



新思维，新活力 ——国企改革再起航

长江证券策略研究小组

分析师：包承超	SAC执业证书编号：S0490518040002
分析师：张宇生	SAC执业证书编号：S0490516070003
联系人：朱小溪	邮箱：zhuxx1@cjsc.com.cn
联系人：王 丹	邮箱：wangdan7@cjsc.com.cn
联系人：陈熙淼	邮箱：chenxm4@cjsc.com.cn
联系人：邓宇林	邮箱：dengyl@cjsc.com.cn

CONTENT

- 01 国企改革史鉴
- 02 本轮改革图谱
- 03 新思维，新活力——本轮改革有何不同
- 04 改革加速度——政策面姹紫嫣红
- 05 管中窥豹——落地梳理



01

国企改革史鉴



国企发展进程与混改之路

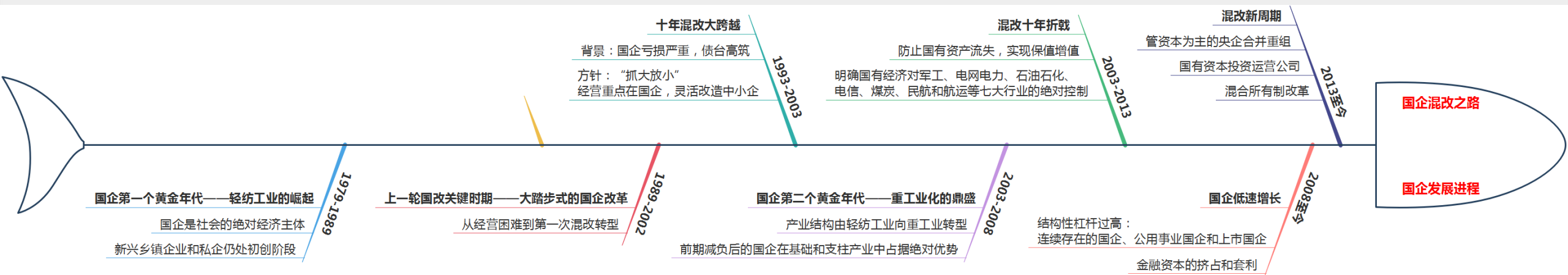
□ 国企发展起起伏伏，轮回中寻突破

国企发展历经四个主要阶段：轻纺工业崛起的黄金年代、大踏步式的国企改革阶段、重工业化崛起的“第二春”以及新常态下的低速增长期。

□ 国企混改，摸索中的市场化前行

我国国有企业改革共经历了三个历史阶段：十年混改大跨越（1993-2003）、混改十年折戟（2003-2013）以及混改新周期（2013至今）。不同改革阶段对应着不同的国企发展背景，有的放矢方唯解决之道。

图1：国企发展进程及混改演绎





02

本轮改革图谱



国有企业效益趋势下降，是本轮改革主因

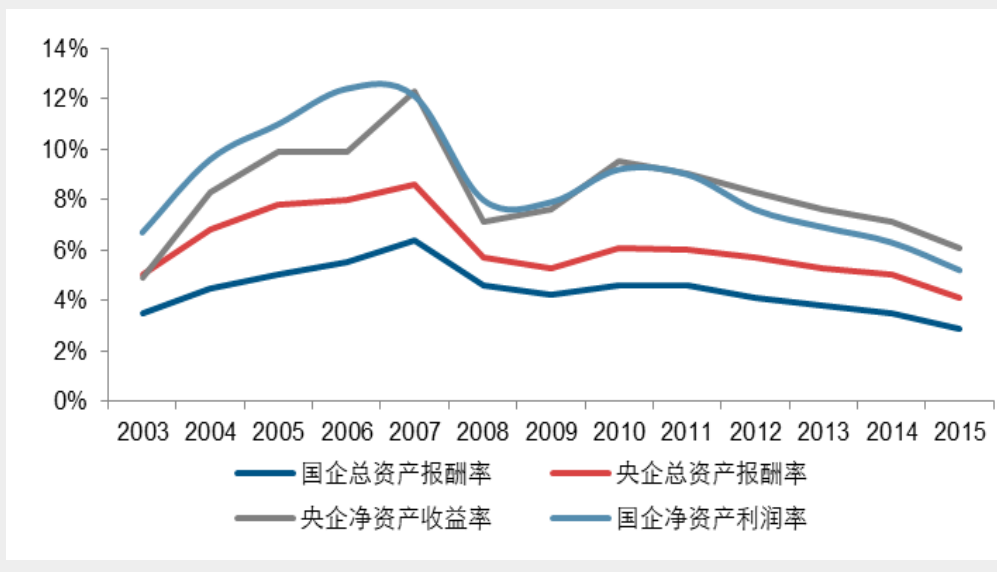
□ 2007年后国有企业资产回报率趋势性下行

2007年是我国重化工业黄金时期的最后一年，金融危机叠加投资拉动经济增长的边际效应逐渐减弱，我国**经济增速步入换挡期**。巅峰之后，国有企业资产回报率和利润率呈现长期性下滑态势，截止至2015年，全国国企和央企的净资产收益率为5.20%和6.10%，总资产报酬率仅为2.90%和4.10%，经营压力逐渐增大。

□ 国企过多参与非核心资产投资

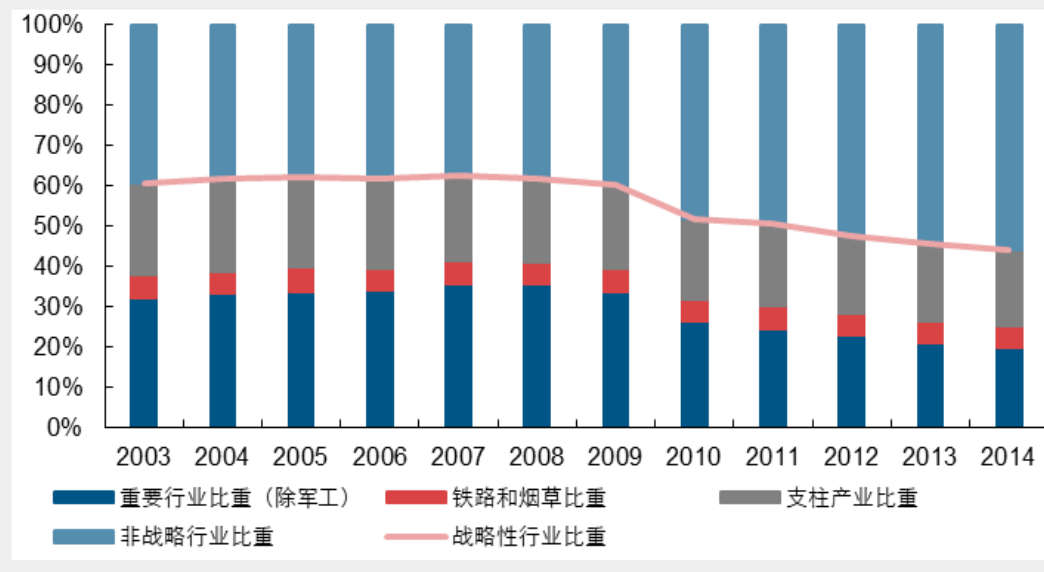
2010年后国企非核心资产扩张较快，但在这些竞争性行业中往往不具备效率优势，拖累国企核心业务。

