pwc 普华永道

新时代国有企业混改探索和发展



卷首语

过去40多年来，中国的国企一直在探索和经历各种改革。十九大以来，混合所有制改革成为了本轮国企改革重要的关键词，在促进政企分开、打造核心市场竞争能力、转换经营机制释放企业活力方面的成效逐步显现。2020年政府工作报告明确提出深化混合所有制改革等改革部署，随着本轮国企改革三年行动方案的即将落地，国企混改经过1+N政策布局，十三五期间蓄势，将在十四五期间迎来更深层次的突破。

普华永道秉承“解决重要问题，营造社会诚信”的企业使命，长期以来致力于支持国企改革深化推进，在国企推进混改发展各阶段提供方案编制、引入战投、体制机制改革以及审计、税务、评估等专业服务支持。

为了更好分享普华永道在开展国企混改服务过程中积累的经验心得和思考理解，我们编制形成了“国企改革观象台”混改分册，系统整理并呈现我们对新时代混改的政策研究成果、各地央企国企改革回顾与分析，以及混改操作难点及关键点的实务建议等内容，期待您的意见和建议。

陈静

普华永道中国国企业务主管合伙人

目录

新时代国有企业混合所有制改革的思考和探索 1
国企混改成功关键及实务建议 10
国资委印发央企混改操作指引，混改有望全面铺开 31
国有企业混合所有制改革的操作难点及应对 40
发挥员工持股在国企混改中的多元化作用 55
国企混改企业价值评估 62
中央企业混合所有制改革回顾 73
2019年中国国企改革回顾 — 央企的改革与发展 87
2019年中国国企改革回顾 — 地方国企的改革与发展 106
地方国有企业混合所有制改革回顾 — 华东篇 122
地方国有企业混合所有制改革回顾 — 华北篇 136
地方国有企业混合所有制改革回顾 — 华中和华南篇 149
地方国有企业混合所有制改革回顾 — 东北篇 161
地方国有企业混合所有制改革回顾 — 西南和西北篇 171
基础设施公募REITs之初见 186
基础设施公募REITs的基础资产“出表”分析和探讨 195
基础设施公募REITs — PPP项目的机遇与挑战 208
基础设施公募REITs的税收政策思考 216
基础设施公募REITs所鉴所思 — 信息披露的境外案例与当前建议 225
联系我们 254



新时代国有企业混合所有制改革的思考和探索



混合所有制改革是我国新时代国有企业改革的突破口和亮点，对于国有企业未来在优化资源配置、完善市场化机制、强化内部监督体系，争创一流企业等方面将产生深刻影响。

党的十八届三中全会确定了混合所有制为国有企业经济改革的主要方向之一，国务院相关部委逐步建立健全了混合所有制改革政策体系，先后推出了三批国企开展混合所有制改革试点，并且第四批100家以上新的混改试点单位即将推出，今年混合所有制改革力度将明显加大。

适应混合所有制改革迈入新的发展周期，国有企业应当如何贯彻落实“以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，从战略高度认识新时代深化国有企业改革的中心地位”，按照“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”十六字方针，积极稳妥开展混合所有制改革试点，避免陷入改革误区与歧途，促进转换经营机制、放大国有资本功能、提高国有资本配置和运行效率，我们有以下若干思考和建议与国有企业一起分享。



1 国有企业开展混改的六个误区

目前混合所有制改革，无论是在理念认知层面，还是在实践操作层面，存在一些误区和不同的看法及争议。



误区一：认为一混就灵，为混而混。混合所有制成为不少国有企业推动新一轮国企改革的抓手和突破点，但是不少企业过度套政策概念，认为一混就灵，为了混合而混合。

误区二：搞全面混改，片面强调大干快上。部分观点认为国有企业内部各层级、各业务类型都要搞混改，不区分适不适宜，不考虑客观实际，求全面、搞规模。

误区三：拉郎配，导致貌合神离。部分地区混改简单的“归大堆”，认为非公有制企业进入了混合所有制改革就自然混在一起，形似混合而实际未达到混合的目的，不能实现企业价值的提升。



误区四：重股权混合，轻文化整合。忽视混合所有制改革中国企的行政文化与民企的独大文化甚至是家族管理文化的碰撞，只注重股权多元化设计，很难做到两类企业的有机融合，形成新的有机体。

误区五：一刀切式的管控，权责利不对等。对混改的企业应当考虑国有体制管理与民营体制进行融合管理，但是不少地方仍然一刀切按国有体制管理，或完全按照民营体制管理，有些国有派出代表对混改企业经营管理没有有效的控制力。

误区六：混改顶层设计不足，推进困难。部分国企开展混改缺乏统筹考虑和顶层设计，盲目推进，很容易遇到困难。

2 实施混改的应对建议

（一）混改要不忘初心

相较于民营企业，国有企业长期存在体制机制不灵活、市场化应变能力欠足、经营管理效率不高等弊病，已经成为国有企业打造具有全球竞争力世界一流企业的部分障碍。本轮深化国有企业改革，国家寄希望通过混合所有制，在国企基因上成功嫁接非国有企业优秀的市场化管理和文化，激发国企的活力和竞争力，利用国企的品牌、资源和资金优势，结合非国有企业的灵活机制，促进构建国民共进、协调发展的经济格局。

具体到企业层面，国有企业要避免陷入“一混就灵，为混而混”的思想误区，在推进混改之前，需就自身战略发展定位、方向、目标、实现路径与举措等进行系统思考和规划，清楚自身长、短板和渴望获得的互补性经营管理要素。在推进混改实施过程中，始终坚持以我为主，问题导向，不忘“推动企业战略落地，解决企业发展问题，持续提升企业竞争力”的改革初心，不偏离做强做优做大国有资本的根本方向。



（二）需审慎选择混改范围和层级

国企混改不是全面混改，而是“宜改则改、宜独则独、宜控则控、宜参则参”，不能搞全覆盖，不能设时间表。应根据分层分类改革原则，明确适合引入非国有资本的国有企业类型和范围是推动混改的首要前提。

一是分类。根据国家对商业一类、商业二类和公益类企业的不同混改政策要求，按照不同的混改路径、方式方法和股权结构要求进行推进。明确设置混改正面和负面清单：鼓励市场化经营业务和新兴业务积极开展混改；以社会效益而非经济效益为追求的公益性企业不适合混改；自然垄断性国有企业和不可再生的稀缺自然资源开发类国有企业不适合混改；涉及国家安全和敏感技术的、承担国家特殊任务的国有企业也不能进行混改。

二是分层。优先以研发创新、生产服务等实体企业为重点，引导在子公司层面有序推进混合所有制改革；探索在集团公司层面推进混合所有制改革。

（三）以价值增值为根本、以战略协同为原则引入战略投资者

为开展混改必须研究“与谁混”的问题，引入战略投资者是混改的关键环节，要突出战略协同和价值增量开展引战工作。要通过改革使原来国有企业单一的国有资本和非国有资本相融合，使其相互促进、优势互补、共同发展，达到“1+1>2”的效果。

首先，要争取引进具有强互补性的、能够给国有企业带来增量价值的战略投资者。其中，所指的价值增量应包括资本增量、市场增量、业务增量、机制增量、人才增量等。其次，要选择愿景和目标一致、志同道合的投资者，投资者应当有相对长期的持股计划。再次，战略投资者应具有强烈改革意愿，通过双方认可的混改项目能够在共同合作的基础上分享利益，获取双赢。

（四）正视文化差异，加强新文化系统建设

国有企业与非国有企业的基因决定了在价值观、经营理念、处事风格、社会责任意识等方面必然存在差异，故股权层面的整合仅仅是开始，文化层面的整合对混改企业才是真正的挑战。一方面，双方应正视差异，求同存异，保留并发扬各自优秀的企业文化基因，果断抛弃不利于融合发展的因素，加强建设适合混改企业发展新的企业文化系统；另一方面，国企也要考虑摒弃原有行政管理思维，以市场化经营为导向，以企业家思维与非国有资本进行合作对接。文化融合的过程是一个循序渐进的过程，需要双方以包容、互信的态度共同推动，逐步做到你中有我，我中有你，最终形成一个事业共同体和文化共同体。

（五）关注对混改企业的管控设计

新时代国企混改再思考，随着混改不断深入，要“混好”更要“改好”。特别是在国有资产保值增值前提下，以促进混合所有制经济体发展作为第一要务，国有资产监督和管理的体系在混合所有制企业剧增的当下，成为首当其冲的要回答的问题。现在市场普遍对混改的关注度很高，但需要注意，就是有的参与混改的企业更多希望利用国企的平台获得便利融资，国有派出的产权代表对于公司的经营管理缺乏有效管控，导致混改双方股东间的摩擦。为此，国有股东要按照“该管的一定管好，不该管的坚决下放”的原则，区分重大事项和一般事项，明确授权范围和管控界面，并确保派出的董事、监事审慎研究各项议题，独立发表意见和主张并独立承担相应责任。对派出到混合所有制出资企业的产权代表应加强管理与监督，通过对产权代表的培训、任用和考核等措施，将国有股东意愿传导到出资企业。国有股东还要加强监督和信息披露，防范国有资产流失和内部人控制风险。



3 混改实施的路径

顶层设计先行，稳妥设计混改方案路径

混改是一项政策性强、但又通过市场化手段实现的系统工程，混改要谋定而后动，先顶层设计，统筹谋划，后稳妥实施，建议可按照四步走路径推进：

第一步是方案制定。根据企业发展方向，立足企业改革需要，做好改革的必要性、可行性研究。在此基础上明确混改策略，对于不同层级企业的改革方案都应量身定做，“一企一策”，避免“一刀切”“模式化”运动式推进。提出引进非国有资本的条件要求、方式、定价办法，开展改革风险评估与防范措施，全盘策划好改革组织保障和进度安排等内容。

第二步是方案决策。在充分论证和对相关利益主体征求意见的前提下，完善改革方案，按照法律法规及公司章程，及按照国有企业“三重一大”决策机制，履行内部决策程序，涉及职工安置的，职工安置方案应当经职工代表大会或职工大会审议通过，并根据监管部门的审批要求上报相应的监管机构审议通过。

第三步是方案实施。做好审计、评估、尽调、产权交易及变更登记工作，严格执行国有资产交易制度，确保改革依法合规及公开、公平、公正进行，防范国有资产流失。同时，做好改革组织动员，做好思想沟通工作。

第四步是后续运行。完善混改后企业的治理架构的设置，企业发展规划及资源配置，建立责权明晰的管控机制，健全市场化运营及制度体系。并在推行员工持股、职业经理人制度方面取得突破，让资本所有者和劳动者共享劳动成果。



国企混改成功关键及实务建议

十九大以来，党中央及国家多次提出“积极发展混合所有制经济”等要求，为新一轮国企改革部署奠定基础。2019年底，国务院国企改革领导小组指出“需尽快制定国企改革三年行动方案，为混改等关键改革领域定下明确举措以及量化目标”，标志着2020-2022年我国国企混合所有制改革将进一步全面深化扩围，加速向纵深推进，进入狠抓落实的攻坚阶段。

本文围绕混改的趋势、混改的红利、混改推行的痛点以及关键工作流程进行深度解读并提出策略建议，希望为已开展或即将推进混合所有制改革的国企打开思路。



一、混改窗口期效应明显

1、政策体系逐步完善，混改进入“以混促改”的2.0阶段

2015年国务院国资委发布《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》（54号文）纲领性文件，明确了积极发展混合所有制改革的思路；2016年《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（133号文）等专项政策发布为混改中员工持股等专项工作提出明确指引；2018年发布《中央企业混合所有制改革操作指引》（653号文）对央企混改进行进一步规范，明确混改基本操作流程及“混资本”与“改机制”相关环节操作要点；北京市、上海市、四川省等地方国资委也积极响应中央国企改革部署，纷纷出台指导地方国企混改的操作指引，当前混改政策体系已基本完善，“以混促改”的思路已逐渐清晰，混改正式进入2.0阶段。随着未来国企改革三年行动方案的出台，国资监管机构将进一步加大央企、国企混改力度，并提出更规范要求，通过混改搞活体制机制，实现新一轮跨越式发展，已成为更多企业选择。

中央/国家			地方
指导思想			地方混改操作指引政策
《中共中央、国务院关于深化国企改革指导意见 》22号文			
基本思路			北京市
《关于国有企业发展混合所有制经济的意见 》54号 《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》2057号			上海市
操作规范			江西省
《中央企业混合所有制改革操作指引》653号文			
机制改革			四川省
法人治理	授权机制	工资管理	湖南省
《国有企业完善法人治理结构的指导意见》（〔2017〕36号）	《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（〔2018〕23号）	《关于改革国有企业工资决定机制的意见》（〔2018〕16号）	天津市
员工中长期激励			青岛市
《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》（〔2016〕4号） 《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（〔2016〕133号）			广西

2、各地混改全面铺开

随着国家部委先后推出多批混改试点，中央及地方国企混改力度不断增大，目前已有70%的中央企业通过引进各类社会资本的方式实施混改，涉及子企业3359家，天津、四川等地方国资委亦大力推动所辖国企开展混改，累计交易已2652亿元。除了通过引资引战等方式进行“引进来”混改外，国企亦积极探索以“投出去”的方式通过资本市场进行反向混改，2019年国资于A股市场投资控股或吸收合并上市公司近40家，数量为历年之最。



中央企业

- 70%的中央企业引进各类社会资本，注入社会资本超过1万亿元
- 涉及3359家子企业
- 7成以上利润增长



民营企业 — 反向混改

- A股近40家上市公司属性由“民营企业”变更为“地方国有企业”，数量为历年之最
- 总市值超过2000亿元



地方国企

1349家地方国企实施混改，累计交易2652亿元

天津 • 2020年完成全部竞争类国企混改	**四川** • 2019年7月集中推介179个混改项目
内蒙古 • 2019年4月推出40多个混改项目	**山西** • 首次明确8户企业在集团层面开展混改试点
青岛 • 发布109家市属国企混改试点名单	**广东** • 广东首家集团层面混改企业获批

3、改革红利有效释放

混合所有制改革对释放发展活力的促进作用在大批混改实践中得到验证，中国联通、山东交运等央企国企，通过混改打破原有行政化管理模式、摘掉国企干部薪酬帽子、引入社会资本解决资金困境、通过实施员工持股计划绑定员工利益、推动产业升级转型，实现了国资、企业及员工多方共赢。



- **优化资本结构**

  增资扩股为国资带来新鲜血液，优化企业资本结构，降低债务风险，增加流动性，有利于企业资产盘活，快速走出困境

  如：联通集团混改引入774亿元解决资金短缺问题

- **打破行政化管理**

  通过股权多元化改革，构建由董事会为核心的现代法人治理，解决行政化管理束缚与市场化业务快速响应之间的矛盾，转变管控模式，激活体制机制，实现企业自主经营

  如：镇江国控混改后实现去行政化管理，大力开展市场化业务，营收实现翻番

- **产业升级转型**

  战略投资者带来产业、技术及市场等优质业务资源，有针对性地为企业补齐业务短板，快速提升经营效益，实现产业跨越式转型发展

  如：山东交运引入普洛斯向现代物流转型

- **绑定员工利益**

  实施员工持股，将员工利益与公司利益长期绑定，使核心骨干得以分享改革红利，从而激发企业活力

  如：中国电器院员工持股后利润增长50%

- **打破薪酬、用人帽子**

  通过混改及员工持股，国企干部可与企业重新建立契约化劳动关系，逐步落实职业经理人制度及市场化薪酬改革，实现自主选人用人，打破国企薪酬限制，使岗位价值可被充分反映

  如：江苏高投国企干部转换身份，下沉到混改基金管理公司江苏毅达，成为职业经理人，获得高于市场平均水平的市场化薪酬以及分享企业发展的成果



二、制约混改成功的关键问题

普华永道在持续服务国企的过程中，通过企业走访和交流，了解到目前国企开展混改虽然成功案例众多，但仍有众多企业在推进过程中面临疑难和困惑。如在混改准备阶段及推进过程中，常产生因自身资产、业务等硬件缺陷导致混改难以开展，对政策及流程不熟悉、未从国资关注角度出发设计混改方案导致过审困难，缺乏资源或资产质量一般导致难以吸引投资者、未统筹开展体制机制改革设计，导致混改前后体制机制仍然维持现状等痛点问题，影响混改落地及改革成效。

- **难以找到改革突破口**

  由于资产规模太大、业务市场化程度低、产业转型方向不明确等改革前置条件存在缺陷，导致混改难以找到突破口，迟迟无法启动

- **不熟政策，缺乏经验**

  不了解混改及国资监管相关政策，缺乏混改实操经验，不了解相关工作流程，导致推进缓慢，关键节点卡住难以继续推进

- **难以引战，容易踩雷**

  一方面缺乏战略投资者对接资源，缺乏优势推介经验，难以吸引投资者或引入理念不符投资者；另一方面不了解国有资产交易监管政策要求及流程，缺乏投资者谈判交易专业知识，导致引战期间踩雷

- **忽略关键，过审困难**

  忽略混改后产业发展规划以及国有资产保值增值方式等国资监管要求及关注点，导致混改方案反复修改仍难以通过审批

- **内部难以达成共识**

  企业领导班子及关键部门从多个角度考虑问题，想法及诉求较多，涉及到混改资产选择、员工安置分配等问题，则难以顺利达成共识

- **为混而混，机制不活**

  只在股权层面混改，忽略体制机制的改革设计，一股独大，行政式管理经营机制仍然维持现状，管人管事管资产管控模式根深蒂固，市场活力难以激活



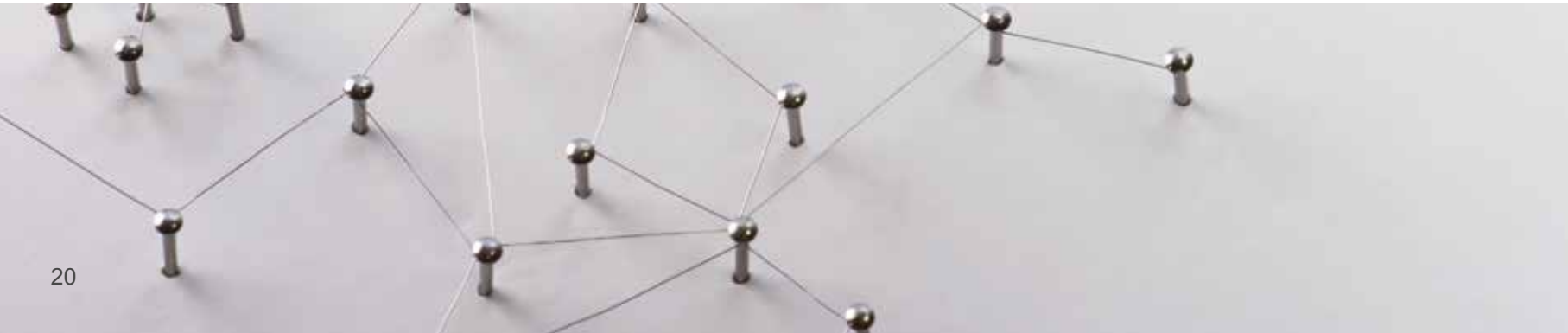
三、混改成功的关键及建议

国企混合所有制改革是一项复杂的系统工程，缺乏广而深的政策理解及结合企业发展实际的顶层设计，将难以取得理想的效果，甚至容易留下改革后遗症。秉承助力国企混改发展的理念，普华永道在服务企业混改落地的成功经验中，总结出企业混改从谋划到落地需注意的8项关键要素，并提出我们的思考及建议。

1、明确产业发展规划，讲清产业升级的故事

无战略，不混改，混合所有制改革实施必须战略先行，从战略层面讲清企业优劣势、产业发展路径、反哺集团方式及产业板块协同等四个关键故事，为混改资产及主体的选择提供有力支撑。

- 搞清自身资源禀赋，认清劣势及痛点，讲清需补齐的短板，为混改必要性提供有力支撑
- 讲清混改后产业发展方向，设计好未来新的商业模式，讲清混改后企业推进国资保值增值路径及方式
- 讲清反哺集团（国资）方式，紧密围绕集团战略布局混改，协助集团战略落地，支持集团整体发展
- 讲清产业板块协同方式，增强产业板块之间协同效应，明确相互协同的路径，避免同业竞争



2、选择、改造混改的主体及资产范围

混改企业在混改资产及主体的选择时，要充分考虑资产规模适中、符合产业发展方向，资产权属清晰的主体及资产，提高混改可行性及成功率。

资产规模适中

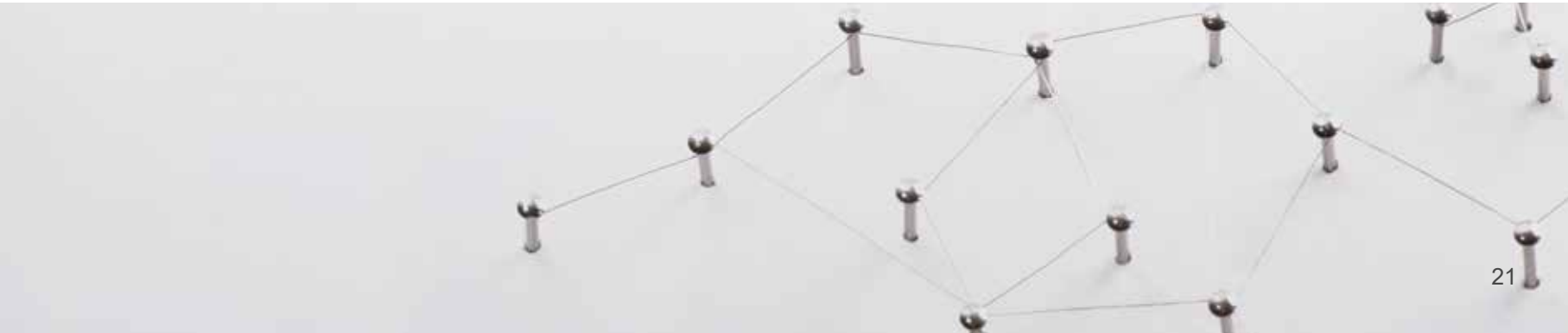
- 资产规模越大，战略投资者出资门槛越高，体量过大，容易导致战略投资者引入失去吸引力，降低混改落地可行性，因此建议将资产规模控制在合理范围

符合产业发展方向

- 混改资产的选择要符合产业转型方向，选择与企业战略规划及资产禀赋相匹配的资产，避免为了短期逐利盲目选择

避免债务绑定

- 资产权属要清晰，尽量避免选择已绑定债务或基金的资产，同时避免债务置换等操作，以规避侵吞国有资产的嫌疑



3、选好混改路径及方式

混改常见路径有存量直接混改、投资新设混改、剥离不良资产混改、整合优质资产混改等路径，企业需梳理自身业务，若企业资产体量较大，承接政府及股东业务较多，采取存量资产直接混改将存在较大障碍；若希望彻底进行体制机制改革，则投资新设难以达到该目的。企业需综合研判自身条件，选择合适的混改路径，以使混改方案有效可行，推进顺利。

方式一、存量资产直接引入战投混改

直接引入社会资本，可一次性实现股权多元化，改革彻底，但对于资产规模过大的企业，战略投资者进入门槛太高，可行性较低，该方式仅适合资产体量适中的企业

方式二、投资新设主体混改

对外出资新设主体混改，可放下存量包袱混改，轻装上阵，战投吸引力强，但无法改变原有主体的体制机制，且在新设主体中，员工持股的实施存在政策障碍

方式三、剥离不良资产混改

剥离原本质量较低的资产，再实施混改。该方式可提高混改的可行性，但容易产生人员稳定问题及利益输送等风险，国资已不支持

方式四、整合优质资产混改

甄选并整合集团内优质资产混改，可提高战投吸引力及混改可行性。但需做好资产评估避免国有资产流失问题，明确混改后反哺集团路径与方式，并可做好上市规划，未来择机整合集团其他资产，提高整体资产证券化水平

4、科学做好方案编制及上报审批

混改实施方案的编制应严格遵循中央及地方混改操作指引等政策要求，保证方案要素齐全，紧扣国资委审批重点，确保混改审批进程顺利推进。

遵循中央政策及地方操作指引，确保要素齐全

- 方案应完整包括改革必要性和可行性分析，股权结构设计、转变运营机制的主要举措，引进非公有资本的条件要求、方式、定价办法，员工激励计划，债权债务处置方案，职工安置方案，改革风险评估与防范措施等方案编制关键要素

紧扣国资委审批重点，确保混改顺利推进

- 阐明确保国有资产保值增值路径，严防国资流失
- 明确混改后国资监管运作机制
- 保证服务政府功能不被削弱
- 确保混改全程稳定，促使改革平稳过渡



5、要充分考虑引入员工持股、项目跟投等激励计划，实现利益绑定

企业推行混合所有制改革时应考虑同步引入员工持股，将核心员工的利益与企业利益绑定，共享企业发展成果，留住关键核心人才。当前员工持股计划实施的边界较多，根据133号文要求，员工范围方面，政府及机构任命的国企领导人员、外部董监事不得持股；持股比例方面，员工持股总量不超过公司总股本的30%，单一员工持股比例不超过1%，上市公司员工持股不超过总股本的10%；股权结构方面，为确保国有股东控制权，国资股比不得低于34%等。员工持股实施前应做好政策研究并灵活设计方案，满足政策边界要求。若企业实施员工持股难度较大，可考虑引入相对更灵活的员工跟投机制，在面向市场化业务为主的新设企业或发展项目中引入员工共同参与。



尽早引入员工持股

- 混改前引入员工持股为最佳时机。由于未来企业收益及价值上升，尤其是未来计划上市的企业，较易出现出资门槛过高，员工跟不动的情况，因此对于企业发展前景信心较足的企业，应及早开展员工持股



未满足员工持股计划政策门槛的企业可考虑引入员工跟投机制

- 以新设方式开展混改的企业，通常受员工持股相关政策边界限制较多，可考虑引入员工跟投机制，转让股权收益权，实现员工与企业利益绑定，并设置明确的退出时点以规避政策边界



灵活设计方案以满足边界条件

- 通过灵活设计混改方案可满足边界条件，如通过劳动关系转移，实现领导干部身份转变，成为职业经理人，使市管干部获得持股机会；进行资产重组提高市场化业务比例以达到试点企业的门槛条件；通过预留股权池使后进员工得以持股等



规范员工持股计划实施流程

- 应由国资监管机构确定试点企业资格后开展方案制定工作，方案需经职工代表大会决议及企业决策机关审议，通过后报国资监管机构备案

6、甄选合适的战略投资者

选好战略投资者

引入战略投资者是实现股权多元化的关键步骤，混改企业在充分剖析企业优劣势后，紧密围绕企业混改后战略转型方向，甄选可与企业产生协同效应、背景实力较强、具备社会责任感等合适的战略投资者，实现产业互补，转型发展，并适当借助专业咨询机构的力量对接投资者，以最大限度降低国有资产流失风险。

可产生协同效应投资者

- 根据产业转型方向选择产业链上下游龙头企业或同行业较强竞争者等具有市场资源、业务资源的投资者，放大协同效应

具备社会责任感

- 考虑国企需要承担社会责任的特点，需选择认同国企文化理念投资者，确保混改后履行服务政府的功能仍可保留，并能协助企业做好员工安置、保障改革稳定等工作

背景实力较强投资者

- 引入经营业绩良好、成长性高，核心竞争力突出，资金实力强大投资者
- 引入信用评级相近的投资者，避免影响原有的企业信用以及融资成本

通过专业机构协助引战

- 注意引战方式，认清自身资源禀赋，适当展示自身混改吸引力，避免将引战变成招商
- 引入专业交易服务咨询机构协助对接外部投资者，最大限度降低国有资产流失风险



战略投资者的引入流程应严格按照政策法规要求进行

《企业国有资产交易监督管理办法》（财政部32号令）要求，坚持公开交易原则，最大限度降低国有资产流失风险，但经国资监管机构批准、国家出资企业审议决策通过的特定企业，其产权转让、企业增资可采取非公开协议方式进行。因此找到潜在战略投资者后，应立刻着手进行产权交易所进场准备。

履行资产审计和评估的有关程序。应委托具有相应资质的中介机构开展审计和资产评估，需注意不同产权交易所对是否需要提交资产评估报告的要求不同，如北京产权交易所挂牌增资不需要资产评估报告，而在青岛产权交易所则为必需文件。

注意是否需进行清产核资。根据《中央企业公司制改制工作实施方案》和《规范改制意见》要求，“改制为股权多元化企业应进行清产核资，而少量民营资本参与混改并经监管部门批准同意的情形则无需进行清产核资”，此处的“少量”若根据《公司法》进行解读应为5%以内，具体实操应根据当地国资委要求而定。

按要求进行挂牌前信息预披露和挂牌申请，及时开展尽调与反向尽调，并通过竞价、竞谈等方式确定投资方，最终签署协议并完成交割。全流程应保持公开公正，避免因程序疏漏导致国资流失。

1 制定战略投资者遴选标准

2 财务审计与资产评估

3 产权交易所预披露

4 挂牌申请

5 尽职调查与反向尽调

6 选择最终战略投资者

7 协议签署及交割

7、改机制问题

混股权后，是否真正为企业带来真正的发展，关键在于是否能真正搞活体制机制。《中央企业混合所有制改革操作指引》653号文明确将“混股权”和“改机制”放在同等重要位置，体制机制改革的关键是平衡国有资本与民营资本之间的关系，做好体制机制的改革，应从法人治理优化开始，到市场化激励机制改革，步步推进，逐步完善。

1 改治理	• 三方制衡：国资、非公资本、员工持股平台三方平等行权，共同制定公司章程，明确三方议事规则，按照股权比例合理派出董事，实现有效制衡 • 引入外董：引入外部独立董事并对其进行履职考核，支持董事会科学决策
2 改授权	• 合理争取授权：遵循够用即可的原则，向国资委合理争取授权 • 董事会对子企业授权：结合子企业治理成熟度评价结果，制定分类授权清单；建设专职董监事队伍，委派董事参与下级企业决策，改变红头文件管控模式 • 董事会对经理层授权：落实经营自主权，科学区分所有权及经营权
3 改组织	• 引入职业经理人制度：引入职业经理人制度，逐步实现职业经理人契约化管理，能进能出，并配套相关管理办法以确保机制改革落地
4 引激励	• 由职业经理人主导市场化薪酬及激励改革：由职业经理人主导实施市场化差异薪酬制度，同时落实高管股权激励计划、员工持股计划、企业年金与经营业绩相挂钩等市场化中长期激励机制

8、做好改革组织保障

启动混合所有制改革工作前，应高度重视混改工作组织搭建，有力整合各方力量。

- 由企业一把手牵头组织混改专项工作，以明确混改工作核心地位；
- 建立完善的工作组织，确保财务、人力资源等关键职能部门充分参与混改工作；
- 方案编制过程中，工作小组应提前加强与国资委沟通对接，充分结合国资委意见，及时调整方案内容；
- 做好程序配套工作，落实内部及外部决策程序，确保审批过程顺利；
- 建议企业做好混改过程项目管理，引入专业机构支持，整合管理咨询机构、会计师事务所、律师事务所等专业力量，节约项目成本，提高混改实施效率，保障企业混改合法合规推进。





国资委印发央企混改操作指引

混改有望全面铺开



近日，国务院国资委发布了《中央企业混合所有制改革操作指引》（下称“《指引》”）。《指引》是混改政策中首个操作层面的文件，对国企混改具有具体的指导意义，为混改的全面铺开提供了技术支持。

《指引》内容分为混改的基本操作流程、“混资本”相关环节操作要点、“改机制”相关环节操作要点及相关支持政策四大板块。《指引》适用于通过产权转让、增资扩股、首发上市及上市公司资产重组等多种方式开展的混改，对混改操作的全流程以及审批、审计、评估和管控等关键节点有着详细的说明。《指引》还列示了混改涉及的49个法律和法规清单。

国资委数据显示，2013-2018年中央企业实施混改3359项，引入非公有资本超过9000亿元。2019年1至9月，中央企业各级企业新增混合所有制企业超过了600户。2018年底混改国企户数占比超过了70%，与2012年相比提高了20个百分点。

