股份、宁夏建材、祁连山、中材股份共 8 家上市公司。集团三大核心主业为水泥工程 EPC、水泥制造业务、新材料（风电叶片、复合气瓶、先进陶瓷、玻纤等）其主业之一的“非金属材料技术装备与工程”，即水泥装备及工程、水泥生产、水泥管道等产业同时存在于旗下的 6 家上市公司中。

泰山玻璃纤维有限公司（以下简称：泰山玻纤）是以玻璃纤维及其复合材料为主业的国有大型企业，隶属于中国中材集团有限公司的全资子公司。泰山玻纤于 1997 年建成国内首条万吨级池窑拉丝生产线，经过十几年的发展，目前玻纤及制品总量已达到 54 万吨/年，为全球五大、中国三大玻璃纤维制造企业之一。

图 42：中材集团资本运作示意图

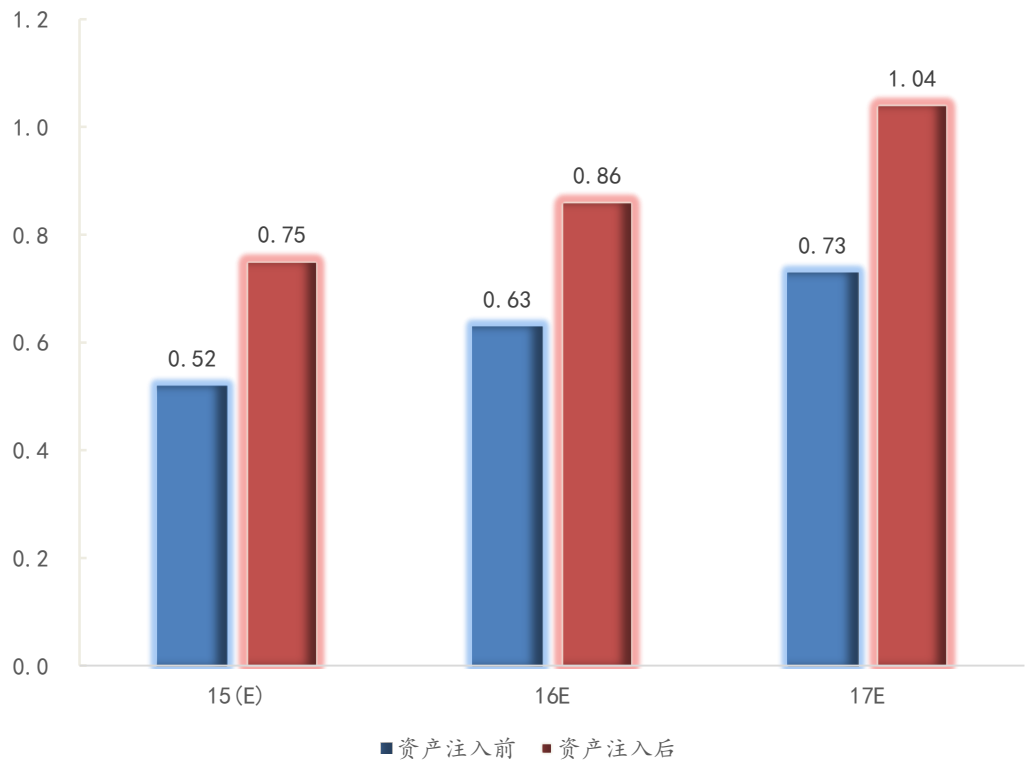


资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

✓ 重组方案

中材科技 2016 年完成并购泰山玻纤筑造全产业链平台。公司向母公司中材股份定向发行 268,699,120 股，合计募集资金 38.50 亿元用于收购泰山玻纤 100%股权；非公开发行不超过 151,300,880 股，募集资金不超过 21.68 亿元，用于建设泰山玻纤年产 2*10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线及补充营运资金；

图 43: 中材科技（泰山玻纤）资产注入前后扣非净利润对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

泰山玻纤承诺 2016-2018 年归母净利润分别为 2.22 亿元、3.10 亿元及 4.62 亿元，泰山玻纤是世界第五大、国内第三大玻纤厂商，当前产能达到 53.7 万吨/年，约占全球的 10%。此前泰山玻纤就是公司风电叶片等产品的上游供应商，本次收购在上市平台内将产业链补强最后一环后，依托核心的技术研发优势，打造全产业链平台，作为集团旗下新材料平台的定位愈发清晰，且玻纤行业景气度较高，未来下游市场空间巨大，合并后将进一步增厚公司业绩。从财务报表可以看出，以 2014 年数据计算，交易前，中材科技实现营业收入 44.24 亿元，净利润 1.73 亿元，交易后，中材科技的营业收入将一跃增加至 72.16 亿元，净利润 2.56 亿元。同时，根据中和资产评估按评估基准日出具的《评估报告》，2015 年至 2018 年度，泰山玻纤在补偿期内预测归属母公司净利润分别为 26828.95 万元、22237.84 万元、31042.71 万元和 46248.54 万元。

✓ 重组点评

本次重组完成后，中材科技由此一举成为中材集团复合材料整合平台，泰山玻纤将成为中材科技全资子公司，并纳入中材科技合并报表范围，上市公司的营业范围将在现有的特种纤维复合材料制品、特种纤维复合材料技术与装备等基础上，拓展至玻璃纤维及制品的制造和销售领域，形成复合材料领域上下游一体化的完整产业链。上市公司的资产规模、业务规模、盈利能力以及抵御风险的能力均得到相应提升。

另外这也契合国企改革政策的推动方向——鼓励国有控股上市公司依托资本市场加强资源整合，通过内部业务整合，提升企业整体价值。中材科技主要从事特种纤维复合材料及其制品的制造与销售，并面向行业提供技术与装备服务。而泰山玻纤主业为玻璃纤维及其复合材料的生产，为全球五大、中国三大玻璃纤维制造企业之一。通过上下游的整合，强强联合必将使中材科技与泰山玻纤获得更好的协同发展。

