

分析师：费瑶瑶
执业证书：S0380518040001
联系电话：0755-82830333（107）
邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：沈彦东
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：冯喜洋
联系电话：0755-82830333（108）
邮箱：fengxy@wanhesec.com

国企改革提速，新一轮国企改革全梳理 ——“国企改革”系列专题

事件：7 月 16 日，国资委年中会议指出将加大央企兼并重组和混改的力度和进程；7 月 26 日，国务院任命刘鹤担任国企改革领导小组组长；2018 年 7 月 30 日，国务院发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》。

新一轮国企改革进程（2013-2018）

“1+N”政策体系形成 2015 年 9 月国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》（简称《指导意见》），在此基础上，中央及有关部门相继出台相关配套文件。五年来，国企改革顶层设计基本完成，22 个配套文件与《指导意见》形成深化国有企业改革“1+N”政策体系，构建了顶层设计和四梁八柱的大框架。

“四项改革”初次试探国企改革 2014 年 7 月国资委开展四项改革试点，四项改革试点为中央企业改组国有资本投资公司试点、中央企业发展混合所有制经济试点、中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点、中央企业派纪检组试点，国资委成立四个专项小组，破解国资国企改革面临难题。

“十项试点”深化与拓展 2016 年 7 月，国务院研究决定开展“十项改革试点”，以点带面、以点串线，形成经验、复制推广。此次“十项试点”还包括了探索国企集团整体上市、多类型政府和社会资本合作、混合所有制企业员工持股等多个试点。

“双百行动”政策面全面加速推进 2018 年 3 月，国资委发布《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》，国务院国有企业改革领导小组办公室决定选取百家中央企业子企业和百家地方国有骨干企业，与四项改革、十项改革以及发改委的三次混改试点相比，本次双百行动具有级别高、数量多、范围广的特点。

风险提示：政策推进不及预期。

目录

一、新一轮国企改革（2013-2018） 4

 （一）“1+N”政策体系框架 4

 （二）“四项改革”：首批央企改革试点，初次试探国企改革 5

 （三）“十项试点”：深化与拓展，国改进入全面实施阶段 5

 （四）“双百行动”：政策面全面加速推进，重要领域率先取得实质性突破 6

二、本轮国改重要改革措施 10

 （一）国有资本投资运营平台——“管资产”到“管资本” 10

 （二）混合所有制改革 13

三、投资策略 18

四、风险提示 19

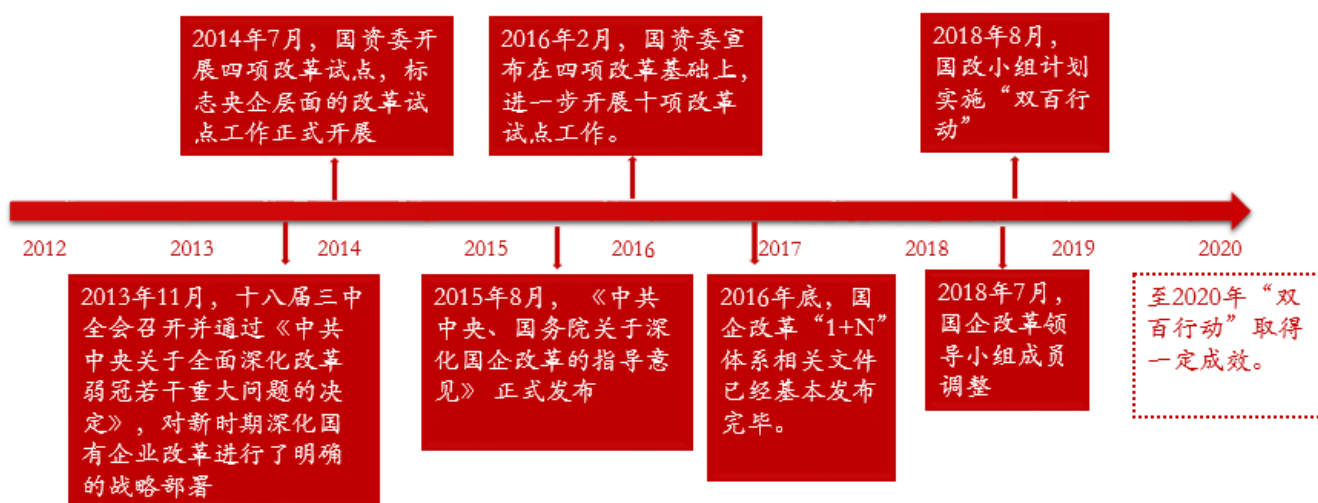
图表 1 新一轮国企改革进程时间轴	4
图表 2 “1+N” 政策体系梳理	4
图表 3 “四项改革” 内容及试点	5
图表 4 “十项试点” 内容整理	6
图表 5 “双百行动” 入围企业	6
图表 6 “双百行动” 企业省份分布图	10
图表 7 国有资本投资运营平台建设进程	11
图表 8 国有资本投资运营平台——“管资产” 到 “管资本”	12
图表 9 混合所有制改革批次及相关试点企业	13
图表 10 各省份混改进展/计划	13
图表 11 中国联通混改历程	14
图表 12 联通混改方案	15
图表 13 中国联通混改后的股权结构	15
图表 14 中国联通经营数据	16
图表 15 营业总收入变化 2013-2018H1	16
图表 16 净利率与毛利率变化 2013-2018H1	16
图表 17 资产负债率变化 2013-2018H1	17
图表 18 速动比率变化 2013-2018H1	17
图表 19 央企重组案例	18

一、新一轮国企改革（2013-2018）

（一）“1+N”政策体系框架

2012 年中央在十八大上提出深化国有企业改革，以十八大为分界点，新一轮国企改革进程正式开启。在 2013 年召开十八届三中全会中，中央对新时期深化国有企业改革进行了明确的战略部署，深化国有企业改革被明确为积极推进混合所有制改革、完善国有资产管理体制、推动国有企业完善现代企业制度、准确界定不同国有企业功能等具体任务。2015 年 9 月国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》（简称《指导意见》），在此基础上，中央及有关部门相继出台相关配套文件。五年来，国企改革顶层设计基本完成，22 个配套文件与《指导意见》形成深化国有企业改革“1+N”政策体系，形成了顶层设计和四梁八柱的大框架。