《指引》内容框架

基本操作流程

1. 可行性研究
2. 制定混合所有制改革方案
3. 履行决策审批程序
4. 开展审计评估
5. 引进非公有资本投资者
6. 推进运营机制改革

“混资本”相关环节操作要点

资产审计评估

- 财务审计
  - 关于选聘审计机构
  - 关于审计报告
- 资产评估
  - 评估机构选聘及委托
  - 评估备案管理权限
  - 重点关注事项

通过产权市场实施混合所有制改革

- 产权交易机构选择
- 信息披露
- 投资人遴选
- 重点关注事项
  - 企业增资与产权转让同步进行
  - 商业秘密保护
  - 交易价格

通过股票市场实施混合所有制改革

- 发行证券
- 上市公司股份转让
- 国有股东与上市公司资产重组



“改机制”相关环节操作要点

关于混合所有制企业公司治理和管控方式	• 混合所有制企业法人治理结构 • 混合所有制企业管控方式 • 混合所有制企业党的建设
关于三项制度改革	• 建立市场化选人用人机制，实现管理人员能上能下 • 健全市场化用工制度，实现员工能进能出 • 建立市场化薪酬分配机制，实现收入能增能减
关于激励约束机制	• 混合所有制企业员工持股 • 中央企业控股上市公司股权激励 • 国有科技型企业股权和分红激励

相关支持政策

- 关于财税支持政策
- 关于土地处置支持政策

《指引》内容要点

基本操作流程

本流程主要适用于以存量企业为平台进行的各种形式混改。根据《指引》，以新设企业、对外投资并购、投资入股等方式实施混合所有制改革的，需履行中央企业投资管理有关程序。

可行性研究	整体以切实可行为主基调，根据企业类型及其所处的地域、行业采取“一企一策”，不设时间表。国有资本根据主业不同采取“可参可控”或“控股”的持股模式。
制定混合所有制改革方案	方案一般包含13个方面，包括混改必要性和可行性分析、职工安置方案、债务处置方案等。要求方案应“科学设计”股权结构，尽可能使非公有资本能派出董事或监事。强调职工安置方案应经职工大会或职代会审议通过。
履行决策审批程序	根据混改企业的主业和承担的功能，分别由国务院、国资委或中央企业批准。
开展审计评估	由企业或产权持有单位选聘具备相应资质的中介机构开展财务审计、资产评估工作。
引进非公有资本投资者	列示了多种引入投资者的方式。着重强调保障各类社会资本平等参与权利，对拟参与方的条件要求不得有明确指向性或违反公平竞争原则的内容。
推进运营机制改革	健全法人治理结构，充分发挥公司章程在公司治理中的基础性作用。要求国有出资方强化以出资额和出资比例为限、以派出股权董事为依托的管控方式，明确监管边界，股东不干预企业日常经营。

“混资本”相关环节操作要点

资产审计评估

- 选聘审计机构
  - 采取差额竞争方式选聘，综合考察和了解其资质、信誉及能力。
  - 两年内在企业财务审计中没有违法、违规记录。

- 审计报告
  - 评估基准日在6月30日（含）之前的，需出具最近三个完整会计年度和本年度截至评估基准日的审计报告。
  - 评估基准日在6月30日之后的，需出具最近两个完整会计年度和本年度截至评估基准日的审计报告。
  - 其他经济行为需出具最近一个完整会计年度和本年度截至评估基准日的审计报告。

- 评估机构选聘及委托
  - 采取差额竞争方式在本企业评估机构备选库内选聘评估机构。近3年内没有违法。

- 评估机构备案权限
  - 经国资委批准的混合所有制改革涉及的资产评估项目，由国资委负责备案。
  - 经中央企业批准的混合所有制改革涉及的资产评估项目，由中央企业负责备案。
  - 被评估企业涉及多个国有股东的，经协商一致，可以由持股比例最大的国有股东办理备案手续。

产权市场

- 产权交易机构选择
  - 中央企业产权转让业务：北京产权交易所、天津产权交易中心、上海联合产权交易所、重庆联合产权交易所。
  - 中央企业增资扩股业务：北京产权交易所、上海联合产权交易所。

股票市场

- 列示了三种混改方式 — 发行证券、上市公司股份转让、以及国有股东与上市公司资产重组。
  - 鼓励符合条件的企业在科创板申请上市。
  - 上市公司股份转让时的转让价格不低于上市公司提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值及最近一个会计年度经审计的每股净资产值中的较高者。

“改机制”相关环节操作要点

公司治理和管控方式

- 国有股东与其他股东充分协商，合理制定章程条款。
- 建立各方参与、有效制衡的董事会。
- 避免“行政化”“机关化”管控，加快实现从“控制”到“配置”的转变。
- 推动混合所有制企业党组织和工作有效覆盖。

三项制度改革

- 建立市场化选人用人机制，实现管理人员能上能下。
- 健全市场化用工制度，实现员工能进能出。
- 建立市场化薪酬分配机制，实现收入能增能减。

激励约束机制

- 详细说明了三种激励模式下的适用政策及主要原则：
  - **员工持股：**营业收入和利润90%以上来源于所在企业集团外部市场。员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%。
  - **上市公司股权激励：**上市公司两个完整会计年度内累计授予的权益数量一般在公司总股本的3%以内，公司重大战略转型等特殊需要的可以适当放宽至总股本的5%以内。股权激励对象实际获得的收益不再设置调控上限。
  - **国有科技型企业股权和分红激励：**重点激励在自主创新和科技成果转化中发挥主要作用的关键核心技术、管理人员。鼓励符合条件的企业优先开展岗位分红激励，科技成果转化和项目收支明确的企业可选择项目分红激励，在积累试点经验的基础上稳妥实施、逐步推进股权激励。

相关支持政策

《指引》着重对混改相关的财税支持政策、土地处置政策进行了说明，对混改涉及的49个法律法规和规范性文件进行了整理并作为附件列出。

财税支持政策

- 对混改过程中可享受的财税政策进行了说明。列示了多种可以享受优惠政策的混改环节，涉及企业所得税、增值税、土地增值税等多个税种。

土地处置支持政策

- 对混改过程中不同的土地处置方式如出让、租赁、国家作价出资（入股）、授权经营和保留规划用地进行了说明。

请扫描二维码阅读《中央企业混合所有制改革操作指引》

其他混改政策文件

在《指引》发布前，中央已经推出四个国企混改“意见”类文件。

政策名称	主要内容
《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	2015年9月国务院印发。 国企混改根本指导意见，共29条，对混改原则、分类分层进行混改等作出了详细的要求。
《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》	2015年10月，发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、国资委联合印发。 共18条，对引资原则、合作领域、引资程序、决策程序进行了框架性的规定。
《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	2016年8月，国务院国资委、财政部、证监会联合印发。 对试点原则、试点企业条件、员工入股的范围、价格，入股后的股权管理等做了详细规定。
《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》	2017年11月，发改委、财政部、人社部、国资委等八部委联合印发。 共9条，对资产定价机制、劳动关系、土地处置、员工持股、工资总额管理等做了详细规定。



国有企业混合所有制改革的操作难点及应对

2018年，央企和地方企业又新增了2880户混合所有制改革的企业。2019年，国务院国资委将继续扩大重点领域的混改，推出第四批、100家以上的国企混改试点。国务院国资委主任肖亚庆也表示，下一步国企混改的方向将包括：一、着力改革国有资本授权经营体制，加快向管资本转变。二、着力推动国有资本投资运营公司的试点。三、着力推进混合所有制改革和股权多元化。四、着力推进董事会建设和经理层任期制的契约化。五、着力多措并举，强化正向激励。作为五大核心内容之一的国有企业混合所有制改革，一直是国有企业改革的重点和难点。

引入战略投资人，进行国有企业混合所有制改革，主要有如下几方面的目的和意义：1、优化国有企业股权结构，引入市场化机制，提升企业活力和市场竞争力；2、引入企业发展所需的资金，对接可形成协同效应的战略资源，使国有企业继续做大做强主业；3、规范公司法人治理结构，建立健全权责对等、运转协调、有效制衡的决策执行和监督机制；4、提升员工激励机制，调动员工积极性，增强员工凝聚力，进而提升企业的运营效率。

总体来看，引进战略投资人进行国有企业混合所有制改革无论在央企层面，还是在地方国企层面，难度都非常显著，根据我们的观察与总结，其难度主要源于国有企业混合所有制改革的复杂性、敏感性、和不确定性，国有企业需要对上述三方面的特性做到全面认识、统筹安排及充分沟通，才能确保国有企业混合所有制改革方案的顺利实施和最终落地。



一、国企混改的复杂性

1、国企混改有严格的流程要求

从交易实质来看，引进战略投资人进行国有企业混合所有制改革主要包括老股转让和增资扩股两种方式，除了资本市场惯常的股权交易流程和规范外，还需要严格遵守国资监管的各项要求和流程，因此，较之非国有企业的股权转让或增资扩股而言，国企混改的交易复杂性大大增加，其涉及的主要流程如下：





《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国资委财政部第32号令）对国有企业股权转让及增资事项均作了明确规定，如在产权交易中心公开转让或增资，则将需要至少40个工作日的披露期。我们建议企业在制定交易时间安排时与国资委及产权交易中心进行提前沟通，预留充足的时间在产交所进行公开挂牌交易。同时，如企业拟采用相对节约时间的方式—“非公开协议”进行股权转让或增资，也应与监管部门及产权交易中心进行确认，了解参与本次混改的战略投资人是否符合相关条件，确保流程的合规性。

并且，除上文提及的32号令的规定外，国有企业在混改过程中还应考虑其他特殊事项：涉及已上市国有公司股份转让的，应当遵守上市公司国有股权管理以及证券监管相关规定；涉及交易主体资格审查、反垄断审查、特许经营权、国有划拨土地使用权、探矿权和采矿权等政府审批事项的，按照相关规定执行；受让方为境外投资者的，应当符合外商投资产业指导目录和负面清单管理要求，以及外商投资安全审查有关规定。



2、参与方众多，利益诉求不尽相同

（1）国有企业。很多国有企业历史沿革悠久、经营板块众多、股权关系复杂，同时还有相当多的国有企业存在法律文件有缺失、财务系统不完善、业务数据不完整等情况，因此，在设计国有企业混合所有制改革整体方案之前，需要对该国有企业的股权、资产、业务、财务、法律、人事等方方面面进行全面的了解、梳理、与分析，从而明确公司的未来发展战略、业务重组方向、架构优化路径、及引进战略投资人的目标和要求，进而结合监管部门的要求和资本市场的规范，系统性地设计与实施国有企业混合所有制改革的整体方案。

（2）政府监管部门。国企混改过程中，通常涉及的监管部门包括国资委、工商、税务、商务、发改等，一些项目还涉及自然资源、环保、外管等部门，由于不同监管部门承担的职责不同，考量的角度不同，因此对国企混改过程中同一个问题的解读和判断也有可能不同，因此国有企业需要与各监管部门进行及时全面的沟通，才能确保国企混改方案的顺利实施。

（3）投资人。不同类型投资人参与国企混改的诉求有所不同，如，战略投资人更看重长期投资收益，追求战略协同，并且希望能够通过积极参与或有效影响企业的治理和管理，获得更大的发展机会。而对于财务投资人而言，则更看重财务上的回报，尤其是私募股权基金，一般都有明确的持有期限，需要较明确的退出通道（如上市及回购等承诺）。因此，能否成功地引进投资人完成国企混改，取决于能否在国企和投资人的利益与风险安排上做好平衡，尤其是如果涉及同时引进不同类型的投资人，统筹及平衡各方利益与要求的难度也会大幅增加。





（4）中介团队。一个成功的国企混改通常需要多个中介团队的不懈努力和全面配合，比如财务顾问团队（设计交易架构、寻找潜在投资人、协助企业与潜在投资人进行谈判、以及对项目进行全流程管理）、管理咨询团队（协助企业制定战略发展规划、组织管控优化方案、员工激励方案、退休员工安置方案等）、律师团队（进行法律尽职调查、重组方案的细化与实施、交易文件的起草与谈判等）、税务团队（进行税务合规性摸底、税务重组方案设计、及税务筹划等）、财务审计团队（审计及清产核资）、法定资产评估团队（根据国资要求进行法定资产评估）、产权交易中心（协助完成根据国资委32号令《企业国有资产交易监督管理办法》规定需要在产交所进行公开转让的交易）等。不同中介团队在交易的不同环节需要完成的工作内容均不相同，一个有经验的财务顾问将会协助企业对项目的各个流程和各个参与方进行全面管理，协调各个中介团队确保按进度有序推进工作。

（5）职工代表大会。职工代表大会及其常设机构组织职工参与公司的民主决策、管理和监督，依法行使对企业经营管理的知情、监督权和重大决策审议、建议权，对有关职工切身利益重大事项的审议决定权，对企业领导干部的评议、监督权，根据授权推举企业管理人员的选举权等。国企混改如涉及职工安置事项，安置方案应当经职工代表大会或职工大会审议通过。企业及时与职工代表大会就安置方案进行沟通，有助于保证职工的稳定性。

（6）其他政府部门，如组织部。如国企混改涉及管理层持股计划，而参与管理层持股计划的人员中包括由组织部监管的干部，那么该持股安排需事先与组织部沟通，征得组织部的同意。



3、需考虑的法律法规和监管要求众多

首先，混改企业要严格按照《公司法》构建规范的法人治理结构，并形成科学的企业高管激励约束机制。第二，如果引进的战略投资人中涉及外资，国企混改也应遵守外商投资法的相关规定。第三，2015年党中央、国务院颁布了《关于深化国有企业改革的指导意见》后，配套发布了《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》、《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》、《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》、《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》、《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》等一系列文件，统称“1+N”文件体系，为国企混改的方案提供了顶层设计指引。对于以上的法律法规，不同的地方政府、监管部门或企业对其有不同的解读，导致在实际落地过程中在细节的处理上会存在一定差异，从而增加了国企混改的复杂性。



46

二、国企混改的敏感性



1、绝对控股和相对控股。混合所有制改革，要根据国有企业所承担的责任和具有的职能分类推进，混合的比例和结构，需要因时因地因事动态调整。（1）主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业，混改空间大。原则上都要实行公司制股份制改革，实现股权多元化，国有资本可以绝对控股、相对控股、也可以参股。（2）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商业类国有企业，要保持国有资本控股地位。（3）公益类国有企业可采取国有独资形式，具备条件的可推行投资主体多元化，还可以通过购买服务、特许经营、委托代理等方式，鼓励非国有企业参与经营。

分类	子分类	功能定位	政策指引
商业类	商业一类	主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业	原则上都要实行公司制股份制改革，积极引入其他资本实现股权多元化，国有资本可以绝对控股、相对控股或参股，加大改制上市力度，着力推进整体上市
	商业二类	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商业类国有企业；处于自然垄断行业的商业类国有企业	要保持国有资本控股地位，支持非国有资本参股；要以“政企分开、政资分开、特许经营、政府监管”为原则积极推进改革；对需要实行国有全资的企业，要积极引入其他国有资本实行股权多元化
公益类	/	以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标；必要的产品或服务价格可以由政府调控	可以采取国有独资形式，具备条件的也可以推行投资主体多元化，还可以通过购买服务、特许经营、委托代理等方式，鼓励非国有企业参与经营

《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》



从资本市场的角度看，不同的持股比例对于战略投资人的吸引力存在很大差异，如果能够获得的持股比例过低，投资人通常会担心自己话语权有限，无法实现帮助国有企业优化公司治理、提升经营效率的初衷，同时也会担心自己作为小股东的权益是否能得到合理保护。

2、管理层持股。实施管理层和核心人员持股对于国企混改的意义在于：建立股东与经营团队之间的利益共享、风险共担机制，有利于进一步提高公司凝聚力和发展向心力，实现长效激励，构建一流人才工作的平台和机制，实现企业长远战略目标；有利于强化公司经营团队、企业以及股东之间的共同利益基础，增强经营团队对实现公司未来成长的责任感、使命感，促进国企的可持续发展。因此，通常而言，战略投资人对管理层持股方案持非常积极的态度，甚至是投资入股的前提条件。

从国资监管的角度看，管理层能否持股以及如何持股又受到严格的限制，比如，《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》对如下方面做了明确的规定：

《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》

- 主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业；
- 非公有资本股东所持股份应达到一定比例，公司董事会中有非公有资本股东推荐的董事；

- 当前为混合所有制员工持股，即必须国有资本、非国有资本和员工才可做员工持股，避免出现国有资本和员工为股东的情况，即须为三方，希望借由非国有资本对员工持股起到一定监管制约的作用；

- 更趋于股权激励，骨干（管理骨干、技术骨干、业务骨干）持股或关键员工才能持股；
- 不可以全部员工持股，比例人数相对较小；

- 必须现金出资或技术评估出资；
- 营业收入和利润90%以上来源于所在企业集团外部市场；
- 不能做财务资助、担保等限制；

国企混改员工持股试点进展

- 全国共选取了首批员工持股试点企业174户，央企层面选取了10户子企业作为首批试点，目前已全部完成首期员工出资入股，共引入外部资金18.3亿元

- 有28个地方共选取了164户首批试点企业，其中25户已经完成员工出资入股

- 央企控股的69户上市公司规范实施了股权激励

- 有关部门也正在结合前期试点情况，研究完善相关政策，下一步扩大员工持股试点范围时将优先从“双百企业”中选择



3、职工安置。国企混改中的职工安置问题直接关系到企业的稳定性，以及国企改革是否能够顺利实施，因此，无论国企方面，还是战略投资人方面，都会非常关注此类问题是否能够妥善处理，比如企业是否存在冗员，冗员问题是否能够在一定时间内妥善处理，处理的成本大小以及该成本由谁承担或如何分担；又如国有企业已退休或者拟退休的员工的各项补贴构成、金额、计提、及承担问题。

4、混改过程中的税负。国企混改中经常涉及企业重组或业务重组，在重组过程中通常会产生各种税负，如土地增值税、契税、所得税、增值税、印花税等，巨额的税负不可避免地构成了国企改革的成本，因此如何进行有效的税务筹划对于国企混改是否成功至关重要。同时，相当多的国有企业还存在因各种历史原因而产生并累计的税务风险，如何匡算与处理这些潜在的税务风险，也会直接影响战略投资人的风险判断，从而决定交易成败。



5、法定资产评估。确保国有资产保值增值、严防国有资产流失是国资监管的主旨，因此无论是通过老股转让，还是通过增值扩股引进战略投资人，法定资产评估都是必须履行的程序，法定资产评估值都是国有企业估值的基准。同时，从资本市场角度来看，战略投资人通常也会按照国内外资本市场上通用的估值方法和估值模型对于该国有企业的估值进行测算，而资本市场通行的估值方法和模型与法定资产评估的方法和模型不尽相同，因此我们经常能看到两套标准测算出来的估值存在相当的偏差。所以，如何能够兼顾国资监管与资本市场的判断，在二者之中寻求平衡点，是国企混改的关键所在。

6、退出通道与回购担保。市场化投资人特别是财务投资人在参与国企混改时通常会要求有明确的退出机制或要求原国有股东提供回购担保，如涉及此类回购担保或业绩承诺，我们建议交易各方需要提前就协议中的相关内容与国资监管部门进行沟通，必要时需取得事前书面批准，以尽量规避该协议条款可能无效或无法履行的风险。

三、国企混改的不确定性

1、监管的相关规定及监管部门的态度具有不确定性。尽管在过去几十年，监管部门已在国企混改的过程中累积了很多经验，但是随着不断变化的内外部经济环境，每一次混改的推动都或多或少会出现新的问题。面对这些新的问题，原有的相关规定可能并不适用，监管部门需要根据新的形势因时制宜，持续优化相关的政策规定，并探讨在新情况下如何实施，如何做出更加合理的安排。相关监管法律法规的调整与变化不可避免地导致了国企混改的不确定性。

2、投资人参与的意向和热情具有不确定性。市场化的投资人对于国有企业混改的参与取决于投资收益和投资风险的测算与平衡，在不同的监管风向和制度下，投资人对于风险和收益的测算结果也会相应变化，从而导致其参与意愿和热情的变化。同时，各项监管规定的持续变化，不可避免地改变了投资人对于政策稳定性的预期与信心，在更深层次上也影响着投资人的投资决策逻辑。

3、国有企业自身的不确定性。管理层是否愿意接受市场化的决策机制、员工是否能够得到妥善安置、企业和债权人之间的关系应该如何处理、历史遗留问题如何解决等都是进行混改的国企需要仔细考虑的问题，这些问题的发展随时影响着国有企业决策层进行国企改革的决心与时机的把握，从而导致国企混改进程出现不确定性。

综上所述，基于国企混改的复杂性、敏感性和不确定性，企业在推进混改的过程中需要树立全局观，对混改事项进行统筹协调安排，平衡好各相关方的利益诉求，把控好整体的交易流程，建立好内外部畅通的沟通机制，才能确保国企混改的顺利推进。





发挥员工持股在国企混改中的多元化作用

【前言】员工持股作为改变国资控股单一资本结构的重要手段，在国有企业改革的过程中频繁地跃入视野。90年代的内部福利性职工股，2002年前后的MBO，十八届三中全会后，全面深化的国企改革至今已然步入深水区，期间不断推进的是对员工持股的孜孜探索……在国企改革过程中，各方针对国有控股企业实施员工持股的政策、实践一直在积极探索，摸着石头过河。

政策角度的逐步规范，如2008年10月《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》（国资发改革[2008]139号）规定，“放开搞活国有中小企业，鼓励职工自愿投资入股。”

2013年11月，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体。

2015年8月，《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发[2015]22号）（下称《指导意见》），新一轮国企混合所有制改革正式拉开帷幕。意见表示探索实行混合所有制企业员工持股，坚持试点先行。

作为《指导意见》的配套文件，2016年8月18日国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国财政部及中国证券监督管理委员会联合公布的《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》（国资发改革[2016]133号）（下称133号文）对国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的具体要求、政策实施安排进行了明确，对开展员工持股的原则、试点企业条件、企业员工入股、企业员工股权管理、试点工作实施等做出了明确的指导性规定，是本轮国有企业混合所有制改革实施员工持股计划的主要指导文件。从目前来看，国有混合所有制企业开展员工持股以133号文作为主要指导……

为什么是“员工持股”不是“员工股权激励”？

员工股权激励（常见限制性股票/期权/股票奖励计划等）是员工通过中长期绩效目标的达成或提供长期服务而获得的以股票结算的激励。员工持有股权激励的风险不大；而员工持股，则更加强调员工的“伙伴”身份，员工出资成为公司股东，强调对企业股权进行长期持有、收益共享、风险共担。

在国企混改的大背景下，以“国有股权”为标的的员工持股涉及国有资产，“保值增值”是政策制度、监管法规所设的要求。在政策推进中，出于对股份的内在价值的尊重、以及对制度客观公允的强调，故而采用“持股”方案。方案中的员工由“劳动者”向“所有者”的转变，成为企业的“战略合作伙伴”，形成了也助力了多方股权结构的相互制衡。“不患寡而患不均”，以“员工持股”为出发点，也更容易弱化因“激励”产生的矛盾，以“持股”体现过程至结果的公平与公正。

为什么在引战投时，往往需要配套“员工持股”？

国有企业混改推行员工持股试点的最终目的是“形成资本所有者与劳动者利益共同体”；以终为始，持股员工作为“内部人”，将有机会积极参与到公司治理与管理之中，在公司经营决策、日常管理与监督方面发挥不可替代的作用。管理层和核心员工相对其他股东而言更加了解企业经营管理的实际情况，让其参与员工持股计划，一定程度上解决了企业所有权与经营权分离所造成的信息不对称问题。

企业一线员工参与经营决策、行使监督权力具有不可替代的优势。在实际操作中，员工持股以其客观具备的内部监督力量得到重视，以董事会的席位的形式最终落实。董事成员中有来自员工持股方的代表参与、监督企业的日常经营管理，有利于企业的长效发展。



如何匹配持股“员工”和员工持“股”的价值

核心技术是国之重器，国有企业自然求“研”若渴。积极引入具有核心技术与经营管理能力的市场化人才是本轮改革聚焦的重点。在同一家企业中，究竟谁是“核心人才”？成为了“核心”又能拿到多少股份？ — 我们看到，持股对象及其获授额度的确定方式成为了方案设计中讨论的重点之一。

为使具备核心技术与经营管理能力的员工价值得到认可，获授的额度价值与预期收益能够对外与市场同类人员薪酬水平具备可比性，员工持股从总量的核定到个量的分配背后都需遵循严格的逻辑。员工持股的份额的最终确定，将由专业机构对标市场同类岗位所获收入水平，而后进行一系列逻辑缜密的计算与规划，以保证员工持有股份的价值与员工在成熟市场中的专业价值得以体现。



“量体裁衣”识时务，“员工持股”进退皆文章

仅有“谁来持”、“持多少”、“怎么持”远远不够，员工持股方案需要配套以完善的动态管理规则。目前，监管层指导细则的缺失无疑增加了各企业方案设计时的难度，但也给方案设计留出了更大空间。持股员工如何退出、未来新入员工如何参与计划等棘手问题没有相应的政策指引，为试点企业确立相关规则与后续落地操作带来了挑战。

另外，对于有意参与其中、拟为企业员工分享改革红利、却有着多级股权架构的企业来说，什么样的标的交易对象是员工最乐于成为其业务伙伴与共同经营者的，哪个层面的企业最终作为持股标的能够更好地为助力集团改革、能够最好地赋能核心员工、激发其核心技术与经营能力，这样的“最优解”是企业在方案设计过程中，需要专业机构调查、把关、“量体裁衣”，结合企业实际情况不断寻求并反复进行探讨的。

以员工持股作为突破口，配套相应改革措施保驾护航

为积极应对市场经济的客观需求，增强国有企业自身活力与竞争力，加快国资改革的步伐，融合来自员工的力量成为实现国有企业股权结构多元化的重要手段。

2018年8月，国企改革“双百行动”名单公布，400多家企业入选并陆续开展混合所有制改革工作。随着分层、分类授权机制的不断推进，可以预见地，将有更多企业成为混合所有制改革的主体，也会有越来越多的企业将会摩拳擦掌，参与到对员工持股的实际探索之中。

为使得员工持股的作用真正得以发挥、积极性得到充分调动，突出混改企业的运营效率，在国有企业迈入改革的深水区之际，企业倾向于采用多元化手段“组合拳”的混改方案。引入、采纳员工持股试点方案之余，配以加快形成有效制衡的法人治理结构、推行职业经理人制度、企业薪酬分配差异化等改革措施，是提升员工持股实施效果的重要手段和机制保障。





国企混改企业价值评估

国企混改是深化国有企业改革的重要任务，涉及国有资产交易，根据《中华人民共和国资产评估法》（“《评估法》”）和国有资产管理的相关法律法规，混改企业价值评估属于法定评估范畴，是维护国有资产和民营资本的合法权益，构建混改企业资本结构的重要环节。

多年来的国企改革实践表明，国有资产价值是否客观公允体现、国有资产是否得到切实保护是改革顺利推进的重要内容。企业价值评估是积极助力推进混改和防范国有资产流失的重要环节。

混改企业中涉及评估的情形示例



企业国有产权转让

- 整体或者部分改建为有限责任公司或者股份有限公司
- 合并、分立、破产、解散
- 产权转让
- 非上市公司国有股东股权比例变动

国有企业增资扩股

- 以非货币资产对外投资
- 接受非国有单位以非货币资产出资

国有企业资产转让

- 整体资产或者部分资产租赁给非国有单位
- 收购非国有单位的资产
- 接受非国有单位以非货币资产抵债
- 以非货币资产偿还债务
- 资产转让、置换
- 资产涉讼
- 法律、行政法规规定的其他需要进行资产评估的事项



国企混改中企业价值评估的重要性及作用

混改过程中企业价值评估的必要性

根据国务院国资委发布的《企业国有资产评估管理暂行办法》的相关规定，绝大多数涉及国有资产权属关系变动的行为，都必须进行资产评估。混改企业价值评估成为国企混合所有制改革过程中必不可少的环节。

混改过程中需要严格执行现有定价和评估政策

《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见（国发〔2015〕54号）》明确提出，要健全国有资产定价机制。按照公开公平公正原则，完善国有资产交易方式，严格规范国有资产登记、转让、清算、退出等程序和交易行为。资产评估是确定国有资产交易价格的必要基础。

混改过程中企业价值评估的重要性

混改企业价值评估的目的，主要是为涉及国有资本的交易价格确定提供参考依据。评估机构独立、公正、科学地开展评估，是保证国有资产评估结果真实、客观和公允，防止国有资产流失的重要举措。



解决国企混改过程中定价的敏感与难点问题

在混改过程中，股权多元化会涉及到众多参与方，如国有资本出资人、资产占有方、投资人等，各方的利益诉求点有所不同。国有资产评估是国企混改中重要的基础性工作，为交易定价这一敏感问题提供助力，需要由专业、独立、有公信力的评估机构参与。

助力国企混改，实现国企高质量发展

评估机构参与国企混改方案的设计，可以整体把控混改风险。作为价值评估、判断、定价的专业手段以及现代高端服务业和经济社会发展中的重要专业力量，企业价值评估可以有效助力混合所有制改革，有效实现国企高质量发展。

国企混改企业价值评估的方方面面

混改过程复杂，参与方众多，利益诉求不尽相同

鉴于国企混改的重要性，特别是针对国有企业混合制改革过程中，如何平衡参与混改各方利益，有效防止国有资本流失，引起各界的广泛关注。而企业价值评估作为混改交易的利益协调机制，在整个混改过程中发挥着重要作用。

通常整个混改环节会涉及众多的参与主体，一般包括政府监管部门、出资人、资产占有方、国有企业职工、审计评估中介机构、外部投资人等，各方利益诉求的复杂性，增加了混改企业价值评估环节评估机构相应的执业难度。

混改企业价值评估是国企混合所有制改革中一项重要的基础性工作。正确理解和准确把握国有资产定价机制，有助于混合所有制改革过程中国有资产的交易流程更为依法合规。



混改企业价值评估与交易定价的关系

国有混改评估的工作出发点为企业决策层与相关投资者进行投资决策提供价值参考依据。实务操作中，评估工作一般在混改交易投资决策之前，由于交易方案、交易条件、资本市场情况都在变化之中，评估机构往往仅能在一定前提条件下提供相关的评估意见。交易双方及其他报告使用人应当参考评估结果，根据混改企业自身情况、交易双方博弈状况、资本市场供需变化等具体因素进行最终决策。评估机构也应当在此过程中积极发挥作用，就交易定价提供合理的专业建议。

混改企业价值评估中的价值类型

对于企业价值评估，一般要求评估方法与价值类型相匹配。按照中国资产评估协会（“中评协”）发布的《资产评估价值类型指导意见》，价值类型包括市场价值和投资价值、在用价值、清算价值、残余价值等市场价值以外的价值类型。选择不同的价值类型，评估的结果将有所不同，有时甚至会产生很大的差异。价值类型的选取，取决于市场条件、资产使用状态、评估目的等因素。推进混改过程中，评估人员要根据经济行为的不同，恰当选择适用的价值类型。

目前混改企业价值评估中，普遍采用的价值类型是市场价值。市场价值与投资价值不同，不反映特定投资者的特定交易后协同效应的影响和由此带来的价值增量。

因此，会出现投资价值高于市场价值的现象，而投资价值同样对交易定价具有参考作用。我们关注到，实务操作中出现了市场价值不应该成为混改评估项目的唯一选择的相关探索。这一传统思维的突破，在一定程度上，更符合混改的市场化需求，有利于国有资本增值保值的根本目标。因此混改工作对评估人员提出了更高的专业要求，即，企业价值评估中的价值类型不应因循守旧，要着眼于实际，进一步考虑投资价值的适用性。

混改企业价值评估中的评估方法

评估方法的合理选取是客观公正的评估结论的重要基础。《评估法》要求资产评估需要采用两种以上的评估方法，通常采用两种以上方法相互验证也是企业价值评估的实践要求之一。从理论上讲，在相对完善的市场经济中，如果不存在资产的购建成本与效用严重不对称的情况，运用多种方法对同一资产评估，其结果不应存在重大差异。但实践中各种评估方法的结果可能相去甚远，例如:

对于重资产行业的企业，如钢铁水泥等行业，因为经济形势、经济周期等原因导致短时经营效益差，利用收益途径得出的资产价值可能远低于成本途径。此时就对评估机构如何就不同方法的充分利用，以及不同方法得出的结论互相验证提出了新的挑战。

