

# 顶层设计正式出炉 资本市场大有可为 国企改革料成A股新引擎

□本报记者 刘丽靓



CFP图片 制图/尹建

## 地方国资改革提速

□本报记者 徐金忠

在国资国企改革顶层设计落地之际，业内人士认为，地方国企改革的方向已经明确，但不同地方、不同企业的改革侧重点和改革进度仍有很大差别，地方国资国企改革有望因地制宜加速推进。

### 上海继续创新推进

上海国资国企改革在管资本为主、推进国企集团整体上市等方面与此次出台的《关于深化国有企业改革的指导意见》(下称《指导意见》)的精神有不少相通之处。事实上，2013年发布《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》后，上海作为地方国资重镇，其改革先试先行、创新开拓的角色就已经确定，上海的改革措施和改革经验成为了国企改革顶层设计的重要参考。

在顶层设计出台之后，上海的改革如何继续推进成为市场关注的话题。9月11日，申达股份因筹划重大事项停牌。仪电集团则在9月10日表示，为了加快国资国企改革，提升企业市场竞争力，将进一步加快集团资产证券化率，将由目前的35%提升到60%左右，为整体上市提供条件。

上海市国资委人士表示，《指导意见》的发布对上海国资国企改革来说是来自顶层设计设计的支持。上海此前推行的改革与《指导意见》提出的改革方向和改革措施有相通之处，上海国资国企改革将在允许的范围内继续创新推进，重点国企集团的改革则是重中之重。

### 京粤改革前景广阔

不仅仅是上海，《指导意见》的出台对地方国资国企改革的促进作用将逐步显现。

申万宏源认为，在《指导意见》出台之后，各地的国企改革政策将迅速跟进，山东、上海、广东、贵州等地的国企改革将获得政策的持续推动。齐鲁证券研究报告认为，四川、湖北、重庆、北京、天津、浙江、福建等地的国资改革与产业优化升级、国企混合所有制改革、国企治理结构优化等联系在一起，拥有广阔的发展前景。

以北京为例，北京国企集团在资产证券化率等领域的突破空间巨大。传统老牌企业或者经营良好的优质公司，有望迎来员工持股、股权激励等方面的好利。而对于部分国企的上市平台来讲，集团内部兄弟公司资产注入的预期值得期待。

去年8月16日发布的广东省《关于全面深化国有企业改革的意见》指出，要进一步实行行政企分开、资企分开，尊重市场经济规律和发展规律，推动国有企业完善市场化经营机制，成为真正的市场经济主体。今年5月发布的广州市《关于全面深化国资国企改革的意见》同样提出要坚持以市场化为导向，尊重市场经济规律和企业发展规律。在市场化大旗下，广东正逐步推进地方国资国企的系统性改革。

广发证券分析师陈果认为，目前国企改革“1+N”方案中“1”已经落地，未来“N”的出台以及各地改革方案细则的出台将会成为下一阶段国企改革行情的催化剂。在顶层设计方案出台的过程中，已经基本解决了国企改革中的分歧，后续国企改革方案出台将会更加顺利，资本市场不需要等待太久。在国资改革总体方案出台之后，各地改革也会加速推进，地方国有资产运营管理试点值得期待。

国海证券认为，国企改革主题行情节远没有结束，依旧是市场确定性最强、关注度最高的主题。国企改革涉及面广、任务艰巨，后续随着配套细则出台，还将迎来更多投资机会。预计未来第二批央企试点名单出台，有望带动整个国企改革板块。

民生证券认为，在上半年市场大幅上涨阶段，国资改革主题上涨了82.66%，大于沪深300指数50.98%的涨幅，这反映出投资者对国企改革预期的认同度较高。市场认为，通过合并重组、

## 国企并购重组有望发力

从《指导意见》看，推动国企重组整合已成为深化国企改革的重要方式之一。

《指导意见》提出，发挥国有资本投资、运营公司的作用，清理退出一批、重组整合一批、创新发展一批国有企业。支持国有企业开展国际化经营，鼓励国有企业之间以及与其他所有制企业以资本为纽带，强强联合、优势互补，加快培育一批具有世界一流水平的跨国公司。

《指导意见》还提出，在发展混合所有制经济方面，鼓励非国有资本投资主体通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式，参与国有企业改制重组或国有控股上市公司增资扩股以及企业经营管理。鼓励国有企业通过投资入股、联合投资、重组等多种方式，与非国有企业进行股权融合、战略合作、资源整合。

