

# 上市民企税负水平高于地方国企

## 混合所有制改革可助国企提升效率

□本报记者 刘兴龙

上半年营收规模居前的8家央企业绩				
证券简称	上半年营业收入(亿元)	上半年净利润(亿元)	销售利润率(%)	净资产收益率(%)
中国石化	13,561.72	314.30	3.29	4.89
中国石油	11,539.68	681.22	8.29	5.19
中国建筑	3,749.41	118.15	5.67	6.63
中国中铁	2,773.22	40.61	2.19	4.08
中国铁建	2,616.94	49.83	2.48	5.64
中国交建	1,585.63	58.11	4.80	5.33
中国联通	1,534.60	22.22	5.73	0.99
中国神华	1,291.97	215.46	25.80	6.36

上半年营收规模居前的8家普通国企业绩				
证券简称	上半年营业收入(亿元)	上半年净利润(亿元)	销售利润率(%)	净资产收益率(%)
上汽集团	3,200.14	135.73	7.01	8.50
中国人寿	2,437.40	184.07	9.38	7.58
江西铜业	929.36	11.96	1.88	2.65
格力电器	589.30	57.18	11.85	15.58
上海建工	550.77	8.55	2.18	5.93
酒钢宏兴	544.89	-3.22	-0.72	-1.98
建发股份	531.78	10.04	3.29	4.92
河北钢铁	506.76	3.33	0.82	0.74

上半年营收规模居前的8家民企业绩				
证券简称	上半年营业收入(亿元)	上半年净利润(亿元)	销售利润率(%)	净资产收益率(%)
美的集团	777.08	66.10	11.26	15.68
苏宁云商	511.52	-7.55	-2.01	-2.70
TCL集团	438.96	14.74	5.24	6.28
万科A	409.62	48.09	17.39	4.55
中兴通讯	376.97	11.28	4.36	4.54
新希望	320.78	9.51	4.30	5.43
庞大集团	310.36	0.44	0.52	0.48
长城汽车	285.27	39.54	16.71	13.39

在推进国企混合所有制改革和鼓励民资进入垄断性行业的背景下，国有企业与民营企业谁的税收负担更重的话题备受关注。

随着半年报披露完毕，A股上市公司的财务数据让我们有了比较的基础。从实际控制人类型来分析，A股公司可以分为三类：国务院国资委和汇金公司控制下的央企、地方和部委所属的普通国企、民营企业。之所以将央企、地方和部委所属国企进行区分，主要是由于二者在企业规模、业务范围存在着较大的差异。

仅从数据比较，傅成玉关于税收负担较重的说法似乎是成立的。263家央企2014年上半年缴纳各项税费8648.55亿元，税收负担率为12.32%。与之相比，普通国企、民营企业的税收负担率（支付的各项税费除以同期营业收入）分别为7.00%和8.81%。中国石油、中国石化支付税费金额位列所有上市公司的前两名，累计缴纳3587亿元，税收负担率为14.29%，高于央企的平均水平。

“按规模排序，我国500强企业的前37名都是国企。与此同时，500强公司中有43家亏损企业，其中42家是国企。”在近日一份由中国企业联合会、中国企业家协会发布的2014中国企业500强榜单中，国企规模扩张与效率提升不同步的问题显得十分突出。

在目前的A股市场中，随着近些年IPO持续扩容，中小企业的公司数量早已超过了国企，不过盈利规模依然远远落后。2014年半年报显示，央企和普通国企实现净利润9387.73亿元，占A股公司净利润总额比例为74.09%。

营业收入占比大，未必代表着经营效率更高。2014年半年报数据显示，716家普通国企上市公司净资产收益率为4.87%，而1562家民企上市公司的净资产收益率为6.15%。在2013年年报中，这样的差异依然存在，普通国企和民企的净资产收益率分别为9.44%、11.32%。以销售利润率作

今年以来，新一轮国企改革浪潮正在全国各地兴起，迄今已先后有超过20个省市出台了国企改革方案。对于央企、地方国企上市公司来说，推进混合所有制带来的改变将主要来自于效率的提升。

