

## 相关研究

《经济趋势向下，货币持续宽松——兼论当前的欧洲经济》2019.04.12

《倒挂非衰退，但难再加息——兼论当前的美国经济》2019.04.04

《美国消费缘何长期走强？——“消费和创新”系列之一》2019.04.03

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

## 混改 3.0，以退为进 ——兼议格力混改的示范意义

### 投资要点:

- **格力转让股权，混改步入 3.0。**本次格力混改备受关注，看点主要有两个。一是格力是竞争性行业龙头，现控股股东为地方国资委。17 年格力电器主营收入中空调制造占比超过 80%。该行业是典型的竞争性行业，“双寡头”特征明显，龙头公司格力、美的占比分别为 33%、24%，CR4 高达 75%。根据格力电器 18 年 3 季报，第一大股东为珠海格力集团，持股比例为 18.22%，系珠海市国资委全资持股，后者也是格力电器实控人。第十大股东为董明珠，是公司董事长、总裁，也是本次格力股权转让的潜在受让方之一。二是国资委减持格力股份，标志着国企混改步入 3.0 阶段。1.0 阶段，国资占比仍在 50% 以上；2.0 阶段，国资占比降至 50% 以下，但仍是第一大股东和实控人；本次格力股权转让，或导致大股东和实控人变更，意味着混改 3.0 阶段有望到来。国资从独资到绝对控股，再到相对控股，最后到非控股的转变，与“做强做优做大国有资本”并不冲突，而是有序推进从管企业到管资本的转变。
- **政策频频落地，国企改革提速。**去年 2 季度以来，国企改革政策频频出台。中央层面，刘鹤担任国务院国企改革领导小组组长，主持召开全国国有企业改革座谈会；国资委主任肖亚庆指出“混改是改革的重要突破口”，并提出 19 年“将推出第四批 100 家以上混改试点，在完全竞争领域推行混改，并允许社会资本控股”。地方层面，各省也都在稳步推进国企改革。更重要的是，一系列重要文件出台，令国改政策框架更趋完善。国发 16 号文完善了国企工资的决定、管理和分配机制；国发 23 号文明确了两类试点公司的功能定位、授权机制和治理结构；国资 36 号文明确了股东转让、受让上市公司股权所适用的规则；国资 40 号文明确了央企负责人经营业绩考核原则。
- **资产负债修复，债务杠杆趋降。**当前国企改革提速，缘于供给侧改革的实施令经济基础不断完善。首先是去产能修复国企资产负债表。去产能改善供需格局，令国企产能利用率、收入利润率大幅提升，同时也带动工业品价格大涨，两者共同带来国企收入、利润的明显改善。其次是去杠杆降低国企资产负债率。随着去杠杆由金融领域转向实体经济领域，融资端的持续收缩倒逼国企降低负债率，而减轻债务负担也令国企轻装前行。而去年以来，国企资本运作也在加速推进。经济基础完善、政策频频落地，为国企资本运作创造了有利条件，18 年至今，已经有 9 家上市公司的实际控制人从国资转为民资。
- **未来推进国企改革的四条路径。**展望未来，我们认为，国企改革领域可以重点关注四条主要线索。一是竞争性领域提高民资占比。在竞争性领域中，仍有垄断和管制的存在，使得民企在市场准入、审批许可、经营运营、招投标等方面遭受不平等待遇，阻碍了经济转型。未来竞争性领域中，放松管制、提高民资占比值得关注。二是“双百行动”深入推进，逐步落实。去年 8 月以来，“双百行动”开始进入实质性的启动落地阶段。19 年是“双百行动”实施的承前启后之年，有望向纵深推进，入选企业作为改革先锋，其表现也值得期待。三是国资大省跟进地方国企混改。地方层面的混改措施与实践的跟进同样也是一大亮点，像上海、江苏和山东等国资国企大省的改革动向值得跟踪。四是财政压力较大省份倒逼混改。此外，也不排除中西部及东北等部分经济基础薄弱、经济增长相对迟缓的省份，由于财政压力加大而倒逼国企改革，盘活国有资产来缓解财政压力，这些省份的国企或也将在改革的先行之列。毫无疑问，本次珠海市国资委战略性减持格力电器，是推动国有企业改革向“管资本”转变的关键举措，这对广东省乃至全国进一步实施国有企业混合所有制改革都有借鉴意义。而无论国企未来选择了上述四条改革路径中的哪一条，其结果都将是退为进：国企以国资之退，换民资之进；国资以管企业之退，换管资本之进。这对经济结构调整、产业结构升级，都具有重大意义。