国务院国资委副主任、党委副书记张喜武在14日解读《指导意见》时强调，要重组整合一批国有企业，通过加大国有企业重组力度，使国有资

本向关系国家安全、国民经济命脉和国计民生的重要行业和关键领域、重点基础设施集中，向前瞻性战略性产业集群中，向具有核心竞争力的优势企业集中。要清理退出一批国有企业，对“僵尸”企业、长期亏损企业和低效无效资产要加大处置力度，依法合规通过证券交易、产权交易等资本市场，以市场公允价格处置企业资产，实现国有资本形态转换，变现的国有资本用于更需要的领域和行业。

近日，证监会、财政部、国资委、银监会联合下发《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》中亦明确，鼓励国有控股上市公司依托资本市场加强资源整合，调整优化产业布局结构，提高发展质量和效益；有条件的国有股东及其控股上市公司要通过注资等方式，提高可持续发展能力；支持符合条件的国有控股上市公司通过内部业务整合，提升企业整体价值。

一位国资专家认为，投资经营公司属于体制性的改革；混合所有制属

于机制性的改革，将使得国企更有生命力；分类改革使国企在功能上、在行业上、在企业内部链条上都发生变化；公司治理将使企业经营更具活力；而重组将是推动这种变化的重要手段。在改革过程中，调结构、转方式将与改革并行不悖，这将构成改革的合力，未来国企并购重组转型有望提速。

平安证券认为，央企的兼并重组符合政府将国有企业“做大做强”的要求，也将是央企改革的重要方向之一。央企的兼并重组主要包括三个类型：一是行业内合并重组。业务在竞争领域、主业有相互重叠或优势互补的企业进行合并，既能避免国企之间的恶性竞争，又能增强企业的实力及一致对外竞争的能力；企业规模扩大，还能提高企业的抗风险能力。二是行业内兼并收购。经营状况较差的企业被经营效益更好的企业兼并，这可能主要发生在产能过剩行业，通过兼并收购实现落后产能的缩减。三是上下游行业链一体化整合。通过处于行业链不同位置的企业进行整合，实现上下游产业链的一体化。

## 整体上市力度或超预期

作为国企资本运作重要平台，资本市场已成为支持新时期国企改革的重要力量。

《指导意见》中对于推进商业类国有企业改革提出，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。

在完善现代企业制度方面，《指导意见》提出，大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市。根据不同的功能定位，逐步调整国有股权比例，形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制。允许将部分国有资本转化为优先股，在少数特定领域探索建立国家特殊管理制度。

中国企业改革与发展研究会副会长李锦表示，大力推动国有企业整体上市，特别是集团资产上市，这预示将大力依靠资本市场，对国有资产进行重组，大量优势资产有望通过多

种形式逐步注入上市公司中，重塑上市公司价值的变革将开启。可以预计，下半年“国企改革红利”将是稳增长的关键部署。随着相关配套措施的制定，国企改革由设计图转为施工图，改革方案由纸上落在地上，将对稳增长、转方式、调结构起到强有力的作用。

民生证券认为，本轮改革的一大优势在于资本市场和金融工具比以往更完善，为推动国资证券化创造了条件。国资证券化一方面可以解决谁来买国有资产、谁来盘活国有资产的问题，另一方面可以通过公开市场的竞价和监督促进政企分离，有效避免国有资产流失的问题。对于证券化程度不同的国有企业，可采取如整体上市、借壳上市、反向收购母公司等不同模式提高证券化率。从电力企业来看，目前五大发电集团国电、华电、华能、大唐、国电投均已上市，并均有一个上市平台，存在一定业务重叠，预计上述五大发电集团会分批进行试点改革，提高资产证券化率，实现整体上市。从地方国资来看，目前已有一个上市平台公布了量化的国资证券化

## 五条主线发掘投资机会

国海证券认为，国企改革主题行情节远没有结束，依旧是市场确定性最强、关注度最高的主题。国企改革涉及面广、任务艰巨，后续随着配套细则出台，还将迎来更多投资机会。预计未来第二批央企试点名单出台，有望带动整个国企改革板块。