“根据企业功能定位，分类完善治理结构、分开展开绩效评价、分类考核。引导企业按照不同目标发展，探索对混合所有制企业监管的有效方式。”北京市8月份发布的《关于全面深化市属国资国企改革的意见》明确提出，“国有股本低于50%的企业不再简单套用国有及国有控股企业的监管制度，实行更加市场化的监管机制。”

民营企业与非民营企业在绩效方面的差异，主要原因是两类上市公司在治理机制方面的差异，民

去年中石化一年的税费是3200多亿，平均每天8亿人民币。”中国石油化工集团公司董事长傅成玉的一番话让国企与民企税负孰高的问题再度引发热议。从上市公司数据来看，国有企业无论是营业收入、净利润，还是支付税费总额，都占据了绝大比例。然而，如果剔除企业规模和业务类型特殊的央企之后，民营企业的税收负担率则明显高于地方和部委所属国企。

业内人士认为，普通国企的经营效率低于民营企业，不同的治理机制导致了二者之间的绩效差异。发展混合所有制经济是本轮国企改革的重点，股权结构和治理机制有望得到完善，其目的恰恰是改变国企经营效率低下的问题。



## 民企税负压力较大

然而，如果考虑到央企规模大，产业链长于一般国企和私营企业，这种税负比例的简单比较又是不够科学的。财税专家指出，石油、电力、铁路等央企所处行业较为特殊，基于自身全产业链的前提，在我国的增值税制度下，计算出的税负会明显比产业链短的企业高。与此同时，很多央企集中在产业链的上游环节，产品价格是行政垄断定价，这些企业的税收贡献，主要转嫁给了中下游企业和消费者。

显然，如果比较税负差异，普通国企、民营企业更具可比性。半年报显示，716家普通国企上市公司缴纳各项税费2515.91亿元，税收负担率为7.00%；1562家民企上市公司缴纳各项税费2678.88亿元，税收负担率为8.81%。二者对比可以看到，民企的税收负担明显高于普通国企。这并不是一个偶然现象，通过对2012年、2013年的数据分析，民企的税收负担率都要高于普通国企1个百分点以上。

以市场充分竞争的汽车行业为例，同样是整车

## 国企效率亟待改善

为衡量指标，它反映企业每卖出一元钱的产品可获得多少利润。按照2014年半年报数据统计，普通国企的销售利润率为9.04%，而民企的销售利润率高达14.30%。

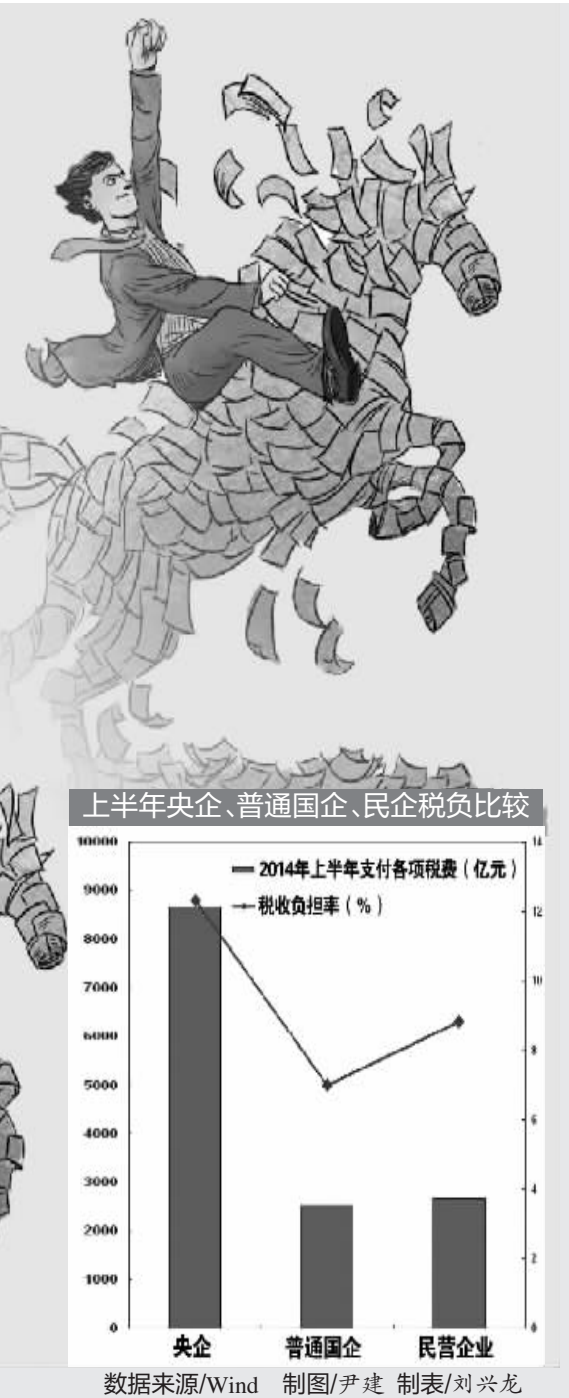
今年以来，房地产市场风云突变，需求低迷、房价回落牵动着楼市和股市投资者的神经。国家统计局数据显示，2014年1-8月份，商品房销售面积64987万平方米，同比下降8.3%。数据显示，民企上市公司中，营收前五名的万科A、金地集团、华夏幸福、荣盛发展、中南建设2014年上半年平均销售净利率为11.30%，而2013年为11.17%；普通国企上市公司中，营收前五名的金融街、首开股份、嘉凯城、北京城建和福星股份2014年上半年平均销售净利率为6.02%，而2013年为10.33%。房地产企业降价促销以期消化库存的行为，最直接的影响就是销售净利率的变动。通过数据的对比，面对市场环境的变化，民营上市公司保持了净利润率的稳定，而普通国

