

三年国改收官，新篇章如何续写？

摘要

- **圆满收官：国企三年改革行动成效显著。**2020年，国企改革三年行动正式启动，专项行动快速推进。三年行动是“1+N”政策体系的具体“施工图”，聚焦八方面重点任务，提出五大目标要求。2022年是国改三年收官之年，通过三年改革，国有企业经营效益稳步上升，产业结构进一步优化，市场化经营机制逐步健全，科技创新能力加快提升。
- **问题探源：国企发展仍面临四大不足。**尽管一系列国有企业改革措施取得明显成效，但在发展过程中国有企业仍面临着不少深层次的问题，主要有以下四大方面：其一，混改对“改机制”的推动尚有不足，部分混合所有制企业存在着“只混不改”、“重混轻改”的现象，内部治理机制并未产生实质性的变化；其二，产业结构上有待进一步聚焦战略新兴产业，国有资产正从不具备竞争优势、产能过剩的领域逐步退出，但在机械、电子等具有前瞻性、战略性的新兴产业中的占比仍相对较低；其三，国有企业融资结构仍有待优化，国有企业融资规模明显高于民营企业，但国企的债务融资比重明显高于民营企业，直接融资比重仍有待提升，地方国有企业融资的内生性也需进一步提升；其四，内外部监管机制尚有完善空间，外部监督仍有不足之处，比如监管对象不全面、仍有政企不分现象、政府审计质量有待提升等，内部控制管理的机制也尚待完善。
- **新篇章展望：国企未来发展的五大方向。**一是，通过并购重组、混改等方式，向战略新兴领域优化布局，国资委提出将通过专业化整合，在检验检测、医疗健康、装备制造、人工智能、新能源、云计算、钢铁、物流等重点领域和战略性、前瞻性新兴产业加快培育竞争能力强、资源配置优的一流企业；二是，重点向“改机制”转变，主要包括股权结构优化、管控模式改革、治理结构完善、治理机制健全、市场化经营机制建立五个维度；三是，科技创新锻长板补短板，打造原创技术策源地，主要是工业母机、高端芯片、基础软件、新材料、大飞机、发动机、信息、生物、能源、材料、人工智能、空天技术、装备制造、电力装备、通信设备、高铁、核电、新能源等领域，“科改示范企业”将尽快形成改革的标杆；四是，加快金融领域的国改，优化国有金融资本战略布局，包括推进国有金融资本集中统一管理、发挥党的核心领导作用、加快推广“金控模式”等；五是，“管资本”监管新模式深入推进，“两类公司”将从组织架构、运营模式、经营机制等多方面出发，加快建设世界一流企业，并聚焦推动新兴产业发展。
- **双向联动：国企改革与资本市场的双人舞。**资本市场对国企改革深化具有重要作用，通过国有资产证券化、重组整合、混合所有制改革三条路径助力国有企业改革与发展；国有企业是资本市场的重要组成部分，未来国有企业估值水平有望逐步向合理水平回归，也将对整个资本市场提振信心发挥重要作用。提升估值可以通过专业化整合推动优质资源向上市公司集中、引入“三高”战略投资者作为积极股东、提高科技创新能力、加强与市场沟通等途径实现。
- **风险提示：**国企改革进展不及预期，经济复苏低于预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
 执业证号：S1250520060001
 电话：010-57631106
 邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏
 电话：010-55758502
 邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 政策助力高质量发展，日央行意外“转向”（2022-12-23）
2. 稳中重质，进而求新——2022年中央经济工作会议解读（2022-12-18）
3. 国内多政策齐发，超级央行周释放信号（2022-12-16）
4. 分化的表现，生产和需求都有待改善（2022-12-16）
5. 遇寒后，更待政策发力扶春起——11月社融数据点评（2022-12-13）
6. CPI再度走低，回升压力几何？——11月通胀数据点评（2022-12-10）
7. 开局之年基调定，原油市场波澜起（2022-12-09）
8. 海内外多重作用下，超预期的回落——11月贸易数据点评（2022-12-08）
9. 国内第三支箭落地，美国加息放缓箭在弦上（2022-12-02）
10. 再下探，何时暖？——11月PMI数据点评（2022-12-01）

目 录

1 圆满收官：国企三年改革行动成效显著	1
1.1 三年国改是具体施工图，重点完成五大目标要求	1
1.2 三年改革收官 2022，四项重要成效凸显	1
2 问题探源：国企发展仍面临四大不足	3
3 新章展望：国企未来发展的五大方向	5
3.1 通过并购重组、混改等方式，向战略新兴领域优化布局	5
3.2 重点向“改机制”转变，主要从五个维度推进	7
3.3 科技创新锻长板补短板，打造原创技术策源地	8
3.4 金融国改正当时，优化国有金融资本战略布局	9
3.5 “管资本”监管新模式，“两类公司”持续深化改革	10
4 双向联动：国企改革与资本市场的双人舞	11

图 目 录

图 1: 国企改革三年行动目标要求.....	1
图 2: 2022 年下半年来, 国有投资起到支撑经济的重要作用.....	3
图 3: 2021 年来, 国有控股工业企业营收利润率提升较快.....	3
图 4: 国有企业营业收入、利润总额增速.....	3
图 5: 2022 年, 国有企业重大重组事件数量明显增多.....	3
图 6: A 股国有上市公司 ROE(加权)低于民营企业.....	5
图 7: 国有企业就业人员工资增速高于其产出增速.....	5
图 8: 国有资产在机械、电子等行业占比较低.....	5
图 9: 2022 年 Q3 国有企业、民营企业融资结构对比.....	5
图 10: A 股上市中央企业研发投入占比不断提升.....	9
图 11: 440 家科改示范企业主要集中于制造业和信息软件业等.....	9
图 12: 金融国企国有资本权益增长慢于非金融国企.....	10
图 13: 已获批牌照的金融控股公司.....	10
图 14: 部分中央层面国有投资运营公司 2019-2021 年净利润情况.....	11
图 15: 国有企业上市数量和募集资金情况近年来再度提升.....	12
图 16: 2022 年以来国有上市公司主要集中于战略性新兴产业.....	12
图 17: 国有企业估值提升对 A 股市场也有提振作用.....	13

表 目 录

表 1: 中央企业结构调整与重组整合相关文件及涉及领域梳理.....	6
表 2: 2019 年-2022 年混合所有制改革项目推介会.....	6
表 3: 国务院国资委近期发布的文件更侧重于公司治理、风险防范等方面.....	8

