

相关研究

《银行危机与流动性——从欧美经验看包商事件的异同》2019.06.11

《海外宽松不断，降息周期不远！》

2019.06.10

《宏观专题 20190604：不畏浮云遮望眼》

2019.06.04

国资授权经营：缘起，落实与保障

投资要点：

- **国改动作频频，授权力度加大。**今年以来，国企改革呈现出提速迹象。政策层面，相关文件以及试点工作相继落地，国资委领导多次强调要加快实现从管企业向管资本的转变。实践层面，格力电器大股东股权转让，标志着混改进入了新的阶段。**从管企业到管资本，授权放权力度加大。**本轮国企改革的政策思路围绕着从管企业到管资本的转变，因而近期对于国有企业授权放权力度有所加大。4月国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，这是国有资本授权经营体制改革的纲领性文件。根据《方案》，本次授权经营改革，围绕着优化出资人代表机构履职方式、坚持分类监管和加强企业行权能力建设三方面展开。6月国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》，对授权内容进一步细化。
- **七问授权经营：缘起、落实与保障。**
- **缘起：为什么要授权经营，授权经营意义何在？**一是政府职能分开，减少行政干预。政府作为行政机构的公共管理职能与作为国有企业所有者的出资人职能必须有效地隔离和分开，以避免对正常市场经济活动所造成的干扰，减少国有企业运行之中的行政干预。二是终极产权归于政府，管住资本放活企业。国有资本的终极产权不能量化到具体个人，而是归于各级政府部门，因此将政府的行政职能与出资人职能隔离开来必须采取授权经营的方式。随着放权力度的不同，国有企业监管理念也经历了“企业-资产-资本”的转变。授权经营的意义主要在于三个方面：一是完善国有资产管理体制；二是确立国有企业市场主体地位。三是推动国有企业打造灵活高效、市场化经营机制。
- **落实：对谁授权？授什么权？如何实现授权？**国资授权经营的对象是以国有资本投资、运营公司为试点。截止目前中央层面共计 21 家国有资本投资、运营公司试点，而其它商业类企业、公益类企业也将参与其中。而授权经营改革将主要授予企业战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理以及依企业情况而增加的其它事项等四方面权利。在授权实践中，强调坚持党的领导，坚持政企分开政资分开，坚持权责明晰分类授权，以及坚持放管结合完善机制等四项基本原则，遵循着一企一策、权责对等和动态调整的分类授权总体要求。
- **保障：如何加强行权能力，如何优化履职方式？**在加强企业行权能力建设上，主要涵盖四个部分：一是完善公司治理体系，这是企业正常经营的先决条件；二是夯实管理基础，这对提升企业行权效率同样重要；三是优化集团管控，“分类监管”下不同类型企业重心应有不同；四是提升资本运作能力，这是分层监管下的最终落脚点。在优化出资人代表机构履职方式上，主要从实行清单管理、强化章程约束、发挥董事会的作用和创新监管方式四方面展开。其中 6 月国资委印发《清单》，就是清单管理的体现，其既是对《方案》的落实，也是对 17 年国办发 38 号文和 18 年国资发法规 25 号文的改进和升级。
- **管资本为核心，授权势在必行。授权经营先例：新加坡淡马锡。**新加坡的淡马锡模式是国企授权经营较值得借鉴的范例。淡马锡并不直接参与投资标的公司的管理，而是通过参加股东大会投票参与决策。同时淡马锡控股也只能通过股东大会的投票权影响投资标的公司的经营决策。针对不同类型的企业，淡马锡的持股和投资策略也有所差异。**混改与授权经营，管资本殊途同归。**今年以来国企改革领域亮点颇多，格力电器大股东的股权转让，标志着我国的国企混改进入到新的阶段。在我们看来，“管资本为主”是本轮国企改革的关键词，也是实施混合所有制改革和国资授权经营的最终目的：混合所有制改革实现的是从“国资维持控股”到“国资保值增值”的转变，国资授权经营实现的是从“政府行政权利”到“市场主体权利”的转变。

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

目 录

1. 国改动作频频，授权力度加大	4
2. 七问授权经营：缘起、落实与保障	5
2.1 缘起：为什么要授权经营，授权经营意义何在？	5
2.2 落实：对谁授权？授什么权？如何实现授权？	6
2.3 保障：如何加强行权能力，如何优化履职方式？	8
3. 管资本为核心，授权势在必行	10
3.1 授权经营先例：新加坡淡马锡	11
3.2 混改与授权经营，管资本殊途同归	11

图目录

图 1	今年以来国企改革相关重要文件及表态	4
图 2	授权改革“三位一体”	5
图 3	国有企业管理理念的转变	6
图 4	国有企业授权经营体制改革的意义	6
图 5	《方案》对国有资本投资、运营公司授权的具体内容	8
图 6	开展分类授权总体要求	8
图 7	加强企业行权能力建设总体要求	9
图 8	优化出资人代表机构的履职方式总体要求	10
图 9	淡马锡投资组合市值（十亿新元）	11
图 10	淡马锡控股的管理架构	11
图 11	国企混合所有制改革或将从 1.0 阶段迭代至 3.0 阶段	12
图 12	混改和授权经营最终目的都是“管资本为主”	12

表目录

表 1	中央层面国有资本投资及运营公司试点	7
表 2	国有企业分类改革监管对照表	10

2 季度以来，国务院、国务院国资委先后印发《改革国有资本授权经营体制方案》与《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》，国有资本授权经营再度成为市场关注的焦点。国资授权经营改革，有着怎样的政策背景，具体将如何落实，又有哪些保障机制？本报告中我们将作详细分析。