民生证券认为，在上半年市场大幅上涨阶段，国资改革主题上涨了82.66%，大于沪深300指数50.98%的涨幅，这反映出投资者对国企改革预期的认同度较高。市场认为，通过合并重组、

舶和技术投入较高行业国企，有望推进股权激励。二是国企改革+“中国制造2025”：布局积极转型的传统行业国企。三是国企改革+油气改革：布局具有业绩弹性、致力转型升级的企业，关注研发型企业强强联合。四是国企改革+电力改革：布局获得电力转型升级相关项目的企业，具有集团资产注入承诺且业绩良好的电力公司。五是国企改革+金融改革：聚焦具有混改深化需求、人力成本高但仍需进行股权激励的国企。

## 彭建国： 资本市场迎来十大利好

□本报记者 刘丽靓

《关于深化国有企业改革的指导意见》(下称《指导意见》)的出台标志着新时期深化国有企业改革工作全面开启。国资委研究中心专家彭建国接受中国证券报记者专访时表示，《指导意见》在全面继承前三个阶段国有企业改革发展成果的基础上，作为新时期具有标志性意义的重要文件，以体制、制度和机制的整体创新、集成创新、系统创新为核心，昭示着国有企业改革迈向了一个新的历史时期。《指导意见》的出台，对中国股市来说，无论是当前还是长远都是重大的利好消息。

### 最大难题是评估与对价

中国证券报：《指导意见》的亮点主要有哪些？在改革进程中，还应注意哪些问题？

彭建国：《指导意见》中提出了很多国企革新举措。比如，探索实行混合所有制企业员工持股。过去不少企业曾经搞过员工持股，但后来基本上被叫停了，清退了。这次《指导意见》重提，有利于实现社会资本和劳动的有机结合，从根本上建立起企业的激励约束机制。又如，《指导意见》提出允许将部分国有资本转化为优先股，为规范公司治理、完善现代企业制度开辟了一条新的途径。再如，《指导意见》中关于完善国有资产管理体制一章，无论是推进国有资产监管机构职能转变、改革国有资产经营授权体制，还是推动国有资产合理流动优化配置、推进经营性国有资产集中统一监管方面，都突出了“管资本为主”的要求，从管企业为主到管资本为主的重大转变，强调了企业的市场主体地位。这些重大突破有利于从根本上转换企业经营机制，增强企业活力。

在深化改革的操作过程中一个最大的难题是对价问题。如何对国有资产进行科学评估、合理对价，这是防止国资流失的重要现实问题。从主观原因来看，可以通过严格规范操作加以防止；从客观原因来看，企业品牌、客户资源、营销网络、研发能力、人才队伍等无形资产的评估客观上难有统一标准，因此评估对价成为发展混合所有制经济特别是其中员工持股等改革需要面对的难题。

### 监管体制不同于淡马锡模式

中国证券报：在管资本方面，《指导意见》中提出的推进国资监管公司这个专业平台，清理退出一批、重组整合一批、创新发展一批国有企业，无疑是股市的重大利好消息。第六，《指导意见》提出发展混合所有制经济，这种深层次的产权改革，对于国有上市公司和一些同国有企业有业务往来或混合的非上市公司来说是长期利好消息。

彭建国：首先，“管资本为主”的国资监管体制总体上不是淡马锡模式。我国“管资本为主”的国资监管体制还是主要由专门的特设机构作为国有资产出资人代表来监管国有资产。当然，由于历史原因在一定过渡时期某些特殊领域政府部门暂时作为出资人代表可以保留。

其次，“管资本为主”的国资监管体制总体上不是三层框架。在“管资本为主”的国资监管体制中，要充分发挥国有资本投资、运营公司的平台作用。国有资本投资公司应定位于国家战略产业培育平台、特殊领域产业经营平台，国有资本运营公司应定位于国有资本整合平台、国有股权管理平台。但国有资本投资、运营公司本质上还是企业，并不是国有资产监管机构。改建或组建的国有资本投资、运营公司并不是要在现有中央企业中新增加的一个中间管理层级，而只是一个国有资本运作平台企业。我认为，将来的中央企业在集团公司层面通过分类改革、发展与调整后可以变成三种类型企业：

第一，公益类企业精简后主业可以保留为主要提供社会公益服务的功能性实业公司；第二，关系国家安全和国家战略的商业类企业可以改组为国有资本投资公司；第三，