1 圆满收官：国企三年改革行动成效显著

1.1 三年国改是具体施工图，重点完成五大目标要求

2020年，国企改革三年行动正式启动，在此期间国企改革以空前的速度推进，实施“双百行动”、“科改示范行动”、“区域性综改试验”等专项行动。与此前改革不同的是，这一轮国企三年改革是“1+N”政策体系的具体“施工图”，有项目、有完成的时间节点，改革的成效可衡量、可考核，重点在于落实。国有企业改革三年行动聚焦八个方面的重点任务，提出要形成更加成熟、更加定型的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制、推动国有经济布局优化和结构调整、提高国有企业活力和效率等方面取得明显成效。具体有五大目标要求：一是，国有企业要成为有核心竞争力的市场主体，国企首先要发挥经济功能、创造市场价值，包括通过落实董事会职权、健全市场化经营机制、积极稳妥深化混合所有制改革等；二是，在创新引领方面发挥更大作用，在关键核心技术攻关、高端人才引进、科研成果转化应用等方面有更大作为；三是，在提升产业链供应链水平上发挥引领作用，推进国企兼并重组和战略性组合，中央企业压缩管理层级，并注重风险防控；四是，在保障社会民生和应对重大挑战等方面发挥特殊保障作用，国有资本要在提供公共服务、应急能力建设和公益性等领域发挥更大作用，对国有企业承担公益类业务要进行分类核算和分类考核，建立健全补贴体系；五是，在维护国家经济安全方面发挥基础性作用，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中。

图 1：国企改革三年行动目标要求



- ◆ **国有企业要成为有核心竞争力的市场主体**
国有企业首先必须发挥经济功能，创造市场价值，更好为党和人民服务。要加强党的领导，落实董事会职权，健全市场化经营机制，积极稳妥深化混合所有制改革
- ◆ **国有企业要在创新引领方面发挥更大的作用**
要以创新为突破口，进行大胆充分的激励，在关键核心技术攻关、高端人才引进、科研成果转化应用等方面有更大作为
- ◆ **国有企业要在提升产业链供应链水平上发挥引领作用**
国有企业要对民营企业健康发展发挥带动作用 and 重要影响力。根据不同行业集中度要求，推动形成比较好的市场结构。国企民企要相互配合，推进兼并重组和战略性组合。中央企业要坚决压缩管理层级，防控好各类风险。
- ◆ **国有企业要在保障社会民生和应对重大挑战等方面发挥特殊保障作用**
要推动国有资本在提供公共服务、应急能力建设和公益性等关系国计民生的关键领域发挥更大作用，做好制度安排。对国有企业承担公益类业务，要进行分类核算和分类考核。建立健全符合国际惯例的补贴体系。
- ◆ **国有企业要在维护国家经济安全方面发挥基础性作用**
要坚持有进有退、有所为有所不为，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，让国有企业真正起到抵御宏观风险的托底作用。

资料来源：国务院国资委、西南证券整理

1.2 三年改革收官 2022，四项重要成效凸显

2022年为国企改革三年行动的收官之年。截至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%。整体来看，通过三年改革，国有企业经营效益稳步上升，产业结构进一步优化，市场化经营机制逐步健全，科技创新能力加快提升。2022年下半年，由于国内经济持续受到疫情脉冲，民营经济进入下行通道，国有企业投资增速逆周期上行，对国内经济增长起到重要支撑作用。

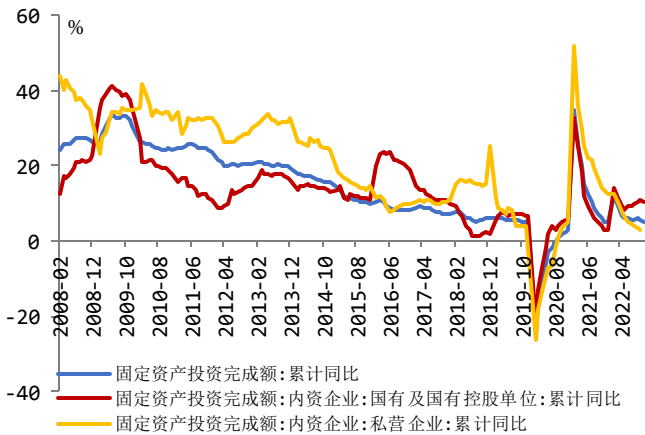
从经营效益来看，国企经营效益得到稳步提升，负债比率保持稳定。2021年，全国国有资产总额308.3万亿元，两年平均增长14.8%，保持稳定扩张态势。2022年1-10月，国有企业营业总收入66.4万亿元，三年平均复合增长9.8%，利润总额实现3.6万亿元，三年实现7.2%的平均复合增速，其中中央企业利润同比增速高于地方国有企业。截至10月末，国有控股工业企业营业收入利润率为7.6%，高于工业企业整体营收利润率6.24%，且较2019年的5.7%明显提升，国有企业盈利水平明显提升。另外，国有企业资产负债率为64.5%，2019年同期为64.3%，负债比率保持相对稳定。

在优化国有经济布局 and 结构方面，国有资本通过战略性重组、专业化整合和低效无效资产清退，不断聚焦重点领域、关键环节。Wind数据显示，截至12月9日，2020-2022年A股中央和地方国有上市公司公告252项重大重组事件，其中有136项已完成，2022年重大重组事件数量较2020和2021年明显增多，重组进程加快推进。2022年，国资重组领域主要集中于能耗较高的化工、建筑工程、机械等行业，重组目的逐步从横向整合转变为以战略合作和多元化战略为主。同时，压减工作持续推进，全国范围内纳入名单的“僵尸企业”处置率超过95%，“两非”剥离完成率达86.9%，重点亏损子企业三年减亏83.8%，累计减少法人占总户数的38.3%。

积极稳妥深化混合所有制改革，注重引入高质量战略投资者，加快健全市场化经营机制。自2016年国企混改开启以来先后推出了4批共208家试点，2020年混改进入到新一轮的提速升级阶段。国改三年行动以来，中央企业通过转让股权、增资扩股、合资新设、投资并购等方式与民营企业展开合资合作，引入社会资本超过8000亿元。截至2022年11月，央企所属企业中混合所有制企业户数占比超过70%，非公资本占央企所有者权益比重逾38%。从2022年混改推介会的项目来看，混改项目紧扣国家战略，包括装备制造、航空航天、新能源、新材料、信息技术等领域，聚焦国企和民企协同发展，注重引入高匹配度、高协同性、高认同感的高质量战略投资者。同时，通过完善公司治理、三项制度改革、中长期激励、全员绩效考核等，市场化经营机制不断健全。比如，2021年，董事会实现应建尽建，经理层任期制和契约化管理覆盖率超过了90%，5600多户具备条件的企业开展了中长期激励，公开招聘、竞争上岗、全员绩效考核等市场化用工制度普遍推行。

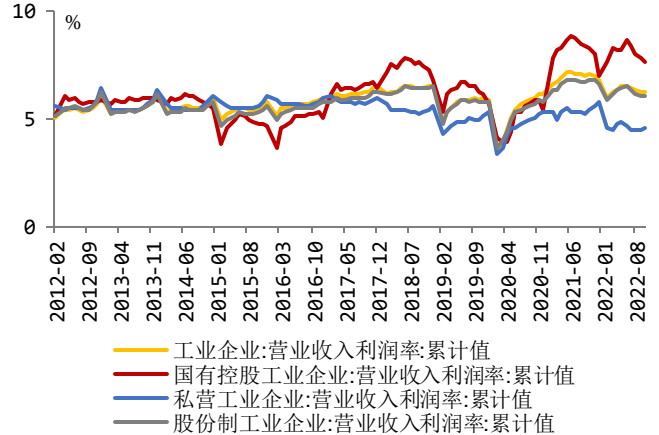
中央企业科技创新能力进一步提升，“科改示范行动”加快推广。2021年，中央企业研发经费投入9045.9亿元，占当年全国R&D经费比重约为32.4%，同比增长16.1%，增速快于全国整体水平。2020年初，继国企改革“双百行动”、“区域性综改试验”后的又一国企改革专项工程——“科改示范行动”开启。截至2022年8月，共有439户科技型企业开展“科改示范行动”，较2021年名单实现“倍增”。截至2022年年中，“科改示范企业”累计实现科技成果转化收入6327.5亿元，80%的“科改示范企业”已灵活开展多种方式的中长期激励。研发投入强度达15.4%，远高于中央企业平均水平（2.49%），也高于科创板上市公司平均水平（13%），同时“科改示范企业”科技人员占比平均达到50.7%。