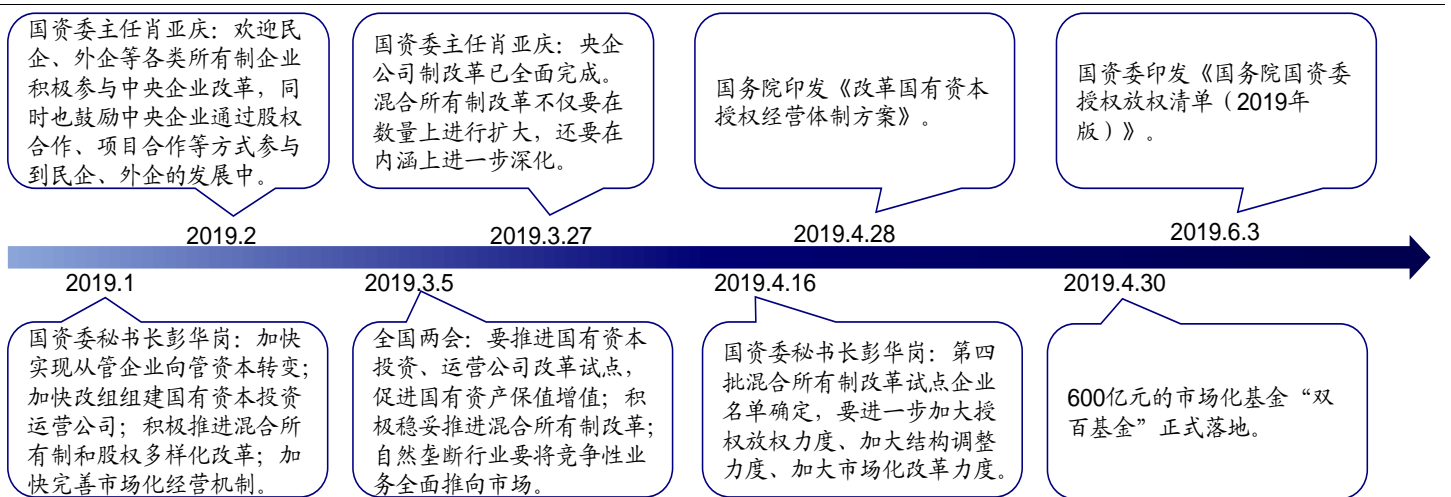
1. 国改动作频频，授权力度加大

今年以来，国企改革动作频频，呈现出提速迹象。

政策层面上，相关文件以及试点工作频频落地。年初以来国资委领导就多次表态，指出要加快实现从管企业向管资本的转变，以及积极推进混合所有制改革，全国两会中进一步明确要“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”。4 月国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，6 月国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》，进一步向管资本推进，加大对国有企业的授权力度。

实践层面上，作为竞争性行业龙头的地方国企格力电器，也正在推进其混改进程，或或将让出第一大股东及实际控制人地位。

图1 今年以来国企改革相关重要文件及表态



资料来源：新华网，国资委网站，发改委网站，海通证券研究所整理

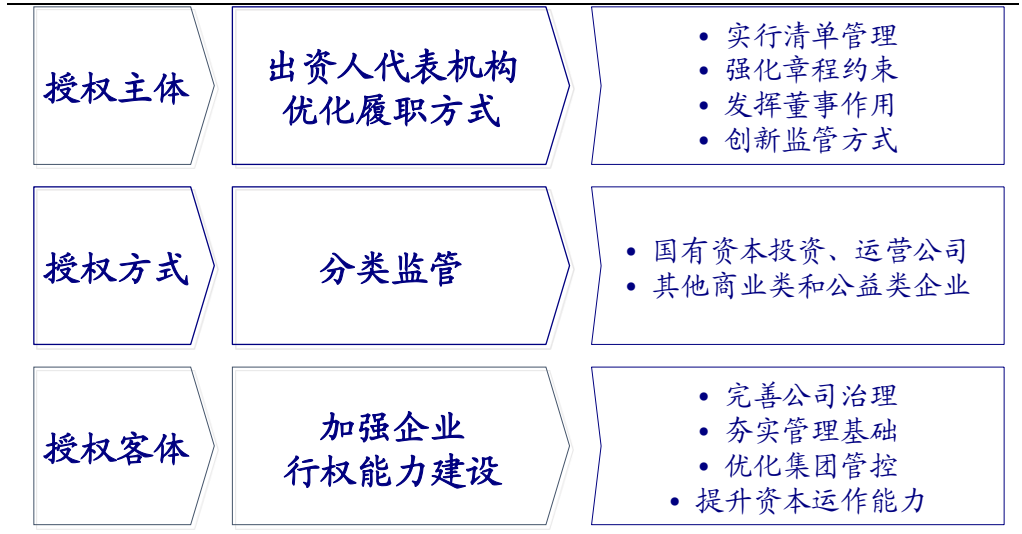
从管企业到管资本，授权放权力度加大。本轮国企改革的政策思路围绕着从管企业到管资本的转变，这也意味着过去对于国有企业的行政式管理模式将逐渐转化为市场化的管理模式，增强企业的经营自主权就成为了必然要求，因此，近期政策层面对于向国有企业授权放权的力度有所加大。4 月国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》（以下简称《方案》），这是**国有资本授权经营体制改革的纲领性文件**。