某些企业具备了良好的商业要素，但尚未在其业绩中得以充分体现。如果仅因企业历史收益不佳，没有进一步考虑混改实施后对企业效益的影响，简单采用历史信息进行评估，可能不能真实反映企业的真实价值。





混改企业价值评估中的评估范围

对于国有企业混改的评估范围，国有企业的专利权、非专利技术、商标权、品牌等无形资产是否需要纳入评估范围长期以来实务操作中仍有争议。在上世纪九十年代中后期国企混改时期，部分国有企业未将这些资产纳入评估范围，也没有纳入改制范围和交易范畴，使得这些无形资产价值在过往的部分国有企业改制中流失。

若在国有企业价值评估范围、改制范围和出售范围中没有考虑这些无形资产，将直接导致国有资产的“隐性”流失。在国企混改中，所有相关资产都应纳入评估范围，尤其需要重点关注并识别资产负债表外的无形资产，是否被纳入评估范围。无形资产与其他类别的资产相比存在如下特征：没有实物形态、难以辨别和确认，与企业整体经营有关，历史成本不一定充分代表其价值。此类无形资产的识别，以及在企业价值评估中充分反映其价值，具有相当的难度和挑战。

因此，混改企业确认评估范围时，不仅需要重视有形资产的评估，同时重点应加强对相关无形资产的识别及评估。

混改企业价值评估中的评估对象

绝大部分混改方案都是从国有资本控股角度进行设计的。因而混改中的交易标的通常是不具有控制权的少数股权。此时，评估对象和交易标的的匹配会显得格外重要。实务操作中，如果在企业价值评估阶段不考虑少数股权因素的影响，可能会对交易定价和整体进展造成一定的影响。

企业混改后，对于显见的缺乏控制权的少数股权，流动性水平的重要性是显而易见的。企业应当意识到对于混改定价环节，流动性影响的考量也是交易过程中的重要考量因素。



国企混改企业价值评估相关建议



专业评估机构的执业能力是项目成功的重要因素

混改企业价值评估属于法定评估范畴，中评协颁布实施的资产评估执业准则，对国企混改评估的基本程序作出了相应规范。程序完备和执行到位是中介机构执业的底线和红线。评估机构应当严格履行准则要求的相应程序，不能因种种主客观条件简化程序，更不能疏忽大意缺失随意简化某些程序。

例如，国有企业混改的评估程序中，往往需要资产评估人员对各项资产进行现场清查，国企资产的多样性、复杂性增加了评估人员的清查难度，对评估人员的专业胜任能力提出了较高的要求。又例如，对林业权、海域使用权、矿权类资产的清查，则需要有着专业背景的评估人员进行清查，相比于主要为财会背景人员构成的评估机构，实务操作中也需要由拥有多重专业背景以及数据分析能力的资产评估机构和专业人员开展工作。

随着近年来“一带一路”及“走出去”政策的推行，国有资产也广泛地存在于全球各地，评估机构也应当与时俱进，协调当地资源，了解当地政策，以全球化的视角开展评估工作。



评估报告环节也至关重要。评估报告不仅包含着评估结论，也应当包含有利于报告使用者充分理解评估过程、评估信息基础和评估结论的披露内容。评估机构应当重视报告环节，高质量的评估报告不仅使得交易方得以获得有效信息，也提供了足够的监管抓手，有利于打造有活力、有韧性的良好市场环境。

除此之外，评估机构也应当具有与其他专业板块，例如财务尽职调查、法律尽职调查、股权激励设计等方面的对接能力，以期更好的为混改评估提供助力。

评估方法、结论的恰当选取是价值体现的重要保障

混改企业价值评估通常可以采用资产基础法、收益法和市场法等三种基本方法，采用两种以上方法相互验证也是实践要求。在选择了两种方法进行评估后，报告结论选择哪种方法作为最终结论，往往成为焦点问题。

实践中，我们注意到，轻资产企业，或针对标的企业的经济效益较好，选取收益法结论存在一定的合理性。而在标的资产为重资产，且收益水平基本上接近社会平均报酬水平，使用资产基础法的结论存在一定合理性。

评估方法、结论的恰当选取是防范风险的关键

但需要特别关注的是，评估方法的选择远非如此简单，也并非一成不变的。评估方法的选择依赖于评估机构的专业判断。尤其是企业混改后，企业的预期经营方式可能发生的大变化，如控股权、管理层发生变化，或者收益预测基础发生变化，评估虽然是基于某一现实时点状况，但若预计预测基准发生变化，需尤其关注评估方法的选择和对评估结论造成的影响，防止评估结论被不当使用。



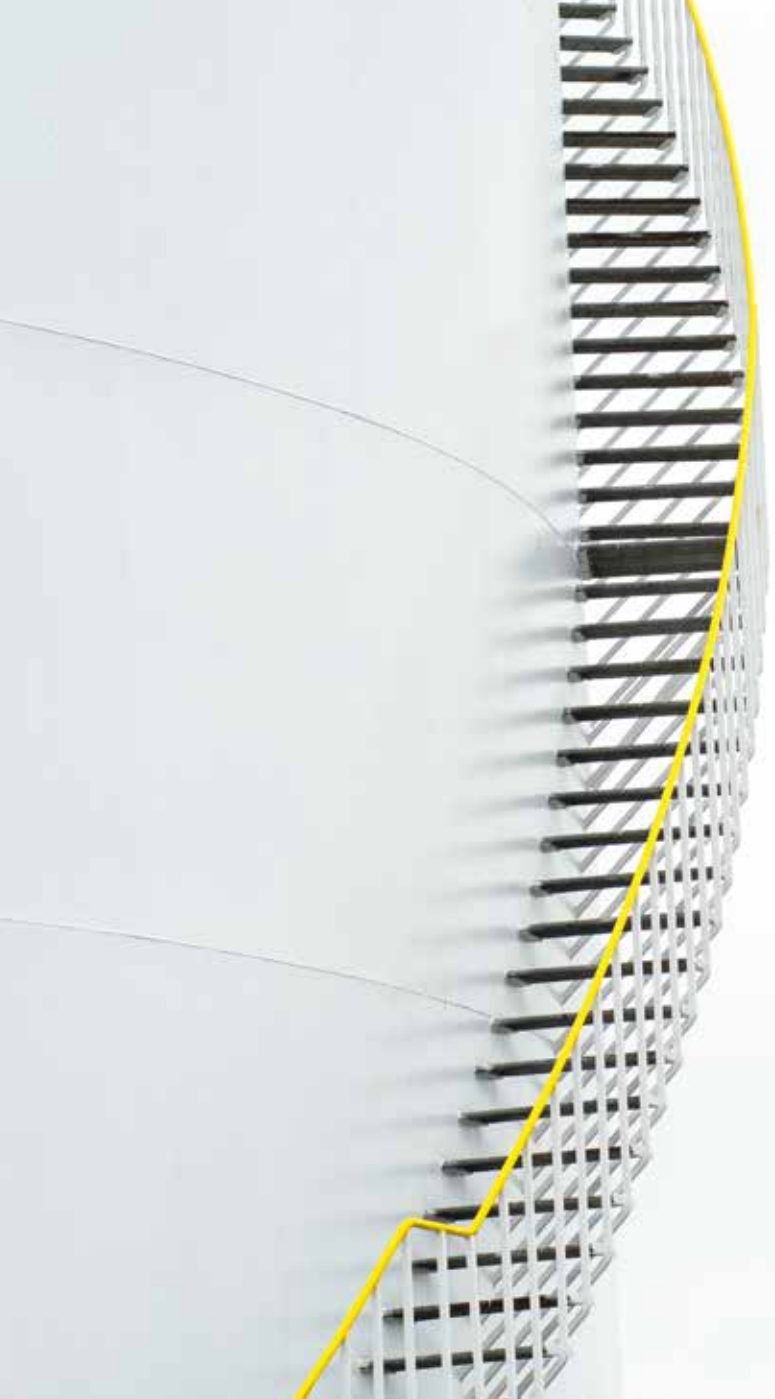
中央企业混合所有制改革回顾



十八届三中全会以来，国企改革进入到了深化改革的新阶段。2015年8月，中共中央、国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，这是新时期指导和推进国企改革的纲领性文件。此后，超过20个国企改革配套文件陆续出台，国企改革“1+N”政策体系逐步完善。

混合所有制改革（下称“混改”）是新一轮国企改革的重中之重。国务院国资委对混改寄予厚望，称之为国企改革的“重要突破口”。从宏观层面看，在供给侧结构性改革进入深水区的大背景下，政府希望通过混改解决国企市场主体地位不明确、国有经济布局过宽、效率低下等问题，进一步放大国有资本的功能，提升国资运营的效率，进而推动国有资本做强做优做大，培育具有全球竞争力的世界一流企业。从微观角度看，政府希望通过混改，国有企业能够建立权责对等、有效制衡、协调运转的公司法人治理结构，完善市场化的激励约束机制，推动产业链、价值链关键业务重组整合，提质增效、转型升级、全面提高劳动生产率，成为真正的市场主体。

十八届三中全会以来，央企混改稳步推进。中央已陆续推出四批混改试点，超过200家央企和地方国企入围。试点之外的企业也表现积极。目前，已有多家央企完成混改，中国石化销售公司和中国联通的混改引资体量巨大，引发了资本市场和媒体的高度关注。



中央对混合所有制经济的认识逐步深化

混合所有制经济并非新生事物。1993年党的十四届三中全会提到了“财产混合所有的经济单位”，1997年，“混合所有制经济”一词首次出现在中央文件中。此后中央对混合所有制经济的认识逐步深化，十八届三中全会首次把混合所有制经济提升到“基本经济制度的重要实现形式”这一新高度。

中央对混合所有制经济的认识逐步深化

十四届三中全会

坚持以公有制为主体、多种经济成份共同发展的方针。在积极促进国有经济和集体经济发展的同时，鼓励个体、私营、外资经济发展，并依法加强管理。

随着产权的流动和重组，财产混合所有的经济单位越来越多，将会形成新的财产所有结构。

1993

十五大

公有制经济不仅包括国有经济和集体经济，还包括混合所有制经济中的国有成分和集体成分。

公有制的主体地位主要体现在：公有资产在社会总资产中占优势；国有经济控制国民经济命脉，对经济发展起主导作用。

1997

十五届四中全会

积极探索公有制的多种有效实现形式。国有资本通过股份制可以吸引和组织更多的社会资本，放大国有资本的功能，提高国有经济的控制力、影响力和带动力。

国有大中型企业尤其是优势企业，宜于实行股份制的，要通过规范上市、中外合资和企业互相参股等形式，改为股份制企业，发展混合所有制经济，重要的企业由国家控股。

1999

十六届三中全会

坚持公有制的主体地位，发挥国有经济的主导作用。积极推行公有制的多种有效实现形式，加快调整国有经济布局和结构。

要适应经济市场化不断发展的趋势，进一步增强公有制经济的活力，大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济，实现投资主体多元化，使股份制成为公有制的主要实现形式。

2003

十八届三中全会

积极发展混合所有制经济。国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式，有利于国有资本放大功能、保值增值、提高竞争力，有利于各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。

允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。国有资本投资项目允许非国有资本参股。允许混合所有制经济实行企业员工持股，形成资本所有者和劳动者利益共同体。

2013

基本经济制度上的理论突破加速了混改政策的出台。十八届三中全会之前，市场上虽然已经存在着大量以上市公司为代表的“混合所有制企业”，部分非上市的国企也在产权交易市场进行股权增资和转让的操作，但在中央层面缺乏鼓励性的混改政策指引，企业的改革热情不高，力度不足。政策完善后，国企混改热情高涨，力度也逐步加大。

混合所有制改革政策配套进一步完善

截止2019年6月底，中央已经出台了四个国企混改“意见”类文件，其中的核心政策是2015年9月国务院印发的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》。该文件对国企发展混合所有制经济的基本原则、主要任务、推进方式、操作规则、环境营造、组织实施等做出了详细的规定。



混合所有制改革政策日趋完善

中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见（2015年8月）

新时期指导和推进中国国企改革的纲领性文件，共30条，其中关于混改部分4条。



《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》

- 2015年9月国务院印发。
- 国企混改根本指导意见，共29条，对混改原则、分类分层进行混改等作出了详细的要求。



《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》

- 2015年10月，发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、国资委联合印发。
- 共18条，对引资原则、合作领域、引资程序、决策程序进行了框架性的规定。



《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》

- 2016年8月，国务院国资委、财政部、证监会联合印发。
- 对试点原则、试点企业条件、员工入股的范围、价格、入股后的股权管理等做了详细规定。



《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》

- 2017年11月，发改委、财政部、人社部、国资委等八部委联合印发。
- 共9条，对资产定价机制、劳动关系、土地处置、员工持股、工资总额管理等做了详细规定。

《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》对混改的要求、原则、范围和层次做出了详细的指引

1. 总体要求

对改革的出发点和落脚点、改革的原则进行了界定。改革原则包括：政府引导，市场运作；完善制度，保护产权；严格程序，规范操作；宜改则改，稳妥推进

2. 分类推进国有企业混合所有制改革

对主业处于充分竞争行业和领域、主业处于重要行业和关键领域的商业类国有企业、公益类国有企业的混改方式进行了规定

3. 分层推进国有企业混合所有制改革

对子公司、集团公司、地方国企的混改范围进行了规定

4. 鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革

鼓励非公有资本、支持集体资本、有序吸收外资参与国企混改；推广PPP模式；鼓励国有资本如非国企；员工持股；探索优先股和国家特殊管理股

5. 建立健全混合所有制企业治理机制

确立和落实企业市场主体地位；健全混合所有制企业法人治理结构；推行混合所有制企业职业经理人制度

6. 建立依法合规的操作规则

规范操作流程和审批程序；健全国有资产定价机制；加强监管

7. 营造国有企业混合所有制改革的良好环境

加强产权保护；健全多层次资本市场；完善支持国有企业混合所有制改革的政策；加快建立健全法律法规制度

8. 组织实施

建立工作协调机制；加强混合所有制企业党建工作；开展不同领域混合所有制改革试点示范；营造良好的舆论氛围

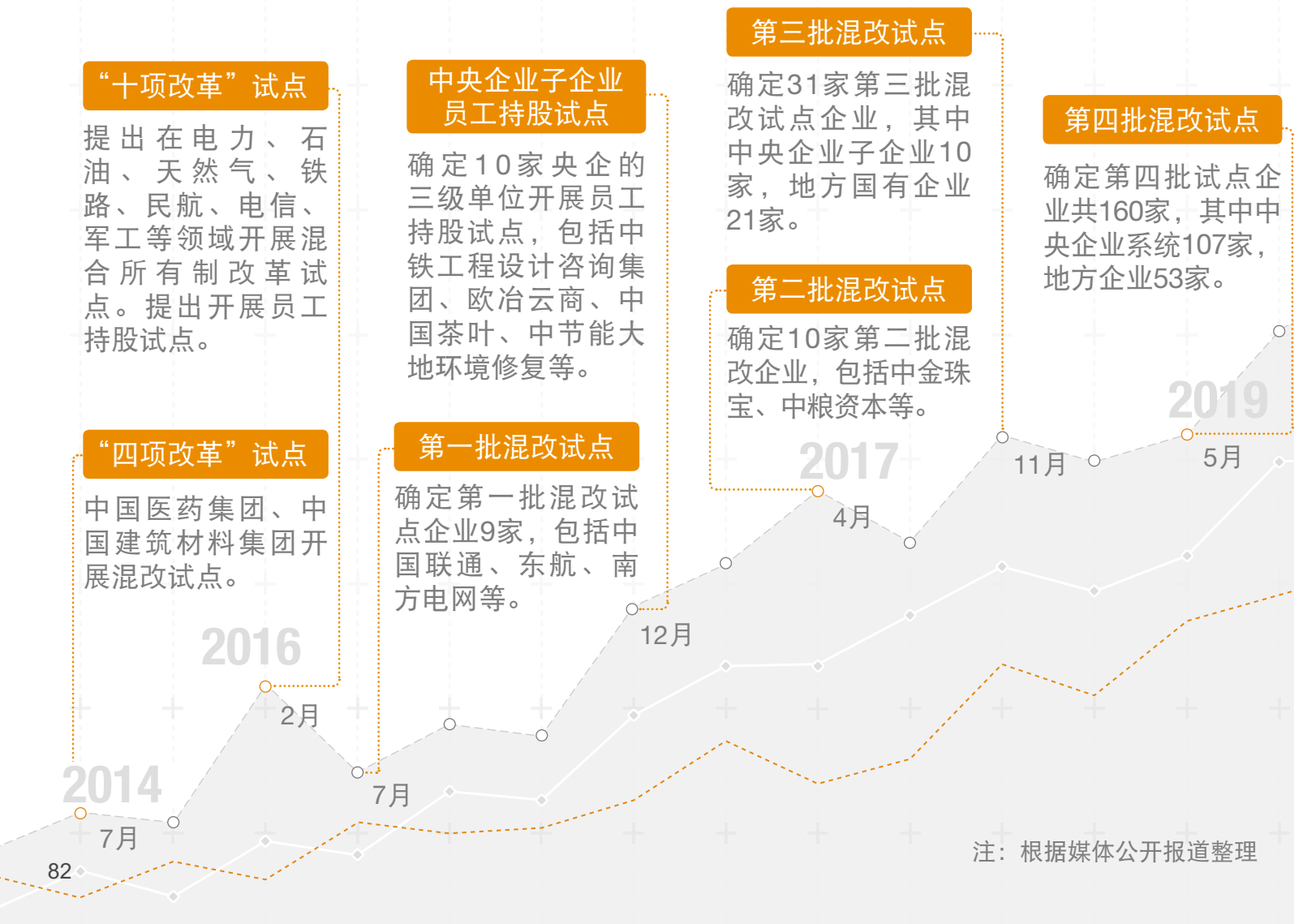


在混改的具体的操作上，央企混改平台需要按照集团层面出台的更为具体的混改政策实施混改，此外也需要参考行业主管部门的政策。如根据国家电改政策，电网领域的混改主要聚焦于增量输配电领域。不同模式，不同类型公司的混改也需要满足不同的监管要求。

中央通过试点推动混改

中央对混改的实施高度重视。2016-2019年《政府工作报告》中的国资改革章节均对混改提出总体要求。发改委、国资委也多次召开会议对混改做出具体安排。在具体举措上，中央主要通过开展试点的方式推进企业的混改工作。2014年7月国资委“四项改革”试点就包括混改的相关内容。截止目前，中央已陆续推出四批混改试点，共有210家企业入围，其中绝大多数为央企子公司。试点之外的央企也积极选择子公司开展混改。在项目展示上，上海联合产权交易所和北京产权交易所均开设了央企混改专区，集中展示央企混改项目。

中央通过开展试点推动混改



注：根据媒体公开报道整理

混改进展迅速，混改模式纷呈

发改委和国资委披露的数据显示，近年来央企的混改项目规模较大，增长迅速。国资委数据显示，2016年央企新增混改项目数同比增长45.6%；2017年央企新增混合所有制企业超过700户，引入社会资本超过3,386亿元；2018年，央企和地方企业又新增了2,880户混合所有制改革的企业。

央企所有者权益的结构数据也体现出混改的进展。国资委数据显示，2017年底中央企业所有者权益总额17.62万亿，其中引入社会资本形成的少数股东权益5.87万亿，占比33%。2018年底，所有者权益是19.9万亿，少数股东权益为7.2万亿，占比达到36%。国资委称少数股东权益中大部分是混合所有制改革引入各类社会投资者的权益。2013-2017年，民营资本参与中央企业混改的投资金额超过1.1万亿元。

产权交易所披露的数据也印证了混改的进展。中国产权协会披露的数据显示，2017年社会资本通过产权交易市场以股权受让方式参与的国有企业混改项目889宗，交易额合计981.6亿元。社会资本（含外资）以增资方式参与国有企业混改项目202宗，交易额合计770.9亿元。全年通过产权流转或增资方式完成的混改项目1,150宗，合计金额1,882亿元。

央企主要通过增资扩股或存量股转让的方式完成混改，部分混改方案中两种模式兼具并在此过程中引入员工持股激励计划。增资扩股能够放大国有资本的撬动作用，成为主流混改模式。由多家央企发起设立的中国国有企业结构调整基金（基金总规模3,500亿元，首期募集资金1,310亿元）也成为一支重要的市场力量，目前已经参与了中国联通、中粮资本、华能资本等多个混改项目。

部分央企混改案例

央企集团（混改企业）	募资金额	新进战投家数	新投资者股权占比
中国石化集团（中石化销售公司）	1,071亿	25	29.99%
中国联通集团（中国联通）	780亿	10	战投：35.19% 员工：2.7%
中国联通集团（联通智网科技）	N/A	9	31%
东航集团（东航物流）	22亿	4	战投：45% 员工：10%
东航集团（东航股份）	34.9亿港元	1（达美航空）	3.55%（引入时占比）
南航集团（南航集团）	300亿	3	31.3%
南航集团（南航股份）	15.5亿港元	1（美国航空）	2.68%（引入时比例）
华能集团（华能资本服务）	142.5亿	5	38.78%
中粮集团（中粮资本投资）	69亿	7	35.5%

部分央企混改案例

央企集团（混改企业）	募资金额	新进战投家数	新投资者股权占比
宝武钢铁（欧冶云商）	约10亿	6	战投：23% 员工：5%
中国黄金（中国黄金珠宝）	22.5亿	8	战投：34.3% 员工：N/A
中远海运（泛亚航运）	7.7亿	1 （复星）	战投：10% 员工：8%
中国电信（翼支付）	9.45亿	4	49%
中国铁路总公司（国铁吉讯科技）	43亿	2	49%
中国铁路总公司（中铁特货）	23.65亿	6	15%
中国铁工（中铁工程设计咨询）	N/A	2	战投：10% 员工：20%
中核集团（中核新能源投资）	12亿	6	战投：66.6%

注：根据媒体公开报道整理。募集金额如无特殊说明均为人民币。新进战略投资者家数不包括员工持股方案。

未来展望

展望未来，央企混改将逐渐扩大范围，改革的力度也将进一步深化，主要体现在如下几个方面：

民企和外资将更多地参与央企混改。虽然已有多个央企在混改中引入了民企和外企，但其持股比例仍然较低，多个央企混入的仍是国资背景的投资者。政府一直鼓励民企和外资参与国企混改，随着政府和企业对“所有制中立”和“竞争中性”概念的理解进一步深化，以及中国对外开放的力度的加大，我们将看到更多民企和外资参与央企的混改。

央企将更多地参与民企混改。目前已完成的混改案例中，央企混入民营资本或国资占主流，民企混入国资的案例较少。虽然2018年部分上市民企引入了国资背景的股东，但其主要目的是为了解决短时期的资金压力，而非业务上的协同与合作。混改是双向的，中央文件中明确指出鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业，目前市场上也开始出现以业务协同为基础的民企引入国资“反向混改”案例，未来将成为一个重要的改革方向。

央企与地方国企在股权层面的合作将进一步深化。2018年以来，已经有多家A股上市公司的实控人由地方国资委变更为国务院国资委，典型案例包括宝武钢铁整合马钢股份，中铝整合云铝股份和驰宏锌锗，招商局集团在辽宁整合港口企业，华润在天津、上海和山西参与多家地方国企的混改。

央企的混改审批流程将进一步简化，混改审批时限将缩短。根据最新的《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》，央企获得了审批所属企业混改方案的权限，还获得了资产重组、股权管理等领域的多项自主权，这将进一步提高改革决策和实施的效率。



2019年中国国企改革回顾
— 央企的改革与发展

2019年是中国国企改革的攻坚之年。国企改革“1+N”政策体系进一步走向完善，国资监管部门陆续印发多个操作细则类文件，指导更具针对性。2019年“创建世界一流示范企业”试点推出，混改试点和“双百行动”试点规模扩大。

2019年，中央企业在混合所有制改革、兼并重组、国有资本投资及运营等方面取得较大的突破，改革呈现出一些新的特点。央企多个百亿级混改项目落地，新的项目密集推出，高度垄断的电网、铁路等领域混改力度明显加大。央企重组整合热度不减，央企间专业化整合继续保持势头，央企对地方国企的重组和整合掀起高潮。国有资本投资、运营公司获得更多的授权和放权事项，改革路径逐渐清晰。

2019年第四季度，中国共产党十九届四中全会、中央经济工作会议等重磅会议陆续召开。十九届四中全会提出了“增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力”的新要求。中央经济工作会议提出制定国企改革三年行动方案。这将指导“十三五”收官之年和“十四五”期间国企改革的方向。

国企改革政策进一步完善

2015和2016年是国企改革政策的密集出台期。十八届三中全会后，中央印发了多个“意见”类文件，对混改、公司治理、国资监管、兼并重组给予方向性、框架性的指导。国企改革政策自2017年开始走向具体化，国务院国资委及其他监管部门陆续印发了相关操作指引和办法，对国企在改革实施中面临的具体问题进行指导。2019年是近三年来出台文件最多的一年，涉及工资管理、业绩考核、混改等事项。

2019年以来主要国企改革政策文件

时间	文件名
2019年1月	中央企业工资总额管理办法
2019年3月	中央企业负责人经营业绩考核办法
2019年4月	国务院关于印发改革国有资本授权经营体制方案的通知
2019年6月	国务院国资委授权放权清单（2019年版）
2019年6月	关于做好中央企业违规经营投资责任追究工作体系建设有关事项的通知
2019年10月	中央企业国有资本经营预算支出执行监督管理暂行办法
2019年11月	中央企业混合所有制改革操作指引
2019年11月	关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知
2019年11月	关于加强中央企业内部控制体系建设与监督工作的实施意见
2019年11月	国务院国资委关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见
2020年1月	关于中央企业加强参股管理有关事项的通知
2020年1月	关于切实加强金融衍生业务管理有关事项的通知
2020年1月	关于印发《中央企业禁入限制人员信息管理办法（试行）》的通知
2020年2月	关于印发《“双百企业”推行经理层成员任期制和契约化管理操作指引》和《“双百企业”推行职业经理人制度操作指引》的通知

数据来源：国务院国资委

混改和“双百行动”试点规模扩大，新的试点项目推出

十八届三中全会以来，国资委陆续推出了“四项改革试点”、“十项改革试点”、“国有资本投资、运营公司试点”、“双百行动”等多个试点项目。2019年第四批混改试点入围企业160家，较前三期大幅增加。“双百行动”入围企业数量有所增加。2019年国资委推出了“创建世界一流示范企业”和“百户科技型企业深化市场化改革提升自主创新能力专项行动”。

2019年国企改革试点项目

时间	详情
2019年1月	国资委选择10家央企作为创建世界一流示范企业。入围企业为航天科技、中国石油、国家电网、中国三峡集团、国家能源集团、中国移动、中航集团、中国建筑、中国中车集团、中广核。
2019年5月	国资委确定第四批混改试点企业共160家，其中中央企业系统107家，地方企业53家。此前三批试点共50家。
2019年7月	国企改革“双百行动”试点企业扩围，由398家增至444家。
2019年12月	《百户科技型企业深化市场化改革提升自主创新能力专项行动方案》印发，将遴选符合要求企业入围试点改革。

数据来源：普华永道根据公开信息整理

混合所有制改革

2019年，央企混改继续稳步推进。存量非上市央企通过产权交易所增资扩股、央企在资本市场IPO和增发融资是三大主流模式。国资委数据显示，2019年全年央企新增混合所有制企业超过1000户，通过资本市场、产权市场引入社会资本超过1500亿元。与此前年份相比，2019年央企混改呈现出几个新的特点：

01 混改力度进一步加大，多个百亿级混改项目落地。2015-2018年，中石化销售公司、联通的混改以融资额巨大、战投数量多得到市场高度关注。2019年以来有两个超200亿的非上市央企混改项目签约。在IPO市场，邮储银行、京沪高铁的融资额也均超过300亿元。增发市场也有多个超百亿的重大混改项目落地，包括中信集团重组大冶特钢实现特钢板块整体上市，中粮集团通过借壳中原特钢实现旗下金融板块专业化公司中粮资本上市，国家电网推进置信电气重组实现旗下证券和信托业务上市。

02 混改项目密集推出。2015-2018年，央企混改项目多以个案形式推出。2019年有多个批次的混改项目集中推出。2019年10月，274个中央企业混改项目集中亮相“中央企业混合所有制改革项目专场推介会”，拟引入社会资本规模超2000亿元。其中多个项目披露了上市预期。部分央企开始集中推介项目。2019年11月，国家电网在上海联合产权交易所集中推介12个重点混改项目。2019年12月，中国建筑计划对公司所属部分三级子企业进行总规模不超过193亿元的增资扩股。



03 部分央企持续混改，股权结构进一步优化。2015-2018年，联通、南航、东航均有混改项目落地。2019年这三家央企继续深化混改。云南联通以“全域委托承包运营”的模式组建了民营控股的运营公司。东航此前已完成物流子公司的混改，上市子公司东方航空引入了达美航空、携程。2019年东方航空又引入吉祥航空、均瑶集团及其子公司上海吉道航，国有企业结构调整基金为战略投资者，集团持股比例进一步降至30%。南航集团上市子公司曾引入美国航空为战略投资者，2019年集团混改实施，引入广州和深圳国有企业为战略投资者。

04 央企子公司与领先民营企业设立合资公司成为混改重要操作模式。存量央企的混改项目多集中在传统产业，引入的投资者以国有资本为主。新设子公司则聚焦新兴业务，部分项目央企不再控股。2019年，国家电网和恒大高科技成立了国网恒大智慧能源服务有限公司，聚焦社区智能充电桩建设运营、销售等业务，双方各持50%股权。中海油集团和易信科技合资成立了海油发展易信科技有限公司，易信科技控股51%。

2019年部分非上市央企混改签约项目

央企集团	混改企业	投资者家数	募资金额（亿元）	投资者股权占比
国家电投	青海黄河上游水电开发有限公司	8	242	35%
南航集团	南航集团	3	300	31.3%
招商局	招商局港通发展（深圳）有限公司	1	100	25.9%
	招商资本	1	N/A	50%
中盐集团	中盐股份	13	30.6	31.6%
东航集团	东方航空	4	74.59	N/A
中车集团	中车产投	5	34	34.5%
航天科工	湖南航天	4	13	31.7%
国投集团	国投高新	4	55	N/A
南方电网	南网能源公司	4	15.3	34%
国家电网	北京电力交易中心	10	N/A	30%

数据来源：普华永道根据公开信息整理

投资者详情

青海黄河上游水电开发有限公司	中国人寿、工银投资、农银投资、国新建信、央企扶贫基金、浙能集团、云能资本、金石投资
南航集团	广东恒健投资控股、广州市城市建设投资集团、深圳市鹏航股权投资基金
招商局港通发展	平安资产
招商资本	普洛斯
中盐股份	国新央企运营（广州）投资基金、广东省盐业集团、广西盐业集团、庆化医控股（集团）公司、广西钦州金投中盐投资管理、福州经济技术开发区兴睿永瀛股权投资合伙企业、建信（北京）投资基金管理、北京川发投资管理、贵州茅台建信文化娱乐投资管理、海宁鑫鸿一号股权投资合伙企业、山西太钢投资、广东温氏投资、石羊农业控股集团
东方航空	吉祥航空、均瑶集团、上海吉道航及中国国有企业结构调整基金
中车产投	株洲市国有资产投资控股集团有限公司、中国国新资产管理有限公司、上海奉新智能制造发展有限公司、上海国盛（集团）有限公司、工融金投一号（天津）股权投资合伙企业

投资者详情

湖南航天	中国国有资本风险投资基金、国改双百发展基金、 江苏聿泉航天工融债转股投资基金和农银金融资产投资有限公司
国投高新	华侨城资本、工银投资、农银投资与国企改革“双百行动”发展基金
南网能源	绿色能源混改股权投资基金（广州）合伙企业、特变电工、 广州智光电气股份、广东省广业绿色基金管理有限公司
北京电力交易中心	华能集团、大唐集团、华电集团、国家电力投资集团、长江三峡集团、 国家能源投资集团、中国核能电力股份、中国石化集团资产经营管理、 国投电力控股、华润电力投资



中央国有企业IPO

首发上市是重要的混改途径。2019年A股共有201只新股上市，融资总额为2533亿元。其中央企为9家，融资额639亿元。2019年共有5家中央国有企业在香港上市，融资额170亿港元。

