

国企改革主题思考

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：艾熊峰（执业 S1130519090001）

aixiongfeng@gjzq.com.cn

国企改革主题相对行情为何历史上只有两次？

一、历史上国企改革主题为何只在 2014 年和 2017 年有超额收益？

十八届三中全会以来，国企改革主题超额收益行情主要有两次，分别发生在 2014 年和 2016 年底-2017 年中，其中改革预期最强的阶段在 2014 年，改革动作最大的阶段在 2017 年。1) 第一次是 2014 年的行情，十八届三中全会和当年两会均提出进行国企改革，政策预期高涨，“改革牛”热潮，叠加一带一路主题升温，推动国企改革相关题材大涨；2) 第二次是 2016 年底到 2017 年中的行情，七大领域“混改”破局，公司制改革全面提速。以中国联通混改为代表的混改进入全面加速推广阶段，推动国企改革主题再次升温。

而 2017 年后，国企改革主题投资基本没有明显超额收益 2018 年全年、2022 年部分阶段国企改革相关公司超额收益主要来自市场单边下跌阶段低估值防守优势，并非来自国企改革主题性机会。2021 年 8-9 月超额收益主要是限电限产等供给端冲击带来的资源品行情，也不是来自国企改革主题性机会。

二、2014 年和 2017 年国企改革主题如何演绎？

2014 年政策预期高涨下的国企改革行情。十八届三中全会提出“推动国有企业完善现代企业制度”后各部门便迅速开展落实相关方案。2014 年 2 月，中石化的汽油销售业务进行重组，引入民资实行混合所有制，打响央企混改第一枪。此阶段行情主要由估值推升为主，国企改革方向明确，各个部门和各省份陆续出台相关深化改革意见，推动市场对政策预期持续高涨。

2017 年推进七大领域“混改”破局。2016 年底召开的中央经济工作会议上，重点提及混改加速，并将混改作为 2017 年国企改革的重要突破口，要求在七大领域迈出实质性步伐。4 月央企混改试点新闻发布会说明，三批混改试点企业将排队入场，统筹推进。全年以来混合所有制的试点将由央企向地方国企扩围，混改重心下移已成定势。

三、当前怎么看国企改革主题：淡化概念，回归基本面

2023 年新一轮国企改革开启继续深入推进此前的方针政策，国资委提出：1) 启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动。2) 在考核体系上进行指标调整并提出“一增一稳四提升”。3) 进一步深化国企改革，持续推进央企高质量发展，统筹中央企业高质量上市，充分助力资本市场，稳定资本市场。

市场对当前国企改革的新变化主要聚焦在央企考核指标的变化。2023 年中央企业考核指标体系最大的变化是用 ROE 替代营收利润率，增加对现金流的要求。实际上 2020 年以来，央企考核指标在持续优化，2023 年的变化目的也是为了更好反映央企盈利质量。这与 2014 年从 0-1 的强政策预期和 2017 年大范围混改仍有一定差异。

四、中国特色估值体系与国企改革的关系是什么？

对于中国特色估值体系而言，最关键的仍是提升国有企业自身经营质量，加强与市场沟通，获得市场认可。央企和国企重估仍需要有行业和公司基本面的边际变化。所谓“股权财政”是可能对“中特估值”的误读。首先，国有企业提升政府收入的几个途径：一是直接通过税收，二是通过现金分红，三是通过股份减持。实际上只有股份减持和上市公司股价相关，税收和分红都高度依赖于行业景气和公司自身经营。如果所谓股权财政是通过提升估值然后减持的方式操作，那么资本市场的定价就成为了博傻和击鼓传花。

淡化概念，回归基本面，国企改革或者中特估值体系等概念是锦上添花，但核心逻辑仍是行业和公司基本面变化。近期，中字头的公司相对走强，特别是通信运营商和建筑行业的持续走强。我们的理解是通信运营商行业交易的核心逻辑是云计算业务重估，建筑行业受益于“一带一路”。