图表 1 新一轮国企改革进程时间轴



资料来源：万和证券研究所

图表 2 “1+N”政策体系梳理

顶层设计：2015 年 9 月，《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》

基本原则：1、坚持和完善基本经济制度 2、坚持社会主义市场经济改革方向 3、坚持增持活力和强化监管相结合 4、坚持党对国有企业的领导 5、坚持积极稳妥统筹推进

主要目标：（至 2020 年）：1、国有企业公司制改革基本完成 2、国有资产监管制度更加成熟 3、国有资本配置效率显著提高

重点任务：1、分类推进国有企业改革 2、完善现代企业制度 3、完善国有资产管理体制 4、发展混合所有制经济 5、强化监督防止国有资产流失 6、加强和改进党对国有企业领导

配套文件：22 个文件陆续出台

分类推进国有企业改革

1)《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》

2) 《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》

完善现代企业制度

- 1) 《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》
- 2) 《关于开展市场化选聘和管理国有企业经营管理者试点工作的意见》
- 3) 《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》
- 4) 《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》

完善国有资产管理体制

- 1) 《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》
- 2) 《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》

发展混合所有制经济

- 1) 《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》
- 2) 《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》
- 3) 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》

强化监督防止国有资产流失

- 1) 《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》
- 2) 《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》
- 3) 《企业国有资产交易监督管理办法》
- 4) 《上市公司国有股权监督管理办法》
- 5) 《关于进一步加强和改进外派监事会工作的意见》

加强和改进党对国有企业的领导

- 1) 《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》

为国有企业改革营造良好环境

- 1) 《关于支持国有企业改革政策措施的梳理及相关意见》
- 1) 《关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》

其他

- 1) 贯彻落实《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》改革举措工作计划
- 2) 贯彻落实《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》重点任务分工方案
- 3) 《关于国有企业改革试点工作事项及分工的方案》

资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

(二) “四项改革”：首批央企改革试点，初次试探国企改革

2014年7月国资委开展四项改革试点，标志央企层面的改革试点工作正式展开，包含六家央企下辖的A股32家上市公司。四项改革试点为中央企业改组国有资本投资公司试点、中央企业发展混合所有制经济试点、中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点、中央企业派纪检组试点，国资委成立四个专项小组，破解国资国企改革面临难题。

图表 3 “四项改革”内容及试点

“四项改革”内容及试点

国有资本投资公司试点：中粮集团、国投集团

混改试点：中国医药集团、中国建材

董事会选聘、业绩考核和薪酬管理试点：中国节能环保、新兴际华、中国医药集团、中国建材

资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

(三) “十项试点”：深化与拓展，国改进入全面实施阶段

随着国企改革全面提速，央企推进第二批试点逐渐升温，相关改革即将进入深化推进及全面实施阶段。2016年7月，国务院研究决定开展“十项改革试点”，以点带面、以点串线，形成经验、复制推广。“十项改革试点”相较于“四项改革试点”来说，内容更加具体，针对性更强，范围也进一步扩大，此次“十项试点”还包括了探索国企集团整体上市、多类型政府和社会资本合作、混合所有制企业员工持股等多个试点。

图表 4 “十项试点”内容整理

“十项试点”内容整理

启动时间：2016年7月

试点主要内容：

1. 落实董事会职权试点 2. 市场化选聘经营管理者试点 3. 推行职业经理人制度试点 4. 企业薪酬分配差异化改革试点 5. 国有资本投资、运营公司试点 6. 中央企业兼并重组试点 7. 部分重要领域混合所有制改革试点 (包括电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域) 8. 混合所有制企业员工持股试点 9. 国有企业信息公开工作试点 10. 剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点

涉及国企：

1. 国有资本运营公司试点：诚通集团、中国国新 2. 国有资本投资公司试点：神华集团、宝钢、武钢、中国五矿、招商局、中交集团、保利集团 3. 兼并重组试点：中国建材与中国中材、中远集团与中国海运、中电投和国家核电 4. 国企信息公开试点：中粮集团、中国建筑

资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

(四) “双百行动”：政策面全面加速推进，重要领域率先取得实质性突破

2018年3月，国资委发布《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》，国务院国有企业改革领导小组办公室决定选取百家中央企业子企业和百家地方国有骨干企业，在2018-2020年期间实施“国企改革双百行动”。共计404家央企子公司及地方国企入选，涉及上市公司111家。与四项改革、十项改革，以及发改委的三次混改试点相比，本次双百行动具有级别高、数量多、范围广的特点。

图表 5 “双百行动”入围企业

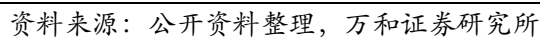
入围的上市公司			
	入围企业	对应标的	关系
央企	航天时代电子技术股份有限公司	航天电子[600879.SH]	上市公司
央企	中石化石油机械股份有限公司	石化机械[000852.SZ]	上市公司
央企	中海油田服务股份有限公司	中海油服[601808.SH]	上市公司
央企	华电重工股份有限公司	华电重工[601226.SH]	上市公司
央企	上海电力股份有限公司	上海电力[600021.SH]	上市公司
央企	中国长江电力股份有限公司	长江电力[600900.SH]	上市公司
央企	中国长城科技集团股份有限公司	中国长城[000066.SZ]	上市公司
央企	长春一汽富维汽车零部件股份有限公司	一汽富维[600742.SH]	上市公司
央企	中工国际工程股份有限公司	中工国际[002051.SZ]	上市公司
央企	宝山钢铁股份有限公司	宝钢股份[600019.SH]	上市公司
央企	中钨高新材料股份有限公司	中钨高新[000657.SZ]	上市公司
央企	五矿发展股份有限公司	五矿发展[600058.SH]	上市公司
央企	招商证券股份有限公司	招商证券[600999.SH]	上市公司

