

【策略深度】

优化的“淡马锡”蓝本——国资委放权下的国改“加速度”

❖ 本次授权放权清单：最大限度的激发企业微观活力

1、国企改革顶层设计多年以来最重大突破——全面突破“淡马锡模式”，国资委或最大限度减少对企业生产经营活动的直接干预，以管资本为主履行好出资人职责。上述措施落地之后，国资委过去对企业所有权、经营权及分配权的管理干预模式，转变为国资监管机构、国有资本投资运营公司和经营性国企三级，逐步实现将政府和企业剥离开来，以产权管理为纽带，企业微观活力被最大限度的激发。《清单》将出资人代表行使的权利授予企业董事会或企业集团行使，央企集团可以进行更多市场化管理及多种形式激励，堪称本轮国改顶层设计中最重要的突破。

2、本次改革不止于国资委—央企集团权力转换，后续各地方国资与央企集团或将进一步“层层下放”。上一次国企改革顶层设计的变化是15-17年推进的“淡马锡模式”，即成立投资运营平台，国资委将权力让渡给投资运营平台，由投资运营平台负责具体运作。实际操作过程之中，相当于仅仅将国资委换了一块牌子（不少投资运营平台负责人多出自原先国资委领导），而本次改革直接将国资委权力让渡给各央企集团，力度不可同日而语。

❖ 下半年国企改革力度及范围或大超预期

央企集团审批混改方案（不涉及实际控制人变更）、股权激励方案纳入授权放权清单范围，并强调股权激励等激励制度不与工资总额挂钩，资产注入与资产重组权限的下放是本次清单最大的看点之一，下半年国企改革的力度和范围或都将前所未有。把改革的权力交给企业，企业对内部的改革享有自主权，一定程度上助推2019年的混合所有制改革、资产重组、上市公司与股权、选聘职业经理人、实行市场化薪酬分配制度与股权分红激励。

❖ 国内外压力破局，国改加速代表新时代改革的“大刀阔斧”

1、减税后财政压力倒逼或是本轮国改加速的重要原因。从地方混改改革调研看，部分地区混改推进积极，对部分国企可以放弃第一大股东。另外，本次清单公布意味着围绕提升国企经营效率的市场化、去行政化方向不变，有助于缓解市场对于贸易摩擦不确定性下对于政策“内卷化”的担忧。

2、国企改革加速及新时代改革的“大刀阔斧”或预示着外围压力的“破局”。我们之前反复强调，外围压力加大或倒逼国内改革加速。反观当下中美贸易摩擦反复背景下，更高层次的对外、改革开放成为国内外突破的长期发展举措。在验证财政倒逼国企改革加速的同时，从另一个角度（即大国博弈升级的外围压力角度看），本次《清单》的“最大限度”放权授权预示着以国企改革为代表的国内改革加速，或也将成为中美关系缓和的“润滑剂”。

❖ 投资建议

从具体投资方向来看，前期央企集团、公司混改动力较强但受制于国资审批的公司或将在清单公布之后迎来加速，成为最为受益的子方向，这其中我们重点建议关注：**1）受益于国家支持的国改政策推动的双百行动名单。**从供给角度看，国资委放权后对该类企业的改革方案或将表现地更为支持；**2）公司本身有强烈的国改意愿。**之前混改方案出台后低于预期的央企上市公司受益央企集团改革自主权放大，有望再次注入国企改革动力。（**参照我们筛选的双百行动+有改革意愿涉及重点的上市公司名单**）

❖ 风险提示

国企改革政策推进不及预期，国内宏观经济超预期下行，中美贸易摩擦出现黑天鹅事件，国资委授权放权承接央企集团出现重大经营管理风险。

华创证券研究所

证券分析师：徐驰

电话：021-20572586

邮箱：xuchi@hcyjs.com

执业编号：S0360517060003

相关研究报告

《【华创策略】2019 投资指引：至暗已过，黎明渐至——年底三大会议干货解读》
2018-12-23

《【华创策略】核心军品系列之七：风劲弓鸣势待发》
2019-01-07

《【华创策略】春江水暖鸭先知：寻找真正有阿尔法的“诚意回购”》
2019-01-11

《【华创策略】科创板估值映射深度：龙凤翱翔破苍茫》
2019-02-14

《2019 年中期投资策略：正合奇胜》
2019-05-07

目 录

一、国改顶层涉及突破：《国务院国资委授权放权清单》出台，国企改革实质加速期.....	5
（一）本次授权放权清单：最大限度的激发企业微观活力.....	5
（二）下半年国企改革力度及范围或大超预期.....	6
（三）国内外压力破局，国改加速代表新时代改革的“大刀阔斧”.....	7
二、本轮国改“新变化”与三大发力方向之总览篇.....	8
（一）本轮混改的核心焦点.....	8
（二）上轮混改存在的突出问题.....	8
（三）本轮国改路径：2017年国改“破冰”→2019年国改经验复制“加速落地”.....	9
1、2019年国企改革政策导向，进入再次加速落地阶段.....	9
2、政策完备后，18年六大任务突出改革重点，坚定市场化改革方案：.....	9
三、中央、地方国改政策及企业最新动态篇.....	10
（一）2015-2016年国企改革顶层政策逐步完善.....	10
（二）2017年国企改革破冰，试点单位加速推进.....	11
（三）2018年政策完备后，六大任务突出改革重点，坚定市场化改革方案.....	12
四、央企国改案例之引入战投篇.....	13
（一）六大维度解读央企国改之引入战投.....	13
（二）国改引入战投经典案例.....	14
1、经典案例一：大唐网络.....	14
2、经典案例二：东航物流.....	15
3、经典案例三：云链金融.....	16
五、央企国改案例之员工持股/股权激励篇.....	16
（一）五大维度解读央企国改之员工持股/股权激励.....	16
（二）国改之员工持股/股权激励经典案例.....	17
1、经典案例一：安泰科技.....	17
2、经典案例二：北汽新能源.....	19
3、经典案例三：中航工业.....	19
六、央企国改案例之资产注入篇.....	20
（一）四大维度解读央企国改之资产注入.....	20
（二）国改资产注入经典案例.....	21
1、经典案例一：兵工集团.....	21
2、经典案例二：中国石化.....	21
七、央企国改案例之重组篇.....	23

(一) 六大维度解读央企国改之重组.....	23
(二) 国改重组经典案例：国机与恒天集团.....	24
八、投资建议.....	25
九、风险提示.....	27

图表目录

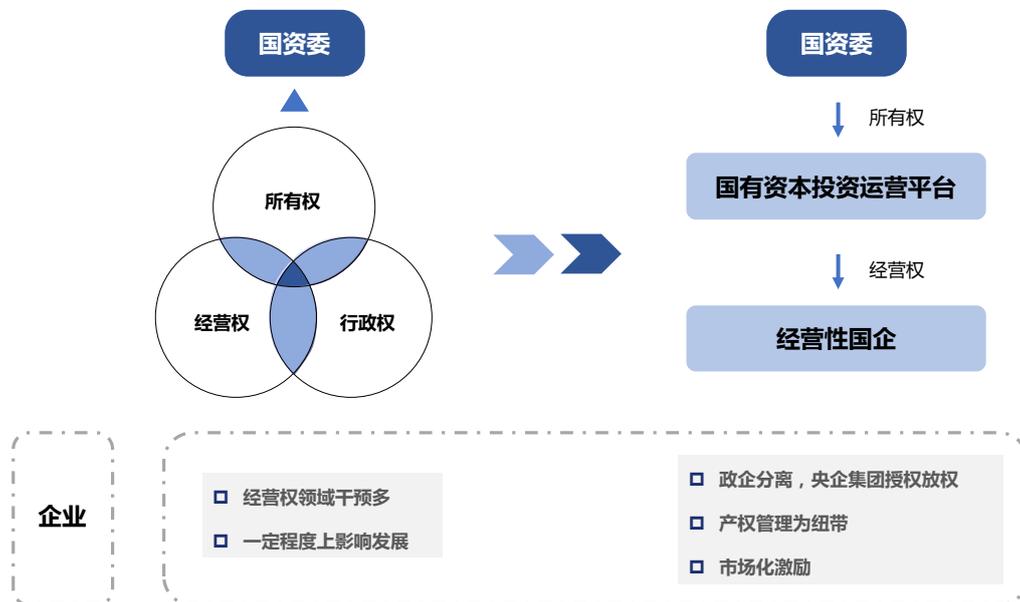
图表 1	管资本为主，央企集团可以进行更多市场化管理及多种形式激励	5
图表 2	本轮国资管资本的职能转变的政策沿革	6
图表 3	涉及国企改革措施的放权事项	7
图表 4	国企突出问题的两个核心症结	8
图表 5	本轮国改重大事件路径图：路径“新变化”	9
图表 6	2015-2016 年国企改革相关政策	10
图表 7	2017 年国企改革相关政策	11
图表 8	2018 年国企改革相关政策	12
图表 9	大唐电信混改前后的股权变化	15
图表 10	东航物流采用“股权转让+增资扩股”的混改	15
图表 11	云链金融设立时的股权结构	16
图表 12	安泰科技混改后实现股权与管理融合	18
图表 13	安泰科技引入员工持股前后股价反应	18
图表 14	安泰科技资产重组前后股价反应	18
图表 15	安泰科技混改三年毛利率、净利率显著改善	19
图表 16	混改引入员工持股，持股比例为 15%	19
图表 17	北方创业混改前后股权层面变化——以北方创业为例	21
图表 18	中石化混改及资产整合情况	22
图表 19	中石化国改前后股价变化	23
图表 20	资产整合上市后，股权层面变化	23
图表 21	资产整合上市后，经营范围扩大	23
图表 22	中国恒天经纬纺机金融板块收入占比	25
图表 23	国机集团近 5 年净利润及增速	25
图表 24	双百行动及有改革意愿涉及的央企上市公司筛选标的	26

一、国改顶层涉及突破：《国务院国资委授权放权清单》出台，国企改革实质加速期

（一）本次授权放权清单：最大限度的激发企业微观活力

1、国企改革顶层设计多年以来最重大突破——全面突破“淡马锡模式”，国资委或最大限度减少对企业生产经营活动的直接干预，以管资本为主履行好出资人职责。本次《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》在央企审批混改方案、股权激励方案纳、上市公司股权转让（资产注入与重组）、董事会职权等全面明确将国资委审批权下放至央企集团。上述措施落地之后，国资委过去对企业所有权、经营权及分配权的管理干预模式，转变为国资监管机构、国有资本投资运营公司和经营性国企三级，逐步实现将政府和企业剥离开来，以产权管理为纽带，企业微观活力被最大限度的激发。《清单》将出资人代表行使的权利授予企业董事会或企业集团行使，央企集团可以进行更多市场化管理及多种形式激励，堪称本轮国改顶层设计中最重要的突破。

图表 1 管资本为主，央企集团可以进行更多市场化管理及多种形式激励



资料来源：华创证券整理

2、本次改革不止于国资委—央企集团权力转换，后续各地方国资与央企集团或将进一步“层层下放”。上一次国企改革顶层设计的变化是 15-17 年推进的“淡马锡模式”，即成立投资运营平台，国资委将权力让渡给投资运营平台，由投资运营平台负责具体运作。实际操作过程之中，相当于仅仅将国资委换了一块牌子（不少投资运营平台负责人多出自原先国资委领导），而本次改革直接将国资委权力让渡给各央企集团，力度不可同日而语。