图2：2007年以后，国有企业和央企资产回报率趋势性下行



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图3：2010年开始，国有资产中战略性行业的占比快速下滑



资料来源：Wind, 长江证券研究所



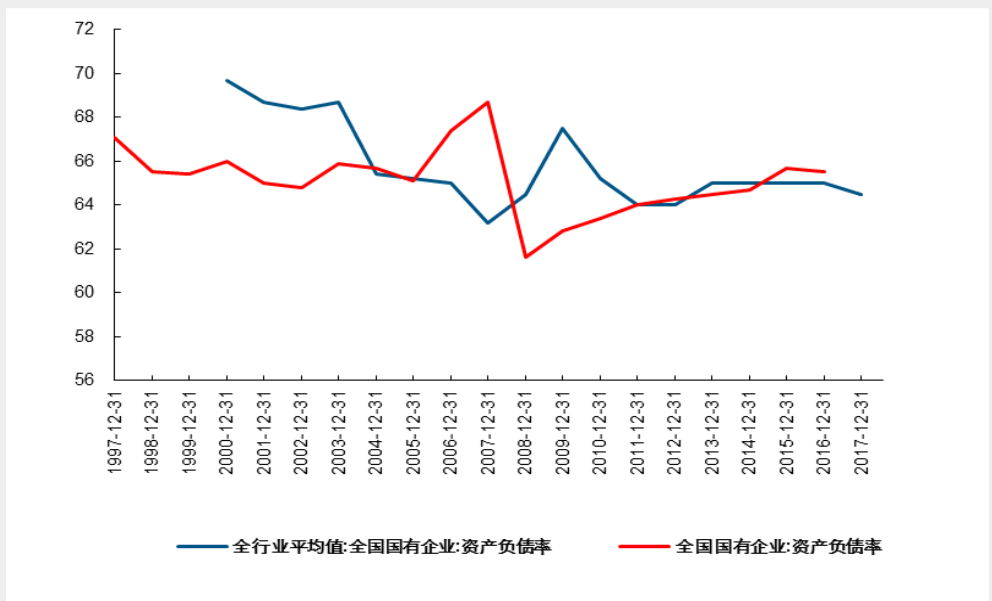
国有企业结构性杠杆率过高，改革迫在眉睫

□ 连续存在的国企、公用事业国企和上市国企负债率过高

钟宁桦（2016）研究表明：国有企业作为一个整体的平均负债率在显著下降；而一小部分国有企业的负债率显著上升，它们包括连续存在的国有企业、公用事业领域的企业和上市的国有企业，这些都是比较稳定的、大型的国有企业。从这个结果来说，这十几年中实施的国有企业改革似乎打破了中小国有企业的预算软约束，然而大型国有企业依然很容易得到资金。

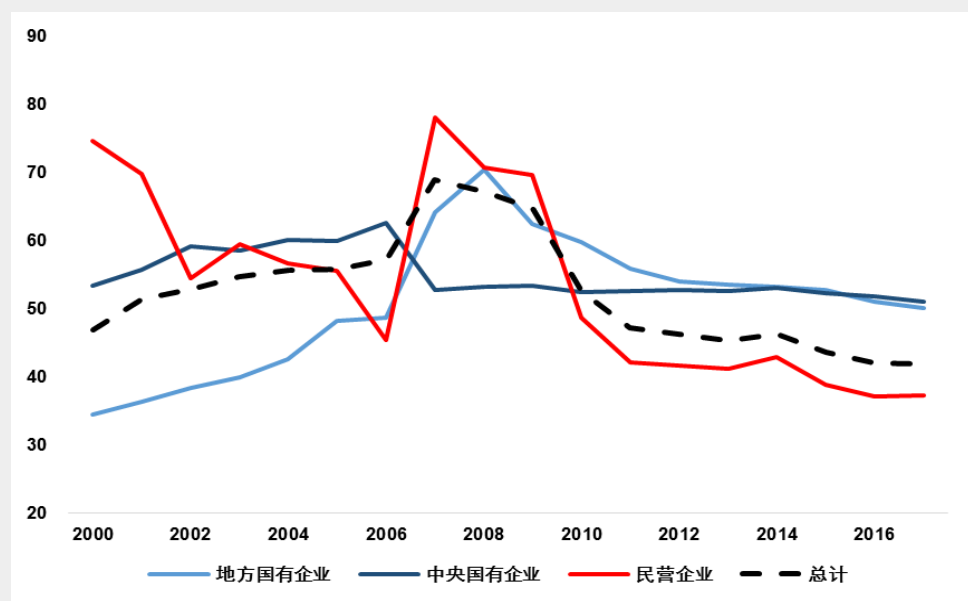
从官方数据来看，金融危机后国企负债率显著上升；从上市公司数据来看，民企负债率迅速下降，而国企仍保持在高位，结构性的高杠杆率非常明显。