央企	东阿阿胶股份有限公司	东阿阿胶[000423.SZ]	上市公司
央企	中储发展股份有限公司	中储股份[600787.SH]	上市公司
央企	岳阳林纸股份有限公司	岳阳林纸[600963.SH]	上市公司
央企	中钢国际工程技术股份有限公司	中钢国际[000928.SZ]	上市公司
央企	北京钢研高纳科技股份有限公司	钢研高纳[300034.SZ]	上市公司
央企	沈阳化工股份有限公司	沈阳化工[000698.SZ]	上市公司
央企	内蒙古兰太实业股份有限公司	兰太实业[600328.SH]	上市公司
央企	北新集团建材股份有限公司	北新建材[000786.SZ]	上市公司
央企	中国中材国际工程股份有限公司	中材国际[600970.SH]	上市公司
央企	中交房地产集团有限公司	中交地产[000736.SZ]	上市公司
央企	中牧实业股份有限公司	中牧股份[600195.SH]	上市公司
央企	中广核核技术发展股份有限公司	中广核技[000881.SZ]	上市公司
央企	北京易华录信息技术股份有限公司	易华录[300212.SZ]	上市公司
央企	山东新能泰山发电股份有限公司	*ST 新能[000720.SZ]	上市公司
央企	中国核工业二三建设有限公司、中国核工业华兴建设有限公司	中国核建[601611.SH]	控股子公司
央企	中国石化润滑油有限公司	中国石化[600028.SH]	控股子公司
央企	神华包神铁路集团有限责任公司	中国神华[601088.SH]	控股子公司
央企	一重集团大连工程技术有限公司	中国一重[601106.SH]	控股子公司
央企	东方电气集团东方锅炉股份有限公司、东方电气风电有限公司	东方电气[600875.SH]	控股子公司
央企	中远海运集装箱运输有限公司	中远海控[601919.SH]	控股子公司
央企	中国国际货运航空有限公司	中国国航[601111.SH]	控股子公司
央企	中国联合航空有限公司	东方航空[600115.SH]	控股子公司
央企	南航货运物流公司、南航通用航空有限公司	南方航空[600029.SH]	控股子公司
央企	中化国际（控股）股份有限公司	中化国际[600500.SH]	控股子公司
央企	中冶赛迪集团有限公司	中国中冶[601618.SH]	控股子公司
央企	招商局重庆交通科研设计院有限公司	招商公路[001965.SZ]	控股子公司
央企	中国国际旅行社总社有限公司	中国国旅[601888.SH]	控股子公司
央企	中特物流有限公司	华贸物流[603128.SH]	控股子公司
央企	中国煤矿机械装备有限责任公司	中煤能源[601898.SH]	控股子公司
央企	中煤科工集团西安研究院有限公司	天地科技[600582.SH]	控股子公司
央企	中车株洲电机有限公司、中车齐齐哈尔交通装备有限公司、中车长春轨道客车股份有限公司、中车株洲电力机车研究所有限公司	中国中车[601766.SH]	控股子公司
央企	中铁九局集团有限公司、中铁二院工程集团有限责任公司、中铁国际集团有限公司	中国中铁[601390.SH]	控股子公司
央企	中铁二十三局集团有限公司、中铁第四勘察设计院集团有限公司、中铁第五勘察设计院集团有限公司	中国铁建[601186.SH]	控股子公司
央企	中交疏浚（集团）股份有限公司	中国交建[601800.SH]	控股子公司
央企	南京南方电讯有限公司	宁通信 B[200468.SZ]	控股子公司
央企	中国水利水电第十四工程局有限公司、中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司、中电建建筑集团有限公司	中国电建[601669.SH]	控股子公司

央企	中国葛洲坝集团绿园科技有限公司	葛洲坝[600068.SH]	控股子公司
央企	深圳华侨城文化旅游科技股份有限公司	华侨城 A[000069.SZ]	控股子公司
央企	深圳市易平方网络科技有限公司	深康佳 B[200016.SZ]	控股子公司
央企	西安西电电力系统有限公司、西安西电开关电气有限公司	中国西电[601179.SH]	控股子公司
央企	中航机电系统有限公司	中航机电[002013.SZ]	旗下上市公司
央企	中航通用飞机有限责任公司	中航电测[300114.SZ]	旗下上市公司
		中航三鑫[002163.SZ]	旗下上市公司
		中航重机[600765.SH]	旗下上市公司
央企	中国航空技术国际控股有限公司	天虹股份[002419.SZ]	旗下上市公司
		深天马 A[000050.SZ]	旗下上市公司
		中航善达[000043.SZ]	旗下上市公司
		飞亚达 A[000026.SZ]	旗下上市公司
央企	中航机电系统有限公司	中航机电[002013.SZ]	旗下上市公司
央企	内蒙古北方重工业集团有限公司	北方股份[600262.SH]	旗下上市公司
央企	中国电子科技网络信息安全有限公司	卫士通[002268.SZ]	旗下上市公司
央企	华大半导体有限公司	上海贝岭[600171.SH]	旗下上市公司
央企	烽火科技集团有限公司	烽火通信[600498.SH]	旗下上市公司
		光迅科技[002281.SZ]	旗下上市公司
		理工光科[300557.SZ]	旗下上市公司
		长江通信[600345.SH]	旗下上市公司
央企	南瑞集团有限公司	国电南瑞[600406.SH]	旗下上市公司
央企	华能资本服务有限公司	长城证券[A16256.SZ] -IPO	旗下上市公司
央企	中国恒天集团有限公司	经纬纺机[000666.SZ]	旗下上市公司
		恒天海龙[000677.SZ]	旗下上市公司
北京	唐山冀东水泥股份有限公司	冀东水泥[000401.SZ]	上市公司
	北方华创科技集团股份有限公司	北方华创[002371.SZ]	上市公司
	首钢集团有限公司	首钢股份[000959.SZ]	旗下上市公司
	北京能源集团有限责任公司	京能电力[600578.SH]	旗下上市公司
		吴华能源[601101.SH]	旗下上市公司
		京能置业[600791.SH]	旗下上市公司
天津	天津中新药业集团股份有限公司	中新药业[600329.SH]	上市公司
	天津液压机械（集团）有限公司	百利电气[600468.SH]	旗下上市公司
	天津泰达建设集团有限公司	津滨发展[000897.SZ]	旗下上市公司
上海	云赛智联股份有限公司	云赛智联[600602.SH]	上市公司
	东方国际创业股份有限公司	东方创业[600278.SH]	上市公司
	老凤祥股份有限公司	老凤祥[600612.SH]	上市公司
	安吉汽车物流股份有限公司	上汽集团[600104.SH]	控股子公司
	上海制皂（集团）有限公司	华谊 B 股[900909.SH]	控股子公司
重庆	重庆商社(集团)有限公司	重庆百货[600729.SH]	旗下上市公司
	重庆医药（集团）股份有限公司	*ST 建峰[000950.SZ]	控股子公司
深圳	深圳国际控股有限公司	深高速[600548.SH]	旗下上市公司
	深圳市特发集团有限公司	特发信息[000070.SZ]	旗下上市公司
		特力 A[000025.SZ]	旗下上市公司
	深圳市远致投资有限公司	建科院[300675.SZ]	旗下上市公司
海南	海南海汽运输集团股份有限公司	海汽集团[603069.SH]	上市公司

