

中信证券研究部

核心观点



陈聪
基础设施和现代服务产业首席分析师
S1010510120047



孙明新
基础材料和工程服务行业首席分析师
S1010519090001



李想
公用环保行业首席分析师
S1010515080002



扈世民
物流和出行服务行业首席分析师
S1010519040004

基础设施和现代服务产业

评级 **强于大市 (维持)**

国企三年改革，通过引入战略投资者，推进专业化平台打造，建立现代企业制度，实施市场化激励，极大提升了国有企业的经营活力。当前的信用融资环境也相对有利于国有企业发展，我们看好基础设施和现代服务领域，国有企业的进一步成长。

■ **基础设施和现代服务产业，央国企扮演主要角色。**按 2022 年上半年，上市国企占整个产业上市公司数量的 47%，收入的 78%，归母净利润的 86%和 2021 年全年年度现金分红的 75%。其中，央企占整个产业公司数量的 18%，收入的 57%，归母净利润的 63%和年度现金分红的 48%。

■ **国企三年改革收官，央国企竞争力显著提升。**2022 年是国企改革的收官之年，根据人民日报的统计，截止 2022 年 9 月初，各中央企业和各地改革工作台账完成率均超过 98%。回头看，中国特色现代企业制度更加成熟定型、关于经营管理的制度改革扎实推进、专业化整合稳步推进、上市公司改革取得成绩。综合来看，融资信用环境等因素对国有企业有利，国有企业从治理到经营能力显著提升，预计这将推动未来国企市场份额的提升和盈利能力的进步。

■ **专业化整合积极开展，国有资本配置效率提升，头部企业向世界一流迈进。**专业化整合在同一央企集团内部，央企之间，央地之间等不同层次，推动上市企业发挥产业链中的核心专业优势，并压减非主业，非优势的领域，清理低效和无效的资产。三年来，中材国际、中国电建、中材科技、北新建材、宁夏建材、天山股份、中国国航、国电电力、华电福新、光大环境、武汉控股、菲达环保等上市公司，受益于央国企集团的内部专业化平台整合，巩固了竞争优势。中国中铁、北方国际、洛阳玻璃、国检集团、祁连山、招商积余、广宇发展等公司，则受益于不同央国企集团之间的强强结合。更有一批央国企清退非主业资产，提升运营效率和专业程度。

■ **积极引入战略投资者，建立现代企业制度。**国资委在巩固深化国企改革三年行动补短板强弱项专题推进会上表示，未来要大力推动国有股东持股比例高于 50%的上市公司，引入持股 5%以上的股东积极参与公司治理，并鼓励央企之间、央地之间通过认购股份、换股等方式完善公司治理。过去几年，保利发展、中国金茂、怡亚通、中铁工业、中国铁建、北新建材、中核汇能、瀚蓝环境等公司纷纷引入战略投资者，优化了股权结构。展望未来，建筑上市央企持股比例较高，存在持续资金需求，预计引入战略投资者意愿较强，公用事业龙头对资金规模的要求较高，且关乎国计民生，在历史上多已经实现国资绝对控股和相对持股主体的多元化。房地产开发融资受限，物流和出行服务目前阶段引入战投可能存在定价难题，预计短期看相关案例不多。

■ **建立市场化经营机制，激励取得明显突破。**根据我们的不完全统计，产业内部有 39 家重点国有控股的上市公司落地了股权激励，股权激励的行权条件往往是相对行业平均水平，ROE 和收入增长率较优。大多数上市公司的董事会中有非第一大股东提名的董事，加上独立董事，国企上市公司治理水平进一步提高。

■ **风险提示：**部分业务领域受到疫情反复影响，面临需求回落压力的风险。部分国有企业运营效率有待提升的风险。

■ **顺应内外部机遇，精选国标的。**当前融资环境对于央国企较为有利，国企三年改革又极大提升了国有企业的内在竞争力。我们相信，在绝大多数细分领域，国企的市场份额将继续提升，盈利能力将继续相对改善。我们推荐三峡能源、国投电力、瀚蓝环境、保利发展、招商积余、中国建筑、中国建材、华贸物流、南

方航空和中远海能。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
三峡能源	5.82	0.28	0.29	0.37	0.47	20.8	20.1	15.7	12.4	买入
国投电力	10.29	0.33	0.72	0.85	1.02	31.2	14.3	12.1	10.1	买入
瀚蓝环境	19.41	1.43	1.47	1.90	2.18	13.6	13.2	10.2	8.9	买入
保利发展	15.70	2.29	2.29	2.63	3.09	6.9	6.9	6.0	5.1	买入
招商积余	14.44	0.48	0.61	0.79	1.03	30.1	23.7	18.3	14.0	买入
华贸物流	11.31	0.64	0.73	0.88	1.10	17.7	15.5	12.9	10.3	买入
南方航空	6.75	(0.70)	(0.72)	0.32	0.72	-9.6	-9.4	21.1	9.4	买入
中远海能	17.77	(1.04)	0.28	0.87	1.18	-17.1	63.5	20.4	15.1	买入
中国建筑	4.92	1.23	1.34	1.47	1.62	4.0	3.7	3.3	3.0	买入
中国建材	5.24	1.92	1.93	2.33	2.76	2.3	2.4	2.0	1.6	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测注：股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

目录

国企三年改革时间线	5
什么是国企三年改革?	5
回头看, 国企改革成果显著	5
专业化平台打造	10
同一集团内部的整合	10
不同央企之间的整合	12
清退“两非”(非主业、非优势)	15
潜在整合资源	18
战略投资者引入	18
历史上融资和引入战投的情况	18
未来引入战投的可能情况	19
市场化机制建立	25
各行业代表性央企的激励措施	25
主要央企的董事会和管理层履职情况	28
风险提示	30
顺应内外部机遇, 精选国标的	30
保利发展	33
招商积余	34
中国建筑	34
中国建材	35
华贸物流	37
南方航空	38
中远海能	39
附录	40
附表一: 央企与基础设施和现代服务产业相关的板块布局	40
附表二: 各行业典型央企激励方案	46

插图目录

图 1: 各板块央国企企业个数占比	6
图 2: 各板块央国企收入占比 (1H22)	6
图 3: 各板块央国企利润占比 (1H22)	7
图 4: 各板块央国企分红占比 (2021)	7

表格目录

表 1: 国企三年改革的目标和重点任务	5
表 2: 基础设施和现代服务产业中央国企份额占比	6
表 3: 地产开发及物业管理领域央国企占比	7
表 4: 建筑建材领域央国企占比	8
表 5: 物流和出行服务领域央国企占比	9
表 6: 公用事业和环保领域央国企占比	10
表 7: 开发领域同一集团内部的整合案例	11
表 8: 建筑建材领域同一集团内部的整合案例	11
表 9: 公用事业和环保领域同一集团内部的整合案例	12
表 10: 建筑建材领域不同集团之间的整合案例	13
表 11: 物流和出行服务领域不同集团之间的整合	13
表 12: 公用事业和环保领域不同集团之间的整合案例	14
表 13: 开发及物业领域不同集团之间的整合案例	14
表 14: 开发及物业领域清退两非业务的案例	15
表 15: 建筑清退两非业务的案例	15
表 16: 物流和出行服务领域清退两非业务的案例	17
表 17: 公用事业和环保领域清退两非业务的案例	17
表 18: 历史上融资和引入战投的情况	19
表 19: 地产开发及物业管理领域国有股东参股情况	20
表 20: 建筑行业央企国有股东参股情况	21
表 21: 涉房企业融资政策放开相关企业梳理	23
表 22: 公用事业和环保公司国有股东参股情况	24
表 23: 开发行业股权激励实施情况	26
表 24: 物流和出行服务领域股权激励实施情况	26
表 25: 建筑建材行业央企股权激励实施情况	27
表 26: 公用事业和环保行业股权激励实施情况	27
表 27: 基础设施和现代服务产业各重点企业董事会架构	28
表 28: 央企与基础设施和现代服务产业相关的板块布局	40
表 29: 保利发展股权激励详情	46
表 30: 招商蛇口股权激励详情	46
表 31: 央企物管公司股权激励详情	46
表 32: 中远海控股权激励详情	47
表 33: 中国建材集团国企改革激励工具箱—五大类八大工具	47
表 34: 湖北能源股权激励详情	47
表 35: 央企公用事业和环保公司股权激励详情	48

■ 国企三年改革时间线

什么是国企三年改革？

国有企业改革三年行动是 2010-2022 年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的施工图，是可衡量、可考核、可检验、要办事的。

表 1：国企三年改革的目标和重点任务

目标	八个方面的重点任务
成为有核心竞争力的市场主体	完善中国特色现代企业制度
在创新引领方面发挥更大作用	国有资本布局优化和结构调整
提升产业链水平尚发挥引领作用	积极稳妥推进混合所有制改革
保障社会民生和应对重大挑战	激发国有企业的活力
维护国家经济安全发挥基础性作用	形成以管资本为主的国有资产监管体系
	公平参与市场竞争
	推动一系列改革专项行动落地
	加强国有企业党的领导和党的建设

资料来源：国资委《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，中信证券研究部

回头看，国企改革成果显著

2022 年是国企改革的收官之年，根据人民日报的统计，截止 2022 年 9 月初，各中央企业和各地改革工作台账完成率均超过 98%。人民日报重点回顾了以下几个方面的内容。

中国特色现代企业制度更加成熟定型：

这主要包括央企集团层面全面完成党建入章，绝大多数企业制定了党委（党组）前置研究讨论重大经营管理事项。这里也指专职董事履职指引制度等，发挥董事会“定战略、作决策、防风险”的作用。

关于经营管理的制度改革扎实推进：

这里主要指经理层成员任期制契约化管理；市场化用工制度，即岗位合同管理和全员绩效考核；企业人均工资增降差达到一定程度，年度薪酬和绩效年薪的最高最低倍比达到一定水平。

专业化整合稳步推进：

这里主要指在不同央企之间或企业集团内部，进行专业化整合。未来的主要任务，则是进一步挖掘央企之间、央地之间、跨企业、跨层级、跨区域的整合等工作，努力培育世界一流企业和专精特新企业。

上市公司改革：

取得的成绩主要是平台整合，提高资产证券化率，发挥资本市场的积极作用。下一步的主要工作，则包括大力推动国有股东持股比例高于 50% 的上市公司引入持股 5% 以上的积极股东参与公司治理；鼓励央企之间、央地之间通过认购股份、换股等多种方式作为积极股东参与完善公司治理。加大对上市公司授权放权力度等内容。

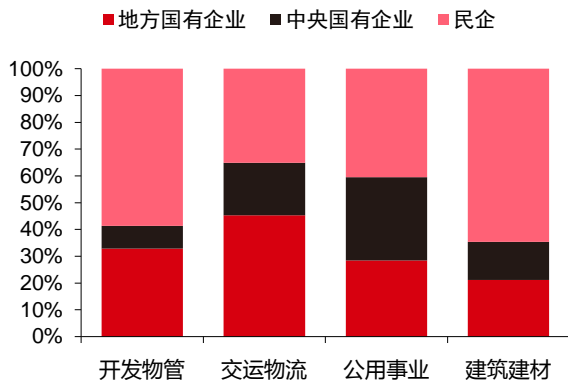
基础设施和现代服务产业是央国企重点开展经营的业务领域，央企的整体占比较高。根据人民日报的统计，目前，央企控股境内上市公司，贡献全市场 37.1% 的营业收入，31% 的净利润和 23.3% 的现金分红。我们统计，在包括基础材料和工程服务、房地产开发和物业管理、出行服务和物流、公用事业和环保等细分领域的产业集群中，央国企以 47% 的企业占比，贡献了 2022 年上半年 78% 的营收、86% 的净利润和 2021 年全年 75% 的现金分红，其中央企以 18% 的企业占比，贡献了 2022 年上半年 57% 的营业收入，63% 的净利润和 2021 年全年 48% 的现金分红。我们认为，随着国企改革的进一步深化，相关产业的供给侧改革进一步展开，央企能够进一步发挥引领作用，其市场份额可能进一步提升。

表 2：基础设施和现代服务产业中央国企份额占比

结构	企业个数	企业个数	营业收入（1H22）	归母净利润（1H22）	年度累计分红总额（2021）
国企	782	47%	78%	86%	75%
地方国有企业	370	30%	21%	23%	27%
中央国有企业	231	18%	57%	63%	48%
民企	139	53%	22%	14%	25%

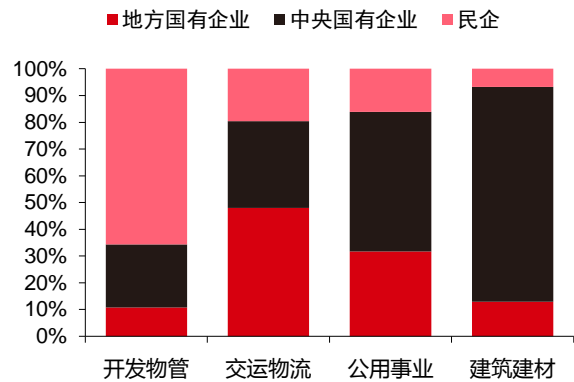
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 1：各板块央国企企业个数占比



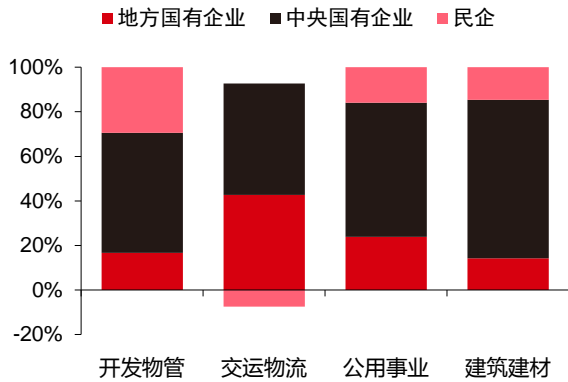
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：各板块央国企收入占比（1H22）



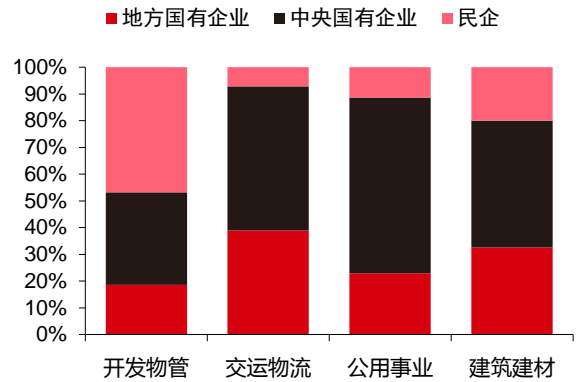
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：各板块央企利润占比（1H22）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：各板块央企分红占比（2021）



资料来源：Wind，中信证券研究部

在开发商领域上市公司中（A 股和内房股，含住宅和非住开发），我们统计了合计 140 家企业，其中有央国企 71 家（央企 13 家，地方国企 58 家），其他企业（含民企、混合所有制企业）69 家。

按 2022 年上半年营业收入（下文同理）算，国企营收占比达到 35%（央企 24%，地方国企 11%）。按净利润算，国企占比达到 77%（央企 59%，地方国企 18%）。地方国企主要在园区领域发力，如果剔除园区等非住宅开发和运营，仅看住宅物业开发，按收入算中央企业占 24%，地方国企占 9%，按净利润算央企占 67%，地方国企占 8%。也就是说，在 2022 年上半年，在 108 家主营为住宅开发的上市企业中有将近七成的利润由 10 家央企贡献。相比于人民日报所统计的全行业数字，开发领域央企在盈利能力方面，好于其他领域的平均水平。

从分红的角度，央国企 2021 年（下文同理）分红占开发领域上市公司的 55%。若只看住宅物业开发企业，则占到了 51%，其中央企占 39%，地方国企占 12%。

在物业管理行业，央国企依然占据重要的份额，在 58 家上市物管企业中，央国企有 11 家，占 19%，并分别占据 23%、26%和 21%的营收、净利和分红份额。我们相信，在物管领域央企的优势也将进一步引领其市占向上提升。

表 3：地产开发及物业管理领域央国企占比

企业分类	企业个数	企业占比	营业收入结构（1H22）	归母净利润结构（1H22）	年度累计分红总额结构（2021）
(1) 住宅物业开发	108	100%	100%	100%	100%
国企	49	45%	33%	75%	51%
地方国有企业	39	36%	9%	8%	12%
中央国有企业	10	9%	24%	67%	39%
民企	59	55%	67%	25%	49%
(2) 非住宅物业开发和运营	32	100%	100%	100%	100%
国企	22	69%	78%	92%	92%
地方国有企业	19	59%	57%	95%	83%
中央国有企业	3	9%	21%	-2%	8%
民企	10	31%	22%	8%	8%

企业分类	企业个数	企业占比	营业收入结构 (1H22)	归母净利结构 (1H22)	年度累计分红总额结构(2021)
(1) + (2)	140	100%	100%	100%	100%
国企	71	51%	35%	77%	55%
地方国有企业	58	41%	11%	18%	20%
中央国有企业	13	9%	24%	59%	36%
民企	69	49%	65%	23%	45%
(3) 物业管理	58	100%	100%	100%	100%
国企	11	19%	23%	26%	21%
地方国有企业	7	12%	4%	5%	4%
中央国有企业	4	7%	19%	21%	17%
民企	47	81%	77%	74%	79%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

在建筑领域, 我们统计了 168 家企业的数, 其中央国企 68 家, 数量占比为 40%, 其中地方国有企业占比为 26%, 中央国有企业占比为 14%。虽然央国企占比未过半, 但是在收入端等占比亮眼。营业收入结构部分, 央国企占比 97%, 归母净利结构中央国企占比 94%, 年度累计分红总额结构中央国企占比 92%。

在建材领域, 我们统计了 107 家企业的数, 其中央国企 29 家, 数量占比为 27%, 其中地方国有企业占比为 13%, 中央国有企业占比为 14%。营业收入结构部分, 央国企占比 68%, 归母净利结构中央国企占比 66%, 年度累计分红总额结构中央国企占比 67%。

表 4: 建筑建材领域央国企占比

企业分类	企业个数	企业占比	营业收入结构 (1H22)	归母净利结构 (1H22)	年度累计分红总额结构(2021)
(1) 建筑领域	168	100%	100%	100%	100%
国企	68	40%	97%	94%	92%
地方国有企业	44	26%	11%	9%	20%
中央国有企业	24	14%	85%	86%	71%
民企	100	60%	3%	6%	8%
(2) 建材领域	106	100%	100%	100%	100%
国企	29	27%	68%	66%	67%
地方国有企业	14	13%	25%	27%	46%
中央国有企业	15	14%	43%	39%	21%
民企	77	73%	32%	34%	33%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