图4：国企负债率自金融危机后快速上升（%）



资料来源：Wind，国家统计局，国资委，长江证券研究所

图5：上市公司平均负债率：民企负债率显著低于国企（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所



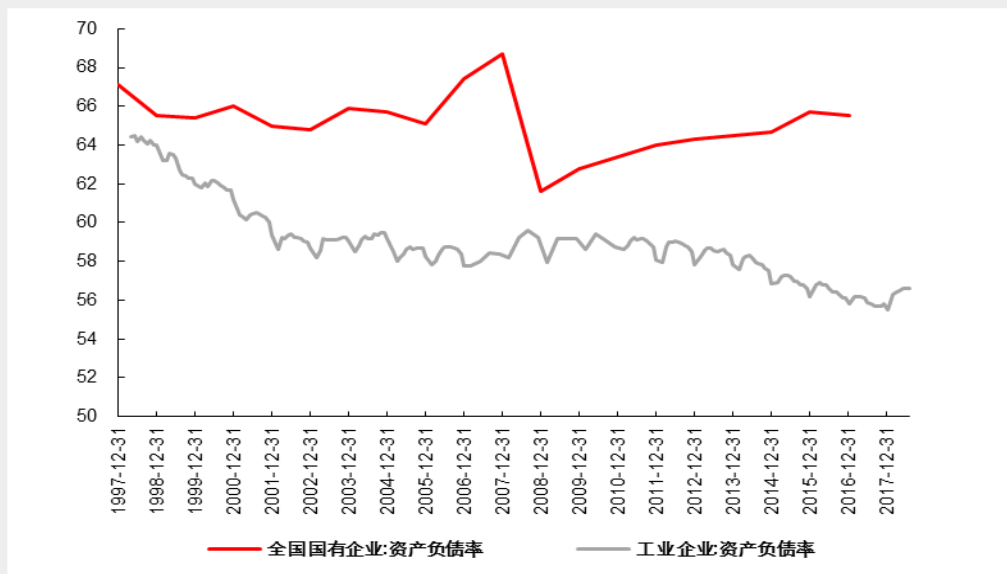
金融资源配置效率较低

□ 国企在金融资源上对民企有明显的挤出效应

钟宁桦（2016）研究表明：2004年前，国有企业在负债能力上与民营企业尚无较大差异。在2006-2008年，国有企业与民营企业的负债率上升了一个台阶至3%水平。而金融危机后，负债率的差异更为显著，差异化达到了8%水平。这也充分说明，我国银行体系配置信贷的倾斜性和偏向性在过去十年中越来越强，国企在金融资源上对民企有着明显的挤出效应。

另外，如果我们把工业企业作为全样本考察，可以清楚地看到，包含民企的工业企业负债率趋势在金融危机后与国企负债率开始分化，前者几乎一直在下降，而后者上升明显。

图6：包含民企的工业企业负债率显著低于国企，且自金融危机后趋势分化（%）





本轮改革政策演绎

图7：本轮改革政策演绎



2013年以来政策逻辑逐步细化

自2013年“全面深化改革”拉开本轮国企改革大幕以来，从“四项改革”初步探索到“1+N”体系的顶层设计出台，事实上前期主体已于2016年成型并逐步细化；

2018年政策面加速推进

年初以来，相继推出了针对国有股权统一市场化管理的《上市公司国有股权监督管理办法》、规范推进国有资本投资运营公司的《实施意见》，最近还公布了“双百行动”入选名单及后期规划。政策面全面加速推进，落地性不同往日，彰显改革决心。



03

**新思维，新活力——本轮
改革有何不同**



与上一轮改革相比，本轮背景、手段和内容均有不同

□ 背景不同

从背景看，上一轮国企改革发生在**国企效益大幅下降**，亏损较为严重的国企拖累国民经济的背景下，**国企改革目的在于“扭亏脱困”**；而本轮改革，国企盈利虽有所下降，但**远非负担水平**，更多的是在于经济换挡期**结构性杠杆过高**，需要改革整合资源，激发活力的同时引导国企在解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间矛盾中发挥应有作用。

□ 手段存异

从手段看，上一轮国企改革的迫切性较强烈，其改革也是通过**“抓大放小”**这种大踏步的方式推进；本轮国企改革先行试点，成熟一批，推广一批，采取**渐进式的方式推进改革**，做法上步步为营，稳扎稳打。

□ 内容丰富

从内容看，不同于上一轮，本轮国企改革试点内容较为宽泛，涉及国有企业产权结构、公司治理、经营活力、合并重组等方面，更加侧重于提高国企经营质量。



本轮改革本质在于“提质”

□ 本质不同：“提质” VS “增效”

上一轮国企改革的本质的在于“增效”，本轮国企改革的本质的在于“提质”。但值得注意的是，“提质”与“增效”本身具有密切关系：一般而言，企业经营质量提高后，其效益也会随之增加。

始于2013年的本轮改革倾向于**做优做大做强国有企业**，方式上采取**混改、公司治理结构、合并重组**等。我们认为，一方面，采取上述方式推动改革，相关国企之间，以及国企内部的磨合均需一定时间；另一方面，本轮国企改革采取渐进式改革，相对大踏步式改革，其本身耗时较为漫长。因此，本轮国企改革更**立足于长远**，其短期对国企业绩提振作用未必显著。



降杠杆肩负更大压力

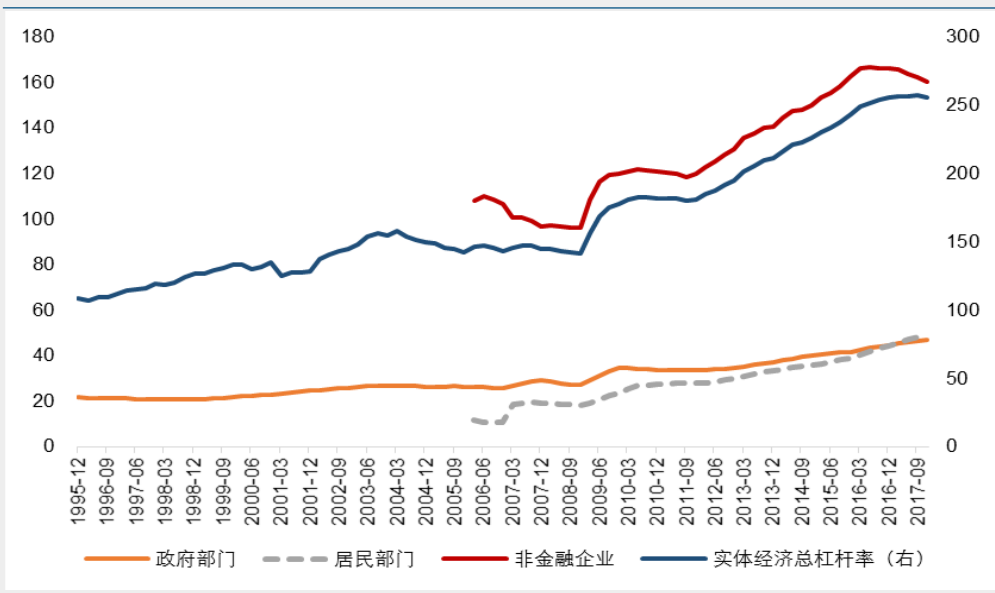
□ 我国非金融企业杠杆率已远超上轮改革时水平

由于我国经济长期依靠高额投资拉动内需增长，并长期依赖以银行为核心的间接融资体系，导致我国非金融企业杠杆率逐年攀升，截至2017年底已超过160%，居全球之首，远超上轮改革21世纪初的80%。