授权改革“三位一体”。根据《方案》来看，本次国有资本授权经营体制改革主要围绕三个方面展开：**一是对于授权主体而言**，要求出资人代表机构优化履职方式，包括实行清单管理、强化章程约束、发挥董事作用和创新监管方式，而国资委的《授权放权清单》正是对该项所涉及的清单管理的具体化；**二是对于授权方式而言**，坚持分类监管，要求根据对国有资本投资、运营公司及其他商业类企业、公益类企业等不同类型的企业给予不同范围、不同程度的授权放权；**三是对于授权客体而言**，要求国有企业从完善公司治理、夯实管理基础、优化集团管控和提升资本运作能力方面加强企业行权能力建设，以便各项授权放权能够接得住、行得稳。

6 月初国资委印发《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》（以下简称《清单》），这既是对《方案》要求进行进一步地细化，也承接了 17 年《国务院国资委以管资本为

主推进职能转变方案》和 18 年的《国务院国资委出资人监管权力和责任清单（试行）》两份文件的精神，**确保授权放权落实落地、激发活力和精准到位。**

图2 授权改革“三位一体”



资料来源：中国政府网，海通证券研究所

2. 七问授权经营：缘起、落实与保障

国资授权经营有着怎样的前世今生？为了更好的理解其政策背景、实施重心以及监管机制，我们提出了以下 7 个关键问题，并逐一进行展开分析。

2.1 缘起：为什么要授权经营，授权经营意义何在？

首先，为什么需要对国有企业经营进行授权？

其一，政府职能分开，减少行政干预。政府作为行政管理机构，在现代经济活动中，是以市场经济秩序的提供者和维护者角色出现的，但是对于国有企业而言，由于政府具有了企业的所有权，因此从这一角度上来看，国企又成为了市场经济活动的参与者。

这两种角色的混同，往往会对市场经济体系的运行产生干扰：一方面，政府可能通过行政手段来直接干预国有企业的运营，削弱了公司治理机制的制约；另一方面，国有企业可能利用政府所有的独特产权性质，更便利地获得资源，干扰了市场的正常定价机制，损害经济效率。因此，**政府作为行政机构的公共管理职能与作为国有企业所有者的出资人职能必须有效地隔离和分开**，以避免对正常市场经济活动所造成的干扰，减少国有企业运行之中的行政干预，这也是确立国有企业市场主体地位、理清政府和市场之间关系的题中应有之义。

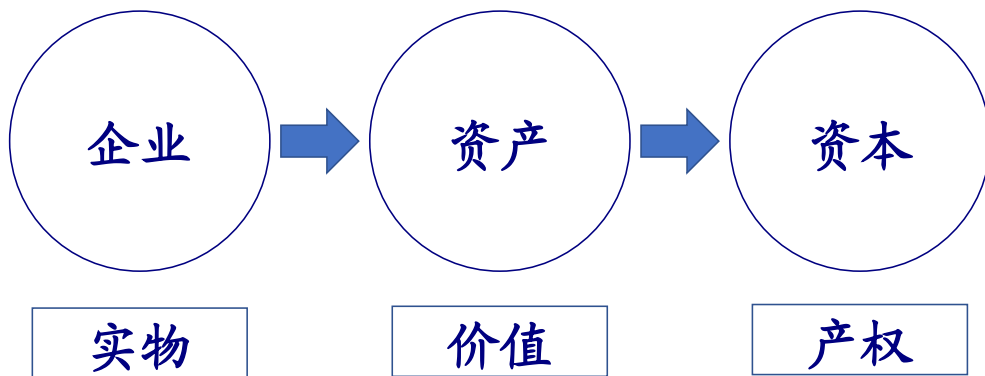
其二，终极产权归于政府，管住资本放活企业。国有资本的终极产权不能量化到具体个人，而是归于各级政府部门，那么如何将政府的行政职能与出资人职能隔离开来呢？这就有必要采取授权经营的方式。

随着放权力度的不同，国有企业监管理念也经历了“**企业-资产-资本**”的转变。早期我们对于国资国企还是以管理企业为主，国有企业隶属于不同的政府部门直接管理，偏重于实物形态的管理，企业经营自主性受限，其后政策思路逐渐向管资产调整，组建了专门的国资管理部门，注重国有资产的保值增值，管理理念向价值管理转变，这一时期企业经营自主性有了一定的提高，但存在盲目追求资产规模扩张、国企与民企的“国进民退”等问题。