图 2：2022 年下半年来，国有投资起到支撑经济的重要作用



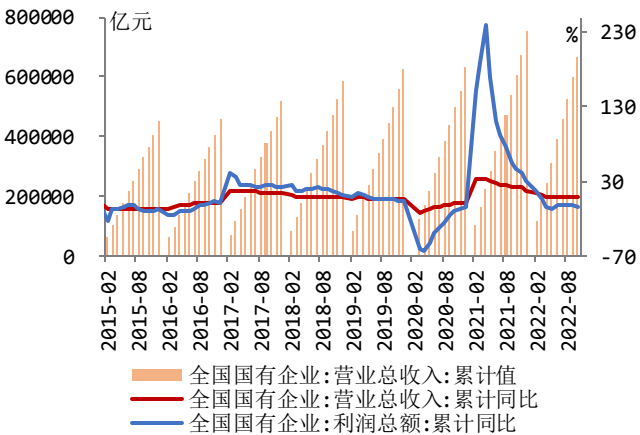
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：2021 年来，国有控股工业企业营收利润率提升较快



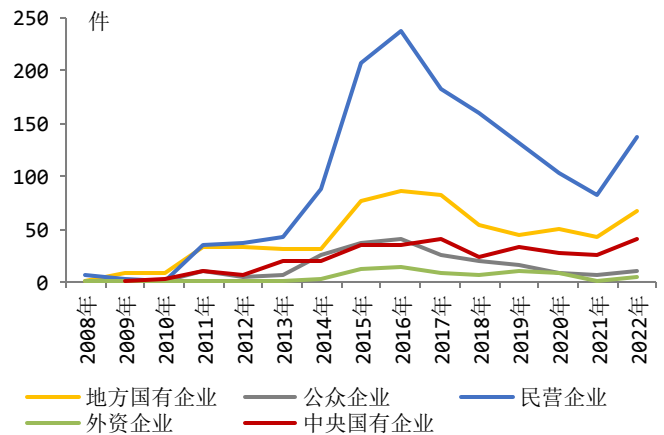
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：国有企业营业收入、利润总额增速



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：2022 年，国有企业重大重组事件数量明显增多



数据来源：wind、西南证券整理

2 问题探源：国企发展仍面临四大不足

从国有企业经营效益来看，在 2016 年国有企业混合所有制改革开启后，国有 A 股上市企业的净资产收益率与全部 A 股平均水平的差距逐渐收敛，但较民营企业的经营水平仍具有一定差距，尤其是地方国有企业。2022 年第三季度，全部 A 股中地方和中央国有上市企业加权 ROE 分别为 3.43% 和 4.73%，分别较 2019 年回升 0.71 个百分点、回落 2.43 个百分点，但在 2021-2022Q3 期间中央国有企业的净资产收益率表现优于 A 股整体水平甚至民营企业。尽管一系列国有企业改革措施取得明显成效，包括混合所有制改革、国有资产管理体制改革、市场化经营机制建设等等，但在发展过程中国有企业仍面临着不少深层次的问题。我们认为主要有以下四大方面问题：

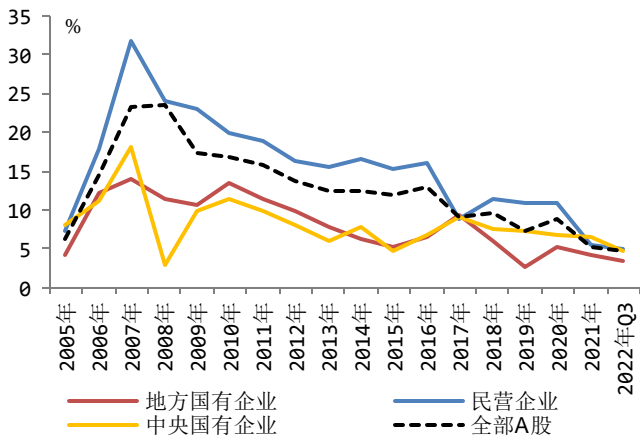
其一，混改对“改机制”的推动尚有不足。混改可以通过形成多元的股权结构、引进资本“活水”的方式，对企业治理水平提升、建立市场化经营机制起到非常重要的作用。但目前部分混合所有制企业存在着“只混不改”、“重混轻改”的现象，片面地将混改的数量、比例、进度、范围等作为完成国企改革的指标，国有企业内部治理机制并未产生实质性的变化。这也就意味着混改之后国有企业仍存在市场化聘用机制缺乏、董事会职责定位不清晰、薪酬分配不市场化等企业治理层面的问题。以国有企业市场化薪酬改革为例，虽然“三项制度改革”自 2001 年便出台了纲领性文件，但国企薪酬仍普遍存在“大锅饭”现象，国有企业就业人员平均工资增速高于国有企业的产出增速，仍存在“超分配”问题。从结构上看，国企薪酬悬殊也不够明显，2021 年国企就业人员平均工资最高与最低之比为 2.82%，低于股份有限公司的 3.05%和外商投资公司的 4.33%。

其二，产业结构上有待进一步聚焦战略新兴产业。与 2015 年相比，2020 年国有资产在社会服务业、房地产业、金融业等行业占比提升较多，在工业、交通运输业中的占比下降。其中，将工业细项拆开来看，2015 年至 2020 年国有资产在机械、电力、市政公用等领域占比较快提升，医药、石油化工、冶金、纺织等领域占比下降最多。可以看出国有资产正从不具备竞争优势、产能过剩的领域逐步退出，但在机械、电子等具有前瞻性、战略性的新兴产业中的占比仍相对较低。在“2021 中国新经济企业 500 强”榜单中，民营企业的数量为 422 家，仍占绝对优势，国有企业的数量为 78 家，但比去年增加了 4 家，国有企业仍有待进一步提高科技创新能力，逐步聚焦战略新兴产业，充分发挥产业链“链长”作用。

其三，国有企业融资结构仍有待优化。截止到 2022 年第三季度，A 股上市国有企业通过股权和债务融资的总额约为 46.3 万亿元，平均融资规模 346.3 亿元，民营企业融资规模约 12.7 万亿元，由于企业数量众多，平均融资仅 39.7 亿元，国有企业融资规模明显高于民营企业，其中央企的融资规模明显高于地方国有企业。从融资结构来看，国企股权融资共计 15.8 万亿元左右，民企股权融资 6.8 万亿元；国企债务融资 30.4 万亿元，民企债务融资 5.8 万亿元，国企的债务融资比重明显高于民营企业，直接融资比重仍有待提升。此外，对比三种所有制的内外源融资结构，央企的内源融资比重高于民企，民企高于地方国有企业，地方国有企业融资的内生性仍需进一步提升。