□ 国企存在结构性杠杆较高的问题，肩负较重的去杠杆任务

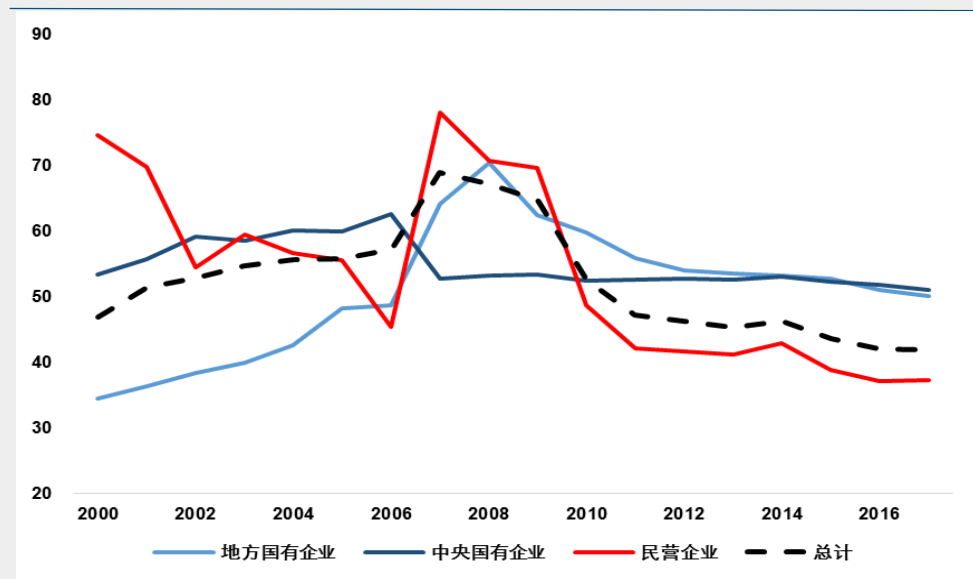
根据相关研究，长期存续的国企以及上市国企负债率逐年攀升并已达高位，债务风险较大，本轮国企改革肩负较重的去杠杆压力，降杠杆也成为本轮国企改革的重点。

图8：我国非金融企业杠杆率较高（%）



资料来源：BIS，长江证券研究所

图9：上市公司平均负债率：民企负债率显著低于国企（%）

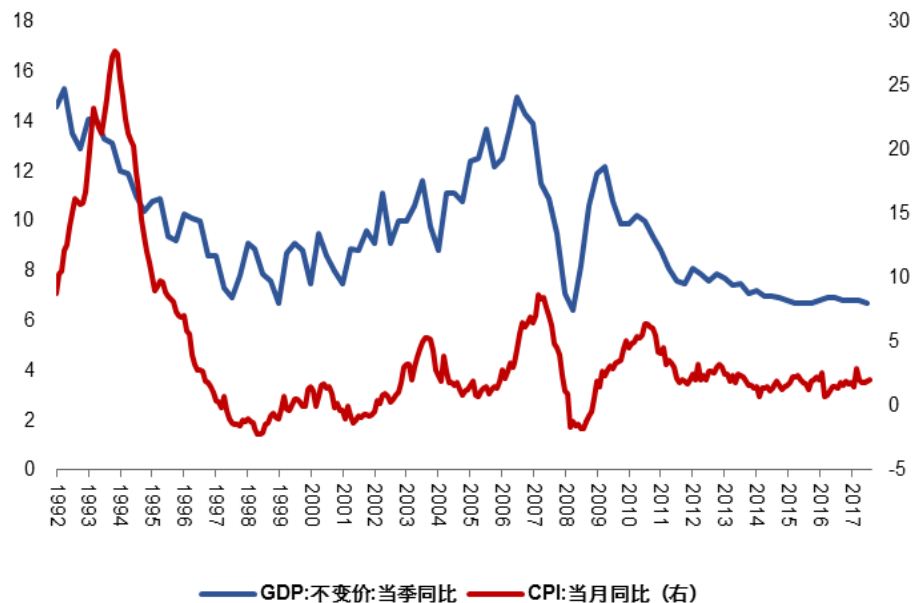


资料来源：Wind，长江证券研究所



时代环境好于上轮，债转股运用或有不同

图10：1993-1997年急速下滑的经济以及较高的通胀（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

□ 国企亏损不如上轮严重

上轮改革期间（1998-2000三年改革脱困）国有大中型企业亏损极为严重，多个行业亏损严重，其中纺织、煤炭、有色、建材等几乎全行业亏损，形势比目前环境更为严峻；

□ 经济增速与通胀情况好于上轮，政策选择性更广

1995-1997年急速下滑的宏观经济与通胀，让政策的可选择余地变得极窄。如果放任国有企业破产，势必对经济形成较大冲击；如果迅速扩张财政政策，则大概率再次挑起恶性通胀。目前形势对比下，虽然经济中结构问题仍然突出，但政策的可选择面相比三年脱困期要来的相对更多。

□ 四大行不良率可控

1999年末，工农中建四大国有银行不良贷款总额约3.2万亿，在成立四大资管公司剥离不良资产后不良贷款余额仍高达约2万亿（2003/9），不良率达到21.38%。如此高的不良率及巨额坏账已经对四大行的经营产生较大负面影响。而目前官方不良率不到2%，远低于三年脱困期间水平，债转股迫切性相对更低。



04

改革加速度——政策面姹紫嫣红



改革加速，政策全面铺开

2018年政策面加速推进

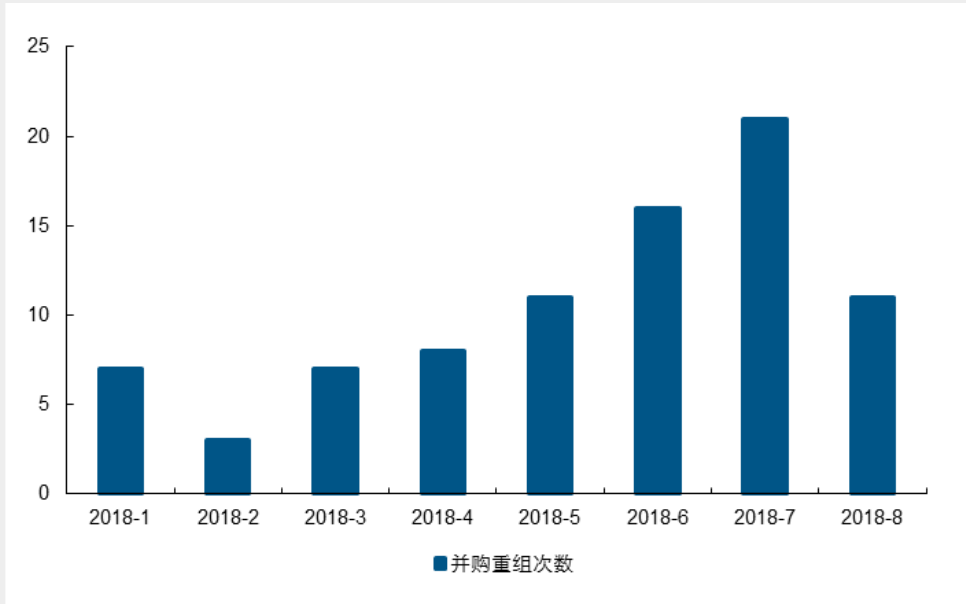
年初以来，政府相继推出了针对国有股权统一市场化管理的《上市公司国有股权监督管理办法》、规范推进国有资本投资运营公司的《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，最近还公布了“双百行动”入选名单及后期规划。政策面全面加速推进，政策细化逐步深入，落地性不同往日，彰显改革决心。