■ 国资高控股壳公司

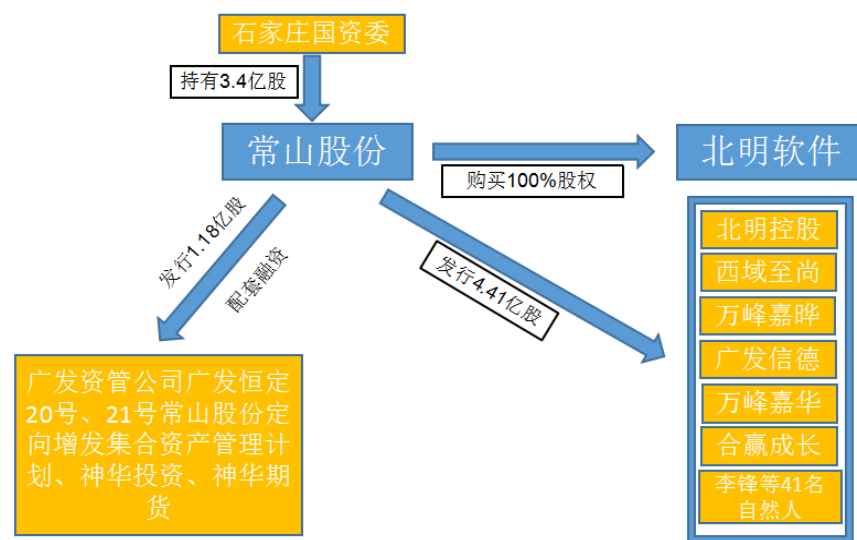
国企上市公司母公司可供注入的资产不多，国企上市公司效益较差，国企母公司持股比例较高，为了提高国有资本效率，可能通过上市公司引入非国有资本参与国有企业改革以及混合所有制改革。

✓ 案例：常山股份并购北明软件

常山股份石家庄常山纺织股份有限公司是一家集生产、科研、贸易为一体的大型纺织上市公司，是由原石家庄一棉、二棉、三棉、四棉的生产经营性国有资产出资，以发起设立方式重组改制成立的股份制公司，控股股东为石家庄国资委。

北明软件前身为广州北大明天资源科技发展有限公司。2010 年通过增资扩股及收购合并等运作进行重组，先后整合了北大青鸟集团、杭州源合科技有限公司、上海艾融信息科技有限公司、珠海市震星信息技术有限公司等公司的有关业务与团队，从而从一家区域性的企业发展成为全国性大型 IT 技术服务商，更名为北明软件有限公司。北明软件是 2010 年广州亚运会信息系统的核心承建单位。

图 44：常山股份混合所有制改革运作示意图

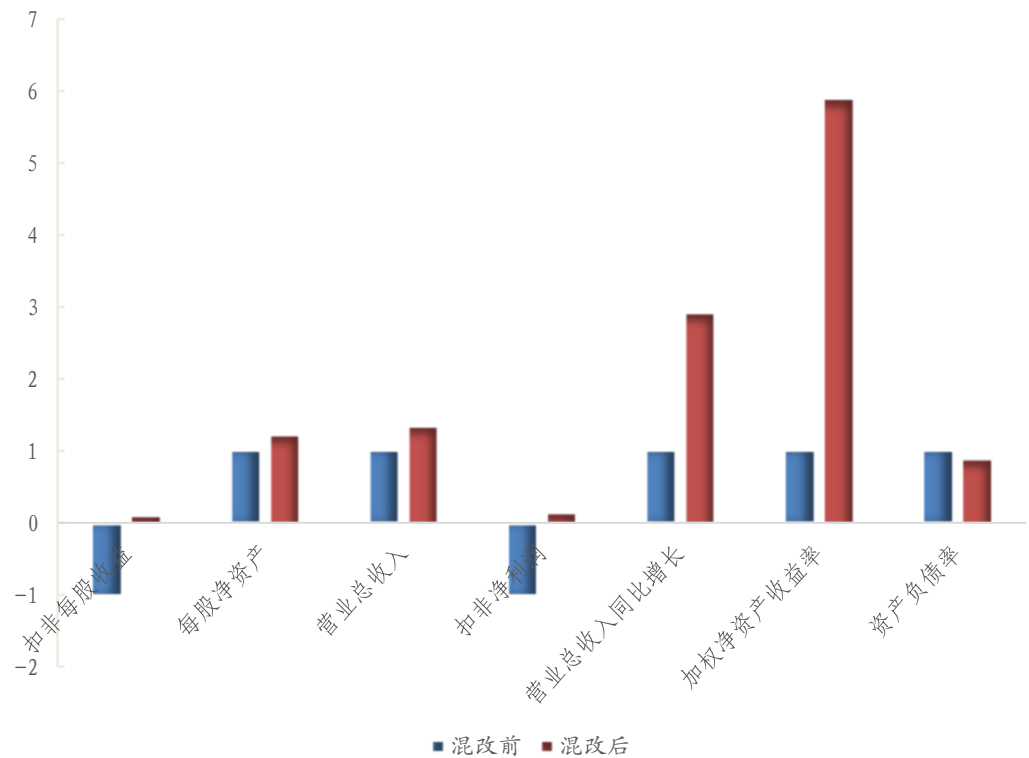


资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

✓ 重组方案

常山股份以 4.92 元/股的价格发行 4.41 亿股股份，购买北明软件 100%股权，交易资产预估值为 21.7 亿元。同时，发行不超过 1.18 亿股股份，募集配套资金不超过 5.5 亿元，用于北明软件云中心管理平台建设项目、智慧城市行业解决方案建设项目、本次交易的相关税费及补充流动资金、偿还银行借款。交易完成后，常山股份第一大股东仍为常山集团，实际控制人仍为石家庄国资委，实际控制人未发生变更，持股比例下降。北京北明伟业控股有限公司则成为公司第二大股东。

图 45: 常山股份混改前后财务指标变化对比图



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

✓ 重组点评

并购北明软件对于提升常山股份的业绩有着重要作用。数据显示, 常山股份前两年的净利润维持在 2000 万元左右, 据公司发布的业绩承诺, 2015 年至 2017 年, 北明软件将实现净利润实现 1.7 亿元、2.11 亿元、2.53 亿元。收购完成后, 北明软件将实现业绩并表, 常山股份整体业绩将实现较大的增长。除了业绩的提升外, 常山股份引入民资也为当下的混合所有制改革提供了一个很好的案例, 并购完成后, 石家庄国资委控股比例由 48.06% 下降到 28% 左右, 民资占比提升到 20% 左右, 公司主动引入优秀民资, 进行混合所有制探索, 有利于未来公司在用人机制、分配机制、奖励机制等方面做更多的研究和探索。