	海南天然橡胶产业集团股份有限公司	海南橡胶[601118.SH]	上市公司
江苏	华泰证券股份有限公司	华泰证券[601688.SH]	上市公司
	江苏省国信资产管理集团有限公司	江苏舜天[600287.SH]	旗下上市公司
		江苏国信[002608.SZ]	旗下上市公司
		江苏新能[603693.SH]	旗下上市公司
	江苏省盐业集团有限责任公司	井神股份[603299.SH]	旗下上市公司
	南京金陵饭店集团有限公司	金陵饭店[601007.SH]	旗下上市公司
	南京旅游集团有限责任公司	南纺股份[600250.SH]	旗下上市公司
	徐工集团工程机械有限公司	徐工机械[000425.SZ]	旗下上市公司
山东	鲁信创业投资集团股份有限公司	鲁信创投[600783.SH]	上市公司
	兖州煤业股份有限公司	兖州煤业[600188.SH]	上市公司
	山东黄金集团有限公司	山东黄金[600547.SH]	旗下上市公司
	万华实业集团有限公司	万华化学[600309.SH]	旗下上市公司
山西	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	山西汾酒[600809.SH]	旗下上市公司
	山西焦煤集团有限责任公司	西山煤电[000983.SZ]	旗下上市公司
		山西焦化[600740.SH]	旗下上市公司
		*ST 南风[000737.SZ]	旗下上市公司
	阳泉煤业（集团）有限责任公司	阳泉煤业[600348.SH]	旗下上市公司
		*ST 东碳[600691.SH]	旗下上市公司
广东	广州汽车集团股份有限公司	广汽集团[601238.SH]	上市公司
	广州无线电集团有限公司	广电运通[002152.SZ]	旗下上市公司
		海格通信[002465.SZ]	旗下上市公司
		广电计量[A17304.SZ]	旗下上市公司
广西	北部湾港股份有限公司	北部湾港[000582.SZ]	上市公司
	广西柳工集团有限公司	柳工[000528.SZ]	旗下上市公司
辽宁	凌源钢铁集团有限责任公司	凌钢股份[600231.SH]	旗下上市公司
	华晨汽车集团控股有限公司	中华控股[600653.SH]	旗下上市公司
		金杯汽车[600609.SH]	旗下上市公司
	沈阳机床（集团）有限责任公司	沈阳机床[000410.SZ]	旗下上市公司
吉林	中国吉林森林工业集团有限责任公司	吉林森工[600189.SH]	旗下上市公司
	吉林化纤集团有限责任公司	吉林化纤[000420.SZ]	旗下上市公司
江西	江西铜业集团有限公司	江西铜业[600362.SH]	旗下上市公司
	新余钢铁集团有限公司	新钢股份[600782.SH]	旗下上市公司
	江铃汽车集团公司	江铃汽车[000550.SZ]	旗下上市公司
河南	安阳钢铁集团有限责任公司	安阳钢铁[600569.SH]	旗下上市公司
	河南投资集团有限公司	豫能控股[001896.SZ]	旗下上市公司
		同力水泥[000885.SZ]	旗下上市公司
		中原证券[601375.SH]	旗下上市公司
		安彩高科[600207.SH]	旗下上市公司
河南	郑州煤矿机械集团股份有限公司	郑煤机[601717.SH]	上市公司
	中原环保股份有限公司	中原环保[000544.SZ]	上市公司
河北	秦皇岛港股份有限公司	秦港股份[601326.SH]	上市公司
福建	福建龙溪轴承（集团）股份有限公司	龙溪股份[600592.SH]	上市公司
	福建福日电子股份有限公司	福日电子[600203.SH]	上市公司
贵州	贵州轮胎股份有限公司	黔轮胎 A[000589.SZ]	上市公司
云南	云南云天化股份有限公司	云天化[600096.SH]	上市公司