风险提示：经济下行超预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件

内容目录

一、历史上国企改革主题为何只在 2014 年和 2017 年有超额收益？	4
1.1 十八届三中全会以来，国企改革经历了三个阶段	4
1.2 国企改革主题为何只在 2014 年和 2017 年有超额收益？	4
二、2014 年和 2017 年国企改革主题如何演绎？	5
2.1 2014 年政策预期高涨下的国企改革行情	5
2.2 2017 年推进七大领域“混改”破局	6
三、当前怎么看国企改革主题：淡化概念，回归基本面	8
3.1 当前国企改革政策相较此前有何变化？	8
3.2 中国特色估值体系与国企改革的关系是什么？	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 十八届三中全会以来国企改革三大阶段	4
图表 2: 国企改革主题相对表现	5
图表 3: 2014 年国企改革行情来自于政策预期升温	5
图表 4: 中石化国企改革的案例	6
图表 5: 七大领域混改加速落地	7
图表 6: “混改”重点推进领域涨幅明显	7
图表 7: 央企考核指标体系演变	8
图表 8: 近期, 通信和建筑有明显的超额行情	9

一、历史上国企改革主题为何只在 2014 年和 2017 年有超额收益？

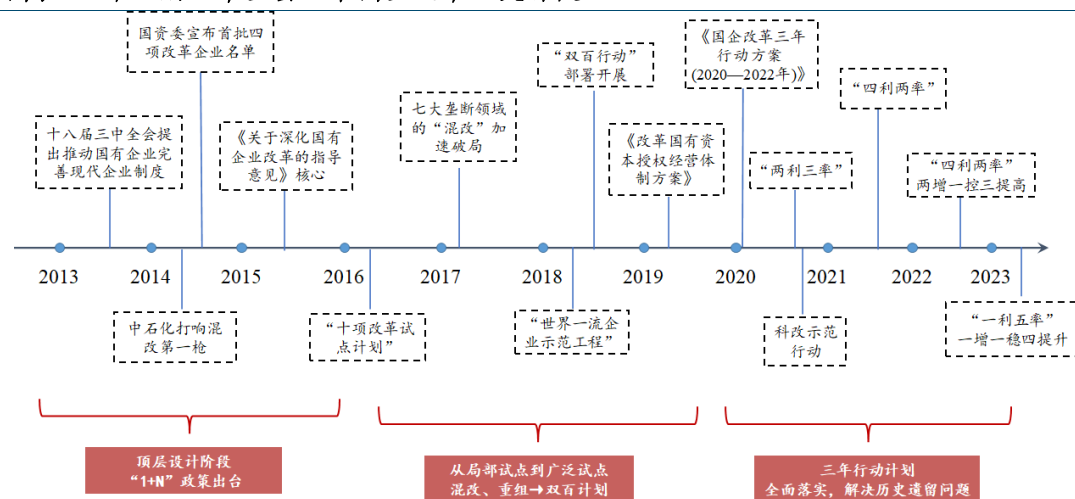
1.1 十八届三中全会以来，国企改革经历了三个阶段

2013-2015 年为国企改革的顶层设计阶段：十八届三中全会提出“推动国有企业完善现代企业制度”，随后出台的一系列国有资产管理文件，并形成了“1+N”的政策体系，以 2015 年印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》为核心。此后针对国企的“混改”和重组的方案逐步出台。

2016-2019 年为国企改革局部试点到广泛试点阶段：七大垄断领域的混改试点、国有控股混合所有制企业开展员工持股试点、“区域性综改试验”、“双百行动”、“科改示范行动”等一系列政策计划出台，推动国企改革广泛铺开。

2020-2022 年为国企改革三年计划阶段：公司制改制全面完成，对中央企业各级企业的功能界定分类首次实现，国有企业办社会和历史遗留问题全面扫尾。中央企业各级子企业中混合所有制企业户数占比超过 70%。深入推进“双百行动”“科改示范行动”“区域性综改试验”“世界一流企业示范工程”。