2019年以来A股上市中央国有企业

代码	名称	上市日期	上市板	募资总额（亿元）	省份	实控人
601658.SH	邮储银行	2019-12-10	主板	327.14	北京	中国邮政集团
601816.SH	京沪高铁	2020-01-16	主板	306.74	北京	国家铁路集团
003816.SZ	中国广核	2019-08-26	中小企业板	125.74	广东	国务院国资委
688009.SH	中国通号	2019-07-22	科创板	105.30	北京	国务院国资委
688396.SH	华润微	2020-02-27	科创板	43.13	江苏	国务院国资委
600968.SH	海油发展	2019-06-26	主板	38.05	北京	中国海洋石油集团
601236.SH	红塔证券	2019-07-05	主板	12.59	云南	中国烟草总公司
601698.SH	中国卫通	2019-06-28	主板	10.88	北京	航天科技集团
688128.SH	中国电研	2019-11-05	科创板	9.40	广东	国务院国资委
300788.SZ	中信出版	2019-07-05	创业板	7.06	北京	中信集团
300797.SZ	钢研纳克	2019-11-01	创业板	2.79	北京	国务院国资委

数据来源：Wind。统计日期为2019年1月1日至2020年2月27日

2019年香港上市中央国有企业

代码	名称	上市日期	募资总额（亿港元）	省份	实控人
6806.HK	申万宏源	2019-04-26	90.90	新疆	中投/汇金
6049.HK	保利物业	2019-12-19	46.80	广东	国务院国资委
3877.HK	中国船舶租赁	2019-06-17	20.56	上海	中国船舶工业集团
6055.HK	中烟香港	2019-06-12	9.35	香港	中国烟草总公司
1857.HK	中国光大水务	2019-05-08	3.11	广东	财政部/汇金

数据来源：Wind



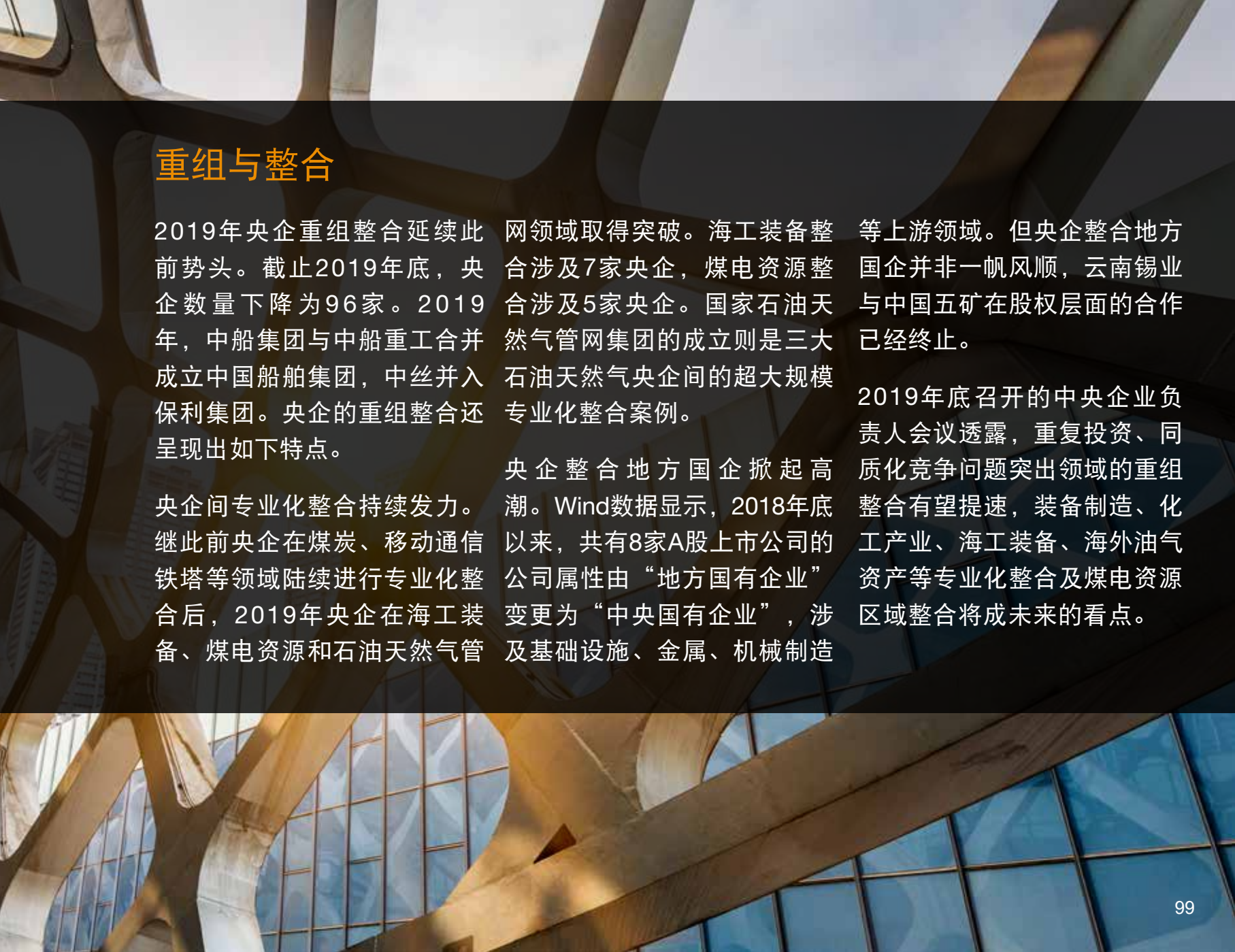
上市央企增发

Wind数据显示，2019年A股市场共有237起增发实施案，共募资6590亿元。其中中央企业实施39起，共融资1652亿元，其中有1294亿元为资产注入，货币融资为358亿元。

2019年部分上市央企增发实施

代码	名称	发行日期	募资金额（亿元）
000708.SZ	中信特钢	2019-08-23	231.79
002423.SZ	中粮资本	2019-01-07	195.24
000958.SZ	东方能源	2019-12-20	151.12
000031.SZ	大悦城	2019-02-02	144.47
601600.SH	中国铝业	2019-02-18	127.13
601390.SH	中国中铁	2019-09-10	116.55
601919.SH	中远海控	2019-01-14	77.24
600115.SH	东方航空	2019-08-26	74.59
600579.SH	克劳斯	2019-04-18	63.03
600764.SH	中国海防	2019-11-21	59.40

数据来源：Wind



重组与整合

2019年央企重组整合延续此前势头。截止2019年底，央企数量下降为96家。2019年，中船集团与中船重工合并成立中国船舶集团，中丝并入保利集团。央企的重组整合还呈现出如下特点。

央企间专业化整合持续发力。继此前央企在煤炭、移动通信铁塔等领域陆续进行专业化整合后，2019年央企在海工装备、煤电资源和石油天然气管网领域取得突破。海工装备整合涉及7家央企，煤电资源整合涉及5家央企。国家石油天然气管网集团的成立则是三大石油天然气央企间的超大规模专业化整合案例。

央企整合地方国企掀起高潮。Wind数据显示，2018年底以来，共有8家A股上市公司的公司属性由“地方国有企业”变更为“中央国有企业”，涉及基础设施、金属、机械制造等上游领域。但央企整合地方国企并非一帆风顺，云南锡业与中国五矿在股权层面的合作已经终止。

2019年底召开的中央企业负责人会议透露，重复投资、同质化竞争问题突出领域的重组整合有望提速，装备制造、化工产业、海工装备、海外油气资产等专业化整合及煤电资源区域整合将成未来的看点。

2019年以来央企间重组与整合

时间	事件
2019年4月	北京国海海工资产管理有限公司成立，定位为央企海工装备资产管理平台。中国诚通、中国海油各持有25%股份。中交建、中国船舶工业、招商局、中船重工和中远海运各持有10%。
2019年7月	保利集团与中丝集团重组，中丝集团无偿划转进入保利集团。
2019年11月	中船集团与中船重工联合重组为中国船舶集团。
2019年12月	国家石油天然气管网集团有限公司挂牌组建。中国石油天然气集团、中国石油化工集团、中国海洋石油持股比例分别为40%、30%、30%。
2019年12月	中央企业煤电资源区域整合试点启动。中国华能、中国大唐、中国华电、国家电投和国家能源集团牵头对首批5个试点区域甘肃、陕西、新疆、青海、宁夏进行煤电资源整合。
2020年1月	中化集团与中国化工集团农业资产合并，注入中国化工集团旗下所属先正达集团股份有限公司。

数据来源：普华永道根据公开信息整理

央地重组

时间	详情	相关上市公司
2018年底-2019年初	云冶集团与中铝集团重组。云南国资委将云冶集团51%股权无偿划转至中铝集团全资子公司中国铜业。	云铝股份 驰宏锌锗
2019年5月	中国华润通过增资，持有江中集团51%股权	江中药业
2019年5月	安徽省国资委将马钢集团51%股权无偿划转至中国宝武	马钢股份
2019年9月	招商局集团整合辽宁港口，通过增资、股权划转等形式合计持有辽宁港口集团51%股权。	营口港 大连港
2019年12月	海南省国资委将港航控股45%股权无偿划转至中远海运全资子公司	海峡股份
2019年12月	中国通用技术集团重整沈机集团	沈机股份

数据来源：普华永道根据公开信息整理



国有资本投资、运营公司改革

政策脉络渐清

改组组建国有资本投资、运营公司是新一轮国企改革的重要抓手，有助于进一步打造专业平台开展资本运作，促进国有资本合理流动，提高国有资本配置和运营效率。

自十八届三中全会提出这一重要改革命题后，政策体系不断完善。2015年印发的《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》以及《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》对此均有概述。

2018年国务院印发了《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，阐述了两类公司的功能定位、组建方式、授权机制、治理模式及运行模式，试点的实施步骤和配套政策等。

政策在2019年进一步细化。国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》。国资委发布《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》。两个政策明确了国资委对国有资本投资、运营公司的授权内容。两类公司在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等领域获得了更多的授权和放权事项。

试点企业改革模式纷呈

2014年至2018年，国务院国资委分三批确定了21家央企为国有资本投资、运营公司试点企业。其中投资公司19家，运营公司2家。

从宏观视角看，国资监管部门在两类公司改组组建、投资运营模式、授权范围、作用发挥等方面积累了初步的经验。从微观角度看，试点企业的改革是一次全方位、综合性的改革，结合了企业所处的行业、市场环境以及自身的发展战略。试点企业对此前的一些改革有所承继，也结合新的政策融入了创新的内容。改革方案中既包括混改、重组整合等资本运作，也包括公司治理、管控架构、激励体系等现代企业制度方面的建设。与其他改革试点项目多从二级和三级子公司开始不同，两类公司的改革是自上而下的改革。

2019年11月，华润试点方案获批。公开信息显示，国资委要求华润努力建设成为“世界一流的综合性投资公司”。华润的初步改革思路包括业务结构优化、业务智能科技化等，也涵盖战略管控、组织建设、公司治理、混改、激励机制、内部授权管理、考核评价体系等。航空工业集团的改革也包括总部改革、战略规划和梳理、授权改革、企业行权能力建设、监督体系改革等。

试点央企子公司在多个领域的改革也被视作集团打造国有资本、投资公司的重要举措。招商局子公司招商蛇口与招商局漳州重组以及招商公路板块整体上市均拉升了集团的资产证券化率水平，这是衡量国有资本投资公司资本运作能力的重要指标。华润集团子公司华润怡宝、太平洋咖啡推进混改，华润微电子、东阿阿胶也入围国资委



“双百行动”综合改革试点，助力了集团国有资本投资领域的改革。2019年中粮资本借壳上市，成为集团又一家上市的专业化子公司。中粮集团是首批国有资本投资公司试点企业，其打造的“集团总部资本层 — 专业化公司资产层 — 生产单位执行层”三级架构已成为国有资本投资公司的样板。

中国诚通和中国国新是国有资本运营公司试点企业。近年来，诚通实现了从国有资产经营公司到资本运营公司的转型，从接收国资委资产经营项目到主动开展股权运作，国有资本实现了流动。诚通的“精干总部 — 专业运营平台 — 参股企业”运作模式也成为国有资本运营公司借鉴的样本。诚通发起成立的中国国有企业结构调整基金参与了中国联通、中粮资本等多个央企的混改，部分股权投资完成了减持，资本运营走向成熟。中国国新发起成立了中国国有资本风险投资基金，专注于科创企业的投资，陆续投资了寒武纪科技、旷视科技等公司。

国资委曾透露，未来央企将分为产业集团、国有资本投资公司、国有资本运营公司三类，将有更多的央企进入国有资本投资、运营公司试点，两类公司有望获得更多的授权和放权事项。两类公司的改组和组建方式也将有所创新。目前主要是改组现有央企集团，而新组建的方式或更具创新性和挑战。在授权模式上，目前的试点是国有资产监管机构授权模式，即国资委对央企进行授权。未来或将出现政府直接授权模式，选择由财政部履行国有资产监管职责的央企进入试点将是下一阶段考虑的方向。

未来可期

十八届三中全会以来，央企沿着混改、兼并重组、国有资本投资运营及现代企业制度建设等改革主线，积累了丰富的改革经验。随着政策进一步完善、国资委授权和放权力度的加大以及试点企业改革成效的逐步显现，未来央企的改革有望全面铺开，改革的内生动力将更足，市场的力量也将发挥更大的作用。

十九届四中全会提出了“增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力”的新要求。与此前相比，新增了对创新力和抗风险能力的要求。2019年底国资委召开了中央企业负责人会议，提出2020年起央企经营业绩考核将新增“营收利润率”和“研发经费投入强度”两个指标，体现了对央企主业竞争力和创新能力的新要求。2020年央企重点工作中有“八个着力”，其中之一为“着力增强企业技术创新能力”。以降杠杆减负债为重点任务“着力防范化解重大风险”也是2020年央企重点工作之一，体现了四中全会对“抗风险能力”的新要求。

“八个着力”中还包括“着力提升国企改革综合成效”，要求央企在现代企业制度、推进混合所有制改革、建立市场化经营机制、剥离办社会职能和解决历史遗留问题、推进改革示范工程上实现突破。“着力打造世界一流企业”则要求央企全面对标找准短板差距，健全体系，提升管理能力，深化创建培育世界一流企业。

“十四五”期间的国企改革方向将进一步明晰。2019年底召开的中央经济工作会议提出制定实施国企改革三年行动方案，提升国资国企改革综合成效。要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整。国资委透露将牵头编制“十四五”全国国有资本布局与结构战略性调整规划、组织编制中央企业总体规划。



2019年中国国企改革回顾
— 地方国企的改革与发展



地方国企的改革是中国国企改革的重要环节。2019年，上海、深圳、沈阳区域性国资国企综合改革试验启动，三地将打造全国的标杆。地方国企围绕混合所有制改革、重组整合及国有资本投资、运营方面的改革取得新的突破。

2019年，地方国企多个重大混改项目签约，格力、奇瑞混改引资额均超百亿元；地方政府推介力度空前，项目数量和引资额达到历年之最；多个省份的一级企业集团混改陆续破冰；民营企业引入地方国资进行“反向混改”成为年度热点。2019年，地方国企重组整合持续发力，广东、北京等地国企重组掀起高潮；省级港口整合继续推进，多个港口集团组建成立。2019年，多省扩增了国有资本投资、运营公司试点，偏远省区纷纷确立试点，市、县级国有资本投资、运营公司设立迎来高潮。

目前，地方人民代表大会和地方国资监管工作会议陆续召开，对2020年国企改革工作进行了部署。部分地方国资委已启动国有资本“十四五”规划的编制工作，将定调未来的发展方向。在构建国资监管大格局、形成国资监管一盘棋改革背景下，国务院国资委对地方国资委的指导和监督作用将进一步强化，未来地方国企的改革将有更高的站位和更全局的思考。

上海、深圳和沈阳区域综改试验启动

2019年7月，上海、深圳“区域性国资国企综合改革试验”和沈阳国资国企重点领域和关键环节改革专项工作启动。开展综改试验对于增强国资国企改革的系统性、整体性、协同性，以点带面推动全国国资国企改革具有积极意义。根据方案，三地要努力成为“全面落实国家战略的国资国企改革高地”。

上海和深圳于2019年9月陆续发布改革实施方案。上海还制定了《关于贯彻落实<上海市开展区域性国资国企综合改革试验的实施方案>行动计划》，并形成了20余个改革项目的具体操作方案。深圳市国资委编制了综改试验三年任务分工表，编制全部直管企业改革三年行动计划初稿。

两地的综改方案整体定位较高，存在较多的相似点。两地的混改均以上市为主导。到2022年，上海计划竞争类企业基本完成整体上市或核心业务资产上市。深圳计划每家市国资委直管企业原则上控股1家以上上市公司。两地在重组方面均注重整合和重组的“开放性”，上海提出“淡化资本的区域、层级和所有制属性”，深圳则要求“围绕产业链、价值链、创新链”进行重组，并加强市、区两级国有企业的整合与协同。

在国资战略布局上，两地均要求市属企业开展国际化经营，提高全球资源配置能力，并积极参与国家的区域协调发展战略。上海方案要求加强与长江三角洲、长江经济带以及国内重点区域合作。深圳除要求抓住粤港澳大湾区建设重大机遇外，还要求积极参与雄安新区、京津冀、长江经济带和广东省“一核一带一区”的建设。

方案还允许驻三地的中央企业参照执行。上海和深圳的方案中均提出加强与央企合作。上海提出积极争取中央企业及其重要子企业或中央企业重大项目落户上海，吸引中央企业参与上海国资国企改革。深圳提出积极承接、率先实践国家拟开展的各项国资国企改革试点工作。



混合所有制改革

非上市地方国企的混改与央企有较大差异。在混改模式上，央企主要以增资扩股为主，地方国企混改中有较多的股权转让案例，国资让渡控股权，甚至100%退出的案例较为常见。在引入投资者数量上，单个央企混改多签约5家以上投资者，部分甚至超过10家，地方国企混改常引入1-2个投资者。在投资者属性上，央企混改多引入国有资本，民营投资者参与相对较少，地方国企混改中引入民企数量较多。在混改层级上，央企主要在二级和三级子公司开展混改，地方国企则出现较多集团混改案例。

各地的混改在模式、进展和力度上有着明显的差异。经济发达省区如上海、浙江、广东等地充分利用资本市场开展混改，以国企集团整体上市为目的。一些地方的国企承载着经济转型的重任，混改主要通过产权转让退出非主业、非优势领域进行“瘦身健体”，或通过与投资者合资成立新公司来培育新的经济增长动能，仅有少量发展前景好的项目通过增资扩股完成。在混改进展上，天津2019年完成了7家市管企业混改。上海、广东等地的国企在完成一轮混改后开始实施二次混改。

2019年地方混改项目的推广力度空前，项目数量和引资额度达到历年之最。2019年7月四川集中推介179个混改项目，拟引入社会资本超400亿元。2019年4月，内蒙古推出40多个混改项目，预计引资近200亿元。省级国资委在异地举办混改推介会成为潮流。天津仅在2019年上半年就分别在上海、深圳、重庆等地举办混改推介会。

2019年，多个省属一级企业集团混改陆续“破冰”。广东省盐业集团的混改获批，将成为广东首个集团层面的混改案例。山西则首次明确太钢、太重、汾酒、大地、云时代等8户企业在集团公司层面开展混改试点。海南省属企业海南省建设集团已经开始公开征集投资者。

2019年，民营企业引入地方国资进行“反向混改”成为市场热点。Wind数据显示，去年A股有近40家上市公司的属性由“民营企业”变更为“地方国有企业”，数量为历年之最，总市值超过2000亿元。部分民企因面临资金压力引入国资纾困，一些则与国企开展业务领域的深度合作。





2019年部分非上市地方国企混改签约项目

省份	集团	混改企业	投资者家数	募资金额（亿元）	投资者股权占比	方式
广东	格力集团	格力电器	1	416.62	15%	股权转让
安徽	奇瑞控股	奇瑞控股 奇瑞股份	1	144.5	30.99% 18.51%	增资
重庆	商社集团	商社集团	2	86.47	55%	增资
	化医集团	重庆医药健康	2	41	49%	股权转让
黑龙江	哈药集团	哈药集团	2	12.08	15%	增资
天津	一商集团	一商集团	1	22.69	100%	股权转让
	海泰控股	天津信托	1	19.91	26%	股权转让
	海鸥表业集团	海鸥表业集团	1	N/A	65%	增资+股权转让
	华泽集团	华泽集团	1	N/A	53.3%	增资
辽宁	北方重工	北方重工	1	15（方大）	42%（方大）	增资
河北	河北建设投资集团	河北省资产管理公司	6	20	N/A	增资

投资者详情：格力电器（珠海明骏），奇瑞控股（青岛五道口新能源汽车产业基金），商社集团（物美科技集团、步步高投资集团），重庆医药健康（中国医药健康、中国通用技术集团），哈药集团（重庆哈珀、黑马祺航），一商集团（辽宁方大集团）、天津信托（上海实业集团），海鸥表业集团（上海汉辰表业集团），华泽集团（国家电投资产管理公司），北方重工（辽宁方大集团），河北建投（河钢集团、开滦集团、冀中能源集团、三友集团等）

数据来源：普华永道根据公开信息整理，部分投资者信息仅包括主要投资者

地方国有企业IPO

2019年A股共有201只新股上市，融资总额为2533亿元。其中地方国有企业9家，融资额99亿元。2019年共有8家地方国有企业在香港上市，融资额119亿港元。

2019年A股上市地方国有企业

代码	名称	上市日期	上市板	募资总额（亿元）	省份	实控人
601298.SH	青岛港	2019-01-21	主板	20.95	山东省	青岛国资委
600928.SH	西安银行	2019-03-01	主板	20.80	陕西省	西安市政府
601512.SH	中新集团	2019-12-20	主板	14.49	江苏省	苏州工业园区国有资产控股发展有限公司
300770.SZ	新媒股份	2019-04-19	创业板	11.61	广东省	广东广播电视台
603053.SH	成都燃气	2019-12-17	主板	9.29	四川省	成都国资委
688122.SH	西部超导	2019-07-22	科创板	6.63	陕西省	陕西省财政厅
002967.SZ	广电计量	2019-11-08	中小企业板	6.14	广东省	广州国资委
300772.SZ	运达股份	2019-04-26	创业板	4.79	浙江省	浙江国资委
603327.SH	福蓉科技	2019-05-23	主板	4.31	四川省	福建国资委

数据来源：Wind

2019年香港上市地方国有企业

代码	名称	上市日期	首发募资总额（亿港元）	省份	实控人
6199.HK	贵州银行	2019-12-30	54.56	贵州	贵州省财政厅
2558.HK	晋商银行	2019-07-18	37.08	山西	山西国资委
1785.HK	成都高速	2019-01-15	10.03	四川	成都交通投资集团
6117.HK	日照港裕廊	2019-06-19	6.90	山东	日照市政府
1847.HK	云南建投混凝土	2019-10-31	4.50	云南	云南国资委
1853.HK	春城热力	2019-10-24	2.74	吉林	长春市热力集团
1542.HK	台州水务	2019-12-31	2.11	浙江	台州市国资委
1582.HK	华营建筑	2019-10-16	1.39	香港	浙江省国资委

数据来源：Wind

上市地方国有企业增发

2019年A股市场共有237起增发实施案，共募资6590亿元。地方国有企业实施44起，共融资1403亿元，其中资产募集1060亿元，货币募集343亿元。

2019年部分上市地方国企增发实施

代码	名称	发行日期	实际募资总额（亿元）	省份
600309.SH	万华化学	2019-01-31	522.18	山东
600848.SH	上海临港	2019-06-21	161.06	上海
000932.SZ	华菱钢铁	2019-12-26	87.35	湖南
601899.SH	紫金矿业	2019-11-15	80.00	福建
300080.SZ	易成新能	2019-09-17	57.66	河南
002243.SZ	通产丽星	2019-12-02	55.02	广东
000661.SZ	长春高新	2019-11-15	51.87	吉林
600848.SH	上海临港	2019-11-01	47.67	上海
600704.SH	物产中大	2019-10-25	38.15	浙江
000543.SZ	皖能电力	2019-05-29	23.01	安徽
603299.SH	苏盐井神	2019-01-03	22.02	江苏
300413.SZ	芒果超媒	2019-05-14	20.00	湖南
002371.SZ	北方华创	2019-11-15	20.00	北京

数据来源：Wind

重组与整合

央企的重组中有较多的横向强强联合重组案例，如中国南车和北车合并组建中国中车、中船集团和中船重工合并组建中国船舶集团。地方国企重组多为并入式重组，即将体量较小的企业划转至较大企业、或划转至国有资本投资、运营公司。

2019年以来部分地方国企重组事件

省份	重组事件
广西	广西金融投资集团并入广西投资集团
广东	广东省丝绸纺织集团并入广东省广新控股集团 广物控股集团和商贸控股集团合并，广物控股集团作为合并后的新主体 广东省基金管理公司并入广东省铁投集团
北京	住总集团划入北京城建集团 北京市政路桥集团划入北京建工集团 北京隆达轻工控股划入北京一轻控股 北京房地集团划入首开集团
山东	山东重工集团与中国重汽集团联合重组，山东重工集团成为中国重汽集团的控股股东
陕西	陕西省体育产业集团并入陕西旅游集团
上海	上海电缆所并入申能集团
江西	江西省能源集团并入江西省投资集团

数据来源：普华永道根据公开信息整理



2019年，省级港口整合掀起高潮，“一省一港”成为主流模式。2018年底以来，安徽、湖南、辽宁、四川、山东、海南新成立了省级港口集团公司。这些公司多为省级交通基建类集团的子公司，部分为省属一级企业。辽宁、海南的港口集团与央企在股权层面开展了深度合作。

地方政府在其他领域也推行类似的专业化重组。山东于2019年组建机场管理集团，推动省内机场资源的整合。云南组建了煤炭产业集团，定位为煤炭资源整合重组的专业化平台。这与央企在海工装备、煤炭等领域的整合较为类似。

2017-2019年，省级地方政府组建了数十家一级企业集团，分如下三类情况。一是地方国资发力新兴产业设立的企业集团。辽宁陆续成立了体育、旅游投资集团，四川成立旅游集团，内蒙古成立环保集团。二是地方整合金融、港口、化工等产业的结果。北京、云南等地新设金控集团、贵州设立磷化集团。三是经营性国资统一监管的要求。山东曾整合粮食局、水利厅、科学院等部门下属企业组建了鲁粮、水发等产业集团。江苏于2019年组建了江苏省国金资本运营集团，承担党政机关和事业单位经营性国有资产的整合。

2017-2019年成立的部分省属一级企业集团

省份	公司名称
贵州	贵州磷化 （集团）有限责任公司
辽宁	辽宁省能源产业控股集团、辽宁省体育产业集团、辽宁省旅游投资集团、辽宁省辽勤集团，辽宁控股（集团）有限责任公司
山东	山东省农业发展信贷担保有限公司、山东泰山地勘集团、山东鲁粮集团、山东山科控股集团、山东水发集团
北京	北京金融控股集团
四川	四川省旅游投资集团
山西	山西交通控股集团、山西省国有资本投资运营有限公司、山西省文化旅游投资控股集团、山西大地环境投资控股有限公司
安徽	安徽省引江济淮集团、安徽省港航集团
陕西	陕西建工控股集团有限公司
江苏	江苏省港口集团有限公司，江苏省国金资本运营集团
云南	云南省国有金融资本控股集团
内蒙古	内蒙古环保投资集团

数据来源：普华永道根据公开信息整理

国有资本投资、运营公司

自2014年开始，各地方政府根据十八届三中全会精神、《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》以及《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》中的框架性规定，陆续组建了国有资本投资、运营公司并开展试点。公开信息显示，截止2019年8月，全国已有30个省区市开展了试点，规划要组建的两类公司共计124家。已经开展试点运作的有89家，其中投资公司51家，运营公司20家，投资运营公司18家。

各地两类公司的数量和组建进度差异较大。改革步伐较快的上海、山东、广东等地较早确定了试点企业。山东改组和组建了13家两类公司，数量居于全国首位。上海确定了上海国际、上海国盛两家运营公司。广东的试点公司为粤海控股和恒健控股。部分试点公司未有明确定位，具有投资、运营双重功能。

2018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》，成为全国的试点指南。地方政府据此出台了新的方案，一些省份更新了此前的试点方案。

部分省份扩增了试点名单，偏远省份首次确定试点企业。广西将省级试点企业从2家扩增为4家。2018年之前广西投资集团与广西宏桂资本运营集团入围试点，2019年国资委将广西北部湾投资集团和广西国宏经济发展集团纳入试点。河南则探索构建“3+5+X”发展体系，组建3户国有资本运营公司，改组5户国有资本投资公司。

部分省份优化了改革方案。四川将选择3-5户国有资本投资、运营公司进行“深化改革”试点，并提出“前期试点中不符合国有资本投资、运营公司改革要求的，将不再作为改革试点企业”。四川在2014-2015年分别将5户省属企业改组为国有资本投资公司，将1户企业改组为国有资本运营公司。

2018年底至2019年，市、县两级国有资本投资、运营公司的设立迎来高潮。温州、杭州、太原等市级公司陆续挂牌成立。

2018-2019年部分新增试点企业

省份	试点企业
甘肃	投资公司：甘肃省国有资产投资集团、甘肃省建设投资（控股）集团、甘肃省电力投资集团 运营公司：甘肃省新业资产经营有限责任公司
黑龙江	黑龙江交投、建投、农投、产投 4 个产业投资集团
辽宁	运营公司：辽宁控股（集团）有限责任公司
新疆	投资公司：新疆投资发展（集团）有限责任公司 运营公司：新疆国有资产投资经营有限责任公司、新疆金融投资有限公司
河南	投资公司：河南能源化工集团
湖北	湖北省交通投资集团、湖北省兴楚国有资产经营管理有限公司
广西	投资公司：广西北部湾投资集团 运营公司：广西国宏经济发展集团
青海	投资公司：青海省国有资产投资管理有限公司、青海省水利水电集团 运营公司：三江集团

数据来源：普华永道根据公开信息整理



未来可期

地方国企改革既要遵循中央确定的大方向，也需参照本级政府的具体改革指南。2020年地方人民代表大会及国资监管工作会议陆续召开，各地针对今年的国企改革工作进行了部署。公开信息显示，多地仍将继续在混改、国企提质增效，完善以管资本为主的国资监管体制方面持续发力改革。部分地方国资委已经启动了国有资本“十四五”规划的编制，预计将在2021年上半年陆续公布。

2019年下半年以来，国务院国资委陆续召开地方国资委负责人座谈会、构建国资监管大格局研讨培训班暨工作推进会和地方国资委负责人会议，宣传和部署“构建国资监管大格局、形成国资监管一盘棋”的新监管思路。未来国务院国资委对地方国资委的指导和监督将进一步强化，这将改善目前各地国资国企改革步调不一致的情况，确保中央政策得到有效落实。

在此背景下，未来地方国资监管部门和企业在改革上或将有更高的站位和更全局的思考。目前，一些竞争力较强的地方国企已经开始全国布局，深度参与了央企和地方国企改革。在地方国企改革领域，未来将涌现更多跨地区、跨层级的重组整合、混改及国有资本投资和运营案例。





地方国有企业混合所有制改革回顾 — 华东篇



地方国企资产体量巨大。根据国务院《2017年度国有资产管理情况的综合报告》，2017年地方国有企业资产总额为107.3万亿元，央企为76.2万亿元。与央企多处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域不同，大量的地方国企处于竞争性领域，和民营企业、外资企业之间存在着更为广泛的合作和竞争。

十八届三中全会以来，各地方政府参照中央“1+N”的政策框架并结合当地的具体情况出台了国企改革政策。各地的政策框架和内容相似度较高。地方国企按照中央和地方政府的统一部署，进行了混改。由于各地经济结构与发展水平、国企的体量和产业布局、资本市场的成熟度差别较大，各地国企在混改的规模、力度和进展上也存在较大差异。