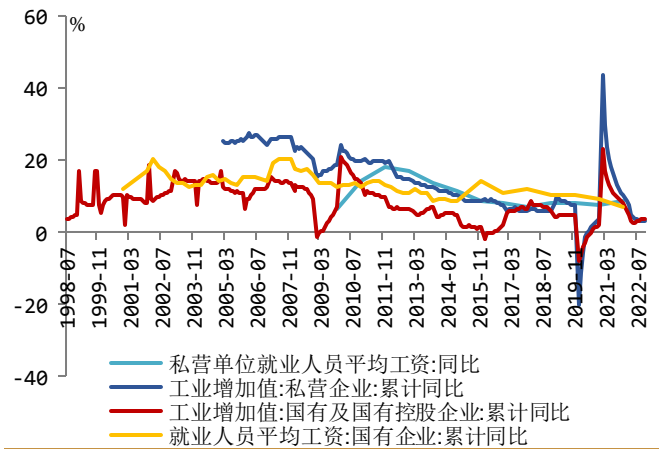
其四，内外部监管机制尚有完善空间。国有企业的监督主要包括外部监督、内部监督和社会监督。从外部监督来看，2003 年国资委成立后对国有企业经营绩效起到明显改善作用，2019 年开始加快从“管企业”向“管资本”转变，但目前国企的外部监督仍有不足之处。比如监管对象不全面、仍有政企不分现象、政府审计质量有待提升等；从内部监督来看，由于国有企业普遍存在着“委托-代理”问题，所有权与经营权分离，若内部控制机制不够完善，易引发内部人控制、寻租等一系列问题。目前国有企业内部对于内部控制管理的机制尚待完善，存在对内部控制认识不足、执行能力较弱、监管不到位、风险评估不完善、专业性缺乏等问题。

图 6: A 股国有上市公司 ROE(加权)低于民营企业



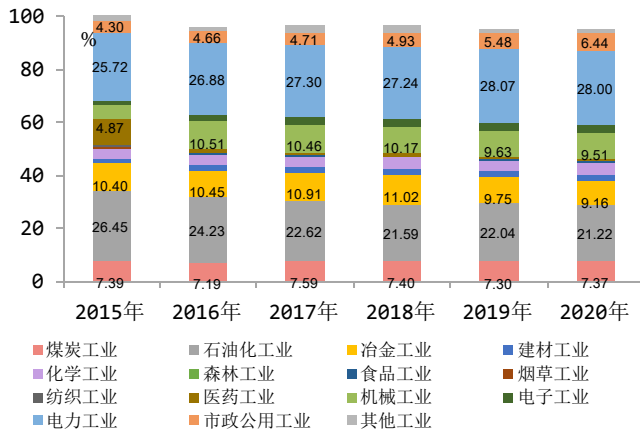
数据来源: wind、西南证券整理

图 7: 国有企业就业人员工资增速高于其产出增速



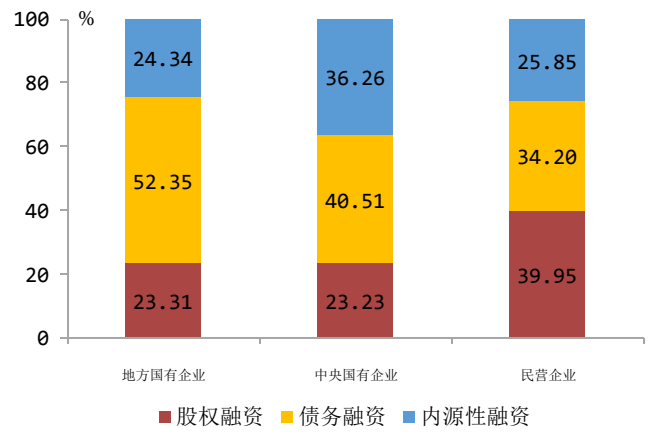
数据来源: wind、西南证券整理

图 8: 国有资产在机械、电子等行业占比较低



数据来源: wind、西南证券整理

图 9: 2022 年 Q3 国有企业、民营企业融资结构对比



数据来源: wind、西南证券整理。注: 股权融资包括资本公积金、其他权益工具、实收资本; 债务融资包括应付债券、短期、长期借款、应付票据; 内源性融资包括盈余公积金、未分配利润、其他综合收益。

3 新章展望: 国企未来发展的五大方向

3.1 通过并购重组、混改等方式, 向战略新兴领域优化布局

我国国有经济的布局优化和结构调整经历多个发展阶段, 2004 年《关于中央企业国有经济布局和结构调整若干重大问题的思考》中, 主要选择石油石化、冶金、机械装备、汽车、电信、煤炭、商贸、交通运输、建筑业和投资业等 21 个行业进行资源整合和企业重组。2012 年后, 经济增速下降, 部分行业面临产能过剩问题, 2016 年, 国务院发布《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》, 提出稳妥推进装备制造、建筑工程、电力、钢铁、有色金属、航运、建材、旅游和航空服务等领域企业重组, 鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游中央企业进行重组, 国企并购重组主要集中于化解产能过剩方面。2016 年至 2022 年, 央企数量由 104 家下降至 97 家, 再进行大范围央企合并重组以减少数量的空间已较为有限。在

新发展阶段，国有企业肩负着新的建设社会主义现代化国家的使命和构建新发展格局的任务。2022年7月，国资委提出中央企业专业化整合的下一步总体目标是：有效解决央企之间的同质化竞争、重复建设问题，实现主责主业更加聚焦，产业结构更加清晰，形成一批“专精特新”子企业，打造一批具有全球竞争力的世界一流企业等，具体任务提出了“五个聚焦”。**国资委提出将在检验检测、医疗健康、装备制造、人工智能、新能源、云计算、钢铁、物流等重点领域和战略性、前瞻性新兴产业加快培育竞争能力强、资源配置优的一流企业。**其中，除装备制造、医疗健康、钢铁、物流等是国有资产整合的传统重点领域外，人工智能、新能源、云计算等领域也是后续加力布局的方向。从资源的流向上看，后续专业化整合将呈现出国有资本向主业企业、优势企业和链长企业集中的特点，从而增强优势企业的核心竞争力，实现国有企业做强做优做大、中央企业加速迈进世界一流的目标。

此外，2016年推出第一批混改试点以来，国有企业的经营效益明显得到提升。2017-2019年国企利润总额增速上台阶，复合增速达15.8%。从推出混改试点的情况来看，混改企业数量不断增加，覆盖的领域也逐渐扩大，既包括电力、石油、交运、军工等传统制造业，也涵盖了信息技术、新能源、新材料、高端装备制造、航空航天、节能环保等战略新兴产业。从2020-2022年的混改项目推介会上看，混改项目也更加集中于前瞻性、战略性领域，并且更注重引入高质量的战略投资者。预计后续国有企业将通过并购重组、混改等方式继续优化产业布局，主要围绕二十大战略方向，助力建设现代化产业体系、提升产业链供应链安全水平，实现科技自立自强。同时，传统领域的国有企业也可以通过混合所有制改革，引入高质量战略投资者，提升其现代化、智能化、绿色化水平，加快转型升级的步伐。