图表1：十八届三中全会以来国企改革三大阶段



来源：Wind、国金证券研究所

1.2 国企改革主题为何只在 2014 年和 2017 年有超额收益？

2013 年以来，国企改革主题超额收益行情主要有两次，分别发生在 2014 年和 2016 年底-2017 年中，其中改革预期最强的阶段在 2014 年，改革动作最大的阶段在 2017 年。1) 第一次是 2014 年的行情，十八届三中全会和当年两会均提出进行国企改革，政策预期高涨，“改革牛”热潮，叠加一带一路主题升温，推动国企改革相关题材大涨；2) 第二次是 2016 年底到 2017 年中的行情，七大领域“混改”破局，公司制改革全面提速。以中国联通混改为代表的混改进入全面加速推广阶段，推动国企改革主题再次升温。

而 2017 年后，国企改革主题投资基本没有明显超额收益 2018 年全年、2022 年部分阶段国企改革相关公司超额收益主要来自市场单边下跌阶段低估值防守优势，并非来自国企改革主题性机会。2021 年 8-9 月超额收益主要是限电限产等供给端冲击带来的资源品行情，也不是来自国企改革主题性机会。

图表2: 国企改革主题相对表现



来源: Wind、国金证券研究所

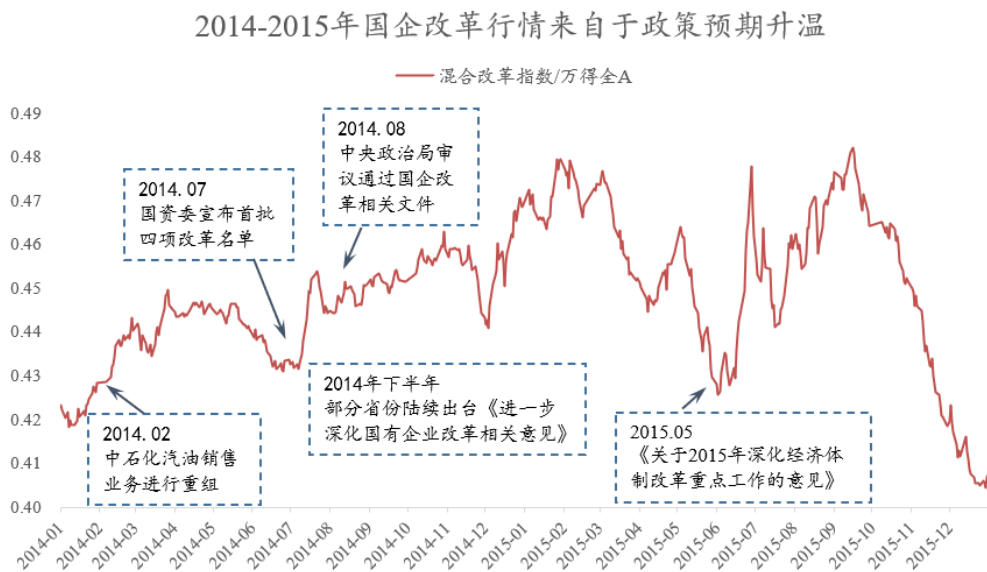
需要指出的是:在评估国企改革相对市场表现时,我们主要采用了中证混合所有制改革指数,而不是中证国企改革指数。主要原因是中证国企改革指数股票池的选股标准过于宽泛,不少变化不大的国有企业都列入股票池。而中证混合所有制改革指数股票池选股标准较为严格,基本聚焦国企改革动作较大的国有企业。相较于国改指数,混改指数的市场表现更符合市场实际情况。

二、2014 年和 2017 年国企改革主题如何演绎?