■ 国资低控股壳公司

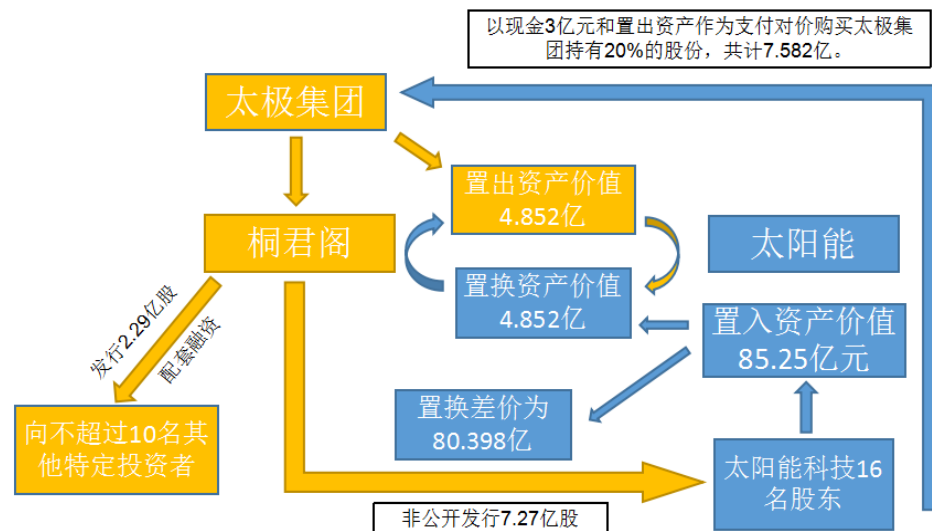
国企上市公司母公司可供注入的资产不多，国企上市公司效益较差，国企母公司持股比例不高，上市公司存在退市的风险。为了防止国企上市公司退市壳价值消失而导致国有资产流失，国企实际控制人可能将出让上市公司控股地位给其它国有资本或非国有资本，进行资产重组。

✓ 中节能太阳能借壳桐君阁

桐君阁是经重庆市人民政府批准，由重庆桐君阁药厂、重庆中药材站等十三家中药工商企业联合组建而成的完整的集生产、批发、零售为一体的大型医药生产及流通企业集团。后与重庆太极实业股份有限公司进行资产重组，重组完成后太极集团成为桐君阁的控股股东。控股股东持股比例为 25.32%。

中节能太阳能股份有限公司是中国节能环保集团公司的控股子公司，成立于 2009 年 9 月，注册资本金 28.17 亿元。截止 2015 年 5 月，中节能拥有电池片产能 500MW，组件产能 600MW 和电站装机容量 1323.82MW，为国内第二大光伏电站投资运营商。

图 46：桐君阁被借壳资本运作示意图

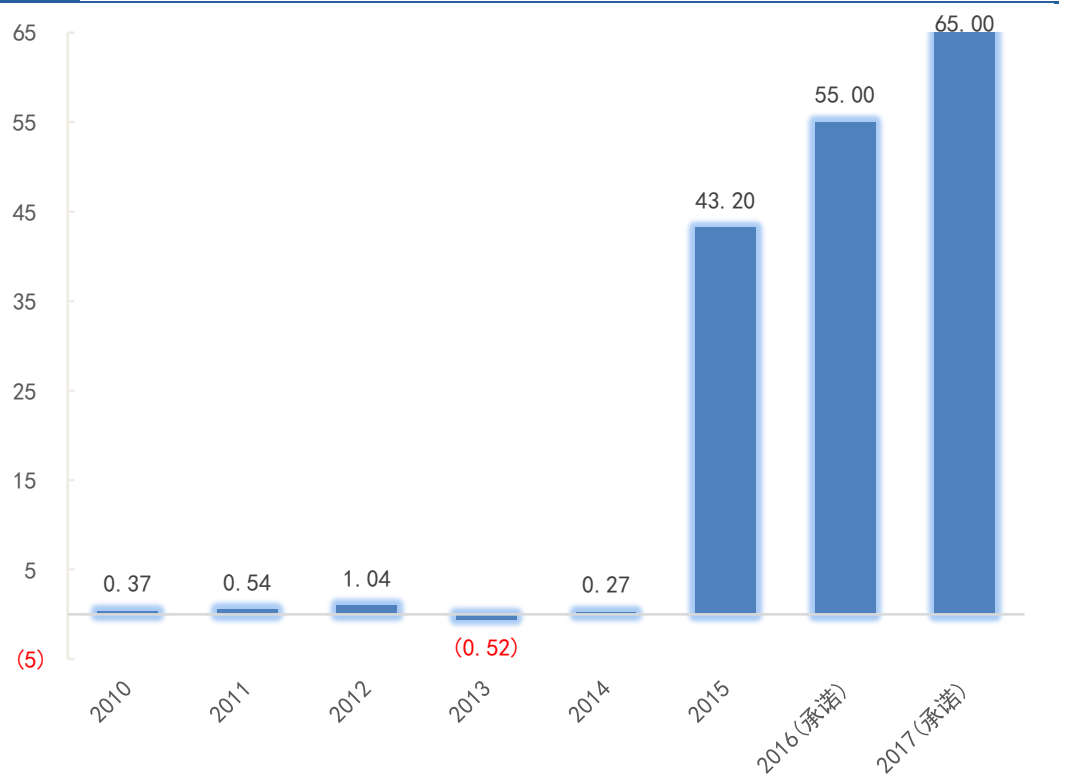


资料来源：公司官网，长城证券研究所整理

✓ 重组方案

公司以其全部资产及负债与太阳能科技 16 名股东持有的 100%股权的等值部分进行资产置换，其中桐君阁置出资产价值约 4.852 亿元，太阳能科技置入资产价值约 85.25 亿元，置换差价为 80.398 亿元；公司以 11.06 元/股的发行价格向太阳能科技 16 名股东非公开发行合计约 7.27 亿股股份收购差额部分；太阳能科技 16 名股东和其指定的第三方以现金 3 亿元和置出资产作为支付对价购买太极集团持有的公司约 5493 万股股份（占比 20%），交易总价为 7.852 亿元；公司以 12.39 元/股的底价向不超过 10 名其他特定投资者非公开发行 2.29 亿股股份募集配套资金不超过 28.42 亿元，全部用于太阳能光伏电站项目建设。

图 47: 太阳能（桐君阁）借壳前后扣非净利润对比图（千万元）



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

✓ 重组点评

重组前，桐君阁盈利能力较差，持续徘徊在亏损的边缘。重组完成后注入太阳能科技优质资产，上市公司盈利能力将有根本性改观。根据业绩承诺，太阳能科技承诺 2015 年至 2017 年实现净利润分别不低于 4.3 亿元、5.5 亿元和 6.5 亿元。而 2015 年已经披露的年报数据来看净利润为 4.32 亿元，EPS 达到 0.65 元。