## 目 录

1. 格力转让股权，混改步入 3.0 .....	4
1.1 竞争性行业龙头，地方国资委控股 .....	4
1.2 混改进入新阶段，管企业到管资本 .....	5
2. 政策频频落地，国改有望提速 .....	5
2.1 国改政策频落地，从中央到地方 .....	5
2.2 政策框架渐完善，改革有望提速 .....	7
3. 资产负债修复，债务杠杆趋降 .....	7
3.1 去产能修复国企资产负债表 .....	8
3.2 去杠杆降低国企资产负债率 .....	8
3.3 国企资本运作加速推进 .....	9
4. 未来推进国企改革的四条路径 .....	9

## 图目录

图 1	限额以上商品零售、家电音像零售当月同比增速 (%)	4
图 2	格力空调产量、销量及占行业比重	4
图 3	国企混合所有制改革或将从 1.0 阶段迭代至 3.0 阶段	5
图 4	淡马锡控股的管理架构	5
图 5	PPI 和国有及国有控股工业企业产品销售收入、利润总额增速 (%)	8
图 6	M2 和社会融资余额同比增速 (%)	8
图 7	国有及国有控股工业企业资产负债率 (%)	8
图 8	18 年 A 股各行业国企公司数量占比 (%)	9
图 9	国有企业“双百行动”政策历程	10
图 10	各省级地方国有企业家数 (家)	10
图 11	各省市 2018 年财政实际赤字与 GDP 之比 (%)	11

## 表目录

表 1	18 年 3 季度末格力电器十大股东明细	4
表 2	国企改革相关会议和重要讲话	6
表 3	各省 19 年地方两会公报中国企改革相关表述整理	7
表 4	过去一年出台的国企改革相关文件	7
表 5	18 年以来上市公司实际控制人“国资”转“民资”事件梳理	9

## 1. 格力转让股权，混改步入 3.0

4月8日晚，格力电器发布公告称，控股股东格力集团拟通过公开征集受让的方式，协议转让其持有的格力电器 15% 股权。

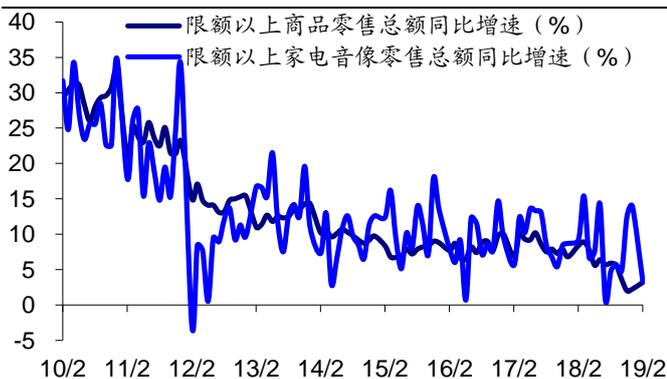
### 1.1 竞争性行业龙头，地方国资委控股

本次格力电器混改备受市场关注，看点主要有以下两个方面。

其一，格力电器是由地方国资委控股的竞争性行业龙头。首先，格力电器隶属于家电制造业，是较为典型的竞争性行业。根据公司网站介绍，格力电器成立初期，主要依靠组装生产家用空调，现已发展成为多元化的工业集团，产业覆盖空调、高端装备、生活品类、通信设备等领域。而根据 17 年年报，公司主营业务收入中，82.3% 来自于空调。

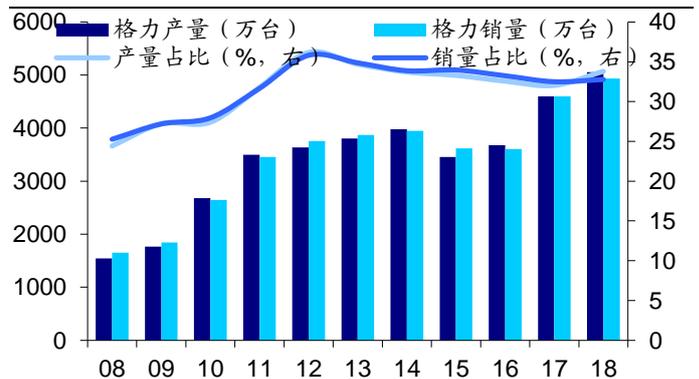
其次，格力电器产销量占比行业 1/3，行业龙头地位较为凸显。根据产业在线统计，格力电器的家用空调销量已从 08 年的 1650 万台上升至 18 年的 4935 万台，占行业比重则从 25.3% 升至 32.8%，远高于第二名美的（24.4%）。而空调行业“双寡头”特征明显，18 年格力、美的销量合计占比近 60%，CR4 高达 75%。

图1 限额以上商品零售、家电音像零售当月同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所。注：1-2 月为累计同比增速

图2 格力空调产量、销量及占行业比重



资料来源：产业在线，海通证券研究所

而从股权结构看，格力是珠海市国资委控股的地方国企。根据格力 18 年 3 季报，格力第一大股东为珠海格力集团有限公司，持股比例 18.22%，后者由珠海市国资委 100% 持股。前十大股东中，以财务投资为主要目的的金融机构居多。第十大股东董明珠为公司董事长、总裁，也是本次格力股权转让的潜在受让方之一。