表 1：中央企业结构调整与重组整合相关文件及涉及领域梳理

日期	文件&会议	主要内容
2004年	《关于中央企业国有经济布局和调整若干重大问题的思考》	提出“五个优化”和“四个集中”的工作指导思想，重点选择了石油石化、冶金、机械装备、汽车、电信、煤炭、商贸、交通运输、建筑业和投资业等21个业务板块进行调研，形成了相关行业的资源整合和企业重组思路课题研究报告。
2016年	国务院办公厅《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	功能作用有效发挥。在国防、能源、交通、粮食、信息、生态等关系国家安全的领域保障能力显著提升；在重大基础设施、重要资源以及公共服务等关系国计民生和国民经济命脉的重要行业控制力明显增强；在重大装备、信息通信、生物医药、海洋工程、节能环保等行业的影响力进一步提高；在新能源、新材料、航空航天、智能制造等产业的带动力更加凸显。
2022年	国务院国资委召开中央企业深化专业化整合工作推进会	坚持“五个聚焦”。深入开展企业间同一业务或同质业务的整合，在检验检测、医疗健康、装备制造、人工智能、新能源、云计算、钢铁、物流等重点领域和战略性、前瞻性新兴产业加快培育竞争能力强、资源配置优的一流企业。

资料来源：国务院国资委、中国政府网，西南证券整理

表 2：2019年-2022年混合所有制改革项目推介会

日期	混改推介会	混改推介项目情况
2019年	274个中央企业混改项目在推介会上亮相，拟引入社会资本规模超2000亿元。	推介项目中，有104项涉及信息技术、新能源、新材料、节能环保、高端装备制造等战略性新兴产业项目，占比达到38%，拟引入社会资本超450亿元；另有30余个电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大重点领域混改试点项目，拟引入300亿元资本。
2020年	316宗项目在会上与投资者见面，涉及引入社会资本超过1800亿元，其中，中央企业混	呈现三个特点，一是科技类企业占比进一步提升，高新技术企业达85户，占比接近50%；二是引战目标更加明确，更加注重引入高匹配度、高认同感和高协同性的战略投资者；三是首次推介中央企业民营企业协同发展项目，涉及电信、环保、航空制造、电力等诸多行业。

日期	混改推介会	混改推介项目情况
	改项目 268 宗，中央企业民营企业协同发展项目 48 宗	
2021 年	286 个混合所有制改革及中央企业民营企业协同发展项目在推介会上集中亮相，拟募集资金超 1200 亿元	呈现出三个特点：一是项目紧扣国家战略和市场热点，多数项目围绕落实 碳达峰碳中和、科技创新、京津冀协同发展 等国家重大战略，涉及 新能源、新材料和高端装备制造 等战略性新兴产业的高新技术企业项目达到 140 余项，占比超过 50%；二是各类试点、示范企业数量众多，推介项目中，重点领域混改试点企业 22 家、“双百企业” 26 家以及“科改示范企业” 18 家，试点、示范企业混改项目的亮相，将进一步发挥其在各项改革中的引领示范作用；三是混改形式多样，既有产权转让项目、增资扩股项目，也有投资新设项目。
2022 年	此次推介会共推介项目 263 宗。其中，国企混改项目 141 宗，意向募集资金超过 1200 亿元；国企民企协同发展项目 49 宗；民营企业引资项目 73 宗。	呈现三大特点：一是聚焦贯彻落实党的二十大精神，通过产权市场集中推介国企民企项目，超八成项目涉及 装备制造、航空航天、新能源、新材料、信息技术 等行业；二是聚焦国企民企协同发展，首次推介民营企业融资项目，持续推出协同发展项目；三是聚焦高质量、优治理、促发展深化混改，推介的混改项目均注重引入高匹配度、高协同性、高认同感的高质量战略投资者，积极向投资者释放董事席位，合理设置股权结构，致力于发挥投资者在优化治理机制、提升产业链供应链现代化水平、健全市场化经营管理机制方面的重要作用，为深化混改奠定坚实基础。

资料来源：国务院国资委，西南证券整理

3.2 重点向“改机制”转变，主要从五个维度推进

此外，国企混改的重点目前已从“混资本”转向“改机制”，“改机制”仍将是后续的国企改革的重点内容，逐步建立健全现代企业制度、市场化经营机制，真正做到政企分开、政资分离。主要从五个维度出发：**其一，股权结构优化方面**，国企混改一般采用股权转让、增资扩股、员工持股的方式，通过引入战略投资者，从而改变原有的国有股东绝对控制的局面。目前仍有不少国企在混改后仍存在原有股东一股独大的现象，未来企业将在混改过程中设计科学的股权结构，使得股权的分配在多方得到有效的均衡。未来“二次混改”、“双向混改”的模式有望加快，逐步探索合理的产权结构，同时加强对国有资产交易流转的管理；**其二，管控模式改革方面**，国有股东对企业的管控要加快从“控制”向“配置”转变，实施以股权关系为基础、以派出股权董事为依托的治理型管控，加强股权董事履职支撑服务和监督管理，行权不缺位、不越位、不错位；**其三，完善治理结构方面**，公司治理结构主要由党组织、股东会、董事会、经理层、监事会等组成，各主体应做到权责清晰。其中，董事会是完善公司治理的关键，包括董事会应建尽建，提高董事进行自主、独立、科学决策的能力，并提高外部董事的履职能力等；**其四，健全公司治理机制方面**，公司治理机制包括决策、授权、激励、监督和制衡等机制，在经营运作过程中各项机制协调运转，并加强风险控制，包括完善内部控制制度、加强合规机制建设等；**其五，建立市场化经营机制方面**，后续将深入推进三项制度改革，推动“三能”制度化程序化常态化。具体包括，完善市场化选人用人和收入分配的机制，全面实施经理层成员任期制和契约化管理，建立职业经理人制度，通过员工持股、股权激励、分红激励、项目跟投、虚拟股权等方式完善中长期激励机制。