图11：2018年国企改革加速推进，政策细化逐步深入



资料来源：国资委，中国政府网，长江证券研究所

图12：年初至今国企并购重组愈发活跃



资料来源：Wind，长江证券研究所



本轮改革特点之一：激活地方国企

□ 《上市公司国有股权监督管理办法》（36号文），增加自主性，激发地方国企混改能动性

今年5月出台的《上市公司国有股权监督管理办法》是对原来相对分散的股权管理相关规定的一个整合，并根据实践情况对已有规定作了修订完善，其中细则的调整体现出综合性、公平性、市场化和增加地方国企自主权，激发地方改革活力；

□ 分级授权，各主体归位尽责激发能动性

文件放宽了上市公司国有股权变动的监督管理部门的限制，对于地市级上市公司，允许省级部门将管理权交至地市级管理部门，充分结合上市公司的实际情况、当地环境以及企业分类，以实现对上市公司精细化的监督管理；

□ 国有控股股东的持股比例更因地制宜，为混改提供支持

文件提出了国有控股股东的合理持股比例概念，明确了该概念应该由国家出资企业研究确定，同时具体办法由省级以上国有资产管理机构另行制定。这一提法将有利于各地因地制宜，选择最适合股权比例。但值得一提的是，预计未来不同类型的国有企业的合理股权比例也将有所不同，最终将实现根据国有企业发展规律与市场需求，有松有紧的国有股权管理局面；

□ 放宽国有资本运作的审批，提升资本运作的能力

文件放宽了包括股份转让申报要求、转让价格限制以及因故终止后再启动等要求，有利于落实放活、优化、放大国有资本的要求。



本轮改革特点之二：倚重市场化

□ 国有资本投资运营公司改革政策细化，市场化平台雏形已现

《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》系统性地对组建国有资本投资、运营公司改革试点中所涉及的功能定位、组建方式、授权机制、治理结构、平台运行模式以及相关配套政策作了顶层设计说明，其对实现国有资本所有权与企业经营权的有效分离、提高国有资本配置和运营效率，搭建国有资本市场化运作平台具有里程碑式的意义。

□ “双百行动”以推进股权多元化和混改为主要路径，全面提升国有企业运行效率和市场化、现代化经营水平

- 1、近日，国企改革“双百行动”名单已经出炉，共涉及404家央企子公司及地方国企，涉及111家上市公司；
- 2、“双百行动”是在“1+N”体系下以健全企业法人治理结构为重要支撑，重点规范各类治理主体权责，逐级实现充分、规范、有序的授权放权和行权，全面提升国有企业运行效率和市场化、现代化经营水平；
- 3、其中，行动以完善市场化经营机制为关键抓手，大力深化内部三项制度改革，全面推行经理层成员任期制和契约化管理等，持续激发国有企业改革发展的内生活力。以积极稳妥推进股权多元化和混合所有制改革为主要路径，加快促进国有企业完善现代企业制度。



05

管中窥豹——落地梳理



2015年改革重心在于大型央企合并重组

□ 南北车合并，立足长远

2015年10月25日，国务院出台《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》，强调央企集团分类合并，推进国有资本优化重组，建立健全国有资本收益管理制度；

背景：空间广阔，竞争激烈。一方面，轨道交通市场空间极其广阔，全球轨道交通市场处于快速发展期；另一方面，轨道交通市场来自国内外的竞争非常激烈；

过程及结果：南车吸收合并北车，合并后，短期业绩并没有明显改善，立足长远方能发挥规模效应。

表1：2014年年末以来，部分央企重组合并案例梳理

合并案例	控股股东	性质	合并开始时间	合并后公司
中国南车和中国北车	南车集团和北车集团	央企	2014年10月27日	中国中车股份有限公司
中电投与国家核电	国务院（国核）	央企	2015年5月29日	国家电力投资集团公司
南光集团与珠海振戎重组	国资委	央企	2015年12月1日	中国南光集团
中国五矿与中冶集团重组	国资委	央企	2015年12月8日	中国五矿集团
中国远洋与中国海运合并	国资委	央企	2015年12月11日	中国远洋海运集团有限公司
中外运长航并入招商局	国资委	央企	2015年12月28日	招商局集团有限公司

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图13：南北车合并的重要时间节点



资料来源：公司公告，长江证券研究所



2017年改革重要突破口在于混合所有制改革

□ 白药控股（云南白药控股股东）引入战略投资者

2016年9月，混改“6+1”试点方案推出；同年12月，中央经济工作会议明确提出“混合所有制改革是国企改革的重要突破口”；随后，中国联通、中国石油、中国船舶、中国铁路总公司、中国兵器工业集团相继表明混改意愿或发布混改方案，混改在多个垄断领域不断实现突破；

背景：业绩下滑，经营压力大；

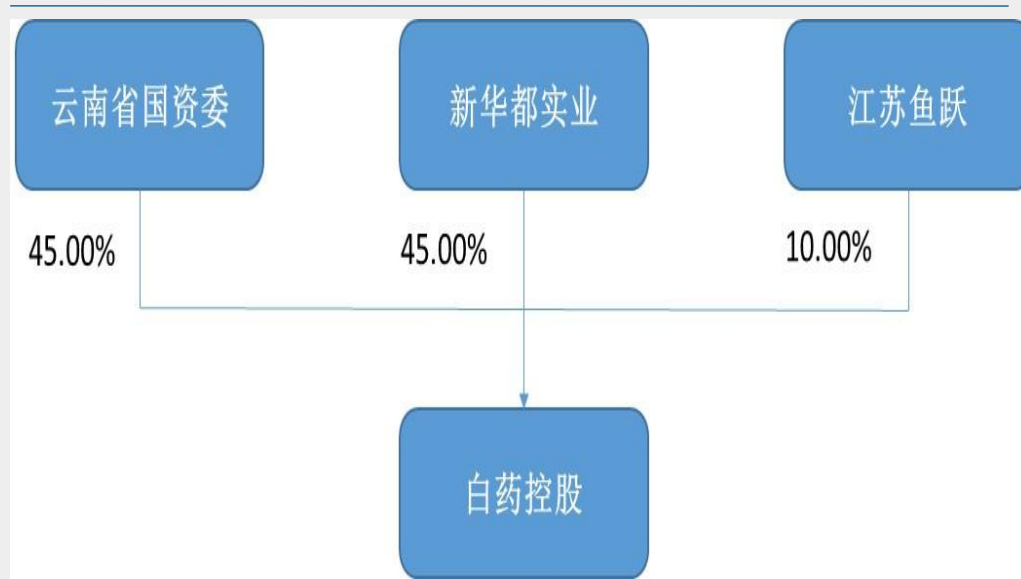
过程及结果：多次引入战略投资者，股权结构更加多元化，业务经营协同化。

图14：2016年白药控股净利润下滑幅度较大（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图15：新华都实业、江苏鱼跃增资后股权结构更加多元