图表6 “双百行动”企业省份分布图



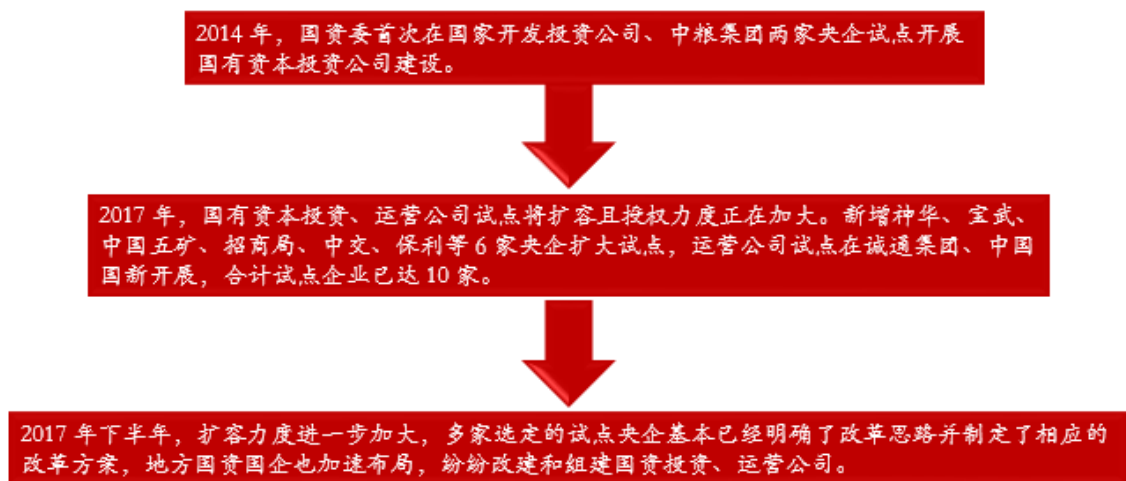
（一）国有资本投资运营平台——“管资产”到“管资本”

十八届三中全会的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出“要完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产管理，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”。之后国务院明确了国有资产的改革方向，推进两类公司建设，即“国有资本投资和运营公司”，明确了国有资本投资和运营公司从“管资产”向“管资本”方向转变。国资管理的两元架构改为三元架构，将国资委“监管者+管理者”的双重身份，变成“统一的监管者”，打破“政府——企业”两层架构，形成“政府——资本运营平台——实体企业”的三层架构，实现了政企分离、政资分开，实现国有资本保值增值。

国有资本运营公司 经营行为：主要运营资本、不投资实业，营运的对象是持有的国有资本，包括国有企业的产权和公司制企业中国有股权，运作主要在资本市场，既可以在资本市场融资（发股票），又可通过股权产权买卖来改善国有资本的分布结构和质量。经营目的：公司运营强调资金的周转循环、追求资本在运作中增值，运作的形式多种多样，通过资本的运营，实现国有资本保值增值。

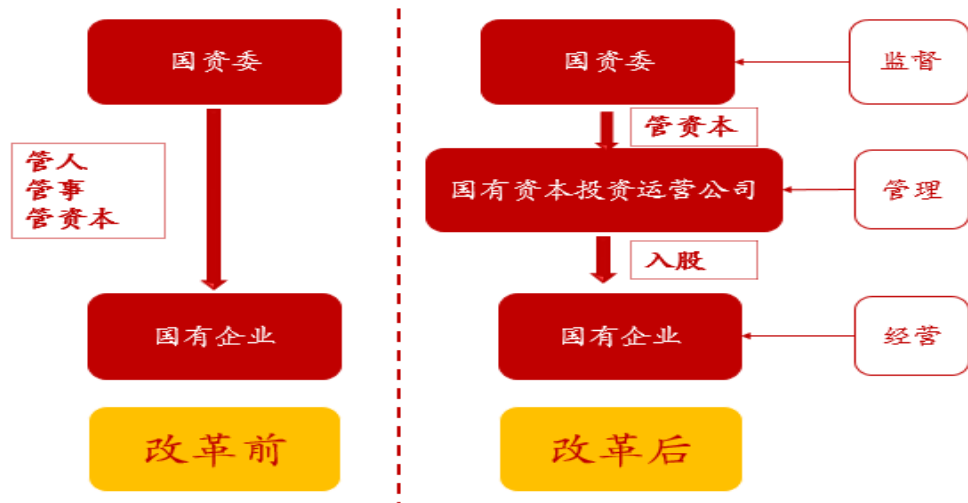
国有资本投资公司 经营行为：以产业资本投资为主，主要是投资实业，以投资融资和项目建设为主。投资实业拥有股权，对持有资产进行经营和管理。经营目的：通过产业资本与金融资本的融合，提高国有资本流动性，开展资本运作、进行企业重组、兼并与收购等。

图表 7 国有资本投资运营平台建设进程



资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

图表 8 国有资本投资运营平台——“管资产”到“管资本”



资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

案例：国家开发投资公司

国家开发投资集团有限公司简称“国投”，是中央直接管理的国有重要骨干企业，是中央企业中唯一的投资控股公司，是首批国有资本投资公司改革试点单位。

改革措施：1) 优化公司结构，精简公司机构及人员。2016年8月，总部职能部门由14个减为9个，处室由56个减到32个，管理人员控制在230以内。国投总部设有9个职能部门、国投直属党委、中国投资协会国有投资委员会办公室；全资及控股子公司17家；拥有三级以上全资和控股投资企业145家，其中7家控股上市公司。

2) 改革审批权限。总部下放权限，二级公司分类授权成为独立市场主体。公司不断完善发展战略，优化资产结构，逐步构建基础产业，前瞻性战略性新兴产业，金融及服务业和国际业务四大战略业务单元。基础产业重点发展以电力为主的能源产业，以路、港为主的交通产业，以及战略性稀缺性矿产资源开发业务。前瞻性战略性新兴产业推动基金投资与股权投资融合联动，重点发展先进制造业、大健康、城市环保、生物质能源等产业。

改革结果：截至2017年末，资产总额4941亿元，管理金融资产规模突破万亿元，员工近4万人。2003年以来，利润总额连续14年年均增长25%以上，2017年集团完成合并收入1013亿元，利润182亿。

(二) 混合所有制改革

2015 年 9 月 25 日国务院正式印发《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，鼓励非公有资本参与国企改革，有序吸收外资参与国有企业混合所有制改革；要分类、分层推进国有企业混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大领域改革，要开展放开竞争性业务试点示范。

图表 9 混合所有制改革批次及相关试点企业

批次	相关试点企业
第一批试点	南方电网、哈电集团、东航集团、联通集团、中船工业集团、中国核建集团
第二批试点	中铁总、中国中铁、南航集团、国航集团、中航信息集团、中船重工集团、兵器工业集团、兵器装备集团
第三批试点	中软信息、熊猫汉达、中国软件、中油电能、包钢集团、沈机集团

