

混改激荡“财富效应” A股昂首在望

□本报记者 叶涛

2018年是我国改革开放四十周年。以国企改革为抓手,国有资本、运营公司与出资企业之间的关系进一步厘清,国有资本以多种方式入股非国有企业;社会资本也通过定增等方式参股电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等关系国计民生和经济安全重要领域的国有企业。展望未来,国企改革继续深化提速,带来的是宏观层面企业经营效益的全面提升,这将成为未来支撑A股市场昂首向上的重要基础。



视觉中国图片

国企改革步入深水区

自十八大提出“深化国有企业改革”以来,我国在国企改革推进中积累了一定可复制推广的经验。混改中通过增资扩股、股权转让等多种方式引入投资者,同时开展员工持股,形成股权多元化。央企并购重组则从“横向合并”、“纵向联合”以及“专业整合”三个方向进行,有效做大做强优势企业,缩减国资委下央企户数到百家以内。

但是,伴随着中国经济的持续发展,国有企业天然地由于特殊的所有权、管理权和经营权的安排,使得各种围绕着经营效率、资源消耗和资产结构等方面的问题也愈发尖锐地凸显出来。

党的十九大报告进一步指出,要完善各类国有资产管理体系,改革国有资本授权经营体制,加快国有经济布局优化、结

构调整、战略性重组,促进国有资产保值增值,推动国有资本做强做优做大,有效防止国有资产流失。深化国有企业改革,发展混合所有制经济,培育具有全球竞争力的世界一流企业。

可以说,站在新的历史起点上,新时代国企改革方向得以明确,拥有了根本遵循。

回首2018年,国企资本运作加速落地,尤其下半年以来国企交易占比提升非常迅速,整体进展或超市场预期;股权类交易是国企调整资本结构或资产结构的首要方式,且比例也在不断上升,其中央企股权交易利用率最高,地方国企则贡献了下半年的绝大部分增量;下半年实物或无形资产类交易占比明显攀升,对密集出台新政响应明显加快。

对此,长江证券认为,在结构性杠杆

仍然较高的背景下,国企改革着重围绕国有股权管理制度的放松、由管资产向管资本转变以及降低资产负债率等方面展开,已实质上步入改革深水区。国企资本运作为当前国企调整资产/股权结构的主要手段,并将贯穿目前国改政策推进的始终。

国泰君安证券也表示,从国改小组的新任命开始,到国资委对重点部署工作的再三强调,再到各部委配套政策的陆续发布,2018年国企改革的加速器再次启动。与此同时,国际贸易摩擦提升了国企市场化改革的需求,而稳杠杆的政策目标也要求国企在资源配置中进行必要的战略调整,深化国企改革的宏观逻辑和政策方向正在经历新的拐点。“预计接下来,国改的政策力度与推进速度都会明显提升,超过此前市场预期。”

提升国有资本运营效率

国企改革的本质是要提高国有企业经营效率,盘活国有资产。

从2016年到现在,我国混合所有制改革试点共选取了50家企业分三批进行,主要涉及电力、石油、天然气、铁路、民航、军工、电信等国有资本相对集中的行业,目前第三批混改试点正在推进中。

从试点的情况来看,内部架构治理上,投资、运营公司几乎都选择了“小总部、大产业”模式,在部门及人员方面率先进行精简,职能方面也针对业务进行分类管理,重视一线的市场化机制,同时在放权和监管之间探索新的模式;业务上,国有资本投资公司在产业方面更加专注,退出一部分,整合一部分,国有资本运营公司关注于通过平台的打造来盘活国有资产,实现保值增值;操作上,投资和运营

公司都倾向于设立对应的基金来提高投资运营的能力。

根据国资委统计,2017年国有资本运营公司实现利润总额3056亿元,同比增长25%,显著高于央企整体15.2%的利润同比增速。

数据显示,2018年上半年,国有企业经营情况良好。营业总收入方面,国有企业营业总收入277588.6亿元,同比增长10.2%。其中,中央企业161307.7亿元,同比增长9.9%;地方国有企业116280.9亿元,同比增长10.6%。利润方面,国有企业利润总额17176.3亿元,同比增长21.1%。其中,中央企业11134.1亿元,同比增长18.6%;地方国有企业6042.2亿元,同比增长26.0%。良好的经营情况也为下一步的国企改革提供坚实的基础。

2018年出台的《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》也对国有资本投资和运营的定位做了明确的区分:国有资本投资公司要在关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域,以对战略性核心业务控股为主,开展投资融资、产业培育和资本运作等,意在提升产业竞争力;国有资本运营公司则以财务性持股为主,开展股权转让、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等,意在提升国有资本运营效率。