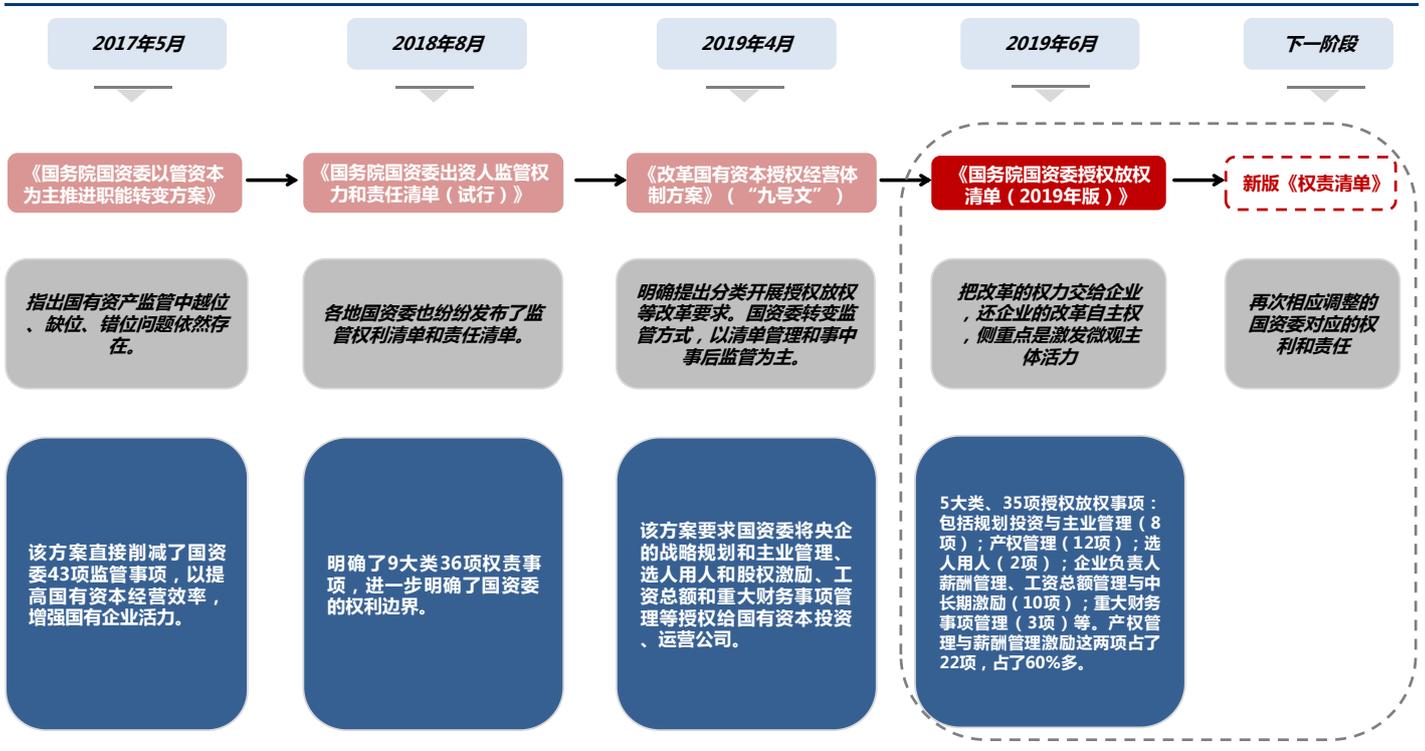
1) 分类授权具体明确，有的放矢。国务院根据各中央企业的功能定位、发展阶段、行业特点等实际，将授权事项分为 4 类：各中央企业的授权放权事项 21 项；各类综合改革试点企业（含国有资本投资运营公司试点、创建世界一流示范企业、东北地区中央企业综合改革试点、落实董事会职权试点企业等）的授权放权事项 4 项；国有资本投资、运营公司试点企业的授权放权事项 6 项；少数特定企业的授权放权事项 4 项。

2) 从集团到公司，激发微观主体活力更“全面”，涉及央企下的各层公司。从本次央企集团的层层松绑来看：央企集团层面或赋予更大的责任，企业内部加快形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制，增强改革的主动性、自觉性，全面激发微观主体活力。同时国资委对央企集团放权的同时，央企集团也应向上市公司等层层放权最大限度的提升企业经营效率。

3) 从中央到地方，地方国企的“自主权”或受益本轮放权。国务院 9 号文及《清单》料将成为各地方国有资产监督管理机构推进各地国资授权经营体制改革，地方国企或在进一步的授权放权中获得更多自主权。

(二) 下半年国企改革力度及范围或大超预期

图表 2 本轮国资管资本的职能转变的政策沿革



资料来源：中国政府网，华创证券整理

央企集团审批混改方案（不涉及实际控制人变更）、股权激励方案纳入授权放权清单范围，并强调股权激励等激励制度不与工资总额挂钩，资产注入与资产重组权限的下放是本次清单最大的看点之一，下半年国企改革的力度和范围或都将前所未有。**授权事项**，是本应由出资人代表行使的权利，现国资委授予企业董事会或企业集团行使。原则上，国资委可以对这些授权事项进行动态调整，如果企业“接不住”，国资委可以随时收回授权。**放权事项**，由企业自主决策的事项、延伸到子企业的事项，下放归于企业。国资委对此类事项采取了“支持”的表述方式。

图表 3 涉及国企改革措施的放权事项

放权分类	放权事项
混改	中央企业审批所属企业的混合所有制改革方案（主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务的子企业除外）。
工资与激励机制	中央企业控股上市公司股权激励计划报国资委同意后，中央企业审批分期实施方案。
	支持中央企业在符合条件的所属企业开展多种形式的股权激励，股权激励的实际收益水平，不与员工个人薪酬总水平挂钩，不纳入本单位工资总额基数。
	支持中央企业所属企业按照市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出的原则，采取公开遴选、竞聘上岗、公开招聘、委托推荐等市场化方式选聘职业经理人，合理增加市场化选聘比例，加快建立职业经理人制度。
	支持中央企业所属企业市场化选聘的职业经理人实行市场化薪酬分配制度，薪酬总水平由相应子企业的董事会根据国家相关政策，参考境内市场同类可比人员薪酬价位，统筹考虑企业发展战略、经营目标及成效、薪酬策略等因素，与职业经理人协商确定，可以采取多种方式探索完善中长期激励机制。
	对商业一类和部分符合条件的商业二类中央企业实行工资总额预算备案制管理。
上市公司股权转让	中央企业审批未导致上市公司控股权转移的国有股东通过证券交易系统增持、协议受让、认购上市公司发行股票等事项。
	中央企业审批未触及证监会规定的重大资产重组标准的国有股东与所控股上市公司进行资产重组事项。
	中央企业审批国有股东通过证券交易系统转让一定比例或数量范围内所持有上市公司股份事项，同时应符合国有控股股东持股比例不低于合理持股比例的要求。
	中央企业审批未导致国有控股股东持股比例低于合理持股比例的公开征集转让、发行可交换公司债券及所控股上市公司发行证券事项。
董事会职权：	对综合改革试点企业的授权放权事项：授权董事会审批企业五年发展战略和规划，向国资委报告结果。授权董事会按照《中央企业投资监督管理办法》要求批准年度投资计划，报国资委备案。授权董事会决定主业范围内的计划外新增股权投资项目，总投资规模变动超过 10%的，应及时调整年度投资计划并向国资委报告等。
	对国有资本投资、运营公司试点企业：授权董事会在已批准的主业范围以外，根据落实国家战略需要、国有经济布局结构调整方向、中央企业中长期发展规划、企业五年发展战略和规划，研究提出拟培育发展的 1-3 个新业务领域，报国资委同意后，视同主业管理。待发展成熟后，可向国资委申请将其调整为主业。
	授权董事会在 5%-15%的比例范围内提出年度非主业投资比例限额，报国资委同意后实施等。

资料来源：国务院《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》，华创证券

（三）国内外压力破局，国改加速代表新时代改革的“大刀阔斧”

1、减税后财政压力倒逼或是本轮国改加速的重要原因。诚如楼继伟两会所言，减税 2 万亿后，财政支出刚性增加，唯有开源：1) 增加新的税收；2) 盘活各地政府资产，这是我们在今年 3 月以来坚定看好国企改革根本逻辑所在。从地方混改调研看，部分地区混改推进积极，对部分国企可以放弃第一大股东。另外，本次清单公布意味着围绕提升国企经营效率的市场化、去行政化方向不变，有助于缓解市场对于贸易摩擦不确定性下对于政策“内卷”

化”的担忧。

2、国企改革加速及新时代改革的“大刀阔斧”或预示着外围压力的“破局”。我们之前在年度策略中强调，外围压力加大或倒逼国内改革加速。反观当下中美贸易摩擦反复背景下，更高层次的对外、改革开放成为国内外突破的长期发展举措。在验证财政倒逼国企改革加速的同时，从另一个角度（即大国博弈升级的外围压力角度看），本次《清单》的“最大限度”放权授权预示着以国企改革为代表的国内改革加速，或也将成为中美关系缓和的“润滑剂”。

3、投资建议：国企改革作为“四梁八柱”改革的最中心改革，其加速或验证我们一直以来看好三季度“金秋行情”的最重要逻辑之一——即三季度在建国 70 周年和十三五规划验收年背景下，各项具体的改革、开放、产业政策或进入密集出台期，进而系统性提升市场风险偏好。从具体投资方向来看，前期央企集团、公司混改动力较强但受制于国资审批的公司或将在清单公布之后迎来加速，成为最为受益的子方向，这其中我们重点建议关注：中国联通与中牧股份。

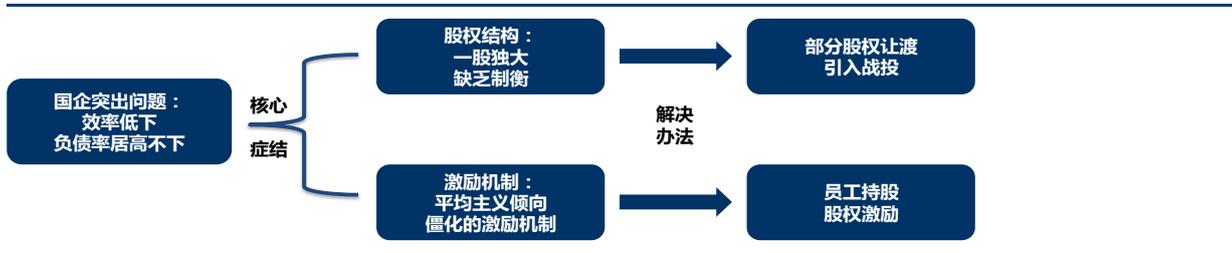
二、本轮国改“新变化”与三大发力方向之总览篇

（一）本轮混改的核心焦点

股权结构：企业效率低下是最大“症结”，本质在于一股独大，缺乏制衡，大比例引入战略投资者，在构建多元化股权结构的同时，为国企带来社会资本的资源与活力是最有效的解决方式。同时引入战投是建立在“严防国有资产流失”和“国资做大做强”的基础上。