而目前政策转向以管资产为主，意味着管理理念上升到市场经济的核心——产权管

理的角度，通过国有资本投资、运营公司为过渡，将政府行政力量与市场进一步隔离，并赋予国有企业更强的经营自主性。

图3 国有企业管理理念的转变



资料来源：海通证券研究所

其次，授权经营想要达到什么目的？

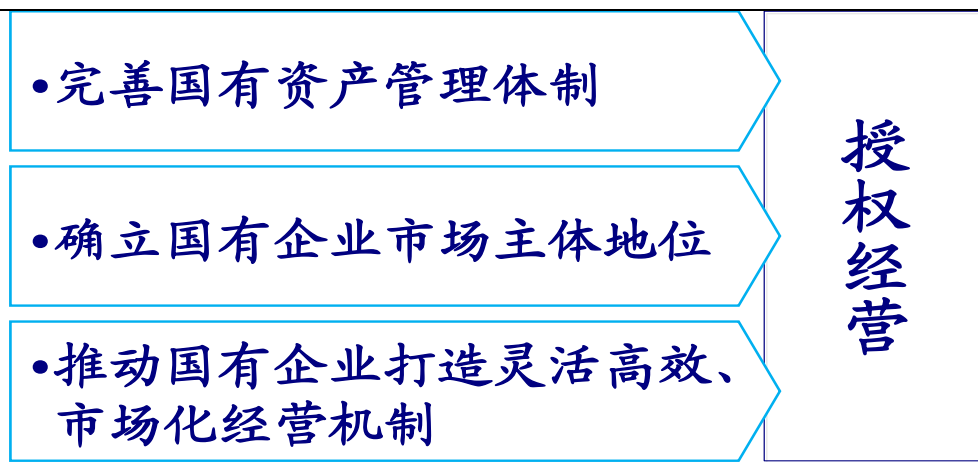
由于国企改革的核心是将行政力量让位于市场力量，因此，我们认为，授权经营体制改革的意义主要在于以下三个方面：

一是完善国有资产管理体制。改革国有资本授权经营体制是完善国有资产管理体制的重要举措。正如我们前文所述，国有资产的管理理念正从管企业向管资本转变，而这就必然要求加强企业的经营自主性，通过授权放权方式赋予企业以市场活力。

二是确立国有企业市场主体地位。改革国有资本授权经营体制也是确立国有企业市场主体地位的重要途径。之所以推动国有资本授权经营，其核心就是要将国有企业变为真正的市场主体，而脱离开行政化体系的樊笼，使其在市场上真正做到自主经营、自负盈亏、自担风险、自我管理、自我发展。

三是推动国有企业打造灵活高效、市场化经营机制。改革国有资本授权经营体制同样也是推动国有企业打造灵活高效、市场化经营机制的重要手段。国有企业只有先开始管理体制上的市场化，比如通过加强董事会职能、引入职业经理人以及员工持股改革等，才能逐步实现经营上的市场化，也才能最终真正地提高效率，和民营企业在公平的市场环境中竞争。

图4 国有企业授权经营体制改革的意义



资料来源：海通证券研究所

2.2 落实：对谁授权？授什么权？如何实现授权？

第三，谁是国有企业授权经营的对象？

一方面，以国有资本投资、运营公司为试点。18年7月国务院印发《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，明确通过改组组建国有资本投资、运营公司的方式来改革国有资本授权经营体制，而本次《方案》中着重强调了国有资本投资、运营公司根据企业自身条件而进行授权放权的具体内容。截止目前，中央层面来看，国有资本运营公司试点已有诚通集团和国新控股2家，加上三批合计19家国有资本投资公司试点企业，共计21家国有资本投资、运营公司试点，再算上省级层面的试点企业，就是此次授权放权改革的主要对象。

另一方面，其它商业类企业、公益类企业也将参与。此外，未纳入国有资本投资、运营公司试点的其它商业类和公益类企业，虽然《方案》未对其具体的授权内容进行过多地展开，但这些企业也将参与到此次授权放权改革，其核心在于落实企业的经营自主权，出资人代表机构仅通过股权关系参与公司治理，而不干预下级企业的具体经营。对于公司改制比较成熟的企业，还将进一步落实董事会职权。

表1 中央层面国有资本投资及运营公司试点

试点公司类型	企业名称
国有资本投资公司	第一批 中粮集团、国家开发投资集团
	第二批 国家能源集团、中国宝武钢铁集团、中国五矿集团、招商局集团、中国交通建设集团、中国保利集团
	第三批 中国航空工业集团、中国铝业集团、中国通用技术集团、新兴际华集团、国家电力投资集团、华润集团、中国广核集团、中国机械工业集团、中国远洋海运集团、中国建材集团、南光集团
国有资本运营公司	中国诚通集团、中国国新控股

资料来源：海通证券研究所根据国资委信息整理

第四，授权经营改革将授予企业哪些权利？

《方案》对于国有资本投资、运营公司授权的具体内容在分类开展的基础上进行了进一步明确，主要包括如下四个方面：

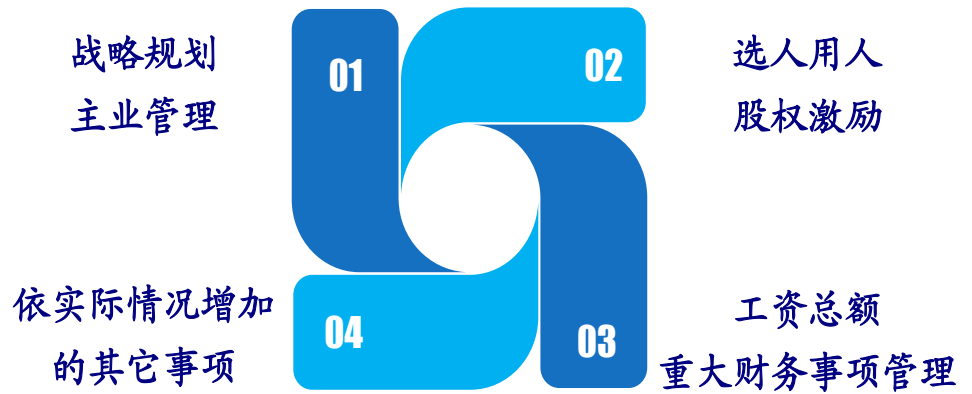
一是战略规划和主业管理。一方面，国有资本投资、运营公司可以依据出资人代表机构的战略引领，自主决定发展规划和投资计划，围绕主业展开经营布局；另一方面，产权管理权利也有所下放，比如审核非上市公司产权无偿划转、非公开协议转让等。