区域概览

华东区包括江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省和上海市。华东经济发达，是中国经济增长的主要推动力和改革开放的前沿阵地。2018年GDP总量排名全国前5的省级行政区中，华东就占据3席，分别为江苏、山东和浙江。华东合计GDP占全国的比例高达37.8%。华东资本市场高度发达，以A股上市公司数量计，排名前10的地区中有6个为华东省份。华东区国资体量大，在大陆36个省及计划单列市中，地方国企资产总量排名前10的地区中华东就占5个，其中上海排名全国第1。华东民营经济高度发达，2017年浙江民营经济创造增加值近3.4万亿元，约占GDP总量的65.2%。江苏民营经济GDP占比也高达占55.4%。

经济与资本市场概况

经济概况

地区	2018年GDP（亿元）	GDP排名	GDP占全国的比例
江苏	92,595.4	2	10.1%
山东	76,469.7	3	8.4%
浙江	56,197.2	4	6.1%
福建	35,804.0	10	3.9%
上海	32,679.9	11	3.6%
安徽	30,006.8	13	3.3%
江西	21,984.8	16	2.4%

注：数据源为Wind。GDP排名为各地在大陆31个省级行政区中排名。各地GDP占全国的比例计算方式：地区GDP/地区GDP合计x100%。

资本市场概况

地区	A股上市公司数量	数量全国排名	A股上市公司市值（亿元）	市值全国排名
江苏	408	3	38,754.9	5
山东	201	6	20,088.4	6
浙江	440	2	40,310.8	4
福建	134	7	17,196.9	7
上海	288	5	51,967.5	3
安徽	103	10	11,581.2	10
江西	42	19	3,900.2	23

注：数据源为Wind。A股上市公司数量及市值数据的截止日期为2019年7月15日收盘。地域按上市公司的注册地进行划分。

国资概况

地区	国企资产排名	国企资产总计（亿元）	负债总计（亿元）	资产负债率（%）
上海	1	171,158	136,108	79.5
江苏	6	47,835	29,829	62.4
山东	8	41,935	29,160	69.5
浙江	9	40,330	27,451	68.1
安徽	10	38,017	22,925	60.3
福建	12	28,267	19,335	68.4
江西	19	20,006	12,853	64.2
宁波	27	9,497	6,390	67.3
青岛	28	9,148	6,411	70.1
厦门	30	6,863	4,544	66.2

注：数据源为Wind。国企资产、负债及资产负债率数据均为2016年。排名为地方国有资产量在全国31个省级行政区及5个计划单列市中的排名。



混改政策

华东是新一轮国企改革的先锋，上海的国企改革进展更是领跑全国。政策框架上，华东各地基本参考中央国企改革“1+N”政策体系，出台了地方版改革政策。

华东国企改革政策出台时间较早。江苏、山东、江西的国企改革“意见类”主政策（地方省委、省政府出台的国企改革指导意见、实施意见类政策）均于2014年出台，早于中央版（2015年8月《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》）。上海的政策推出时间更早。十八届三中全会闭幕后仅一个月，即2013年12月，上海市委、市政府就发布了《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》。

华东各地的改革主政策中均为混改做出了框架性的规定。部分省份发布了更为具体的地方版混改意见和操作指引，对混改的实施做出了更为细化的规定。上海于2014年7月发布了混改意见，早于中央版的混改政策（2015年9月国务院印发《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》）。其他各地的混改政策出台时间均在2016年之后。地方版政策在内容上基本参考中央版。



部分省市混改政策

2014	7月	上海	《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》
2016	1月		《关于本市国有企业混合所有制改革操作指引（试行）》
	3月	山东	《混合所有制改革意见》
			《混合所有制企业员工持股指导意见》
			《关于充分发挥混合所有制企业中小股东作用的指导意见》
2018	11月	福建	《关于推进民营资本参与省属企业改制重组促进混合所有制经济发展的工作方案》
	4月	江西	《江西省国资委出资监管企业混合所有制改革操作指引（试行）》

注：根据媒体公开报道整理

混改的推动

华东各地政府采取不同的措施推动国企混改。上海国资证券化率和国资质量较高，在2014年之前就有多家整体上市国企，有丰富的资本运作经验可供借鉴。因此，在混改的推动上，上海的主要方向是推进重点企业整体上市，鼓励上市公司进行“二次混改”。

其他华东六省在推动模式上较为一致，主要采取“试点+批量化项目推介”的模式，但在试点数量和招商规模上有较大差异。山东、浙江、江西举办了规模较大的项目推介会。各地方产权交易所成为地方国企发布增资和股权转让项目的主平台。以山东为例，2014年后，山东产权交易中心挂牌的混改项目明显增多。



部分省市推动混改的举措

地区	混改推动特点	举措
江苏	批量化项目推介、试点	• 2019年4月，南京市举办国企混改项目招商推介会，涉及24个项目。 • 2018年6月，江苏将华泰证券、徐工集团等8户企业纳入第一批混改试点企业。
山东	批量化项目推介、试点	• 2018年12月，山东在“香港山东周”期间推出93个混改项目招商。 • 2015年12月，山东省国资委启动了58户企业混改试点工作。
浙江	批量化项目推介、试点	• 2018年12月举办浙江省国有企业混合所有制改革项目推介会，集中推出40个混改项目。 • 2016年选择省建设集团、浙江外事旅游汽车公司为试点企业。
福建	批量化项目推介	• 2018年6月，福建国资委遴选13家国企，集中推向产权交易市场，公开引进各类战略投资者。
江西	批量化项目推介	• 2019年6月在深圳召开“江西省百户国企引进战略投资者对接合作洽谈会”，推介78户国企混改项目。 • 推进“百户国企混改行动”，在国资系统筛选了109户国企混改项目，其中江铜集团、新钢集团等78户国企混改项目编入《江西省国资系统招商项目册》，总投资额约1,542亿元人民币。

注：根据媒体公开报道整理

混改特点、案例及展望

充分利用IPO、增发等手段引入战略投资者，提高国资证券化率是华东国企混改的最大特点。近年来，华东各地提出了较高的证券化率目标，山东计划在2020年将国资证券化率提升至60%，而2016年底仅为20.78%；浙江设定的2020年目标为75%，而2017年省属企业资产证券化率为53.3%。可以预见，未来华东国企混改将继续以上市、增发为主线开展。

十八届三中全会以来，资本市场较为发达的江苏、上海、浙江在宣传地方混改成绩时主要提及的是整体上市和新增上市公司数量等指标。上海将华建集团、绿地集团、上海电气的整体上市和华谊集团、锦江集团核心资产上市视为其混改重大进展。2014年以来，上海国企A股IPO融资量也稳居华东区第一。

华东上市国企充分利用定向增发进行混改。Wind数据显示，2014年1月1日至2019年7月15日，上海市及下属区县国资委为实控人的A股上市公司中，有29家实施了增发，其中有14家国企增发2次及以上，共募集资金超过1,500亿。其中，上海临港增发4次，上海电气、华建集团和市北高新均增发3次。重大增发混改项目包括华谊集团“资产注入+配套融资”整体上市、上海电气“母公司资产注入”整体上市、东方明珠和锦江股份“引入战略投资者”混改。此外，江苏汇鸿集团整体上市、国信集团重组舜天船舶、浙江物产中大集团整体上市也是华东规模较大的增发混改项目。

非上市国企主要通过产权交易市场以增资或股权转让的模式进行混改。“山东混改第一单”山东交运集团通过“股权转让+增资扩股+员工持股”实施混改；“江西混改第一单”江西盐业集团通过“增资+员工持股”的模式引入了战投；安徽铜陵化学工业集团则通过股权转让引入了新的投资者。

江西上市国企数量较少，近年来新增IPO也较少，但非上市国企集团在混改上取得了较大进展。除江盐集团外，江西省建工集团和江中集团也完成了混改。

民营企业引入国资及新组建混合所有制企业是重要的混改模式。福建民营企业合力泰引入福建省电子信息集团进行了“反向混改”，类似案例还包括江苏省张家港经济开发区实业总公司入股爱康国际，浙江省综合资产经营公司参股浙商创投等。浙江新组建了国有控股、民营参股的混合所有制企业浙江省石油股份有限公司。



地方国企A股、H股上市

地区	市场	新增上市公司家数	募集资金（亿元）	上市公司及募集资金（亿元）
上海	A股	5	321	国泰君安（300.6）、上海电影（9.5）、畅联股份（6.8）、数据港（4.1）、上海环境（0）
	H股	1	172.5	国泰君安（172.5）
安徽	A股	5	74.6	华安证券（51.3）、设计总院（8.5）、皖天然气（6.6）、长城军工（4.9）、九华旅游（3.3）
山东	A股	2	48	山东出版（27.1）、青岛港（20.9）
	H股	5	129.7	山东黄金（52.5）、青岛港（29.5）、山东国信（26.8）、齐鲁高速（12.5）、鲁证期货（8.4）
江苏	A股	7	102.4	江苏租赁（40）、苏垦农发（24.2）、江苏新能（10.6）、南京证券（10.4）、今世缘（8.8）、幸福蓝海（5.1）、苏盐井神（3.3）
	H股	3	425.3	华泰证券（387.6）、国联证券（32.2）、弘业期货（5.5）

地区	市场	新增上市公司家数	募集资金（亿元）	上市公司及募集资金（亿元）
江西	A股	2	5.4	新余国科（1.8）、国泰集团（3.6）
浙江	A股	4	111.6	财通证券（40.9）、杭州银行（37.7）、浙商证券（28.2）、运达股份（4.8）
福建	A股	1	4.5	海峡环保（4.5）

注：数据源为Wind。地方国企上市公司指实际控制人为地方国资委或地方国企集团的上市公司。
统计时间为2014年1月1日至2019年7月17日。募集资金单位：A股为亿人民币，H股为亿港元。



A股上市地方国企增发实施

增发目的	地区	上市公司及募集资金（亿元）
整体上市	上海	华谊集团（116.5）、市北高新（14.3）、华建集团（1.2）
	安徽	江淮汽车（64.1）、安徽水利（30.3）
	山东	山东黄金（44.7）
	江苏	江苏国信（210.1）、汇鸿集团（61.8）、华光股份（55.8）
	浙江	物产中大（106.3）、华媒控股（22.3）
	福建	三钢闽光（23.2）
引入战略投资者	上海	东方明珠（51.8）、锦江股份（30.4）、百联股份（9.3）
	江苏	南京医药（10.6）
	福建	青山纸业（21）
实际控制人资产注入	上海	华域汽车（89.7）、上海电气（66.3）、浦东金桥（27.2）、华建集团（9.7）
	安徽	皖江物流（30.3）
	山东	鲁银投资（4）、冰轮环境（3.1）
	浙江	宁波港（30.1）、浙江东方（16.3）、莱茵体育（10.2）

注：数据源为Wind。本表仅列示Wind系统中增发目的为“整体上市”、“引入战略投资者”和“实际控制人资产注入”的增发实施案例。部分“配套融资”增发也是混改的重要路径，由于案例众多，本表不再列示。



地方国有企业混合所有制改革回顾 — 华北篇

区域概览

华北包括河北省、山西省、北京市、天津市及内蒙古自治区，5个地区合计GDP占全国13%。

产业结构上，北京市经济“高精尖”特征明显，2018年GDP构成中第三产业占比高达81%，第二产业仅为18.6%。天津、河北、山西和内蒙古第二产业占比均在40%左右。山西、内蒙古属于典型的资源型经济，煤炭开采业比重较大。河北制造业中钢铁工业占比高，经济转型压力较大。在GDP增速上，2017和2018年天津GDP增速均为3.6%，远低于全国水平，也低于其他华北省区。

除北京外其他华北省区的上市公司数量和市值均较小。注册地为北京的上市公司在数量上居于全国前列，在市值上排名全国第一。北京拥有数量庞大的高市值中央企业和金融机构，还有大量的互联网企业。

北京和天津在国资体量上排名靠前，在全国范围内仅低于上海和广东。在国资的产业布局上，北京和天津的制造业较为发达，北京有9家市属一级企业涉足制造业，主要的企业集团包括北汽集团和首钢集团；天津则有8家，如天津医药集团和天津钢铁集团。山西共有6家一级企业集团涉足采矿业，代表企业为晋能集团和大同煤矿。天津金融业较为发达，市属国企中有超过10家银行、信托、证券、保险类企业，如北方国际信托、天津银行、渤海证券。

经济与资本市场概况

经济概况

地区	2018年GDP（亿元）	GDP排名	GDP占全国的比例
河北	36,010.3	9	3.9%
北京	30,320.0	12	3.3%
天津	18,809.6	19	2.1%
内蒙古	17,289.2	21	1.9%
山西	16,818.1	22	1.8%

注：数据源为Wind。GDP排名为各地在大陆31个省级行政区中排名。各地GDP占全国的比例计算方式：地区GDP/地区GDP合计x100%。

资本市场概况

地区	A股上市公司数量	数量全国排名	A股上市公司市值（亿元）	市值全国排名
北京	326	4	158,870.2	1
河北	55	15	7,004.1	14
天津	51	16	5,202.4	20
山西	37	22	5,055.3	22
内蒙古	25	28	5,394.3	18

注：数据源为Wind。A股上市公司数量及市值数据的截止日期为2019年7月15日收盘。地域按上市公司的注册地进行划分。

国资概况

地区	国企资产排名	国企资产总计（亿元）	负债总计（亿元）	资产负债率（%）
天津	3	63,894	49,104	76.9
北京	4	52,888	35,664	67.4
山西	17	22,636	17,990	79.5
河北	22	14,270	10,349	72.5
内蒙古	26	9,985	5,278	52.9

注：数据源为Wind。国企资产、负债及资产负债率数据均为2016年。排名为地方国有资产量在全国31个省级行政区及5个计划单列市中的排名。

混改政策及混改推动

2015年9月国务院发布中央版混改指导意见后，华北各地陆续出台了地方版的实施意见。北京于2016年8月印发了《北京市人民政府关于市属国有企业发展混合所有制经济的实施意见》，河北于2015年12月印发了《关于地方国有企业发展混合所有制经济的实施意见》，内蒙古于2015年12月印发了《内蒙古自治区人民政府关于推进国有企业发展混合所有制经济的实施意见》，山西于2019年4月发布了《省属企业混合所有制改革操作指引》。此类政策在内容上基本与中央版保持一致，本文不再赘述。

华北各地在推动混改的力度上差异明显。天津、山西和内蒙古均采取了举办项目推介会的模式，天津推广力度最大。天津混改项目在层级、规模上居于华北首位。天津举办推介会的频率极高，近一年来就举办了超过6场，且主动到发达地区推介项目，显示了天津的改革决心。山西通过省内产权交易市场发布“腾龙换鸟”项目和混改项目，举办新闻发布会进行推介。



部分省市推动混改的举措

注：根据媒体公开报道整理



天 津

- 2019年5月，天津举办国企混改项目推介对接会深圳专场，涉及二级企业混改项目100余个，20家一级企业参加。
- 2019年4月，天津国企混改项目在重庆举办推介对接专场，14个一级市管企业和部分区国资委集体进行推介展示。
- 2019年3月，天津国企混改项目推介对接会上海专场在沪举行，天津市18个一级市管企业集体进行推介展示。
- 2019年1月，天津市、北京市联手主办京津国企混改项目推介对接会，天津市登台展示了21个一级市管企业混改项目，并以宣传册形式推介天津市2019年百户国企混改项目。
- 2018年11月，天津市国有企业混改项目招商推介会集中推介展示了天津24个优质国企混改项目。
- 2018年7月，天津市国有企业混改推介对接会在北京召开，16家市属国有企业分别介绍本公司混改方案。

山 西

- 2018年11月，山西省国资委公开发布账面净值超过340亿元的108个混改项目。
- 2018年1月，山西公布第二批41个“腾笼换鸟”项目。
- 2017年11月，山西公布第一批12个“腾笼换鸟”项目。

内 蒙 古

- 2019年4月，自治区混合所有制改革项目推介会在呼和浩特举行，推出40多个混改项目，预计引资200亿。



混改特点、进展、案例及展望

与华东国企充分利用资本市场和上市平台进行增量混改不同，华北地方国企的混改主要以非上市企业集团转让持有的子公司存量股权为主要的操作模式，也有少量优质资产和项目以增资、新设的形式开展混改。

在山西、河北、内蒙古、天津等经济面临转型压力的地区，国企混改被赋予了更深层的含义。运营层面上，企业期望通过混改完善法人治理结构、放大国资功能。从区域经济发展通盘考虑，地方国企还承载着经济转型的重任，混改则是主要的实现路径。因此，这些地区的国资或通过产权转让退出非主业、非优势领域进行“瘦身健体”，或通过与投资者合资成立新公司来培育新的经济增长动能。以煤炭大省山西为例，两批共50余个“腾笼换鸟”项目中，产权转让项目占大多数且主要集中在煤炭、化工等领域，多个项目近年均为亏损状态。内蒙古产权交易市场发布的混改项目中，除产权转让外还有多个体量较大的合资新设项目，涉足金融、物流、制造等多个领域。

在混改的进展上，北京和天津已经完成了多个重大混改项目。与北京多在二三级子公司或上市平台进行混改不同，天津多家一级企业集团完成了混改，其中还出现了一级企业集团100%股权转让退出的案例。天津混改取得的业绩与天津政府部门的大力推广分不开，也与其混改项目资产质量较高有较大关系。参与天津混改的投资者比较多元，除民营企业外，还包括以北京金隅、北控水务为代表的地方国企和以招商局、华润、国家电投为代表的央企集团。在京津冀协同发展的大背景下，北京和天津地方国企在股权领域的合作也被视作推动这一国家战略的重要抓手。

公开信息显示，山西的两批“腾笼换鸟”项目和内蒙古的多个产权转让和新设公



司混改未取得实质性进展。山西曾坦陈“民营经济发展不足，没有相匹配的实力，参与集团层面的混改相对比较困难”，企业面临“历史包袱重、负债高”等难题。资本市场上，上市公司山西汾酒引入华润也主要得益于资产质量相对较高，且山西汾酒与华润在食品领域具有战略和经营上的协同。大股东杏花村汾酒集团在混改后仍一股独大，持有上市公司高达58.5%的股权，未来进一步混改的可能性较大。

展望未来，在华北各地经济转型升级，经济增长新旧动能转换的过程中，国企混改仍将以存量国资的转让为主流，但直接设立混合所有制的新产业公司也将成为常态。如未有更优质的资产向外部资本开放，河北、山西和内蒙古的混改仍面临较大的困境。部分央企、地方国企或将从整体经济和企业的大战略角度考虑并参与混改。除北京、天津外，其他华北省区仍亟待培育更多的优质民营企业。北京市民营企业和私募基金数量多、市场活跃度高，将在京津冀协同发展政策利好的激励下，加大对其他省区混改项目的投资力度。

部分地区非上市国企混改案例

注：根据媒体公开报道整理



北 京

- 北汽新能源多轮融资后成功借壳上市（A轮30亿、B轮110亿）
- 北京环交所增资扩股引入蚂蚁金服和北汽产投（分别持股16%和6%）
- 北京庆丰餐饮增资扩股引入四方股东（其中上海复兴持股7%）
- 北京市政路桥股份增资扩股引入上海金砖股权投资基金（持股20%）



天 津

- 天津市建筑材料集团引入北京金隅（交易对价43亿元，持股55%，方式：股权转让）
- 天津华博水务有限公司引入北控水务（持股49%）
- 天津药物研究院引入天津招商天合医药科技发展合伙企业（持股65%）
- 天津建工集团引入绿地集团（交易对价14.9亿元，持股65%）
- 北方国际信托引入日照钢铁、上海中通瑞德、益科正润投资（交易对价62亿元、持股50%）
- 津农商银行引入四川交投产融控股

- 天津水产集团100%股权转让巨石控股（天津市市管一级企业百分百退出国有股权）
- 天津华泽集团引入国家电投集团资产管理公司（持股53.3%，方式：增资扩股）
- 天津城投引入华润置地（交易对价79.34亿元，方式：增资扩股，持股比例：49%）
- 天津津融资产引入东方资产、远东宏信、星河控股、东疆控股等（交易对价：23亿，方式：增资扩股）
- 天津旅游集团拟引入中青旅、津诚资本、国兴资本



地方国企A股、H股上市

地区	市场	新增上市公司家数	募集资金（亿元）	上市公司及募集资金（亿元）
北京	A股	3	11.0	数字认证（2.7）、大豪科技（5.7）、金一文化（2.7）
	H股	2	117.7	城建设计（9.7）、北京汽车（108）
天津	A股	2	9.9	七一二（4.6）、桂发祥（5.3）
	H股	1	0.8	天保能源（0.8）
河北	A股	2	15.3	秦港股份（13.1）、汇金股份（2.2）
内蒙古	H股	1	11.9	内蒙古能建（11.9）

注：数据源为Wind。地方国企上市公司指实际控制人为地方国资委或地方国企集团的上市公司。统计时间为2014年1月1日至2019年7月17日。募集资金单位：A股为亿人民币，H股为亿港元。

A股上市地方国企增发实施

增发目的	地区	上市公司及募集资金（亿元）
整体上市	北京	京能电力（54.9）
	河北	唐山港（12）
引入战略投资者	北京	空港股份（6）、歌华有线（33）、三元股份（40）
	天津	中环股份（6.4）
实际控制人资产注入	北京	首钢股份（99.7）
	山西	山西焦化（42.9）
	河北	建投能源（27.5）
融资收购其他资产	北京	北汽蓝谷（286.6）、王府井（42.1）、金一文化（18.3）、大豪科技（1.1）、首旅酒店（38.7）、北方华创（9.2）、金一文化（7.3）、翠微股份（21）
	天津	天药股份（7.2）
	河北	老白干酒（7.8）、河北宣工（31）、汇金股份（3.3）、唐山港（25.1）、常山北明（21.7）
配套融资	北京	北汽蓝谷（10.6）、大豪科技（1.1）、金一文化（7）、京能电力（30）、首旅酒店（38.7）、北方华创（9.2）、金一文化（3）、翠微股份（5.2）
	天津	中环股份（4）
	山西	山西焦化（6.4）、蓝焰控股（13.2）、国新能源（4.8）
	河北	老白干酒（2.8）、河北宣工（26）、唐山港（10）、汇金股份（1.4）、常山北明（5.5）、建投能源（9）

注：数据源为Wind。本表仅列示Wind系统中增发目的为“整体上市”、“引入战略投资者”、“实际控制人资产注入”、“融资收购其他资产”和“配套融资”的案例。



地方国有企业混合所有制改革回顾 — 华中与华南篇

区域概览

华中包括河南、湖北、湖南；华南包括广东、广西、海南。六省区合计GDP全国占比26.9%，GDP排名全国前10的省级地区中华中与华南占4个，广东2018年GDP总量排名全国第一，占比达10.6%。海南、广东、湖南GDP构成中，第三产业比重均超过50%。除海南第二产业占比仅为23%外，其他省区第二产业比例均在40%上下，其中河南的占比最高，达46%。海南2018年GDP增长5.8%，低于全国水平，其他地区增长6.8%-7.8%。

以A股上市公司数量计，广东居全国第一。广东上市公司总市值居于全国第二，高市值上市公司包括中国平安、招商银行、美的集团、万科和格力等。

广东省国资体量大，居全国第二。在产业布局上，广东省属国企具有多家综合性控股公司，如恒建投资、粤海控股、广晟资产等。湖南制造业优势较为明显，代表企业包括中联重科、华菱钢铁、长丰集团等。河南能源化工领域国资比例较高，代表企业包括河南能源化工集团、平煤神马集团、郑州煤炭工业集团等。湖北金融业发展较快，省属企业中有银行、证券、保险、担保、基金、产权交易等金融国企。

经济与资本市场概况

经济概况

地区	2018年GDP（亿元）	GDP排名	GDP占全国的比例
广东	97,277.8	1	10.6%
河南	48,055.9	5	5.3%
湖北	39,366.6	7	4.3%
湖南	36,425.8	8	4.0%
广西	20,352.5	18	2.2%
海南	4,832.1	28	0.5%

注：数据源为Wind。GDP排名为各地在大陆31个省级行政区中排名。各地GDP占全国的比例计算方式：地区GDP/地区GDP合计x100%。

资本市场概况

地区	A股上市公司数量	数量全国排名	A股上市公司市值（亿元）	市值全国排名
广东	593	1	109,069.2	2
湖北	103	11	9,968.8	11
河南	80	12	8,930.6	12
湖南	104	9	8,785.7	13
广西	38	21	2,663.3	26
海南	31	26	2,313.1	27

注：数据源为Wind。A股上市公司数量及市值数据的截止日期为2019年7月15日收盘。地域按上市公司的注册地进行划分。

国资概况

地区	国企资产排名	国企资产总计（亿元）	负债总计（亿元）	资产负债率（%）
广东	2	67,700	43,067	63.6
湖北	11	35,247	23,735	67.3
广西	15	23,554	15,702	66.7
湖南	16	23,408	14,109	60.3
河南	18	20,471	14,815	72.4
深圳	25	12,072	5,204	43.1
海南	32	4,405	2,622	59.5

注：数据源为Wind。国企资产、负债及资产负债率数据均为2016年。排名为地方国有资产量在全国31个省级行政区及5个计划单列市中的排名。



混改政策及混改推动

十八届三中全会后，华中和华南各地陆续出台了国企改革指导意见类政策和混改实施意见、细则、操作指引类文件。广东于2014年5月发布《关于规范省属企业发展混合所有制经济的意见》，是华中和华南地区最早出台混改意见的地区。广东政策中提出了“增量优先”的混改原则。

各地的政策和公开的国资会议精神显示，部分省区制定了较高的改革目标。广东2020年混合所有制企业户数比重将超过80%，河南的2020目标也为80%以上。广西的目标为60%以上，远高于2019年5月时的45%。

各地还设定了较高的国资证券化率目标。到2020年，广东扣除高速公路、铁路等公共领域资产后整体国资资产证券化率计划达到70%；深圳计划整体达到60%，商业类国资证券化率目标为80%；广州整体目标为80%左右；湖南将竞争类国资的证券化率目标设定在80%；河南、湖北的目标分别为60%和50%。

各地基本通过试点和项目推介来推动混改，广东在市场上的活跃度较高。

部分省市推动混改的举措

注：根据媒体公开报道整理



广 东

- 2018年12月-2019年6月，深圳联交所举办多期国企混改项目路演推介会，深圳多个混改项目在推介会上集中展示。
- 2018年12月，广州国资召开2018混改重点项目推介会，共推出20个项目，涉及总资产约5,000亿元。
- 2014年2月-2014年9月，广东举办两次国有企业混改项目展示对接活动。首次涉及54个项目，第二次涉及180个项目。



广 西

- 2019年7月，广西组织18家国有企业和48家民营企业就69个合作项目进行对接洽谈。计划在9月举办广西国有企业引入非公资本项目招商对接活动周。



河 南

- 2018年8月，河南省发布《2018年河南省省属国有企业拟实施混改项目公告》，11家省属国企的27个混合所有制改革项目公开招募战略投资者。
- 2016年8月，河南省确定8家国有企业开展混改试点。

混改特点、进展、案例及展望

华中和华南各地的混改模式差异较大。广东混改方式多元，整体以上市公司资本运作为主线。广东国资委主任曾指出“坚持把推动企业上市作为混改的重要抓手”。广州国企主要通过上市平台定向增发进行“二次混改”，并成立广州基金参与定增、公司改制和IPO前期工作。深圳混改以IPO和整体上市为主，先后推进完成通产丽星、燃气集团、天威视讯、国信证券、建科院等企业IPO上市，以及能源集团、机场集团、赛格集团的整体上市或核心资产整体上市。深圳设立了鲲鹏基金参与国企的混改工作。虽然其他地区也多有混改基金设立，但广东在数量和规模上均领先。珠海格力电气在股权高度分散、股东背景多元的基础上进一步混改，被外界称为“混改3.0”。

广西和海南两地国资委、产权交易所披露的混改项目数量较少，规模较小。目前入选“双百行动”的4家海南企业中，天汇能源于2018年底公布了混改计划。天汇能源计划引入两家战略投资者，持股比例分别为25%和24%，国有股东持51%，未来可进一步减持至40%。海南省建投集团由海南国资委100%持股，未来或通过增资扩股方式开展混改；海南海汽运输集团、海南天然橡胶产业集团均为A股上市公司，增发引战前景可期。广西国资委确定了“以上市为目的推进混合所有制改革”的思路，主要混改业绩为两家国资公司IPO上市，在非上市企业混改领域主要通过广西投资集团和广西农村投资集团开展，二者子公司中已有多家混合所有制企业，但成立时间较早，体量较小。

在华中区，河南于2018年8月公布11家省属企业的27个混改项目，主要分布在能源化工、机械、地产等多个领域，均在二、三级子公司层面，主要以增资扩股的方式展开。查询多个项目的工商信息显示，2018年8月以来未有股权变动的情况。2018年7月，河南省国创混合所有制改革基金成立，首

期规模10亿元。湖北的混改主要集中在传统产业的国资退出。卓尔控股通过二级市场增持和要约收购成为汉商集团的控股股东、居然之家借壳武汉中商、永辉超市通过要约收购成为中百集团第一大股东均为湖北典型的国资退出式混改。湖南资本市场相对发达，多个国企混改均通过资本市场完成。天桥起重与央企中车产业投资通过股权置换进行混改，未来中车产投将获得天桥起重的控股权。2015年11月，华天酒店通过非公开发行引入唯一的战略投资者湖南华信恒源，交易对价达16.5亿元，完成后华信恒源持股近30%，成为第二大股东。

部分地区非上市国企混改案例

注：根据媒体公开报道整理



广 东

- 2019年4月，格力集团拟协议转让持有的格力电器15%的股权，目前持股为18.2%。
- 2018年6月，广州银行增资引入南方电网、南方航空等7家战略投资者，交易金额达156亿元。
- 2017年，珠江旅游引入澳门瑞欣集团控股、香港华迪国际发展，新引入的战投和核心经营团队合计持股49%。
- 2015年底，广弘资产公司通过股权转让和增资扩股引入深圳市两家战略投资者，交易金额近30亿元。



广 西

- 2018年8月，广西北部湾广易投资咨询有限责任公司增资扩股引入3家战略投资者，持股比例49%。



海 南

- 2018年12月，海南省农垦建工集团增资扩股引入广东省联泰集团，持股比例49%。
- 2018年7月，海南铁路公司公开挂牌募集增资意向方，拟募集不低于119.05亿元资金。其中，拟募集资金对应股权比例约为25.73%。



河 南

- 2019年1月，河南交投集团子公司河南公路工程局引入绿地城投集团（股权转让70%，8亿元）。
- 2018年8月，河南省茶叶总公司引入凤凰茶城实业（以现金注资、业务注入等方式参股51%股权，5,100万元），河南规模最大集体所有制改制。

地方国企A股、H股上市

地区	市场	新增上市公司家数	募集资金（亿元）	上市公司及募集资金（亿元）
广东	A股	11	158.9	国信证券（70）、德赛西威（20.4）、广州港（16）、新媒股份（11.6）、南方传媒（10.4）、佛燃股份（7.8）、卫光生物（6.8）、广州酒家（6.6）、中新赛克（5）、广哈通信（3）、建科院（1.3）
河南	A股	1	28	中原证券（28）
	H股	1	15	中州证券（15）
广西	A股	2	23.9	广西广电（14.4）、绿城水务（9.5）
湖南	A股	3	13.7	芒果超媒（6.3）、湖南盐业（5.6）、中广天择（1.8）
湖北	A股	1	6	凯龙股份（6）
海南	A股	1	3	海汽集团（3）

注：数据源为Wind。地方国企上市公司指实际控制人为地方国资委或地方国企集团的上市公司。统计时间为2014年1月1日至2019年7月17日。募集资金单位：A股为亿人民币，H股为亿港元。

A股上市地方国企增发实施

增发目的	地区	上市公司及募集资金（亿元）
整体上市	广东	天威视讯（12.8）
	河南	中原传媒（25.1）
	湖南	湖南黄金（12.7）
引入战略投资者	广东	越秀金控（100）、特力A（6.5）、瀚蓝环境（11.3）、星湖科技（3.7）
	河南	城发环境（3）
	湖南	新五丰（5.3）
实际控制人资产注入	广东	深赛格（44.8）
	广西	北部湾港（16.9）
	河南	豫能控股（18.7）、中原环保（32.3）
	湖南	湘潭电化（1.8）