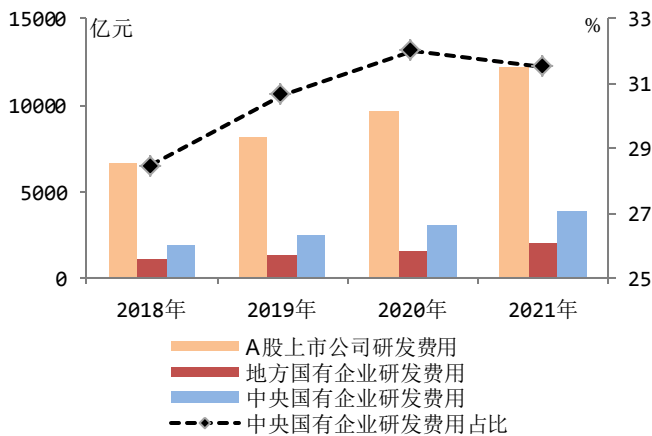
表 3：国务院国资委近期发布的文件更侧重于公司治理、风险防范等方面

日期	政策文件	出台目的	主要内容&措施
2021年10月	《关于进一步深化法治央企建设的意见》	进一步推进中央企业法治建设，提升依法治企能力水平	着力健全领导责任体系、着力健全依法治理体系、着力健全规章制度体系、着力健全合规管理体系、着力健全工作组织体系等。
2021年12月	《中央企业重大经营风险事件报告工作规则》	规范中央企业重大经营风险事件报告工作，建立健全重大经营风险管控机制，有效防范和化解重大经营风险	明确应当确定为重大经营风险事件的风险情形，将重大经营风险事件报告按照事件发生的不同阶段分为首报、续报和终报等三种方式等，并明确报告的时间及内容。
2022年3月	《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》	推动中央企业进一步提升财务管理能力水平，加快建设世界一流财务管理体系	着力推动四个变革、重点强化五项职能、持续完善五大体系等
2022年5月	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	推动上市公司内强质地、外塑形象	推动上市平台布局优化和功能发挥、促进上市公司完善治理和规范运作、强化上市公司内生增长和创新发展、增进上市公司市场认同和价值实现等
2022年6月	《关于加强中央企业商誉管理的通知》	加强中央企业商誉管理，夯实财务会计信息质量，有效防范化解风险，实现国有资产保值增值	高度重视商誉管理，维护国有资产安全；切实加强源头管控，防范商誉虚增风险；规范商誉计量管理，夯实会计信息质量；持续完善长效机制，落实商誉管理责任
2022年8月	《中央企业合规管理办法》	深化法治央企建设，推动中央企业加强合规管理，切实防控风险	对组织和职责、制度建设、运行机制、合规文化、信息化建设、监督问责等进行详细规定

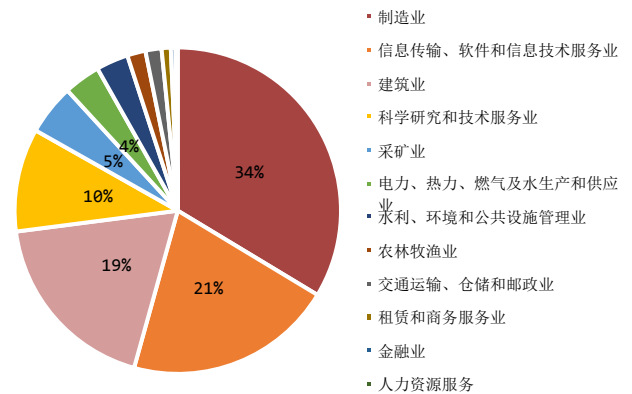
资料来源：国务院国资委，西南证券整理

3.3 科技创新锻长板补短板，打造原创技术策源地

由于国际形势演变更趋复杂，国际上单边、保护主义上升，产业链供应链自主可控的重要性明显提升，在这一时代背景下，国有企业科技创新的必要性不言而喻。党的二十大报告中也强调“加快实施创新驱动发展战略”。国有企业作为“集中力量办大事”的重要载体，将进一步发挥制度优势，在攻克“卡脖子”领域、促进产业链转型升级、保障供应链安全等方面起到一马当先的作用。“十四五”时期，要发挥好中央企业的引领作用，在科技自立自强上展现新作为。要把科技创新作为“头号任务”，努力打造科技攻关重地，努力打造原创技术策源地，努力打造科技人才高地，努力打造科技创新“特区”，加快打造一批科技创新领军企业，坚决把中央企业打造成为国家战略科技力量。具体领域上看，在工业母机、高端芯片、基础软件、新材料、大飞机、发动机等产业薄弱环节，加快解决“卡脖子”问题；在信息、生物、能源、材料等方向，加快布局一批基础应用技术；在人工智能、空天技术、装备制造等方面，加快突破一批前沿技术；在电力装备、通信设备、高铁、核电、新能源等领域，加快锻造一批长板技术。从试点情况来看，2022年3月，国务院国资委公布最新440家科改示范企业名单，在2020年4月的名单基础上新增了236家企业。据知本咨询，440家“科改示范企业”聚焦国有企业，涵盖了大中小型企业，但是以小型企业为主，多数处于快速发展壮大的成长期，行业上主要涵盖了战略性新兴产业、高端装备制造、科学技术服务领域。后续“科改示范企业”将尽快形成改革的标杆，为我国企业提高科技创新能力，尤其是国有企业，发挥典范的引领作用，并提供丰富的改革经验。