3.5 国企改革背景下国企资本运作活跃

表 7: 2016 年央企资本运作一览

股票名称	控制人类型	最新披露日期	重组进度	重组事件	重组形式	重组目的	证监会行业(2012版)
现代制药	国资委	2016/6/17	股东大会通过	现代制药定增收购 11 家医药公司及相关经营性资产	发行股份购买资产	横向整合	医药制造业
太极股份	国资委	2016/6/17	国资委批准	太极股份定增收购宝德计算机 100%股权和量子伟业 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	软件和信息技术服务业
国药一致	国资委	2016/6/17	股东大会通过	国药一致定增收购 4 家医药公司	发行股份购买资产	横向整合	批发业
林海股份	国资委	2016/6/16	董事会预案	林海股份拟定增收购林海集团 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
中房地产	国资委	2016/6/13	失败	中房地产定增收购多家标的公司股权	发行股份购买资产	横向整合	房地产业
航天科技	国资委	2016/6/7	证监会反馈意见	航天科技拟定增收购 Hiwinglux 公司 100%股权,IEE 公司 97%股权和 Navilight 公司 100%的股权	发行股份购买资产	横向整合	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
启源装备	国资委	2016/6/4	证监会受理	启源装备定增收购六合天融 100%股权	发行股份购买资产	垂直整合	电气机械和器材制造业
钢构工程	国资委	2016/6/3	证监会反馈意见	钢构工程定增收购中船九院 100%股权以及常熟梅李 20%股权	发行股份购买资产	横向整合	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
北新建材	中央国有企业	2016/6/3	证监会反馈意见	北新建材定增收购泰山石膏 35%股权	发行股份购买资产	横向整合	非金属矿物制品业
江南红箭	国资委	2016/5/30	董事会预案	江南红箭定增收购 6 家军品民品公司	发行股份购买资产	整体上市	非金属矿物制品业
*ST 常林	国资委	2016/5/26	证监会受理	*ST 常林置入苏美达集团 100%股权	发行股份购买资产	买壳上市	专用设备制造业
航天电子	国资委	2016/5/25	证监会批准	航天电子发行股份购买航天时代技改等资产及时代光电等股权	发行股份购买资产	横向整合	专用设备制造业
北方创业	国资委	2016/5/24	证监会受理	北方创业定增收购装甲车辆业务资产	发行股份购买资产	横向整合	铁路、船舶、航空

股票名称	控制人类型	最新披露日期	重组进度	重组事件	重组形式	重组目的	证监会行业(2012版)
							航天和其他运输设备制造业
中铁二局	国资委	2016/5/20	证监会受理	中铁二局置入中铁山桥, 中铁宝桥, 中铁科工及中铁装备等四家公司 100% 股权	发行股份购买资产	买壳上市	土木工程建筑业
*ST 金瑞	国资委	2016/5/20	董事会预案	金瑞科技定增收购多家标的公司股权	发行股份购买资产	横向整合	黑色金属冶炼和压延加工业
中国动力	国资委	2016/5/19	完成	风帆股份拟定增收购多家公司股权和债权	发行股份购买资产	横向整合	电气机械和器材制造业
中海发展	国资委	2016/5/11	董事会预案	中海发展购买大连远洋 100% 股权 重大资产重组	协议收购	横向整合	水上运输业
涪陵电力	国资委	2016/4/27	完成	涪陵电力购买国网节能配电网节能业务	协议收购	资产调整	电力、热力生产和供应业
*ST 黑化	国资委	2016/4/26	证监会批准	黑化股份定增收购安通物流及安盛船务各 100% 股权	发行股份购买资产	买壳上市	石油加工、炼焦和核燃料加工业
中材科技	国资委	2016/4/18	完成	中材科技发行股份收购泰山玻纤 100% 股权	发行股份购买资产	横向整合	非金属矿物制品业
诚志股份	中央国家机关	2016/4/15	签署转让协议	诚志股份非公开发行收购惠生能源 99.6% 股权	协议收购	业务转型	化学原料和化学制品制造业
长江电力	国资委	2016/4/2	过户	长江电力拟定增收购川云公司 100% 股权	发行股份购买资产	横向整合	电力、热力生产和供应业
长城电脑	国资委	2016/4/2	证监会受理	长城电脑换股合并长城信息以及定增收购军工企业资产	吸收合并	横向整合	计算机、通信和其他电子设备制造业
杰赛科技	中央国有企业	2016/3/31	董事会预案	杰赛科技发行股份购买多家标的股权	发行股份购买资产	多元化战略	软件和信息技术服务业
华贸物流	国资委	2016/3/31	过户	华贸物流定增收购中特物流 100% 股权	发行股份购买资产	横向整合	装卸搬运和运输代理业
中水渔业	国资委	2016/3/25	失败	中水渔业定增+现金收购中渔环球 100% 股权	发行股份购买资产	整体上市	渔业
中钢	中央国	2016/3/22	国资委批准	中钢天源发行股份收购 4 家	发行股份购买资产	横向整合	化学原料

股票名称	控制人类型	最新披露日期	重组进度	重组事件	重组形式	重组目的	证监会行业(2012版)
天源	有企业			公司股权			和化学制品制造业
四创电子	国资委	2016/3/11	董事会预案	四创电子拟定增收购博微长安 100%股权	发行股份购买资产	多元化战略	计算机、通信和其他电子设备制造业
太阳能	中央国有企业	2016/3/10	完成	中节太阳能借壳桐君阁	发行股份购买资产	买壳上市	电力、热力生产和供应业
英特集团	国资委	2016/3/4	证监会反馈意见	英特集团定增收购英特药业 50%股权	发行股份购买资产	买壳上市	批发业
中海集运	国资委	2016/3/2	国资委批准	中海集运收购多家公司股权	增资	多元化战略	水上运输业
中国远洋	国资委	2016/3/2	国资委批准	中国远洋购买中海港口及 33 家集运公司股权	协议收购	横向整合	水上运输业
北方国际	中央国有企业	2016/3/1	董事会预案	北方国际定增收购 5 家公司标的股权	发行股份购买资产	横向整合	土木工程建筑业
紫光国芯	中央国家机关	2016/2/27	董事会预案	同方国芯收购力成科技 25% 股权和南茂科技 25% 股权	协议收购	横向整合	计算机、通信和其他电子设备制造业
紫光股份	中央国家机关	2016/2/24	失败	紫光股份拟认购 WDC15% 股权	增资	多元化战略	计算机、通信和其他电子设备制造业
彩虹股份	国资委	2016/2/19	完成	彩虹股份出售相关资产以及专利权	协议收购	资产调整	计算机、通信和其他电子设备制造业
中钨高新	中央国有企业	2016/2/2	董事会预案	中钨高新定增收购多家公司股权	发行股份购买资产	横向整合	有色金属冶炼和压延加工业