## “混改”可提高国企效率

营上市公司的治理机制较国有上市公司的治理机制更加合理，从而导致了不同的企业绩效。

每个员工创造财富的多少，可以看作是衡量国企与民营企业经营效率差异的标准之一。2014年半年报显示，716家普通国企上市公司员工人数合计约490万人，平均每人实现营业收入73.32万元，创造净利润4.78万元；而1562家民企上市公司员工人数合计527.72万人，平均每人实现营业收入57.63万元，创造净利润6.22万元。

民营企业由于产权清晰，所有者能够获得所有权带来的收益，就有更强的激励机制去严格监督，并防止企业生产经营中的低效行为。民营企业大多都是中小企业，所有者本身就是经营者，自己掌握企业的真实信息，基本不存在“信息不对称”和“激励不



制造企业，2014年上半年9家普通国企上市公司的平均税收负担率为4.60%，而长城汽车、比亚迪等4家民企上市公司的平均税收负担率为7.48%。其中，纳税额最多的上汽集团上半年缴纳各项税费144.38亿元，税收负担率只有4.51%；民企中纳税最多的长城汽车缴纳税费30.73亿元，税收负担率则高达10.77%。

针对中小企业税费负担重的问题，近年来政府先后出台了一系列优惠政策，2013年全年减轻企业税负1200亿元，其中受惠的主体对象是中小企业。不过，上市公司的数据显示，与普通国企相比，民营企业税收负担依然较重。

事实上，民营企业的劣势不仅于此，融资难的问题不仅仅困扰小微企业，融资地位差异在A股市场中同样存在。2014年半年报显示，普通国企上市公司借款金额合计23881.24亿元，占总资产的比重为10.89%；而民营上市公司借款金额合计17383.89亿元，占总资产的比重仅为4.64%。

企上市公司在营业收入小幅减少的情况下，净利润下滑幅度较大。

民营企业的经营效率高于国企是一个不争的事实。国家统计局的数据显示，2014年1-7月份，在规模以上工业企业中，国有及国有控股企业实现利润总额8691.5亿元，同比增长6.3%；私营企业实现利润总额10894亿元，增长13.4%。