在物流和出行服务领域, 我们一共统计了 117 家上市公司, 并将其主要分为四个板块, 分别为公路铁路、航空机场、航运港口和物流。

在公路铁路上市公司中, 我们统计了合计 30 家企业, 全部为央国企, 一共 30 家 (央企 5 家, 地方国企 25 家)。按 2022 年上半年营业收入算, 公路铁路的央国企中, 央企占 57%, 地方国企 43%。按净利润算, 央企占 43%, 地方国企 57%。从分红的角度, 央企占 53%, 地方国企占 47%。

在航空机场上市公司中, 我们统计了合计 12 家企业, 其中央国企 8 家 (央企 4 家, 地方国企 4 家)。按 2022 年上半年营业收入算, 国企占比达到 83% (央企 78%, 地方国企 5%)。按净利润算, 国企占比达到 75% (央企 72%, 地方国企 3%)。也就是说, 在 2022 年上半年, 在 12 家航空机场的上市企业中, 央国企占 2022 年上半年四分之三的净利润亏损。料主要受疫情影响, 出行板块中的航空机场整体亏损幅度较大。预计随着疫情逐步收

到控制，航空机场将逐步修复利润。从分红的角度，央国企 2021 年分红占航空机场上市公司的 100%，其中央企占 37%，地方国企占 63%。

在航运港口上市公司中，我们统计了合计 31 家企业，其中国企 26 家（央企 10 家，地方国企 16 家）。按 2022 年上半年营业收入算，国企占比达到 99%（央企 78%，地方国企 21%）。按净利润算，国企占比达到 99%（央企 79%，地方国企 20%）。从分红的角度，央国企 2021 年分红占航运港口上市公司的 99%，其中央企占 64%，地方国企占 35%。根据中远海控的 2022-2024 年股东分红回报规划，我们预计 2022 年中远海控分红比例增加，从而带动央企航运港口企业在 2022 年分红比例进一步提升。

在物流上市公司中，我们统计了合计 44 家企业，其中国企 12 家（央企 4 家，地方国企 8 家）。按 2022 年上半年营业收入算，国企占比达到 70%（央企 6%，地方国企 64%）。按净利润算，国企占比达到 42%（央企 18%，地方国企 24%）。从分红的角度，央国企 2021 年分红占物流上市公司的 53%，其中央企占 19%，地方国企占 33%。

表 5：物流和出行服务领域央国企占比

企业分类	企业个数	企业占比	营业收入结构（1H22）	归母净利润结构（1H22）	年度累计分红总额结构（2021）
(1) 公路铁路	30	100%	100%	100%	100%
国企	30	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
地方国有企业	25	83.3%	43.4%	56.7%	46.9%
中央国有企业	5	16.7%	56.6%	43.3%	53.1%
(2) 航空机场	12	100%	100%	100%	100%
国企	8	66.7%	82.7%	75.4%	100.0%
地方国有企业	4	33.3%	4.7%	3.5%	62.7%
中央国有企业	4	33.3%	77.9%	72.0%	37.3%
民企	4	33.3%	17.3%	24.6%	0.0%
(3) 航运港口	31	100%	100%	100%	100%
国企	26	83.9%	99.5%	99.6%	99.7%
地方国有企业	16	51.6%	21.0%	20.6%	35.0%
中央国有企业	10	32.3%	78.5%	79.0%	64.6%
民企	5	16.1%	0.5%	0.4%	0.3%
(4) 物流	44	100%	100%	100%	100%
国企	12	27.3%	70.4%	42.2%	52.7%
地方国有企业	8	18.2%	63.8%	24.4%	33.3%
中央国有企业	4	9.1%	6.5%	17.8%	19.4%
民企	32	72.7%	29.6%	57.8%	47.3%

资料来源：Wind，中信证券研究部

在公用事业和环保领域上市公司中，我们统计了合计 193 家企业，其中有央国企 115 家（央企 60 家，地方国企 55 家），其他企业（含民企、混合所有制企业）78 家。

按 2022 年上半年营业收入算，国企占比达到 84%（央企 52%，地方国企 32%）。按净利润算，国企占比达到 84%（央企 60%，地方国企 24%）。分行业来看，公用事业行业中，2022 年上半年国企营业收入占比达到 88%，（央企 56%，地方国企 31%）。按净利润算，国企占比达到 92%（央企 77%，地方国企 15%）；环保行业中，2022 年上半年国企营业收入占比达到 64%（央企 29%，地方国企 35%）。按净利润算，国企占比达到 65%（央企 18%，地方国企 46%）。

从分红的角度，央国企 2021 年分红占公用事业和环保领域上市公司的 89%。分行业

来看，公用事业行业中，2022 年上半年国企分红金额占比达到 93%（央企 77%，地方国企 16%）。环保行业中，2022 年上半年国企分红金额占比达到 74%（央企 29%，地方国企 45%）。

表 6：公用事业和环保领域央企占比

企业分类	企业个数	企业占比	营业收入结构 (1H22)	归母净利润结构 (1H22)	年度累计分红总额结构 (2021)
(1) 公用事业	88	100%	100%	100%	100%
国企	70	80%	88%	92%	93%
地方国有企业	26	30%	31%	15%	16%
中央国有企业	44	50%	56%	77%	77%
民企	18	20%	12%	8%	7%
(2) 环保	105	100%	100%	100%	100%
国企	45	43%	64%	65%	74%
地方国有企业	29	28%	35%	46%	45%
中央国有企业	16	15%	29%	18%	29%
民企	60	57%	36%	35%	26%
(1) + (2)	193	100%	100%	100%	100%
国企	115	60%	84%	84%	89%
地方国有企业	55	28%	32%	24%	23%
中央国有企业	60	31%	52%	60%	66%
民企	78	40%	16%	16%	11%

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 专业化平台打造

三年行动中，国资央企聚焦服务国家战略、推动国有经济布局结构优化、促进经济高质量发展，着力提升国有资本配置效率，实施了一批专业化整合项目。

2022 年 9 月，国务院国资委副主任翁杰明在中央企业深化专业化整合工作推进会上表示，下一步，要持续推进专业化整合相关工作，努力在培育世界一流企业和专精特新企业上迈出新步伐。

主要任务包括：一是挖掘央企之间、央地之间跨企业、跨层级、跨区域的整合空间，强化整合后的深度融合，提升专业化整合的力度广度深度。二是充分发挥原创技术策源地、现代产业链链长作用，为构建新发展格局作出更大贡献。三是压减工作要更加精准有力，对现有计划和清单再梳理、再谋划，做到法人户数增长与企业协调同步、总量平衡。四是抓好清退“两非”（非主业、非优势）“两资”（低效资产、无效资产）扫尾工作，做好“回头看”，巩固成果，对尚未完成的任务要挂牌督战，确保按期完成。

同一集团内部的整合

地产领域在同一集团内部的整合有利于集团类似业务板块之间取长补短，最优化配置资源，也能够有效减轻同业竞争的问题。在开发领域，主要是一些集团子板块需要剥离剩余地产业务，或是两个板块地产业务定位分工不明晰、存在低效竞争，因而将全部地产业务整合进同一平台。在物业领域，发生案例如招商积余增资汇勤物业（招商银行物业管理公司），是招商局集团内部后勤服务社会化的整合。在一些央企大型集团内部，一些资源

或通过合同的方式，或通过股权转让的方式，都正在实现后勤服务向专业平台公司集中。

表 7：开发领域同一集团内部的整合案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2022/6/16	物业服务	招商积余	深圳汇勤	2021 年 12 月，招商局积余产业运营服务股份有限公司与深圳市金尊投资发展有限公司、深圳市汇勤物业管理有限公司签署了《深圳市汇勤物业管理有限公司之增资协议》《深圳市汇勤物业管理有限公司之股东协议》，公司拟支付现金对金尊公司全资子公司深圳汇勤增资，本次增资完成后，公司将持有深圳汇勤 65% 股权，金尊公司持有深圳汇勤 35% 股权。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

建筑建材领域同一集团内部的整合主要为了减轻同业竞争，进一步增强在细分领域竞争力与上下游谈判能力，同时优化资源配置、提升效率、节约成本，也为下一步的人员激励做好准备。例如天山股份采用发行股份及支付现金方式，将中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥资产置入，整合进上市公司平台，一方面有利于不同水泥公司在区域间的进一步协同，另一方面也有利于公司的统一管理，可以实现原燃料等的集中采购，节省采购成本。

表 8：建筑建材领域同一集团内部的整合案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2019/1/8	建筑	中国中铁	中铁二局、 中铁三局、 中铁五局、 中铁八局	2019 年 5 月 29 日，证监会核准公司发行股份购买中国国新控股有限责任公司等 9 名交易对方所持中铁二局集团有限公司 25.32% 的股权、中铁三局集团有限公司 29.38% 的股权、中铁五局集团有限公司 26.98% 的股权、中铁八局集团有限公司 23.81% 的股权。
2020/10/30	建筑	中材国际	北京凯盛、 南京凯盛、 中材矿山	公司向建材国际工程、建材研究总院发行股份购买其持有的北京凯盛 100.00% 股权。向建材国际工程、冯建华等 49 名自然人支付现金购买其持有的南京凯盛 98.00% 股权。向中国建材发行股份购买其持有的中材矿山的 100.00% 股权。
2022/8/26	建筑	中材国际	合肥水泥研究设计院有限公司	公司拟以发行股份及支付现金的方式购买中国建筑材料科学研究总院有限公司持有的合肥水泥研究设计院有限公司 100% 股权。
2021/3/5	建材	中材科技	中材金晶玻纤有限公司	公司之全资子公司泰山玻璃纤维有限公司以现金 1.69 亿元合计收购中材金晶玻纤有限公司 100% 股权，收购中材金晶可实现泰山玻纤产能快速提升至 110 万吨。 相比新建产线，收购高标准的在产产能，在同等投资额的情况下有利于抢抓 2021 年玻璃纤维高价位市场周期，快速实现盈利，实现资金提早回笼，投资效益效率高。同时，收购中材金晶将使泰山玻纤产能布局范围进一步扩大，生产线覆盖范围充分辐射胶东半岛及华北区域，使产能布局、销售物流布局进一步趋于合理。
2020/12/31	建材	北新建材	中建材苏州防水研究院有限公司	北新集团建材股份有限公司于 2020 年 12 月 30 日与中建材资产管理有限公司在北京市签署了《关于中建材苏州防水研究院有限公司的股权转让协议》，约定公司以 6921.32 万元的价格受让中建材苏州防水研究院有限公司 100% 股权。 苏州防水院是中国建筑防水行业中唯一的专业科研服务机构，本次交易的目的是进一步完善公司防水业务产业链，加强产研结合，从技术研发和装备方面提升公司防水业务竞争力。公司规划在十四五期间通过全球招标和自主创新相结合的方式建设 30 个防水材料产业基地。
2022/9/30	建材	宁夏建材	中建材信息技术股份有限公司	公司拟通过向中建材信息技术股份有限公司全体股东发行股份方式换股吸收合并中建信息并募集配套资金，同时新疆天山水泥股份有限公司拟以现金增资方式取得宁夏建材下属水泥等相关业务子公司控股股权及其持有的水泥等相关业务涉及的商标等资产。
2022/2/24	建材	天山股份	中国联合水泥集团有限公司、南方水泥有限公司	公司采用发行股份及支付现金的方式，向中国建材等 26 名交易对方购买中联水泥 100% 股权、南方水泥 99.9274% 股权、西南水泥 95.7166% 股权及中材水泥 100% 股权等资产。标的资产总对价为 981.42 亿元，其中 941.71 亿元对价由上市公司以发行股份的形式支付，39.71 亿元对价以现金形式支付

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
			司、西南水泥有限公司、中材水泥有限责任公司	

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

物流和出行服务领域在同一集团内部的整合主要集中于航空板块，航空业刚性支出占比较大，人工、飞机保修、停场费、购买或租赁飞机的款项等费用不断消耗航司现金，在疫情影响之下，中小航司航网更为下沉，需求韧性不足，经营性现金流入受限。行业巨额亏损时，并购重组有利于缓解航司经营困境，避免过度竞争。

在公用环保领域，同一集团内部资源整合有利于集团的各个子公司发挥自己的资源和管理优势，并取长补短，减少集团内部管理资源的浪费和同业竞争问题。举例来说，在公用事业领域，2021年6月前，国电电力持有国能大渡河公司股权的9.51%，经过2021年6月和2022年10月两次整合，国能大渡河公司部分资产被整合进国电电力，推动优质资产注入上市公司的同时，也有利于国电电力利用自身多年的水电资产管理经验，对国能大渡河资产进行统一规划，降低单位运营成本。在环保领域，武汉控股收购控股股东水务集团持有的武汉市水务建设工程有限公司100%股权。收购后，公司的产业链将延伸至水务工程施工领域，实现水务业务布局及资源高效整合，加快在城市供水与污水综合治理领域的对外扩张及市场开拓步伐。

表9：公用事业和环保领域同一集团内部的整合案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2022/10/11	公用事业	国电电力	大渡河公司	2022年10月11日，国电电力公告称，同意公司通过非公开协议方式现金收购国家能源集团所持国能大渡河流域水电开发有限公司11%股权，并同意公司作为大渡河公司股东放弃国家能源集团公开挂牌转让大渡河公司10%股权的优先受让权。
2021/6/11	公用事业	国电电力	双江口水电公司	2021年6月11日，国电电力召开七届八十一一次董事会，审议通过《关于双江口水电公司股权重组的议案》。根据公司战略安排，公司控股子公司大渡河公司拟对双江口水电公司进行股权重组。本次重组完成后，大渡河公司持有双江口水电公司股比将增加至62.83%。
2021/6/30	公用事业	华电福新	华电新能源	2021年6月30日，华电国际股东大会审议批准了新能源交易方案，同步完成了资产交割等相关工作，第二批总装机约800万千瓦的风光电资产成功注入福新发展。截至2021年12月25日，26个区域154家单位、总装机逾1600万千瓦、总资产过千亿的风光电资产已完成向华电福新能源发展有限公司的整合。
2022/6/20	环保	光大环境	光大水务控股	2022年6月20日，全资附属公司光大环保已以一美元代价转让其所持有光大水务控股的全部股本予光大环境。
2021/12/10	环保	武汉控股	武汉市自来水有限公司等	2021年12月10日，武汉控股拟以发行股份及支付现金方式收购股东水务集团持有的武汉市自来水有限公司100%股权、武汉市水务建设工程有限公司100%股权、武汉汉水计量科技有限公司100%股权、阳逻公司89.56%股权、武汉长江供水实业股份有限公司71.91%股权。
2020/7/17	环保	菲达环保	紫光环保	2020年7月17日，公司公告拟以发行股份及支付现金等方式购买杭钢股份持有的紫光环保97.95%股权。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

不同央企之间的整合

建筑建材领域出现过不同央企之间的资源整合，如中国中铁、北方国际、洛阳玻璃、

国检集团。

表 10: 建筑建材领域不同集团之间的整合案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2022/5/12	建筑	中国中铁	云南省滇中引水工程有限公司	公司及全资子公司中铁开发投资集团有限公司于 2022 年 5 月 12 日与云南省人民政府国有资产监督管理委员会、云南省滇中引水工程建设管理局、云南信增、云南省工业投资控股集团有限责任公司、云南省投资控股集团有限公司及标的公司签署了《股权收购协议》。根据《股权收购协议》，本公司拟以人民币 110 亿元为对价收购云南信增持有的滇中引水公司 33.54% 股权。本次交易完成后，本公司及全资子公司将合计持有滇中引水公司 53.37% 股权
2020/9/24	建筑	北方国际	北奔重汽集团进出口有限公司	为整合现有渠道及内外部资源，发挥海外网络及协同优势，完善海外市场布局，提升产品的市场竞争力，促进公司转型升级，公司全资子公司中国北方车辆有限公司以支付现金的方式购买北奔重型汽车集团有限公司持有的北奔重汽集团进出口有限公司 100% 股权，并获得北奔重卡海外独家经营权及商标使用权。
2021/4/30	建材	洛阳玻璃	秦皇岛北方玻璃有限公司	2021 年 4 月 29 日，本公司与耀华集团签署《股权转让协议》，由本公司以现金方式购买耀华集团全资子公司北方玻璃的 60% 股权，交易金额为 1.82 亿元。
2022/6/1	建材	国检集团	中国建材检验认证集团浙江有限公司	国检集团拟收购中国新型建材设计研究院有限公司持有的中国建材检验认证集团浙江有限公司 49.02% 股权，收购完成后，国检集团持有浙江公司 100% 股权，浙江公司成为国检集团全资子公司。本次交易价格为 2586.38 万元。 根据国检集团“十四五”发展战略，国检集团一方面要优化组织职能，完善管控机制，提升管理效能，打造内部能力协同，另一方面要通过“跨区域、跨领域”的外延式增长，加强在各检测领域的业务布局。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

航空、航运与物流板块均出现过不同央企之间的资源整合，如东航换股吸收合并上航；中央铁物和中国诚通物流板块实施专业化整合，由中国铁物集团更名为整合后的新集团，并将中国诚通集团及所属企业持有的相关企业股权无偿划入整合后的新集团；中远海能通过进场摘牌增资扩股的方式，以 3.97 亿元获得了大连中石油海运有限公司（大连中石油海运）51% 的股权。

表 11: 物流和出行服务领域不同集团之间的整合

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2018/3/7	航运	中远海能	大连中石油海运有限公司（中国石油全资子公司）	2018 年 3 月 7 日，中远海能源发布公告称为进一步加强和扩大中远海能源运输股份有限公司（以下简称“中远海能源”、“中远海能”、“本公司”或“公司”）与中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中国石油”）在油品运输领域的合作，整合与其旗下成品油海运业务资源，本公司作为意向投资人参与了大连海运公司增资项目的竞标，以不超过挂牌方提供的资产评估报告披露的评估值计算的 51% 股权比例对应的 39,655.0896 万元人民币报价，按照大连海运公司披露的条件（包括后续增资等）进场申报对大连海运公司增资意向。
2021/11/30	物流	中国铁物集团	中国诚通集团物流板块	2021 年 11 月 30 日，中国铁路物资股份有限公司发布公告称，公司于 2021 年 11 月 29 日收到间接控股股东中国铁路物资集团有限公司（以下简称“中国铁物集团”）通知，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）研究并报国务院批准，同意中国铁物集团和中国诚通控股集团有限公司（以下简称“中国诚通集团”）物流板块实施专业化整合，由中国铁物集团更名为整合后的新集团，整合后的新集团由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，将中国诚通集团及所属企业持有的中国物资储运集团有限公司、港中旅华贸国际物流股份有限公司、中国物流股份有限公司、中国