国泰君安证券判断,混合所有制改革深化,国有资本投资运营公司试点扩围,央企并购重组突破以及降杠杆减负债的不放松将是国企改革工作接下来主要的四个方向。

支撑A股信心修复

2018年是改革开放四十周年,改革和开放成为两个无法回避的投资主线,其中“国企改革”更是一个不得不谈的话题。

反映在A股市场上,从交易价值和交易频次两个角度而言,2018年消费类和周期类整体国企股权交易占比均有所提高;TMT的占比非常小,且有逐年缩小趋势;天然的,公用事业和军工国企股权交易占比始终占据相当大的比例。整体而言,2018年同比增长较多或占比权重较大的一级行业主要包括公用事业、军工、电子、化工、交运、电气设备、房地产、汽车、食品饮料和商贸等一共10个行业。

下沉到细分领域则主要包括电力、船舶、光学光电子、电源设备、化学制品、航运、高速公路、港口、电气自动化、房地产开发、汽车整车、饮料制造和一般零售等一共13个二级行业。政策驱动、较高的资产负债率、较低的行业集中度或为国企股权交易集中在这些行业的主要原因。

回首过往,国企改革作为一个贯穿中长期的主题,每一次市场关注的重点都不尽相同。2014年7月国资委启动“四项改革”试点,其中入选国有资本投资运营公司试点的国家开发投资公司表现最佳,旗下的四个标的均有可观涨幅。本轮行情结束于11月,当时券商开始领涨,杠杆牛市启动,中小票开始迎来上升机会。

2014年12月30日南北车双双宣布合并方案,2015年5月国家核电和中国电力合并,总的来看,这半年,市场对央企合并的主题给予充分预期。中国重工在此后的停牌、南北车复制南北车的猜想等进一步助推主题热度,一些有合并预期或传闻的央企大涨。

2016年下半年开始,混改对于国企改革的重要性在多次大会中被凸显。2016年7月国企改座谈会,一众混改典型企业出席;2016年底的政治局会议和中央经济工作会议都强调混改是国企改革突破口。同时以中国联通为事件驱动,混改概

念一时大热。2016年9月国资委通过中国联通混改方案正式引爆行情;9月28日,发改委召开国企混改试点专题会,第一批混改试点出炉。

天风证券认为,目前国企改革已经进入了自下而上甄选个股的阶段,并不支持对于整个板块的炒作。寻找到那些真正能够通过不错的改革方案,释放红利、提高经营效率、整合资源的公司,是下一阶段国企改革机会的重点。

安信证券也表示,国企改革再次提速背后蕴含着深刻的时代背景:在更加错综复杂的外部环境下,内部改革需要更积极,国企是经济的顶梁柱,深化改革,释放国企活力是保持经济韧劲的基础。

安信证券首席策略分析师陈果更强调,国企改革继续深化提速带来的宏观层面企业经营效益的全面提升,背后反映出的是应对错综复杂的国内外环境迎难而上的改革定力。这将成为未来支撑A股市场信心修复的重要基础。

中期投资价值三主线浮现

伴随“1+N”国改政策框架搭建基本完毕,国企改革正式进入以试点企业为核心的执行阶段。当前,国企改革正处于试点企业经验推广由“点”及“面”加速铺开的新阶段。试点企业、资本、政策三大主线呼之欲出。

改革加速铺开

国企改革是我国改革转型期非常重要的环,具备中长期主题投资价值。从7月以来顶层密集调研、配套政策出台等动作来看,国企改革在新的内外部环境正在进入新阶段。

一方面,面对国际贸易新形势,国企通过深化改革“做大做强”提升全球竞争力的迫切性更高。

广发证券预计,接下来国企改革新的调整方向大致包括:第一,通过科研院所改制强化自主可控领域,比如通过军工科研院所改制提高军工国企自主研发积极性;第二,通过混改在结构上往战略新兴产业靠拢,比如联通混改引入BATJ战略投资者在物联网、AI、大数据、云等领域开展深度合作;第三,通过专业化重组凝聚资源打造国际优势品牌,提升资源配置效率。

另一方面,从政策边际变化来看,2018年下半年以来关于国企改革的政策信号明显增多,比如国资委主任肖亚庆7月11日赴兵器装备集团调研、7月17日赴中国三峡集团调研、7月24日赴中航工业所属空客天津总装公司等调研。领导层国企密集调研侧面反映出改革执行力度后续有望加大。

国泰君安证券认为,内外环境的变化使得国企改革的迫切性提升,2018年也是我国改革重点推进的一年,预计国企改革的下半场不仅在配套政策上更加细化,在改革的实质进展上也会有所突破。