二是选人用人和股权激励。整体上来看体现了市场化的改革思路，一方面，在选人用人上，由董事会负责引入市场化的选聘体系，与现有公司治理制度相匹配，比如探索经理层选聘按照差额方式、推行职业经理人制度等。而另一方面，与市场化选聘体制相伴的，是采用市场化的激励方式，比如对于市场化选聘的职业经理人实行市场化薪酬以及完善以股权激励为主要手段的中长期激励机制。

三是工资总额和重大财务事项管理。一方面，很大的改进在于工资总额可以实行预算备案制，根据企业战略及经营状况自主确定，不需像此前报经上级行政部门批准，事后备案制度的实施也体现企业经营自主权逐步地扩大；另一方面，关于涉及担保、融资和风控等重大事项也可由企业自主决定，使得企业进一步向自主经营、自负盈亏、自担风险的市场经济主体靠拢。

四是依企业情况而增加的其它事项。另外，正如前文提到，未纳入试点的商业类和公益类企业虽然没有对具体的授权内容进一步明确，但大体上也是沿着落实企业的经营自主权的思路，根据企业的具体情况，参照试点企业授权内容来执行。而《清单》在《方案》的基础上，对于中央企业、综合改革试点企业、国有资本投资、运营公司试点企业以及特定企业等四类企业的具体授权事项又做了进一步地细化。

图5 《方案》对国有资本投资、运营公司授权的具体内容



资料来源：中国政府网，海通证券研究所

第五，在实践中，如何实现分类开展授权放权？

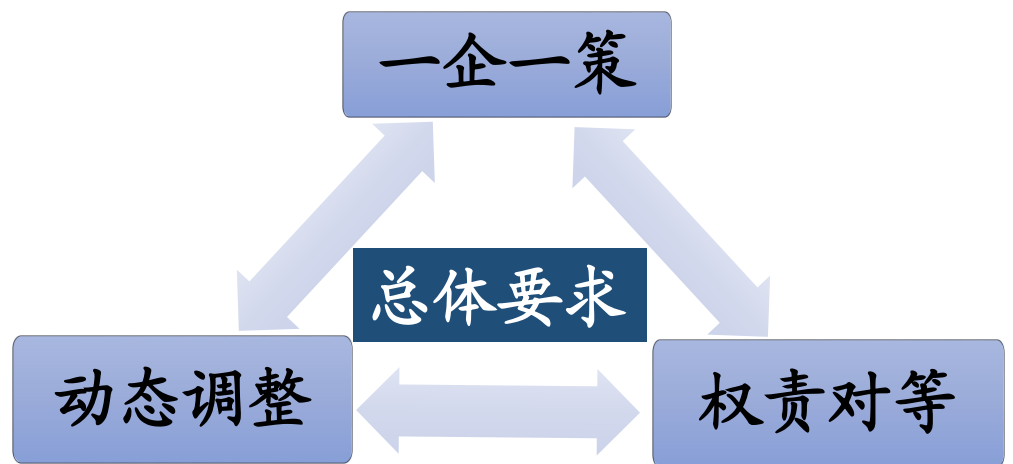
《方案》中强调了四个基本原则，分别是：坚持党的领导，坚持政企分开政资分开，坚持权责明晰分类授权，以及坚持放管结合完善机制。具体而言：

一是一企一策，才能实现权责明晰分类授权。国有企业享有完整的法人财产权和充分的经营自主权，承担国有资产保值增值责任。出资人代表机构应按照功能定位、治理能力、管理水平等企业发展实际情况，给予不同范围、不同程度的授权放权。

二是权责对等，才能实现政企分开政资分开。按照《公司法》和《国有资产法》，企业作为一个真正的独立的市场主体，本应享有完整的法人财产权和充分的经营自主权，但实践中经常面临政企不分、政资不分的问题。只有权责对等，才能实现政府公共管理职能与国有资本出资人职能分开，依法理顺政府与国有企业的出资关系，依法确立国有企业的市场主体地位，从而最大限度减少政府对市场活动的直接干预。

三是动态调整，才能实现放管结合放管到位。实践中，国企改革授权经营往往同时面临“放权不足”和“放权过度”的两难困境，这在很大程度上延缓了改革进程。加强监管、动态调整、定期评估，则是有效实现放管结合的必然选择，不仅实现该放的放权到位、该管的管住管好，也能有效防止国有资产流失、确保资产保值增值。