在经济增速放缓的背景下，A股上市公司的业绩呈现出明显的分化：中国石油、中国石化等央企维持稳定增长，普通国企增速从14%降至个位数，民企则保持16%左右的业绩增幅。市场人士分析，很多央企占据行政垄断地位，处于产业链的上游，拥有行政垄断定价，业绩稳定性较强。而在经济环境趋弱的情况下，中下游环节对产品需求锐减，价格趋向下调，国有企业由于产品和成本关系更加刚性，导致业绩下降的趋势明显。民营企业可以通过成本控制、业务调整等方式缓解市场需求变化带来的影响。

谈及激励机制，股权激励无疑是A股上市公司运用最为普遍的激励手段之一。统计显示，今年以来112家上市公司公告实施了股票或期权激励计划，其中，国有企业只有7家。

在混合所有制改革大潮引领之下，国有企业的股权结构和治理机制有望得到完善。混合所有制、股权激励等机制改革的启动，既对国资的治理结构带来良性促进，也将使原有的国企监管方式实现“换水”。国务院发展研究中心研究员吴敬琏日前对媒体表示，发展混合所有制经济可以提高整体经济的运营效率。而在国有资本经营和管理方式上，政府将由过去管企业的方式向管资本的方式转变。

## 国企改革题材活跃 机构欲多维度掘金

□本报实习记者 叶涛

今年以来，各地积极探索混合所有制改革的新路径，其中一些国企已经有混合所有制改革方案，并得到资本市场热烈响应。最近5个交易日，大盘持续高位震荡，Wind国资改革指数却迭创新高；与国资改革相关的卫星导航、油气改革等概念也受到投资者高度关注。分析人士表示，鉴于年内各地方国企改革将加速推进，上海、广东等地区相关概念股值得关注。同时，部分机构认为应从多个维度掘金国企改革题材。

### 国企改革题材逆势走强

分析人士认为，国资改革毋庸置疑将贯穿改革战略的始终，受益面及辐射面远非一般题材概念所能比拟，A股投资者也对其寄予厚望，往往消息面上一有风吹草动，相关板块及个股即闻风而涨。

近期随着国企改革步入“深水区”，A股市场上这一题材再度随“风”起舞。近一周，Wind国资改革指数大涨7.38%，显著跑赢沪综指，板块内成分股也“涨”声一片，新能泰山连收4个涨停板，累计涨幅达到50.52%；岳阳林纸、际华集团、国电南自紧随其后，涨幅也分别达到18.63%、18.24%和16.61%。不但如此，上海和广东这两个地方国资改革“试验田”也获得各路资金青睐，板块上涨4.25%和3.07%。

受军工领域近期加速向民资开放影响，航母、卫星导航等概念同样“涨”声一片。过去5个交易日，上述指数分别上扬12.68%和9.47%。值得注意的是，上述概念最近的上涨起点均为8月29日，但上周沪综指高位休整，这些指数却并未随之回调，反而逆势走强。这表明市场对这一题材中长期投资价值较为认可。早在6月中旬，国资改革、上海本地重组、广东国资改革指数就已经高歌猛进地向上展开攻势，而彼时正是沪综指在2150点附近箱体震荡的“多空僵持期”，延续至今上述指数K线依然维持强势。分析人士表示，下半年

## 地产等行业或积极推进“混改”

□本报实习记者 刘亮

截至目前已有近20个省市先后出台国资国企改革方案。分析人士认为，预计2015年下半年开始，混合所有制改革会初露端倪，市场化程度较高的东南沿海省份的地方国企改革有望率先推进。从行业来看，地产建材、纺织服装、商贸等行业的混合所有制改革力度可能最大，投资机遇暗藏其中。

### 各地规划“混改”路径

从各地方案的具体内容来看，混合所有制已成为新一轮国企改革的核心，大部分省市都从国有资本集中度、国有资产证券化程度、混合所有制企业比例等方面，明确了国企改革的主要目标；其改革任务的完成时间均在2020年以前。

上海提出，经过3-5年的推进，基本完成国企公司制改革。将通过公司制改革、开放性市场化双向联合重组、股权激励和员工持股三种途径推进混合所有制改革。重庆提出，未来3到5年，2/3左右的国有企业将发展成为混合所有制企业，适宜上市的企业和资产力争全部上市，80%以上的竞争类国有企业国有资本实现证券化。