激励机制：平均主义倾向，僵化的激励机制。核心员工缺乏激励，通过员工持股有效结合所有制和经营者，提高整体资本效率与活力。

图表 4 国企突出问题的两个核心症结



资料来源：华创证券整理

（二）上轮混改存在的突出问题

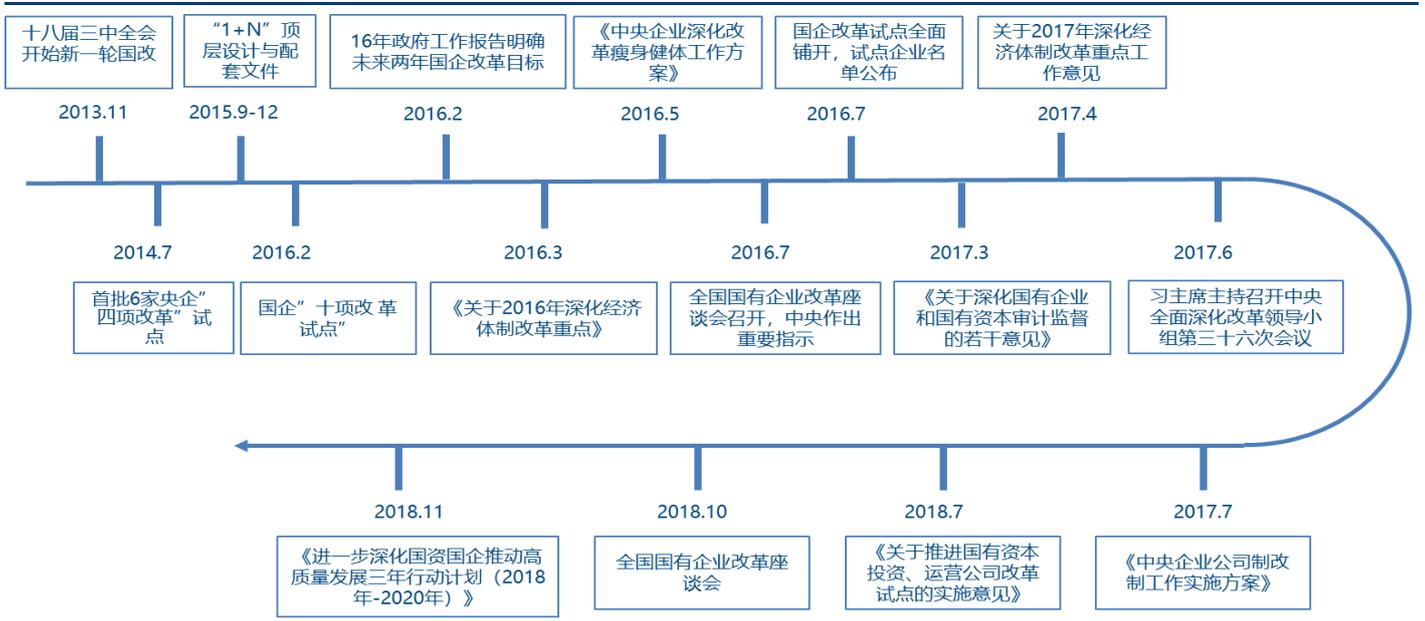
“两个极端”：上轮国资股权转让中以及激励机制改革中，部分领域存在“两个极端”现象如下：

1、国资股权转让/引入战投：1) “极端”现象一：以经营性领域国资退出为主，垄断领域央企实质上改革落地较少，占国资主流的央企股权结构并没有得到实质性改善。2) “极端”现象二：在经营性领域国资让渡过程中，不少以完全退出的“甩包袱”形式为主，甚至出现贱卖、损害普通员工利益等现象，并造成了腐败、不公、国有资产流失等社会问题。

2、员工持股/股权激励：1) “极端”现象一：部分企业在试点员工持股过程中没有改变“平均主义”倾向，全员持股的“大风厂改制”，使得对公司发展发挥关键作用的骨干员工并没有得到有效激励。2) “极端”现象二：一部分企业的员工持股价格不透明，甚至存在“一把手”等主要领导低价拿到试点企业股权等国资流失和利益定向输送的问题。

(三) 本轮国改路径: 2017 年国改“破冰” → 2019 年国改经验复制“加速落地”

图表 5 本轮国改重大事件路径图: 路径“新变化”



资料来源: 新华社, 中国政府网, 华创证券整理

1、2019 年国企改革政策导向, 进入再次加速落地阶段

十八届三中全会以来, 在央企重组“做大做强, 做优做强”政策推动下, 实现了中远集团与中海集团重组、中国建材与中国中材集团重组、南北车合并等一系列大型央企整合案例, 标志着央企大型化全面进入“发展快车道”。

2017 年: 从主导部门看, 发改委刘鹤亲自操刀, 代替国资委, 体现“核心意志”, 从重点领域, 七大垄断领域优先突破, 彰显“啃硬骨头”决心; 从混改路径上看, “拿出垄断领域集团最优质经营性资产, 先进行员工持股完成激励机制重塑, 引进优质民营、国际战投完成股权结构重塑”打开市场空间; 刘鹤亲自操刀国企改革后, 国改进入深化阶段, 七大重点领域混改亟待破局。

2018 年是国改深化的转折年, 双百行动加速国改方案在 2020 年前落地。从中央“1+N”国企改革顶层政策体系到“四项改革”、“十项改革”试点, 再到“双百行动”工作方案政策层面推进持续; 发改委推动的第一批混改试点到第三批混改, 标杆试点不断总结经验。我们预计, 2020 年国企改革见成效任务倒逼下, 第一批混改试点总结经验, 2019 年会大规模复制试点成果, 国企改革加速破冰。

2、政策完备后, 18 年六大任务突出改革重点, 坚定市场化改革方案:

1) 政策完备后, 六大任务突出改革重点, 坚定市场化改革方案。10 月全国国有企业改革座谈会从战略高度认识新时代深化国有企业改革的中心地位, 在“伤其十指不如断其一指”的思路下扎实推进国有企业改革, 大胆务实向前走。“改”阶段主要强调市场化机制设计实施, 是 2020 年前重点关注的内容。本次突出抓好市场化改革与以往相比的边际变化:

- **股权激励:** 员工持股、科技型企业股权分红等中长期激励措施, 充分激发企业家积极性; 推行经理层任期制和契约化管理, 建立职业经理人制度、工资总额管理制度改革更加注重权力适当下发到国企集体。
- **混合所有制改革:** 强调竞争主体平等, 国企及民企竞价股权公允定价, 在准入、借贷融资及税收更加平等, 实际过程中不必过于追求股权比例的限制, 混改过程将实现股权多元化结构设计, 从而为进一步的市场化机制改

革奠定基础。

2) 国改试点数量增长且时间表确定, 2019 年国企改革进入密集加速期。双百行动共涉及 224 家中央企业以及 180 家地方国企, 共 404 家国有企业。“第三批混改试点涉及 10 家中央企业子公司和 21 家地方国企, 31 家国企试点范围大大超出第一、二批数目。国企改革试点范围及数量、国有产权交易数量加大, 均体现出国企改革正在从政策完备到实际行动落地的转变阶段。我们认为, 2020 年见成效时间表或将“倒逼”2019 年标杆试点经验大规模落地。

三、中央、地方国改政策及企业最新动态篇

(一) 2015-2016 年国企改革顶层政策逐步完善

图表 6 2015-2016 年国企改革相关政策

时间	文件	内容	点评
2015/9/13	《关于深化国有企业改革的指导意见》	要求完善现代企业制度和国资管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失	要求完善现代企业制度和国资管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失
2015/10/26	《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》	明确将拓宽国有企业投资项目引入非国有资本的领域	明确将拓宽国有企业投资项目引入非国有资本的领域
2015/11/4	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	推进国有资产监管机构职能转变, 改革国有资本授权经营体制, 提高国有资本配置和运营效率	推进国有资产监管机构职能转变, 改革国有资本授权经营体制, 提高国有资本配置和运营效率
2015/11/10	《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》	加强企业内部、外部监督, 实施信息公开	强企业内部、外部监督, 实施信息公开
2015/12/30	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	明确国有企业将被分为商业类和公益类	明确国有企业将被分为商业类和公益类
2016/2/25	国资委披露十项改革试点		
2016/2/29	《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	实施股权和分红激励	实施股权和分红激励
2016/3/5	《政府工作报告》将国企改革列入供给侧改革重要组成部分		
2016/3/25	《关于 2016 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》将国企改革放在重要位置		国企改革作为深化经济体制改革重点
2016/6/1	中央巡视组指出国有企业改革进展缓慢		
2016/6/30	国企国资改革顶层设计基本完成, 目前已相继制定出台 13 个专项改革意见或方案		顶层设计完成, 相关配套文件即将全部制定完成
2016/7/4	习主席在全国国有企业改革座谈会上指出理直气壮做强做优做大国有企业		重要政策! 标志着 2016 年国企改革实质性推进大幕拉开, 但市场当时对此有部分争议, 担心是否意味着引进社会资本等被搁置, 故市场开

时间	文件	内容	点评
			始重新重视国改主题，但仍处于观察期
2016/7/14	国资委时隔两年后，第二次公布新一批国企改革试点名单，全面展开央企改革试点工作		重要政策！标志着2016年央企改革实质性推进序幕拉开，相关新试点标的受到资金密切关注
2016/7/26	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	推进强强联合，集中资源形成合力，减少无序竞争和同质化经营，有效化解相关行业产能过剩，鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游中央企业进行重组	推进强强联合，集中资源形成合力，减少无序竞争和同质化经营，有效化解相关行业产能过剩，鼓励煤炭、电力、冶金等产业链上下游中央企业进行重组
2016/8/18	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	主要采取增资扩股、出资新设方式进行，并保证国有资本处于控股地位	主要采取增资扩股、出资新设方式进行，并保证国有资本处于控股地位
2016/9/30	国有企业混合所有制改革试点专题会发言：以混合所有制改革试点作为深化国企改革的突破口		在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等关系国计民生和经济安全的重要领域开展混合所有制改革试点，表明了推进这项改革的决心和信心。改革的主要任务是开放竞争性业务、破除行政垄断、打破市场垄断，推进政企分开、政资分开、网运分开、特许经营等。允许乃至引入更多的非资本发展混合所有制经济，是实现改革任务可探索的有效途径。
2016/11/22	《国资委关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知》	中央企业自主创新和科技成果转化的中长期激励机制	中央企业自主创新和科技成果转化的中长期激励机制