资料来源：万和证券研究所

图表 10 各省份混改进展/计划

省份	混改进展/计划
吉林	2017 年坚持分类实施国企改革。2018 年将实现省直部门和事业单位所属国企实现彻底脱钩，推动省属重点企业引资重组，实现集团化统一管理，减少管理层级，混合所有制经济占比提升，支持优势企业向世界一流企业迈进。
河南	2017 省管企业六成子公司实施混改。2018 年将盘活做优国资国企，加快培育具有市场竞争优势的国有骨干企业。支持驻豫央企改善供给结构、延伸产业链条、形成产业集群，鼓励央企与地方企业兼并重组、融合发展。
河北	抓好国企改革 10 项试点，加大混合所有制改革力度，推进省级经营性国有资产集中统一监管。
甘肃	已实现 58 户省直部门管理企业实现改制脱钩和统一监管，多家企业上市。2018 年将在具备条件的混合所有制企业开展员工持股试点。组建陇药、电子电器、工程咨询、旅游投资等 10 个大型企业集团。
北京	压缩国有企业管理层级，发展混合所有制经济，推动一级企业整体上市或主业上市。
天津	按照“一二三”总体思路，调整优化国有经济布局结构，完善国有资产管理体制，分类推进企业提质增效。
上海	探索国资监管机构、国资运营平台和国有企业联动改革，推进开放性市场化重组，完善职业经理人制度
重庆	重钢股份司法重整顺利完成。
山西	鼓励省属企业与央企开展战略合作。鼓励引导民营企业有效参与混改。开展科技类子企业员工持股试点。
内蒙古	加快国有经济布局优化和战略性重组。
浙江	目前省属国有企业公司制改革基本完成，省国有资本运营公司挂牌成立，海港国有资源整合深入推进，空港国有资源整合基本完成。
安徽	加强国有资产有效监管，开展出资人委派总会计师试点。推动国有企业战略性、专业化重组。推进国有企业混合所有制改革，支持整体上市。已基本完成国有企业“三供一业”分离移交。
广西	开展国有控股混合所有制企业员工持股试点。抓好企业负责人薪酬制度、企业工资制度和职业经理人制度改革。
黑龙江	省属国企完成 15 家子公司混改任务，但驻省央企和地方国企改革整体滞后。推动国有企业兼并重组、市场化债转股，提高直接融资比重。

辽宁	全省国有企业吸引各类资本 1027 亿元，国有资产利税率超过 20%。处置“僵尸企业”116 户。加快厂办大集体改革，上半年先行在沈阳、营口、辽阳三市开展试点，下半年在全省推开，力争 2 到 3 年全部完成。完成“僵尸企业”处置任务的三分之二。
陕西	国有企业负责人薪酬制度改革。
青海	推进混合所有制改革、员工持股和规范企业董事会建设试点，加快剥离国有企业办社会职能。
宁夏	嘉泽新能源在上交所上市，实现 14 年来主板上市“零突破”。
新疆	以混合所有制改革为突破口，着力推进国企国资改革。
云南	完成省级国有经营性资产集中统一监管，做强做优做大国有资本。国企改革向纵深推进，省属企业利润实现年均增长 44%。
广东	大力推动省属国企优化重组，加快重组机场、轨道交通、能源、港口等基础设施功能公司。加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，发展混合所有制经济，国有资本 70 以上集中到基础性行业和关键领域
湖南	加大省属国企整合重组和“僵尸企业”处置力度，实施高速公路管理体制变革。
湖北	鼓励和支持省属国有企业与民企、央企交叉持股、兼并重组，发展一批混合所有制企业。
江西	完成第二批 5 家企业员工持股试点，打造国企改革“江西样板”。
福建	规范国有控股混合所有制员工持股试点，推进省属企业改制上市和兼并重组。
四川	全省地方国企实现营业收入 6920 亿元、增长 14.8%，利润 468 亿元、增长 13.5%。
贵州	目前已完成 10 户以上国有企业战略性重组。国有资本 85 以上集中到重要行业和关键领域、90 以上集中到百亿元级大企业大集团。推进国有企业集团层面股权多元化、分层分类混合所有制改革，制定国有资产出资人监管权力和责任清单。
西藏	基本完成区属产业集团组建和平台建设，推进国有资产向资本转化。
山东	进一步完善国有企业公司治理结构。积极稳妥开展混合所有制改革和省属国有企业员工持股试点。
江苏	经营性国有资产集中统一监管，改革国有资本授权经营体制，利用资本市场等形式实施混合所有制改革。
海南	完善以管资本为主的国有资产监管体制，推进经营性国有资产集中统一监管，调整优化国有经济布局结构，积极稳妥发展混合所有制经济。

资料来源：各省份“政府工作报告”，万和证券研究所

案例：中国联通

图表 11 中国联通混改历程



资料来源：Wind，万和证券研究所

中国联通作为国内三大运营商之一，提供全方位的电信服务。在 4G 开始阶段，联通的战略布局就落后于中国移动与中国电信，自 2014 年开始，一直到 2016 年公司的归母净利润同比增速呈递减趋势，公司业绩面临着较大的压力，亟待进行变革创新来为公司注入活力。2016 年 10 月公司被列入首批国企混改的试点名单，并于 2017 年 8 月正式推出混改方案，最终于 2017 年 11 月正式引入 BATJ 等战略投资者。

改革措施

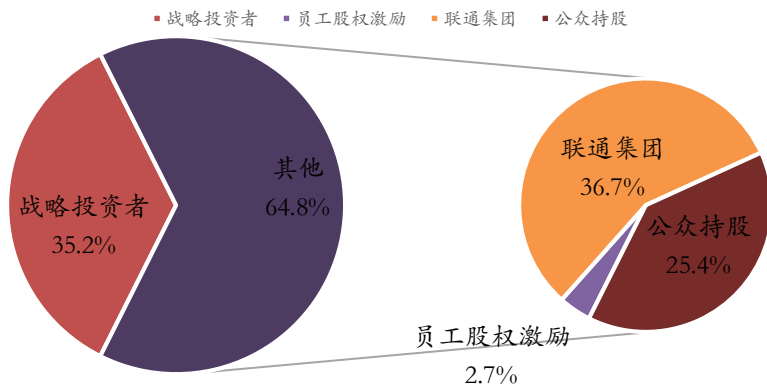
- 1) 引入外部投资者，包括通过非公开增发约 90 亿股股份引入 BATJ 等战略投资者和转让约 19 亿股股份给中国国有企业结构调整基金股份有限公司，均价为每股 6.83 元；
- 2) 限制性的股权激励计划，以 3.79 元的价格向核心员工授予 8.5 亿股限制性的股票。