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

表 8: 2016 年地方性国企资本运作一览

股票名称	控制人类型	最新披露日期	重组进度	重组事件	重组形式	重组目的	证监会行业(2012版)
上海临港	地方国资委	2016/6/22	董事会预案	上海临港发行股份购买浦星公司 100%股权和双创公司 85%股权	发行股份购买资产	多元化战略	房地产业
宏大爆破	地方国有企业	2016/6/20	完成	宏大爆破定增收购新华都工程 100%股权和连邵建工 42.05%股权	协议收购	横向整合	开采辅助活动
*ST 煤气	地方国资委	2016/6/20	董事会预案	*ST 煤气置换及定增收购蓝焰煤层气 100%股权	发行股份购买资产	买壳上市	煤炭开采和洗选业
粤高速 A	地方国资委	2016/6/17	完成	粤高速 A 收购广珠交通 100%股权 佛开公司 25%股权和建设公司对广珠东公司的债权	发行股份购买资产	横向整合	道路运输业
渤海活塞	地方国资委	2016/6/17	股东大会通过	渤海活塞定增收购滨州发动机 100%股权和泰安启程 49%股权	发行股份购买资产	横向整合	汽车制造业
三毛派神	地方国资委	2016/6/16	股东大会通过	三毛派神收购众志芯科技 100%股权	发行股份购买资产	多元化战略	纺织业
众合科技	大学	2016/6/14	证监会受理	众合科技定增收购苏州科环 100%股权	发行股份购买资产	多元化战略	专用设备制造业
郑煤机	地方国资委	2016/6/14	股东大会通过	郑煤机定增收购 6 家汽车铸件公司	发行股份购买资产	横向整合	专用设备制造业
天山纺织	地方国资委	2016/6/14	证监会反馈意见回复	嘉林药业借壳天山纺织	发行股份购买资产	买壳上市	有色金属矿采选业
开创国际	地方国资委	2016/6/14	完成	开创国际收购西班牙 ALBO 公司 100%股权	协议收购	横向整合	渔业
*ST 百花	地方政府	2016/6/9	发审委通过	百花村资产置换及定增收购华威医药 100%股权	发行股份购买资产	买壳上市	石油加工、炼焦和核燃料加工业
三钢闽光	地方国资委	2016/6/7	完成	三钢闽光拟定增收购三钢集团资产包和三明化工土地使用权	发行股份购买资产	横向整合	黑色金属冶炼和压延加工业
云南盐化	地方国资委	2016/6/4	完成	云南盐化资产置换置出天冶化工 70%股权,黄家坪水电 52%股权,天聚化工 100%股权,普阳煤化 55%股权及其他资产	资产置换	资产调整	化学原料和化学制品制造业
新疆天业	地方国资委	2016/6/3	完成	新疆天业拟发股收购天伟化工 62.50%股权及	发行股份购买资产	横向整合	化学原料和化学制品制造业

股票名称	控制人类型	最新披露日期	重组进度	重组事件	重组形式	重组目的	证监会行业(2012版)
				其资产			
*ST江化	地方国有企业	2016/6/2	过户	江山化工定增收购浙铁大风 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	化学原料和化学制品制造业
上海物贸	地方国资委	2016/5/31	董事会预案	上海物贸出售分公司全部资产及负债	协议收购	横向整合	批发业
天药股份	地方国资委	2016/5/27	董事会预案	天药股份发行股份及支付现金购买 2 家公司股权	发行股份购买资产	横向整合	医药制造业
大同煤业	地方国资委	2016/5/26	签署转让协议	大同煤业出售国贸公司 100%股权	协议收购	资产调整	煤炭开采和洗选业
惠天热电	地方国资委	2016/5/21	失败	惠天热电收购股东供热资产	增资	整体上市	电力、热力生产和供应业
大港股份	地方国资委	2016/5/20	完成	大港股份定增收购艾科半导体 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	房地产业
七星电子	地方国有企业	2016/5/19	发审委通过	七星电子定增收购北方微电子 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	计算机、通信和其他电子设备制造业
栖霞建设	地方国有企业	2016/5/18	失败	栖霞建设发行股份收购河北银行 8.78%股权	发行股份购买资产	垂直整合	房地产业
金瑞矿业	地方国资委	2016/5/18	失败	金瑞矿业定增收购成都魔方 100%股权	发行股份购买资产	多元化战略	煤炭开采和洗选业
中基健康	地方政府	2016/5/13	失败	新中基定增收购绿瘦健康 100%股权	发行股份购买资产	业务转型	农副食品加工业
博瑞传播	地方国有企业	2016/5/10	国资委批准	博瑞传播定增收购成都小保 81.034%股权	发行股份购买资产	多元化战略	新闻和出版业
江苏国泰	地方国有企业	2016/5/7	董事会预案	江苏国泰置入 53 亿集团资产	发行股份购买资产	整体上市	批发业
百利电气	地方国资委	2016/5/4	董事会预案	百利电气收购苏州贯龙 95%股权	协议收购	横向整合	电气机械和器材制造业
*ST工新	大学	2016/5/4	证监会批准	工大高新定增收购汉柏科技 100%股权	发行股份购买资产	多元化战略	综合
哈投股份	地方国资委	2016/4/29	发审委通过	哈投股份定增收购江海证券 99.946%股权	发行股份购买资产	整体上市	电力、热力生产和供应业
*ST舜船	地方国资委	2016/4/29	董事会预案	*ST舜船定增收购 8 家公司股权	发行股份购买资产	整体上市	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
陆家嘴	地方国资委	2016/4/28	董事会预案	陆家嘴收购陆金发 100%股权	协议收购	多元化战略	房地产业
博通股份	地方政府	2016/4/23	股东大会未通过	博通股份拟定增收购南京芯传汇 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	综合
豫能	地方政府	2016/4/21	证监会	豫能控股定增收购鹤壁	发行股份购买资产	横向整合	电力、热力生产和