增发目的	地区	上市公司及募集资金（亿元）
项目融资	广东	广汽集团（150）、白云山（78.9）、华发股份（43.1）、珠江啤酒（43.1）、广电运通（31.4）、格力地产（30）、天健集团（22）
	海南	海航控股（165.5）
	湖南	湘电股份（25）
融资收购其他资产	广东	深粮控股（58.8）、越秀金控（57.6）、岭南控股（29.4）、粤高速A（24.7）、省广集团（22.4）
	广西	北部湾港（27）
	河南	豫能控股（20.9）
	湖北	湖北广电（21.6）
	湖南	芒果超媒（115.5）

注：数据源为Wind。本表列示2014年1月1日-2019年7月17日期间增发目的为“整体上市”、“引入战略投资者”和“实际控制人资产注入”的案例以及部分“项目融资”和“融资收购其他资产”案例（融资额大于20亿）。以其他目的实施的增发也是混改的重要路径，由于案例众多，本表不一一列示。



地方国有企业混合所有制改革回顾 — 东北篇

区域概览

东北包括辽宁、吉林和黑龙江三省。三省合计GDP占全国6.2%。2018年GDP构成中，黑龙江第一产业占比高达18.3%，第二产业比重仅为24.6%。吉林和辽宁的经济结构接近全国平均水平，第二产业占比40%左右，第三产业占比50%左右。东三省经济增速均低于全国水平。2018年辽宁、吉林和黑龙江经济增速分别为5.7%、4.5%、4.7%。近三年来，辽宁GDP增速逐渐恢复，2016年辽宁GDP同比下降2.5%，2017年增速为4.2%。东北经济面临市场化程度不高、国企活力不足、民营经济发展不充分等难题，经济转型压力较大。

东三省上市公司数量较少、市值较低。近年来，东北地区新增上市公司数量较少。Wind数据显示，2014年1月-2019年7月，A股市场共迎来1,200余宗IPO，但东北地区仅新增20余家上市公司。

东三省是中国的老工业基地，国有经济比重较高，且主要分布在重工业领域。一汽集团、中国一重、哈尔滨电气、鞍钢等大型央企的总部均在东北。东北省属企业中也有多家大型制造业集团，如辽宁的本钢集团、华晨汽车集团和黑龙江的北满特钢。2014年以来，东北三省均组建了多家省属一级国有企业集团，涉足多个新兴产业。辽宁成立了体育产业集团、健康产业集团、旅游投资集团、环保集团、能源产业控股等。吉林设立了金融控股集团，黑龙江设立了省投资集团和龙睿资产经营公司。

经济与资本市场概况

经济概况

地区	2018年GDP（亿元）	GDP排名	GDP占全国的比例
辽宁	25,315.4	14	2.8%
黑龙江	16,361.6	23	1.8%
吉林	15,074.6	24	1.6%

注：数据源为Wind。GDP排名为各地在大陆31个省级行政区中排名。各地GDP占全国的比例计算方式：地区GDP/地区GDP合计x100%。

资本市场概况

地区	A股上市公司数量	数量全国排名	A股上市公司市值（亿元）	市值全国排名
辽宁	74	13	6,705.2	15
吉林	41	20	3,150.9	24
黑龙江	37	23	2,806.8	25

注：数据源为Wind。A股上市公司数量及市值数据的截止日期为2019年7月15日收盘。地域按上市公司的注册地进行划分。

国资概况

地区	国企资产排名	国企资产总计（亿元）	负债总计（亿元）	资产负债率（%）
辽宁	21	17,073	10,453	61.2
吉林	24	12,100	8,447	69.8
黑龙江	29	7,511	3,761	50.1
大连	34	2,904	1,493	51.4

注：数据源为Wind。国企资产、负债及资产负债率数据均为2016年。排名为地方国有资产量在全国31个省级行政区及5个计划单列市中的排名。



混改政策及混改推动

自2004年首次提出“振兴东北”战略以来，中央针对东北出台了一系列的支持政策。2016年，中央发布了《中共中央国务院关于全面振兴东北地区等老工业基地的若干意见》，做出了新一轮的战略部署。

中央发布的配套政策《关于推进东北地区民营经济发展改革的指导意见》和《国务院关于深入推进实施新一轮东北振兴战略加快推动东北地区经济企稳向好若干重要举措的意见》中均对混改做出了部署。文件中提出鼓励民营企业通过多种形式参与国企混改，引导东北的中央企业加大与当地企业合作。发改委还发布了东三省与江浙粤三地对口合作实施方案以及多个城市间和合作方案。国务院国企改革领导小组专门出台了《加快推进东北地区国有企业改革专项工作方案》，这是党的十八大以来出台的第一个区域性国企改革专项文件。

辽宁、吉林和黑龙江也均出台了推动国有企业混改指导意见。辽宁计划到2020年省属企业混合所有制改革比重达到70%以上，2018年底省属企业混改比例达到51%。沈阳计划2020全市70%以上国有企业实现混改，2018年底的混改率为54.8%。

部分省市推动混改的举措

注：根据媒体公开报道整理



辽 宁

- 2019年6月，在国企混改项目及产业合作意向沟通会上推介94个混改项目，包括省属企业52个，市属企业42个。
- 2018年8月，在2018年中国民企500强峰会上，向民企推17个混改项目。
- 2018年8月，推出省属国有企业混改首批48个项目。
- 2016年12月，辽宁7户省属核心国有企业在沈阳产权交易所向全社会征集战略投资者，全面推进混改。



黑 龙 江

- 2019年4月，黑龙江8家国企股权挂牌招商。
- 2017年9月，哈尔滨公布首批60户国企混改名单。2018年2月，公布了第二批混改企业名单，共有企业49户。

混改特点、进展、案例及展望

从全国范围看，东北地区非上市国企的混改高度活跃，与央企、外资和民营企业开展了全方位的合作。东北央企众多，央企自身的混改以及央地企业的合作成为当地混改的一大看点。

总部位于吉林的一汽集团下属多家子公司开展了混改。2018年下半年，一汽集团旗下零部件子公司一汽富维、富奥股份、启明信息等相继宣布推进混改。2019年7月，一汽吉林宣布将通过增资扩股的形式进行混改。2017年4月，哈电集团混改方案获发改委批复，根据方案，哈电集团积极推进与GE的合资合作。其他央企也积极参与东北地方国企的混改。招商局入股辽宁港口集团，华润与辽宁健康产业集团开展战略合作，国投整合吉林酒精集团等均是央地合作的典型案例。

大型民营企业在东北的混改中发挥着重要的作用。辽宁方大集团通过集中竞价、定增认购等方式在2018年7月成为了东北制药的控股股东。方大集团还参与了北方重工的破产重整、参与了中兴商业集团的混改，均成为第一大股东。

辽宁的混改步伐较大，本钢集团、中天证券、城乡建设集团、环保集团等多家竞争领域的一级企业集团在集团层面通过增资扩股和股权转让进行混改。黑龙江、吉林的混改主要集中在集团的二三级子公司层面。2019年4月，哈尔滨东北水电设备制造公司等8家国企公开进行股权“挂牌”招商，主要方式是减持国有股、转让控股权、整体退出等。哈尔滨公布的首批60户国企混改名单中，二、三级企业占比高达93%。



部分地区非上市国企混改案例

注：根据媒体公开报道整理



辽 宁

- 2019年8月，辽宁省健康产业集团与华润健康集团签署框架协议，在集团层面进行股权多元化改革，引入外部投资者，省健康产业集团此举在省属国企中尚属首例。
- 2019年4月，北方重工集团破产重整后引入辽宁方大集团、沈阳盛京方大混改投资基金管理中心等投资者。
- 2019年5月，华晨集团公告称拟与策略投资者、绵阳瑞安公司员工持股企业三方共同向华晨瑞安增资扩股。
- 2019年1月，辽宁省交通规划设计院混改引入中铁十九局（增资后持股比例20%）、河南省交通规划设计研究院（5%）和员工持股。
- 2018年12月，辽宁风能发电通过股权转让方式引入辽宁红阳能源投资股份有限公司（持股比例30%）。
- 2018年11月，宝马集团宣布计划收购华晨宝马部分股权，将持股比例从50%提升至75%。
- 2018年11月，辽宁春天人力资源服务有限公司与辽宁正元企业管理有限公司签署战略合作协议，双方计划组建新的合资公司。
- 2018年11月，辽宁港口集团通过增资扩股引入招商局（持股49.9%）。此前大连港集团、营口港集团100%国有股权注入辽宁港口集团。



吉 林

- 2018年9月，吉林省酒精集团与国投生物公司通过股权划转实施战略重组，重组后吉林酒精集团成为国投生物全资子公司。
- 2019年5月，中国银保监会吉林监管局批准了吉林银行增资扩股方案。吉林银行拟定向发行股份数量不超过30亿股，预计募集资金总额不超过105亿元。
- 2018年1月，长春披露了旭阳工业（集团）股份有限公司的混改方案，市国资委以国有股权存量转让方式转让37%的股权，由42.5%减持到5.5%。



黑 龙 江

- 2019年8月，哈药集团公告以增资方式引入重庆哈珀与黑马祺航，二者分别以8.05亿元、4.03亿元对哈药集团进行增资，增资后分别持股10%、5%。增资完成后，哈药集团将成为无实际控制人的中外合资经营企业。哈尔滨市国资委持股比例将由目前的45%下降至38.3%。
- 2018年4月，哈投集团旗下哈投现代农业科技开发公司完成混改，其20%股权转让给黑龙江德沃科技开发有限公司。

- 2018年2月，黑龙江省外贸集团子公司黑龙江中化进出口公司正式挂牌成立，混改后外贸集团持股38%，黑龙江中凯经贸有限公司占股35.7%，自然人占股26.3%，外贸集团相对控股。
- 2016年12月29日，哈尔滨北方防务特种装备股份有限公司正式完成工商注册，注册资本1.09亿元。哈一机集团占股40%、5家外部投资者占股50%、核心骨干员工持股10%的混合所有制股权结构。
- 2016年7月，黑龙江省国资委将龙煤集团6家医院的85%国有股权，以17.85亿元转让给晋商联盟，成立晋商龙煤医院。

地方国企A股、H股上市

地区	市场	新增上市公司家数	募集资金（亿元）	上市公司及募集资金（亿元）
吉林	A股	1	3	长白山(3)

注：数据源为Wind。地方国企上市公司指实际控制人为地方国资委或地方国企集团的上市公司。统计时间为2014年1月1日至2019年7月17日。募集资金单位：A股为亿人民币，H股为亿港元。

A股上市地方国企增发实施

增发目的	地区	上市公司及募集资金（亿元）
整体上市	黑龙江	哈投股份（98.3）
	辽宁	红阳能源（59.5）
引入战略投资者	吉林	吉林化纤（9）
融资收购其他资产	吉林	吉林森工（16.9）
	辽宁	时代万恒（3.5）
配套融资	吉林	吉林森工（4.2）
	黑龙江	哈投股份（50）
	辽宁	红阳能源（19.8）
项目融资	吉林	吉林高速（4.5）、长春燃气（5.3）、亚泰集团（30.5）、吉林化纤 （17.2）
	辽宁	本钢板材（40）、时代万恒（8）、辽宁成大（14+8.6）
	黑龙江	龙建股份（4.7）

注：数据源为Wind。本表列示2014年1月1日-2019年7月17日期间增发目的为“整体上市”、“引入战略投资者”、“融资收购其他资产”、“配套融资”和“项目融资”的案例。以其他目的实施的增发也是混改的重要路径，由于案例众多，本表不一一列示。



地方国有企业混合所有制改革回顾 — 西南和西北篇

区域概览

西南包括四川、重庆、云南、贵州和西藏；西北包括陕西、甘肃、宁夏、青海和新疆。十个省级行政区划合计GDP占全国16%，其中西南占10.4%，西北占5.6%。四川、陕西、重庆和云南经济体量较大，GDP占全国比例均高于2%。2018年贵州、西藏、云南的GDP增速远高于全国水平，分别为9.1%、9.1%和8.9%；重庆、甘肃和新疆经济增速低于全国平均，分别为6%、6.3%和6.1%。

四川资本市场较为发达，A股上市公司数量和市值指标均跻身全国前十。西部资本市场整体发展不足，2014年以来1,200余宗A股IPO中仅有110余家来自西部，其中近40家来自四川一省。

重庆和四川的国资体量较大，2016年国企资产总额均超过4万亿元。近年来西部各地陆续成立了多家省属一级企业集团。2017年四川成立了省旅游投资集团和金融控股集团。2016年，宁夏成立了农业投资集团、国有资产投资控股集团、建设投资集团和旅游投资集团。2014年以来，陕西陆续成立了林业集团、果业集团、环保产业集团、大数据集团等。

经济与资本市场概况

经济概况

地区	2018年GDP（亿元）	GDP排名	GDP占全国的比例
四川	40,678.1	6	4.4%
陕西	24,438.3	15	2.7%
重庆	20,363.2	17	2.2%
云南	17,881.1	20	2.0%
贵州	14,806.5	25	1.6%
新疆	12,199.1	26	1.3%
甘肃	8,246.1	27	0.9%
宁夏	3,705.2	29	0.4%
青海	2,865.2	30	0.3%
西藏	1,477.6	31	0.2%

注：数据源为Wind。GDP排名为各地在大陆31个省级行政区中排名。各地GDP占全国的比例计算方式：地区GDP/地区GDP合计x100%。

资本市场概况

地区	A股上市公司数量	数量全国排名	A股上市公司市值（亿元）	市值全国排名
四川	124	8	17,069.6	8
新疆	55	14	6,352.6	17
陕西	50	18	6,461.9	16
重庆	50	17	5,225.0	19
云南	36	24	5,137.4	21
甘肃	33	25	2,082.9	28
贵州	29	27	14,354.2	9
西藏	18	29	1,747.8	29
宁夏	14	30	1,411.9	30
青海	12	31	946.8	31

注：数据源为Wind。A股上市公司数量及市值数据的截止日期为2019年7月15日收盘。地域按上市公司的注册地进行划分。

国资概况

地区	国企资产排名	国企资产总计（亿元）	负债总计（亿元）	资产负债率（%）
重庆	5	49,462	33,886	68.5
四川	7	42,290	28,118	66.5
陕西	13	26,499	19,206	72.5
云南	14	24,674	16,127	65.4
贵州	20	18,093	12,336	68.2
甘肃	23	13,522	8,674	64.2
青海	31	6,027	4,052	67.2
新疆	33	4,010	3,100	77.3
宁夏	35	2,303	1,111	48.3
西藏	36	1,902	1,261	66.3

注：数据源为Wind。国企资产、负债及资产负债率数据均为2016年。排名为地方国有资产量在全国31个省级行政区及5个计划单列市中的排名。



混改政策及混改推动

2014年以来，西部各地陆续发布了国企改革指导意见及混合所有制改革政策文件。《陕西省人民政府关于推进混合所有制经济发展的意见（试行）》于2014年发布，早于中央版政策。部分西部省区在2016-2017年间发布混改政策。

各地提出了较高的混改目标。四川计划到2022年末力争实现省属企业集团二级及以下混合所有制企业占比60%以上，竞争性企业集团层面大部分实现混合所有所有制。重庆国资改革方案中提出“存量国资集中，增量国资转向”的要求。陕西计划到2020年省属国有企业混改面提高到60%以上，省属国有企业股份公司总体比例达到50%，至少储备30户拟上市企业，2017年底的陕西国企的混改面约为43%。云南力争2018年底省属国企混改面达80%以上。甘肃计划2020年国有经济中混合所有制比重达到60%左右，2018年底混改的比例约为36.2%。

四川、重庆、陕西举办了规模较大的混改项目推介活动。其中四川于2019年7月举办的推介会在项目数量、引资额和资产规模方面均居于全国前列。

部分省市推动混改的举措

注：根据媒体公开报道整理



四 川

- 2019年7月，四川省国资委举办四川省国企混改项目推介暨培训研讨会，集中推介179个拟混改项目，涉及全省各级各类国有企业110户，资产总额超3,200亿元，拟引入社会资本超430亿元。
- 2014年，四川省发改委牵头先后分两批向社会发布336个项目估算总投资9,011亿元。



重 庆

- 2014年6月，重庆召开国资国企面向非公资本项目对接会，推出总计110个共2,650亿的项目。



陕 西

- 2019年4月，陕西国资委公布拟混合所有制改革项目名单，共有59个项目，涉及延长石油、陕煤集团、陕建集团等23家省属企业。
- 2016年，省国资委召开了省属企业与民营企业共同发展对接会，推出178个合作项目。
- 2014年，陕西省推出39个向社会资本开放项目。



云 南

- 2015年1月，省国资委联合省工商联共同举办发展混合所有制经济招股招商企业项目推介会。推出了27个项目，涉及资产总额357.79亿元。
- 2014年，云南省国资委推出33个省属企业项目对外进行招商合作，发展混合所有制。涉及企业23户、项目10个，企业和项目资产总额约220亿元，计划新增投资约330亿元，共计约550亿元。



甘 肃

- 2019年4月，甘肃省国资委分两批先后向市场集中公开推介了36个资源资产出让项目。
- 2014-2015年，甘肃推出两批省属企业引进非公资本招商引资投资项目，其中第一批包括60个项目。

混改特点、进展、案例及展望

在西部各地中，四川、重庆和云南的混改力度较大，已经完成了多个体量较大的混改项目。四川的国企混改主要在非上市集团的二、三级子公司层面开展，投资者主要是本省国有企业以及外省国有企业和民营企业。

重庆多个重大混改案例均在集团层面。重庆商社集团、重庆盐业集团已完成混改，太极集团、渝康资产均计划在集团层面混改。重庆国企集团主要通过引进增量、减持存量的方式积极引入各类战略投资者，其中央企资本占比较高。近年来重庆国企相继引进兵器装备集团、中信集团、平安集团、恒大集团、深高速等央企。

云南在集团层面的混改力度较大。云南白药集团整体上市完成。诚泰集团混改基本完成。与重庆类似，云南国企集团混改引入的战略投资者中也有多家央企。保利拟参与云南城投混改，华侨城参与了云南文投和世博集团混改，中铝重组云冶集团，五矿参与云南贵金属集团、云南锡业集团的重组。

甘肃、宁夏、西藏、青海等地的混改体量相对较小。除增资扩股和股权转让之外，新设立混合所有制公司也成为重要的形式。陕西能源集团与长沙远大住宅工业集团合资成立陕西能源远大建筑工业有限公司。贵州成立了央企、地方国企和民营资本混合所有的华仁新材料公司以及贵安新区配售电公司。新疆广电网络发起设立混合所有制的北京未来媒体科技股份有限公司。青海和河南企业合资成立了青豫能源公司。

部分地区非上市国企混改案例



四 川

- 2019年3月，成都交投集团增资入股四川川航物流有限公司，增资后川航股份和成都交投集团将分别持有川航物流66%、34%的股权。
- 2019年1月，四川省铁投集团与天津物产集团有限公司合作开展混合所有制改革，二者计划分别拿出旗下公司组建产业投资公司。
- 2015年11月，天洋控股以38亿的对价，通过股权受让和增资扩股获得沱牌舍得集团的股权。本案例被称为“川酒混改第一单”。



重 庆

- 2019年6月，重庆商社集团拟通过增资方式引入物美集团（70.8亿元，45%股权）和步步高集团（15.7亿元，10%股权）。本案例被称作重庆最大的混改项目。
- 2019年5月，中盐集团通过增资扩股持有重庆盐业集团51%的股份，并改组为中盐西南盐业有限公司，是国内盐业体制改革以来央企与地方企业首例整体重组案例。
- 2017年2月，重庆长电联合能源注册成立。长电联合股权高度多元，股东包括重庆涪陵能源、长江电力、重庆新禹投资、两江新区开发投资公司、渝富资产管理公司等。



陕 西

- 2018年6月，陕西省地方电力招标有限公司、陕西省招投标协会和陕西电力兴达管理有限公司共同发起成立陕西省电力兴达咨询管理有限责任公司。
- 2017年8月，陕煤集团子公司新型能源公司增资扩股引入陕西亿杰清洁能源有限公司（7,000万元，持股17.1%）和员工持股平台（4,000万元，持股9.8%）。
- 2016年5月，陕西能源集团与长沙远大住宅工业集团合资成立陕西能源远大建筑工业有限公司。



云 南

- 2019年7月，云南省城投集团宣布，云南省与保利集团签署合作协议，保利集团拟参与省城投集团层面的混合所有制改革。
- 2019年7月，云南联通新通信公司成立，中国联通省级公司混改落地。云南联通混改计划共引入三家资本及员工持股，四方将分别联合成立省级公司。亨通光电、亚锦科技、中电兴发、中国联通及员工持股平台持股比例分别为29.8%、29.4%、25.8%、5%、10%。

- 2018年12月，诚泰保险增发引入紫光集团（持股33%）成为第一大股东，募集资金约28.4亿元。
- 2017年华侨城集团以增资扩股的方式与云南国资委下属云南世博旅游控股集团有限公司（出资75亿元）、云南文投集团（出资26亿元）实施战略重组，持股两集团各51%的股权。
- 2017年6月，云南省国资委与新华都、江苏鱼跃签署增资协议，二者共向白药控股增资约242亿元，分别取得45%股权和10%股权。2019年7月，云南白药通过发行股份的方式吸收合并白药控股，完成整体上市。



贵 州

- 2017年4月，贵州华仁新材料有限公司成立。华仁公司股东包括中铝、锦江集团和贵州地方国企。
- 2016年7月，贵州省第一个混合所有制配售电有限公司— 贵安新区配售电有限公司成立。股东包括贵安新区开发投资公司、贵州电网公司及社会资本。
- 2015年6月，贵州建工增资扩股引入绿地集团（12亿，持股70%）。

地方国企A股、H股上市

地区	市场	新增上市公司家数	募集资金	上市公司及募集资金（亿元）
四川	A股	2	56.7	华西证券（49.7）、新华文轩（7）
	H股	4	39.3	泸州银行（20）、成都高速（10）、四川能投发展（4.8）、兴泸水务（4.5）
陕西	A股	4	69.4	陕西煤业（40）、西安银行（20.8）、西部超导（6.6）、环球印务（2）
云南	H股	2	31.3	云南水务（19.2）、滇池水务（12.1）
贵州	A股	1	18.7	贵广网络（18.7）
重庆	A股	3	17.5	川仪股份（6.7）、重庆建工（5.7）、重庆燃气（5.1）
新疆	A股	3	13.3	新疆交建（4.7）、西部黄金（4.5）、雪峰科技（4.1）
甘肃	A股	3	10.6	读者传媒（5.9）、陇神戎发（3）、兰石重装（1.7）
西藏	A股	1	3.8	高争民爆（3.8）

注：数据源为Wind。地方国企上市公司指实际控制人为地方国资委或地方国企集团的上市公司。统计时间为2014年1月1日至2019年7月17日。募集资金单位：A股为亿人民币，H股为亿港元。

A股上市地方国企增发实施

增发目的	地区	上市公司及募集资金（亿元）
整体上市	宁夏	西部创业（43.3）
	新疆	天康生物（18.4）
	陕西	秦川机床（24.1）
融资收购其他资产	云南	云南能投（13.7）、云内动力（5）、*ST云投（3.7）
	四川	四川九洲（12.9）
	新疆	中泰化学（27.7）、天润乳业（2.6）
	甘肃	甘咨询（22）、甘肃电投（18.1）、敦煌种业（4.8）、兰石重装（3.1）
	重庆	重药控股（67）、重庆港九（12）、涪陵榨菜（0.7）
	陕西	建设机械（19.1）、延长化建（16.2）
	青海	金瑞矿业（1）

增发目的	地区	上市公司及募集资金（亿元）
实际控制人资产注入	新疆	新疆天业（9.2）
	西藏	西藏矿业（4.7）
	云南	锡业股份（37.9）
配套融资	云南	云内动力（2.8）、*ST云投（1.3）
	新疆	中泰化学（27.6）、新疆天业（18）、天润乳业（0.9）
	重庆	涪陵榨菜（0.3）
	陕西	建设机械（6.3）、秦川机床（6）
	青海	金瑞矿业（0.3）

注：数据源为Wind。本表列示2014年1月1日-2019年7月17日期间增发目的为“整体上市”、“融资收购其他资产”、“实际控制人资产注入”和“配套融资”的案例。以其他目的实施的增发也是混改的重要路径，由于案例众多，本表不一一列示



基础设施公募REITs之初见



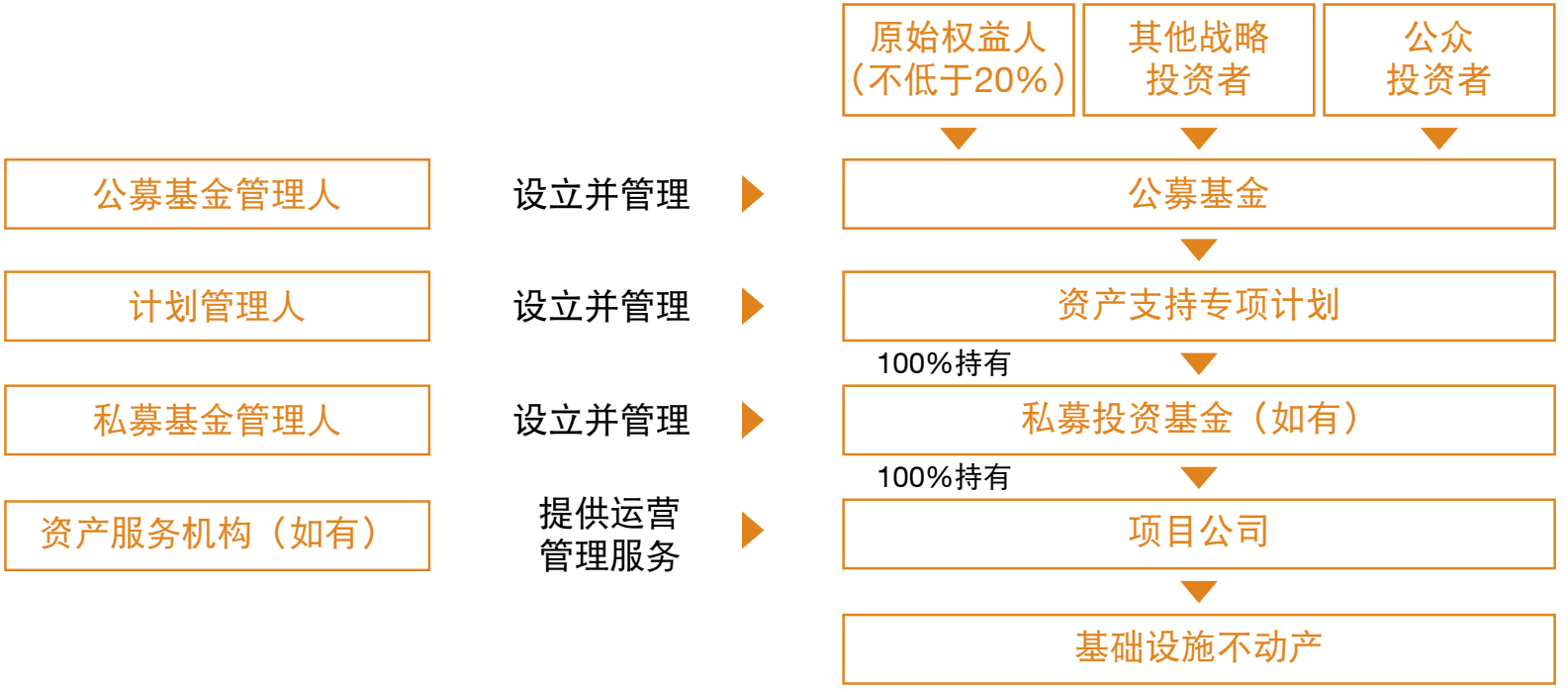
2020年4月30日，中国证券监督管理委员会与国家发展和改革委员会联合发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发【2020】40号，以下称“40号文”）。同日，中国证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》（以下称《征求意见稿》），标志着境内公募REITs试点工作的正式起步。

作为多年来一直致力于积极探索、参与和践行我国境内基础设施及其他不动产资产证券化的专业机构，我们拟就40号文及《征求意见稿》进行系列专题解读。

本文将先从基础设施公募REITs的基本架构、发行流程以及与境内类REITs的主要不同点做出简要解读。

一、公募REITs的基本交易架构

根据《征求意见稿》的相关规定，并结合过往境内资产支持证券的发行经验，基础设施公募REITs的基本交易架构可能如下图所示：





1. 根据《征求意见稿》第二条，80%以上公募基金资产需持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；同时，公募基金通过资产支持证券和项目公司等载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；

2. 根据《征求意见稿》第十七条，基础设施项目原始权益人应当参与基础设施基金份额战略配售，战略配售比例不得低于公募基金份额发售数量的20%，且持有的份额期限自上市之日起不少于5年；

3. 40号文及《征求意见稿》强化了公募基金管理人对基础设施项目的投资及运营专业经验以及运营管理的责任，公募基金管理人也可通过设立专门的子公司或委托第三方管理机构负责基础设施日常运营维护、档案归集管理等，但公募基金管理人依法应当承担的责任不因委托而免除。

注1：根据《征求意见稿》第二条，基础设施不动产包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。
注2：根据《征求意见稿》第七条，原始权益人是指基础设施基金持有的基础设施项目的原所有人。
注3：根据《征求意见稿》第二十三条，公募基金管理人与计划管理人应存在实际控制关系或受同一控制人控制。

二、公募REITs的主要发行流程

根据40号文及《征求意见稿》，并结合过往境内类REITs的发行流程，基础设施公募REITs完成上市发行可能通过以下八大步骤：

资产遴选与推荐（省级发改委） ▶ 资产遴选与推荐（发改委、证监会及交易所） ▶ 风险隔离 ▶ 资产支持证券申报 ▶ 基础设施基金注册 ▶ 基金份额公开发售 ▶ 资产转让 ▶ 资产管理

- 资产遴选与推荐：在基础设施REITs试点阶段，将优先聚焦重点区域及重点行业的优质项目，在各省级发展改革委出具专项意见基础上，国家发展改革委将符合条件的项目推荐至中国证监会，中国证监会、沪深证券交易所依法依规履行注册、审查程序；
- 风险隔离：原始权益人将持有基础设施项目的项目公司股权转让至资产支持证券，基础设施项目不再纳入原始权益人的破产财产范围内，可实现与原始权益人的风险隔离；
- 资产转让：假设资产支持证券与基础设施基金同步注册设立，基础设施基金公开发售后，80%以上基金资产将用于购买单一基础设施资产支持证券全部份额；资产支持证券募集资金到位后，将向原始权益人支付项目公司股权的转让对价，从而最终完成基础设施项目的转让。



三、公募REITs与境内类REITs的主要不同点

根据40号文及《征求意见稿》，公募REITs对底层不动产项目所处的区域及行业、底层不动产项目应具备的条件以及管理人的职责等方面均提出了具体的要求，与境内类REITs的相关规定及实务操作相比，均存在实质性的差异，具体如下所述：

	40号文及《征求意见稿》的相关内容	境内类REITs的现行操作
底层不动产的类型及所处区域	基础设施公募REITs试点项目将聚焦重点区域和重点行业，优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点；基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。	根据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（以下称“资产证券化业务指引”），符合法律法规规定，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的基础设施、商业物业等不动产均可作为资产支持证券的基础资产。 结合境内类REITs的实务经验，底层不动产包括基础设施、商业物业及住宅等，不动产所处区域也不存在任何的优先或限制。

	40号文及《征求意见稿》的相关内容	境内类REITs的现行操作
底层不动产应具备的条件	基础设施公募REITs试点项目将聚焦优质项目，强调试点项目需具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力，包括但不限于：经营3年以上，已产生持续、稳定的现金流……；现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入……	境内类REITs主要关注底层不动产是否可产生独立、可预测的现金流，并未对其经营模式、市场化运营能力、持续经营能力及增长潜力等提出明确要求。 结合境内类REITs的实务经验，对底层不动产的经营年限、现金流来源等并未提出明确的要求，可以采用原始权益人出售后再整体租回、原始权益人或其关联方提供差额补足、支付权利维持费等方式，以便类REITs存续期间可产生足够的现金流。
份额/证券持有人的分类	基础设施公募REITs将坚持“权益导向”的原则，依托基础设施项目持续、稳定的收益，通过REITs实现权益份额公开上市交易，即公募REITs份额持有人将按照持有的份额享有同等权益、承担同等风险，且所有基金份额持有人将定位为“权益投资人”。	根据资产证券化业务指引，同一专项计划发行的资产支持证券可以划分为不同种类，专项计划也可以通过内部或外部信用增级方式提升资产支持证券信用等级。 结合境内类REITs的实务经验，资产支持证券一般划分为优先级及权益级，其中优先级资产支持证券持有人将享有预期收益率，一般情况下，原始权益人或其关联方将为其投资本金及预期收益提供增信担保；权益级资产支持证券不设预期收益率，但由于投资者多数是财务投资人，可能也要求原始权益人或其关联方提供明确或隐性的增信担保承诺。