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
				包装有限责任公司股权无偿划入整合后的新集团。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

公用事业领域，不同集团之间的整合也比较普遍：东方能源和国家电投资本公司之间的整合，国家电投、国电集团、中国电投集团等多家集团之间的整合有效推动了我国电力领域的变革和发展。而在环保领域，环保集团通常归属于不同地方的国资委，其出售下属企业的意愿较低，集团之间的整合情况比较少见。而在金融去杠杆、PPP 清库存的背景下，民营环保企业资金紧张，行业内通常是国企收购民企。

表 12：公用事业和环保领域不同集团之间的整合案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2019/4/8	公用事业	东方能源	国家电投资本公司	2019 年 4 月 8 日，东方能源第六届董事会第十五次会议审议通过了《关于〈国家电投集团东方新能源股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案〉及其摘要的议案》等与重组相关的议案，并披露了资产购买预案，公司拟以发行股份方式购买国家电投等五名交易对手合计持有的国电投资本 100.00% 股权，国电投资本 100% 股权的交易预估作价为 147.5 亿元。重组完成后，国家电投持有东方能源的比例从 33.37% 上升至 57.90%。
2018/8/28	公用事业	国家能源投资集团	国电集团	2017 年 8 月 28 日，经国务院国资委《关于中国国电集团公司与神华集团有限责任公司重组的通知》（国发改革[2017]146 号）批准，神华集团与国电集团实施联合重组，神华集团更名为“国家能源投资集团有限责任公司”，作为重组后的母公司，吸收合并国电集团。当年 11 月，神华集团与国电集团召开重组大会，宣布两家公司合并重组，正式成立了国家能源集团。
2015/5/29	公用事业	国家电力投资集团公司	中国电力投资集团公司、国家核电技术公司	2015 年 3 月 18 日，商务部公示了一个名称为《中国电力投资集团公司收购国家核电技术有限公司股权案》称，现国家核电技术有限公司控股股东国务院，拟将其持有的 66% 股份无偿划转给中国电力投资集团公司持有。2015 年 5 月 29 日，经国务院批准，中国电力投资集团公司与国家核电技术有限公司重组成立国家电力投资集团公司。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

开发领域一方面受到地产企业再融资的限制，另一方面又受地产公司重资产交易的影响，跨集团整合案例相对有限。不过，保利、招商局和鲁能等集团，也在近几年出色完成了跨集团的业主专业化整合。

表 13：开发及物业领域不同集团之间的整合案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2020/8/12	房地产开发	中国绿发	鲁能集团	8 月 10 日晚间，鲁能集团官网发布公告称，根据国资国企改革有关部署，国家电网公司持有的鲁能集团（都城伟业集团）有限公司 100% 股权将整体转至中国绿发投资集团有限公司。按照公告，国家电网持有中国绿发 30% 的股份。因此，此次划转后，国家电网仍间接持有鲁能集团 30% 的股份，但在鲁能的管理和发展上，话语权将转移到中国绿发手中。
2019/4/26	物业服务	招商积余	中航物业管理子公司	2019 年 4 月 26 日，中航国际控股有限公司发布公告称公司与招商蛇口签订中航善达股权转让协议，据此中航国际控股有限公司同意以人民币 1334335989 元向招商蛇口转让中航善达 149087820 股，相当于中航善达已发行股本的 22.35%。在中航善达 22.35% 股权转让完成后，中航国际控股有限公司将不再持有中航善达的任何股权。
2016/12/6	房地产开发	保利发展	中航工业集团部分房地产开发业务	2016 年 12 月 2 日，保利发展与中航地产及其下属企业共同签署《房地产项目公司股权及在建工程转让框架协议补充协议》，合计收购中航地产持有的 9 子公司持有的 10 个项目，规划面积达 331 万平。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

清退“两非”（非主业、非优势）

所谓清退“两非”“两资”，指的是剥离清退即非主业、非优势，低效资产、无效资产。2022年1月，国务院国有资产监督管理委员会秘书长、新闻发言人彭华岗在1月19日召开的新闻发布会上表示，中央企业地方国有企业的“两非”“两资”剥离清退率完成都超过了80%。中央企业重点亏损子企业三年减亏83.8%，1400余户亏损子企业整体实现大幅减亏，圆满完成了专项整治任务。

虽然亏损企业处置已经基本完成，但在**物业服务**领域，后勤服务社会化的工作仍在积极开展。如2021年底至2022年，招商积余成功收购了上海航空、中国南航、招商银行、中国银行的物业管理子公司，我们相信，央国企后勤服务社会化的工作还有广泛空间，这些资源可能通过股权合作或者订单方式释放给专业化平台公司。对于甲方而言，采取市场化后勤服务的方式不仅可以精简组织，聚焦主业，更可以获得更低的后勤服务成本和更好的服务质量，减轻财政预算压力。从物管公司的角度，由于央国企物业企业在对公业务存在天然拓展优势，将得以进一步在公建领域加速拓展。

表 14：开发及物业领域清退两非业务的案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2022/6/16	物业服务	招商积余	新中物业	6月16日，据招商局积余产业运营服务股份有限公司公告，拟收购新中物业管理（中国）有限公司67%股权，交易价款为5.36亿元。
2021/12/24	物业服务	招商积余	上海航空工业集团物业管理公司	2021年12月24日，招商局积余产业运营服务股份有限公司发布公告称公司与上海航空工业（集团）有限公司于近日签署了《产权交易合同》，公司支付现金受让上航集团于上海联合产权交易所公开挂牌转让的上海航空工业集团物业管理有限公司100%股权，受让价格为5,362万元。
2021/12/30	物业服务	招商积余	中国南航集团物业管理有限公司	2021年12月30日招商局积余产业运营服务股份有限公司发布公告称公司与中国南方航空集团有限公司于近日签署了《产权交易合同》，公司支付现金受让南航集团于北京产权交易所公开挂牌转让的中国南航集团物业管理有限公司95%股权，受让价格为23,000万元。本次收购完成后，公司将持有南航物业95%股权，南航集团持有南航物业5%股权。
2020/4/26	房地产开发	碧桂园	中国重汽集团房地产开发业务	在4月26日，山东产权交易中心发布公告称，截止4月24日，中国重汽地产100%国有产权及50.666亿元债权转让项目挂牌公告期满，公告期间，碧桂园作为意向受让方到中心办理了受让登记。
2018/9/30	房地产开发	中国恒大	中航工业集团部分房地产开发业务	中国航空工业国际(00232)发布公告，于2018年9月30日，公司订立买卖协议，公司向盛通控股（中国恒大子公司）有限公司出售拓业的全部已发行股本及股东贷款，总代价为人民币18.25亿元。完成后，拓业不再为公司附属公司。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

建筑领域两非业务清退较多，主要为降低资产负债率、盘活存量资产、解决同业竞争问题等，建材领域央企目前暂未有两非业务清退，但在地方国有企业例如亚泰集团等，有相应的两非业务清退，以优化资产负债结构。

表 15：建筑清退两非业务的案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2019/12/26	建筑	中国化学	中化工程集团环保有限公司、北京华旭工程项目管理有限	因公司环保投资与运营业务持续低迷，规模较小且处于亏损状态，2019年12月24日，公司将直接持有的环保公司75%股权、

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
			公司、成都国化环保科技有限公司	华旭公司 100%股权以及全资子公司六公司持有的国化环保 100%股权转让给控股股东中国化学工程。标的股权评估值合计为 3.04 亿元。
2020/4/30	建筑	中国化学	内蒙古九昌房地产开发有限公司、山西九昌房地产开发有限公司、天津九昌房地产开发有限公司	公司全资子公司中化二建集团有限公司向公司控股股东中国化学工程集团有限公司的全资子公司诚东资产管理有限公司以非公开协议方式转让三家全资子公司内蒙古九昌房地产开发有限公司、山西九昌房地产开发有限公司、天津九昌房地产开发有限公司 100%股权，交易总价格为 2.51 亿元。
2021/4/29	建筑	中国化学	安徽东华商业保理有限责任公司	公司三级控资子公司东华工程科技股份有限公司向公司控股股东中国化学工程集团有限公司的全资子公司中化学南方建设投资有限公司以非公开协议方式转让安徽东华商业保理有限责任公司 100%股权，交易总价格为 1.15 亿元。
2021/1/27	建筑	中国化学	华旭国际融资租赁有限公司	中国化学工程股份有限公司向中国化学工程集团有限公司转让所持子公司华旭国际融资租赁有限公司 97.94%的股权，交易总价格为 7.43 亿元。
2020/10/30	建筑	中材国际	北京凯盛、南京凯盛、中材矿山	公司向建材国际工程、建材研究总院发行股份购买其持有的北京凯盛 100.00%股权。向建材国际工程、冯建华等 49 名自然人支付现金购买其持有的南京凯盛 98.00%股权。向中国建材发行股份购买其持有的中材矿山的 100.00%股权。
2022/9/26	建筑	中铝国际	云南弥玉高速公路投资开发有限公司	公司及全资子公司中铝西南建设投资有限公司拟向云南建设基础设施投资股份有限公司出售其持有的合计云南弥玉高速公路投资开发有限公司 52.6%股权。公司将不再直接持有弥玉公司股权。 本次交易完成后，公司将逐步退出前述 PPP 项目，有利于降低未来项目的资金投入压力和投资风险。
2021/10/20	建筑	中国能建	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	2021 年 10 月 19 日，中国能建下属子公司葛洲坝、易普力与南岭民爆签署《重大资产重组意向协议》，南岭民爆拟以发行股份及/或支付现金方式购买易普力 100%股份。
2020/12/12	建材	亚泰集团	科尔沁左翼中旗宝龙山金田矿业有限公司	亚泰能源集团有限公司将持有的科尔沁左翼中旗宝龙山金田矿业有限公司 73.52%股权及 5.31 亿元债权以人民币 6.59 亿元的价格转让给长春市成泰热力有限责任公司。 根据公司发展规划，公司未来投资将重点倾向于医药大健康产业，能源产业作为配套将逐步降低规模进行战略调整。科尔沁左翼中旗宝龙山金田矿业有限公司近两年处于亏损状态，本次转让股权及债权能够优化公司资产负债结构，提升公司整体资产质量和盈利水平，符合公司经营发展需要。
2022/7/27	建材	亚泰集团	东北证券股份有限公司	公司将持有的东北证券股份有限公司不超过 30%股份出售给长春市城市发展投资控股（集团）有限公司。 本次资产出售将有利于公司优化资产负债结构，补充流动资金，降低财务费用，提升盈利能力；有助于公司产业转型升级，聚焦主业，进一步做优做强，增强核心竞争力。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

对于**物流和出行服务行业**来说，航运、航空、物流板块的清退工作也在积极开展，除了上海航空和中国南航将对应的物业管理子公司清退之外，航运中的中远海能也通过转让 LPG 运输、船舶通导及自动化设备供应维修、轮渡业务，使得公司聚焦油气运输板块；招商轮船也通过出售小型液货船队优化船队结构，集中力量发展主营业务；航空领域中，南航出售南航通用航空公司、东航将客机货运业务以独家经营的模式交付给中货航运营，中国国航转让中国国际货运航空有限公司都将有利于公司聚焦主营业务，提升主业竞争力；物流领域中，厦门象屿将间接持有的象屿小贷 100%股权转让给象屿投资、将金象融资租

赁 25%股权转让给象屿资产，进一步清退非主营业务。

表 16：物流和出行服务领域清退两非业务的案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2020/6/13	航运	中远海运大连投资有限公司	深圳中远龙鹏液化气运输有限公司、电子公司、希云公司、大仁轮渡	2020年6月12日,中远海能全资子公司大连油运于2020年6月12日与大连投资公司签署四份股权转让协议,分别以人民币7,745.55万元、人民币244.22万元、人民币183.32万元以及人民币710.29万元的价格向大连投资公司出售大连油运所持有的龙鹏公司70%股权、电子公司60%股权、希云公司57.5%股权以及大仁公司15%股权;
2020/3/28	航运	SINOPEC FUEL OIL(SINGAPORE) PTE.LTD. 以及 SINOPEC FUELOILLANKA(PRIVATE) LIMITED	上海招商明华船务有限公司部分船舶资产	2020年3月28日,招商局能源运输股份有限公司(下称“公司”或“本公司”)董事会同意下属全资子公司上海招商明华船务有限公司向关联方 SINOPEC FUEL OIL(SINGAPORE) PTE.LTD. 以及 SINOPEC FUEL OIL LANKA(PRIVATE) LIMITED 出售3艘6300载重吨小型液货船,3艘船舶总售价为1,500万美元。
2018/8/30	航空	中国航空资本控股有限责任公司	中国国际货运航空公司	2018年8月30日,中国国际航空股份有限公司发布公告称,拟向中国航空资本控股有限责任公司转让所持中国国际货运航空公司51%股权。
2018/9/30	航空	中国货运航空有限公司	中国东方航空股份有限公司	中国东方航空股份有限公司发布公告称,为解决中国东方航空股份有限公司(以下简称“本公司”)的客机货运业务与中国货运航空有限公司(以下简称“中货航”)的全货机业务之间的同业竞争问题,经本公司2018年第二次临时股东大会审议同意,自2018年4月起,本公司将客机腹舱货运业务(指本公司及其全部主业子公司的客机腹舱货运业务,下同)长期承包给中货航独立自主经营管理(以下简称“原客机腹舱承包经营交易”或“原客机腹舱承包经营方案”)。
2022/9/23	航空	中国南方航空集团有限公司	南航通用航空有限公司	2022年9月23日,中国南方航空股份有限公司公告称,中国南方航空股份有限公司与控股股东中国南方航空集团有限公司签订《中国南方航空股份有限公司与中国南方航空集团有限公司关于南航通用航空有限公司之股权转让协议》,本公司以约人民币11.8亿元向南航集团出售南航通用航空有限公司(“通航公司”)约57.9%股权。
2022/5/24	物流	厦门象屿投资有限公司、厦门象屿资产管理运营公司	黑龙江象屿小额贷款有限公司、厦门象屿金象融资租赁有限公司	厦门象屿股份有限公司发布公告称,拟将间接持有的黑龙江象屿小额贷款有限公司100%股权、厦门象屿金象融资租赁有限公司25%股权分别转让给公司控股股东厦门象屿集团有限公司的全资子公司厦门象屿投资有限公司、厦门象屿资产管理运营有限公司,以经国有资产管理部门核准的评估价值为基础,转让价格分别为36,134.4万元、17,025万元。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

公用事业和环保公司作为减碳去碳的重要主体，亟需清退“两非”“两资”，集中资金和资源，提升核心资产的质量和规模。如2017年，国电电力将非主业的化工业务（英力特）转让给宁夏天元锰业有限公司，转让英力特控制权的同时还对旗下的英力特煤业100%股权及相关债权进行联合捆绑转让，提升了公司的资产质量和集中度，增加了资金储备，为大规模开发清洁能源业务做准备。

表 17：公用事业和环保领域清退两非业务的案例

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2018/9/9	公用事业	国家电投	国电投重庆碳素有限公司资产	2018年9月9日,国家电投集团重庆电力有限公司全资企业国电投重庆碳素有限公司资产拟整体转让给中国电能成套设备有限公司。

时间	行业	整合平台	被整合主体	整合详情
2017/2/21	公用事业	国电电力	英力特	2017年2月21日公告，国电电力控股子公司英力特集团已与宁夏天元锰业有限公司签署股份转让协议，将其所持的英力特1.55亿股转让给后者。天元锰业本次受让的英力特股权占比为51.25%，受让总金额为303189.89万元。交易完成后，英力特集团将不再持有英力特股份。
2022/4/1	环保	首创环保	Beijing CapitalGroup NZ Investment Holding Limited	2022年4月1日公告，公司将转让所持有的海外股权投资公司 Beijing CapitalGroup NZ Investment Holding Limited 的100%股权给 Tui Bidco Limited。

资料来源：各企业公告，中信证券研究部

潜在整合资源

我们梳理了98家央企在开发以及物业领域存在的潜在整合资源（非主业部分），可以看到，只有少数央企还保留房地产相关板块，而保留相关板块的很多也以园区运营、土地整理、资管、设计规划为主，说明央企“退房”确实取得了一定的进展。值得注意的是，大多数央企仍然保留自己的物业管理企业，而这些大型央企一般存在较多的在管资产，如办公楼、园区厂房、配套住宅等，我们相信这些潜在资源未来都有可能通过不同的方式整合进入专业平台公司。

在**物流和出行服务**领域，大部分央企所涉及的潜在整合资源主要是物流部分，大多用于配合自身主营业务进行配套化服务，主要集中于货物运输、装卸、仓储等业务。这说明未来物流方向整合潜力较大，未来这部分潜在资源或可以被整合进入专业物流第三方公司为企业提供对应的物流服务。

对于**公用事业和环保**行业，目前46家央企的112家下属企业有环境业务，涉及环境行业传统的水、固废、大气污染治理，也有新兴的河道流域治理、环境修复等，还有少量的金融类央企为环境产业提供融资、信托等方面的服务。除了金融类的光大集团之外，其他成立环境企业的央企大都是制造类企业，目的是为了解决自身污染排放问题。我们认为，同一央企下企业未来有望通过整合实现资源协同、高效利用和产业链的延伸。

注：详情梳理表格见文末附表一

■ 战略投资者引入

以股权结构优化促进治理机制完善。2022年9月，国资委副主任翁杰明在巩固深化国企改革三年行动补短板强弱项专题推进会表示，要大力推动国有股东持股比例高于50%的上市公司，引入持股5%及以上的积极股东参与公司治理，支持积极股东提名董事人选参与上市公司决策。鼓励央企之间、央地之间通过认购股份、换股等多种方式作为积极股东参与完善公司治理。

历史上融资和引入战投的情况

在基础设施和现代服务产业的央企中，均有战投引入的案例。

在**地产开发**领域，近几年有保利发展、中国金茂等公司引入战投，战投属性均为险资。在**物业服务**领域，则是在IPO基石投资中出现较多的机构投资者，但这些机构投资者在

随上市后的单一持股均不足 5%。

在**物流和出行服务**领域，近几年有怡亚通引入战投，战投属性为国有资本。

从**建筑**领域央企目前前十大股东持股名单来看，中铁工业与中国铁建分别有持股 5% 以上的战投股东，且在公司持股比例较高，目前均超过 10%。

建材领域中，央企持股股东中超过 5% 的战略投资者有北新建材的泰安市国泰民安投资，主要源自于公司并购泰山石膏业务过程中，将泰山石膏原股东持股转换为上市公司持股。战略投资者在建筑建材领域内的引入，有利于进一步提升公司经营活力，维护小股东利益。