股票名称	控制人类型	最新披露日期	重组进度	重组事件	重组形式	重组目的	证监会行业(2012版)
控股			反馈意见	同力 97.15%股权,鹤壁丰鹤 50%股权以及华能沁北 35%股权			供应业
金瑞矿业	地方国资委	2016/4/14	国资委批准	金瑞矿业出售西海煤炭 100%股权	协议收购	资产调整	煤炭开采和洗选业
皖江物流	地方国资委	2016/4/12	过户	皖江物流发股收购淮沪煤电 50.43%股权,淮沪电力 49%股权,淮南发电 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	水上运输业
首旅酒店	地方国资委	2016/4/9	发审委通过	首旅酒店定增以及现金收购如家酒店集团 84.73%股权以及 Poly Victory 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	住宿业
中原环保	地方政府	2016/4/7	证监会批准	中原环保定增收购污水处理资产	发行股份购买资产	横向整合	水的生产和供应业
山西焦化	地方国资委	2016/4/6	董事会预案	山西焦化定增收购中煤华晋 49%股权	发行股份购买资产	财务投资	石油加工、炼焦和核燃料加工业
交大昂立	职工持股会(工会)	2016/4/6	过户	交大昂立收购泰凌医药 9.4%股权	协议收购	横向整合	医药制造业
洪城水业	地方国资委	2016/4/6	过户	洪城水业拟定增收购南昌燃气 51%股权 公用新能源 100%和二次供水公司 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	水的生产和供应业
银座股份	地方国资委	2016/3/31	股东大会未通过	银座股份收购其法人股东 18 家子公司和部分资产	发行股份购买资产	横向整合	零售业
安徽水利	地方国资委	2016/3/31	董事会预案	安徽水利吸收合并建工集团	吸收合并	横向整合	土木工程建筑业
杭钢股份	地方国资委	2016/3/29	完成	杭钢股份打造多元化资本平台	发行股份购买资产	多元化战略	黑色金属冶炼和压延加工业
太极实业	地方国资委	2016/3/24	发审委通过	太极实业 22.7 亿收购十一科技 81.74%股权	发行股份购买资产	多元化战略	计算机、通信和其他电子设备制造业
武汉控股	地方国资委	2016/3/22	董事会预案	武汉控股定增收购 7 家水务公司及相关资产	发行股份购买资产	横向整合	水的生产和供应业
浙江东方	地方国资委	2016/3/15	董事会预案	浙江东方定增收购 4 家金融服务公司	发行股份购买资产	横向整合	批发业
重庆百货	地方国资委	2016/3/11	股东大会通过	重庆百货收购五家公司 100%股权	二级市场收购(含产权交易所)	横向整合	零售业
锦江股份	地方国资委	2016/2/27	完成	锦江股份拟收购 Keystone 81.0034%股权	协议收购	横向整合	住宿业
深赛格	地方国资委	2016/2/4	董事会预案	深赛格发行股份购买 4 家公司股权	发行股份购买资产	横向整合	商务服务业

股票名称	控制人类型	最新披露日期	重组进度	重组事件	重组形式	重组目的	证监会行业(2012版)
宁波热电	地方国资委	2016/2/4	董事会预案	宁波热电定增收购多家标的公司股权	发行股份购买资产	横向整合	电力、热力生产和供应业
京城股份	地方国资委	2016/2/4	商务部批准	京城股份定增收购京城国际 100%股权	发行股份购买资产	横向整合	专用设备制造业
西部创业	地方政府	2016/2/1	完成	作价 44 亿元宁东铁路借壳*ST 广夏	发行股份购买资产	买壳上市	铁路运输业
吉林森工	地方国资委	2016/1/29	股东大会通过	吉林森工增资收购人造板集团 40.22%的股权	增资	横向整合	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业
南京港	地方国资委	2016/1/27	董事会预案	南京港定增收购龙集公司 54.71%股权	发行股份购买资产	横向整合	水上运输业
华茂股份	地方政府	2016/1/22	股东大会未通过	华茂股份收购海聆梦 80%股权和华茂进出口 100%股权	发行股份购买资产	多元化战略	纺织业
飞乐音响	地方国资委	2016/1/20	完成	飞乐音响控股照明巨头喜万年	协议收购	横向整合	电气机械和器材制造业
首钢股份	地方国资委	2016/1/19	完成	首钢股份拟收购京唐钢铁 51%股权	资产置换	横向整合	黑色金属冶炼和压延加工业
三变科技	地方政府	2016/1/19	董事会预案	三变科技拟定增收购南方银谷 100%股权	发行股份购买资产	多元化战略	电气机械和器材制造业
三元股份	地方国资委	2016/1/12	董事会预案	三元股份收购艾莱发喜 90%股权	协议收购	横向整合	食品制造业
三钢闽光	地方国资委	2016/1/9	失败	三钢闽光发行股份及支付现金收购三家标的	发行股份购买资产	横向整合	黑色金属冶炼和压延加工业
天威视讯	地方国有企业	2016/1/7	完成	天威视讯收购宜和股份 60%股权	协议收购	整体上市	电信、广播电视和卫星传输服务
城投控股	地方国资委	2016/1/7	发审委通过	城投控股换股吸收合并阳晨 B 股	吸收合并	横向整合	房地产业
浙江东日	地方国资委	2016/1/5	完成	浙江东日重大资产置换暨关联交易	资产置换	横向整合	商务服务业

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

4. 国企壳资源的筛选标准及推荐组合

结合历史上壳资源概念股的基本特征，并结合当前市场状况和监管加强的背景，我们制定了国企壳资源股的相关筛选标准评分体系。相关标准包括壳价值角度出发的衡量壳价值的筛选标准以及从国企改革资本运作角度出发的筛选标准两大类标准。

其中壳价值角度出发的衡量壳价值的筛选标准有：市值，资产负债率与总负债绝对值，控股股东持股比例，业绩情况，净资产，员工数量，两年内有无成功进行过重大资产重组，是否满足监管新规等。

国企改革资本运作角度出发的筛选标准有：属于哪一类型国企壳资源模式，所属行业及改革试点，央企或是地方性国有企业，所属区域，控股股东实力等。

4.1 壳价值角度出发的衡量壳价值的筛选标准

壳价值角度出发的衡量壳价值的筛选标准有：市值，资产负债率与总负债绝对值，控股股东持股比例，业绩情况，净资产，员工数量，两年内有无成功进行过重大资产重组，是否满足监管新规等。

- **市值：**总市值规模小是壳资源股票的重要标志，也是壳资源股票安全边际的重要来源，除非已经有明确的借壳方案或重组预期比较强烈等因素影响，否则我们认为壳资源股票市值总体而言一般围绕整体壳资源价值均值来回波动。同等条件下，我们认为总市值规模越小的壳资源股票其安全边际越高，向上弹性与向下弹性的比值更大。其背后的逻辑主要是，总市值越小的公司，同等条件下壳资源的买方需要付出的买壳成本一般来说也越低，因此对买方的实力要求比较低。借壳上市过程中，买方最主要考量的买壳因素就是借壳上市的成本，因此，总市值越小，壳公司被借壳的门槛越低，被借壳的概率越高。反之亦然。这导致壳资源类股票的总市值总体呈D现出一定的上有顶下有底的波动模式。因此，同等条件下市值越小越值得关注。
- **资产负债率与总负债绝对值：**资产负债率水平与总负债绝对值是买壳方重点关注的另一个因素。绝大多数情况下，借壳完成后，壳买方将承担原有壳公司的所有负债。在这种情况下，资产负债率或总负债绝对值水平过高，同样会导致壳买方借壳的隐性成本太高，而且可能会对借壳后的公司产生较大的持续性影响，等于让借壳方背负了一个较大的历史包袱。因此，在同等条件下，壳资源股票的资产负债率水平越低，越便于借壳，壳价值也越大。
- **控股股东持股比例：**控股股东持股比例会影响到壳资源股票的借壳成本以及国企壳资源股票的借壳重组方式。一般来说，控股股东持股比例越低，则壳买方通过较少的对价和资产注入便可以获得公司控股权，反之需要注入更多资产才能取得控股权，因此控股股东持股比例越低越有利于壳买方借壳。另外对于国企壳资源来说，我们认为控股股东持股较高的情况下，借壳倾向于混合所有制改革方向，而控股股东持股较低的情况下，卖壳约束较小，借壳重组方式比较灵活。