图 10：A 股上市中央企业研发投入占比不断提升


数据来源：wind、西南证券整理

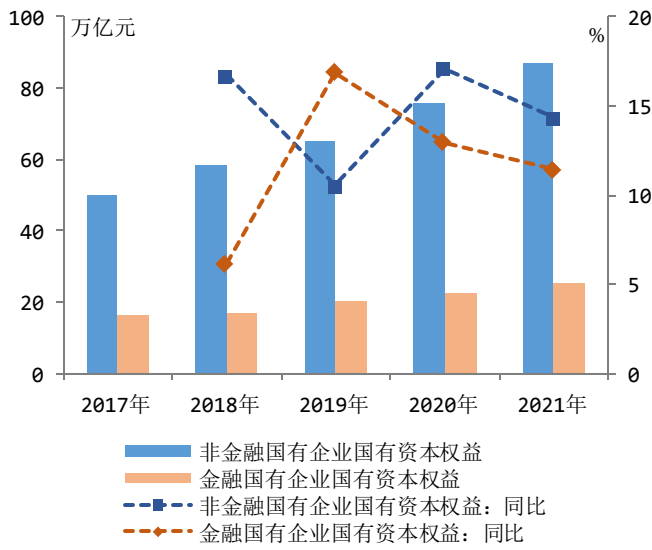
图 11：440 家科改示范企业主要集中于制造业和信息软件业等


数据来源：知本咨询、企查查、西南证券整理

3.4 金融国改正当时，优化国有金融资本战略布局

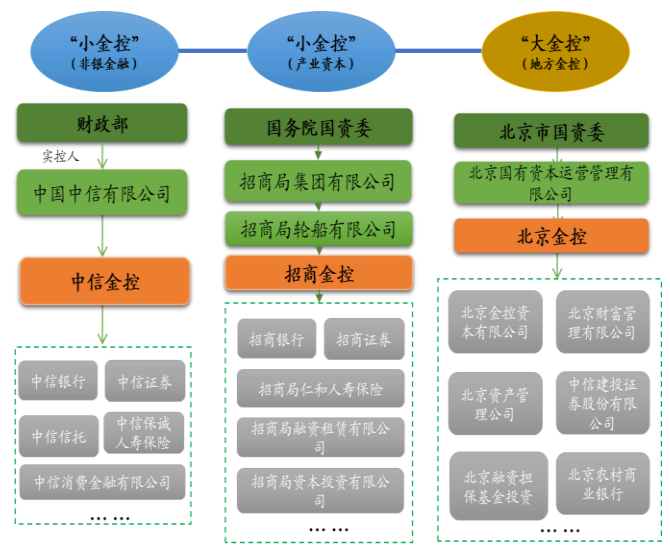
十八大以来的国资国企改革主要集中于国资体系内的国有企业，而国有金融企业的改革进程相对缓慢。2021 年全国国有非金融企业资产、负债及国有资本权益分别较 2019 年提升 31.8%、32.1% 和 33.9%，而全国国有金融企业资产、负债和净资产分别较 2019 年增长 20.2%、19.5% 和 25.9%，增速低于国有非金融企业。二十大报告提出“深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管”，后续金融体制的改革将继续拓展，金融国企改革有望向纵深推进，推进方向主要包括：**一是，完善国有金融资本管理制度，推进国有金融资本集中统一管理。**2018 年，《关于完善国有金融资本管理的指导意见》强调各级财政部门履行国有金融资本出资人的主体责任，推进国有金融资本的集中统一管理。2019 年，国务院印发《国有金融资本出资人职责暂行规定》，进一步明确财政部和地方财政部门作为国有金融企业出资人的职责，加快构建起国有金融资本统一管理框架。2021 年，财政部发布《关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》，进一步加强国有金融资本管理，维护国有金融资本出资人权益。预计后续国有金融资本管理制度将持续完善，推进国有金融资本集中统一管理，并优化资本战略布局；**二是，完善法人治理结构，发挥党的核心领导作用。**党的二十大报告明确提出推进金融企业在完善公司治理中加强党的领导，加强党的领导有利于国有企业推进和落实国家战略。具体措施或包括将党建工作要求写入公司章程、党委会与企业领导层“双向进入、交叉任职”、企业重大事项党组织前置讨论等。此外，将继续落实董事会职权、推行经理层任期制和契约化管理、职业经理人制度、规范薪酬分配和相关激励机制等；**三是，“金控模式”**加快推广，协同资源、做大做强。我国金融控股公司主要分为中央系、地方系、民营系、互联网系等，但在此前的发展中存在着盲目扩大、风险累积的问题，2020 年，国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，央行也发布《金融控股公司监督管理试行办法》，金控公司进入规范发展阶段。中信金控、北京金控、招商金控相继获得牌照，央企和国资更具优势，下一步央行将稳妥有序推动其他符合条件的企业申设金融控股公司。

图 12：金融国企国有资本权益增长慢于非金融国企



数据来源：国务院国资委、西南证券整理

图 13：已获批牌照的金融控股公司

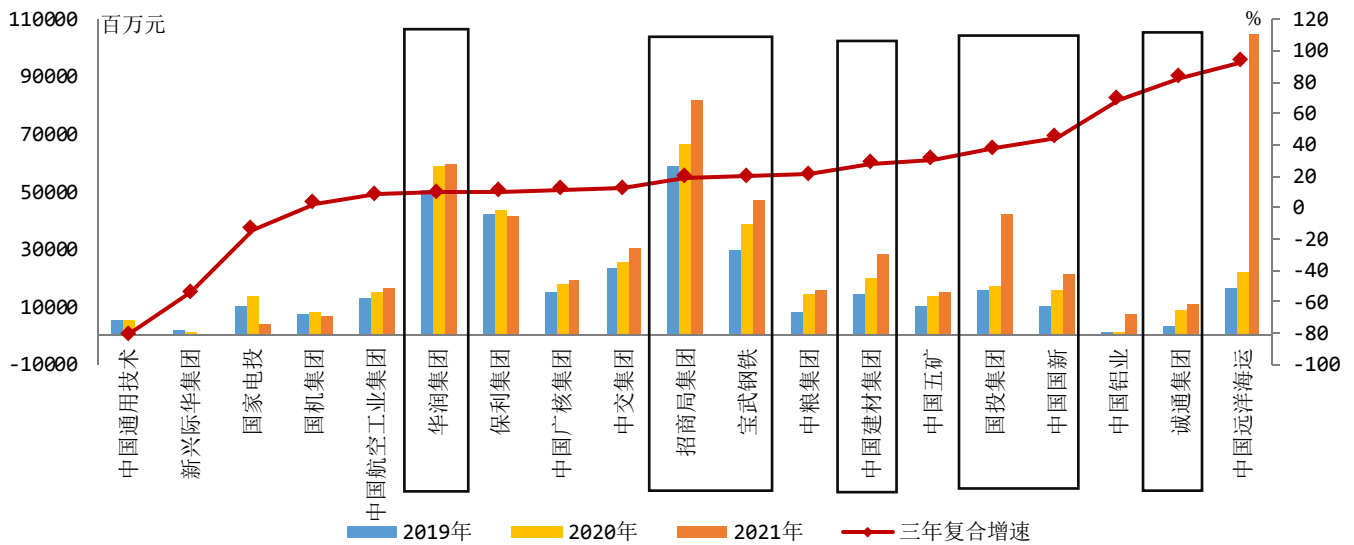


资料来源：企查查、wind、公司官网、西南证券整理

3.5 “管资本”监管新模式，“两类公司”持续深化改革

2013 年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中首次提出组建国有资本运营、投资公司，2014 年中粮集团和国有投资公司确定为首批国有资本投资公司改革试点单位。2015 年《中共中央 国务院关于深化国有企业改革的指导意见》再次提及改组组建国有资本投资、运营公司。2016 年，中国国新与中国诚通确定为国有资本运营公司试点企业，宝武集团、五矿集团等 6 家开展第二批国有资本投资公司试点。2018 年，国务院发布《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》，明确“两类公司”的功能定位，国有资本投资和运营公司开始从“管资产”向“管资本”方向转变，逐步形成“国资委-国有资本投资运营公司-国有企业”的三层国资监管架构。同年，开启第三批 11 家国有资本投资公司企业试点，包括华润集团、中航工业等。经过多年的试点工作，部分企业经营业绩稳中向好，改革取得明显成效。2021 年，19 家投资公司试点企业营业收入 9.5 万亿元、同比增长 22.1%，实现净利润 6900 亿元，占全部中央企业的 40%，全员劳动生产率、人工成本利润率均显著高于中央企业平均水平。2022 年 6 月，中国宝武、国投、招商局集团、华润集团和中国建材等 5 家企业正式转为国有资本投资公司，航空工业集团、国家电投等 12 家企业继续深化试点。12 月，中国诚通、中国国新两家国有资本运营公司由试点转入持续深化改革阶段。后续“两类公司”的改革深化将从组织架构、运营模式、经营机制、产业布局等多方面出发，稳步实施综合性改革，进一步提升企业的核心竞争力，加快建设世界一流企业。另外，国资委此前提出将确保“十四五”末战略性新兴产业营收占比达到 30% 至 35%，并支持国有资本投资公司研究提出 1 个至 2 个拟重点发展的战略性新兴产业投资领域。后续两类公司将运用基金、直投等方式开展战略性投资，形成新产业集群，并通过资产收购、股权投资、业务整合等推动新兴产业发展。