资料来源：新华社，中国政府网，华创证券整理

（二）2017年国企改革破冰，试点单位加速推进

图表 7 2017年国企改革相关政策

时间	文件	内容
2017/3/5	民企民资为国企改革注活力	
2017/4/18	中央深改组会议	会议审议通过了《关于加快构建政策体系、培育新型农业经营主体的意见》《关于进一步激发和保护企业家精神的意见》《关于建立现代医院管理制度的指导意见》《关于改革完善短缺药品供应保障机制的实施意见》《关于办理刑事案件严格排除非法证据若干问题的规定》《关于完善反洗钱、反恐怖融资、反逃税监管体制机制的意见》等文件。
2017/4/24	中央企业钢铁煤炭去产能工作会议	动员部署今年中央企业钢铁煤炭去产能工作，鞍钢、中国宝武、中国华能、神华集团、华润集团、中煤集团等6家中央企业负责同志作了交流发言，介绍了去年去产能工作情况和今年工作安排及措施。
2017/4/27	考察8家央企“双创”成效展	央企提质增效必须深化体制机制改革。传统混合所有制更多通过资本市场兼并重组实现。现在央企通过“双创”催生出新的组织分配方式和资本结构模式，这有利于探索一条混合所有制新路。
2017/5/10	关于转发国务院国资	国有资产监督机制尚不健全，国有资产监管中越位、缺位、错位问题依然存在，亟需加快调整优

时间	文件	内容
	委以管资本为主推进职能转变方案的通知	化监管职能和方式，推进国有资产监管机构职能转变，进一步提高国有资本运营和配置效率。
2017/5/10	《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》	明确要求国务院国资委准确定位，调整优化国资监管职能等，力图从国资监管层面再做突破，增强国企活力。
2017/5/16	中央企业国创投资引导基金	在国务院国资委指导下在北京创立总规模 1500 亿元人民币的中央企业国创投资引导基金。国资委主任肖亚庆表示，国创基金要充分发挥引领带动作用，形成各类资本多方式、多层次支撑中央企业科技创新的生动局面。
2017/5/24	发改委公告	混合所有制改革第三批试点企业将进一步扩大范围，提高覆盖面，在筛选数十家中央企业的同时，重点从省、自治区、直辖市选择试点企业，形成规模协同效应。
2017/5/25	《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》	国有企业在完成公司制改革的同时，要健全以公司章程为核心的企业制度体系，充分发挥公司章程在企业治理中的基础作用，依照法律法规和公司章程，严格规范履行出资人职责的机构、股东会、董事会、经理层、监事会、党组织和职工代表大会的权责。其中，股东会是公司的权力机构。国有独资公司不设股东会，由出资人机构依法行使股东会职权。对国有全资子公司、国有控股企业，出资人机构主要依据股份份额通过参加股东会议、审核需由股东决定的事项、与其他股东协商作出决议等方式履行职责，除法律法规或公司章程另有规定外，不得干预企业自主经营活动。
2017/6/2	新闻吹风会	彭华岗介绍说，按照政府工作报告提出的“今年要基本完成公司制改革”的要求，国资委会同有关部门研究起草了实施方案，明确 69 家集团层面尚未改制的央企今年要全部完成。彭华岗表示，指导意见出台后，央企混合所有制改革呈现出速度加快、层级提升等特点。他还说，未来中央企业将主要分为实体产业集团、投资公司和运营公司三类。
2017/6/12	《关于国有企业办市政、社区管理等职能分离移交的指导意见》	明确要求加快剥离国有企业办社会职能、解决历史遗留问题、深化国有企业改革。
2017/6/18	国资委党委党建工作领导小组第一次会议	要始终坚持党建工作服务生产经营不偏离，把提高企业效益、增强企业竞争实力、实现国有资产保值增值作为党建工作的出发点和落脚点，以企业改革发展、国有资产保值增值成果来检验党组织的工作和战斗力。要充分调动广大干部职工的主观能动性，为打好瘦身健体提质增效攻坚战，完成供给侧结构性改革和“三去一降一补”各项任务，推动中央企业做强做优做大提供政治和组织保障，以国企国资改革发展和党建工作新成效迎接党的十九大胜利召开。
2017/7/27	《中央企业公司制改制工作实施方案》	制定改制方案，明确改制方式、产权结构设置、债权债务处理、公司治理安排等，严格审批程序。中央企业集团层面改制为国有独资公司，由国务院授权履行出资人职责机构批准；改制为股权多元化企业，由履行出资人职责的机构按程序报国务院同意后批准。
2017/12/29	《中国公共关系发展报告（2017）》	完成公司制改制，对于央企建立现代企业制度至关重要，保证同股同权、有现代的公司治理以及严格的内外监督等条件，为授权经营体制、混改、资产证券化等一系列改革创造前置条件。

资料来源：新华社，中国政府网，华创证券整理

（三）2018 年政策完备后，六大任务突出改革重点，坚定市场化改革方案

图表 8 2018 年国企改革相关政策

时间	文件	内容	点评
2018/4/12	《政府工作报告》	推进国资国企改革。制定出资人监管	推进国企高质量发展

时间	文件	内容	点评
2018/7/30	《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	进一步明确国有资本投资、运营公司改革试点的主要内容。提出推进国资国企改革。制定出资人监管权责清单。深化国有资本投资、运营公司等改革试点，赋予更多自主权。继续推进国有企业优化重组和央企股份制改革，加快形成有效制衡的法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制，持续瘦身健体，提升主业核心竞争力，推动国有资本做强做优做大。积极稳妥推进混合所有制改革。	有助于提升国有资本控制力、影响力，进一步明确国有资本投资、运营公司改革试点的主要内容，包括功能定位、组建方式、授权机制、治理结构、运行模式及监督与约束机制等内容。
2018/9/30	国资委召开媒体通气会 副主任翁杰明发言	全面启动国企改革“双百行动”	符合全面落实国企改革政策要求，深入推进政策性改革的要求
2018/10/9	全国国有企业改革座谈会	一是突出抓好中国特色现代国有企业制度建设。二是突出抓好混合所有制改革。三是突出抓好市场化经营机制。四是突出抓好供给侧结构性改革。五是突出抓好改革授权经营体制。六是突出抓好国有资产监管。	充分认识增强微观市场主体活力的极端重要性，坚持稳中求进工作总基调，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，以“伤其十指不如断其一指”的思路，扎实推进国有企业改革，大胆务实向前走。
2018/11/30	《进一步深化国资国企推动高质量发展三年行动计划（2018年-2020年）》	积极稳妥推进重点领域改革，规范国有企业投资决策行为，统筹各类国资国企改革	
2018/12/21	《中央经济工作会议公报》	加快经济体制改革。提及加快国资国企改革，坚持政企分开，政资分开和公平竞争原则，改调了国有企业、民营企业、资本市场、财税体制改革四个层面的建议。	稳定民营企业信心，支持民营企业发展
2019/3/5	《政府工作报告》	加快国资企业改革。加强和完善国有资产监管，推进国有资本投资、运营公司改革试点，促进国有资产保值增值。	对完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人制度有着积极的影响
2019/3/9	十三届全国人大二次会议举行记者会	强化实业主业，不断提升央企实业主业发展质量，不断增强企业发展活力和后劲，推动制造业加快升级。	加大混改力度 发挥两个优势

资料来源：新华社，中国政府网，华创证券整理

四、央企国改案例之引入战投篇

（一）六大维度解读央企国改之引入战投

央企效率低下，资产负债率居高不下的首当其冲的原因即是“一股独大”，缺乏制衡。大比例引入战略投资者，在构建多元化股权结构的同时，为国企带来社会资本的资源与活力是最有效的解决方式。然而，不同于90年代国企改革，“卖国资给民企”的国有资产流失的模式，本轮国企改革战略投资者得引进和国资股权的让渡，是建立在“严防国资流失”和“国资做大做强”的基础上。通过梳理大唐网络、东航物流、云链金融等央企混改引入战投案例，可以发现，目前央企在引入战投方面有如下特点：

从所属领域看，目标企业如：大唐网络、东航物流、云链等均属于“大行业垄断，小行业充分竞争”的新兴领

域，即：所属集团处于垄断行业，但混改公司处于充分竞争的新兴产业领域。上述战略新兴领域，市场竞争强，与原有资源禀赋依赖度相对传统主业来说较低，属于国有资产中“增量”部分，避免了国有资产流失的风险。而在新兴产业子公司取得实质性成效后，再向集团整体进行推广或是“阻力较小的路径”。

从引入战略投资者对象看，一方面，大比例引入的战略投资者确实为相关领域具有高度战略“协同性”的社会资本，而非地方国有或社保基金等政府控制的资本，确实是“真混改”。同时，央企在竞争性新兴产业领域引入战投，从资源上看，上述外部投资者普洛斯、德邦物流等均是深耕相关领域资深的企业，能够带来适应新的产业的资源与思路；从机制上，通过引进民营资本让旗下子公司能建立真正适应市场化的决策机制，达到战略上的协同。

从股权变化上看，上述混改目标企业由混改前集团接近 100% 控股，往往大幅让渡控股权，东航物流从国资 100% 控股直接降至 45%，大唐电信从 97% 降为 37%，国资变为相对控股。有效改变国资“一股独大”造成的体制僵化和决策效率低下。同时，目前央企垄断领域的重点混改试点，仍以保留国资相对控股权为主，在较好避免了“国有资产流失”争议的同时，由有效的起到了国资“放大作用”，并降低了企业资产负债率，实现混改过程中国资“做大做强”。

从股权转让方式看，上述混改企业引入股权的方式一般为老股转让与增资扩股相结合的方式，且通常以增资扩股为主（如：大唐网络混改中新华瑞德不低于 2.2 亿元股份，并增资 2.24 亿元），以增资扩股做“增量”为主的方式也符合防止国有资产流失，国资做大做强的基调。

从新增股东结构上看，上述央企混改，一般以引进多家而非独家战略投资者为主要形式，同时伴随高管及核心员工较高比例（一般为 5% 或 10% 以上）的员工持股或业绩对赌激励。一方面，多家战略投资者共同持股的结构，可以保证股权制衡的同时，保证价格公允，避免单独向某家企业让渡“国有利益”的“嫌疑”；另一方面，高管及核心员工在引入战略投资者的同时进行员工持股，由于股权价格已经过市场化招拍挂的定价，避免国资向国企负责人的“流失”的同时，也起到了激励机制的加速重塑。

考虑到目前混改引入战略投资者的案例，均是在国资相对控股权下，真正大比例引入战略协同的社会资本进行的“真混改”，为吸引社会资本充分参与，国资委主任肖亚庆反复强调的“国有企业激励机制重塑”将是势在必行的重点，从山东等地方实践情况看，而加大现金分红比例和保证上市退出渠道是中小社会股东最为关切的两点。在提升国资控制力以及央企数量进一步精简的大背景下，上述混改项目充分利用现有集团下属上市公司实现整体上市，或是一种大概率的可能。

（二）国改引入战投经典案例

1、经典案例一：大唐网络

大唐电信是由国务院国资委管理的大唐电信科技产业集团控股，在移动终端芯片、汽车电子芯片、可信识别芯片、信息安全与服务、智能终端整体解决方案、智慧城市、行业信息化、移动互联网应用与服务等领域具有丰富的技术积累和竞争优势。持有大唐网络 97.89% 股份，拥有绝对控股权。

大唐网络是大唐电信旗下专业从事大数据、云计算、移动互联网等领域的信息技术公司。面向民生服务和传统产业领域，打造民生互联网和产业互联网创新创业生态。大唐网络面临三大问题：央企绝对控制、决策时间长、机制僵化，缺乏活力。