在**公用事业**领域，因各电源机组的大规模建设和投产，运营商对资金需求量较大，部分企业进行了大规模的融资和引入战投：如 2022 年 5 月，中国核电旗下的新能源运营平台中核汇能引入 7 家战略投资者，助力公司新能源业务进一步发展。

在**环保**领域，企业引入央企背景战略投资者，既能受益于央企与各地政府长久紧密的合作关系，提升项目中标率，又能凭借央企背书吸引到其他国资背景战略投资者，在银行贷款时融资成本也有所降低，对重资产的环保企业大有裨益。例如，2018 年 4 月，国投电力以 8.89 亿元受让瀚蓝环境 6,601 万股，成为公司第三大股东，并随后吸引了同为国资背景的三峡资本对公司进行股权投资。

表 18：历史上融资和引入战投的情况

行业	公司	引入方式	引入战投名单	战投持股	战投类别	时间
地产开发	保利发展	定增	泰康人寿	6.22%	金融资本	2016 年 6 月
地产开发	大悦城	定增	太平洋人寿保险	6.61%	金融资本	2019 年 12 月
地产开发	中国金茂	定增	中国平安	14%	金融资本	2019 年 7 月
地产开发	中国金茂	定增	新华保险	9%	金融资本	2015 年 6 月
物业服务	华润万象生活	IPO 基石	GIC、高瓴、平安、润晖、Matthews Funds、国调基金、GLP	10%（紧随超额配售权行使后）	金融资本、产业资本	2020 年 12 月
物业服务	保利物业	IPO 基石	GIC、高瓴、国调基金、中交国际	7%（紧随超额配售权行使后）	金融资本	2019 年 12 月
物流	怡亚通	股份转让	深圳市投资控股有限公司	13.3%	国有资本	2018 年 5 月
建筑	中铁工业	定增	中原股权	10.13%	金融资本	2017 年 3 月
建筑	中国铁建	IPO 基石	信达资管	11.68%	金融资本	2010 年 12 月
建材	北新建材	定增	国泰民安投资	6.68%	金融资本	2015 年 10 月
公用事业	中核汇能	配股	中信证券、浙能电力、中国人寿、军民融合产业、光核汇合、川投能源、德擎混改三号	30%	金融资本、产业资本	2022 年 5 月
公用事业	上海电力	配股	长江电力	14.21%	产业资本	2021 年 5 月
公用事业	国家电投黄河公司	配股	中国人寿、工商银行、农业银行、中国国新、国投集团、浙能集团、云南能投、中信证券	35%	金融资本、产业资本	2019 年 12 月
环保	北控水务	配股	长江电力	4.67%	产业资本	2019 年 1 月
环保	瀚蓝环境	配股	国投电力	8.62%	产业资本	2018 年 4 月
环保	绿色动力	配股	北京国资委	61.16%	金融资本	2005 年 9 月

资料来源：Wind，中信证券研究部

未来引入战投的可能情况

三种企业的分类。我们将基础设施和现代服务产业的重点公司分为三类，分别为国有

控股过半企业、国有控股未过半企业、以及混合所有制企业。其中第一类企业未来的引入战略投资者的空间最大。

1、国有控股过半企业：指央企控股大股东持股比例超过 50%的公司，这类企业具备很从容的引入战略投资者空间和摊薄股份的可能性。注：包括中央和其他国资股东持股比例合计超过 50%的公司，也包括前五大投资者中的中央汇金中央汇金和诚通等国企股东。

2、国有控股未过半：实控人明确属于国资性质的资本持股比例低于 50%。

3、混合所有制：混合所有制公司，即公告无实际控制人但国资作为排名前三的战略股东的公司。

对于**地产开发**企业来说，混合所有制改革在全中国范围发生较早，目前形成了一批大型混合所有制地产企业，如万科、金地集团等等，这些公司的混改成就显著，成功激发了企业的经营动力，提升了企业的竞争力，根据 2022 年 1-9 月销售数据，在 TOP20 开发商中，有 9 家开发商具备国资背景（前三大股东有国资），销售额占 TOP20 比重 50%，其中有 4 家企业都是混合所有制企业（万科、绿城、绿地、金地），销售额占 TOP20 比重 23%。

剩下的国有控股上市公司，大多数国有股东持股比例小于 50%，社会资本参与度较高。当然，目前仍有部分大型企业的国有控股超过 50%，包括招商蛇口等。可以说，目前大型地产公司已经基本完成了股权结构的优化。

对于**物业管理**公司来讲，四家重点国企物管公司的国有控股股东持股均超过一半，这里既有港股股权结构的因素，也有物管企业大多刚刚上市，目前对资金需求并不紧迫的因素，而且物管公司业务和关联开发商关系相对紧密，而央企开发商大多信用安全、经营稳健，因此从治理的角度引入战略投资者的意愿可能也并不迫切。当然，从长而言，伴随物管企业经营逐渐独立，股权结构的独立性也可能也在未来得到加强。

表 19：地产开发及物业管理领域国有股东参股情况

行业	公司	类别	国企持股比例	国企股东	第一大股东	第一大股东持股（考虑一致行动人）
地产开发	保利发展	国有控股未过半	40.5%	保利南方集团、中国保利集团	中国保利集团	40.5%
地产开发	华侨城 A	国有控股未过半	48.0%	华侨城集团、华侨城资本	华侨城集团	48.0%
地产开发	华发股份	国有控股未过半	31.5%	珠海华发、中央汇金	珠海华发集团	24.2%
地产开发	中国金茂	国有控股未过半	35.3%	中化香港	中化香港	35.3%
地产开发	华润置地	国有控股过半	59.6%	中国华润	中国华润	59.6%
地产开发	招商蛇口	国有控股过半	66.8%	招商局集团、招商局轮船、北京城通	招商局集团	64.8%
地产开发	大悦城	国有控股过半	69.3%	中粮集团	中粮集团	69.3%
地产开发	绿地控股	混合所有制	46.4%	上海地产、上海城投	上海格林兰	27.2%
地产开发	绿城中国	混合所有制	28.2%	中交集团	中交集团	28.2%
地产开发	金地集团	混合所有制	7.8%	深圳市福田投资	生命人寿	21.7%
地产开发	万科	混合所有制	29.5%	深圳市地铁集团、中央汇金	深圳市地铁集团	27.9%
物业服务	中海物业	国有控股过半	61.2%	中国海外	中国海外	61.2%
物业服务	保利物业	国有控股过半	72.3%	中国保利集团	中国保利集团	72.3%
物业服务	招商积余	国有控股过半	65.5%	招商蛇口、中国航空技术深圳、西藏和泰（保利）	招商蛇口	47.5%
物业服务	华润万象生活	国有控股过半	73.7%	华润置地	华润置地	73.7%

资料来源：Wind，中信证券研究部

建筑领域中，建筑央企大多国有持股过半，类似于中国建筑、中国铁建、中国交建等，建材领域大多央企国有持股未过半。近期陆续有建筑建材类央企定向增发，是一个比较合适的引入战略投资者的机遇，预计定增客户会有相应的战略投资者参与。

表 20：建筑行业央企国有股东参股情况

行业	公司	类别	国企持股比例	国企股东	第一大股东	第一大股东持股（考虑一致行动人）
建筑	中国建筑	国有控股过半	57.73%	中国建筑集团有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司	中国建筑集团有限公司	56.34%
建筑	中国中铁	国有控股未过半	49.44%	中国铁路工程集团有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司、中国国新控股有限责任公司	中国铁路工程集团有限公司	46.98%
建筑	中国铁建	国有控股过半	54.53%	中国铁道建筑集团有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司	中国铁道建筑集团有限公司	51.13%
建筑	中国交建	国有控股过半	61.57%	中国交通建设集团有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司	中国交通建设集团有限公司	59.63%
建筑	中国电建	国有控股过半	60.22%	中国电力建设集团有限公司	中国电力建设集团有限公司	58.93%
建筑	中国中冶	国有控股过半	55.10%	中国冶金科工集团有限公司、中国石油天然气集团有限公司	中国冶金科工集团有限公司	49.18%
建筑	中国能建	国有控股过半	50.43%	中国能源建设集团有限公司、中国国新控股有限责任公司、中央汇金资产管理有限责任公司	中国能源建设集团有限公司	44.82%
建筑	中国化学	国有控股未过半	38.19%	中国化学工程集团有限公司、中化学建设投资集团有限公司	中国化学工程集团有限公司	35.72%
建筑	中材国际	国有控股过半	51.77%	中国建材股份有限公司、中国建筑材料科学研究总院有限公司、中国建材国际工程集团有限公司	中国建材股份有限公司	47.77%
建筑	中铁工业	国有控股过半	60.86%	中铁二局建设有限公司、中国中铁股份有限公司、中原股权投资管理有限公司、华融瑞通股权投资管理有限公司、山东聚赢产业基金合伙企业(有限合伙)、广东省铁路发展基金有限责任公司	中铁二局建设有限公司	28.58%
建筑	中国核建	国有控股过半	72.90%	中国核工业集团有限公司、中国信达资产管理股份有限公司	中国核工业集团有限公司	61.22%
建筑	北方国际	国有控股过半	62.61%	中国北方工业有限公司、北方工业科技有限公司、江苏悦达集团有限公司、西安北方惠安化学工业有限公司、中车长春轨道客车股份有限公司	中国北方工业有限公司	43.11%
建筑	中钢国际	国有控股过半	54.49%	中国中钢股份有限公司、中国中钢集团有限公司	中国中钢股份有限公司	31.71%
建筑	中工国际	国有控股过半	63.41%	中国机械工业集团有限公司、中元国际工程设计研究院有	中国机械工业集团有限公司	62.86%

行业	公司	类别	国企持股比例	国企股东	第一大股东	第一大股东持股（考虑一致行动人）
				限公司		
建筑	南网能源	国有控股过半	56.77%	中国南方电网有限责任公司、广东省能源集团有限公司、广东省环保集团有限公司	中国南方电网有限责任公司	40.39%
建筑	东华科技	国有控股过半	58.14%	化学工业第三设计院有限公司	化学工业第三设计院有限公司	58.14%
建筑	中国海诚	国有控股过半	57.38%	中国轻工集团有限公司、上海第一医药股份有限公司	中国轻工集团有限公司	51.90%
建筑	华电重工	国有控股过半	62.48%	中国华电科工集团有限公司	中国华电科工集团有限公司	62.48%
建筑	中铝国际	国有控股过半	76.69%	中国铝业集团有限公司、洛阳有色金属加工设计研究院有限公司、阿拉丁环保集团有限公司	中国铝业集团有限公司	73.56%
建筑	节能铁汉	混合所有制	35.82%	中国节能环保集团有限公司、深圳市投资控股有限公司、深圳投控共赢股权投资基金合伙企业(有限合伙)、中节能资本控股有限公司	中国节能环保集团有限公司	25.14%
建筑	中铝国际	国有控股过半	76.50%	中国铝业集团有限公司、洛阳有色金属加工设计研究院有限公司	中国铝业集团有限公司	73.56%
建筑	中石化炼化工程	国有控股过半	68.35%	中国石油化工集团有限公司、中国石化集团资产经营管理有限公司	中国石油化工集团有限公司	67.01%
建筑	中国建筑国际	国有控股过半	64.81%	中国海外集团有限公司	中国海外集团有限公司	64.81%
建筑	中国能源建设	国有控股过半	51.68%	中国能源建设集团有限公司、中国国新控股有限责任公司、北京诚通金控投资有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司	中国能源建设集团有限公司	44.82%
建材	北新建材	国有控股未过半	44.51%	中国建材股份有限公司、泰安市国泰民安投资集团有限公司	中国建材股份有限公司	37.83%
建材	天山股份	国有控股过半	84.52%	中国建材股份有限公司	中国建材股份有限公司	84.52%
建材	瑞泰科技	国有控股未过半	42.49%	中国建筑材料科学研究总院有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司	中国建筑材料科学研究总院有限公司	40.13%
建材	中材科技	国有控股过半	60.24%	中国建材股份有限公司	中国建材股份有限公司	60.24%
建材	国统股份	国有控股未过半	30.21%	新疆天山建材(集团)有限责任公司	新疆天山建材(集团)有限责任公司	30.21%
建材	西部建设	国有控股过半	65.55%	中建新疆建工(集团)有限公司、中国建筑股份有限公司、中国建筑第三工程局有限公司、中国建筑第五工程局有限公司、中国建筑第四工程局有限公司、新疆电信实业(集团)有限责任公司、浙江广杰投资管理有限公司、新疆天山水泥股份有限公司	中建新疆建工(集团)有限公司	31.43%

行业	公司	类别	国企持股比例	国企股东	第一大股东	第一大股东持股（考虑一致行动人）
建材	中铁装配	混合所有制	31.00%	中铁建工集团有限公司、诸城市经济开发投资公司	中铁建工集团有限公司	26.51%
建材	中国巨石	混合所有制	26.97%	中国建材股份有限公司	中国建材股份有限公司	26.97%
建材	宁夏建材	国有控股未过半	49.03%	中国建材股份有限公司	中国建材股份有限公司	49.03%
建材	祁连山	国有控股未过半	26.73%	中国建材股份有限公司、甘肃祁连山建材控股有限公司	中国建材股份有限公司	14.93%
建材	洛阳玻璃	国有控股过半	37.16%	中国洛阳浮法玻璃集团有限责任公司、中建材玻璃新材料研究院集团有限公司、凯盛科技集团有限公司、深创投制造业转型升级新材料基金(有限合伙)	中国洛阳浮法玻璃集团有限责任公司	17.22%
建材	国检集团	国有控股过半	68.24%	中国建筑材料科学研究总院有限公司、秦皇岛玻璃工业研究设计院有限公司、咸阳陶瓷研究设计院有限公司	中国建筑材料科学研究总院有限公司	64.84%
建材	华润水泥控股	国有控股过半	68.63%	华润集团(水泥)有限公司	华润集团(水泥)有限公司	68.63%
建材	中国建材	国有控股过半	44.30%	中国建材集团有限公司	中国建材集团有限公司	44.30%
建材	中复神鹰	混合所有制	38.12%	中建材联合投资有限公司、连云港市工业投资集团有限公司、	中建材联合投资有限公司	33.16%

资料来源：Wind，中信证券研究部

建筑领域引入战投门槛进一步降低。中国证券报 10 月 20 日从证监会获悉，对于涉房地产企业，在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，证监会允许部分存在少量涉房地产业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资，对于不同涉房情形具体要求为：1) 自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%；2) 参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过 10%。

考虑到政策要求及当前央国企 A 股融资仍需满足 PB (LF) 不低于 1 的要求，短期而言，中国能建与上峰水泥有望率先受益。中长期而言，政策仅对最近一年一期房地产业务收入、利润占比做出限制，但随着各家企业房地产业务逐步收缩，未来有关企业均有望受益此次政策松动，引入战投机会较大。

同样的，此前由于涉及房开业务，再融资受限的招商积余，也符合相关条件。招商积余当前仍处于净现金状态，且还可以通过处置资产回收资金。但目前并购市场机遇远远好于 2021 年，公司股权融资条件的打开，也有利于为公司提供潜在的融资渠道，强化公司作为 A 股平台的战略竞争优势。

表 21：涉房企业融资政策放开相关企业梳理

序号	公司名称	企业性质	2021		2022H1		PB	负债率(%)
			地产业务收入占比	地产业务毛利占比	地产业务收入占比	地产业务毛利占比		
1	中国建筑	央企	17.5%	32.5%	14.3%	29.5%	0.61	74.6

序号	公司名称	企业性质	2021		2022H1		PB	负债率(%)
			地产业务收入占比	地产业务毛利占比	地产业务收入占比	地产业务毛利占比		
2	中国中铁	央企	4.7%	10.2%	4.2%	6.6%	0.54	74.1
3	中国铁建	央企	5.0%	9.1%	4.0%	7.4%	0.44	75.6
4	中国交建	央企	<2.1%	<1.2%	<2.5%	<1.6%	0.49	73.4
5	中国中冶	央企	4.3%	9.7%	3.1%	3.7%	0.72	74.5
6	中国能建	央企	4.8%	5.5%	3.8%	2.1%	1.07	74.1
7	上海建工	国企	4.9%	3.8%	5.6%	9.1%	0.82	85.0
8	安徽建工	国企	10.2%	22.1%	7.0%	7.6%	1.04	84.5
9	隧道股份	国企	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.64	77.5
10	浦东建设	国企	<0.35%	-	<0.56%	-	0.91	67.6
11	天健集团	国企	38.2%	77.0%	45.8%	84.4%	1.04	79.3
12	北新路桥	国企	7.9%	29.4%	13.3%	41.6%	1.80	88.0
13	同济科技	国企	43.7%	51.5%	-	-	1.60	68.4
14	金隅集团	国企	32.4%	26.5%	-	-	0.56	65.4
15	宏润建设	民企	6.0%	21.5%	28.9%	22.5%	1.49	75.7
16	腾达建设	民企	21.4%	58.0%	-	-	0.74	44.9
17	深天地 A	民企	12.6%	57.7%	1.7%	-	4.07	73.6
18	方大集团	民企	11.5%	31.2%	9.0%	27.0%	0.92	54.5
19	上峰水泥	民企	0.3%	-	0.2%	0.2%	1.35	39.6
20	招商积余	央企	2.5%	3.0%	-	-	1.82	50.2

资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

对于**公用事业**公司来说, 因为公司的主营业务为电力、燃气等能源相关业务, 对资金规模、资源获取能力要求较高, 并且部分行业比较特殊, 如核电对安全性要求和保密性要求极高, 因此公用事业行业的龙头公司基本都是国有控股过半的央企和地方国企。部分公司如中国广核、龙源电力、华能水电等公司的国企持股比例超过 90%。

对于**环保**公司来说, 是否为国有控股通常与其细分行业相关。例如, 与民生紧密相关的水务和 ToG 的生活垃圾焚烧类公司通常国资持股比例较高, 而面向企业收费的固危废处置公司往往国资比例较少。