资料来源：公司公告，长江证券研究所



“双百行动” 火力全开

表2：“双百行动” 92家央企集团试点

序号	央企集团	家数	序号	央企集团(92家)	家数	序号	央企集团	家数	序号	央企集团	家数
1	国家电网有限公司	6	24	中国建材集团有限公司	3	47	中国东方航空集团有限公司	2	70	中国建筑科学研究院有限公司	2
2	中国电子科技集团有限公司	5	25	中国铁路工程集团有限公司	3	48	中国南方航空集团有限公司	2	71	中国铁路通信信号集团有限公司	2
3	国家电力投资集团有限公司	5	26	中国铁道建筑有限公司	3	49	中国中化集团有限公司	2	72	中国普天信息产业集团有限公司	2
4	中国核工业集团有限公司	4	27	中国交通建设集团有限公司	3	50	中粮集团有限公司	2	73	中国农业发展集团有限公司	2
5	中国机械工业集团有限公司	4	28	中国信息通信科技集团有限公司	3	51	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	2	74	中国中丝集团有限公司	2
6	中国中车集团有限公司	4	29	中国保利集团有限公司	3	52	中国建筑集团有限公司	2	75	中国林业集团有限公司	2
7	中国航天科技集团有限公司	3	30	中国电力建设集团有限公司	3	53	国家开发投资集团有限公司	2	76	中国医药集团有限公司	2
8	中国航空工业集团有限公司	3	31	中国能源建设集团有限公司	3	54	华润（集团）有限公司	2	77	中国建设科技有限公司	2
9	中国船舶重工集团有限公司	3	32	中国广核集团有限公司	3	55	中国旅游集团有限公司[香港中旅（集团）有限公司]	2	78	中国冶金地质总局	2
10	中国石油天然气集团有限公司	3	33	中国航天科工集团有限公司	2	56	中国商用飞机有限责任公司	2	79	中国煤炭地质总局	2
11	中国石油化工集团公司	3	34	中国船舶工业集团有限公司	2	57	中国国际工程咨询有限公司	2	80	新兴际华集团有限公司	2
12	中国华能集团有限公司	3	35	中国兵器工业集团有限公司	2	58	中国中煤能源集团有限公司	2	81	中国民航信息集团有限公司	2
13	国家能源投资集团有限责任公司	3	36	中国兵器装备集团有限公司	2	59	中国煤炭科工集团有限公司	2	82	中国航空油料集团有限公司	2
14	中国移动通信集团有限公司	3	37	中国海洋石油集团有限公司	2	60	机械科学研究总院集团有限公司	2	83	中国航空器材集团有限公司	2
15	中国电子信息产业集团有限公司	3	38	中国大唐集团有限公司	2	61	中国中钢集团有限公司	2	84	中国黄金集团有限公司	2
16	中国第一汽车集团有限公司	3	39	中国华电集团有限公司	2	62	中国钢研科技集团有限公司	2	85	中国华录集团有限公司	2
17	东风汽车集团有限公司	3	40	中国电信集团有限公司	2	63	中国化工集团有限公司	2	86	华侨城集团有限公司	2
18	鞍钢集团有限公司	3	41	中国联合网络通信集团有限公司	2	64	中国化学工程集团有限公司	2	87	南光（集团）有限公司[中国南光集团有限公司]	2
19	中国五矿集团有限公司	3	42	中国一重集团有限公司	2	65	中国盐业有限公司	2	88	中国西电集团有限公司	2
20	中国储备粮管理集团有限公司	3	43	哈尔滨电气集团有限公司	2	66	中国有色矿业集团有限公司	2	89	中国铁路物资集团有限公司	2
21	招商局集团有限公司	3	44	中国东方电气集团有限公司	2	67	有研科技集团有限公司	2	90	中国国新控股有限责任公司	2
22	中国节能环保集团有限公司	3	45	中国铝业集团有限公司	2	68	北京矿冶科技集团有限公司	2	91	中国宝武钢铁集团有限公司	1
23	中国诚通控股集团有限公司	3	46	中国远洋海运集团有限公司	2	69	中国国际技术智力合作有限公司	2	92	中国航空集团有限公司	1

资料来源：国资委，长江证券研究所



“双百行动”火力全开

表3：“双百行动”180家地方国企试点

省级行政区、重点市 及省部级单位 (31+5+1)			省级行政区、重点市 及省部级单位 (31+5+1)		
序号		家数	序号		家数
1	天津市	7	20	广西壮族自治区	5
2	上海市	7	21	重庆市	5
3	江西省	7	22	甘肃省	5
4	河南省	7	23	厦门市	5
5	广东省	7	24	深圳市	5
6	河北省	6	25	辽宁省	4
7	山西省	6	26	吉林省	4
8	江苏省	6	27	海南省	4
9	安徽省	6	28	贵州省	4
10	山东省	6	29	新疆维吾尔自治区	4
11	四川省	6	30	新疆生产建设兵团	4
12	云南省	6	31	大连市	4
13	陕西省	6	32	黑龙江省	3
14	北京市	5	33	宁夏回族自治区	3
15	内蒙古自治区	5	34	西藏自治区	2
16	浙江省	5	35	青海省	2
17	福建省	5	36	宁波市	2
18	湖北省	5	37	青岛市	2
19	湖南省	5			

资料来源：国资委，长江证券研究所

□ 总共404家国企改革试点纳入“双百行动”，9月底上报方案

8月，国资委公布了共404家“双百行动”试点单位，其中包含37个省级行政区、重点市及省部级单位和92家央企集团；分别涉及央企和地方国企224家、180家；

从各地方国企业家数对比来看，天津、上海、江西、河南和广东涉及国企数最多，均为7家；省级行政区中青海、西藏家数最少，均为2家。另外，我们注意到，东北地区辽宁省若加上大连市单列的4家改革试点后，涉及家数为8家位居前列。



央企试点单位混改正全面铺开

□ 前两批共19家央企混改试点已全面铺开

截至目前，国资委已推出两批央企混改试点单位，但由于并未公布完整名单，长江策略根据公开资料整理了相对完整的前两批央企混改试点单位，涵盖了配售电、电力装备、高速铁路、铁路装备、航空物流、民航信息服务、基础电信、国防军工、重要商品、金融等重点领域。