图6 开展分类授权总体要求



资料来源：中国政府网，海通证券研究所

2.3 保障：如何加强行权能力，如何优化履职方式？

第六，如何有效保障授权到位、加强企业行权能力？

《方案》强调，要从完善公司治理体系、强化基础管理、优化集团管控、提升资本运作能力等四个方面确保各项授权放权接得住、行得稳。

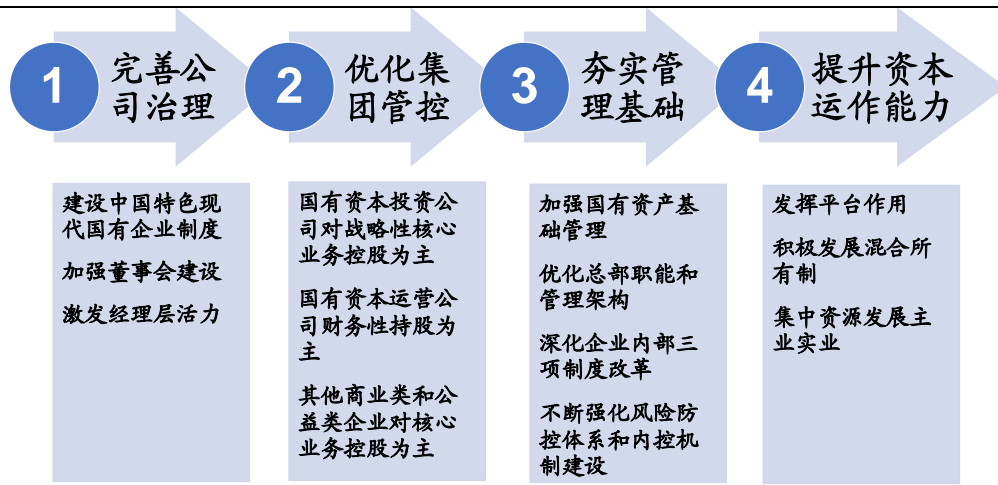
完善的公司治理制度是企业正常经营的先决条件。完善公司治理体系有三个层面，分别是：建设中国特色的现代国有企业制度、加强董事会建设，以及激发经理层的活力。其中加强董事会建设应是重中之重，包括建设规范高效的董事会、完善董事会运作机制，以及提升董事会履职能力。从公司治理角度看，“规范的董事会”意味着外部董事应占多数，而当前外部董事的选任机制、与出资人的沟通机制尚不成熟，仍待进一步细化。

夯实管理基础对于企业行权效率同样至关重要。具体包括加强国有资产基础管理、优化总部职能和管理架构、深化企业内部三项制度改革，以及完善内部监督体系。其中三项制度改革改革值得关注：劳动层面，管理人员能上能下；人事层面，员工能进能出；分配层面，收入能增能减。

“分类监管”意味着，不同类型企业的集团管控，重心也应有所不同。国有资本投资公司对战略性核心业务控股为主，因而应建立以战略目标和财务效益为主的管控模式。国有资本运营公司财务性持股为主，因而应建立财务管控模式。其他商业类公益类企业对核心业务控股为主，因而应建立战略管控和运营管控相结合的模式。

而“分层监管”则意味着，提升国有资本运作能力，应是最终落脚点。一是平台层面，国有资本投资、运营公司发挥平台作用，以资本为纽带、以产权为基础开展资本运作。二是产权层面，积极发展混合所有制，鼓励上市，引进战投，从而放大国有资本功能。三是业务层面，通过清理退出一批、重组整合一批、创新发展一批，实现国有资本形态转换，变现后投向更需要国有资本集中的行业和领域。

图7 加强企业行权能力建设总体要求



资料来源：中国政府网，海通证券研究所

第七，如何优化出资人代表机构的履职方式？

《方案》明确提出，出资人代表机构作为授权主体，要依法科学界定职责定位，加快转变履职方式，依据股权关系对国家出资企业开展授权放权。

首先是实行清单管理。今年6月初，国资委印发《清单》，重点选取了5大类、35项授权放权事项列示。《清单》既是对《方案》的落实，也是对17年国办发38号文和18年国资发法规25号文的改进和升级。根据《方案》，清单以外事项由企业依法自主决策，清单以内事项要大幅减少审批或事前备案，做到“三个归位于”。值得注意的是，19年版《清单》有三大亮点：一是更加明确相关条件和程序，确保授权放权落实落地；二是更加聚焦企业的重点关切，确保授权放权激发活力；三是更加强化分类授权，确保授权放权精准到位。

其次是强化章程约束。章程是企业的“宪法”，也是企业一切行为的依据，在公司治理中发挥基础性作用。因而，依法依规、一企一策的制订公司章程，并推动各治理主体严格执行章程，就显得尤为重要。

图8 优化出资人代表机构的履职方式总体要求



资料来源：中国政府网，海通证券研究所

再次是发挥董事会的作用。15年中共中央国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《意见》），而作为国企改革的顶层设计，《意见》明确强调，“要切实落实和维护董事会依法行使重大决策、选人用人、薪酬分配等权利，保障经理层经营自主权，法无授权任何政府部门和机构不得干预。”具体而言，一是出资人代表机构通过董事体现出资人意志，包括董事的委派、提名，以及工作目标和重点的明确；二是加强董事的沟通和考核，包括对接平台，人才储备库，选聘、考评与培训机制，以及履职报告、年度报告等。

最后是创新监管方式。首要是分类监管，出资人代表机构以企业功能分类为基础，对国家出资企业进行分类管理、分类授权放权。其次是从以往依靠审批监管，转变为强化事中、事后监管。充分运用信息化手段，统筹协同各类监督力量，严格责任追究制度。18年7月，国资委印发的《中央企业违规经营投资责任追究实施办法》，为追责提供了法律依据。创新监管方式的最终目的都是实现企业工作负担减轻、监管效能提升。

表2 国有企业分类改革监管对照表

		分类推进改革	分类促进发展	分类实施监管	分类定责考核
商业类	充分竞争商业类企业	原则上都要进行公司制股份制改革。国有资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股，加大改制上市力度。	加大重组整合力度，加快科技创新和管理创新步伐，持续推动转型升级，培育发展一批具有国际竞争力的世界一流企业。	以管资本为主加强国有资产监管，建立健全监督体制机制，在改革发展中防止国有资产流失。	重点考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。
	重要领域商业类	要保持国有控股，支持非国有资本参股。			同时，加强对服务国家战略和国民经济运行、发展前瞻性战略性新兴产业以及完成特殊任务的考核。
公益类		可以采取国有独资方式，具有条件的也可以推行投资主体多元化，鼓励非国有企业参与经营		把提供公共产品质量和公共服务效率水平作为重要监管内容，加大信息公开力度，接受社会监督。	