表 22: 公用事业和环保公司国有股东参股情况

行业	公司	类别	国企持股比例	国企股东	第一大股东	第一大股东持股(考虑一致行动人)
公用事业	中国广核	国有控股过半	91.9%	中国广核集团	中国广核集团有限公司	58.8%
公用事业	中国核电	国有控股过半	62.3%	核工业集团、浙能电力	中国核工业集团有限公司	59.4%
公用事业	长江电力	国有控股过半	66.4%	长江三峡集团、三峡建工(集团)	中国长江三峡集团有限公司	54.5%
公用事业	三峡能源	国有控股过半	63.8%	长江三峡集团	中国长江三峡集团有限公司	48.9%
公用事业	龙源电力	国有控股过半	97.4%	国家能投集团	国家能源投资集团有限责任公司	54.9%
公用事业	华能水电	国有控股过半	90.0%	华能集团、云南能投集团	中国华能集团有限公司	50.4%
公用事业	华能国际	国有控股过半	77.3%	华能集团	华能国际电力开发公司	32.3%
公用事业	华电国际	国有控股过半	69.5%	华电集团	中国华电集团有限公司	46.8%
公用事业	湖北能源	国有控股过半	78.4%	湖北宏泰集团、长江电力	湖北宏泰集团有限公司	27.2%
公用事业	国投电力	国有控股过半	71.5%	国投集团、长江电力	国家开发投资集团有限公司	51.3%

行业	公司	类别	国企持股比例	国企股东	第一大股东	第一大股东持股（考虑一致行动人）
公用事业	国电电力	国有控股过半	58.0%	国家能投集团	国家能源投资集团有限责任公司	50.7%
环保	钱江水利	国有控股过半	57.55%	中国水务投资有限公司、浙江省新能源投资集团股份有限公司、浙江省水电实业公司	中国水务投资有限公司	33.55%
环保	中材节能	国有控股过半	50.66%	中国中材集团有限公司	中国中材集团有限公司	50.66%
环保	东江环保	国有控股未过半	31.52%	广东省广晟控股集团有限公司、江苏汇鸿国际集团股份有限公司、江苏汇鸿创业投资有限公司	广东省广晟控股集团有限公司	22.86%
环保	绿色动力	国有控股过半	50.46%	北京市国有资产经营有限责任公司、三峡资本控股有限公司、北京国资(香港)有限公司	北京市国有资产经营有限责任公司	42.63%
环保	瀚蓝环境	国有控股未过半	47.49%	佛山市南海供水集团有限公司、广东南海控股集团有限公司、国投电力控股股份有限公司、佛山市南海城市建设投资有限公司、三峡资本控股有限公司	佛山市南海供水集团有限公司	17.15%

资料来源：Wind，中信证券研究部

对于**物流和出行服务**领域的央国企来说，国有控股股东持股比例大部分都超过了 50%，但基本均属于重资产企业，其中的非流动资产占据了总资产中的绝大部分。所以对于物流和出行服务领域的央国企来说，引入战投会面临持股比例、定价、国有资产是否流失等相关问题，因此从经营管理的角度来说，我们判断物流和出行服务领域的央国企引入战略投资者的意愿较低。

■ 市场化机制建立

完善市场价经营机制是三年行动靶向攻坚的重点之一，其中三项制度改革成为“牛鼻子”，锚定“管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减”目标，中央企业推广经理层成员任期制和契约化管理，推进市场化用工，健全激励约束机制，中长期激励机制取得明显成效。

2021 年 4 月，国资委新闻发言人彭华岗在国新办新闻发布会上表示，激励机制是国企改革的一个重要的内容，三年行动方案在讲推进市场化机制的时候，特别提到要加大中长期激励的力度。中长期激励有“3+2”工具箱，央企可自主选择适合的激励机制。其中，“3+2”工具箱中的 3 指的是员工持股、国有控股上市公司股权激励和国有科技型企业股权与分红激励，2 指的是跟投机制、超额利润分享。

各行业代表性央企的激励措施

员工持股是**地产开发和物业管理**板块的常见激励方式。在我们统计的大型央国企企业中，大多数都实现了股权激励计划。主流地产及物业企业对于激励解锁条件的设置，则大

多聚焦于 ROE 指标和业绩增长指标。

表 23：开发行业股权激励实施情况

行业	公司	是否实施过股权激励	类别
地产开发	保利发展	是	国有控股未过半
地产开发	华侨城 A	是	国有控股未过半
地产开发	华发股份	是	国有控股未过半
地产开发	中国金茂	是	国有控股未过半
地产开发	华润置地	否	国有控股过半
地产开发	招商蛇口	是	国有控股过半
地产开发	大悦城	否	国有控股过半
地产开发	绿地控股	有员工持股平台	混合所有制
地产开发	绿城中国	是	混合所有制
地产开发	金地集团	是	混合所有制
地产开发	万科	是	混合所有制
物业服务	中海物业	否	国有控股过半
物业服务	保利物业	是	国有控股过半
物业服务	招商积余	否	国有控股过半
物业服务	华润万象生活	上市员工优先认购权	国有控股过半

资料来源：Wind，中信证券研究部

员工持股是同样也是**物流和出行服务**领域企业激励员工的重要手段。在我们统计的大型央企企业中，部分实现了股权激励计划。主流物流和出行服务领域企业对于激励解锁条件的设置，则大多聚焦于 ROE、营业收入增长和经济增加值指标。

表 24：物流和出行服务领域股权激励实施情况

行业	公司	是否实施过股权激励	类别
航空	南方航空	是	国有控股过半
航运	中远海控	是	国有控股未过半
航运	中远海能	否	国有控股未过半
航运	招商轮船	是	国有控股过半
铁路	京沪高铁	否	国有控股过半
铁路	大秦铁路	否	国有控股过半
机场	白云机场	否	国有控股过半
机场	上海机场	否	国有控股过半
物流	华贸物流	是	国有控股未过半
物流	中国外运	是	国有控股过半
物流	东航物流	否	国有控股过半
公路	粤高速 A	否	国有控股未过半
航空	中国国航	是	国有控股过半
航空	中国东航	否	国有控股未过半

资料来源：Wind，中信证券研究部

建筑行业央企实施股权激励的比例较大，而**建材行业**央企实施股权激励比例相对较小，中国建材集团激励效果较好，根据激励方式分为五大类八大工具，旗下子公司可以从工具箱中选择适宜的工具进行激励，如下属企业中国巨石、天山股份新疆区企业实施超额利润分享；赛马物联建立创新业务项目跟投激励机制；北玻院以股权奖励+股权出售模式实施股权激励；北新建材引进非公股东代表参与企业治理，天山股份、中复神鹰展开非公股东作用试点企业工作，国检集团推进两年一期的股权激励计划。

表 25：建筑建材行业央企股权激励实施情况

行业	公司	是否实施过股权激励	类别
建筑	中国建筑	是	国有控股过半
建筑	中国中铁	是	国有控股未过半
建筑	中国铁建	否	国有控股过半
建筑	中国交建	否	国有控股过半
建筑	中国电建	否	国有控股过半
建筑	中国中冶	否	国有控股过半
建筑	中国能建	否	国有控股过半
建筑	中国化学	是	国有控股未过半
建筑	中材国际	是	国有控股过半
建筑	中铁工业	否	国有控股过半
建筑	中国核建	是	国有控股过半
建筑	北方国际	是	国有控股过半
建筑	中钢国际	无	国有控股过半
建筑	中工国际	是	国有控股过半
建筑	南网能源	是	国有控股过半
建筑	东华科技	是	国有控股过半
建筑	中国海诚	是	国有控股过半
建筑	华电重工	是	国有控股过半
建筑	中铝国际	否	国有控股过半
建筑	节能铁汉	是	混合所有制
建筑	中铝国际	否	国有控股过半
建筑	中石化炼化工程	是	国有控股过半
建筑	中国建筑国际	否	国有控股过半
建筑	中国能源建设	是	国有控股过半
建材	北新建材	否	国有控股未过半
建材	天山股份	否	国有控股过半
建材	瑞泰科技	否	国有控股未过半
建材	中材科技	否	国有控股过半
建材	国统股份	否	国有控股未过半
建材	西部建设	否	国有控股过半
建材	中铁装配	否	混合所有制
建材	中国巨石	否	混合所有制
建材	宁夏建材	否	国有控股未过半
建材	祁连山	否	国有控股未过半
建材	洛阳玻璃	否	国有控股过半
建材	国检集团	是	国有控股过半
建材	华润水泥控股	否	国有控股过半
建材	中国建材	否	国有控股过半
建材	中复神鹰	否	混合所有制

资料来源：Wind，中信证券研究部

公用事业和环保公司以央国企为主，为激励员工的工作积极性，股权激励是一种常用方法，股权激励的行权条件主要针对净资产收益情况、营业收入复合增长率和经济增加值等指标进行考核。

表 26：公用事业和环保行业股权激励实施情况

行业	公司	是否实施过股权激励	类别
公用事业	三峡能源	是	国有控股过半
公用事业	湖北能源	是	国有控股过半
公用事业	深圳燃气	是	国有控股过半

行业	公司	是否实施过股权激励	类别
公用事业	南京公用	是	国有控股过半
公用事业	京能电力	是	国有控股过半
公用事业	广州发展	是	国有控股过半
公用事业	佛燃能源	是	国有控股未过半
公用事业	新奥股份	是	混合所有制
公用事业	宝新能源	是	混合所有制
公用事业	上海电力	是	国有控股过半
环保	中材节能	是	国有控股过半
环保	三峰环境	是	国有控股过半
环保	东江环保	是	国有控股未过半
环保	碧水源	是	国有控股未过半
环保	光大环境	否	国有控股过半
环保	首创环保	否	国有控股未过半

资料来源：Wind，中信证券研究部

主要央企的董事会和管理层履职情况

2021年10月，国务院国资委党委书记、主任郝鹏在中央企业董事会建设研讨班上指出，董事会建设是推进新时代国企改革的基础性重要工作。必须把董事会建设作为基础性重要工作抓实抓深抓到位。郝鹏提出，进入新时代，我们应把加强董事会建设摆在更加突出的位置，通过加强董事会建设引领带动企业全方位改革，进一步增强改革的系统性、整体性、协同性，提高改革整体功能和综合效应。

郝鹏透露，目前，中央企业在集团层面实现董事会应建尽建，其中82家建立了外部董事占多数的董事会，96.9%的符合条件的子企业建设了董事会，其中78.8%的子企业实现外部董事占多数。总的看，中央企业董事会建设已经从“试点探索”进入到“全面推进”，从“集团层面为主”拓展到“覆盖重要子企业”，从“有没有”转向“好不好”的新阶段，取得了实质性重大进展和明显成效。

上市公司是国企改革的先锋，根据我们的统计来看，各企业董事会建设已经十分市场化，绝大多数企业董事会中都有来自于非第一大股东的提名董事，且许多企业外部董事已经过半。

表 27：基础设施和现代服务产业各重点企业董事会架构

行业	公司	来自于本公司	来自于第一大 股东	来自于其他股 东	独董
地产开发	保利发展	3	2	1	3
地产开发	华润置地	5	4	0	5
地产开发	招商蛇口	2	4	0	3
地产开发	华侨城 A	0	2	1	4
地产开发	大悦城	4	1	1	4
地产开发	华发股份	3	6	0	5
地产开发	中国金茂	3	3	2	4
地产开发	绿地控股	3	2	4	4
地产开发	绿城中国	3	3	2	4
地产开发	金地集团	6	1	2	5
地产开发	万科 A	3	3	1	4
物业服务	中海物业	1	5	0	3
物业服务	保利物业	1	3	0	3
物业服务	招商积余	2	4	1	4

行业	公司	来自于本公司	来自于第一大 股东	来自于其他股 东	独董
物业服务	华润万象生活	4	2	0	4
建筑	中国建筑	0	2	0	4
建筑	中国中铁	0	4	0	3
建筑	中国铁建	0	5	0	4
建筑	中国交建	0	5	0	4
建筑	中国电建	2	5	0	3
建筑	中国中冶	2	1	1	3
建筑	中国能建	1	3	2	3
建筑	中国化学	1	3	0	3
建筑	中材国际	0	6	0	3
建筑	中铁工业	0	1	3	3
建筑	中国核建	4	1	1	3
建筑	北方国际	1	6	0	3
建筑	中钢国际	3	0	0	4
建筑	中工国际	1	3	0	3
建筑	南网能源	0	4	2	3
建筑	东华科技	1	4	0	3
建筑	中国海诚	2	6	1	4
建筑	华电重工	0	8	0	3
建筑	中铝国际	1	6	0	3
建筑	节能铁汉	1	5	0	3
建筑	中国交通建设	0	5	0	4
建筑	中铝国际	0	7	0	3
建筑	中石化炼化工程	0	6	0	3
建筑	中国建筑国际	4	1	0	4
建筑	中国能源建设	1	5	0	3
建材	北新建材	1	3	2	3
建材	天山股份	3	3	0	3
建材	瑞泰科技	2	5	0	3
建材	中材科技	3	3	0	3
建材	国统股份	0	5	0	3
建材	西部建设	3	2	2	3
建材	中铁装配	1	6	0	3
建材	中国巨石	5	3	0	3
建材	宁夏建材	2	2	0	3
建材	祁连山	1	2	0	3
建材	洛阳玻璃	3	1	4	4
建材	国检集团	1	5		3
建材	洛阳玻璃股份	3	1	4	4
建材	华润水泥控股	3	0	1	4
建材	中国建材	6	1	2	5
建材	中复神鹰	0	2	4	3
航空	中国国航	0	3	1	4
航空	中国东航	2	2	0	4
航空	南方航空	1	2	0	4
航运	中远海控	0	3	0	4
航运	中远海能	1	2	0	4
航运	招商轮船	2	4	2	4
铁路	京沪高铁	2	3	2	4
铁路	大秦铁路	3	3	1	4
机场	白云机场	0	4	0	5
机场	上海机场	3	3	0	3
物流	华贸物流	1	1	0	3
物流	中国外运	1	2	4	4

行业	公司	来自于本公司	来自于第一大 股东	来自于其他股 东	独董
物流	东航物流	2	3	3	4
公路	粤高速 A	4	2	4	5
公用事业	国电电力	6	6	0	3
环保	东江环保	2	2	4	3
环保	钱江环保	2	2	4	3
环保	绿色动力	4	4	2	3

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 风险提示

部分业务领域受到疫情反复影响，面临需求回落压力的风险。部分国有企业运营效率有待提升的风险。

■ 顺应内外部机遇，精选国企标的

我们认为，当前的融资环境对国企、央企十分有利，而国企三年改革，又极大增强了国有企业的活力。国有企业通过引入战略投资者，稳步推进专业化整合，建立现代企业制度，竞争能力显著提升。我们预计，在基础设施和现代服务的相关领域，国有企业的市场份额仍将持续提升，盈利能力将在业内领先。

当然，不同央国企的能力禀赋并不相同，所处的领域也不相同。我们优中选优，推荐三峡能源、国投电力、瀚蓝环境、保利发展、招商积余、中国建筑、中国建材、华贸物流、南方航空和中远海能。

三峡能源

前三季度业绩稳健增长，但略低于预期。公司前三季度业绩预显示，2022 年前三季度实现营业收入 174.06 亿元，同比增长 48.3%（未经审计，下同）；归母净利润 61.70 亿元，同比增长 36.5%；对应 EPS 0.22 元，同比增长 12.3%，业绩略低于预期。分季度来看，三季度实现营业收入 52.77 亿元，同比增长 55.4%；归母净利润 11.33 亿元，同比增长 36.1%；对应 EPS 0.04 元，同比增长 35.9%。

电量高增以及试运行收入计入当期损益，推动前三季度业绩高增。海风抢装与平价项目持续投产推动公司装机规模大幅增长，截至 1H2022 末公司风光装机规模同比增长 52.9% 至 2,479 万千瓦，推动前三季度公司发电量同比高增 47.4% 至 353.15 亿千瓦时，是公司归母净利润同比高增 48.3% 的主因。海风板块表现持续强势，受益于 2021 年末超过 280 万千瓦海风项目抢装，前三季度公司海风发电量同比高增 187.2% 至 75.6 亿千瓦时。除装机投产推动电量高增外，会计准则变更后公司前三季度试运行销售相关的收入与成本计入当期损益，而试运行期间不计提折旧因而营业成本增量较小，进一步推动公司业绩高增。

聚焦硅料产能释放及光伏组件价格变动，期待光伏项目回报率改善。今年以来持续上涨的硅料价格刺激多晶硅企业扩产，根据我们对各家企业投产计划的测算，我们预计

2023/2024 年国内约有 25/80 万吨硅料产能释放，有望推动硅料价格在今年底或明年初触顶回落，带动光伏组件价格重回下行通道，提升终端光伏电站回报。公司作为绿电运营龙头有望充分受益于光伏项目造价下行，凭借充足的资源储备实现装机规模持续成长。公建领域发展前景广阔。

补贴资金回收有望加速，改善公司现金流并提升再投资能力。近期国家发改委等三部委联合印发《关于明确可再生能源发电补贴核查认定有关政策解释的通知》，对历史欠补认定中的争议问题进行明确。结合此前国家发改委授权国网与南网成立可再生能源发展结算服务公司，通过财政拨款与专项融资解决补贴发放问题，表明新能源补贴核查进展顺利，我们认为历史欠补问题解决有望加速。公司作为含补贴风光装机规模最大的运营商之一，可再生电价欠补规模位居行业前列，截至 1H2022 末应收账款规模达到 266.7 亿元（以应收可再生电价补贴为主）。若应收可再生补贴加速回收，公司再投资能力有望得到显著改善，凭借充足的项目储备与内生现金流增长有望加快风光项目投资建设。

风险因素：装机成长不达预期；上网电价与项目造价波动；补贴回收不达预期，高资本开支带来融资压力。

盈利预测、估值与评级：前三季度公司业绩略低于预期，我们判断或与 Q3 淡季度电折旧成本增加较多以及小股东权益占比有关，但考虑到 Q4 国内来风形势通常较好，预计 Q4 公司业绩有望环比显著改善并带动全年业绩符合预期，因此我们维持公司 2022~2024 年 EPS 预测为 0.29/0.37/0.47 元，当前股价对应 2022~2024 年动态 PE 为 21/16/13 倍，参考可比新能源公司（龙源电力、新天绿能、协鑫能科、南网能源）2022 年 24 倍 PE 的平均估值水平（基于 Wind 一致预期），并考虑到公司成长性更为突出，我们适当给予一定估值溢价，给予公司 2022 年 25 倍目标 PE，对应目标价 7.30 元，维持“买入”评级。

国投电力

上半年业绩稳健增长。公司中报显示，1H2022 实现营业收入 226.94 亿元，同比增长 17.6%（经追溯调整，下同）；归母净利润 23.48 亿元，同比增长 0.3%；对应 EPS 0.30 元，同比减少 5.4%，业绩符合预期。分季度来看，2Q2022 实现营业收入 116.52 亿元，同比增长 15.3%；归母净利润 13.10 亿元，同比增长 16.8%；对应 EPS 0.17 元，同比增长 10.1%。