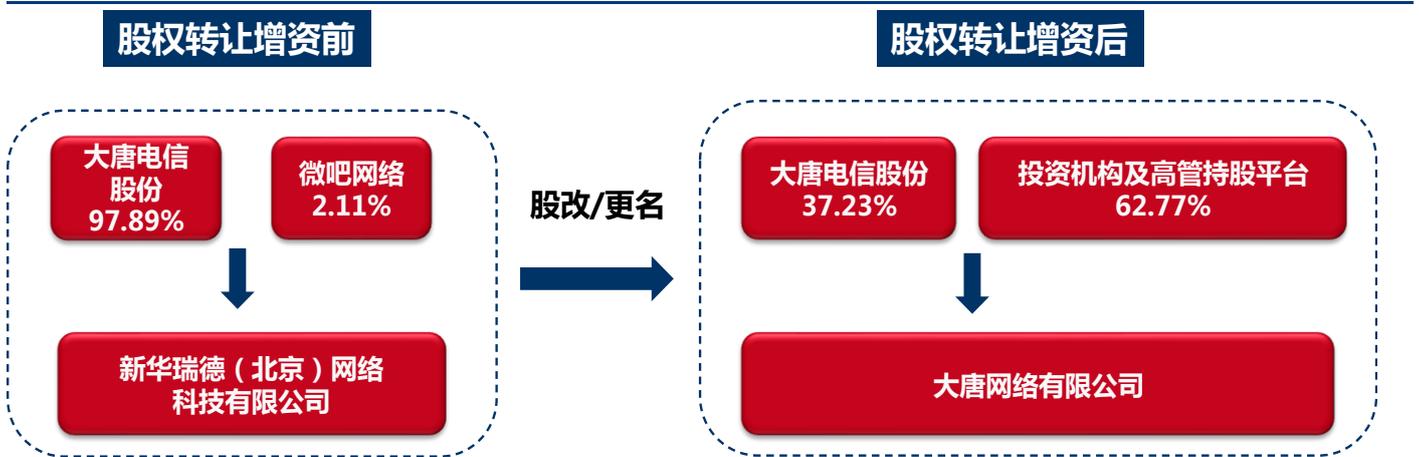
大唐网络混改解决方案：股权转让+增资扩股

2015 年 12 月 12 日，嘉兴观唐湾流投资合伙企业、千合投资有限公司、北京大唐中科创新投资合伙企业、中淇云投资有限公司以及君和恒升新瑞(深圳)投资企业以 2.2 亿元获得新华瑞德 44% 股权，完成股权转让；

随即 5 家公司以 2.24 亿元进行增资扩股。转让及增资完成后，新华瑞德改名大唐网络，大唐电信持有大唐网络 37.24% 的股份，仍为第一大股东。除微吧网络外，所有参与转让与增资新进股东按相对持股比例分担 15% 高管股权

激励（含业绩对赌），高管在业绩目标达成后参照股权获得成本受让。

图表 9 大唐电信混改前后的股权变化



资料来源：公司公告，华创证券整理

2、经典案例二：东航物流

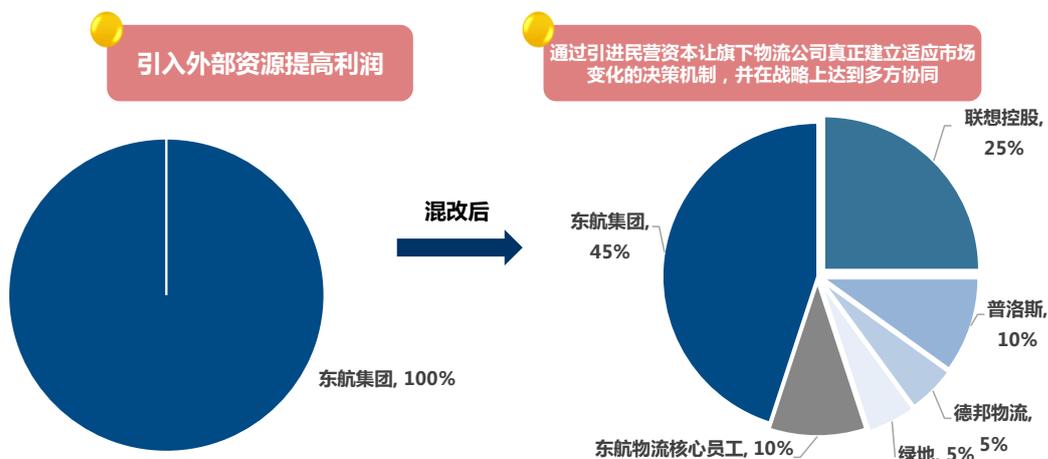
东航物流也采用“股权转让+增资扩股”的模式进行混合所有制改革。

股权转让：2016年11月，将东航物流从中国东方航空股份有限公司的体系内脱离出来，从而保证公司专注于经营航空物流产业，完成股权转让。

增资扩股：2017年6月19日混改落地，东航集团放弃绝对控股权，从100%控股直接降至45%，联想控股将持股东航物流25%股权，普洛斯持股10%，德邦物流和绿地各持股5%，东航物流核心员工持股比例为10%。东航物流将本次增资扩股后注册资本的10%用于员工持股，其中东航物流首批员工持股总额为东航物流本次增资扩股后注册资本的8%，预留的2%则仍由员工持股平台管理。

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投入，达到了放大国有资本的带动力，并且使东航物流资产负债率从16年底的87.86%降至75%左右，达到全球一流航空物流企业平均负债率水平。

图表 10 东航物流采用“股权转让+增资扩股”的混改



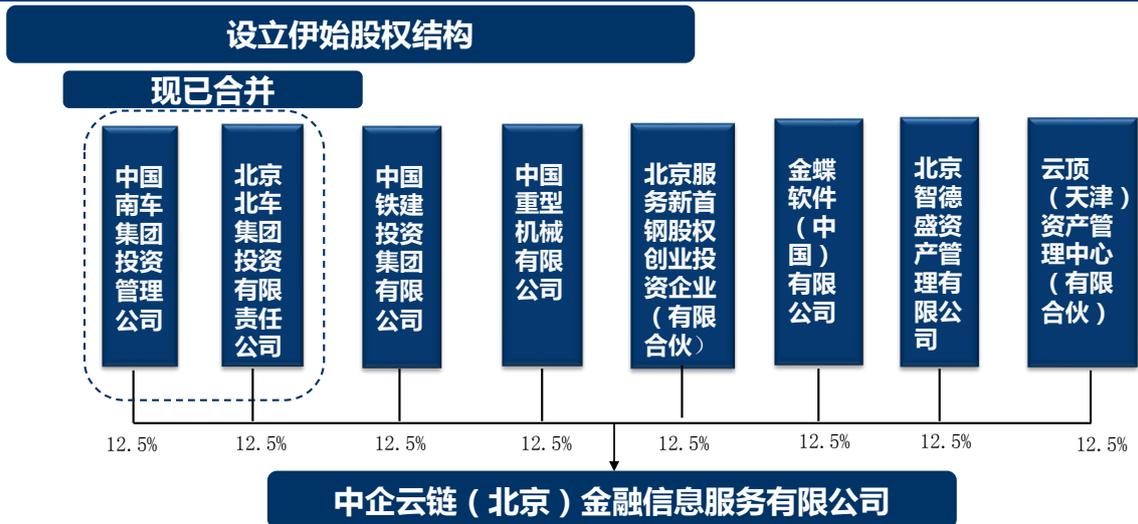
资料来源：公司公告，华创证券整理

3、经典案例三：云链金融

2015年5月，由中国中车、中国铁建、国机集团、首钢创投、金蝶国际、智德盛共同发起设立，它是国资委建立的一个“双创”平台的互联网金融项目。核心是基于央企的供应链来进行**金融供应链的创新业务**，基于供应链来解决这个中小企业融资难、融资贵的问题。

2016年11月10日启动增资扩股，新增国有股东16家。

图表 11 云链金融设立时的股权结构



资料来源：公司官网，华创证券整理

1) 云链金融的项目特点

设立初始，股权分散，平均持股，无绝对控制人；国企+民营企业共同持股；国有企业政策优势和渠道优势+民营企业的机制和资源。

云链金融进行混改的核心特点是在于产业投资人的聚集的过程。

企业在初始设立的过程中可以看到，从原始的股权资本结构来看，它没有一个绝对的控股方，都是以12.5%这种结构设立。但是整体看国有资本持股比例超过50%，这个企业从股权结构来讲，没有一个绝对的控制人纳入央企的范畴，但是它又能享受国有企业的政策优势。

2) 云链金融的增资扩股进程

2016年10月12日，中企云链金融正式启动战略投资引入，多家行业龙头企业来访会谈，并于2017年4月13日，中企云链增资扩股项目在北京产权交易所完成公示。

新股东包括航天科技、中船重工、鞍钢集团、中国铝业、中远海运、招商局、中国能建、中国铁物等央企集团阵容，联合中国工商银行、中国邮政储蓄银行两家全球顶尖金融机构，与北汽集团、上海久事、厦门国贸、云天化集团、紫金矿业、北京华联等地方企业共同出资打造中国供应链金融共享服务平台。总共增资1.78亿，持股比例为38%。此次增资扩股结束，共十一家央企，六家地方国资，两家金融机构以及四家民营企业，总计23个重量级股东。

五、央企国企改革例之员工持股/股权激励篇

(一) 五大维度解读央企国改之员工持股/股权激励

国企效率低下的另一面是传统“平均主义”分配下，核心员工缺乏激励。员工持股/股权激励是解决这一问题的

最有效途径。然而，上轮实施员工持股过程中存在两个突出问题：

第一，“大风厂模式”下的全员持股，使得激励“平均主义化”，没有对公司起关键作用的骨干形成真正的激励；

第二，“一把手”持股过程中，利益的定向输送，甚至以极低的价格将国企产权转让给私人，造成的国有资产流失问题。

通过梳理安泰科技、北汽新能源和中航工业等央企国企员工持股/股权激励案例，可以发现，目前央企在员工持股/股权激励方面有以下特点：

从激励对象看，本轮员工持股/股权激励，均严格按照 16 年顶层设计《试点意见》的要求以管理层、骨干和核心员工为主，有效避免了全员分散化持股的“大风厂模式”，使得激励能够真正精确落地到对公司发展有重要影响的核心骨干；2019 年 5 月 22 日，李克强主持召开国务院常务会议，确定深入推进市场化法治化债转股的措施。

从激励比例看，本轮央企层面员工持股，本着谨慎的原则，现有案例员工持股或股权激励占总股权的比例一般都在 5%-10% 以内，单个对象不超过 1%，对于员工持股比例的严格限制虽然初期显得较为保守，但却可有效防止，国资向“一把手”等管理层转移股权的风险。

从员工持股方式和价格上看，本轮央企员工持股大都与引入战略投资者同时进行，且与战略投资者“同股同价”。这样的方式，一方面，重塑股权结构与激励机制同时进行，可以高效率的解决央企低效的两个最根本因素；另一方面，战略投资者的股权价格是市场化定价产生，与核心员工持股与战略投资者“同股同价”，在有效解决员工持股价格公允性的同时，也使得管理层与战略投资者利益一致，形成合力。