表 1 18 年 3 季度末格力电器十大股东明细

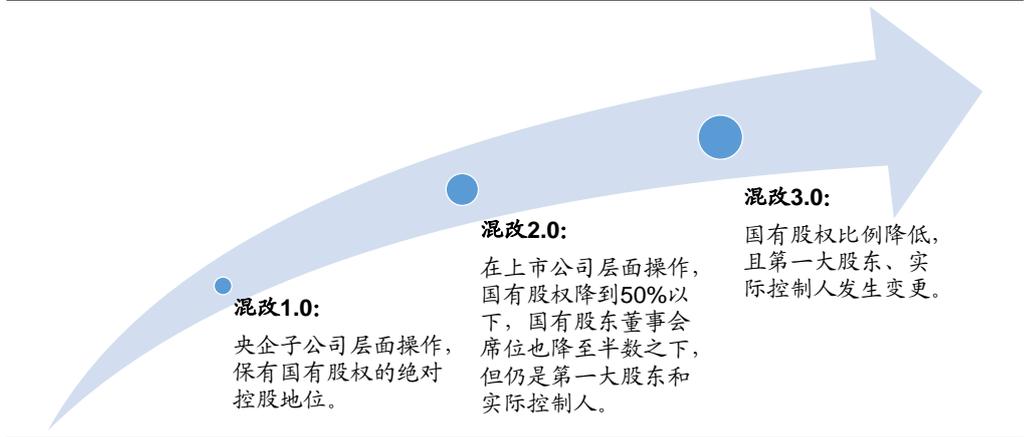
	股东名称	期末参考市值(亿元)	持股数量(股)	持股比例(%)
1	珠海格力集团有限公司	440.6948	1096255624	18.2200
2	河北北京海担保投资有限公司	215.4809	536022233	8.9100
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	189.9979	472631682	7.8600
4	中国证券金融股份有限公司	72.3081	179870800	2.9900
5	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	46.4653	115585298	1.9200
6	中央汇金资产管理有限责任公司	33.9622	84483000	1.4000
7	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	29.7167	73922249	1.2300
8	全国社保基金一零八组合	19.6980	49000004	0.8100
9	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	18.9771	47206649	0.7800
10	董明珠	17.8844	44488492	0.7400

资料来源：WIND，海通证券研究所

## 1.2 混改进入新阶段，管企业到管资本

其二，格力混改事件，标志着国企混改进入 3.0 阶段。首先，13 年以来，国企混合所有制改革已经经历了两次实践迭代，格力混改或意味着第三次迭代到来。1.0 阶段，混改仅在央企子公司层面操作，国有独资企业引入非公、民企、外资，但国资占比仍在 50% 以上，仍保有绝对控股地位。2.0 阶段，混改对象提升到上市公司层面，以联通混改为代表，国有股权降到 50% 以下，国有股东董事会席位也降至半数之下，但仍然是第一大股东和实际控制人。而本次格力混改力度较大，或意味着 3.0 阶段到来。格力集团国有大股东所持 18.22% 的股权受让 15% 后，大股东和实际控制人都有可能发生改变。

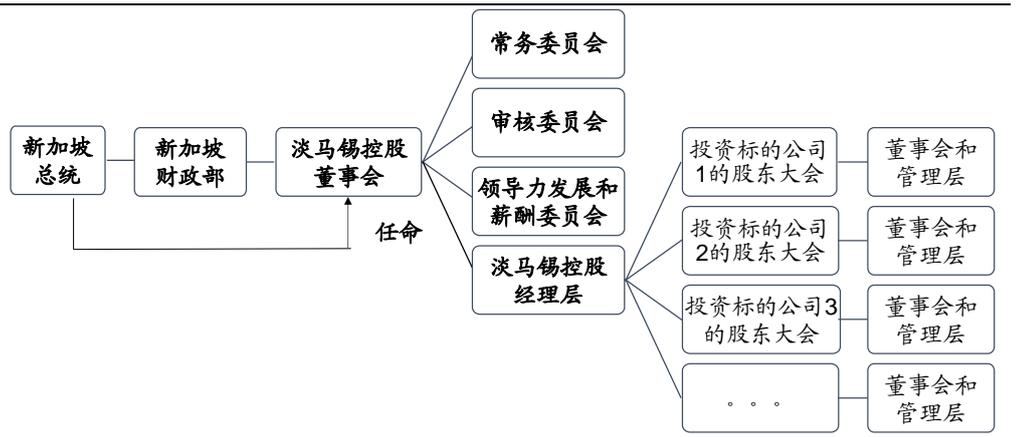
图3 国企混合所有制改革或将从 1.0 阶段迭代至 3.0 阶段



资料来源：海通证券研究所

其次，国企改革从管企业到管资本的转变仍在有序推进。在我们看来，国资从独资控股，到绝对控股，再到相对控股，最后到非控股的转变，这与十九大报告提出的“做强做优做大国有资本”并不冲突，缘于本轮国企改革的初衷之一正是实现“从管企业到管资本”的转变。今年初全国两会《政府工作报告》也再次强调，要“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”。如果类似于“淡马锡模式”，政府组建国有资本运营公司，且不干预其在运营或商业上的种种决定，让企业充分依据正确的商业原则开展业务，就有助于在真正意义上实现从管企业到管资本的转变。

