



# 混改市场激励成重点 战略协同效应显著

— 国企混改专题报告系列一 —

2019年5月14日

宏观经济

专题报告

## 投资摘要:

### 国企混改背景与试点概括

- ◆ 据发改委披露：第一、二批 19 家混合所有制改革试点企业改革工作正有序推进。第一批混改试点的“6+1”名单，东航集团、联通集团、哈电集团、南方电网、中国核建、中国船舶工业集团以及浙江省国资企业。
- ◆ 2017 年 4 月 13 日，国家发改委政策研究室主任严鹏程透露：在 2016 年启动实施第一批 9 家混改试点基础上，次年 3 月启动了第二批 10 家混改试点工作。2016 年以来，混改已在重点领域确定第三批 50 家试点企业。
- ◆ 近期国家发改委副主任连维良表示：在前三批 50 家试点的基础上，加快推出第四批、100 家以上混改试点。

### 第一批混改试点企业经验借鉴

- ◆ 在联通改革的战略投资者出资中，中国人寿与国有企业结构调整基金的持股比例总和为 16.33%，叠加上联通自有持股，国有资本依然处于绝对控股地位。
- ◆ 中国联通构建与企业利益共享、风险共担的市场化机制，包括建立股权激励机制，以业绩为导向，优化薪酬内部分配机制和约束机制等。
- ◆ 东航集团设计了国有母公司收购上市公司持有东航物流股权的交易，以 24 亿元购回东航物流，使其重新成为东航全资子公司。

### 混改试点企业落地成效显著

- ◆ 中船集团通过国企混改，中船集团旗下资产定位更加清晰，有利于进一步化解过剩产能，加速行业复苏，通过整合优势提升我国船舶行业的国际竞争力。
- ◆ 2018 年佳电股份公司实现营收 19.5 亿元，同比增长 22.7%，实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 131%。大股东哈电集团承诺 2021 年 1 月之前解决同业竞争问题，目前大股东正推进哈尔滨电气私有化进程。
- ◆ 2017 年浙江公布首批 5 家国企混改员工持股试点名单，5 家企业入选，其中海正药业是唯一上市公司。海正药业承诺完善员工持股方案，调动人力积极性。

**风险提示：**国企改革涉及因素复杂 混改落地进程或受阻

## 分析师:

汤黎明

Tel: 010-66554033

tang\_lm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519010003

图：国企混改指数点位变动情况



资料来源：wind 资讯，东兴证券研究所

## 相关研究报告

1. 宏观事件点评：国企混改机遇显现 社会资本和外资或受益  
2019 年 4 月 4 日
2. 宏观事件点评：国企改革落地提速 市场化激励模式可期  
2019 年 3 月 19 日

## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 国企混改背景与试点概括.....          | 3  |
| 1.1 第一批国企混改企业概括.....         | 3  |
| 1.2 第二批9家国企混改企业概括.....       | 4  |
| 2. 联通混改焕发活力.....             | 4  |
| 2.1 中国联通国企混改落地的动态进展.....     | 4  |
| 2.2 混改后中国联通经营业绩改善显著.....     | 6  |
| 3. 东航航空国企混改落地的动态进展.....      | 6  |
| 3.1 东方航空国企混改落地概括.....        | 6  |
| 3.2 东方航空国企混改的主要成效.....       | 8  |
| 4. 中国核建国企混改历程及成效.....        | 9  |
| 4.1 中国核建国企混改落地概括.....        | 9  |
| 4.2 中国核建国企混改战略思路.....        | 10 |
| 5. 第一批试点其他国企混改落地进展及成效.....   | 11 |
| 5.1 南方电网混改有序进行.....          | 11 |
| 5.2 哈电集团混改持续推进.....          | 11 |
| 5.3 中国船舶国企混改加速，专业化整合成亮点..... | 12 |
| 5.4 海正药业混改落地概括.....          | 12 |