2.1 2014 年政策预期高涨下的国企改革行情

十八届三中全会提出“推动国有企业完善现代企业制度”后各部门便迅速开展落实相关方案。2014 年 2 月,中石化的汽油销售业务进行重组,引入民资实行混合所有制,打响央企混改第一枪。此后,7 月国资委宣布首批四项改革企业名单,8 月中共中央政治局召开会议,审议通过了《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》、《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》等文件。此阶段行情主要由估值推升为主,国企改革方向明确,各个部门和各省份陆续出台相关深化改革意见,推动市场对政策预期持续高涨。

图表3: 2014 年国企改革行情来自于政策预期升温



来源: Wind、国金证券研究所

从中石化自身案例来看,公司董事会通过了《启动中国石化销售业务重组、引入社会和民

营资本实现混合所有制经营的议案》，于2014年2月19日宣布，公司将启动油气销售业务重组，引入民资实行混合所有制。此举被视为混合所有制改革的第一枪，引发资本市场强烈反应，中石化上涨至2月末，相对年初涨幅达20%。此后7月和8月份的政策催化再次开启上涨行情，从7月中的低点上涨至9月初，期间涨幅达19%。

图表4：中石化国企改革的案例



来源：Wind、国金证券研究所

2.2 2017 年推进七大领域“混改”破局

2016 年底召开的中央经济工作会议上，重点提及混改加速，并将混改作为 2017 年国企改革的重要突破口，要求在七大领域迈出实质性步伐。4 月央企混改试点新闻发布会说明，三批混改试点企业将排队入场，统筹推进。全年以来混合所有制的试点将由央企向地方国企扩围，混改重心下移已成定势。

重点来看，2017 年国企改革有如下几个特点：1) 国企改革“十项试点”将从点到面全面推开，并购重组、混改、员工持股、整体上市等多个领域将加快探索。2) 以“混改”作为突破口，七大领域进入实质性改革，部分改革试点将逐步推进。混改取得进展的领域多集中在电力、民航、电信、军工等领域，例如兵器工业、东航集团、中国联通等入围改革试点名单。3) 兼并重组持续稳步推进，央企直属数量向两位数缩减。在 2015-2017 年间国企资产重组项目频繁出台，有效的降低过剩产能，提高了生产效率。至今国资委直属央企为 97 家，以能源化工、电力、通信、建筑、交运和军工行业为主。

图表5: 七大领域混改加速落地

领域	“混改”持续推进相关事件
能源领域	2016年9月, 中石油集团筹划将工厂建设业务等油服资产注入ST天利 2016年10月, 国家发改委陆续发布《天然气管道运输价格管理办法(试行)》 2016年12月, 中国石油召开全面深化改革小组会议, 通过《集团公司混合所有制改革指导意见》 2017年1月, 中石油经济技术研究院提出, 《石油天然气体制改革总方案》预计2017年内推出 2017年1月, 中石油销售南方北方分公司成立, 标志中国石油天然气销售管理体制改革迈出实质性步伐 2017年1月, 中石油金控平台注入ST济柴, 帮助实现重组上市 2017年12月, 《中国石油工程技术业务改革重组框架方案》获审议通过 2017年12月, 中国石油集团电能有限公司正式成立
铁路领域	2016年10月, 铁总换帅, 铁路领域改革预期升温 2016年12月, 中铁与八省区会谈, 提出加快推进合资铁路公司重组 2017年1月, 中铁总党组书记提出, 拓展铁路运输上下游企业合作, 国企出自设立合作平台公司等, 探索股权多元化混合所有制改革新模式 2017年1月, 发改委同中铁13部门共同建立“一带一路”PPP机制, 鼓励引导中国企业走出去, 推动基建项目落地 2017年1月, 中国铁路总局提出2017年中铁将推进铁路资产资本化经营, 对具备良好条件和前景的企业逐步改制上市; 开展混合所有制改革任务等
电力领域	2016年11月, 南方电网声明深圳前海蛇口自贸区供电有限公司成立, 成为率先在增量配电网领域成立的缓和所有制企业 2016年12月, 发改委印发《关于规范开展增量配电业务改革试点的通知》 2016年12月, 国家电网提出要以混合所有制方式开展增量配电投资业务等重点改革举措 2017年1月, 哈电集团召开2017年工作会议, 全面深化改革, 推进三项制度 2017年1月, 南方电网研究编制了《南方电网公司关于2017年全面深化改革的指导意见(征求意见稿)》 2017年12月7日国家电网完成改制 公司更名为“国家电网有限公司”
军工领域	2016年11月, 中航机电与中航黑豹签订《股份认购协议》进行重大资产重组 2017年1月, 中国兵器集团印发了《中国兵器工业集团关于发展混合所有制经济的指导意见(试行)》
交运领域	2016年12月, 中航、东航和南航三大航空集团领导层一致调整, 深化改革, 组建董事会, 完善集团治理结构 2017年1月, 中国南航集团提出将重点研究引入先进互联网企业、与全球行业领先者交叉持股或成立连合资公司等方式, 推动混合所有制改革 2017年1月, 国航表示已有混改实质性动作, 后续还将推动航空与飞机维修、地勤等两大方面进行市场化转型 2017年6月19日, 东航集团旗下的东方航空物流有限公司混改项目正式签约
通信领域	2016年12月, 中国联通争取混合所有制改革试点为契机, 建立真正市场化机制 2016年12月, 中国电信集团旗下的号百控股重大资产重组项目获证监会审核通过 2017年12月, 中国移动对外公告称中国移动通信集团完成公司制改制 2017年12月, 中国电信对外发布公告完成公司制改制