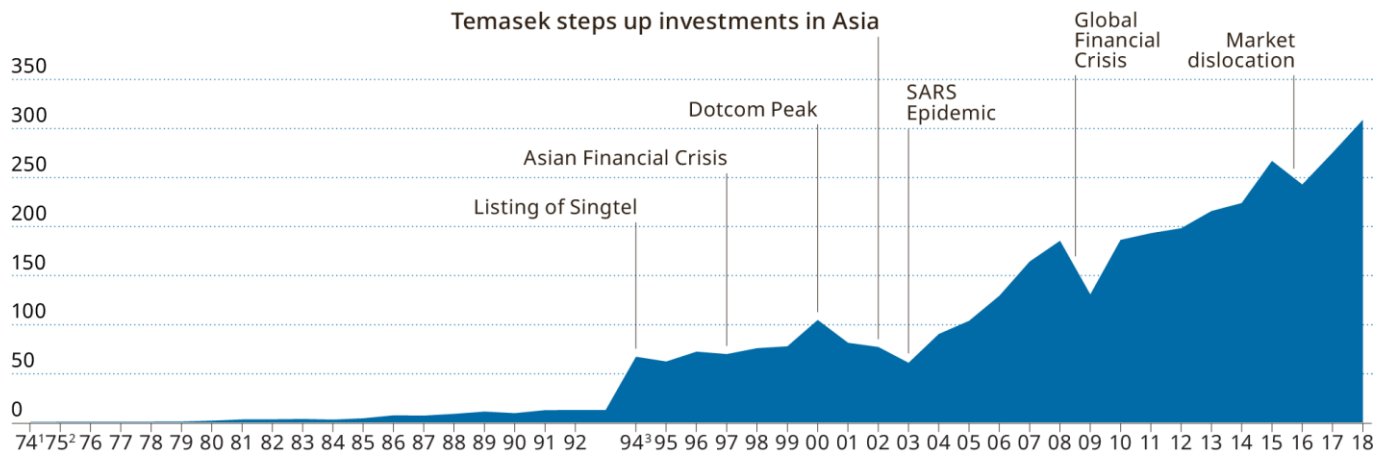
资料来源：海通证券研究所根据国资委网站信息整理

3. 管资本为核心，授权势在必行

3.1 授权经营先例：新加坡淡马锡

国有企业授权经营是否有成功先例借鉴？我们发现，新加坡的淡马锡模式是值得借鉴的模板。1970年代，新加坡政府面临数量庞大、严重依赖政府的国有企业，为了实现在政企分离，提高国有企业的经营效率，成立了淡马锡控股。1974-2018年间，淡马锡控股的投资组合市值从3.5亿新元上升至3080亿新元，其投资者年均回报率高达16.7%。2018年淡马锡营业收入达到1071亿新元，占其GDP的22%。

图9 淡马锡投资组合市值（十亿新元）

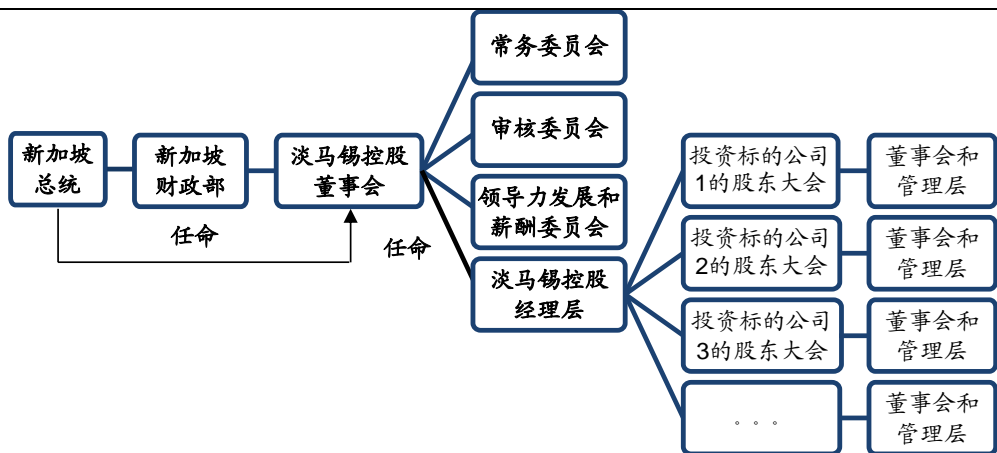


资料来源：淡马锡年报，海通证券研究所

淡马锡的运营模式及其特点。淡马锡控股是由新加坡财政部全资控股的独立法人，其董事会成员由新加坡总统任命。董事会下设常务、审核、领导力发展和薪酬三大委员会，董事会负责聘任经理层并对其进行考核和监督。淡马锡并不直接参与投资标的公司的管理，而是通过参加股东大会投票参与决策。虽然新加坡总统和财政部有监管淡马锡控股的权利，但是淡马锡控股的投资决策是相对独立的，同时淡马锡控股也只能通过股东大会的投票权影响投资标的公司的经营决策。