表4：前两批央企混改试点单位一览

时间	第一批	相关标的	代码	第二批	相关标的	代码	第二批	相关标的	代码
2016/09/28	联通集团	中国联通	600050.SH	中国航天科技集团	航天工程	603698.SH	中国黄金集团	中金珠宝	
2016/09/28	南方电网	文山电力	600995.SH		中航飞机	000768.SZ	三峡集团	三峡资本	
2016/09/28	哈电集团	*ST佳电	000922.SZ		成飞集成	002190.SZ		中粮地产	000031.SZ
2016/09/28	东航集团	东方航空	600115.SH		中航资本	600705.SH		酒鬼酒	000799.SZ
2016/09/28	中国核建	中国核建	601611.SH		航发控制	000738.SZ	中粮集团	中粮生化	000930.SZ
		*ST船舶	600150.SH		中航机电	002013.SZ		中粮糖业	600737.SH
2016/09/28	中国船舶工业	中船防务	600685.SH	中国航空工业集团	中航光电	002179.SZ		中粮资本	
		中船科技	600072.SH		中航沈飞	600760.SH	中车集团	中国中车	601766.SH
2016/09/28	浙江省混改	海正药业	600267.SH		中航重机	600765.SH	中航集团	中国国航	601111.SH
		ST嘉陵	600877.SH		航发动力	600893.SH		中国民航信息网络股份有限公司	
2017/01/09	中国兵器装备集团	中原特钢	002423.SZ		宝胜股份	600973.SH	中国民航信息集团	中航信移动科技有限公司	
		利达光电	002189.SZ		中国核燃料		中国盐业集团	兰太实业	600328.SH
		保变电气	600550.SH	中国核工业集团	东方锆业	002167.SZ			
2017/01/04	中国兵器工业集团	华锦股份	000059.SZ		中国核电	601985.SH			
		北化股份	002246.SZ		航天信息	600271.SH			
				中国航天科工集团	航天晨光	600501.SH			
					航天通信	600677.SH			
					湖南航天				

资料来源：国资委，长江证券研究所



央企试点单位混改正全面铺开

□ 前两批央企混改试点中共8家集团已有落地案例

截至目前，前两批央企混改试点中共约8家集团和1家浙江省国企已有混改动作完成。

表5：前两批央企混改试点进度一览

日期	集团	集团子公司代码	集团子公司	混改投资者	入股金额（亿）	混改后持股比例	日期	集团	集团子公司代码	集团子公司	混改投资者	入股金额（亿）	混改后持股比例
2017/08	联通集团	600050.SH	中国联通	中国人寿	217	10.22%	2017/08	中国黄金集团		中金珠宝	中信证券	22.5	24.52%
				腾讯信达	110	5.18%					京东		
				百度鹏寰	70	3.30%					兴业银行		
				京东三弘	50	2.36%					中融信托		
				阿里创投	43	2.04%					建信信托		
				苏宁云商	40	1.88%					越秀金控		
				光启互联	40	1.88%					浚源资本		
				淮海方舟	40	1.88%					北京彩凤金鑫		9.81%
				兴全基金	7	0.33%					管理层及核心骨干员工		6.67%
				结构调整基金	130	6.11%					中国黄金		43%
				员工股权激励	32	2.70%	2018/01	中粮集团	000799.SZ	酒鬼酒	中粮酒业控股		100%
				联通集团	779	36.70%	2017/04		600737.SH	中粮糖业*			
				公众持股	540	25.42%	2018/03	中车集团	601766.SH	中国中车**			
2017/06	东航集团	600115.SH	东方航空	联想控股		25%							
				绿地集团		5%							
				普洛斯		10%							
				德邦物流		5%							
				东航物流核心员工		10%							
				东航集团		45%							
2018/01	浙江省混改	600267.SH	海正药业	Growth River	0.46	25.02%							
				Empire Gateway	0.17	9.07%							
2018/06	中国兵器装备集团	600877.SH	ST嘉陵	重庆嘉陵	0.79	100%							
2018/08		002423.SZ	中原特钢	中国长安	2000万股股权								

注：*中粮糖业发布公告称，拟以公开挂牌方式转让11家子公司股权及1家分公司资产。
**中车集团将中车产业投资有限公司(下称“中车产投”)部分股权无偿划转至株洲国投，株洲国投将所持上市公司的10%股权无偿划转至中车产投。通过换股，中车产投持有天桥起重10%股份，成为公司第二大股东，株洲国投则成为中车产投股东。

资料来源：国资委，公司公告，长江证券研究所



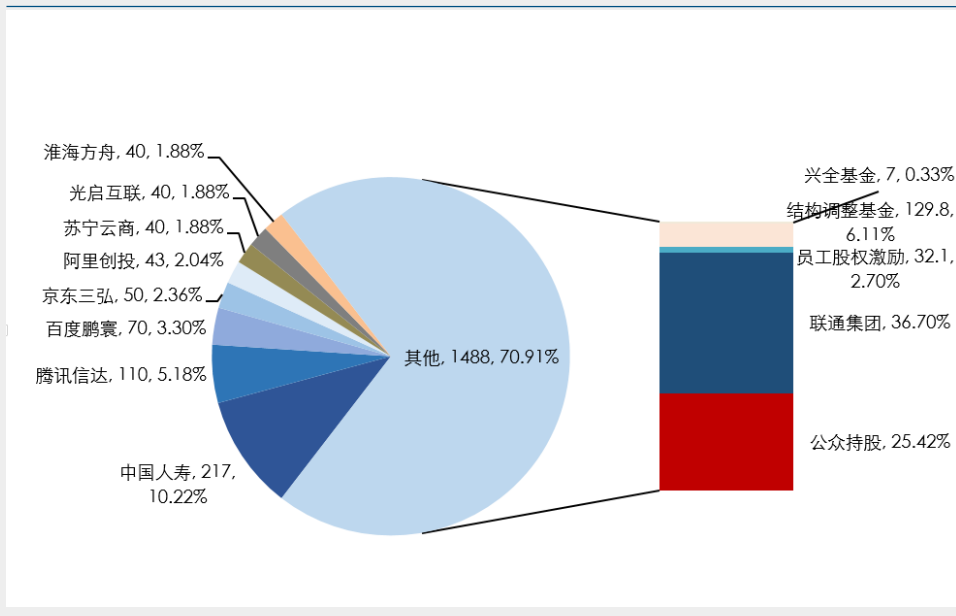
中国联通定增90.37亿股，引入多家战投募资617亿

□ 2017年8月，中国联通发布混改公告，发行约90.37亿股，引入多名战略投资者

方案概述：公司向战略投资者非公开发行约90.37亿股股份，募集资金约617.25亿元；交易全部完成后，联通集团合计持有公司约36.7%股份；中国人寿、腾讯信达、百度鹏寰、京东三弘、阿里创投、苏宁云商、光启互联、淮海方舟、兴全基金和结构调整基金将分别持有公司约10.22%、5.18%、3.30%、2.36%、2.04%、1.88%、1.88%、1.88%、0.33%、6.11%股份，上述新引入战略投资者合计持有公司约35.19%股份，进一步形成混合所有制多元化股权结构。