江西省的混合所有制改革则更为具体。江西省盐业集团公司、中国江西国际经济技术合作公司、江西省招标咨询集团有限公司三家公司成为改革试点。上述三家推行混合所有制改革企业资产达64.38亿元。在具体操作层面，将通过增资扩股引进战略投资者。在坚持国有控股的原则下，鼓励集团经营层及重要骨干参股，将公司改造为包括国有、民营等多元投资主体的混合所有制企业。其中，中国江西国际经济技术合作公司拟采取分立式改制模式来实现集团

国资国企改革进一步深化，这意味着A股市场上这一题材的涨势并未完结，未来有望持续活跃。

### 从竞争性行业入手“淘金”

目前，上海、广东、北京、安徽等多个省市公布了国企改革试点方案，做大做强重点行业和关键领域的国企、提高国企资产证券化率、推进混合所有制、实施股权激励是各地的重心。广发证券建议，可以从国资分布和国企改革推进情况两个方面来把握投资思路。前者决定了国企改革的空间，可以用各地国有资产总量与上市公司资产总量衡量；后者可以体现各地国企改革的决心与速度，可以用国企改革政策目标的清晰程度和已有国企改革的推进情况来衡量。

总量上，上海、北京、广东名列前茅，根据2011年数据，上海国有资产总量高达8.48万亿元，高居全国之首，改革空间较大；广东、山东、江苏等省市也同样拥有深厚的改革潜力。分析人士认为，凭借先发优势以及体量规模，涉及这些地区的概念股将在资本市场上率先受益。

广发证券在研报中提到，无论从国际经验，还是目前已经推出的国企改革案例来看，改革都会按照先易后难、先竞争后垄断的顺序推行，竞争性行业将是未来国企改革的先行领域。从央企和地方国企上市公司的市值分布来看，央企主要集中在上游能源（石油天然气、煤炭）、金融（银行、人寿保险）、物流运输（航空、海运）、公用事业（电力）电信、国防等行业，而地方国企扎堆在公用事业（燃气、水务）、饮料、媒体、汽车等行业中偏下游和消费，以及竞争性较高的子行业。

财通证券认为，竞争程度高且盈利能力低于同行业水平的行业将首先受益混合所有制带来的企业活力，如生物科技、应用软件、西药、电子设备和仪器等细分行业。

银河证券看好北斗板块、信息安全、集群通信专网等领域，认为混合所有制改革将给它们带来资产重估的契机，从而熨平短期行业波动。

层面混合所有制改革，以现在主营业务为核心，通过引进战略合作者和公司经营管理层投资入股，重新发起设立一家股份有限公司。

### 地产行业改革预期较强

此外，央企层面的混合所有制改革也跃跃欲试。在年初中石化等央企宣布改革方案后，越来越多的央企也进行了混合所有制改革的尝试，如中储股份引入外资战投、恒天集团提出引入战投、中冶集团在大项目小公司上优先推进“混改”、国电集团明确推进股权架构层面的改革（包括整体上市和发展混合所有制）等。

目前在中央以及地方的混合所有制改革主要方案中，利用资本市场进行整体以及核心资本上市、引入战略投资者以及由股权激励和员工持股组成管理层激励等举措最为社会各界关注。

分析人士认为，本轮国企改革成功与否与混合所有制改革关系密切，最有可能率先启动的是市场化程度较高的东南沿海省份的地方国企改革。从行业竞争程度与混合所有制经济比重的角度来看，食品饮料、纺织服装、家电、商业贸易等竞争类行业的国有企业混合所有制程度最高，在改革中也最容易推进。

从资本市场来看，在行业产能过剩、长期亏损的背景下，部分钢铁、有色集团将着重于重组、上市，一定程度上引入民资。石油石化、电力煤炭集团属于能源资源类行业，在国家安全方面具有战略性作用，需要保持国有控股，可能在某些竞争性资产领域适度开放，以提高资产活性及盈利能力。航天军工、信息技术等属于战略性新兴产业，可能侧重于引入战略投资者，进行技术、资源和市场合作。而地产建材集团处于完全竞争领域，进行混合所有制改革的动力较为充足。