- **业绩情况**（业绩差，持续差或持续亏损）：业绩压力较大，特别是连年亏损是上市公司控股股东愿意卖壳的重要动力之一。因为上市公司沦为壳公司往往是经营不善，连年亏损，或效益太差股东萌生退意，或已接近退市标准，而原控股股东在固有框架下无法扭转公司业绩颓势进行保壳。因此壳资源股票往往因业绩较差，控股股东买壳动力较强，在壳资源总体供不应求的格局下，有利于促成借壳重组。当然，因持续亏损而造成壳资源股票退市，也是在当前情况下，壳资源股票投资的最大风险之一。
- **净资产**：净资产规模往往也是壳买方需要考虑的因素之一。一般来说，净资产越小，壳买方越容易处置，对借壳完成后的上市公司影响也比较小。
- **员工数量**：国企重组往往还设计及到国企员工的安置问题，这对于壳买方来说也是需要重点考虑的问题之一，如果员工的规模过于庞大那么支付给职工的安置费用也比较高，因此壳公司人员越少，一般来说壳买方这部分的负担就越小。
- **是否满足监管新规**（多种博弈思路以及一票否决）：新规中提到了三年内上市及控股股东有违法行为的，上市公司一年内有遭到交易所谴责的都不能进行借壳上市。在此背景下，如果上市公司或控股股东在一年内有违法行为或近期三个月内遭到交易所谴责，则相关标的短期完全不存在被借壳上市的可能性。而上市公司或控股股东最近一次违法行为已经超过十个季度，或最近一次遭到交易所谴责在三个季度以前，那么新规中的规定对壳公司短期内筹划资产重组借壳上市并不构成实质性障碍，如果上市公司仅仅因此而导致股价下跌，则更多是心理层面影响，可以适当关注。
- **两年内有无成功进行过重大资产重组**：两年内有无成功进行过重大资产重组也是我们需要考量的一个因素，如果两年内已经成功进行过重大资产重组，那么上市公司短期内再度启动重大资产重组借壳上市的可能性和必要性都比较低。如果两年有进行过重大资产重组，但以失败告终，这种情况下，上市公司求变心切，上市公司未来继续进行资产重组的概率比较大，因而在同等条件下，也更容易发生资产重组借壳等资本运作。

4.2 从国企改革资本运作角度出发的筛选标准

国企改革资本运作角度出发的筛选标准有：属于哪一类型国企壳资源模式，所属行业及改革试点，央企或是地方性国有企业，所属区域，控股股东实力等。

- **属于哪一类型国企壳资源模式：**国企壳模式包括大集团小公司模式下的壳公司，大集团多上市平台下的壳公司，小集团高控股壳公司，小集团低控股壳公司。而各种模式下的推荐顺序是：小集团低控股壳公司，大集团小公司模式下的壳公司，小集团高控股壳公司，大集团多上市平台下的壳公司。
- **所属行业及改革试点：**对于传统行业的国有企业壳资源而言，当前国有资本的效益往往比较差。因而，从改善经营提高国有资本效率的角度出发，国企壳资源通过重组来转型的需求还是比较强烈的。另外，目前处于供给侧改革的重点行业的国企壳资源企业，同样也有比较强烈的资本运作意愿。
- **央企还是地方性国有企业：**一般而言，地方性国企重组的灵活性要比央企的灵活性强，而央企旗下资产比较多，实力较强，体系内协调能力较强。虽然总体各有优势，但我们更看重地方性国企灵活性所带来更高的借壳速度和成功率。
- **所属区域：**资本运作比较活跃的区域，沿海地区特别是上海，广东，江苏，浙江等省的地方性国有企业，以及目前供给侧行业改革重点落实的省份如山西，河北，辽宁等地的国有企业。
- **控股股东实力：**控股股东自身实力强弱对壳公司引入资产的质量也有比较大的影响，一般而言大股东实力越强，未来为壳资源上市平台注入的资产也越优质，重组复牌后市场对新注入资产价值的正面重估也就越高。

5. 国企壳资源标的推荐

5.1 国企壳资源股票池筛选

综合国企改革进程和公司运作模式，结合公司基本面情况和资本运作意愿推测，我们选定了 119 只股票作为初始筛选的国企壳资源股票池。我们结合量化和非量化两个角度对该股票池进行两轮筛选，以得出最终的投资组合。

表 9: 国企壳资源待选股票池

国企壳资源待选股票池					
*ST 兴化	大庆华科	西昌电力	两面针	永安林业	鲁抗医药
林海股份	中钢天源	祥龙电业	桂林旅游	四川美丰	安凯客车
柳化股份	长春一东	同达创业	明星电力	珠海港	佳电股份
昌九生化	大连热电	神马股份	郴电国际	高新发展	西部材料
*ST 昆机	福建水泥	香梨股份	国风塑业	山西三维	三钢闽光
国统股份	丰乐种业	*ST 舜船	广济药业	安源煤业	中闽能源
上海三毛	贵绳股份	襄阳轴承	金健米业	三变科技	天药股份
龙建股份	西安旅游	双环科技	瑞泰科技	三毛派神	天润乳业
华纺股份	南纺股份	湖南海利	黔轮胎 A	太龙药业	凌钢股份
*ST 南化	博通股份	龙洲股份	华升股份	青岛双星	*ST 常林
大连圣亚	*ST 江化	安纳达	天科股份	湘潭电化	新疆天业
亚星客车	恒丰纸业	第一医药	海螺型材	时代万恒	深物业 A
江西长运	弘业股份	滨海能源	东北制药	通产丽星	新钢股份
标准股份	*ST 天利	开开实业	金瑞矿业	北矿磁材	贵研铂业
雷鸣科化	京能置业	西安饮食	*ST 百花	金岭矿业	S 前锋
*ST 沧大	太化股份	山东章鼓	红星发展	民丰特纸	风华高科
江苏索普	鲁北化工	天津普林	敦煌种业	天桥起重	重庆钢铁
南风化工	联环药业	沙河股份	美菱电器	南天信息	氯碱化工
京城股份	汉商集团	津劝业	山西焦化	*ST 川化	七星电子
钱江生化	曲江文旅	正虹科技	银座股份	天原集团	