图4 淡马锡控股的管理架构



资料来源：海通证券研究所

## 2. 政策频频落地，国改有望提速

### 2.1 国改政策频落地，从中央到地方

去年 2 季度以来，国企改革相关政策频频出台。国资委主任肖亚庆曾在去年 4 月的博鳌亚洲论坛 18 年年会上提出，混合所有制改革是我们改革的一个重要突破口。7 月，国办发布通知，由刘鹤担任国有企业改革领导小组组长，他在 10 月的全国国有企业改革座谈会上，对国企改革的全面推进提出了“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”的十六字方针。总理在今年 3 月全国两会《政府工作报告》中再次强调要“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，积极稳妥推进混合所有制改革”。发改委副主任连维良则在两会记者会上强调，今年将推出第四批 100 家以上的混改试点。在完全竞争领域推行混改，并允许社会资本控股。

表 2 国企改革相关会议和重要讲话

时间	会议、讲话	主要内容
18/3/5	18 年全国两会《政府工作报告》	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。积极稳妥推进混合所有制改革。落实向全国人大常委会报告国有资产管理情况的制度。国有企业要通过改革创新，走在高质量发展前列。
18/3/13	国资委主任肖亚庆两会答记者问	要转变国有资本的改革运营体制。这里面主要是权力清单和责任清单这两个清单，我们要把它搞清楚，准确地划清我们监管的边界。要对违规、失责加强责任追究，确保国有资产保值增值。
18/4/8	国资委主任肖亚庆博鳌亚洲论坛 18 年年会	下一步还要进一步推进混合所有制改革。混合所有制改革是我们改革的一个重要突破口，既欢迎国内的其他所有制企业加入，我们也开放式的、完全欢迎境外有兴趣的企业来参与我们混合所有制的改革。
18/7/17	中央企业地方国资委负责人视频会	要加快推进改革举措落地，进一步推动重要领域和关键环节取得突破性进展，拓展深化改革试点，组织实施好国企改革“双百行动”和区域性国企国资综合改革试验，加强改革经验交流和总结推广。要强化监管责任落实，持续完善国资监管体制，优化国资监管职能，提高国资监管效能，强化监督和责任追究，有效防止国有资产流失。要改进完善国资监管方式，提高监管的系统性针对性有效性，同时进一步加强对地方国资工作的指导。
18/7/18	国办关于调整国务院国有企业改革领导小组组成人员的通知	国有企业改革领导小组组长由刘鹤担任。领导小组办公室设在国资委，承担领导小组的日常工作。办公室主任由国资委主任肖亚庆兼任，办公室副主任由国资委副主任翁杰明兼任。
18/7/26	国务院国企改革领导小组第一次会议	改革国有资本授权经营体制，分层分类积极稳妥推进混合所有制改革，加快中央企业布局优化和结构调整，加快形成有效制衡的公司法人治理结构和灵活高效的市场化经营机制，推进信息公开打造“阳光央企”。
18/8/13	《国企改革“双百行动”工作方案》发布&国企改革“双百行动”动员部署视频会	选取百家中央企业子企业和百家地方国有骨干企业，在 2018 年-2020 年期间实施“国企改革双百行动”，形成从“1+N”顶层设计到“十项改革试点”再到“双百行动”梯次展开、纵深推进、全面落地的国企改革新局面。
18/10/9	全国国有企业改革座谈会	我国国企改革已处于“关键阶段”，由“国有企业改革是整个经济体制改革的中心环节”上升到“从战略高度认识新时代深化国有企业改革的中心地位”。对国企改革的全面推进提出了“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”的十六字方针。强调国企改革可“支持带动”非公经济发展，发挥“国有企业家”作用绘制详细蓝图“市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出”原则建立职业经理人制度。坚持国有资产监管“生产力优先标准”。
19/1/14	中央企业地方国资委负责人会议	需深化中国特色现代国有企业制度建设，加快形成有效制衡的法人治理结构。今年要结合《改革国有资本授权经营体制方案》的实施，深化落实中央企业董事会职权，在授权、放权上取得看得见的进展。加强外部董事队伍建设，拓展外部董事来源渠道，完善外部董事与国资监管机构之间的工作机制，先从试点企业做起，建立机制，明确责任，上半年要开始运转。今年要深化两类公司试点，在国家必须掌握的重要行业和关键领域改组成立一批国有资本投资公司，组建一批国有资本运营公司，盘活资本存量，不断提高国有资本运营效率和水平。
19/3/5	19 年全国两会《政府工作报告》	加快国资国企改革。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。积极稳妥推进混合所有制改革。完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人等制度。依法处置“僵尸企业”。深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。国有企业要通过改革创新、强身健体，不断增强发展活力和核心竞争力。
19/3/6	国资委主任肖亚庆两会答记者问	在加大国企混改方面，今年将推出第四批 100 家以上的混改试点。在完全竞争领域推行混改，并允许社会资本控股。
19/3/9	19 年全国两会总理记者会	一是着力改革国有资本授权经营体制，加快向管资本转变。二是着力推动国有资本投资运营公司的试点。三是着力推进混合所有制改革和股权多元化。四是着力推进董事会建设和经理层任期制的契约化。五是着力多措并举，强化正向激励。最近国资委已经出台了新的考核办法，正在落实之中。
19/3/27	国资委主任肖亚庆博鳌亚洲论坛 19 年年会	目前中央企业公司制改革已全面完成。混改不仅在量上增加混合所有制改革的企业数量，更主要的是要在内涵上进一步深化。国有企业在混合所有制改革、重组整合、供给侧结构性改革、产业转型升级等方面与民营企业、外资企业之间都存在着许多发展的契合点，拥有广阔的合作空间。