混改结果：联通集团持股比例降至36.7%（按公告），持股结构更加多元化，成功完成融资计划

图16：联通混改引入战略投资者共计占比约35.19%（亿元）





东航集团、海正药业——第一批试点落地

□ 东航物流，分拆+引资+上市三部曲

- 1、分拆：2016年11月，东航集团全资子公司东方航空产业投资有限公司24亿受让东方航空持有的“东航物流”100%股权，成功将东航物流从上市公司东方航空名下分拆；
- 2、引资：2017年6月，联想控股、普洛斯、德邦、绿地四家战略和财务投资人成功投资，共占45%股份，东航物流保持45%股份，核心员工持股平台占10%股份。东航实际投入18.45亿元国有资本，有效引入22.55亿元非国有资本。
- 3、拟上市：在东航物流经营良好的情况下，公司计划未来上市，更加规范化、市场化经营。

□ 海正药业，浙江省混改范例

作为浙江国企医药龙头，海正药业旗下子公司导明医药以口服小分子原创单药与“全球新”的复方新药的研发为核心业务，目前已获得中国国家食药监总局CFDA的2个临床批件和美国FDA的1个IND批件。

方案概述：

- 1、引入战略投资者增资：2017年12月，海正药业控股子公司“导明医药”成功引入Growth River和Empire Gateway两家战略投资者，分别认购4,587.50万元增资金额、1,662.50万元增资金额，成交价格分别为22,020万元人民币、7,980万元人民币。
- 2、债转股计划：同时，导明医药向深圳市“松禾成长一号”借款1亿元人民币（附转股条件），并直接转为2,083.33万元出资。

混改结果：上述混改完成后，母公司海正药业持股比例由73.4%下降至40.04%。



中国黄金——第二批试点典范

□ 中金珠宝引入战略投资者，融资约22.5亿，中国黄金集团持股比例降至43%

方案概述：2017年8月24日，中金珠宝以未来发展协同程度为重要原则引入了战略投资者和产业投资者。其中，战略投资方中信证券、京东、兴业银行、中融信托、建信信托、越秀金控、浚源资本持股比例合计为24.52%；产业投资方北京彩凤金鑫将持股9.81%；管理层及核心骨干员工也将参与持股。

混改结果：三类投资者本次增资扩股完成后合计持股比例将达到41%左右，融资总额预计22.5亿元。本次增资扩股完成后，中国黄金集团公司持股比例降至43%。



中粮集团旗下多家子公司股权划转/增资

□ 中粮酒业受让集团股权划转，直接持有中皇公司50%股权，间接控制酒鬼酒31%股权

方案概述：2018年5月，中粮集团授权成立中粮酒业投资作为旗下酒类业务的专业化经营管理平台，并将下属间接100%控股的中糖物流和中糖华丰分别持有的中皇公司34.92%股权和15.08%股权划转至中粮酒业投资；

混改结果：本次划转完成后，中粮酒业投资将直接持有中皇公司50%股权，并通过中皇公司间接控制酒鬼酒31%的权益，有利于中粮旗下更加专业化的酒类经营管理，一定程度上改变以往股权交叉复杂、经营混乱的局面。

□ 中粮糖业转让旗下番茄制品公司股权，整合剥离“番茄”包袱

方案概述：2017年6月，中粮糖业因战略发展与产业结构调整需要，将所属番茄产业相关的下属18家子公司的股权按账面净值划转至新设全资子公司中粮番茄，同时中粮糖业再使用现金762,525元对中粮番茄增资。同年9月公司出售包括廊坊番茄在内的9家子公司股权，剥离部分“包袱”业务；

混改结果：廊坊番茄售价16,314万元，公司业务调整更加优化，有助于厘清内部经营管理结构，轻装上阵提高经营效率。



风险提示

风险提示

1. 国企改革进度不达预期；
2. 内需不稳定带来经济增长担忧。



策略研究团队

研究团队

分析师 包承超

SAC执业证书编号: S0490518040002

电话: (8621) 61118778

电邮: baocc@cjsc.com.cn

分析师 张宇生

SAC执业证书编号: S0490516070003

电话: (8621) 61118702

电邮: zhangys4@cjsc.com.cn

联系人

联系人

联系人

联系人

朱小溪

电话: (8621)

61118702

电邮:

zhuxx1@cjsc.com.cn

王丹

电话: (8621)

61118703

电邮:

wangdan7@cjsc.com.cn

陈熙淼

电话: (8621)

61118747

电邮:

chenxm4@cjsc.com.cn

邓宇林

电话: (8621)

61118703

电邮:

dengyl@cjsc.com.cn

办公地址:

上海:

浦东新区世纪大道1198号

世纪汇广场一座29层

邮编: 200122

传真: 021-61118740

武汉:

武汉市新华路特8号11楼

邮编: 430015

传真: 027-65799501

深圳:

深圳市福田区中心四路1号

嘉里建设广场3期36楼

邮编: 518000

传真: 0755-82750808

北京:

西城区金融街33号

通泰大厦15层

邮编: 100032



评级说明及重要声明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对大盘涨幅大于10%
增 持：	相对大盘涨幅在5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

Retail sales levels



THANKS

长江证券股份有限公司

Add / 湖北省武汉市新华路特8号长江证券大厦
Tel / 95579

长江期货股份有限公司

Add / 湖北省武汉市武昌区中北路9号长城汇
T2写字楼第27、28楼
Tel / 027-85861133

长江证券承销保荐有限公司

Add / 上海市浦东新区世纪大道1198号
世纪汇一座27层
Tel / 021-38784899

长江成长资本投资有限公司

Add / 武汉市光谷大道77号光谷金融港A10栋
长江证券光谷大楼6楼
Tel / 027-65796532

长江证券（上海）资产管理有限公司

Add / 上海市浦东新区世纪大道1198号
世纪汇一座27层
Tel / 4001-166-866

长江证券创新投资（湖北）有限公司

Add / 武汉市东湖新技术开发区光谷三路777号
A办公楼401室02号
Tel / 027-65799822

长江证券国际金融集团有限公司

Add / 香港中环大道中183号中远大厦1908室
Tel / (852) 28230333

长信基金管理有限责任公司

Add / 中国（上海）自由贸易试验区
银城中路68号9楼
Tel / 400-700-5566

Rental for storage