淡马锡的分类投资策略。而针对不同类型的企业，淡马锡的持股也有所差异：对涉及国家重要资源和公用事业的企业，全资或控股；对具有良好发展前景的行业以及新兴行业中的龙头企业，持有部分股份；对经营不善或与淡马锡投资策略不再相符的企业，通过逐步出售股份或协助其公开上市等方式退出。

图10 淡马锡控股的管理架构

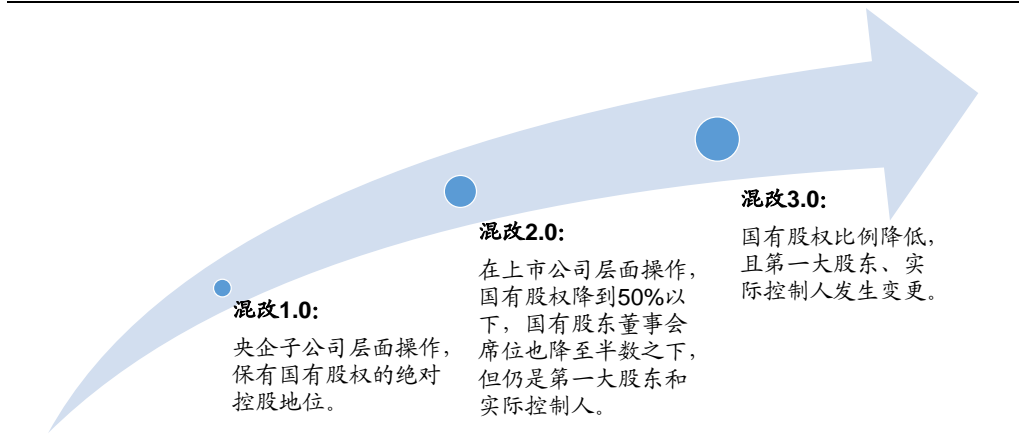


资料来源：海通证券研究所整理

3.2 混改与授权经营，管资本殊途同归

今年以来国企改革领域亮点颇多，4月份珠海市国资委宣布战略性减持格力电器，标志着在竞争性行业的国企混改进入第三阶段。至此，今年已有两家公司发布了面对管理层的股权激励计划，这说明在非竞争性行业的混改也已开始破冰，这既有助于国资的保值增值，也可以更好地提高国企的经营效率。

图11 国企混合所有制改革或将从 1.0 阶段迭代至 3.0 阶段



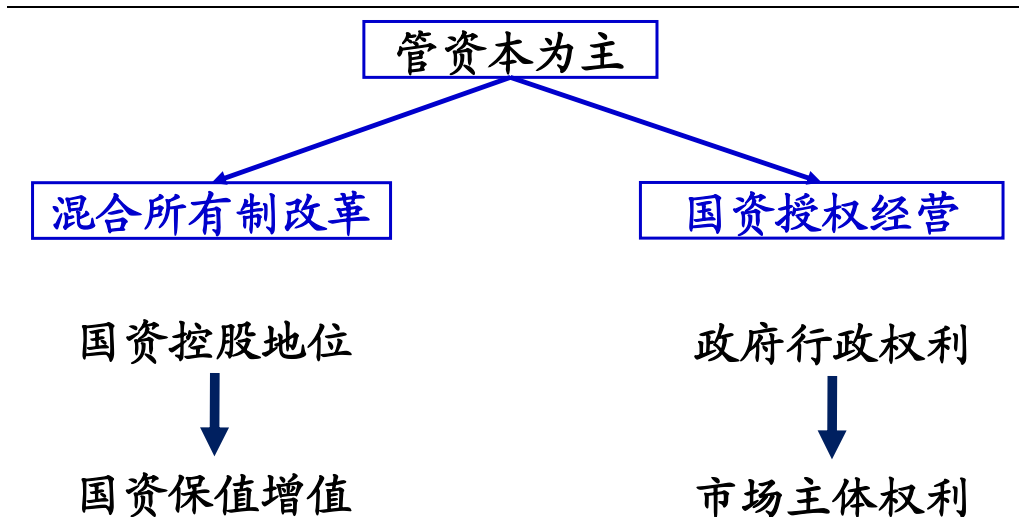
资料来源：海通证券研究所

在我们看来，“管资本为主”是本轮国企改革的关键词，也是实施混合所有制改革和国资授权经营的最终目的。

混合所有制改革实现的是从“国资维持控股”到“国资保值增值”的转变。对于充分竞争商业类企业而言，引入民资虽然使得国资持股比例下降，甚至让渡了大股东、实际控制人的地位，但换来了企业经营效率的提升，最终实现国资保值增值。

国资授权经营实现的是从“政府行政权利”到“市场主体权利”的转变。国有资本的终极产权归属于政府，若要将政府的行政职能与出资人职能隔离开来，就必须采取授权经营的方式，将企业战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理以及依企业情况而增加的其它事项等四方面权利授权给国有资本投资、运营公司。

图12 混改和授权经营最终目的都是“管资本为主”



资料来源：海通证券研究所

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 ljli11087@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
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
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
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 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
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勤(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@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 lggk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 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 fyy11758@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
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 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	煤炭行业 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	电力设备及新能源行业 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 xbj6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 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	计算机行业 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 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 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	交通运输行业 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	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 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	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璐(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 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	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 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	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 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	造纸轻工行业 衣楠永(021)23212208 yzy12003@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 季唯佳(021)23219384 jiwj@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 010-5806 7936 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