资料来源：海通证券研究所

今年以来，地方国企改革也在稳步推进。绝大多数省份在其两会公报中提及国企改革，“调整国有资本布局，强化国企战略性重组”，“混合所有制改革”，以及“国有投资运营平台、公司试点”成为地方政府共识。山东省虽然最晚召开地方两会，但作为地方国资大省，其在19年国企改革方面制定了较高目标，尤其是在“确认公布省属企业主业，引导企业突出主业发展”，以及“突出抓好混合所有制改革，实施省属企业三年混改计划”这两个方面。

表 3 各省 19 年地方两会公报中国企改革相关表述整理

国企改革内容	相关省份
调整国资布局，强化国企战略性重组	北京、天津、山西、吉林、黑龙江、浙江、湖北、湖南、广西、海南、重庆、四川、甘肃
混合所有制改革	北京、天津、河北、山西、辽宁、黑龙江、江苏、浙江、安徽、福建、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川、云南、陕西、青海、宁夏、新疆
国有投资运营平台、公司试点	北京、天津、河北、辽宁、吉林、黑龙江、上海、浙江、安徽、江西、山东、河南、广东、广西、重庆、四川、云南、甘肃、青海、新疆
国有资产证券化	天津、浙江、陕西
国有企业债务风险管控及化解	天津、广东
僵尸企业出清	内蒙古、河南、广东
引入战投破产重整	吉林
科技创新	北京、天津、上海、江西、甘肃、宁夏
职业经理人	河北、山西、辽宁、吉林、江苏、山东、湖南、广东、广西

资料来源：2019 年各省《政府工作报告》，海通证券研究所

## 2.2 政策框架渐完善，改革有望提速

更为重要的是，去年年中以来，一系列重要文件的出台，使得国企改革的政策框架日趋完善，而这将令国企改革再度迎来提速：

首先是去年 5 月，国务院发布《关于改革国有企业工资决定机制的意见》，完善了**国企职工薪资的决定、管理和分配机制**。其次是去年 5 月，国资委、财政部、证监会联合发布《上市公司国有股权监督管理办法》，明确了**国有股东转让、受让上市公司股权所需遵循的依据**。再次是去年 7 月，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》，明确了**两类试点公司的功能定位、组建方式、授权机制和治理结构**。最后是今年 3 月，国资委发布《中央企业负责人经营业绩考核办法》，明确了**央企负责人经营业绩考核需遵循的原则**。

表 4 过去一年出台的国企改革相关重要文件

时间	文件	主要内容
18/5/13	《国务院关于改革国有企业工资决定机制的意见》	改革工资总额决定机制。改革工资总额管理方式。完善企业内部工资分配管理。健全工资分配监管体制机制。
18/5/18	《国资委-上市公司国有股权监督管理办法》	详细规定了国有股东以各种方式转让上市公司股份、发行可交换公司债券、受让上市公司股份、所控股上市公司吸收合并或发行证券、与上市公司进行资产重组所需遵循的各种规定。
18/7/14	《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》	功能定位：国有资本投资、运营公司均为在国家授权范围内履行国有资本出资人职责的国有独资公司，是国有资本市场化运作的专业平台。组建方式：按照国家确定的目标任务和布局领域，国有资本投资、运营公司可采取改组和新设两种方式设立。授权机制：两种模式：国有资产监管机构授权模式、政府直接授权模式。治理结构：国有资本投资、运营公司不设股东会，由政府或国有资产监管机构行使股东会职权，政府或国有资产监管机构可以授权国有资本投资、运营公司董事会行使股东会部分职权。
19/3/7	《国资委-中央企业负责人经营业绩考核办法》	企业负责人经营业绩考核遵循以下原则：坚持质量第一效益优先，坚持市场化方向，坚持依法依规，坚持短期目标与长远发展有机统一，坚持国际对标行业对标，坚持业绩考核与激励约束紧密结合。