图表 12 联通混改方案

方案	内容细节
引入外部投资者	非公开增发约 90 亿股，引入腾讯、百度、京东、阿里巴巴、滴滴、光启、网宿科技、用友、中国人寿、前海母基金等多家公司，战略投资合计 617.25 亿，占比 29.10%。 由联通集团向结构调整基金协议：转让其持有的约 19 亿股股份，转让价款约 129.75 亿元。
股权激励	向核心员工首期授予不超过约 8.48 亿股限制性股票，募集资金不超过约 32.13 亿元，占比 2.7%。

资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 中国联通混改后的股权结构

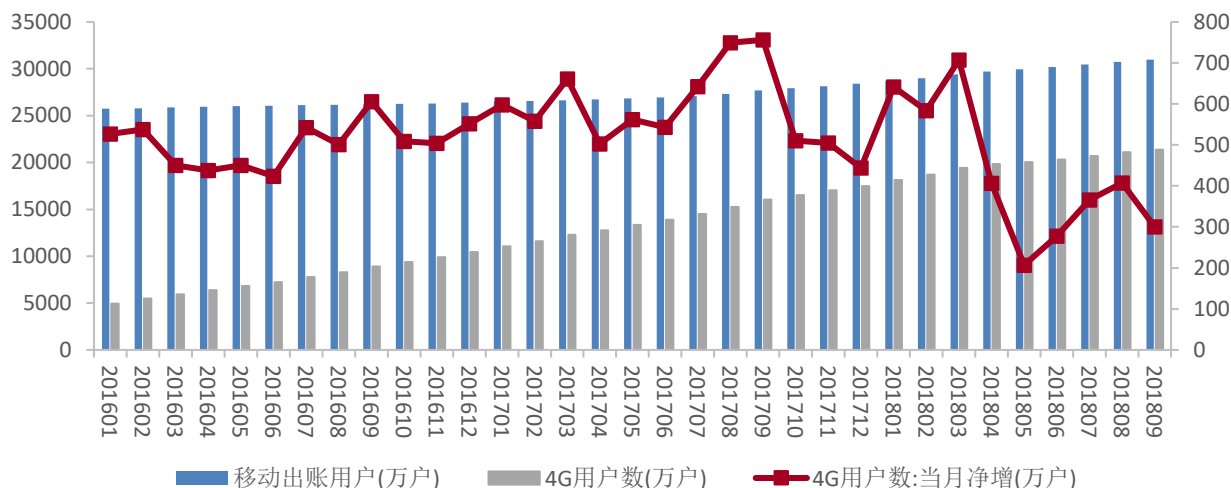


资料来源：Wind，万和证券研究所

改革结果

借助混改，中国联通与战略投资者在基础通信业务领域展开深度合作，打造2I2C等互联网化运营新模式，促进资源共享与业务协同，混改效果迅速显露。

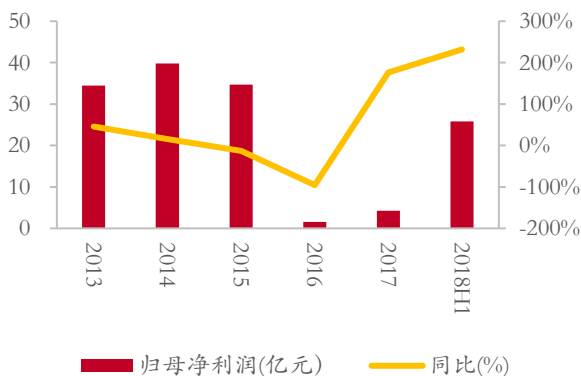
图表 14 中国联通经营数据



资料来源：Wind，万和证券研究所

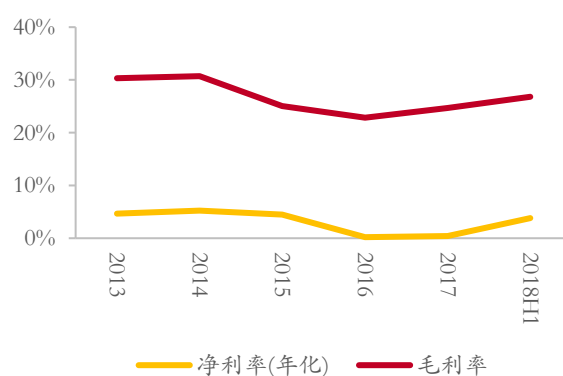
首先，中国联通在混改后，在4G市场已经较为成熟的情况下，用户基数仍然得到了稳定的提升。移动出账用户自混改方案出台的2017年Q3开始，保持快速增长态势，截至2018年Q3累计达到3.10亿户，同比增长11.90%；4G用户在截至2018年Q3累计达到2.14亿户，同比增长33.42%。