## 插图目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1：中国联通近年主营业务收入及净利润（万元）..... | 5  |
| 图 2：东方航空主营业务构成（万元）.....       | 7  |
| 图 3：东航物流董事会席位分布.....          | 7  |
| 图 4：东方航空，航空货运与物流股价走势.....     | 8  |
| 图 5：2018年中国核建主营业务收入占比.....    | 9  |
| 图 6：中国核建近年的营业总收入和净利润（万元）..... | 10 |
| 图 7：文山电力售电量、供电量走势图.....       | 11 |

## 表格目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 表 1：第一批国企混改试点名单.....      | 3  |
| 表 2：第二批9家混改企业名单.....      | 4  |
| 表 3：联通改革方案中引入的战略投资者.....  | 5  |
| 表 4：联通国企混改中战略投资者出资占比..... | 6  |
| 表 5：东航混改五大成效.....         | 8  |
| 表 6：中核新能源混改思路.....        | 10 |

## 1. 国企混改背景与试点概括

据发改委披露：目前第一、二批 19 家混合所有制改革试点企业改革工作正有序推进。第一批混改试点的“6+1”名单，东航集团、联通集团、哈电集团、南方电网、中国核建、中国船舶工业集团以及浙江省国有企业。2017 年 4 月 13 日，国家发改委政策研究室主任严鹏程透露：在 2016 年启动实施第一批 9 家混改试点基础上，次年 3 月启动了第二批 10 家混改试点工作。据证券之星报道：2016 年以来，混改已在重点领域确定第三批 50 家试点企业。国务院国企改革领导小组已审议通过第三批试点名单，确定将 31 家国有企业纳入第三批试点范围，其中央企子企业 10 家，地方国企 21 家。近期国家发改委副主任连维良表示：在前三批 50 家试点的基础上，加快推出第四批、100 家以上混改试点。

### 1.1 第一批国企混改企业概括

表 1：第一批国企混改试点名单

| 混改试点  | 上市企业   | 行业   | 混改动态  |
|-------|--------|------|---|
| 联通集团  | 中国联通   | 通信   | 2017 年 4 月 6 日停牌正在筹划并推进开展与混合所有制改和相关的重大事项  |
| 东航集团  | 东方航空   | 交通运输 | 2016 年 11 月 29 日，公司公告将持有的东航物流 100% 股权转让给控股股东东航集团下属全资子公司东方航空产业投资有限公司。                                    |
| 南方电网  | 文山电力   | 公用事业 | 2017 年 1 月 8 日，研究编制《南方电网公司关于 2017 年全面深化改革的指导意见（征求意见稿）》  |
| 中国核建  | 中国核建   | 土木工程 | 2017 年 3 月 2 日，集团旗下中核新能源成为集团首个完成战略投资人引入工作的混改企业  |
| 哈电集团  | *ST 佳电 | 电气设备 | 2017 年 4 月，哈电集团混合所有制改革试点方案已获国家发改委批复。内部已经启动合资公司筹备工作，成立合资公司筹备组。   |
| 中国船舶  | 中国船舶   | 国防军工 | 集团已初步提出若干混改实施原则：优先选择在纯民品、竞争性强的业务领域进行积极混改；持续做好资产证券化工作，把握好时机与节奏、提高净资产收益率；优先支持人丽资本和技术要素占比较高的相关单位开展员工持股试点工作 |
|       | 中船防务   | 国防军工 |   |
|       | 中船科技   | 国防军工 |   |
| 浙江国资委 | 海正药业   | 生物医药 | 2017 年 4 月 10 日，浙江公布首批 5 家国企混改员工持股试点名单，5 家企业入选，其中海正药业是唯一上市公司  |

资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

据国资委披露：2016 年 3 月 31 日，国家发改委提出国企改革要在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐，要形成可复制推广的经验。2016 年 4 月，被发改委列入第一批混合所有制改革试点的企业共有：东航集团、联通集团、