资料来源：海通证券研究所

## 3. 资产负债修复，债务杠杆趋降

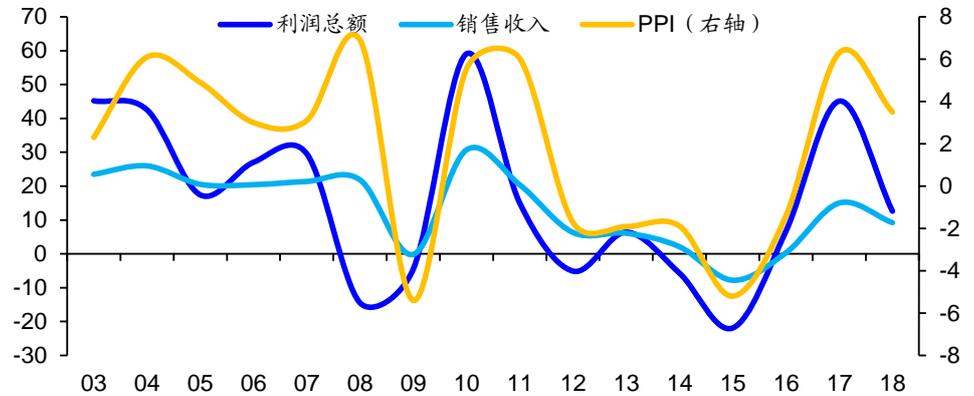
### 3.1 去产能修复国企资产负债表

当前国企改革的提速，有着比较完善的经济基础，16年以来所推行的供给侧结构性改革已使得国有企业资产负债表明显修复，国企经营质量有较大幅度的提高。

**去产能改善供需格局。**一方面，旨在解决产能过剩矛盾的去产能政策很大程度上改变了供需格局，16年以来，受去产能政策的影响，供给过剩现象有了明显的缓解，供需格局的改变带来了工业品价格的走高，PPI同比增速由15年的-5.2%升至16年的-1.4%，而17年更是大幅转正至6.3%。

**国企收入、利润提振。**由于国有企业在中上游工业行业的分布更为集中，并且规模和环保规范具有一定的保证，因此供给端受到的影响相对较小，而工业品价格的推涨令其收入和利润得到了大幅改善，16年以来国有及国有控股工业企业产品销售收入和利润总额增速双双由负转正，17年更是分别攀升至45%、15%的高点，均创下12年以来的新高，18年虽略回落，但仍处高位。财政部口径下全国国有及国有控股企业营业收入及利润增速也在17年达到14%、24%的相对高点，而18年同样保持较高水平。

图5 PPI和国有及国有控股工业企业产品销售收入、利润总额增速(%)

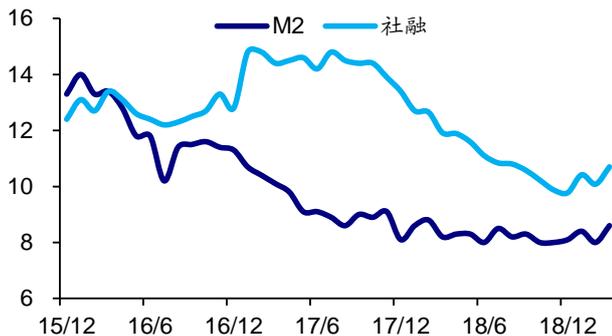


资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.2 去杠杆降低国企资产负债率

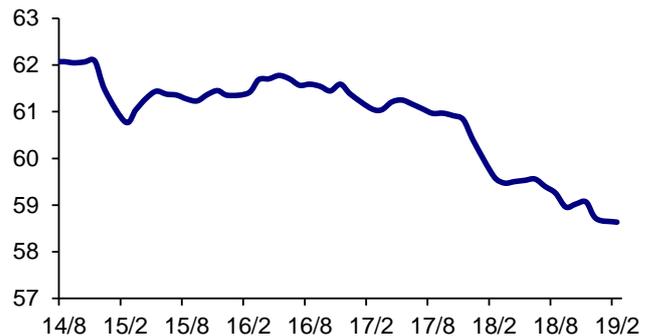
**去杠杆降低国企债务，减轻负担轻装前行。**另一方面，供给侧结构性改革中的去杠杆政策也对国企资产负债表的修复有所帮助。随着去杠杆由金融领域向实体经济领域推进，社会融资增速也从接近15%左右的高位持续下滑，同M2的走势保持一致。融资端收缩倒逼国有企业降低其负债水平，依赖债务扩张的低效率增长模式难以以为继，国有及国有控股工业企业的资产负债率从14年末近62%的高点降至19年2月的58.6%，财政部口径下全国国有及国有控股企业资产负债率水平也由15年的66.3%降至18年的64.7%，减轻债务负担令国企得以轻装前行。