	40号文及《征求意见稿》的相关内容	境内类REITs的现行操作
基金/专项计划管理人对底层不动产运营管理的责任	40号文及《征求意见稿》压实了基金管理人对基础设施项目运营管理的责任，要求基础设施基金运作过程中，基金管理人应当按照法规规定和基金合同约定积极履行基础设施项目运营管理职责，包括但不限于：（一）管理基础设施项目租赁、运营等产生的现金流；……（三）制定及落实基础设施项目运营策略；（四）签署并执行基础设施项目运营的相关协议；（五）收取基础设施项目租赁、运营等产生的收益，追收欠缴款项等；（六）执行日常运营服务，如安保、消防、通讯及紧急事故管理等；（七）实施基础设施项目维修、改造等；（八）聘请第三方审计机构对基础设施项目运营情况进行年度审计；……	根据资产证券化业务指引，在专项计划存续期间，管理人的主要职责包括但不限于：（一）督促原始权益人以及为专项计划提供服务的有关机构，履行法律规定及合同约定的义务；（二）建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制，切实防范专项计划资产与其他资产混同以及被侵占、挪用等风险；（三）监督、检查特定原始权益人持续经营情况和基础资产现金流状况，出现重大异常情况的，管理人应当采取必要措施，维护专项计划资产安全；（四）按照约定向资产支持证券投资者分配收益；…… 从以上规定可以看出，境内类REITs项目中，专项计划管理人主要是督促相关主体履行合同约定义务，保护专项计划资产的安全并及时向投资者分配收益，但不要求管理人实际参与底层不动产的运营管理。实务中，一般情况下，由于原始权益人对底层不动产及其业务环境更为熟悉和了解，将由原始权益人或其指定主体继续对底层不动产进行实际且实质的运营管理。

	40号文及《征求意见稿》的相关内容	境内类REITs的现行操作
REITs项目发行及存续期间的财务要求	40号文及《征求意见稿》明确，公募基金管理人需聘请符合条件的会计师事务所出具以下报告： （1）基础设施公募REITs的发行申报阶段 • 对基础设施项目未来收益进行模拟测算的现金流测算进行审阅； • 基础设施项目最近3年及一期的财务报告及审计报告； （2）基础设施公募REITs的存续阶段 • 基础设施项目的年度审计报告； • 如公募基金管理人委托第三方管理机构负责基础设施项目的日常运营管理，应当至少每年对第三方管理机构的履职情况进行审计。	根据资产证券化业务指引及相关的配套指南，一般情况下，会计师事务所在境内类REITs项目中出具以下报告： （1）基础设施公募REITs的发行申报阶段 • 针对底层不动产的未来现金流测算，会计师事务所一般出具商定程序报告； • 资产支持专项计划管理人或原始权益人会聘请会计师事务所参与项目的尽职调查，但并未有明确或统一的要求，一般情况下，会计师事务所的参与程度及出具报告的类型可能会由委托方自行确定； （2）基础设施公募REITs的存续阶段 会计事务所一般仅出具持有底层不动产的项目公司、私募基金及资产支持专项计划层面的年度审计报告。



基础设施公募REITs的基础资产“出表”分析和探讨

2020年4月30日，证监会和发改委颁布了两份重磅文件：《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发【2020】40号，以下称“40号文”）以及《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》（以下称“征求意见稿”），正式拉开了我国公募REITs的序幕。

根据40号文，基础设施REITs试点的重要意义包括了“提升直接融资比重”、“降低实体经济杠杆”。如何“降低实体经济杠杆”？从我们对40号文的解读来说，即公募REITs试点的基本原则之一是坚持“权益导向”，通过REITs实现权益份额公开上市交易，这并非债务类融资，进一步避免债务增加，从而降低杠杆。

公募REITs试点工作开展之前，国内已经在现有的资产支持证券、信托、私募基金等框架下，创设了“类REITs”架构，通过“类REITs”募集的资金，大部分是偏债务类的资金，原始权益人或其关联方以优先回购权、支付权利维持费、提供差额补足承诺等方式提供增信措施。在类REITs时代，由于募集的多是偏债务属性的资金，原始权益人很可能实质上承担了底层资产的绝大部分风险和收益，也实质上控制着底层资产，很难实现真正意义上的底层资产“出表”，所募集的资金也需要在原始权益人的报表上反映为一项负债。

那在基础设施公募REITs试点阶段，对以上考虑需要关注哪些方面呢？



一、公募REITs的治理结构和实际控制权

《征求意见稿》第三十五条要求，基础设施基金运作过程中，基金管理人应当按照法规规定和基金合同约定积极履行基础设施项目运营管理职责，包括但不限于：（一）管理基础设施项目租赁、运营等产生的现金流；……（三）制定及落实基础设施项目运营策略；（四）签署并执行基础设施项目运营的相关协议；（五）收取基础设施项目租赁、运营等产生的收益，追收欠缴款项等；（六）执行日常运营服务，如安保、消防、通讯及紧急事故管理等；（七）实施基础设施项目维修、改造等；……

《征求意见稿》第三十六条要求，基金管理人可以设立专门的子公司或委托第三方管理机构负责基础设施日常运营维护、档案归集管理等，基金管理人依法应当承担的责任不因委托而免除。基金管理人委托第三方管理机构运营管理基础设施项目的，应当自行派员负责基础设施项目财务管理。基金管理人与第三方管理机构应当签订基础设施项目运营管理服务协议，明确双方的权利义务、费用收取、协议终止情形和程序等事项。

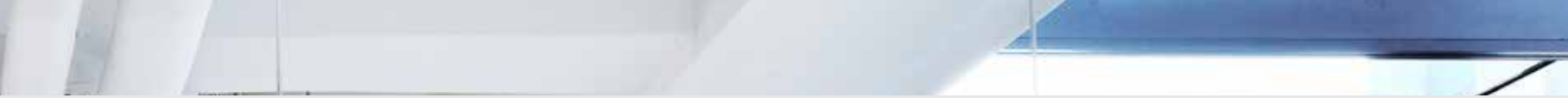
《征求意见稿》第十七条要求，基础设施项目原始权益人应当参与基础设施基金份额战略配售，战略配售比例不得低于本次基金份额发售数量的20%，且持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于5年。

对原始权益人“出表”判断的影响：

在判断原始权益人是否实现会计意义上的“出表”时，一个重要考虑因素是谁对底层资产拥有决策权。《征求意见稿》第三十五条清晰地表达出监管层希望基金管理人切实担负起公募REITs的管理职能，《征求意见稿》第四条还对基金管理人的专业胜任能力提出了具有相关经验的人数、年限等具体要求。看上去基金管理人更有可能处于决策主导地位，但又存在哪些挑战呢?

1. 目前国内的公募基金管理人一般代表投资人的“买方”需求，其管理方式和投资思路大都体现在证券的分散投资层面，未深入到实体产业的经营层面，这种角色的冲突和转换，不是短期内招募一些专业人员所能解决的，要求其对基础设施项目的经营进行实际管理和控制，存在一定的挑战，也需要一定的时间。

2. 权利与责任对等，权力的大小通常应与其承担的风险和享有的报酬相匹配。目前基金管理人的管理费多与基金净值、规模挂钩，因为证券投资基金的规模大多反映了基金的管理业绩。而对于封闭式基础设施基金而言，购买新的基础设施资产以及基金扩募不属于日常经营行为，基础设施的估值相较于证券或者商业地产而言也相对稳定，甚至会随着特许经营权的逐渐到期而递减。现有基础设施的经营业绩很难通过基金规模直接体现。这种情况下，如果基金管理人的职权与其业绩报酬不相匹配，管理人缺乏行使职权的经济动因，在实务操作中，很可能会出现其他方拥有实质性权力的情况。需考虑



是否应对基础设施基金管理人的报酬体系进行调整（例如与基础设施项目的收入、利润、或者净现金流等经营指标挂钩），以与其职权匹配。

3. 《征求意见稿》三十六条提出，基金管理人可以委托第三方管理机构负责日常运营维护。这里的第三方管理机构，看上去由基金管理人聘请，且向基金管理人负责，但实际上，相较于基金管理人而言，原始权益人对基础设施及其业务环境更为熟悉和了解，基础设施项目的稳定运营极有可能需要继续依赖于原始权益人。如果基金管理人聘任原始权益人或其下属单位担任第三方管理机构，则原始权益人有可能通过第三方管理机构实质上拥有基础设施项目日常经营活动中的决策权。

4. 《征求意见稿》要求原始权益人至少需持有基金20%的份额且限售5年。结合上述第3小点的分析，原始权益人完全可能因为更接近和熟悉基础设施业务而被授予更多的职责，又可能因为持有较多的基金份额、担任第三方管理机构收取管理费等方式享有更多的收益分配和承担经营风险，从而在某种程度上对基础设施项目相关决策产生重大影响甚至处于实质上的主导地位。

综上，如何实现40号文中所说的试点原则，即“强化机构主体责任，推动归位尽责”，保证基金管理人拥有实质上的决策权和影响力，并且承担与之相匹配的风险和收益，是基础设施REITs制度设计中需要思考的问题，也是原始权益人是否能够实现“出表”的关键因素之一。





二、基础设施项目的收益与投资者预期

《征求意见稿》第七条要求，基础设施项目需经营3年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好增长潜力；……现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入。

《征求意见稿》第十八要求，扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额网下发售比例不得低于本次公开发售数量的80%。

对原始权益人“出表”判断可能存在的影响：

《征求意见稿》第七条明确指出了公募REITs的现金流来源要靠市场化运营，不依赖第三方补贴，40号文也明确要求PPP项目“收入来源以使用者付费为主”。这非常符合基础设施基金的“权益导向”，避免原始权益人为投资人提供差额补贴等措施。



根据上述《征求意见稿》的相关规定，在试点阶段，基础设施基金大部分的投资者都是机构投资者，这就意味着需要将很多机构投资者的投资需求与底层基础设施项目的收益相匹配。在类REITs时代，很多机构投资者表达过希望有相对固定和稳定的现金流的强烈预期，习惯投资于固定收益类产品。

基础设施项目中，部分市政工程设施项目的收入在很大程度上需要依靠政府付费，城镇垃圾焚烧发电、污水处理等项目如果还需要政府对差额部分进行支持，是否满足40号文所要求的使用者付费原则？以及政府承诺保底水量和保底垃圾处理量，是否属于市场化运营？这还有待进一步的澄清。以相对成熟的高速公路收费权为例，其未来现金流将受到高速公路通行量、道路的日常养护、资本性支出、外部银行借款本息支出等影响，从而呈现一定程度的波动性。

基础设施项目的未来收益的波动性，介于股票和债券之间，如果机构投资者仍然固守类REITs时代的投资思路，倒逼原始权益人及其关联方提供各种明确或者隐形的差额补足承诺，寄希望于刚性兑付，则可能违背试点的初衷和原则，对原始权益人的“出表”也将构成障碍。

三、原始权益人不出表，是否可以实现降杠杆

基础设施公募REITs建立在《证券投资基金法》的基础之上，目前看来，公募REITs很大可能属于会计上的有限寿命主体（即有固定期限）。根据相关会计准则的规定，探讨如下:

假设原始权益人将公募REITs整体纳入其合并财务报表范围，即使公募REITs是更偏股性的产品，但如果该基金为有限寿命主体，在原始权益人合并报表中也需列示为一项负债。

假设原始权益人未合并公募REITs，但因为某种原因合并了其下的某个特殊目的实体（假设性探讨，例如资产支持证券、私募基金、信托等等），其分析结论及原因同上一条。

假设原始权益人仅仅合并基础设施项目公司（假设性探讨），根据目前的REITs产品设计思路，项目公司层面经常会配有较高比例的私募基金或者信托借款，从而合并项目公司也会增加原始权益人合并报表中的负债。





四、“出表”的判断准则与交易安排

结合过往的项目经验，对原始权益人而言，常常会关注在REITs发行后，原始权益人是否可将项目公司及相关资产实现“出表”并相应确认处置损益，如果不能实现出表，则很可能会增加原始权益人的资产负债率。我们将从原始权益人在REITs产品中参与的角色说明对其是否能实现“出表”，希望为大家提供一些参考和借鉴。

1.“出表”判断所依据的准则

在REITs案例中，判断“出表”最复杂的地方，在于根据《企业会计准则第33号 — 合并财务报表》判断原始权益人是否应合并REITs中的全部或部分主体，如果无需合并，则原始权益人实现了“出表”。

合并财务报表的合并范围应当以“控制”为基础予以确定，控制的定义包含对被投资方的权力、通过参与被投资方的相



关活动而享有可变回报及有能力运用对被投资方的权力影响可变回报金额三项基本要素，在判断投资方是否能够控制被投资方时，当且仅当投资方具备上述三要素时，才能表明投资方能够控制被投资方。其中，相关活动是指对被投资方的回报产生重大影响的活动、可变回报包括收益及风险。

实务中，一般需根据REITs持有的基础设施项目及其业务特点、REITs交易架构等确定相关活动，并结合REITs各个层面的交易安排，判断原始权益人在REITs相关活动中是否拥有权力，是否通过参与REITs相关活动而享有可变回报，以及原始权益人是否有能力运用权力影响可变回报的金额。



控制，是指投资方拥有对被投资方的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。



2. 可能影响原始权益人“出表”的交易安排

如下图所示，如原始权益人希望实现“出表”，首先，需要原始权益人有真实出售基础设施项目的商业意图、REITs投资人（除原始权益人外）应有真实投资基础设施项目的商业意图，在一定程度上承担与基础设施项目经营及价值波动相关的风险并享有收益，进而将该商业意图体现在REITs交易安排中，后续的财务核算将主要根据REITs交易安排予以确定。

换言之，实务中，原始权益人及REITs投资人（除原始权益人外）的真实商业意图会影响REITs交易安排，REITs交易安排也将进一步反映其真实的商业意图。

在具体实践中，原始权益人在转让项目公司股权后，可能会继续持有REITs份额、运营管理基础设施项目等，有关交易安排可能与其所述的“真实出售”基础设施项目的商业意图相矛盾，进而会影响原始权益人是否满足“出表”条件的判断。

真实商业意图 ▶ 交易安排 ▶ 财务核算



如下列举了可能影响“出表”判断的交易安排：

1. 持有REITs份额，如原始权益人持有一定比例的REITs份额，将享有基础设施项目运营收益或REITs到期退出时的增值收益，扣除优先级投资人应分配的本息、私募基金（如有）、专项计划（如有）及公募基金层面费用后的剩余浮动收益。

   原始权益人持有的REITs份额越高，在REITs相关活动中“话语权”可能就越大，享有的收益也就越多，越不利于原始权益人“出表”的判断。

2. 担任基础设施项目的运营管理方，原始权益人担任基础设施项目的运营管理方，负责基础设施项目的日常运营及维护。作为基础设施项目的运营管理方，原始权益人可能在将基础设施项目出售给REITs后仍对其日常的运营管理拥有决策权，同时收取运营管理费。运营管理方的决策范围和权力大小、物业管理费的收费水平等等，对“出表”的判断都有影响。

3. 控制或共同控制REITs管理公司，原始权益人单独设立或与第三方共同设立基REITs管理公司，REITs管理公司作为REITs的管理人，负责REITs的管理，需考虑原始权益人是否通过REITs管理公司拥有对相关活动的权力。



原始权益人的“出表”认定是一个复杂、系统的过程，需根据原始权益人及REITs投资人（除原始权益人外）的真实商业意图、REITs交易安排等因素进行综合判断。如实现“出表”，原始权益人将确认处置项目公司股权损益；如未实现“出表”，原始权益人将通过合并REITs而继续合并项目公司，一般情况下，REITs投资人（除原始权益人外）投入的资金在原始权益人合并财务报表中将作为负债列示。

综上所述，基础设施公募REITs试点为拓宽投融资渠道和方式，降低实体经济的杠杆提供了很好的思路和方案；但其核心还在于基础设施项目本身，从会计技术角度看，“出表”是一个必要前提，这也是需要给市场参与者们提醒的，基础设施项目公募REITs成功的基础还包括会计技术上的基础处理。



基础设施公募REITs
— PPP项目的机遇与挑战

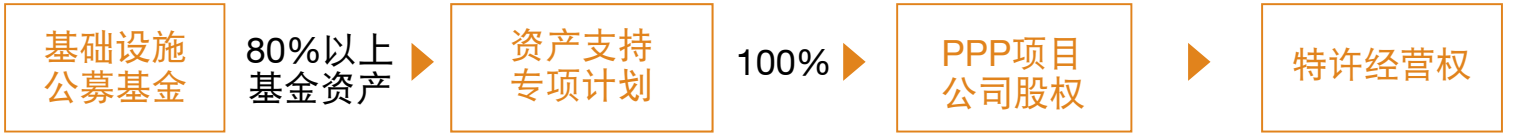
在深化金融供给侧结构性改革，促进基础设施高质量发展的大背景下，中国证监会与国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下称“《通知》”），同时证监会推出了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（以下称“征求意见稿”），标志着境内基础设施领域公募REITs试点正式起步。

近几年，我国PPP项目（Public-Private Partnership，即政府和社会资本合作）得到了快速发展，项目数量稳步增长。作为当下基础设施建设所广泛采用的PPP运作模式，能否顺应“坚持权益导向”的原则，找到契合各方的合作方式和渠道进而降低债务风险，成为时下关注的又一热点。下面结合《通知》和《征求意见稿》的相关内容，探讨PPP项目在探求公募REITs道路上的机遇与挑战。

《通知》在“二、推进基础设施REITs试点的基本原则”中强调遵循市场原则，坚持权益导向。结合投融资双方需求，按照市场化原则推进基础设施REITs，通过REITs实现权益份额公开上市交易。”

《征求意见稿》第二条“本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：（一）80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；（二）基金通过资产支持证券和项目公司等载体（以下统称特殊目的载体）穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；”

基于基础设施REITs试点的基本原则、试点工作安排以及基础设施基金产品的定义，未来基础设施REITs试点的交易架构将是如下的安排：



就PPP运作模式而言，上述交易架构理论上能够协助社会资本方或PPP项目公司解决项目的资金需求，为PPP项目打开了一道探索之门。

此外，《通知》要求试点项目“（一）聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。（二）聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。”

我国PPP项目主要用于投资规模较大，回报周期较长的公共服务领域。就PPP执行项目分布情况来看，交通运输、市政工程、生态建设与环境保护、城镇综合开发类项目在PPP项目中占比较大。其中包括重点区域的收费公路、水电气热等市政工程、污水垃圾处理等相关项目。因此，仅就聚焦重点区域和行业而言， PPP项目有可能迎来通过基础设施REITs试点实现广泛筹集项目资金，降低债务风险的新契机。

根据我们的经验和理解，在考虑将PPP项目进行基础设施REITs试点的时候，需关注以下几个方面的问题：

一、PPP项目的收入来源

《通知》在“三、基础设施REITs试点项目要求”中明确了基础设施REITs试点项目应符合“1.项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。”

《征求意见稿》第七条基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合：“（四）现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入；”

一方面，《通知》和《征求意见稿》中要求的“使用者付费为主”以及“现金流来源具备较高分散度”的界定有待明确定量的标准；另一方面，我国PPP项目的回报机制存在使用者付费类项目、可行性缺口补助类项目和政府付费类项目。如果某PPP项目存在仅靠使用者付费可能无法收回全部投资和实现收益的情况，为实现项目的经济可行性，政府一般会对项目的可行性缺口进行补贴。如何认定该类项目是否满足“收入来源以使用者付费为主”和“现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入”等相关标准，对于PPP项目能否参与试点至关重要。

二、PPP项目公司股权可能存在锁定期或者转让限制

《通知》强调了坚持权益导向的原则，通过REITs实现权益份额公开上市交易。《征求意见稿》明确了基础设施基金需要同时符合80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权。

国内PPP项目普遍就各方股权的转让或退出在一定程度上存在着事先约定，如：自PPP协议签订之日起，未经PPP项目实施机构书面同意，项目公司股东不可转让项目公司股权也不得在其持有的项目公司的股权或其他任何权益上设置抵押、质押等；自PPP项目竣工之日起一定期限内（如5年）为股权锁定期，各方不得擅自转让其在项目公司的全部或部分股权，自锁定期届满之日起，未取得其他股东或者实施机构的书面批准，任何一方不得以任何方式处置其在项目公司的全部或部分股权等类似约定。

鉴于此，通过REITs实现PPP项目公司权益份额公开上市交易需要PPP项目公司各出资方以及PPP项目实施机构的支持和配合，避免股权转让方面可能导致的障碍。



三、PPP项目的不同期间

《通知》在基础设施REITs试点项目要求中明确了基础设施REITs试点项目应已通过竣工验收。《征求意见稿》第七条要求基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合经营3年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好增长潜力。

PPP项目一般分为建设期和运营期。建设期资金需求量大，基本没有现金回流，项目融资压力大；运营期一般较长，大概在20-30年左右，陆续回流资金。PPP项目的这一特点导致其前期投入大（其中包括项目公司的股权和债权投入）、后期偿付压力较大。然而，已通过竣工验收和经营3年以上等要求，基本限定了只有进入运营期的PPP项目才能够参与基础设施REITs试点，所以试点阶段政策不会对PPP项目各参与方在项目的初始合作阶段或项目资本金初始筹备阶段产生直接影响。PPP项目进入运营期才有可能通过基础设施REITs试点来盘活存量资产（推广阶段是否会有所放松有待试点的成果以及政策的进一步明确）。鉴于此，试点阶段的相关要求，对于PPP项目后期置换股权和拓展融资渠道带来很好的机遇，但不能直接解决项目建设期的融资问题。

四、PPP项目的现金流与收益分配特点

《征求意见稿》第二条初步要求基础设施基金通过资产支持证券和项目公司等载体（以下统称特殊目的载体）穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；且基金采取封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的90%；第二十六条初步约定基础设施基金直接或间接对外借款，应当遵循基金份额持有人利益优先原则，借款总额不得超过基金资产的20%，借款用途限于基础设施项目维修、改造等。底层资产是否有收益可分且有现金流可分成为了PPP项目参与试点要解决的重点问题。

从交易架构来看，基金通过资产支持证券和项目公司等载体穿透取得基础设施项目的完全所有权或特许经营权。如果募集资金同时置换PPP项目的资本金融资和解决债务融资问题，则将对基金的资金规模以及基础资产的收益提出更高的要求。PPP项目特许经营权的收益产生于运营期，项目公司在进入运营期取得稳定收益的同时一般要优先选择偿还债权融资的本金和利息。因此，原始权益人、基金管理人、REITs投资人等需要结合现金流预测、募集资金的规模和收益预期、基础资产的收益情况、基础资产收益与REITs投资人收益预期的匹配等，发行契合各方利益诉求的REITs，以保证PPP项目

公司在运营期能够有足够的现金流支撑基金的年度分配要求。这些也会给PPP项目参与基础设施REITs带来挑战，需要做好现金流和收益的预测、产品和交易架构的设计等。

除此以外，《通知》明确了“权益导向”的原则，鉴于PPP项目体量大，债务融资比例高等特点，PPP项目原始权益人在很大程度上都有“出表”的诉求，这本身与“权益导向”的原则相契合。但是根据《征求意见稿》的相关规定，在试点阶段，基础设施基金大部分的投资者都是机构投资者，加之公募基金的资金更多的来源于金融资本，机构投资者很可能仍希望有相对稳定或固定的回报和现金流，期望能够通过获取流动性支持和差额补足等满足预期。因此，如何协调机构投资者的预期以及将机构投资者的投资需求与底层基础设施项目的收益相匹配也将是PPP项目参与基础设施REITs的一个挑战。





基础设施公募REITs的税收政策思考



基础设施类公募REITs的试点及推广对我国有着至关重要及深远的意义，这种金融产品可为基础设施投资提供可行的金融战略，还可以丰富投资者的资产配置类别并降低系统性金融风险。本文从税收的角度，分析REITs产品面临的一些问题，并尝试提出相应的解决思路，为公募REITs下一步推广所可能推出的配套税收政策做出预测和展望。



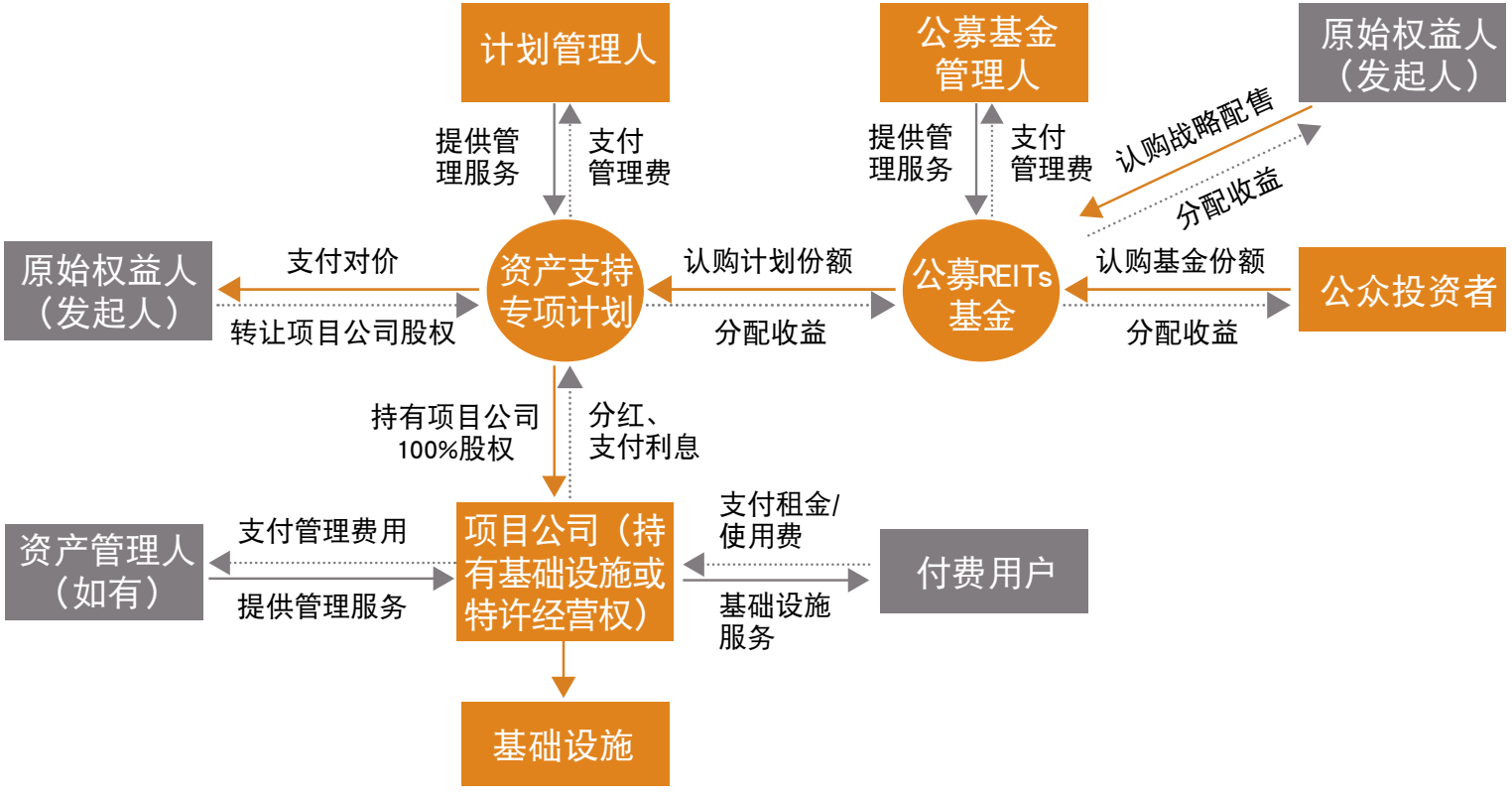
REITs目前的税收环境及税收政策

从全球范围来看，REITs最早是在上世纪六十年代初的美国兴起。美国REITs的稳步发展离不开不断完善和创新的税收制度。美国先后颁发了《国内税收法点》修订法案和《税收改革法案》，均为REITs提供了具有优势的税收环境。

从亚太区来看，新加坡监管部门在REITs发展的道路上也在持续完善税收制度，为投资者提供税收优惠，如个人投资者的分红收入免征所得税，REITs将90%以上的信托收益分配给REITs持有人免征所得税等等。

从中国来看，近日中国证监会与国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称《通知》），标志着境内基础设施领域公募REITs试点正式起步。

根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）中的相关规定，拟采用的基础设施公募REITs结构可以如图所示：





在设立环节，REITs一般需要对标的资产进行重组，主要有两种方式。一种是资产交易方式，以买卖标的资产的方式设立REITs。此方式主要涉及到增值税及附加税、所得税、契税、土地增值税、印花税等。

另一种是收购项目公司的方式，REITs通过收购项目公司的股权从而持有项目公司下的标的资产，主要涉及到所得税和印花税等。

在运营环节，REITs通过项目公司持有并运营标的资产，在上述拟采用的公募REITs的结构下，可能会存在多个层级。这些层级中主要涉及多个税项。

在资管产品层面（公募基金和专项计划），根据营改增相关法规的规定，资管产品取得的保本收益需按3%简易征收缴纳增值税，由管理人作为纳税义务人。而在项目公司运营层面，则涉及增值税、房产税、印花税、企业所得税等税项。

综上，在目前现行的法律法规下，REITs产品在设立和持续经营环节的税负均较高。为了更好的推动我国公募REITs的发展，友好的税收制度和税收环境起着至关重要的作用。

对公募REITs未来税收环境优化的展望

1. REITs收购项目公司的企业所得税

对以发行REITs为目的的收购项目行为给予企业所得税的优惠支持。资产入池时，原始权益人会在形式上将持有标的资产的项目公司转让给REITs，但实际上，原始权益人在发行REITs之后通常依然保留相当一部分比例的份额。从业务实质角度出发，原始权益人在发行REITs过程中标的资产的经济业务没有发生变化，原始权益人发行REITs，根本目的是为了通过此融资方式盘活资产，为了后续可以持续滚动开发新的基础设施项目。在现行税法下，原始权益人此行为会被判定为资产或股权的真实出售，从而产生企业所得税税负。考虑到原始权益人所保留的份额并未实际变现，建议比照特殊性税务重组相关文件，对原始权益人保留份额的部分按实质重于形式的原则，出台相关政策允许原始权益人就持有份额的部分递延至处置份额的时候再缴纳企业所得税。

2. REITs资产重组环节的土地增值税

对以发行REITs为目的的资产重组行为给予土地增值税的优惠支持。从设立环节来看，如采用资产交易的方式进行资产重组，原始权益人会将标的资产划转至项目公司，而基础设施资产有可能包括土地使用权，仓库，厂房等不动产。根据《财政部、税务总局关于继续实施企业改制重组有关土地增值税政策的通知》（财税[2018]57号）的相关规定，企业分立、合并时，对原企业将房地产转移变更到分

立、合并后的企业，以及以房地产作价入股进行投资，将房地产转移、变更到被投资的企业，暂不征土地增值税。但此项规定并不适用于房地产开发企业。然而，实际情况是如果持有优质基础设施类资产的企业同时也具备房地产开发的资质，就有可能因为被划归为房地产开发企业而无法享受上述优惠。为解决上述矛盾，建议相关规定的适用范围可以扩大具有房地产开发资质的基础设施持有人以发行基础设施类REITs为目的而发生资产重组行为中涉及的不动产。