来源: Wind、国金证券研究所

图表6: “混改”重点推进领域涨幅明显



来源: Wind、国金证券研究所

三、当前怎么看国企改革主题：淡化概念，回归基本面

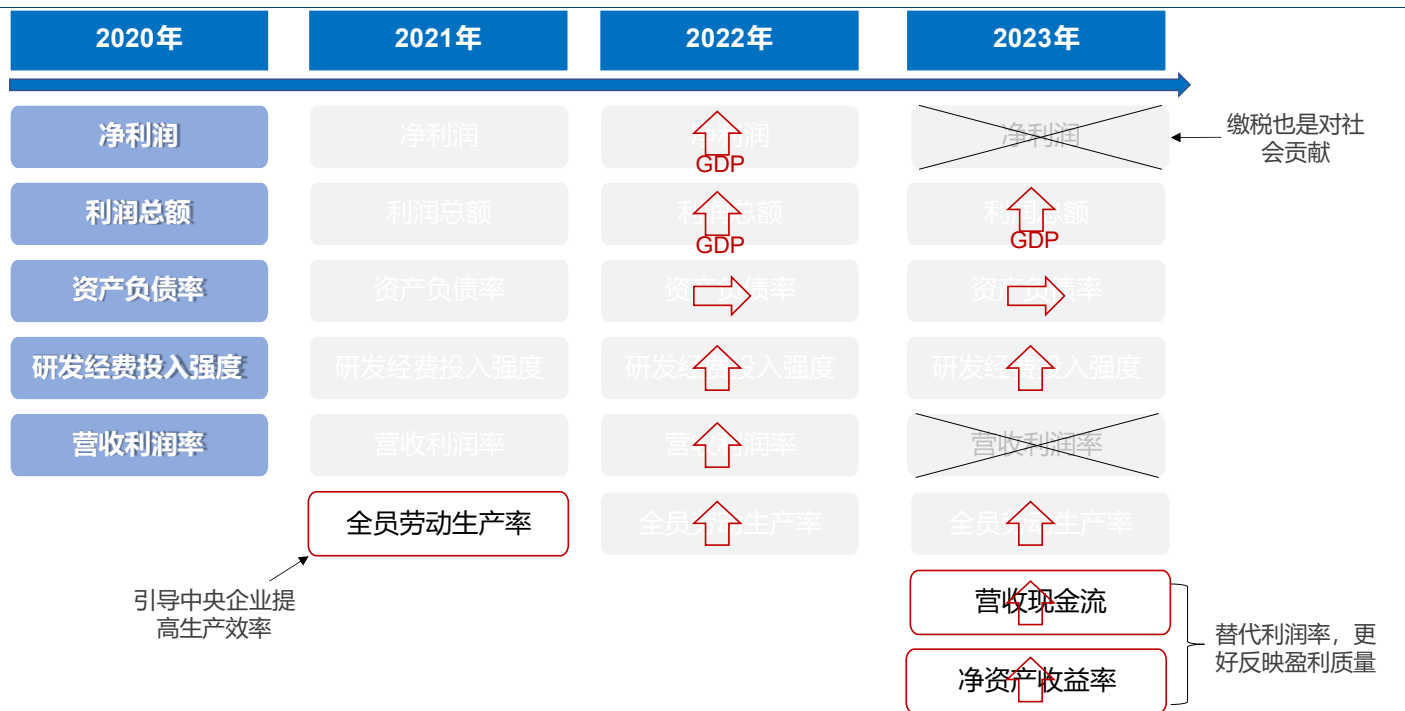
3.1 当前国企改革政策相较此前有何变化？

2023 年新一轮国企改革开启继续深入推进此前的方针政策，国资委提出：1) 启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动。2) 在考核体系上进行指标调整并提出“一增一稳四提升”。3) 进一步深化国企改革，持续推进国央企高质量发展，统筹中央企业高质量上市，充分助力资本市场，稳定资本市场。

市场对当前国企改革的新变化主要聚焦在央企考核指标的变化。2023 年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。其中最大的变化是用 ROE 替代营收利润率，增加对现金流的要求。实际上 2020 年以来，央企考核指标在持续优化，2023 年的变化目的也是为了更好反映央企盈利质量。这与 2014 年从 0-1 的强政策预期和 2017 年大范围混改仍有一定差异。

具体来说，2020 年以来，中央企业经营指标体系经历了持续优化过程。2020 年，首次形成“两利三率”（净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度）指标体系。2021 年，增加了全员劳动生产率指标，指标体系完善为“两利四率”。2022 年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增一控三提高”的总体要求。2023 年，调整为“一利五率”（利润总额，资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率），目标为“一增一稳四提升”。

图表7：央企考核指标体系演变



来源：国资委、国金证券研究所