图6 M2和社会融资余额同比增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 国有及国有控股工业企业资产负债率(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.3 国企资本运作加速推进

国企资本运作动作频频。资产负债表修复下国企经济基础更为稳固，而 18 年以来，特别是随着 36 号文的发布及正式实施，国企资本运作的动作频频。根据 wind 数据的统计，从 18 年截至目前，涉及国资和民资之间转换的上市公司实际控制人变动共约 33 件，约占实际控制人变动事件总数的 15%，而其中实际控制人由国资转为民资的就有 9 件，占比约为国资民资转换事件的 27%。并且，19 年截止目前国资民资转换事件就已达 14 件，而 18 年全年仅 19 件，国企资本运作有着明显的加速推进迹象。

表 5 18 年以来上市公司实际控制人“国资”转“民资”事件梳理

证券代码	证券名称	时间	变更前	变更后
600215.SH	长春经开	18.3.13	长春市国资委	陈爱莲
300291.SZ	华录百纳	18.5.28	国务院国资委	何剑锋
000597.SZ	东北制药	18.7.2	沈阳市国资委	方威
000301.SZ	东方盛虹	18.9.3	苏州市吴江区国资办	朱红梅、缪汉根
600399.SH	ST 抚钢	18.10.12	辽宁省国资委	沈文荣
000678.SZ	襄阳轴承	18.12.29	湖北省国资委	贾志宏
600774.SH	汉商集团	19.3.15	武汉市汉阳区国资办	阎志
600872.SH	中炬高新	19.3.19	中山火炬开发区管委会	姚振华
000715.SZ	中兴商业	19.4.10	沈阳市国资委	方威

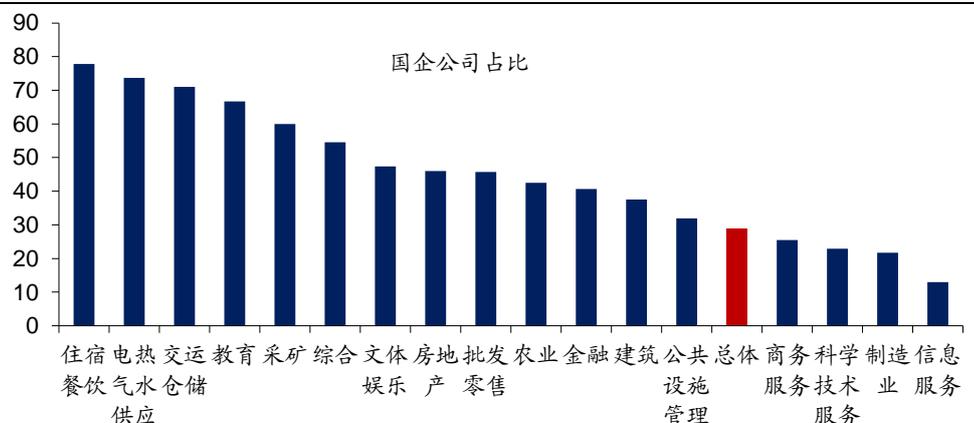
资料来源：WIND，海通证券研究所，统计时间截止 19 年 4 月 13 日。

## 4. 未来推进国企改革的四条路径

展望未来，我们认为，国企改革可以关注以下四条主要线索。

**第一，竞争性领域提高民资占比。**在关系国计民生的重要领域需要国企的主导参与，但在竞争性领域，垄断和管制因素的存在使得民企处于不公平的竞争地位，不仅造成了民营企业利润偏弱，也给这些行业的发展形成拖累，比如我国服务业发展尚不充分就是一个典型的例子，以往由于各种各样“卷帘门”、“玻璃门”、“旋转门”的存在，在市场准入、审批许可、经营运行、招投标等各方面对民企形成不平等待遇，制约其参与其中，阻碍了经济结构的转型。那么，我们认为，进一步地对国有企业进行分类，放开竞争性领域的管制，提高民企资本占比，将会是值得关注的国改方向之一。