资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

如上文所述，我们的量化筛选标准大致如下。由量化打分初步筛选出符合要求的国企壳资源公司，再将得分高者通过非量化指标二次筛选，得到最终的推荐组合。

表 10: 筛选标准（量化部分）

评分标准	标准占比	标准细则						
市值	30%	35 亿以下	35 亿-50 亿	50 亿-80 亿	80 亿以上			
		30 分	20 分	10 分	0 分			
资产负债率	15%	0-10%	10%-20%	20%-30%	30%-50%	50%-80%	80%以上	
		15 分	12 分	9 分	6 分	3 分	0 分	
业绩情况 (EPS)	15%	小于-1	- 1 至-0.5	- 0.5 至 0	0 至 0.1	0.1 至 0.5	0.5 至 1	1 以上
		0 分	4 分	8 分	15 分	8 分	4 分	0 分
净资产	10%	小于-5 亿	- 5 亿- 0 亿	0-5 亿	5 亿-10 亿	10 亿-20 亿	20 亿以上	
		0 分	5 分	10 分	6 分	3 分	0 分	
员工数量	10%	100 人以下	100-500 人	500-1000 人	1000-5000 人	2000-5000 人	5000 人以上	
		10 分	8 分	6 分	4 分	2 分	0 分	
央企 or 地方 国企	10%	地方国企	央企					
		10 分	5 分					
地域	10%	发达	欠发达					
		10 分	6 分					
总负债	一票否决	不超过 10 亿	超过 10 亿					
		留	弃					
是否满足监 管新规	一票否决	符合	不符合					
		留	弃					

资料来源：长城证券研究所整理

经过第一轮对市值、资产负债率、EPS、净资产、员工数量、央企或地方国企、所处地域的量化打分，我们得出量化筛选结果总分 70 分以上的股票池，剔除总负债超过 10 亿以及不满足监管新规的一票否决标的之后，一共 30 只股票作为第二轮非量化筛选的股票池。

表 11：量化筛选结果（选取总分 70 分以上）

证券简称	总市值评分	资产负债率 评分	净资产评分 分	EPS 评分	央企 or 地 方国企评分	地域评分	员工数评分	总分
香梨股份	30	15	10	15	5	6	10	91
祥龙电业	30	3	10	15	10	10	10	88
林海股份	30	12	10	15	5	10	6	88
江苏索普	30	12	10	8	10	10	6	86
正虹科技	30	9	10	15	10	6	4	84
中钢天源	30	12	6	15	5	10	6	84
钱江生化	30	6	6	15	10	10	6	83
鲁北化工	30	9	3	15	10	10	6	83
博通股份	30	3	10	15	10	6	6	80
西安旅游	30	9	6	15	10	6	4	80
同达创业	30	6	10	8	5	10	10	79
汉商集团	30	3	6	15	10	10	4	78
长春一东	30	6	10	15	5	6	6	78
联环药业	30	9	6	8	10	10	4	77
滨海能源	20	3	10	15	10	10	8	76
大连圣亚	30	6	10	8	10	6	6	76
大连热电	30	3	6	15	10	6	6	76
昌九生化	30	3	10	8	10	6	8	75
京城股份	30	6	6	8	10	10	4	74
大庆华科	30	9	10	8	5	6	6	74
丰乐种业	30	9	3	8	10	10	4	74
*ST 南化	30	3	10	8	10	6	6	73
安纳达	30	3	10	4	10	10	6	73
雷鸣科化	30	9	3	8	10	10	2	72
贵绳股份	30	6	3	15	10	6	2	72
通产丽星	20	12	3	15	10	10	2	72
金岭矿业	20	15	0	15	10	10	2	72
开开实业	20	6	6	15	10	10	4	71
国风塑业	20	9	3	15	10	10	4	71
*ST 兴化	30	6	6	8	10	6	4	70

资料来源：Wind，长城证券研究所整理

5.2 推荐的国企壳资源组合

通过对一轮股票池中的股票逐一通过非量化指标，即控股股东持股比例、两年内重大资产重组情况、属于的国企壳资源资本模式、所属行业及改革试点、控股股东实力五个因素进行二轮筛选之后，我们按顺序得出以下 17 只股票作为推荐的投资组合，其中 4 只已经停牌。

表 12: 最终筛选组合

证券简称	总市值 (亿元)	资产负债 率(%)	每股净资 产 BPS (元)	净资产 (亿元)	EPS (元)	总负债 (亿元)	员工 总数	央企 or 地方国企	省份
香梨股份	33.20	7.46	1.85	2.73	0.02	0.1589	57	中央国家机关	新疆
林海股份	25.42	18.64	2.16	4.74	0.01	1.2816	536	国资委	江苏
江苏索普	29.75	19.10	1.37	4.19	-0.07	1.3988	552	地方国资委	江苏
正虹科技	34.93	26.68	1.66	4.43	0.02	2.4647	1570	地方政府	湖南
中钢天源	30.01	15.14	2.57	5.13	0.08	0.7362	750	中央国有企业	安徽
钱江生化	29.54	44.38	1.95	5.86	0.09	4.4323	583	地方政府	浙江
鲁北化工	31.45	22.06	3.02	10.61	0.08	3.1062	869	地方国资委	山东
博通股份	30.69	73.11	2.09	1.31	0.05	4.753	688	地方政府	陕西
西安旅游	30.42	28.07	3.29	7.79	0.05	4.3739	1050	地方国资委	陕西
大连热电	30.18	51.01	1.98	8.01	0.03	6.396	863	地方国资委	辽宁
安纳达	34.55	51.12	2.07	4.46	-0.62	5.1949	715	地方国资委	安徽
汉商集团	31.49	58.41	3.28	5.73	0.06	9.4535	1424	地方国资委	湖北
大庆华科	31.31	20.64	3.73	4.84	-0.13	1.2795	684	国资委	黑龙江
同达创业	33.59	43.33	1.95	2.72	0.49	2.2611	67	中央国家机关	上海
丰乐种业	31.44	26.88	4.60	13.75	0.10	4.8947	1243	地方国资委	安徽
长春一东	30.95	49.84	2.56	3.63	0.01	3.9553	944	国资委	吉林
联环药业	32.75	22.55	4.66	7.87	0.30	2.0517	1260	地方国资委	江苏

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

*注: 标红股票已经停牌。

6. 风险提示

国企改革推进不及预期; 壳资源监管政策超预期, 市场风险偏好下降; 重组、保壳失败退市; 系统性风险。

研究员介绍及承诺

汪毅：金融学硕士，6年证券研究经验，曾任职联合证券、国金证券研究所高级分析师，11年宏观研究新财富最佳分析师入围（团队）。2012年加入长城证券，任首席宏观研究员、宏观策略部经理。擅长产业经济、货币政策等方向。

彭益：经济学博士，2012年加入长城证券，任策略研究员。

李焯：金融学硕士，2016年加入长城证券，任策略研究员。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujil@cgws.com
王一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海民生路1399号太平大厦3楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cgws.com>