从绝对激励金额看，尽管总持股比例 10% 以内，但由于员工持股包含在整体大的混改方案之中，因此，总员工持股金额均能达到数亿元量级。而由于采取骨干而非全员持股的方式，每位涉及的员工实际投入金额往往达到数十万乃至数百万量级，且与战略投资者锁定期一致，往往长达 3 年左右，并伴随一系列行权条件。对于前期限薪的国企员工而言，可谓“倾尽所有”。而核心骨干大额投入也使得其利益与企业高度绑定，增加了混改试点企业未来业绩超预期的可能性。

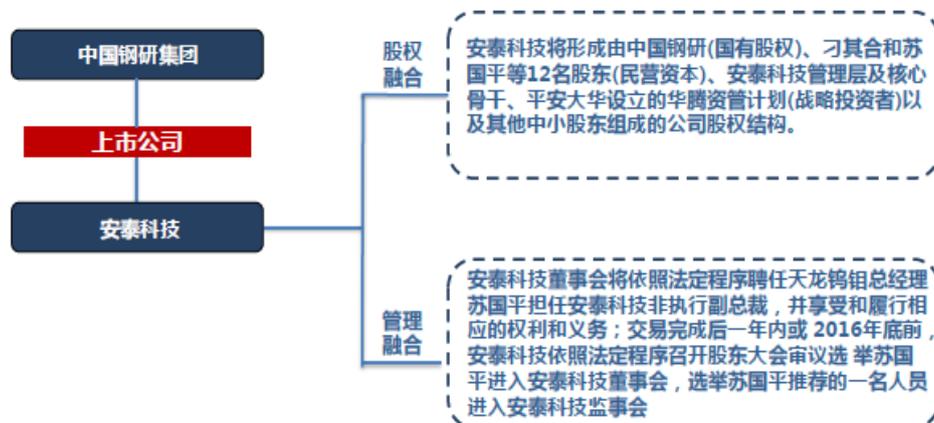
从激励实施效果看，试点企业净利润增速，毛利率等主要指标都有明显提升：如安泰科技在实施激励当年，利润增速同比增长 163.40%；从资本市场表现看，激励实施短期爆发性与长期超额收益均非常明显，如：安泰科技在复盘后 8 个交易日内，最高涨幅达 67.63%，复盘半年后涨幅仍达 40.6%。

（二）国改之员工持股/股权激励经典案例

1、经典案例一：安泰科技

2015 年 4 月 19 日，公司拟通过**发行股份**的方式、安泰创投以**支付现金**的方式购买刁其合等 12 名交易对方合法持有的天龙钨钼 100% 股权，并募集配套资金。天龙钨钼 100% 股权的资产评估值为 10.51 亿元，经各方友好协商，天龙钨钼 100% 股权的交易价格为 10.36 亿元。其中现金对价 1000 万元，由安泰科技的全资子公司安泰创投向天龙钨钼的股东苏国平支付，其余 10.26 万元对价由安泰科技非公开发行股份支付。交易完成后，安泰科技将直接持有天龙钨钼 99.03% 的股权，并通过安泰创投持有天龙钨钼 0.97% 的股权。

图表 12 安泰科技混改后实现股权与管理融合

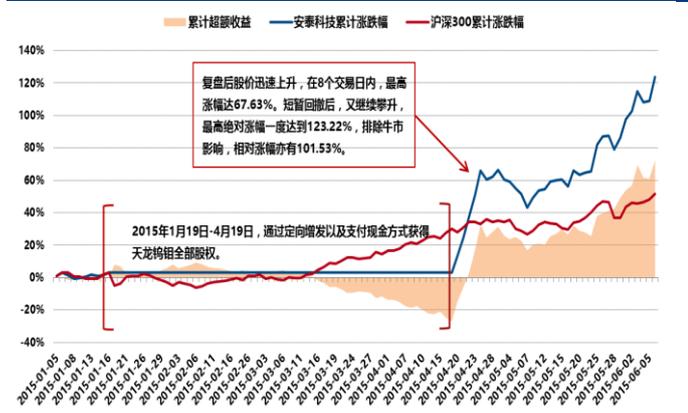


资料来源: Wind, 华创证券整理

混改结果: 1) 两次混改前后股价反应。2015年1月19日-4月19日, 通过定向增发以及支付现金的方式获得天龙钨钼全部股份, 复盘后股价迅速上升, 在8个交易日内, 最高涨幅达67.63%, 超额收益达63.21%, 短暂回撤后, 又继续攀升, 最高绝对涨幅一度达到123.22%, 排除牛市影响, 相对涨幅亦有101.53%。

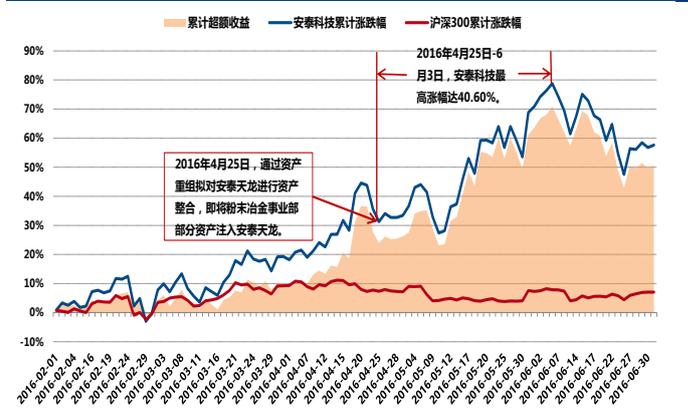
2016年4月25日, 通过资产重组对安泰天龙进行资产整合, 即将粉末冶金事业部部分资产注入安泰天龙。在市场震荡走弱的背景下安泰强势上扬, 最高涨幅达40.60%, 超额收益达40.87%。

图表 13 安泰科技引入员工持股前后股价反应



资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 安泰科技资产重组前后股价反应



资料来源: Wind, 华创证券

2) 经营层面及持股变化

经营层面: 混改三年毛利率、净利率显著改善。2015年安泰科技利润总额11625.71万元, 同比增长163.40%; 毛利率14.59%; 营业收入净利率2.9%。2016年安泰科技混改后, 主营业务由原来的三块业务: 1.特种材料、制品及装备; 2.超硬材料及工具; 3.能源用先进材料及制品, 增加了第四块业务: “环保与高端科技服务业”。

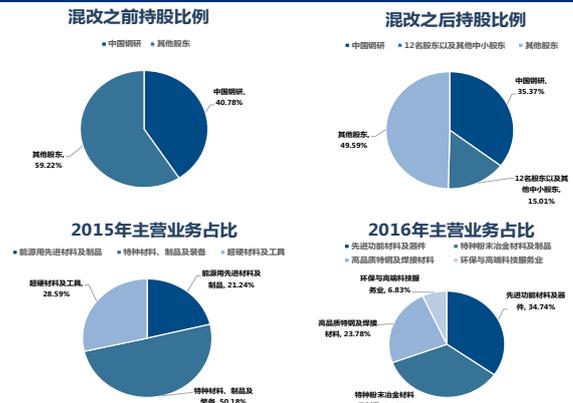
员工持股层面: 混改后员工持股比例为15%对象: 公司董事、监事、高级管理人员, 公司各管理部门、事业部、分公司、技术中心、产业园、控股子公司总经理助理级以上管理人员及部分核心骨干, 合计不超过200人。认购份额: 员工持股认购份额不超过19583843股, 价格8.17元。非公开发行价格: 股权投资计划认购公司本次非公开发行股票的价格为8.17元/股。约规模的12.40%、10.57%、9.16%。

图表 15 安泰科技混改三年毛利率、净利率显著改善



资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 混改引入员工持股, 持股比例为 15%



资料来源: Wind, 华创证券

2、经典案例二：北汽新能源

北汽新能源项目是今年北京市投资一个重要项目，主要是为满足北京新能源汽车股份有限公司在新能源固定资产投资、产品研发支出、研发能力建设和技术研发支出以及补充流动资金的需要。拟引入外部新近投资者不超过 10 家，增资总额不低于 15 亿元，每股增资价格不低于 5 元。

2016 年，北汽新能源成为北京市第一家启动混合所有制改革的国企，共吸引 22 家非国有资本进入，持股达到 37.5%。北汽新能源完成了 30 亿的 A 轮融资，渤海活塞、国轩高科等上市公司成为股东

2017 年 1 月，启动了 B 轮融资，吸引社会投资人踊跃参与，并出现超募现象，融资规模接近百亿。

此次 B 轮融资开始就开始试水员工持股，主要以场外行权的方式和国资委特批，通过员工持股平台参与了 B 轮投资，价格 5.3 元/股。北汽新能源总经理郑刚也表示，“北汽新能源将成为北京第一个进行员工持股的国有企业。国有资本继续减持近 10%，成立员工持股公司，员工持股不超过 1%。”

员工持股方式：员工作为持股人通过持有持股平台（有限合伙企业份额）进而持有新能源股份。

混改特点：本次混改实际上是政策的强制的要求下，让社会资本参与到企业里面进行混改。通过员工持股然后放开给整个社会，并以一种公平有效的方式让社会资本进行参与。体现在 B 轮融资过程以及未来企业上市有效的资本衔接

3、经典案例三：中航工业

集团作为中央管理的国有特大型企业，于 2008 年 11 月 6 日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成立。集团公司目前拥有 27 家上市公司。下辖 140 余家成员单位，员工逾 45 万人。

1) 混改方案——中长期股权激励

航空工业印发《中国航空工业集团公司中长期激励暂行办法》，就航空工业中长期激励总体制度安排和具体实施细则等做出统筹规划和明确规定。中长期激励的对象应为单位核心骨干人才，单位不得面向全体员工实施中长期激励。

三种类型：（1）境内上市公司——股票期权、限制性股票；境外上市公司——股票期权、股票增值权。（2）非上市航空制造企业、科研院所、重点民品企业——岗位分红权、项目分红权。（3）国有及国有控股未上市科技公司——股权激励、分红激励。

激励对象：（1）上市公司——董事、高管；核心技术人员和管理骨干；（2）非上市公司——岗位分红权（董

事、高管)、项目分红权(核心科研、技术人员);(3)国有科技型企业——核心科研、技术人员。

激励额度:(1)上市公司——全部股权激励计划授予股票总数累积不得超过公司总股本的10%。首次实施股权激励计划授予股票数量不得超过公司总股本的1%;任何一名激励对象通过股权激励计划获授股票数量累积不得超过公司总股本的1%;(2)非上市公司——**岗位分红**方面,原则上年度岗位分红激励总额不高于当年税后利润的15%,并控制在单位当年工资总额的5%以内。**项目分红**方面,按照企业规定或者与约定的方式、数额和时限执行;单位未规定、也未进行约定的,按照国家有关规定执行;(3)国有科技型企业——**股权激励总额**,大型企业不超过企业总股本的5%;中型企业不超过企业总股本的10%;小型企业不超过企业总股本的30%;单个激励对象获得的激励股权不得超过企业总股本的3%。**岗位分红**,原则上年度岗位分红激励总额不高于当年税后利润的15%。**项目分红**,按照企业规定或者与约定的方式、数额和时限执行;单位未规定、也未进行约定的,按照国家有关规定执行。