图表 15 营业总收入变化 2013-2018H1



资料来源：Wind，万和证券研究所

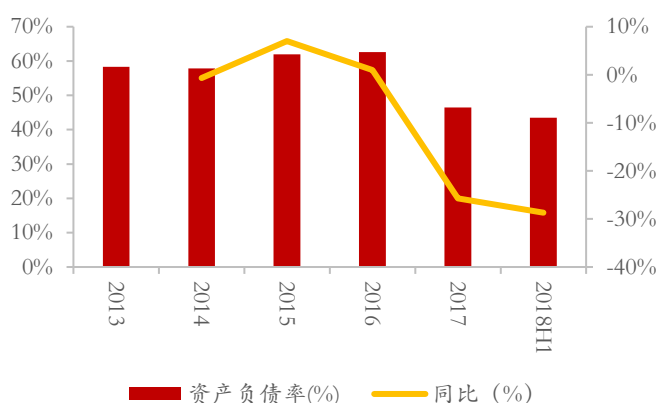
图表 16 净利率与毛利率变化 2013-2018H1



资料来源：Wind，万和证券研究所

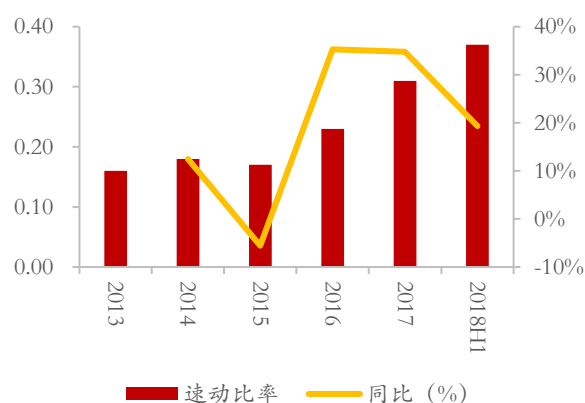
此外，混改引入行业领先的战略投资者后，在双方优势业务的结合下，联通的盈利水平提升明显。联通主要通过互联网巨头合作推出 2I2C 型业务实现了业绩扭转，2I2C 型业务是指联通与互联网公司创新开展的精准营销合作的商业模式，如针对对视频流量需求较大的年轻人群体推出的腾讯大王卡等。公司的营业总收入自 2014 年 4G 周期开始，呈现一个逐年下滑的趋势，直到 2017 年颓势才得到明显扭转，且受益于 2I2C 业务快速增长，2018 年上半年增势进一步扩大，创收 25.8 亿元；公司毛利率、净利率水平逐步提升，在 2018 年上半年分别达到 26.8%、3.8%。

图表 17 资产负债率变化 2013-2018H1



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 速动比率变化 2013-2018H1



资料来源：Wind，万和证券研究所

最后，混改增发和转让股票为联通带来了大量资金，增强了公司的资本实力，优化了资本结构。联通通过增发价值 617.25 亿元的股票和转让 129.75 亿元的现有股份成功引入了 14 家行业领先的、与公司能够实现优势互补的战略投资者，资产负债率自 2016 年的 62.6% 逐年下降到 2018 年上半年的 43.5%；偿债能力方面，速动比率自 2015 年开始，逐年走高，并在混改后在 2018 年上半年达到历史峰值 0.37。

（三）央企并购重组——强强联合，推进供给侧改革

在我国逐步推进供给侧改革的背景下，国有资本目前存在资本结构不合理、资源配置效率低下，同质化严重等问题。为了解决这些问题，十八大以来，并购重组成为了当前新一轮国企改革重点。一是通过大型央企的并购重组化解过剩的产能，二是通过让企业做大做强提高国有企业竞争能力，比如宝钢与武钢的战略重组，两家企业通过主动的、跨区域的国有资本优化配置实现产能优化，根据经济学博弈论中的古诺竞争模型，当企业进行并购重组

（行业内企业数量减少）的时候，以利润最大化为目标的企业组成的行业的整体产量会下降。

截至 2018 年初，国资委先后主导完成了 19 组，36 家央企的战略重组，中央企业数量减少至 97 家。国资委年中会议明确，下半年要稳步推进装备制造、煤炭、电力、通信、化工等领域中央企业战略性重组。

图表 19 央企重组案例

时间	重组前	重组后
2015 年 5 月	中国电力投资集团公司 国家核电技术有限公司	国家电力投资集团公司
2015 年 6 月	中国南车 中国北车	中国中车
2015 年 12 月	中国冶金科工集团有限公司 中国五矿集团公司	中国五矿集团公司
2016 年 1 月	中国建筑材料集团公司 中国中材集团有限公司	中国远洋海运集团有限公司
2016 年 7 月	中粮集团有限公司 中国中纺集团公司	中国建材集团有限公司
2016 年 7 月	中国港中旅集团公司 中国国旅集团有限公司	中国港中旅集团公司
2016 年 12 月	宝钢集团有限公司 武汉钢铁集团公司	宝武集团
2017 年 6 月	中国机械工业集团公司 中国恒天集团有限公司	中国机械工业集团
2017 年 8 月	中国保利集团公司 中国轻工集团公司 中国工艺集团公司	中国保利集团
2017 年 11 月	中国神华集团公司 中国国电集团公司	国家能源投资集团
2018 年 1 月	中国核工业集团有限公司 中国核工业建设集团有限公司	中国核工业集团有限公司
2018 年 6 月	武汉邮电科学研究院有限公司 电信科学技术研究院有限公司	中国信息通信科技集团有限公司

资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

三、投资策略

国有资本投资运营公司改革 截至目前，中央企业已有 10 家企业开展投资运营公司试点，其中诚通集团、中国国新启动国有资本运营公司试点，国投、中粮、神华、宝武、五矿、招商局、中交、保利 8 家央企试点国有资本投资公司，各地方国有企业也已改组组建国有资本投资、运营公司 89

家。新一批试点将在总结以往经验基础上展开，煤炭、钢铁、建材、发电等竞争性行业内企业有望进入试点。

央企及地方企业混改 第三批 31 家试点企业（10 家央企子公司+21 家地方国企）的混改实施方案陆续获批，其中发展改革委已批复 8 家央企子公司混改试点方案，地方相关部门批复了 15 家地方国企试点方案。第三批试点（和前两批相比）纳入了更多地方国企，在行业上更全面覆盖了此前有关部门提出的 7 大行业，即电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工。”由于油气领域资产体量大，垄断程度较高，混改对公司业绩改善影响更大，建议重点关注油气领域。

央企并购重组 截至 2018 年初，国资委先后主导完成了 19 组，36 家央企的战略重组，中央企业数量减少至 97 家。国资委年中会议明确，下半年要稳步推进装备制造、煤炭、电力、通信、化工等领域中央企业战略性重组，建议关注相关领域下相关集团上市公司。

四、风险提示

政策推进不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>