2022H1 来水偏丰叠加雅中投产推动水电发电量高增，火电需求下滑拖累增速。上半年四川省各流域来水偏丰，省内水电平均利用小时数同比增长 160 小时（+9.9%）至 1,770 小时。来水偏丰叠加雅砻江中游的杨房沟、两河口电站带来装机规模增长与调节能力提升，1H2022 雅砻江公司完成水电发电量 372.83 亿千瓦时，同比高增 29.6%，推动雅砻江公司归母净利润同比高增 26.0%至 34.44 亿元。火电方面，受上半年水电大发、全社会用电需求减少等因素影响，1H2022 公司各火电厂发电量同比均出现下滑，天津/广西/福建/贵州区域火电发电量同比分别减少 15.0%/36.7%/16.4%/14.4%，叠加煤价高企影响度电盈利，拖累公司业绩。

雅中产能释放业绩进入扩张周期，新能源迎来加速发展阶段。综合雅中电站投产带来

的装机扩张、对下游增发效应与丰枯比改善，我们预计雅砻江公司稳态净利润相比投产前增加 30 亿元至 90 亿元左右，预计 2022~2024 年公司水电板块净利润将达到 40.5/45.2/51.6 亿元，盈利能力实现大幅提升。公司水电业务优秀的现金流创造能力支撑新能源开发所需资金，先发优势及央企背景加持为公司创造了资源获取基础。公司“十四五”末控股装机 50GW 及清洁能源占比 72% 的目标对应风光装机规模不低于 15GW。我们预计公司有望凭借雅砻江、大朝山水流域风光互补基地的先发优势抢占优质资源，并通过自身强大的资金实力实现新能源板块的快速扩张，助力公司盈利能力持续增长。

四川省汛期来水偏枯严重引发限电，具有调节能力的大水电价值凸显。今年汛期四川省各流域来水偏枯，导致无调节能力的径流式小水电出力大幅下滑，水电供给不足与高温导致居民用电增长叠加汛期刚性外送需求较大引发限电。雅砻江公司在运的二滩、锦屏一级电站具备季调节能力，两河口电站具备年调节能力，调节能力较强使得雅砻江发电量受来水偏枯影响较小，7 月 1 日~8 月 15 日雅砻江梯级电站发电量同比增长 27.2%，大水电调节能力的价值得到体现。

风险因素：燃料成本大幅上涨；市场电价不及预期；来水偏枯；雅中新电站定价偏低；公司新能源装机不及预期。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司 2022H1 业绩符合预期，我们维持 2022~2024 年归母净利润预测分别为 53.3/63.6/76.4 亿元，折算 EPS 预测为 0.72/0.85/1.02 元，当前股价对应动态 PE 为 16/13/11 倍，参考可比水电公司（长江电力、华能水电、川投能源、桂冠电力）2023 年 16 倍 PE 的平均估值水平（基于 Wind 一致预期），给予公司 2023 年 16 倍 PE，对应目标价 13.50 元，维持“买入”评级。

瀚蓝环境

Q2 燃气成功顺价带动季度业绩重新恢复增长。公司 H1 实现营收 61.35 亿元，同比增长 34.8%；实现归母净利润 5.50 亿元，同比减少 12.3%；折算基本每股收益 0.67 元，业绩符合预期。分季度看，公司 Q2 实现营收 34.08 亿元，同比增长 37.1%，实现归母净利润 3.91 亿元，同比增长 1.48%，折算 EPS 0.47 元。

营收高增但业绩下滑，燃气成功顺价盈利有望回升。公司 H1 营收快速增长 34.8% 至 61.35 亿元，主因为固废板块垃圾焚烧新项目投产&环卫业务增长、能源板块燃气销售量和价格增长以及 14 号文新会计解释影响垃圾焚烧工程和排水业务的收入计量。上半年公司毛利率下滑 7.4pcts 至 21.4%，系 Q1 燃气业务尚未顺价以及工程业务占比提升所致。虽上半年出现亏损，但公司 Q2 燃气业务在顺价后当季已经扭亏，预计全年燃气业务实现盈亏平衡概率极高。H1 期间费用管控良好，其中管理/销售/财务费用率分别下降 1.0/0.2/0.8pct。受燃气亏损、疫情影响下应收账款回款较慢以及执行解释第 14 号文影响，经营性净现金流下滑显著，即使在剔除会计政策变动因素后，H1 经营性净现金流约为 4.44 亿元，仍同比下降 58.7%。后续随着燃气顺价完成以及国补发放推进，预计公司下半年现金流情况将有所好转。

大固废战略稳步推进，拟发行 REITs 盘活存量资产助力成长。公司持续推进纵横一体

化大固废战略，助力公司营收在垃圾焚烧发电高峰期过后仍能延续快速增长势头，为长远发展保驾护航。在纵向一体化方面，公司向前端环卫业务延伸，H1 实现广东三水、福建安溪、广东饶平、山东沂源、山东潍坊等地环卫项目拓展，环卫业务收入同比上升 71.9% 至 5.75 亿元。在横向一体化方面，公司以垃圾焚烧发电项目所在地为据点，积极拓展各类废弃物无害化和资源化业务，H1 落地南海工业铝灰处理项目、安溪大件垃圾处理项目，以及惠安、安溪餐厨项目。公司公告拟发行 REITs，有望为存量资产重新定价的同时拓宽融资渠道，为后续纵横一体化扩张提供良好的资金支持。

风险因素：燃气价格大幅上涨；在建项目进度不及预期；焚烧发电补贴调整；政府支付能力下降等。

盈利预测、估值与评级：由于公司上半年业绩符合预期，我们维持 2022~2024 年 EPS 预测 1.61/1.91/2.18 元。当前股价对应 PE 分别为 11/10/8 倍。公司模式优势、战略布局、核心资产长期盈利能力仍然稳固，当前估值处于历史底部，短期业绩风险已经充分释放。我们采用公司过往三年历史平均 PE 减去一倍标准差作为目标 PE，推导得出 2022 年目标 PE 为 15 倍，对应目标价为 24.0 元，维持“买入”评级。

保利发展

销售恢复快于行业，市占率稳步提升。公司 1-9 月实现签约销售金额 3201 亿元，销售面积 1921 万平米，分别同比下降 22.0% 和 24.5%，9 月单月公司实现签约销售金额 384 亿元，销售面积 227 万平米，分别同比增加 6.6% 和下降 8.3%。公司凭借稳健交付的口碑和和高质均衡的货值分布，实现远优于行业销售表现。未来公司或将继续受益于行业需求侧政策托底和供给侧出清改革，逐步扩大领先优势，我们预计 2030 年公司市场占有率有望达到 3.8%，对应超 400 亿元 2022-2030 年稳态年化归母净利。

投资能力持续在线，土储结构显著优化。面对格局剧变的土地市场，公司保持定力，着重补充高质量土地，深耕核心城市，1-9 月拓展项目 70 个，新增计容建筑面积 771 万平米，拓展总金额达 1235 亿元，其中一线及新一线城市占比达 67.5%。新增土储质量显著提升，我们测算 2022 年第二季度公司新增土储潜在毛利率达 28.9%，较 2021 年同期提升 6.8 个百分点。作为行业下行周期中少数具备持续投资能力的企业，公司准确把握发展机遇，优化土储质量，未来盈利能力有望实现进一步提升。

信用水平行业标杆，融资成本优势突出。公司凭借高信用在行业波动的前提下保持了顺畅的融资渠道，1-9 月公司发行公司债券 98 亿元，中期票据 100 亿元，加权平均融资成本仅 2.87%，在当前行业竞争格局中具备绝对的成本优势。我们相信持续低成本融资渠道将助力公司在变革期提升财务安全边界，紧抓市场调整机遇，进一步巩固行业龙头地位。

风险因素：房地产行业销售恢复不及预期风险；公司部分三四线城市存量项目去化困难的风险。

盈利预测、估值与评级：我们认为公司凭借长期稳定的低成本融资渠道和不断优化的土储结构，有望持续取得优于行业的销售表现，在中长期维度稳定提升市场占有率和盈利能力，巩固公司行业龙头地位。我们维持公司 2022/2023/2024 年 2.29/2.63/3.09 元的 EPS

预测，参考万科、招商蛇口等高信用企业 2022 年 7-15 倍 PE 的估值水平，以及公司当前所处的历史估值位置（公司当前 PE 估值水平处于过去十年的 31%分位，PB 估值水平处于过去十年的 11%分位），我们给予公司 2022 年 10 倍 PE 的估值，维持 23 元的目标价，维持“买入”的投资评级。

招商积余

核心业务实现快速成长。2022 年前三季度，公司实现营业收入 91.8 亿元，较上年同期增长 20.9%，实现归母净利润 4.7 亿元，较上年同期增长 23.6%，实现扣非归母净利润 3.8 亿元，同比增长 10.8%。公司积极履行社会责任，2022 年前三季度减免房租 0.7 亿元，影响归母净利润 0.68 亿元，剔除免租影响后，公司前三季度扣非归母净利比去年同期增长 30.3%，核心业务实现了快速成长。

非住优势巩固，经营效率提升。2022 年 1-9 月，公司物业管理业务实现营业收入 88.6 亿元，较上年同期增长 25.0%。前三季度，公司物业管理业务实现新签年度合同额 24.3 亿元，较上年同期增长 17%。截至 2022 年 9 月，公司在管面积 3.04 亿平方米。2022 年前三季度，公司非住宅基础物业收入 50.1 亿元，同比增长 26.0%，非住业态占基础服务收入的比重达到 69%，公司在非住领域的优势得到进一步巩固。前三季度，公司物业管理板块毛利率比去年同期提升 0.59 个百分点，其中基础物业管理毛利率提升 0.52 个百分点，即便在疫情等因素影响之下，公司在物业管理板块也实现了经营效率的提升。

涉房企业再融资有条件放开，公司符合条件。我们测算，2022 年前 3 季度，公司房地产开发的收入不足公司总收入的 0.05%，毛利为负，且不会再新增房地产项目。我们认为，公司符合证监会关于少量涉房业务公司可以在 A 股市场再融资的规定。公司当前仍处于净现金状态，且还可以通过处置资产回收资金。但目前并购市场机遇远远好于 2021 年，公司股权融资条件的打开，也有利于为公司提供潜在的融资渠道，强化公司作为 A 股平台的战略竞争优势。

国企长期优势，市占有望提升。物业管理行业是存量行业，依然属于产业化初期和头部市占提升的阶段。央企物管公司既适应了市场化的运营机制，也在过去几年打造了更富市场竞争力的队伍，更迎来一个良性竞争的时代。公司利用央企身份，通过收并购和外拓等多种方式充分把握后勤服务社会化的机遇，我们相信公司的市占有望继续提升。

风险因素：全年减免租超预期额风险。公司盈利能力下滑的风险。非住业态应收款账期拉长的风险。

投资建议：公司是 A 股的稀缺规模化物管标的，有望充分受益于央企在行业变局中的相对优势，进一步巩固其在公建领域的优势。根据公司的减免租情况，我们维持 2022/2023/2024 年 EPS 预测 0.61/0.79/1.03 元，参考公司历史估值水平（公司 PE-TTM 目前位于重组以来 0.3%的百分位），结合华润万象生活等可比公司的市场估值，给予公司 2022 年 35 倍 PE 和 21.2 元/股的目标价，维持“买入”的投资评级。

中国建筑

建筑业务新签订单维持稳增，房建施工/新开工/竣工均边际好转。2022年9月，公司建筑业务新签订单额达2989亿元，同比增长57.6%，1-9月累计新签订单额24543亿元，累计同增14.0%（1-8月为14.7%），延续稳健增长。分业务来看，9月房建业务新签订单额2198亿元，同比增长2.3%；基建业务新签订单额779亿元，同比增长35.6%，在“稳增长”政策持续发力背景下，前期发行的专项债逐步使用助力相关项目需求加快落地。从实物量指标来看，9月公司房屋建筑施工面积/新开工面积/竣工面积同比增速分别为39.1%/94.7%/54.7%，1-9月累计同比增速分别为-0.3%/-6.0%/15.6%，较1-8月的-1.3%/-17.9%/8.3%均实现进一步修复。

地产业务销售持续回暖，拿地环比提升。从房地产政策端来看，持续降低的房贷利率以及更为宽松的二套房购房相关限制逐渐在房地产数据上有所体现。据中指研究院数据显示，9月50家代表房企拿地总额环比大幅上涨130.2%，北上深等多地供地显著增加，拿地规模累计降幅收窄。9月公司地产合约销售额341亿元，同比增长25.8%，环比增长5.9%，1-9月累计合约销售额环比降幅也从1-8月的-12.8%收窄至-9.3%。根据Mysteel统计的重点上市房企1-9月销售额累计同比降幅，对标同业公司在地产业务端降幅较小。从销售面积来看，公司9月合约销售面积154万平方米，同比增速-17.6%，环比增速14.9%，1-9月累计合约销售面积同样小幅收窄至24.7%。从拿地情况来看，公司延续了下半年来的拿地策略，9月新购置土地储备922万平方米，环比进一步提升7.7%。

在手合同充裕，充分受益基建稳增长+地产洗牌。公司2021年末在手订单6.5万亿元，是当年收入的3.4倍，为后续持续增长打下坚实基础。2022H1末公司在手PPP项目416个，权益投资额6304亿元，进入运营期项目达到216个，随着项目逐步成熟，后续经营现金流有望持续改善。往后看，地产投资承压背景下，国内经济增长将更加依赖基建发力，公司基建业务仍有望维持较快增长；地产行业洗牌过程中，资金实力强劲、经营稳健的企业有望脱颖而出。公司业务横跨地产+基建链，行业竞争优势明显，有望显著受益基建发力+地产洗牌。

风险因素：局部地区疫情反复扰动干扰施工节奏；地产信用风险带来减值损失；基建稳增长力度不及预期等风险。

盈利预测、估值与评级：2022年9月公司新签订单增速有明显提升，加之房地产市场环境触底逐步回暖，基建工程在有效资金推动下明显恢复。同时公司作为建筑行业排头兵，在订单大型化、施工绿色化行业趋势下，市占率有稳步提升空间。我们维持公司2022-2024年归属母公司的净利润预测561/617/680亿元，对应EPS预测1.34/1.47/1.62元，参考可比公司估值（中国中铁、中国交建、中国中冶等2022年平均估值在5-7xPE）及公司在业内的地位，给予6x2022PE，对应市值3369亿元；另考虑到公司横跨工程业务以及房开业务，参照2022年可比建筑行业公司（中国中铁、中国交建、中国中冶）0.5-0.8xPB估值水平以及地产行业龙头（保利发展、万科A）0.9-1.2xPB估值水平，给予2022年0.75xPB，对应市值2919亿元。综合PE和PB估值，我们预测公司合理市值为3144亿元，对应目标价7.5元，维持“买入”评级。

中国建材

公司发布 2022 年中报。2022H1，公司实现收入 1089.63 亿元，同比减少 10.59%，归母净利润 54.48 亿元，同比减少 31.21%。2022Q2，公司实现收入 608.08 亿元，同比减少 17.85%，归母净利润 36.87 亿元，同比减少 37.92%。

收入：新材料板块和工程服务板块收入仍有稳定的内生增长。上半年，公司收入同比减少 10.6%，其中基础建材、新材料、工程服务对外销售收入同比变化-13.3%、+2.1%、-16.8%，收入占比分别为 65.2%、20.1%、12.9%，收入占比分别变化-2.0pcts、+2.5pcts、-1.0pct。基础建材板块，收入主要受到水泥、熟料、商混销量下滑影响。新材料板块，成熟期产品稳健，布局期产品快速放量。上半年北新建材收入同比增长 2.4%、中材科技收入同比增长 6.0%、未并表的中国巨石同比增长 39.1%，主要源自石膏板和玻纤收入增长的稳定性较强；布局期业务锂电池隔膜收入同比增长 53.2%，碳纤维收入同比增长 125.5%，均主要源自产能投放后销量快速增长。工程服务板块，收入同比下降主要源自报表合并范围变化，去年底公司将建材国际工程剥离出表并重组至蚌埠院，对板块收入规模影响较大，2020 年，建材国际工程除水泥工程以外的业务收入占板块总收入比重为 23%。2022 年起，公司工程服务板块唯一经营主体为中材国际，聚焦水泥和矿山领域的技术装备和工程服务，上半年中材国际同口径下收入同比增长 12.5%，内生增长仍稳健。

利润：新材料归母净利润占比或超过 50%。从结构上看，上半年，基础建材、新材料、工程服务、其他的 EBT(由各板块 EBITDA-折旧和摊销-净融资成本得到)占比分别为 57.2%、42.9%、7.2%、-7.2%，较 2021 年分别变化-11.9、+15.4、+3.3、-6.8 个百分点，新材料占比明显提升。从归母净利润的贡献来看，我们预计新材料归母净利润贡献或与基础建材相近，在考虑了母公司层面的融资成本等负贡献的情况下，预计新材料在归母净利润中占比或超过 50%。

公司治理：集团增持上市公司，专业化整合推进，减值明显减少。集团增持上市公司：上半年，集团通过中联投资增持公司 0.99% 股权，同时公司增持宁夏建材 1.47% 股权、增持祁连山 1.69% 股权，公司也审议通过了回购 H 股的议案，在资本市场积极发挥增强市场信心的作用。专业化整合推进：基础建材板块，新天山水泥总部和 15 家区域公司已完成组织机构设置、人员配备、产能区域划分、工厂管理交接、经营管理体系搭建，未来公司将继续推进对祁连山、宁夏建材的重组，形成基础建材板块一企一业；工程服务板块，根据中材国际公告，中材国际重组合肥院方案已由董事会审议通过，重组后将实现两家公司装备制造领域竞争力的互补。减值明显减少：上半年，公司商誉、固定资产、无形资产减值合计 0.3 亿元（且均为固定资产减值），较去年上半年的 2.9 亿元明显减少；信用减值冲回 1.6 亿元，而去年上半年为减值 7.0 亿元，体现公司回款控制的效果，我们预计全年减值有望较去年减少。

新赛道：成立石墨平台公司，有望协同锂电池隔膜共同拓展锂电池客户。公司公告成立全资子公司石墨平台公司，注册资本 20 亿元，涉足石墨矿产品和深加工产品领域。天然石墨下游产品天然石墨负极材料是锂电池的重要组件，石墨平台未来可与公司现有新能源产业形成协同，如锂电池隔膜，共同拓展下游电池客户，提供整体解决方案。