2) 混改目的

为解决集团发展过程中的三大问题(1)外部竞争加剧、就业观念变化,集团**人才流失**现象呈逐年上升;(2)工资收入仍是员工主要收入来源,激励方式单一,存在“**平均主义**”主义倾向;(3)工资收入与当期业绩考核结果相关联,是一种短期激励,可能引发追求短期业绩、**损害企业长期利益**的行为,印发了《中国航空工业集团公司中长期激励暂行办法》。《办法》要求:1、中长期激励计划实施过程中需以业绩真实为前提,2、除涉及实有股权的激励外,其他经批准的中长期激励所需支出均不受当年本单位工资总额限制、不纳入本单位工资总额基数。

3) 混改历程

中航工业开展了一系列中长期激励试点工作:中航科工、天虹商场、中航光电的限制性股票,中航电测、耐世特、贵航股份的股票期权,金航数码、青云公司的岗位分红权等激励计划先后获得国资委批复,中航工业成为国资委审批通过中长期激励方案最多的中央企业之一。

六、央企国改案例之资产注入篇

(一) 四大维度解读央企国改之资产注入

国有非上市公司的资产注入上市公司是提升国有资产证券化比率的一种快速有效的方式。目前具体的模式有三种:**集团资产注入、国企作为上市平台壳资源、集团整体上市**。实践证明,资产证券化是目前争议最少、成本最低的改革方式,也是推动央企上市的方式之一,容易被各方接受;在实际操作中,也有利于规避国有资产流失等问题,我们通过对兵工集团、中国石化的案例总结出以下特点:

1) 根据我们测算兵器工业集团的整体资产证券化率仅为25.68%,而旗下的一机集团已被列入军工企业混合所有制改革试点,通过一机集团的典型案例,我们发现其通过将自身资产注入上市公司平台的方式来达到提升整体资产证券化率的目的,具体方法是通过上市公司内蒙一机发行股份购买原大股东一机集团的非上市的资产,从而实现一机集团资产注入,成功提升了集团资产证券化率。

2) 而中国石化这个案例,就是利用上市平台的壳资源(江钻股份、*ST仪化),接受集团非上市资产,达到将集团内部资源进行整合之后从而做大上市平台的目的,而这一手段同时也完成了提升集团的资产证券化率的目标

3) 通过案例我们发现提升央企资产证券化率是推动央企上市的方式之一,而央企上市是国资委今年的重点工作之一。国资委发布的以管资本为主、推进职能转变的方案将有力促进国企资产证券化的进程,下半年将进一步提速。

4) 央企整体上市是今年国企改革中颇为抢眼的亮点,建议制定央企整体上市的总体规划,明确数量指标和时间要求以方便操作,具备一体化产业链、子公司同业性较强的央企要尽快实现整体上市。

（二）国改资产注入经典案例

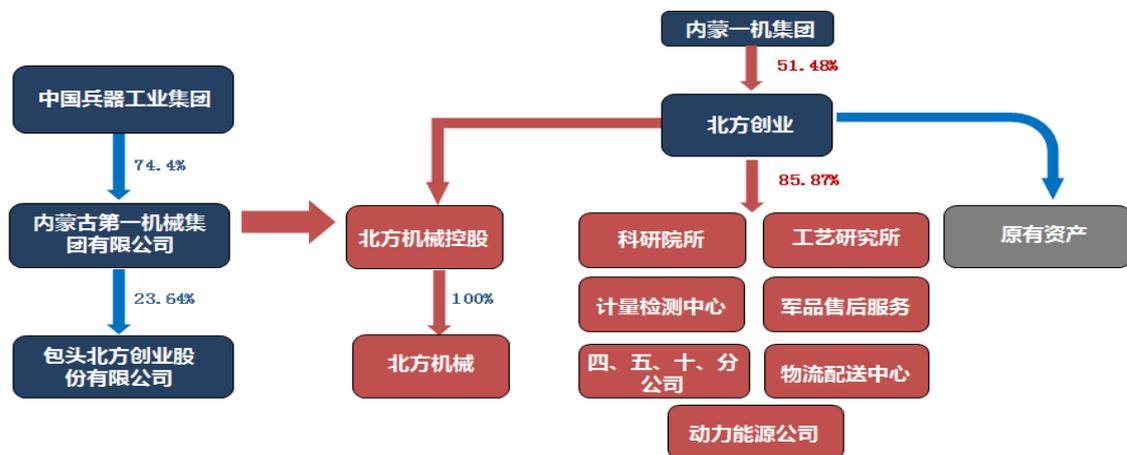
1、经典案例一：兵工集团

中国兵器工业集团公司现有子集团和直管单位 51 家，且有 11 家 A 股上市公司，包括北方股份、华锦股份、光电股份、晋西车轴、北方国际、北方导航、北化股份、长春一东、江南红箭、北方创业、凌云股份。

2017 年 1 月 4 日，中国兵器工业集团公司决定积极稳妥推动集团公司发展混合所有制经济并印发了《中国兵器工业集团公司关于发展混合所有制经济的指导意见(试行)》，集团公司提出 26 条意见。《意见(试行)》指出将完善现代企业制度，健全公司法人治理结构，促进企业转换经营机制，放大国有资本功能，实现国有资本保值增值，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。

混改前后股权及经营层面变化——以北方创业为例

图表 17 北方创业混改前后股权层面变化——以北方创业为例



资料来源：Wind，华创证券

2017 年 2 月 10 日，北方创业拟分别向一机集团发行股份购买资产，购买后内蒙一机集团持有的北方创业股权由 23.64% 变为 51.48%；向一机集团全资子公司北方机械控股发行股份及支付现金购买资产，拟购买的资产为一机集团持有的主要经营性资产及负债和北方机械控股持有的北方机械 100% 股权。公司主营产品新增产品将涵盖装甲车辆和火炮等防务装备。

2017 年 3 月 15 日，“包头北方创业股份有限公司”正式更名为“内蒙古第一机械集团股份有限公司”。

2、经典案例二：中国石化

国改方案——推进混改，资产整合注入上市平台。从中石化的国企改革历程及结果来看：

图表 18 中石化混改及资产整合情况



资料来源: Wind, 华创证券

1) 拆分销售和管道业务，积极推进混改

销售业务: 2014年4月1日，中石化将油品销售业务资产整体移交给中国石化销售公司拥有、管理和控制，9月15日，25家境内外投资者认购中国石化销售有限公司29.99%的股权，销售业务板块实行“混改”。2015年12月底成立中石化销售公司的董事会，11名董事成员中25家投资者委派了3名董事。

管道业务: 2016年8月2日，中石化川气东送天然气管道有限公司在北京产权交易所发布增资信息，12月12日中国人寿和国投交通斥资228亿购买其50%股权。未来投资前景、股价等信息，便于债权人作出决定。

2) 集团资产进行整合，将石油工程机械有限公司注入江钻股份

2014年9月，中石化将石油工程机械有限公司的100%股权注入江钻股份，成为中石化的石油机械上市平台。

2014年9月17日，江钻股份公告披露筹划非公开发行股票并以募集资金购买中国石油化工集团公司持有的中石化石油工程机械有限公司100%股权事宜。

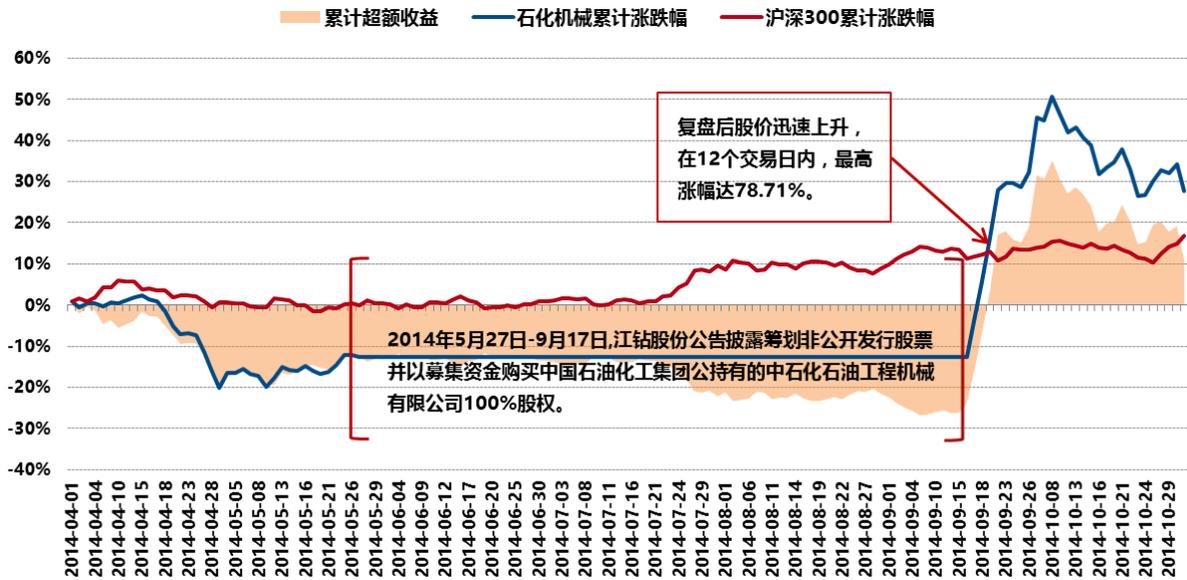
2015年7月9日，江钻股份发布关于变更公司名称、证券简称、注册资本以及经营范围的公告。

2016年1月，中石化将石油工程机械有限公司的100%股权注入江钻股份，成为中石化的石油机械上市平台。西比公司股价泡沫还破灭了，投资者也遭受了损失。

3) 国改结果

股价层面, 经历4个月停牌复盘后, 股价迅速上升, 在12个交易日内, **最高涨幅达78.71%, 超额收益达74.67%。**

图表 19 中石化国改前后股价变化



资料来源: Wind, 华创证券

股权层面, 石油机械板块重组完成后, 中石化集团持有上市公司股权比例为 51.94%, 仍是控股股东。中石化石油工程机械有限公司注入江钻股份之前, 中石化集团通过下属单位江汉石油管理局间接持有上市公司江钻股份 67.5% 的股权, 同时直接持有中石化石油工程机械有限公司 100% 的股权。注入江钻股份之后, 中石化集团将直接持有上市公司江钻股份 51.94% 的股权, 而江钻股份直接持有中石化石油工程机械有限公司 100% 的股权。

经营层面, 石化石油机械板块实现整体上市, 上市公司经营范围从单一的钻头业务扩展至海洋和陆上钻井一体化设备业务。上市公司的经营范围也从单一的钻头业务拓宽至陆地钻井设备、固压增产设备、井下工具、海上钻井设备、天然气管道等业务板块。

图表 20 资产整合上市后, 股权层面变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 资产整合上市后, 经营范围扩大