中期主线浮现

2017年12月5日,国资委宣布第三批混改试点名单确定,一共有31家。与前两批19家全为中央试点企业不同的是,第三批次名单中只有10家是中央企业子企业,其余21家都是地方国有企业,表明混改的重点逐渐从央企转向地方国企。

在资本市场上,国企A股上市平台经常被用来做更多元化的改革,比如定增引入战投、员工持股、混改、股权转让等。根据iFinD数据显示,2018年上市国有企业共发生重组事项580件,股权转让20件,其中进入下半年后明显加速,仅7月单月A股国企发生重组192件、股权转让38件,均占了接近今年以来案例数的1/3。2018年下半年起,继上海、深圳概念股启动之后,天津、重庆等地方国企改革标的也开始异动,地方性“炒地图”行情已经拉开。

梳理以上种种国企改革案例和现象,广发证券认为,其后隐藏着三条投资线索:一是国企重组整合,根据国资委部署,接下来将稳步推进装备制造、煤炭、电力、通信、化工等领域中央企业战略性重组;持续推动煤炭、钢铁、海工装备、环保等领域资源整合。建议重点关注煤电、化工等近期重组、股权转让案例增多领域。二是国企混改。混改重点依然聚焦电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工七大垄断领域,以东航深化混改为信号,建议重点关注盈利迫切性较高的铁路、军工等领域。三是国有资本投资、运营公司平台。建议重点关注江苏、广东等近期组建动作较大的地方国企。(叶涛)

亮点纷呈 混改迎来新看点

随着国企改革纵向延伸和横向融合,研究机构建议投资者从央企和地方国企两个层面进行关注,把握住混改滚滚洪流中的精彩亮点,捕捉一系列丰富多彩的布局机遇。

四大新看点

进入2019年,国企改革还将继续推进。梳理头部券商观点,在新目标下,未来的工作开展的可能模式有望体现在四个方面:

一是推动高层级央企混合所有制改革将成为深化主要方向。分层分类推进混改的要求下,央企集团层面的突破(如东航集团等),地方国改的推广以及第三批混改试点方案的批复大概率成为看点。

二是提高企业核心竞争力将是未来央企发展重点。在国有企业改革领导小组第一次会议上,明确指出要“抓好对国企改革全局指导,引导企业做好发展长期规划,界定主业,提高核心竞争力”。因此,提升自己的主业竞争力将是国企未来很长一段时间的重要任务。根据市场人士判断,央企未来在核心确认的前提下,还将继续加大整合力度,缩减企业数量而提升整体优势。

三是国有资本投资、运营公司进入规范化发展阶段。除中央设立以外,各地政府也在近年积极开展国有资本投资、运营公司试点。据了解,在国资委的统计下目前全国共开展了104家国有资本投资、运营公司试点。虽然从全国范围来看,存在着不同区域间试点成果差距较大的情况。

但随着《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》的发布,接下来的试点工作具有操作层面的指导意见。前期中央和地方政府在试点实施过程中存在的问题和模糊定义将随之调整和规范,框架设立后的经验推广有望加速。

四是降低杠杆,防范化解重大风险。我国自2016年起通过供给侧改革以及对“僵尸企业”的处理,清理了大量不良资产。但相较于整体的目标而言,还只是刚刚开始。

7月初国资委召开的“降杠杆减负债工作推进会”上,兵器装备、中国石化、中国华能、中国铁建等6家央企签订了降杠杆减负债的责任状。2018年下半年国资委的重点任务中,更是将严控债务风险放在了首要位置。根据国泰君安证券判断,后期将会加大对国企降杠杆防风险方面的监管和考核,而混合所有制改革、市场化债转股等利于国企多渠道降低资产负债率的方式将继续获得鼓励。

三大机会凸显

国有企业的盈利能力对经济增长起着举足轻重的作用。在周期类行业盈利大幅改善后,负债率开始降低,供需格局明显改善,供给侧改革宣告阶段性成功,但如何维持国有企业稳定的业绩增长将成为下一阶段宏观托底的关键之一。作为宏观经济的“晴雨表”,A股市场由此衍生出一系列丰富多彩的投资机会。

从主题投资的角度来看,招商证券认为,2018年6月以来,政策层面事件催化剂较多。本主题已从制度型逐步演化成事件型主题。未来催化剂和事件冲击将持续,国企改革主题投资的空间和时间会得到拓展。

招商证券分析师张夏建议沿三条主线布局国企改革主题:一是央企试点混改以及部分地方混改,建议关注油气+军工+地方;二是国有资本投资、运营公司改革,除作为央企改革试点的国投和中粮集团外,地方国资也正在加快布局改组与组建国有资本投资运营公司,如广东、上海、江苏等;三是央企战略重组,建议关注电气设备领域,汽车、化工、电子相关集团内的上市公司。(叶涛)