3. REITs运营期间的项目公司企业所得税

为节约重组环节的税务成本，REITs持有标的资产多通过持有项目公司股权的途径实现。标的资产产生的运营收益，除了通过贷款方式向投资者分配之外，如有盈余，需要在项目公司层面缴纳企业所得税之后，通过股息的方式实现向投资者的分配。此项在项目公司层面的企业所得税，可能导致产品收益率的下降。国际上解决此问题的方式中，有一类方法是允许项目公司在计算所得额时，扣除对投资者进行分配的部分。我国在此前信贷资产证券化试点的税收政策中运用过类似方法，可否借鉴到公募REITs的税收政策中，值得进一步探讨。或者从另一个角度，考虑公募REITs的金融属性，允许项目公司比照金融企业的标准执行资本弱化的相关规定，此举虽不能彻底解决项目公司层面所得税负担，但亦可一定程度缓解这一矛盾。

4. REITs运营期间的增值税

减轻REITs因结构问题产生的税收负担。从运营环节来看，如上述架构图所示，投资收益分配过程中可能会涉及项目公司、专项计划、公募基金、投资者多个层级主体，可能会存在重复缴纳增值税及附加税的问题。资产支持专项计划可以考虑采用平层结构，即便存在增信措施的情况下，除非明确约定对资管产品保本，否则不必在资管产品层面认定为保本收益，从而避免在资管产品层面缴纳增值税。

5. REITs运营期间收益分配可能涉及的个人所得税

此前税收法规要求上市公司和债券发行人在向公募基金派发股息或利息时，要代扣代缴个人所得税，在公募基金向投资者分配的环节免予征收所得税。在试点结构下，资产支持计划会向公募基金分配收益，而该收益的构成又来源于项目公司的分红或支付的贷款利息。对于该等收益分配应如何认定其性质，资产支持计划是否需要扣缴个人所得税，存在一定疑问。希望能够对此予以澄清，避免使上述疑问成为试点产品的税收不确定因素，便利试点产品的顺利发行。



小结

REITs作为一种金融工具，是实现不动产证券化的重要手段。在我国经济的宏观背景下，发展公募REITs势在必行。如果因为REITs在设立和运营环节的税负考虑，导致项目发起人的原动力不足，投资者的收益率不高，对于公募REITs的发展是不利的。本文从如何优化税收环境从而更好的匹配公募REITs产品的角度，对公募REITs未来的配套税收政策进行了大胆的展望。这些观点不尽成熟，希望能起到抛砖引玉的作用，为推进中国公募REITs的试点落地和健康发展起到积极的作用。



基础设施公募REITs所鉴所思
—信息披露的境外案例与当前建议

2020年4月30日，中国证券监督管理委员会与国家发展和改革委员会联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发【2020】40号，以下称“40号文”），同日，中国证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》（以下称《征求意见稿》），标志着境内公募REITs试点工作的正式起步。不论是应对当前疫情带来的短期经济波动还是继续深化投融资体制改革、深化金融供给侧结构性改革、积极稳妥降低企业杠杆率，REITs都是一种解决长期持有型资产与传统资金获取方式下期限错配问题的有效方式，更是一块稳定长期市场预期及信心的压舱石。

公开透明的信息披露制度有助于市场投资者深入了解即将推出的基础设施公募REITs这一新兴产品的运作模式和整体风险，增强投资者对该类金融产品的信心，有助于建设规范、透明、健康的资本市场文化生态。2020年4月30日发布的《征求意见稿》中明确了坚持以“以信息披露为中心”，确保基础设施项目相关信息的公开透明。

在设计适应我国境内资本市场情况的公募REITs信息披露制度的历程中，具有多年REITs产品发行上市经验的亚洲其他国家和地区的金融产品交易场所，如香港联交所及新加坡交易所已上市发行的REITs产品在上市发行及存续期的信息披露要求和惯例具有一定程度的借鉴意义和启示。

一、境内外REITs交易架构及相关政策要求比较

相关规定	中国境内基础设施公募REITs	中国境内类REITs	中国香港REITs	新加坡REITs
交易架构	• 公募基础设施基金+资产支持证券+项目公司	• 在交易所挂牌的专项计划符合条件的合格投资者上限为200人，单笔认购资金不低于100万元 • 资产支持证券分为优先级和次级两类	• 必须以信托形式持有资产	• 主要采用信托模式

相关规定	中国境内基础设施公募REITs	中国境内类REITs	中国香港REITs	新加坡REITs
所持资产要求	• >=80%持有单一基础设施资产支持证券全部份额；基础设施资产支持证券持有100%基础设施项目公司股权； • 基础设施项目包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，暂不含住宅和商业地产；经营3年以上，已产生持续、稳定的现金流；现金流来源具备较高的分散度且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入	• 未进行明确限制 • 产生可持续、稳定现金流	• >=75%为产生稳定租金收入的房地产项目； • 不可投资于空地、房地产开发中项目（除非旧房改造及更新项目，且最高不超过10%）； • 房地产项目持有>=2年	• >=75%为地产或地产相关资产； • 不能投资未有开发计划的空置土地
收益分配要求	• >=90%（可供分配利润）	• 未进行明确限制	• >=90% (税后净收益)	• >=90% (应税收入)

相关规定	中国境内基础设施公募REITs	中国境内类REITs	中国香港REITs	新加坡REITs
税收规定	可能涉及： 发行阶段 • 转让股权的企业所得税 • 契税 • 增值税及附加 • 印花税 • 土地增值税 持有运营阶段 • 增值税及附加 • 房产税 • 企业所得税 • 印花税 • 土地使用税	可能涉及： 发行阶段 • 转让股权的企业所得税 • 契税 • 增值税及附加 • 印花税 • 土地增值税 持有运营阶段 • 增值税及附加 • 房产税 • 企业所得税 • 印花税 • 土地使用税	• 向股东和受益权凭证持有人支付的股息或收益免税，未分配应税收入正常纳税 • 基础资产出售方免税	• 满足条件的REITs享有税收穿透的优惠待遇，无需为租金收入纳税，而最终纳税者将是投资人

相关规定	中国境内基础设施公募REITs	中国境内类REITs	中国香港REITs	新加坡REITs
借入款项规定	借款总额不得超过基金资产的20%，用途限于基础设施项目维修、改造等	不适用	• 在任何情况下，借款总额不得超过资产总值的45%	• 外部债务上限为资产总值的： - 45% - 50%（信用评级至少为A级时）
管理服务要求	• 符合条件的取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司且满足《征求意见稿》第四条的相关规定的证券公司或基金管理公司	• 具备客户资产管理业务资格的证券公司、证券投资基金管理公司设立且具备特定客户资产管理业务资格的子公司担任管理人	• REITs管理机构须经过香港证监会（SFC）认证	• REITs管理公司提供服务须经过新加坡金融管理局（MAS）批准； • REITs管理公司须为于新加坡设立的上市公司

注：上图列比了40号文及《征求意见稿》中基础设施公募REITs相关要求、境内类REITs、中国香港地区REITs及新加坡REITs在有关方面的情况。

二、中国香港REITs信息披露分享



根据香港证券及期货事务监察委员会颁布的《房地产投资信托基金守则》（以下称“HK REITs code”）一般原则第十条规定：房地产投资信托基金的有意投资者及现有持有人，必须获取有关该基金的全面，准确和及时的数据，以便可以完全了解房地产投资信托基金的投资及风险因素，从而有助他们在掌握充分资料的情况下做出投资决定，所有可能会造成利益冲突或会使人认为会造成该等冲突的交易、委任或活动，应向投资者及持有人披露，房地产投资信托基金的广告不得载有虚假或误导的数据，亦不得以欺诈的方式表述。同时HK REITs code分别在第十章“文件及汇报”、附录B“销售文件内的数据”、附录C“财务报告的内容”中对于REITs产品的发行和定期信息披露进行了相应约定。

结合HK REITs code要求及已于香港联交所发行上市的REITs产品实务中信息披露情况，汇总了香港REITs产品在上市发行过程及存续期间的主要披露信息，详见下图：

香港REITs	所需披露信息	存续期披露频率
上市发行	• 重要提示 • 主要投资资料及摘要 • 预期时间表 • 发售通函概要 • 全球发售 • 有关发售通函及全球发售之资料 • 参与全球发售之各方 • 风险因素 • 集资款项用途 • 财务资料及预测 • 管理层对财务状况及经营业绩之讨论与分析 • 管理人对未来业务之讨论与分析 • 重大资产负债项目 • 溢利预测 • 分派声明 • 该等物业、架构及收购安排 • 分拆出售之背景 • 收购条款	

香港REITs	所需披露信息	存续期披露频率
	• 资产运营管理人及物业管理人 • 产品架构 • 管理人之营运 • 管理人之管理人员及雇员 • 企业管治 • 文件及遵例 • 信托契约 • 重大合约及其他文件和资料 • 关联人士交易 • 修订、豁免及认可条件 • 其他资料 • 税项 • 包销 • 全球发售之架构 • 专家 • 香港公开发售折让 • 如何申请香港公开发售基金单位 • 香港公开发售之其他条款及条件	

香港REITs	所需披露信息	存续期披露频率
	• 附录 - 会计师报告 - 信托未经审核备考财务状况表 - 有关盈利预测函件 - 独立物业评估师估值报告 - 物业顾问就资产状况测量概要报告之函件 - 不同地区相关法律法规比较（如适用） - 一般资料（包括备查文件清单等）	
存续期	• 管治 • 企业管治报告 • 董事委员会报告 - 审核及风险管理委员会报告 - 财务及投资委员会报告 - 提名委员会报告 - 薪酬委员会报告 • 监管及合规事宜 • 披露 • 董事及管理团队之简介 • 权益披露 • 长期奖励计划	• 每半年披露一次 • 中期和年度报告需经会计师事务所审阅或审计

香港REITs	所需披露信息	存续期披露频率

- 关联人士交易
- 受托人报告书
- 独立核数师报告
- 综合财务报表
  - 综合收益表
  - 综合全面收益表
  - 综合财务状况表
  - 综合权益及基金单位持有人应占资产净值变动表
  - 综合现金流量表
  - 综合分派报表
  - 综合财务报表附注
- 估值报告
- 香港质量保证局核实声明
- 全球报告倡议组织第4代内容索引—全面
- 香港联交所的《环境·社会及管治报告指引》索引
- 联合国全球契约索引
- 五年表现概要
- 投资者资料
- 公司资料

主要来源：HK REITs code及已于香港联交所公开上市发行的REITs产品公开发售说明书及定期披露信息



三、新加坡REITs信息披露分享

根据新加坡金融管理局颁布的《集合投资计划守则》（“Code on Collective Investment Schemes”）第五章节“Accounts and Reports”、附录6“Investment: Property Funds”，及新加坡金融管理局发布的《证券和期货法》和《商业信托法案》等法律文件，其中涉及到REITs的法律条款进一步规范完善了新加坡REITs的运营管理和监管披露（以下称统称“S-REITs Code”），并且新加坡交易所对于上市公司的监管披露要求同时适用于REITs产品。

结合新加坡监管机构发布的上述相关法律法规的要求及已于新加坡交易所发行上市的REITs产品实务中信息披露情况，我们汇总了新加坡REITs产品在上市发行过程及存续期间的主要披露信息，详见下图：

新加坡REITS	所需披露信息	存续期披露频率
上市发行	• 风险因素 • 投资者提示 • 前瞻性声明 • 定义 • 市场及行业介绍 • 概述 • 集资款项用途 • 基金单位所有权 • 分配政策 • 汇率信息 • 权益及负债 • 于上市日未经审核备考财务信息 • 盈利预测 • 策略 • 该等物业及业务 • 该等物业收购概述 • 管理人及企业治理 • 发起人	

新加坡REITS	所需披露信息	存续期披露频率
上市发行	• 产品的设立及架构 • 相关协议 • 相关法律法规概述 • 税项 • 分配计划 • 清算与结算 • 专家 • 审计师 • 一般信息 • 词汇表 • 附录 - 关于盈利预测的会计师报告 - 关于未经审核备考财务资料的会计师报告 - 未经审核备考财务资料 - 独立税项报告 - 独立物业评估师估值报告 - 独立市场调查报告 - 独立财务顾问意见	

新加坡REITS	所需披露信息	存续期披露频率
存续期	• 摘要 • 企业概况 • 战略 • 财务信息概要 • 致辞投资者 • 全年回顾 • 基金单位净值变动 • 信托结构 • 组织架构 • 物业概况 • 运营概况 • 财务审查及资本管理 • 独立市场概述 • 董事会 • 管理层及物业管理团队 • 企业治理 • 风险管理 • 可持续发展报告 • 投资者关系	• 管理人每季度披露一次 • 年度报告需经会计师事务所审计

新加坡REITS	所需披露信息	存续期披露频率

	• 财务报表
	  - 独立审计师报告
	  - 综合收益表
	  - 综合财务状况表
	  - 综合分配表
	  - 综合现金流量表
	  - 持有人应占基金资产变动表
	  - 财务报表附注
	• 关联方交易
	• 单位持有基金份额统计
	• 年度持有人大会通知
	• 代表委任表格
	• 公司资料	

主要来源：S-REITs code及已于新加坡交易所公开上市发行的REITs产品公开发售说明书及定期披露信息

四、我们对基础设施公募REITs信息披露的建议

及时准确的信息披露是解决信息不对称的有效途径，因此，一套健全而规范的信息披露制度是保护广大投资人的有效措施，包括公募REITs信息披露制度、统一规范公募REITs的信息披露编报规则或规范指引等，以实现信息披露的规范、公开、透明及可比，助力和保障公募REITs市场的健康蓬勃发展。

2020年4月30日由中国证监会发布的《征求意见稿》除要求基础设施基金进行常规基金信息披露外，还要求重点披露基础设施项目与原始权益人等信息，包括：一是份额发行环节，基金招募说明书应重点披露基础设施基金整体架构及拟持有特殊目的载体情况，项目基本信息、财务状况、经营业绩分析、现金流预测分析、运营未来展望，原始权益人情况等，并载明审计报告、资产评估报告、财务顾问报告。二是基金运作环节加强重大事项临时披露，发生金额超过基金资产10%以上的交易或损失、项目现金流相比预期减少10%以上、项目购入或者出售等重大事项时，应当及时进行临时信息披露。三是年度报告等基金定期报告设立专章披露基础设施项目运营情况、财务情况、现金流情况等，对外借款及使用情况，相关主体履职及费用收取情况，报告期内项目购入或者出售情况等。

《征求意见稿》中目前规定的基础设施基金申请注册阶段须申报的信息、公募基金发行阶段和存续期须公开披露的信息要求汇总如下：

中国基础设施公募REITs	所需申报/披露信息	存续期披露频率
申请注册阶段	• 《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》要求的公开募集证券投资基金注册申请文件； • 基金管理人相关说明材料，包括但不限于：投资管理、项目运营、风险控制制度和流程，部门设置与人员配备，同类产品与业务管理情况等； • 基金管理人出具的尽职调查报告； • 基金管理人出具的经会计师事务所审阅的对基础设施项目未来收益进行模拟测算的现金流测算报告； • 拟投资基础设施资产支持证券相关说明材料，包括但不限于：资产支持专项计划说明书、法律意见书、中国证券投资基金业协会备案情况等； • 拟投资基础设施资产支持证券认购协议； • 证券交易所同意基础设施基金上市的无异议函 • 中国证监会规定提交的其他材料；	

中国基础设施公募REITs	所需申报/披露信息	存续期披露频率
上市发行	基金招募说明书除按照法规要求披露基金管理人、基金托管人、基金的募集等相关信息外，基础设施基金招募说明书还须披露下列信息： 1. 基础设施基金整体架构及拟持有特殊目的载体情况 2. 基金份额发售安排及费用 3. 预期上市时间表 4. 募集资金用途 5. 基础设施资产支持证券基本情况 6. 基础设施项目基本情况，包括项目所在地区宏观经济概况、基础设施项目所属市场概况、项目概况、运营数据、合规情况、风险情况等 7. 基础设施项目财务状况及经营业绩分析 8. 基础设施项目现金流测算分析 9. 基础设施项目运营未来展望 10. 基础设施项目最近3年及一期的财务报告及审计报告 11. 基础设施项目运营管理安排 12. 借款安排	

中国基础设施公募REITs	所需申报/披露信息	存续期披露频率
	13. 关联交易情况，包括基金管理人运用基金财产买卖基础设施资产支持证券涉及的关联交易及其他关联交易概况，基金管理人就关联交易采取的内控措施等 14. 基础设施项目原始权益人基本情况，及原始权益人拟认购基础设施基金份额情况 15. 财务顾问报告 16. 基础设施项目评估报告 17. 相关参与主体的基本情况，包括名称、注册地址与办公地址、成立日期、通讯方式、法定代表人、主要业务负责人等 18. 可能影响投资者决策的其他重要信息	
存续期	• 基础设施基金定期报告除按照法规要求披露相关信息外，还应当设立专门章节详细披露下列信息： 1. 基础设施项目运营情况； 2. 基础设施项目财务状况、业绩表现、未来展望情况； 3. 基础设施项目现金流归集、管理、使用情况； 4. 基础设施项目实际现金流与预测现金流差异情况说明；	• 基金定期报告，包括年度报告、报告和季度报告，其中年度财务报告须经审计 • 基金管理人应当至少每季度对基础设施基金进行估值，并披露基金资产净值和基金份额净值

中国基础设施公募REITs	所需申报/披露信息	存续期披露频率

5. 对外借款及使用情况；
6. 基础设施基金及特殊目的载体相关参与主体履职情况；
7. 基础设施基金及特殊目的载体相关参与主体费用收取情况；
8. 报告期内购入或出售基础设施项目情况；
9. 关联交易情况及已采取的利益冲突防范措施；
10. 可能影响投资者决策的其他重要信息；
11. 评估报告；
12. 年度审计报告。

- 除《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》（证监会令第158号）规定的情形外，发生下列情形时，基金管理人应当依法编制并发布临时公告：

1. 基础设施基金发生重大关联交易；
2. 金额占基金资产10%及以上的交易；
3. 金额占基金资产10%及以上的损失；
4. 基础设施基金估值发生重大调整；
5. 基础设施项目现金流相比预期减少10%及以上；

中国基础设施公募REITs	所需申报/披露信息	存续期披露频率

6. 基础设施项目购入、出售；
7. 基础设施项目运营情况或产生现金流的能力发生重大变化；
8. 基金管理人、基金托管人、基础设施资产支持证券管理人等参与主体发生重大变化或主要负责人员发生变动；
9. 可能对基础设施基金份额持有人利益或基金资产净值产生重大影响的其他事项。

- 基金管理人应当至少每季度对基础设施基金进行估值，并披露基金资产净值和基金份额净值。

主要来源：《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》

《征求意见稿》在现有的证券投资基金信息披露制度及相关编报规则的基础上细化增加了与基础设施项目运营相关的专门信息，有助于投资人及监管及时、充分地了解基础设施REITs产品的价值、管控及相关风险；针对《征求意见稿》中与申报和信息披露相关的要求，参考香港联交所及新加坡交易所已上市发行的REITs产品在上市发行及存续期的信息披露要求和惯例并结合我国境内基础设施项目的实际情况，我们有如下探讨和建议：

申请注册阶段

1. 《征求意见稿》第十三条要求基金管理人申请注册基础设施基金，“须向证监会提交基金管理人出具的经会计师事务所审阅的对基础设施项目未来收益进行模拟测算的现金流测算报告”；底层基础设施项目产生的未来现金流，是支撑基础设施项目估值的重要信息同时也是公募REITs向投资人分配的主要收益来源，满足申报条件的基础设施项目要求已经营3年以上、现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入；基于历史经营数据及市场化运营背景，建议明确未来现金流预测的期间及会计师事务所审阅的期间，如根据具体基础设施项目性质或客户合同期限的特征现金流预测期间为自基础设施基金上市交易之日起，现金流测算期间不超过两年（境外REITs上市申报时，通常会披露经会计师事务所审阅的自REITs上市日至最近一个财务年度末（短于12个月）的REITs合并报表的盈利预测（非现金流预测））；考虑到未来可用于分配与投资人的可分配资金是从基础设施项目公司根据产品架构逐层



传导至公募基金层面，建议明确现金流预测的对象，即包括基础设施项目公司、私募基金/信托（如有）、专项资产支持证券及基础设施基金；在目前类REITs的实务中，现金流预测的编制主体包括计划管理人、基金管理人或原始权益人不等；建议明确编制现金流预测的主体等。

2. 原始权益人所持有的基础设施项目资产的重组对其财务报表通常有重大影响，且根据《征求意见稿》第十七条的规定，原始权益人应参与基础设施基金份额的战略配售，配售比例不低于发售数量的20%，进而增加了相关交易对原始权益人财务报表影响分析判断的难度，建议原始权益人根据重要性原则及时披露或向监管机构报备相关交易的影响，必要时委聘有资格的会计师事务所对其拟进行的会计处理发表专业意见。

发行阶段

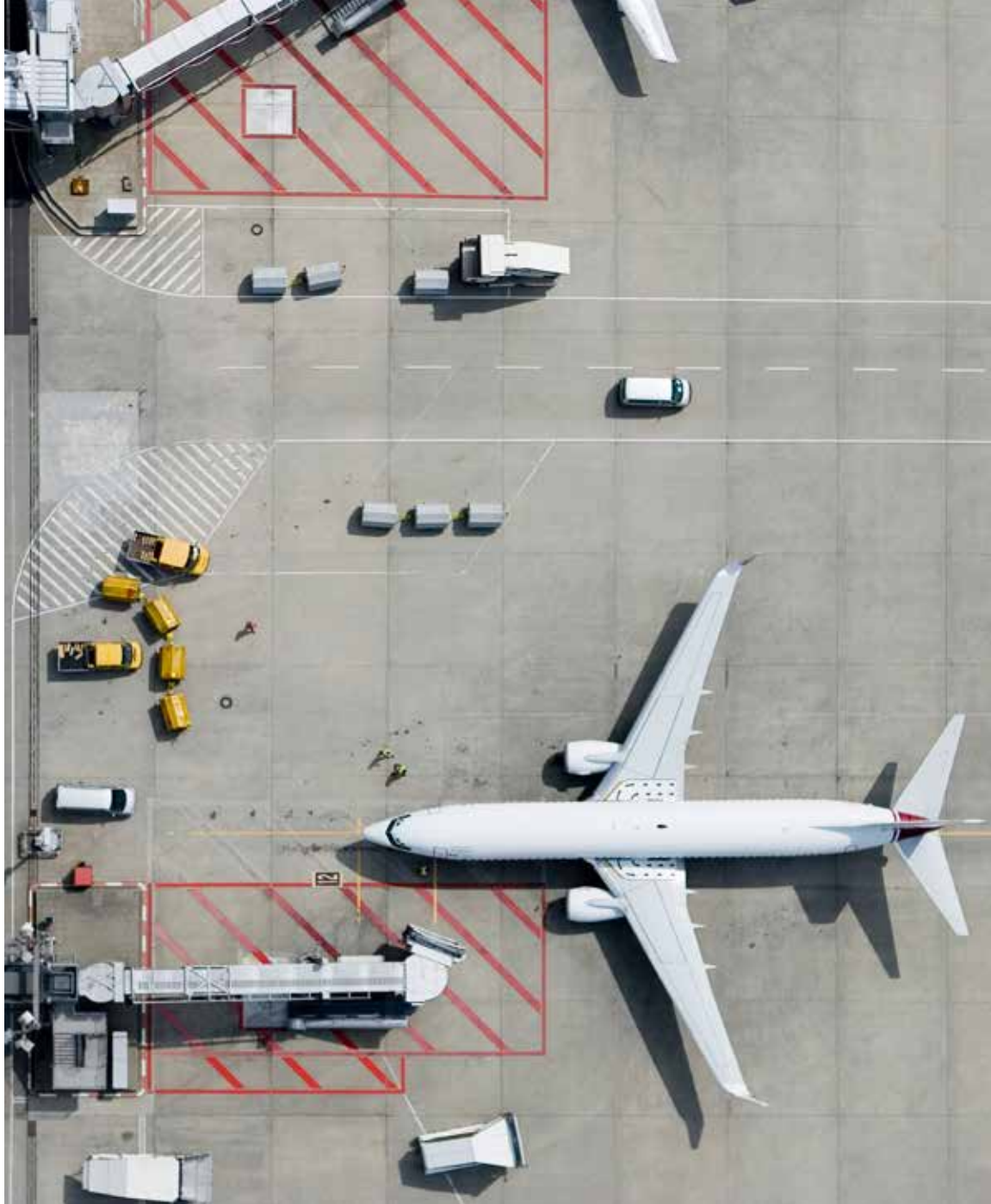
3. 公募REITs产品在业务上与有实际运营的公司具有相似性，其公开募集类似于企业的IPO，《征求意见稿》第十四条中对公募基金所持有的底层基础设施项目相关信息，要求增加上述表格中第（1）至（18）条披露信息，其中第（10）项为“基础设施项目最近3年及一期的财务报告及审计报告”，目前规定中对于具体须经审计的基础设施项目财务报告所在法人主体未做具体明确：如财务报告主体是指基础设施项目在公募REITs设立发行前所在原法人主体的财务报表，还是指假设公募REITs发行并完成对基础设施项目收购后其所在主体的仅包括目标基础设施项目历史运营数据的模拟备考财务报表。

从对投资人、基金管理人及监管机构提供相关且可信的财务信息角度，建议：1.明确是“持有基础设施项目的项目公司”；2.如果项目公司是由原始权益人在基础设施基金注册当期或前一期间，以基础设施项目重组新设立的，项目公司的存续期间可能少于3年，针对此种情况，建议也在指引中明确财务报告及审计报告的期间或编制过往3年一期的仅包括目标基础设施项目相关历史财务数据的模拟备考财务报表；3.审计报告最近一期资产负债表日的界定建议可确定为于招募说明书签署日不超过6个月。

4. 《征求意见稿》第十四条规定增加披露第（9）项“基础设施项目运营管理安排”，建议除此之外增加公募REITs整体运营管控机制及业务风险管理制度（包括但不限于公募REITs各层

级的治理监督机制、重大投融资决策机制、收购/处置项目决策机制、投后运营管理机制等在内的系统性的治理决策机制及业务风险管控措施）；

5. 建议增加披露假设公募REITs已经完成发行并完成对底层基础资产的收购后的备考财务报表等对投资人决策有关的重要信息。从而有助于公众投资人充分了解REITs产品的价值、管控及相关风险。参考首次公开发行股票上市的要求，备考财务报表须经有资格的会计师事务所审计或审阅。



存续阶段

6. 《征求意见稿》第三十三条规定“基础设施基金年度报告还应当载有基础设施项目的评估报告、年度审计报告”，考虑到基础设施项目公司财务报告、各个特殊目的载体合并财务报告及基础设施基金合并财务报告均会载有基础设施项目的财务信息，基于信息披露的相关性原则并参考其他资本市场的信息披露惯例，建议1.“载有基础设施项目的年度审计报告”明确为基础设施基金单体及合并财务报表（包括公募基金、资产支持专项计划、私募基金/信托（如有）及基础设施项目公司等纳入基础设施基金合并范围的各级主体）的审计报告；2.建议明确适用《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》，基金年度报告的披露截止时间为3月30日前；3.建议明确适用《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》，基金管理人需定期披露基础设施基金季度、中期报告。

7. 《征求意见稿》第三十三条第（4）项规定须披露“基础设施项目实际现金流与预测现金流差异情况说明”，规定中暂未明确预测现金流是指公募基金注册申报时提交的现金流预测或是指基金份额持有人大会或其授权的机构主体审议批准的现金流预算，暂未明确基础设施项目现金流层级，如是否包括公募基金、资产支持专项计划、私募基金/信托等持有基础设施项目的特殊目的载体；建议考虑到基础设施项目运营时间周期较长，从预测准确性与信息披露成本效益原则考虑，建议基金管理人在年度报告报告中披露公募基金按年度披露公募基金包括各层级特殊目的载体及基础设施项目公司在内的实际合并现金流与经基金份额持有人大会或其授权机构主

体于年初审议通过的现金流预测进行比较，并说明差异。

8. 《征求意见稿》第三十四条规定“基金管理人应当至少每季度对基础设施基金进行估值，并披露基金资产净值和基金份额净值”、第三十五条规定“聘请资产评估机构对基础设施项目每年至少进行1次评估”，规定中未明确在每季度对基础设施基金进行估值并披露时，是否需对底层基础设施项目同样进行估值；考虑底层基础设施项目主要为仓储物流、产业园区、高速公路等不动产或特许经营权，没有频繁的交易市场报价，且短期内出现价值大幅波动的可能性较低，其估值主要依赖于收益法或现金流折现法或市场法等估值技术，建议基础设施项目可每半年或每年进行一次估值并披露估值信息，而不必每季度进行估值。

9. 《征求意见稿》第三十五条规定基础设施基金运作过程中，基金管理人应当按照法规规定和基金合同约定积极履行基础设施项目运营管理职责，包括但不限于“聘请第三方审计机构对基础设施项目运营情况进行年度审计”，运营情况既包括反映运营结果的财务信息如基础设施项目公司财务报表也包括相关内部控制制度实施的有效性或其他运营数据，通常基础设施项目财务报表具备被审计的可行性，建议明确进行年度审计的具体内容。

10. 建议考虑公募REITs的特点增加信息披露要求，例如基础设施基金要求收益分配比例不低于基金年度经审计的可供分配利润的90%，建议增加包括可分配利润的界定（如底层基础设施项目为对

外出租运营的仓储物流、产业园区等可以公允价值计量的资产时，其公允价值变动收益是否纳入可分配收益；如底层基础设施项目为运营的高速公路、水电气热市政工程等固定资产或无形资产时，其折旧是否从可分配收益中剔除等）、当期分配的比例、是否区分普通分配和特殊分配等，或建议明确可分配利润为基础设施基金单体层面的可分配收益，在底层是特许经营权的情况下，随着特许经营权的期限逐年减少，整个规模会逐年下降，基础设施基金的分配可能实质为逐年本息的兑付；

建议增加与收益分配相关的披露要求，如公募基金财务报表主表中增加一张收益分配调节表用于披露可分配收益的构成及分配比例等。

此外，公募REITs在业务上与上市公司有相似性，在产品类型和交易结构上采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的模式，故建议参考现有的证券投资基金和上市公司的信息披露制度及相关编报规则，考虑制定并出台针对基础设施公募REITs的信息披露制度。按照目前的信息披露要求，在制定基础设施公募REITs信息披露制度的时候可参考以下信息披露要求。

- 《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》
- 《证券投资基金信息披露XBRL模板第3号<年度报告和半年度报告>》
- 《证券投资基金信息披露内容与格式准则第2号<年度报告的内容与格式>》
- 《证券投资基金信息披露内容与格式准则第3号<半年度报告的内容与格式>》
- 《证券投资基金信息披露内容与格式准则第4号<季度报告的内容与格式>》
- 《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号 — 财务报告的一般规定》
- 《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》

联系我们

陈静
普华永道中国国企业务主管合伙人
电话：+86 (10) 6533 2067
邮箱：jim.chen@cn.pwc.com

宋经纬
普华永道中国南区国企业务服务合伙人
电话：+86 (20) 3819 2655
邮箱：david.jw.Song@cn.pwc.com

赵娟
普华永道中国国企审计合伙人
电话：+86 (10) 6533 5592
邮箱：zhao.josie@cn.pwc.com

龚小北
普华永道中国北区国企业务服务合伙人
电话：+86 (10) 6533 7127
邮箱：tony.gong@cn.pwc.com

黄耀和
普华永道中国企业融资与并购服务主管合伙人
普华永道全球跨境服务中国主管合伙人
电话：+86 (21) 2323 2609
邮箱：gabriel.wong@cn.pwc.com

陈春
普华永道中国企业融资与并购服务合伙人
电话：+86 (10) 6533 7627
邮箱：cindy.c.chen@cn.pwc.com

幸芸
普华永道中国人才和组织变革管理咨询合伙人
电话：+86 (10) 6533 7018
邮箱：lukia.xing@cn.pwc.com

邢奕
普华永道中国中区国企业务服务合伙人
电话：+86 (21) 2323 3894
邮箱：aaron.y.xing@cn.pwc.com

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。
© 2020 普华永道。版权所有。普华永道系指普华永道网络及/或普华永道网络中各自独立的成员机构。
详情请进入www.pwc.com/structure。