产品	经营实体	经营规模
钻头与钻具	江钻	11亿元
钻机、修井机	四机厂	8.3亿元
固压设备、连续油管	四机厂	25亿元
井下工具	四机寰瓦 (控股65%)	11亿元
海上钻完井	四机厂	
天然气管道	沙市钢管厂	13亿元
天然气压缩机	三机厂	0.26亿元

资料来源: Wind, 华创证券

七、央企国改案例之重组篇

(一) 六大维度解读央企国改之重组

2015 年以来强调央企集团分类合并, 推进国有资本优化重组的特征明显: 1) 南北车的强强联合; 2) 中电投和国家核电的纵向重组; 3) 招商局和中国外运长航的吸收整体并入; 4) 中国航发、中国铁塔新设股权多元化、专业化的公

司重组；是央企重组主要采取四大方式。

从重组的领域来看：去产能驱使下，要求通过兼并重组、创新合作等途径淘汰落后产能，推进煤电、重型装备制造、钢铁等重点领域重组加速，形成国有资本有进有退、合理流动的机制。（国电与神华合并方案被认为是解决目前中国煤电矛盾的重要举措，新集团名称暂定为国家能源投资集团。）

从重组的方式来看：集团层面的资本重组仍在有力推进，集团内部的资产整合同时加快步伐。中国恒天以“恒天金石”为资本市场平台，构建和完善子集团体系建设，打造专业化管理体系；中粮集团致力于打造农粮食品领域的三大平台，通过系列资产整合和内部资源整合，不断壮大主业。

从实施目标来看：推动产业的转型升级在“一带一路”建设和央企“走出去”的大背景下，央企的做大做强有利于提高产业的集中度和国际市场竞争能力。比如，国机集团良好的涉外业务基础是此次与中国恒天重组落地的成熟条件，推动高端技术和产品“走出去”符合我国制造升级战略。

从实施效果来看：央企重组主要目的在于做大做强、发挥协同作用，“1+1>2”协同效应是新一轮国企改革的根本诉求。国机和恒天重组后双方主业核心能力得到加强、业务资源实现协同共享。

从后续经营来看：央企重组后业务上的协同效应成为后续有效经营管理的合力。在国机集团的支持和帮助下，中国恒天内部预计有望用3年时间提前实现“十三五”规划发展目标。（恒天是唯一一家以纺织装备制造为核心主营业务的大型央企，纺织行业的整体衰落背景下，一直谋求业务转型和新领域的拓展，而同样机械制造行业很强的国机集团“树大好乘凉”）。

从重组路径上来看：央企重组首先在产业链纵向重组或同行业强强联合的基础上，未来再通过国有资本投资运营公司实现跨行业合并，同时减少国资委直接控制有利于国企改革向以“管资本”为主转变的探索。

（二）国改重组经典案例：国机与恒天集团

中国机械工业集团有限公司成立于1997年1月，简称“国机集团”，2013年7月与中国第二重型机械集团公司重组，成为中央直接管理的国有重要骨干企业。旗下拥有轴研科技、国机汽车、中工国际三家上市公司。

中国恒天集团有限公司成立于1998年9月，由原国家纺织工业部所属中国纺织机械(集团)有限公司、中国纺织工业对外经济技术合作公司、中国纺织机械和技术进出口有限公司、中国化纤总公司、中国丝绸工业总公司、中恒科学技术发展中心六家子公司组建而成。旗下拥有经纬纺机、华讯方舟、恒天海龙三家上市公司。

2017年6月，经报国务院批准，中国恒天集团有限公司整体并入中国机械工业集团公司，成为其全资子公司。中国恒天集团有限公司不再作为国资委直接监管企业。

重组后双方主业核心能力得到加强、业务资源实现协同共享。

1) 恒天积极布局的金融业务将促进国机集团金融与投资主业的发展

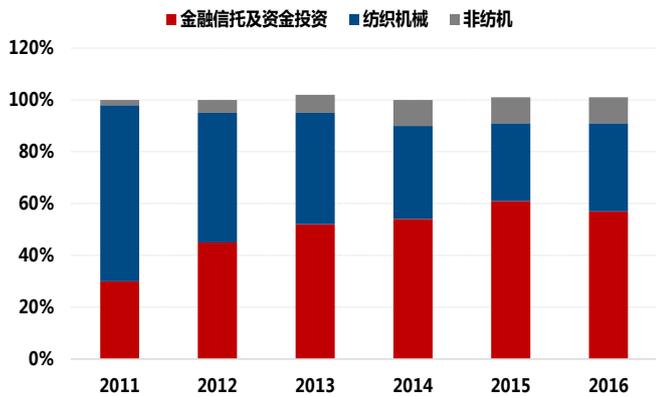
金融板块已持续作为中国恒天经纬纺机主营业务收入的主要来源，2011年以来，金融信托投资板块业务占比不断攀升，2016年营收占比57%。我们认为，中国恒天目前较为成熟的金融运作实力有助于国机集团金融投资板块的发展。

2) 国机集团领先的海外业务技术优势满足中国恒天纺机“走出去”诉求

国机集团有比较扎实的海外基础：有180多家海外服务机构，与世界190个国家和地区有业务往来，与“一带一路”沿线国家实现合作共赢具有行业领先优势。

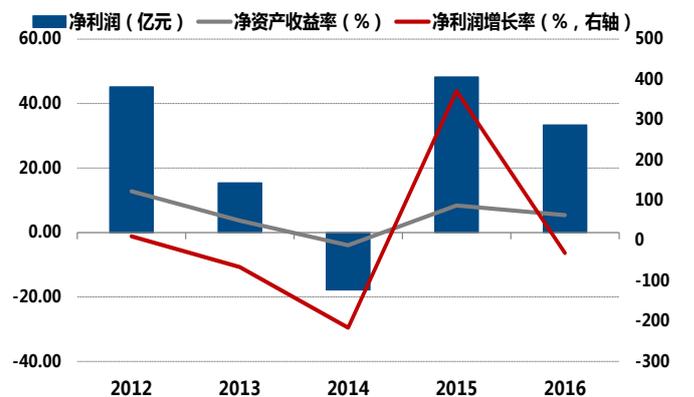
我们认为，国机集团良好的涉外业务基础是此次与中国恒天重组落地的成熟条件，满足中国恒天欲与成功企业协同发展以带动纺机出口的诉求，推动高端技术和产品“走出去”符合我国制造升级战略。

图表 22 中国恒天经纬纺机金融板块收入占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 国机集团近 5 年净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

八、投资建议

国企改革作为“四梁八柱”改革的最中心改革，其加速或验证我们一直以来看好三季度“金秋行情”的最重要逻辑之一——即三季度在建国 70 周年和十三五规划验收年背景下，各项具体的改革、开放、产业政策或进入密集出台期，进而系统性提升市场风险偏好。

从具体投资方向来看，前期央企集团、公司混改动力较强但受制于国资审批的公司或将在清单公布之后迎来加速，成为最为受益的子方向，这其中我们重点建议关注：

1) 受益于国家支持的国改政策推动的双百行动名单。《国企改革“双百行动”工作方案》是国务院国资委内部下发的文件，有近 400 家企业入围，其中央企有近 200 家，地方国企有 200 多家。国资委要求入选企业于 2018 年 9 月底前上报各自综合改革方案。在该名单中我们筛选了双百行动涉及的上市央企公司，从供给角度看，国资委放权后对该类企业的改革方案或将表现地更为支持；

2) 公司本身有强烈的国改意愿。原本有涉及混改、股权激励及员工持股等意愿的上市公司，在本次央企集团自主权放大后国企改革落地速度加快。综合考虑，我们认为，在国家支持方向的且自身改革意愿大的上市公司料将受益于本次国资委的授权放权的实施，同时，之前混改方案出台后低于预期的央企上市公司受益央企集团改革自主权放大，有望再次注入国企改革动力。

建议关注三类国改预期强烈个股：1) 激励机制重塑类；2) 资产注入预期类；3) 引入战投-混改类。（参照我们筛选的双百行动+有改革意愿涉及重点的上市公司名单）

图表 24 双百行动及有改革意愿涉及的央企上市公司筛选标的

证券代码	代码简称	市值 (亿)	PE			EPS			近几年的国改动作	申万一级 行业
			2017	2018	2019E	2017	2018	2019E		
002013.SZ	中航机电	236.73	44.83	28.08	24.25	0.24	0.23	0.27	2015年12月16日,首例以资产管理方式实施的核心央企员工持股计划是对军工国企员工激励模式的新尝试。 近几年公司不断整合产业内机电相关企业,整合了609、610两家具备较强盈利能力的研究所资产。	国防军工
600406.SH	国电南瑞	798.70	23.70	20.41	16.87	0.79	0.93	1.02	2019/3/8 股权激励实施	电气设备
600021.SH	上海电力	221.15	23.73	7.66	15.52	0.39	1.12	0.54	公司发布公告,拟与杨浦滨江公司合作开发杨树浦电厂地块,有望持续贡献业绩增量。	公用事业
000066.SZ	中国长城	273.94	36.94	14.10	22.74	0.20	0.34	0.39	2019/4/13 股权激励实施	计算机
002051.SZ	中工国际	136.73	13.82	10.27	9.59	1.33	1.08	1.12	2018年公司向控股股东国机集团收购了在医疗建筑设计等领域具有专业优势的中国中元,本次收购完成后有助于实现协同互补。 股票期权激励授予完成。	建筑装饰
600019.SH	宝钢股份	1412.31	9.96	6.71	8.67	0.86	0.97	0.73	2019/1/19 股权激励实施	钢铁
300034.SZ	钢研高纳	58.68	89.40	36.16	35.77	0.14	0.25	0.35	2019/5/24 股权激励实施	国防军工
000786.SZ	北新建材	304.11	17.17	9.43	11.09	1.31	1.46	1.61	北新建材拟以发行股份的方式购买泰山石膏35%股权(收购后泰山石膏成为100%控股子公司),占上市公司发行后总股本的比例为20.70%。	建筑材料
600970.SH	中材国际	112.03	17.76	6.96	6.59	0.56	0.78	0.97	2016年公司发布股权激励计划,向核心团队授予1755万份期权,2017/12/8 股权激励计划实施	建筑装饰
600195.SH	中牧股份	78.83	21.19	15.40	17.80	0.93	0.69	0.73	2018/11/14 股权激励实施	农林牧渔
000881.SZ	中广核技	80.97	35.48	21.54	0.00	0.37	0.31	0.00	公司通过并购快速实现行业整合与产业布局。公司自成立之后的四年内收购了十余家公司,并于2016年底实现上市。2017年上半年公司共完成四项并购业务	综合
300212.SZ	易华录	120.66	49.83	30.97	25.72	0.54	0.73	1.02	2018/12/19 股权激励实施	计算机

资料来源: Wind 一致预期, 华创证券

九、风险提示

国企改革政策推进不及预期，国内宏观经济超预期下行，中美贸易摩擦出现黑天鹅事件，国资委授权放权承接央企集团出现重大经营管理风险。

策略组团队介绍

高级分析师：徐驰

上海对外经贸大学经济学硕士。曾任职于中泰证券。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：张文宇

上海对外经贸大学金融学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500