图 14：部分中央层面国有投资运营公司 2019-2021 年净利润情况



数据来源：wind、西南证券整理。注：黑框内为 5 家 2022 年正式转为国有资本投资公司和由试点转入持续深化改革阶段的国有资本运营公司

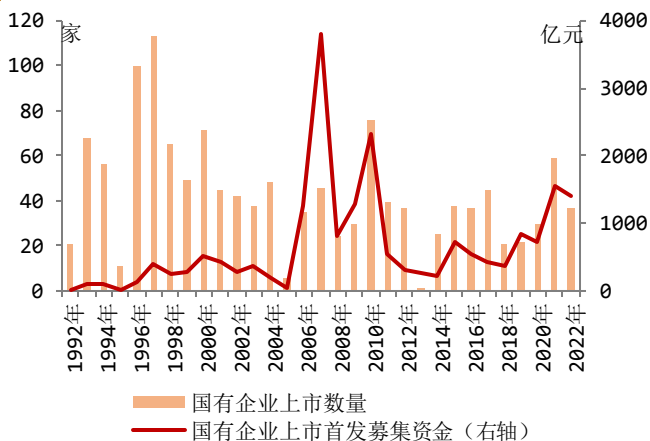
4 双向联动：国企改革与资本市场的双人舞

资本市场对国企改革深化具有重要作用，《中央企业高质量发展报告》显示，上市公司已经成为中央企业运营的主体，中央企业资产的 65%、营业收入的 61%、利润总额的 88% 都来自上市公司。具体来看，资本市场主要通过国有资产证券化、重组整合、混合所有制改革三条路径助力国有企业改革与发展。

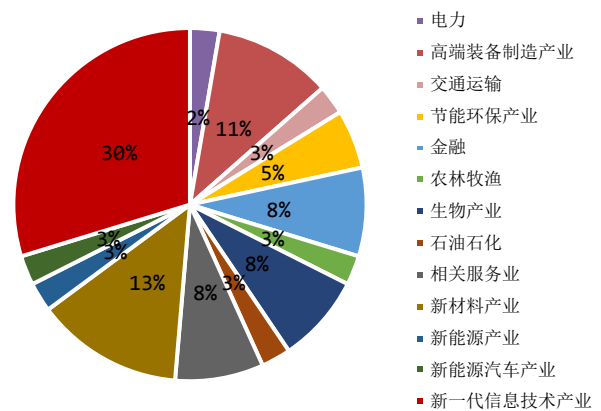
国有资产证券化继续加快节奏，提升国有企业直接融资比重。2022 年以来，国有企业 A 股上市 IPO 共 37 家，占全部 A 股上市的 8.96%，首发募集资金 1387.31 亿元，占全部 A 股首发募集资金的 24.09%。其中，主板上市 9 家，科创板上市 11 家，创业板上市 11 家，北交所上市 6 家，双创上市国企数量较多，绝大部分属于战略性新兴产业。5 月，国资委表示要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司，必要的也可单独上市，并注重支持“双百行动”“科改示范”等各类改革专项工程企业和“专精特新”企业上市。稳妥探索符合条件的多板块上市公司分拆上市，支持有利于理顺业务架构、突出主业优势、优化产业布局、促进价值实现的子企业分拆上市。并且，还可以通过运用发行股债结合产品、不动产投资信托基金（REITs）等其他手段，提升国有企业直接融资比重。

战略性重组和专业化整合是国企改革的重头戏，优化产业布局和资源分配。利用资本市场实现资产重组、股权合作、资产置换、无偿划转、战略联盟等，以此达到提高产业集中度和企业核心竞争力的目标。过去 10 年，先后有 26 组 47 家中央企业实施战略性重组，国资委监管的央企数量从 117 家调整至 97 家，整合的目的主要是将同类业务或上下游业务从非主业央企集中到主业央企中。后续央企内部资源将进一步向主业企业、优势企业、链长企业集中，有助于优化国有资本的产业布局和资源分配。

资本市场是国有企业混合所有制改革的重要平台，激发市场化经营活力。通过混改可以使国企实现股权的多元化、公有制经济实现形式多样化，提高国有企业市场化程度，促进企业建立现代企业制度，完善内部治理结构，从而实现放大国有资本、保值增值、提高竞争力等目标，同时也有利于民营资本进入到电力、石油石化等具有垄断性质的行业中。过去国企混改主要通过引入战略投资者、内部员工持股等方式激发国有企业经营活力，后续国企混改将从“量”向“质”进行转变，注重引入高质量的战略投资者，进一步促进“二次混改”，混改的重心放在“改机制”层面，行业上更加聚焦战略性新兴产业。另外，混改不仅包括国企引入非公有制资本，也可以通过国企参股民营企业来促进国有和民间资本的共同发展。

图 15：国有企业上市数量和募集资金情况近年来再度提升


数据来源：wind、西南证券整理

图 16：2022 年以来国有上市公司主要集中于战略性新兴产业


数据来源：wind、西南证券整理

截至 12 月 26 日，A 股国有控股上市公司共约 1339 家，占全部 A 股上市公司数量的 26.5%，国有企业总市值达 39.63 万亿元左右，占全部 A 股总市值的 47.00%，可见国有企业是资本市场的重要组成部分。但目前国有企业存在着盈利能力较强但估值偏低的情况。2022 年 Q3，央企归母净利润同比增长 9.75%，地方国企增长 3.28%，均高于 A 股整体水平的 3.01%，而从估值情况来看，12 月 26 日，全部 A 股市盈率 PE 中位数为 27.11 倍，而央企市盈率 PE 中位数为 10.45 倍，地方国企为 15.79 倍，国有企业估值相对偏低。11 月，易会满主席在 2022 年金融街论坛年会上提出要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系。上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性新兴产业整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值。未来国有企业估值水平有望逐步向合理水平回归，也将对整个资本市场带来提振信心的作用。5 月，国务院国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，从推动上市平台布局优化和功能发挥、促进上市公司完善治理和规范运作、强化上市公司内生增长和创新发展、增进上市公司市场认同和价值实现四大方面进行部署。

我们认为，国有上市公司提升估值可以通过以下四条路径：**一是通过专业化整合推动优质资源向上市公司集中**，比如进行同业整合、产业链上下游整合等，同时调整盘活一批存在缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能等情况的上市公司，从而提升行业龙头或优势上市公司估值水平，领域上或集中于检验检测、医疗健康、装备制造、人工智能、新能源、云计算、钢铁、物流等行业；**二是引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者作为积极股东**，以“改机制”为重点，支持其依法合规提名董事人选，促进公司治理结构改善、经营机制转换，从而真正达到提升上市国企经营业绩的目的；**三是提高科技创新能力**，一方面加大对科

技研发的投入，传统行业加快创新升级改造，另一方面加强对员工尤其是科研人员的中长期激励。2022年，有45家央企所属上市公司实施股权激励，比2021年增加61%。股权激励有利于提升员工积极性，同时也有利于提升资本市场对国有企业发展前景的认可度；四是**加强上市国企与市场的沟通**，加强投资者关系的管理，具体包括便利股东权利行使、信息披露、互动交流和诉求处理等。常态化召开业绩说明会，有助于提升企业的透明度，更好地揭示国有企业的投资价值，增强投资者对国企价值的认同，同时也有助于加强投资者对国企上市公司的监督和约束，推动国企高质量发展。

图 17：国有企业估值提升对 A 股市场也有提振作用



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingyf@swsc.com.cn