风险因素：地产和基建需求复苏较弱制约水泥行业量价增长；水泥行业协同限产落实

不佳；水泥行业跨区域流动影响；公司减值规模改善不及预期；公司新材料业务发展不及预期。

盈利预测、估值与评级：上半年外界环境的剧烈变化带来公司经营承压，但新材料和工程服务板块仍有稳定的收入内生增长，也意味着新材料和工程服务业务对公司的重要性进一步提升，公司的治理也在逐步优化，转型值得期待。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 163.00/196.42/232.96 亿元，参考海螺水泥 A、海螺水泥 H、华新水泥 2022 年 PE 均值 5x，给予公司 2022 年 5xPE，维持目标价 11 港元，维持“买入”评级。

华贸物流

Q3 公司归母净利/扣非净利分别同增 30.1%/33.2%至 2.54 亿/2.50 亿元，环比 Q2 分别增长 10.9%/10.1%。2022H2 公司进入多家国内汽车、医疗龙头的供应链服务体系，料 2023 年公司海运业务直客比例提升至 30%~40%。2022 年 1-9 月公司营收同增 8.0%至 179.3 亿，归母净利/扣非净利分别同增 9.7%/11.1%至 7.35 亿/7.27 亿元。其中 Q3 公司营收同比下降 18.6%至 55.2 亿元，毛利率同增 1.9pcts 至 11.1%，公司主动调整业务结构，减少低附加值的代订舱业务的占比，2022H1 海运中代订舱箱量占比降至 20.5%。公司进入国内汽车、医疗行业龙头的供应链服务体系，凭借第三方物流领域专业的服务能力争取更多直客，料 2023 年公司海运业务直客比例提升至 30%~40%。公司费用率同比下降 0.35pct 至 5.1%，Q3 归母净利同增 30.1%至 2.54 亿元、表现优秀。考虑中国本土企业品牌出海、自建独立站、打造本土跨境电商龙头平台企业三大模式中期逻辑不变，公司积极布局跨境电商物流的前景仍然可期。

公司坚持依靠专业服务提升客户黏性和产品结构优化抵抗周期波动，代订舱业务仅限于武汉、宁波、青岛、上海总部部分子公司，预计 2023 年公司海运中代订舱箱量占比降至 20%以下。2018 年海运业务中代订舱箱量占比 80%以上，2022 年 H1 公司海运代订舱业务毛利 630 元/箱，随着集装箱海运价格下跌，我们预计 Q3 代订舱业务单箱毛利下降至 200~300/箱。公司不断加强海运资源整合，通过组织变革实现运营统筹，有效提升海运产品市场竞争力，逐步退出代订舱单环节物流产品服务，弱化运价周期波动影响。经过近两年努力，除武汉、宁波、青岛、上海总部有一定代订舱业务外，其它子公司已经基本退出代订舱业务。2022H1 公司海运业务箱量同比减少 10 万个，其中 60%系公司主动放弃，预计 2023 年公司海运代订舱箱量占比降至 20%以下。

2022H1 陆续与比亚迪、建发股份签订战略合作，同时连续两年名列 20 强医疗器械运输重点企业榜首。公司依靠专业服务能力赢得越来越多细分赛道龙头直客的信任，远期公司综合物流箱量占比或对标海外龙头。我们预计 2023 年公司海运业务直客比例提升至 30%，空运业务直客比例提升至 50%-60%。根据公司公告，2022 年 10 月 21 日，公司与比亚迪签署金额约为 1 亿的《国际货物运输合同》，10 月 26 日，公司与建发股份签订战略合作协议，将为建发股份提供定制化物流解决方案，双方将在国际空海铁运输、跨境物流、仓储陆运等领域开展合作。2022 年全球医疗器械供应链峰会上，公司凭借在医疗设备物流领域专业的服务能力，连续两年名列 20 强医疗器械运输重点企业榜单，并跃居榜首。公司依靠专业服务能力赢得越来越多细分赛道龙头直客的信任，同时细分行业龙头直客服务有望形成示范效应，远期综合物流箱量占比或对标海外龙头。

未来公司有望把握中国物流集团赋能和国际物流市场整合窗口期的双重机遇，关注公司海外外延扩张的进展及明年美国库存拐点。控股股东中国物流集团围绕现代流通体系建设需要，着力打造产业链条完整、综合实力强的现代物流企业，未来公司有望把握中国物流集团赋能和国际物流市场整合窗口期的双重机遇。近两年来公司通过外延和内生并举布局跨境电商业务，2022H1 年公司跨境电商物流业务收入同增 69.7%至 21.9 亿，推动公司传统国际物流业务与跨境电商物流业务的融合发展。伴随我国“制造出海”，公司在海外布局有望进一步拓展，关注未来公司海外外延扩张的进展

风险因素：宏观经济增速下行；地缘政治恶化；跨境电商需求放缓；空运价格大幅下跌；贸易摩擦升级。

盈利预测、估值与评级：Q3 公司归母净利润/扣非净利分别同增 30.1%/33.2%至 2.54 亿/2.50 亿元，环比 Q2 分别增长 10.9%/10.1%，表现优秀。下半年公司进入多家国内汽车、医疗行业龙头的供应链服务体系，料 2023 年公司海运业务直客比例提升至 30%~40%。公司主动调整业务结构，直客战略持续兑现。公司减少低附加值的代订舱业务的占比，2022H1 海运中代订舱箱量占比降至 20.5%，预计 2023 年公司海运代订舱箱量占比降至 20%以下。2022H2 陆续与比亚迪、建发股份签订战略合作，同时连续两年名列 20 强医疗器械运输重点企业榜首。公司依靠专业服务能力赢得越来越多细分赛道龙头直客的信任，远期公司综合物流箱量占比或对标海外龙头。未来公司有望把握中国物流集团赋能和国际物流市场整合窗口期的双重机遇，关注公司海外外延扩张的进展及明年美国库存拐点。我们维持公司 22/23/24 年归母净利润预测 9.5/11.5/14.4 亿元，对应 EPS 预测为 0.73/0.88/1.10 元。对标海内外龙头 DSV 当前 PE (TTM) 25 倍左右，给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 14.5 元，维持“买入”评级。

南方航空

公司 2022Q2 亏损额同比扩大 63 亿元，局部疫情扰动、航油成本大涨及汇兑损失或为主要原因，货运利润部分对冲客运业务受到的影响。2022H1 公司营业收入同比下降 20.9%至 408.2 亿元，净利润亏损 114.9 亿元，其中 Q2 公司收入同比下滑 36.2%至 193.5 亿元，净利润亏损 69.9 亿元（去年同期净亏损 6.8 亿元）。我们认为公司 2022H1 国内线 RPK 因疫情影响同比下降 43.5%、同期航空煤油出场均价同比上涨 75.5%、汇兑损失 20.5 亿元是公司亏损额度同比大幅扩大 68.0 亿元的主要原因。上半年公司货运收入同比增长 25.7%至 111.4 亿元，我们预计贡献利润约 30 亿元，部分对冲客运业务受到的影响。自《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》发布以来，各地防疫政策迎来优化，国际线政策调整“小步快走”，行业基本面拐点或已临近。

上半年国内线 RRPK 同比+6.7%，或受益于燃油附加费收取和较为积极的价格策略，货运收入增长受益于国际地区运价的上升，贡献利润约 30 亿元。**客运方面：**受全国多地疫情扰动、出行需求被大幅压制的影响，公司 Q2 国内线 RPK 同比下降 62.9%，而 7 月受益于行业明显修复 RPK 环比提升 45.8%。上半年公司国内线 RRPK 同比提升 6.7%至 0.48 元，料受益于燃油附加费的收取以及公司在需求疲软背景下采用更积极的价格策略。**货运方面：**2022H1 公司 RTK 同比下降 8.0%，但受益于国际货运单价上升，公司国际/地区单位 RTK 收入同比提升 38.6%/54.4%，货邮收入同比提升 25.7%，占营业收入比重提

升 10.1pcts 至 27.3%，我们预计贡献利润约 30 亿元，部分对冲客运业务受到的影响。

南北枢纽资源协调空间广阔，今年底国际航班量有望恢复至疫情前 10% 的水平，公司高 β 的释放临近，明后年净利率有望升至 5%~7%。公司打造广州白云、北京大兴南北双枢纽，2022 夏秋航季两场份额分别为 51.3%、45.4%，资源协同想象空间广阔。上半年公司净引进飞机 2 架，近期波音空客下调交付计划，我们预计“十四五”三大运力引进增速约 4.5%~5.5%，其与空客订单不改行业供给增速下台阶的趋势。近段时间中英恢复直航、中泰有望加密航班，虽然美国交通局暂停中方航司 26 个美国赴华航班给国际航班量的增加带来扰动，但我们认为国际线政策逐步松动的趋势不改。《“十四五”民用航空发展规划》提出 2019~25 年行业旅客周转量 CAGR~5.9% 的目标，我们测算同期 ASK CAGR 约为 4.5%~5%。供需缺口催化票价弹性，公司在国内前 20 大机场时刻占比最高，有望充分受益。

风险因素：疫情控制不及预期、宏观经济增速下行超预期、油汇扰动超预期。

盈利预测、估值与评级：公司 Q2 净亏损同比扩大 63 亿元，我们认为局部疫情反复导致需求不振、航油价格大涨以及汇兑损失 20.5 亿元为主要原因。国际货运单价上升，带动上半年货邮收入同比提升 25.7%，部分对冲客运业务受到的影响。我们认为国际线政策调整将延续“小步快走”趋势，年底国际航班量或较目前水平翻倍，行业拐点或已临近。供需缺口催化周期开启，公司有望充分受益票价弹性，预计明后年净利率或升至 5%~7%。我们维持公司 2022/23/24 年 EPS 预测 -0.72/0.32/0.72 元，参考同为冲击后修复、供需格局催化的 2009~2010 年航空周期中的公司估值中枢（公司与可比公司国航均为 16~17 倍 PE），我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，折现对应一年内目标价 9.5 元，维持“买入”评级。

中远海能

Q2 净利润环比 Q1 增长 106%，人工成本增加推动管理费用上升，VLCC 运价近期上涨明显。2022H1 公司营收、净利润同比增长 22.8%、-53.9% 至 75.1 亿元和 3.3 亿元，其中 Q2 营收、净利润同比增长 32.8%、-27.7% 至 40.4 亿元和 2.2 亿元，净利润环比 Q1 增长 106.0%，我们判断主要受“俄乌冲突”影响下，西方国家对俄罗斯实行能源制裁，改变国际石油贸易格局，国际原油及成品油运输需求回暖。VLCC 市场近期表现亮眼，随着 11 月上旬货盘集中释放，中东、美湾等地需求同时增长，船东涨价情绪高涨，10 月 17~10 月 21 日 VLCC 平均日收益环比增长 27% 至 79496 美元/天，其中 TD3C（中东-中国）平均日收益环比增长 61% 至 72204 美元/天。2022 年 9 月 9 日，美国财政部（OFAC）发布了一份初步指导意见，计划将对俄罗斯原油及石油产品的海上运输实施服务禁令，以达到限制俄油进口价格的目的，意见表明，对俄罗斯海运原油的禁运制裁将于 2022 年 12 月 5 日起生效。随着冬季来临，欧洲能源的紧张带来的集中补库预计会出现在对俄制裁落地的时间点之前，有望带来更多的运输需求。

外贸原油&成品油业务双双增长，公司减少传统运力投放力度，利用内外贸兼营船舶进行运力调整，提升整体船队收益。2022H1 公司外贸油轮营收同比增长 45% 至 39.4 亿元，其中外贸原油及外贸成品油分别同比增长 50.2%、70.7% 至 28.0 亿元和 7.8 亿元。在

VLCC 市场上半年整体低迷情况下，公司减少传统运力投放力度，捕捉市场机会，大西洋区域货载运营天数同比增长 5.9%。同时公司利用内外贸兼营船舶进行运力调整，将 3 艘船舶从内贸转为外贸经营，提升整体船队收益。在船队优化上，上半年公司结束 6 艘 VLCC 租入，同时卖出 1 艘老旧 Suezmax 型油轮，并接入 1 艘 LNG 双燃料 VLCC 以及 1 艘 MR。

VLCC 在手订单占比持续下降，持续去库累积补库动能。供给端上，截至 2022 年 9 月 VLCC 新船订单仅为 2 艘，同时 VLCC 在手订单占比由 2022 年 1 月的 7.7% 下降至 4.3%。当前在手订单占比已无法满足 20 岁以上 VLCC 老旧船舶替换需求。需求端上，根据 EIA 数据，当前美国原油库存（含 SPR）已下降至 2002 年水平，持续去库累积补库动能。此外，天然气价格保持高位或推动部分欧洲国家增加原油储备渡过冬季，带动部分油运需求增加。未来若伊核协议达成，黑市带来的高运价将消失，老旧油轮的收益或将无法覆盖运营成本，叠加新的环保公约临近，老旧油轮改装难度大，性价比低，有望加速部分老旧油轮退出。在船厂船台排期至 2024 年，新船造价逐渐上行导致新船订单停滞的背景下，油运供需结构有望得到改善。

风险因素：伊核协议谈判失败；老旧船拆解量不及预期；原油价格持续维持高位；原油消费需求下降超预期；船厂产能大幅扩张；全球疫情控制不及预期。

盈利预测、估值与评级：2022Q2 公司净利润环比 Q1 翻倍，局部疫情背景下人工成本增加及疫情补贴提升推动管理费用上升。VLCC 市场近期表现亮眼，10 月 21 日当周 VLCC 平均日收益环比前一周增长 27%。2022H1 外贸原油和成品油业务营收分别同比增长 50.2% 和 70.7%。公司减少传统运力投放力度，利用内外贸兼营船舶进行运力调整，提升整体船队收益。燃油及人工成本推动成本增长，下半年公司成本端有望得到优化。VLCC 在手订单占比持续下降，2022 年 9 月在手订单占比下降至 4.3%，持续去库累积补库动能。建议关注补库存周期拐点临近和地缘政治事件对运距和拆船量的影响，期待外贸油运业绩新一轮周期弹性的释放。我们维持 2022 年~2024 年公司净利润预测为 14/42/56 亿元，对应 EPS 预测为 0.28/0.87/1.18 元，继续推荐，维持“买入”评级。

附录

附表一：央企与基础设施和现代服务产业相关的板块布局

表 28：央企与基础设施和现代服务产业相关的板块布局

主体	行业	基础设施和现代服务产业相关的板块布局	业务详情
鞍钢集团	环保	鞍钢集团节能技术服务有限公司	大气污染、水污染、固废污染治理
		北京中科圣泰环境科技有限公司	重污染行业技术咨询服务
		鞍钢（上海）环境工程技术有限公司	脱硫脱硝
	房地产开发	合谊地产有限公司	合谊地产有限公司是鞍钢集团新设的重要板块公司，有效发挥土地整理、房地产开发和资产运营三大核心业务的资源整合与协同优势。
国家电力投资集团有限公司	公用事业、环保	国家电投集团远达环保股份有限公司	脱硫脱硝、污水处理
国家电网有限公司	物业管理	国网中兴有限公司	后勤服务业务由国网中兴公司承担，业务范围涵盖重大会议

主体	行业	基础设施和现代服务产业相关的板块布局	业务详情
			议活动服务保障、物业服务、办公服务等。
国家开发投资集团有限公司	环保	中国水环境集团有限公司	高品质下沉式再生水系统
		国投生态环境投资发展有限公司	生态环境治理、修复
		亚德（上海）环保系统有限公司	工业三废处理
国家能源投资集团有限责任公司	公用事业、环保	国能龙源环保有限公司	公司累计承担电力环保治理工程业绩连续 15 年排名行业第一，累计签订电力、煤炭、化工等领域环保治理项目合同总额近 1000 亿元；承接环保装置第三方治理项目（BOT+电价总包）装机 6773 万千瓦，总规模位居国内前列。
		国电科技环保集团有限公司	脱硫脱硝、节能、水处理
		中国节能减排有限公司	节能、水务、脱硫脱硝、资源综合利用
哈尔滨电气集团有限公司	物业管理	哈尔滨哈电物业管理有限责任公司	规模未知
	环保	光大哈电环保能源（哈尔滨）有限公司	垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理
华润集团有限公司	公用事业、环保	华润资本管理有限公司	环保产业基金投资
		华润环保水务有限公司	污水处理、中水回用
新华水利控股集团有限公司	环保	中国水务投资有限公司	区域调水、城市供排水
新兴际华集团	环保	南京际华三五二一环保科技有限公司	环保过滤材料
		源洁环境科技有限责任公司	环境检测
		新兴绿洲环保工程有限公司	施工总承包
有研科技集团有限公司	环保	有研资源环境技术研究院（北京）有限公司	环境科学技术研究和实验发展
中国宝武钢铁集团有限公司	园区开发运营	宝地资产	以盘活集团存量不动产资源为出发点，构筑产业发展新空间，打造新型产业园区，助力城市钢厂转型升级，保障老钢铁基地转型中员工新的职业发展。同时，作为钢铁生态圈的空间载体，与产业布局和区域总部相结合，为生态圈产业提供支撑与服务。
	物流	宝武物流资产有限公司	宝武物流资产有限公司成立于 2019-09-16，法定代表人为张维，注册资本为 300000 万元人民币。
	环保	宝武水务科技有限公司	水务平台公司
		宝武清洁能源有限公司	清洁能源科技
中国诚通控股集团	环保	宝武集团环境资源科技有限公司	环境修复、污染场地整治
中国船舶集团有限公司	环保	中国诚通生态有限公司	水污染治理、大气污染治理
中国大唐集团	公用事业、环保	中船重工物业管理有限公司	注册资本 300 万
中国大唐集团	公用事业、环保	大唐环境产业集团股份有限公司	脱硫脱硝、除尘、除灰渣、粉尘治理、水处理
中国第一汽车集团有限公司	物流	一汽物流有限公司	一汽物流有限公司是中国第一汽车集团公司的专业物流企业，是一汽集团的全资子公司。主营业务：道路、铁路、水上货物运输服务，装卸搬运，仓储，包装服务，劳务服务，汽车租赁；物流技术及其信息系统开发咨询服务。
中国电力建设集团	环保	中电建生态环境集团有限公司	水环境治理、河道治理
		中国电建集团环境工程有限公司	流域环境、土壤修复、农村污水、固废危废处理