3.2 中国特色估值体系与国企改革的关系是什么？

对于中国特色估值体系而言，最关键的仍是提升国有企业自身经营质量，加强与市场沟通，获得市场认可。2022 年 11 月 21 日证监会主席易会满在金融街论坛年会上提出：“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。”2023 年 3 月两会期间，上交所总经理蔡建春提出：“促进央企估值水平合理回归，推动央企上市公司质量提高、价值挖掘和提升。”我们此前报告也明确提出，“中特估值”的本质是提高公司质量，充分和市场沟通。以及引导市场对符合国家战略方向的行业和公司，从长期主义和社会价值的角度去评估。

央企和国企重估仍需要有行业和公司基本面的边际变化。所谓“股权财政”是可能对“中特估值”的误读。首先，国有企业提升政府收入的几个途径：一是直接通过税收，二是通过现金分红，三是通过股份减持。实际上只有股份减持和上市公司股价相关，税收和分红

都高度依赖于行业景气和公司自身经营。如果所谓股权财政是通过提升估值然后减持的方式操作，那么资本市场的定价就成为了博傻和击鼓传花。

近期，中字头的公司相对走强，特别是通信运营商和建筑行业的持续走强，令我们思考背后的推动因素。我们的理解是通信运营商行业交易的核心逻辑是云计算业务重估，建筑行业受益于“一带一路”（今年是“一带一路”十周年，近期中国、沙特和伊朗发布联合声明等事件）。淡化概念，回归基本面，国企改革或者中过特色估值体系等概念是锦上添花，但核心逻辑仍是行业和公司基本面变化。

图表8：近期，通信和建筑有明显的超额行情



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

全球经济下行超预期（国内经济超预期下行、海外经济下行风险）

宏观流动性收缩风险（美联储超预期加息及缩表）

海外黑天鹅事件（俄乌局势、地缘政治风险）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402