图8 18 年 A 股各行业国企公司数量占比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

**第二，“双百行动”深入推进。**自18年1月国资委接受新华社采访首次提及“双百行动”以来，其相关工作就在稳步落实，而18年8月随着国资委内部印发双百行动工作方案，并确定入选企业名单，这一工作开始进入实质性地启动落地阶段，我们也观察到自此央地国企改革的动作频频、明显提速，18年底国改小组也组织了多场双百企业现场交流会。而19年正是双百行动实施的承前启后之年，这一工作预计将会进一步向纵深推进，而相关措施落地后也将逐步见效，入选企业作为改革先锋，其表现也值得期待。

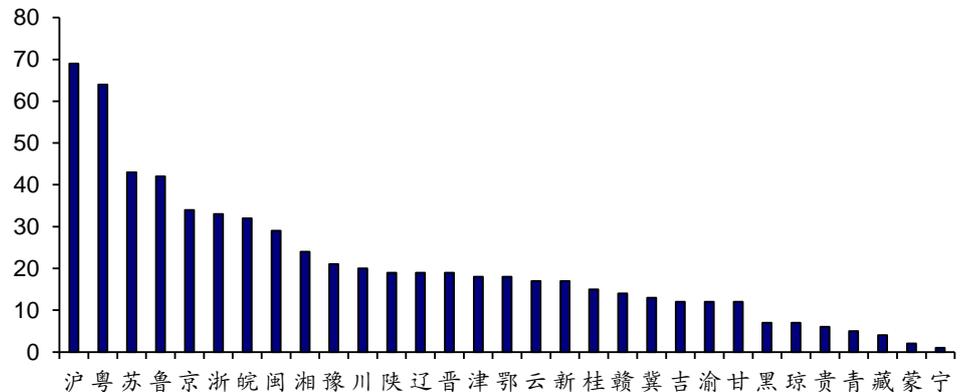
图9 国有企业“双百行动”政策历程



资料来源：海通证券研究所

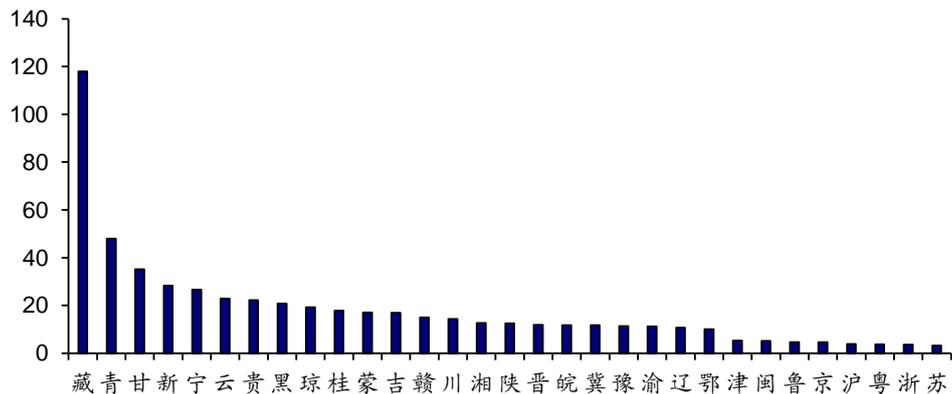
**第三，国资大省地方混改跟进。**而随着国企改革政策由点到面、梯次展开，重心下移的趋势也愈发明显，重要的地方国企进入双百名单就是一个重要的信号。传统的国资大省想必在这轮改革浪潮中也不会落后，地方层面的混改措施与实践的跟进可能将成为一大亮点，像上海、江苏和山东等国有企业数量排在前列的大省其改革动向值得跟踪。

图10 各省级地方国有企业家数（家）



资料来源：WIND，海通证券研究所

**最后，财政压力倒逼改革。**除了自上而下的推进之外，随着经济增长下行趋势未止以及减税降费对财政收入的制约，也不排除部分地方省市由于财政压力的加大而倒逼改革，盘活国有资产来缓解财政压力。根据国资委的统计，17年仅地方国有企业资本及权益总额就达34万亿左右，超过当年GDP的40%，其规模已相当可观。而从各省市18年财政状况来看，收支压力较大的省份集中于西部及东北等经济基础薄弱、经济增长相对迟缓的地区，这些省份的国企或也将在改革的先行之列。

**图11 各省市 2018 年财政实际赤字与 GDP 之比 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所，实际赤字为财政支出与财政收入之差。

毫无疑问，本次珠海市国资委战略性减持格力电器，是推动国有企业改革向“管资本”转变的关键举措，这对广东省乃至全国进一步实施国有企业混合所有制改革都有借鉴意义。而无论国企未来选择了上述四条改革路径中的哪一条，其结果都将是**以退为进——国企以国资之退，换民资之进；国资以管企业之退，换管资本之进**。这对加快经济结构调整、促进产业结构升级，都具有重大意义。

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队  
于博 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
联系人  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
吴其右 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
联系人  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳 sy11542@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
联系人  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com