主体	行业	基础设施和现代服务产业相关的板块布局	业务详情
中国电子科技集团有限公司	房地产开发、物业管理	中电科（北京）置业发展有限公司	房地产开发；房地产咨询；从事房地产经纪业务；建设工程项目管理；出租办公用房；物业管理；销售自行开发的商品房；工程勘察；工程设计。
	环保	众和海水淡化工程有限公司	海水淡化设备、污水处理
东方电气（乐山）新能源设备有限公司		大气治理、废水污染防治工程	
中国东方电气集团	物流	东方电气集团大件物流有限公司	东方电气集团大件物流有限公司成立于 2007-05-25，法定代表人为张少锋，注册资本为 5000 万元人民币。经营范围包含：国际货运代理；装卸、搬运；仓储（不含危险化学品）服务等。
		中国光大环境（集团）有限公司	涉及环境、资源、能源，业务布局拓展至全国 25 个省（市）、自治区和特别行政区，遍及 210 多个区县市，海外市场涉足德国、波兰、越南及毛里求斯。截至 2021 年底，公司已落实投资的环保项目合共 528 个，总投资约人民币 1,524.55 亿元。
中国光大集团股份公司	环保	中国光大水务有限公司	业务涵盖污水处理、污泥处理、水环境治理、供水。截至 2021 年底，投资并持有 153 个水务项目，涉及总投资约人民币 284.34 亿元；另承接 4 个 EPC 项目及 3 个委托运营项目。
		中广核环保产业有限公司	水务、危废、核环保
中国广核集团有限公司	公用事业、环保	中广核宏达环境科技有限责任公司	环境科技
		中广核环境科技（深圳）有限责任公司	环保技术开发、环保设计、工程建设
		中广核山河环境工程有限公司	环境工程
中国航空工业集团有限公司	房地产开发	中国航空技术国际工程有限公司	公司拥有以航空基础设施为核心，公路交通、市政水务和房屋建筑的协同规划和实施能力，专注服务航空产业，带动临空经济发展。
	物流	中航国际供应链科技有限公司	中航供应链借鉴国际先进供应链集成服务经验，持续提升企业竞争力，以专业化核心能力为支撑，依托航空工业并利用全球资源，为客户提供采购、运输、仓储配送、转包生产、设备采购、智能制造、智能装配等供应链集成服务，努力为航空用户创造更大价值，为中国航空工业发展提供更好支撑。
	环保	中航信托股份有限公司	绿色信托
中国航天科工集团有限公司	房地产开发	深圳市航天立业实业发展有限公司	
	物业服务	深圳市航天物业管理有限公司	
	物流	航天物流有限公司	
	环保	航天凯天环保科技股份有限公司	垃圾处理及转运、焚烧、电子废弃物拆解
		华航环境发展有限公司	市政污水里、农村污水处理
西安航天源动力工程有限公司	危废处理、烟气治理		
中国航天环境工程有限公司	烟气污染防治、水污染防治、固体废物处理		
中国华电集团有限公司	酒店运营、物业管理	华电置业有限公司	华电置业认真贯彻落实集团公司“五三六”战略，深入推进实施“资产运营、资本运作、价值投资”三业并举的发展战略，主营业务集中在酒店运营、物业管理、闲置土地开发（技术咨询平台、开发引战主体）以及价值投资等几个方

主体	行业	基础设施和现代服务产业相关的板块布局	业务详情
	公用事业、环保	中国华电科工集团有限公司	烟气治理、环保水务
	公用事业、环保	华能长江环保科技有限公司	长江沿线垃圾、污泥等固废发电
中国华能集团	港口	华能曹妃甸港口有限公司	华能曹妃甸港口有限公司于2012年1月16日在唐山市曹妃甸区市场监督管理局登记成立。公司经营范围包括为船舶提供码头设施；在港区内提供普通货物装卸及仓储服务；货运港口；贸易代理等。
中国化学工程集团有限公司	环保	中化学生态环境有限公司	区域生态保护
		中化学建设投资集团有限公司	基础设施、化工产业园区、城镇综合发展
		中化学城市投资有限公司	污染治理、污染修复
	物业管理	中汽胜嘉（天津）物业管理有限公司	规模未知
中国机械工业集团有限公司	物流	漳州恒天物流有限公司	漳州恒天物流有限公司于2017年10月17日成立。法定代表人谷景虎，公司经营范围包括：铁路、公路、水路、航空运输咨询；普通货运、货物装卸、停车场经营、仓储服务（不含易制毒化学品及危险化学品）、货物包装、货运代理。
	环保	中机恒通环境科技有限公司	水环境治理、官网维护
中工环境科技有限公司		供排水、工业废水处理、固废处理、土壤修复	
中国建材集团有限公司	环保	南通万达能源动力科技有限公司	创立于1958年，从事锅炉及节能环保设备的研发、生产、销售和服务
中国建设科技集团股份有限公司	环保	中国城市建设研究院有限公司	环境治理设施设计咨询
		中国市政工程华北设计研究总院有限公司	工程规划、工程咨询、工程设计
中国建筑集团有限公司	环保	中建环能科技股份有限公司	工业污水、市政污水、流域水环境
		中建一局集团有限公司	基础设施建设
		中建中环工程有限公司	水环境治理、大气治理
		中建三局集团有限公司	基础设施建设
		中建生态环境集团有限公司	水务工程、海绵城市、地下管廊
中国交通建设集团有限公司	环保	北京碧水源科技股份有限公司	参与多个水环境敏感地区的治理以及膜材料研发、制造
		中交天航环保工程有限公司	环保工程施工、海水淡化
		中交生态环保投资有限公司	水环境治理、传统水务及固废处理
		华康昇泰环境科技（北京）有限公司	废气治理、废水处理、矿山生态修复
		中交（天津）生态环保设计研究院有限公司	环境科学技术研究、水运工程、环保工程设计
		中国环境保护集团有限公司	生活垃圾处理
		中节能国祯环保科技股份有限公司	市政水务、工业水务、水环境治理
中国节能环保集团有限公司	环保	中节能铁汉生态环境股份有限公司	生态环保、生态景观、生态文旅三大板块，拥有水污染防治工程设计甲级、环保工程专业承包一级、工业废水运营甲级、风景园林过程设计专项甲级，以及造林工程、旅游规划设计、污染防治工程等多项专业资质。
		中环保水务投资有限公司	水务产业系统服务提供商
		中节能大地修复有限公司	土壤环境修复

主体	行业	基础设施和现代服务产业相关的板块布局	业务详情
中国林业集团有限公司	环保	中林生态建设有限公司	生态建设工程、园林绿化工程施工、设计
中国铝业集团有限公司	环保	中铝环保节能集团有限公司	烟气治理
中国煤炭地质总局	环保	中国煤炭地质总局第一勘探局有限责任公司	矿山修复
		江苏中煤长江生态环境科技有限公司	水污染治理、环境修复
		中煤浙江生态环境发展有限公司	生态环境治理
		中能化绿能科技有限公司	节能环保设备研发制造
中国煤炭科工集团有限公司	环保	北京土地政治与生态修复科技研究院有限公司	水污染治理、土地整治
		中煤科工生态环境科技有限公司	环境治理技术开发、环境工程建设
		煤科集团杭州环保研究院有限公司	环保工程咨询、设计、施工
中国南方电网有限责任公司	物业管理	广东美居物业管理有限公司	广东美居物业管理有限公司于 2000 年 09 月 15 日成立。法定代表人孔玲，公司经营范围包括：物业管理（按本公司有效证书经营）；房地产中介、绿化服务，室内装饰，水电、门窗、电器维修，房产、物业信息咨询服务，会务服务，物业出租等。（注册金额 300 万）
中国能源建设集团有限公司	公用事业、环保	中国葛洲坝集团水务运营有限公司	水务运营管理
		中国能建装备公司	节能环保设备研发制造
		湖北葛洲坝合润环境建设开发有限公司	污泥处理、再生资源回收
		中国葛洲坝集团生态环境工程有限公司	业务聚焦水环境治理、土壤修复、生活垃圾处理等业务，为生态环境治理提供系统化解决方案
		中国葛洲坝集团绿园科技有限公司	污水、污泥治理与资源化
		中国能源工程集团有限公司	工业水处理、节能减排
		山西省电力环保设备工程有限公司	脱硫脱硝、除尘
中国石油化工集团有限公司	房地产开发	海南洋浦发展有限公司	海南洋浦发展有限公司于 1992 年 11 月 20 日在洋浦经济开发区工商行政管理局登记成立。法定代表人黄永平，公司经营范围包括成片及单项土地开发；转让开发后的土地使用权及房产等。
中国石油化工集团有限公司	房地产开发	抚州广伟清房地产开发有限公司	抚州广伟清房地产开发有限公司，成立于 2014 年，中国石油天然气集团成员，位于江西省抚州市，是一家以从事房地产业为主的企业。
		山东中油新发展有限公司	山东中油新发展有限公司，成立于 2006 年，中国石油天然气集团成员，位于山东省德州市，是一家以从事房地产业为主的企业。
	物流	北京华油国际物流工程服务有限公司	北京华油国际物流工程服务有限公司（简称：华油国际）成立于 2001 年，是中国石油天然气集团公司下属的专业化、综合型国际物流企业，是中国石油合格的系统内物流服务商。
中国铁道建筑集团有限公司	环保	中铁建生态环境有限公司	水环境治理、土壤修复、固废治理
		中铁建发展集团有限公司	生态环保

主体	行业	基础设施和现代服务产业相关的板块布局	业务详情
中国铁路工程集团有限公司	环保	北京中铁生态环境设计院有限公司	工程设计、施工总承包
		中铁四局集团第三建设有限公司	污水处理工程
		中铁水务集团有限公司	城乡供水、污水处理、水环境治理
		中铁环境科技工程有限公司	水固气处理设备或工程
		中铁城乡环保工程有限公司	城乡水务工程
		中国铁工投资建设集团有限公司	生态环境、城市开发
中国通用技术（集团）控股有限责任公司	环保	上海中纺凯泰环保科技有限公司	环保科技
中国五矿集团有限公司	环保	湖南中冶长天节能环保技术有限公司	工业余热开发利用，脱硫固硫，固废与污水处理
		中冶华天工程技术有限公司	以环境、环保和房建市政与康养融合业务为两翼的“一体两翼”三大主营业务，拥有环境工程设计专项甲级、污染治理设施运行服务能力认证（一级）等多项资质
		中国恩菲工程技术有限公司	能源环境、水务设施设计
中国冶金地质总局	环保	三川德青科技有限公司	环保技术开发、技术服务及咨询
		中基发展建设工程有限责任公司	环境工程、河道治理
中国一重集团有限公司	环保	中节能（齐齐哈尔）环保能源有限公司	固废处理、垃圾焚烧发电
中国移动通信集团有限公司	物业管理、租赁	中国移动集团公司之通信服务子公司	中国移动集团公司在中国内地设立了 29 家全资的通信服务公司，其主要经营与房产物业等资产有关的租赁及物业管理业务。（规模未知）
中国长江三峡集团 邮箱公司	公用事业、环保	长江生态环保集团有限公司	依托长江经济带建设，负责与生态、环保、节能、清洁能源相关的规划、设计、投资、建设、运营。
		长江三峡投资管理有限公司	以生态环保、清洁能源、城镇水务、水利工程投资和资产管理业务为主
		长江勘测规划设计研究有限责任公司	水利工程勘察设计
	物业管理	三峡基地发展有限公司	三峡基地发展公司是三峡集团的专业化管家及综合保障平台。拥有物业管理一级资质、园林绿化一级资质等，为三峡集团电力生产、工程建设提供会务、职工餐饮、园林绿化等物业服务，保障三峡集团电力生产、工程建设有序开展。所属实业公司是中国物业管理协会常务理事单位、全国物业服务百强企业。
中国中车集团有限公司	环保	中车环境科技有限公司	村镇污水处理、河道湖泊整治、地下水修复
中国中化集团	环保	中化环境控股有限公司	水污染、固废污染治理
中国中化控股有限责任公司	物流	大连中化物流有限公司	大连中化物流有限公司成立于 2013-06-27，法定代表人为刘春，注册资本为 5000 万元人民币，经营范围包含：道路货物运输（不含危险货物），道路货物运输（网络货运），危险化学品经营等业务
中核工业集团	公用事业、环保	中核环保有限公司	大气、水与固废治理、环境监测、核废物处置

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

附表二：各行业典型央企激励方案

表 29：保利发展股权激励详情

项目	第二期	第一期
激励总数(万股/万份)	12,978.30	5,567.00
激励总数占当时总股本比例(%)	1.09	0.94
期权初始行权价格(股票转让价格)	8.72	9.97
有效期(年)	6 年	6 年
预案公告日	2016-06-07	2011-12-24
激励对象	688 人	178 人
行权条件	1、本计划有效期内各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于股票期权授权日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负； 2、第 1/2/3 个行权日前一会计年度的 ROE 不低于 14%/14.5%/15%，第 1/2/3 个行权日前三个会计年度的净利润年复合增长率不低于 8%/8%8% 3、每个行权日前一年度的总资产周转率不低于 0.25。	1、本计划有效期内各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于股票期权授权日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负； 2、第 1/2/3 个行权期，T+1/2/3 年的 ROE 不低于 14%/14.5%/15%，T+2/3/4 年前三个会计年度的净利润年复合增长率不低于 21%。T 年为股票期权授权日所在年度。 3、营业利润占利润总额比重大于 92%。

资料来源：保利发展公告，中信证券研究部

表 30：招商蛇口股权激励详情

项目	第一期
激励总数(万股/万份)	4352.40
激励总数占当时总股本比例(%)	0.55
期权初始行权价格(股票转让价格)	19.51
有效期(年)	5.年
预案公告日	2016-11-29
激励对象	254 人
行权条件	1、第 1/2/3 批生效前一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净资产收益率（ROE）不低于 13%/14%/15%，且不低于对标企业同期 75 分位值； 2、第 1/2/3 批生效前一个完整财年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润三年复合增长率不低于 13%/13%/13%，且不低于对标企业同期 75 分位值； 3、第 1/2/3 批生效前一个完整财年达成集团下达的 EVA 考核目标 4、自授权日至每一批期权行权期结束日，在满足上业绩条件的基础上，须有至少十个交易日的交易价格达到公司上市发行价（除权后）的 23.34 元或以上，激励对象方可行权。若在行权前公司发生资本公积金转增股份、派送股票红利、股票拆细、缩股、派息、配股或增发等事项，应对前述交易价格目标进行相应的调整。 5、对股票期权激励收益超出计划期初核定收益水平的，根据股票价格增长情况合理控制股票期权收益水平，对激励对象个人激励收益实行封顶机制，即激励对象个人实际激励收益最高不超过本期股票期权授予时其薪酬总水平的 40%。个人实际激励收益水平超出上述水平的，激励对象获授但尚未行使的股票期权不再行使，予以注销，并将超额的行权收益上交公司；

资料来源：招商蛇口公告，中信证券研究部

表 31：央企物管公司股权激励详情

公司	激励类型	激励详情
华润万象	股权激励	公司于上市时突破国企长效激励方式，实施首列员工购股计划，以发售价向合资格董事及雇员优先发售了为雇员预留股份中的 52.25 万股股份以供认购，锁定期为 3 年，中高层及技术骨干认购人数达 247 人。
生活	薪酬激励	公司打造市场化薪酬体系，业绩结果导向，鼓励增量价值；设立市场化外拓专项激励，助力业务规模扩张；设置物业欠费清缴专项激励，提升清欠率。
保利物业	股权激励	2021 年 11 月，公司决议采纳第一期限限制性股票激励计划，计划有效期 10 年，计划授予总量不超过股本总额 10%，分三批解锁；

公司	激励类型	激励详情
		公司首次授予方案含 193 位合格对象，其中 185 位为管理及技术骨干，合计授予股数 512.846 万股，占股本总额比例 0.9268%。
	薪酬激励	公司参照市场化水平，以雇员表现及贡献为参考，建立市场化、有竞争力、绩效导向的薪酬计划，以激励员工创造价值。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

表 32：中远海控股股权激励详情

项目	中远海控股股票期权激励计划
激励总数(万股/万份)	21823.69
激励总数占当时总股本比例(%)	2.136
期权初始行权价格(股票转让价格)	4.10
有效期(年)	10 年
预案公告日	2018-12-04
激励对象	475 人
行权条件	1、每一个生效年度的前一财务年度，中远海控的平均净资产现金回报率（EOE）不低于 12.15%/13%/14%，且不低于对标企业同期 75 分位值； 2、每一个生效年度的前一财务年度，中远海控的归属于母公司所有者的净利润较基期增长率不低于 8%/18%/30%，且不低于对标企业同期 75 分位值； 3、每一个生效年度的前一财务年度，中远海控经济增加值（EVA）均大于 0；

资料来源：中远海控公告，中信证券研究部

表 33：中国建材集团国企改革激励工具箱—五大类八大工具

五大类	八大工具
股权激励	上市公司股权激励、科技型企业股权激励、混合所有制企业员工持股
分红激励	科技型企业岗位分红、项目收益分红
超额利润分享	超额利润分享
项目跟投	项目跟投
虚拟股权	虚拟股权

资料来源：中国建材集团微信公众号，江苏交通控股党建微信公众号，中信证券研究部

表 34：湖北能源股权激励详情

项目	第一期
激励总数(万股/万份)	6,230.14
激励总数占当时总股本比例(%)	0.96
期权初始行权价格(股票转让价格)	2.39
有效期(年)	6
预案公告日	2021 年 11 月
激励对象	178 人
行权条件	第一个解除限售期（授予登记完成之日起 24 个月）：（1）2022 年度净资产收益率不低于 6.80%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；（2）以 2020 年营业收入为基准，2022 年营业收入复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；（3）2022 年 $\Delta EVA > 0$ 且 2022 年度经济增加值满足集团公司考核要求。 第二个解除限售期（授予登记完成之日起 36 个月）：（1）2023 年度净资产收益率不低于 6.95%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；（2）以 2020 年营业收入为基准，2023 年营业收入复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；（3）2023 年 $\Delta EVA > 0$ 且 2023 年度经济增加值满足集团公司考核要求。 第三个解除限售期（授予登记完成之日起 48 个月）：（1）2024 年度净资产收益率不低于 7.12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；（2）以 2020 年营业收入为基准，2024 年营业收入复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平；（3）2024 年 $\Delta EVA > 0$ 且 2024 年度经济增加值满足集团公司考核要求。

资料来源：湖北能源公告，中信证券研究部

表 35：央企公用事业和环保公司股权激励详情

公司	激励类型	激励详情
三峡能源	股权激励	2021 年 11 月，公司决议采纳第一期限限制性股票激励计划，计划有效期 6 年，分三批解锁。公司首次授予方案含 206 位合格对象，其中 196 位为管理及技术骨干，合计授予股数 5604 万股，占股本总额比例 0.1961%。
	薪酬激励	实施差异化激励，健全市场化薪酬体系。
碧水源	股权激励	2019 年 4 月，公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股，合计授予股数 2000 万股，占股本总额比例 0.63%。
	薪酬激励	公司实行结构化薪酬：绩效薪资与考核相结合，实行长、中、短期激励，短期激励与业绩挂钩密切，中期激励旨在稳定骨干员工，长期激励旨在扩大事业伙伴团队。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。