南方电网、哈电集团、中国核建、中船集团等 9 家。

## 1.2 第二批 9 家国企混改企业概括

表 2：第二批 9 家混改企业名单

| 混改试点 | 上市企业 | 最新动态  |
|------|------|---|
| 中国国航 | 航空   | 引入民营快递巨头，组件货运航空公司。                                  |
| 中粮资本 | 金融   | 定向增发，引资规模约 75 亿元                                    |
| 中车产投 | 能源   | 引入复星国际、国投创新，探索国有资本投资公司运作模式                          |
| 长江三峡 | 电力   | 新设配售电公司   |
| 中金珠宝 | 珠宝   | 引入复星、腾讯、顺丰等民营企业                                     |
| 中核科技 | 核工业  | 引入中广核、国电投、中核建、大唐和华能。                                |
| 中航信  | 信息服务 | 引入 3-4 家外部投资者，占股 51%-55%                            |
| 湖南航天 | 航天   | 引入非国有战略投资者，航天科工持股比例降至 60%。                          |
| 中国盐业 | 食品   | 将食盐批发业务注入中盐股份，并在中盐股份引入优势互补的非国有战略投资者、财务投资者和地方优势盐业企业。 |

资料来源：新浪财经，东兴证券研究所

据发改委披露，第一、二批 19 家混合所有制改革试点企业改革工作正有序推进，涉及资产 9400 多亿元，共引入外部投资者 52 家。2017 年，国有资本投资运营公司在原有 2 家试点的基础上，扩展到了“2+8”共计 10 家，因为发改委没有公开发布，表 2 只展示了其中的 9 家。

## 2. 联通混改焕发活力

据中国经济网报道：“自 2017 年启动混合所有制改革，中国联通引入了民营企业持股，混改后，中国联通集团持有中国联通股份下降到了 36%，混改后公司利润 2018 年同比增长了数倍，员工的收入也大幅度的改善。中国联通首席创新官黄文良表示：引入战略投资者、组建多元董事会、精简机构人员、重构业务单元、创新产品服务、实施股权激励、激发一线动能等组合拳，使联通国企改革顺利进行。

### 2.1 中国联通国企混改落地的动态进展

中国联通混改借力外部资源，引入战略投资者实现战略业务协同，并建立有效的公司治理机制和市场化激励机制，创造更好的股东和员工回报。联通混改引入了百度、阿里巴巴、腾讯、京东等机构入局。2019 年 4 月 26 日，9 家企业签约成为智网科技的战略投资者，智网科技成为中国联通旗下首个完成混改的专业子公司，中国联通在智网科技的股份占比将由 100% 稀释到 68.88%。引入的 9 家战略投资者涵盖了车厂类、工业互联网类、技术与资源类、资本类等具有战略协同效应的顶尖企业。

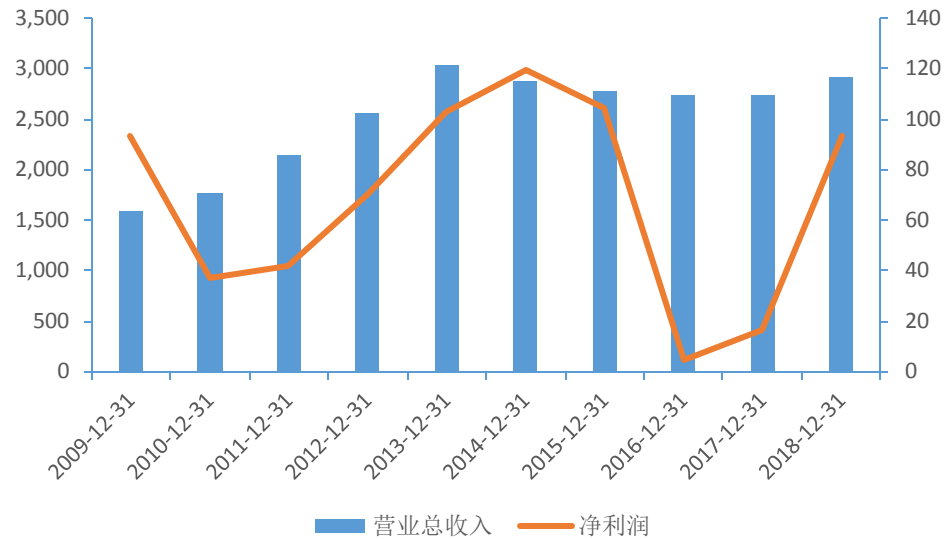
**表 3：联通改革方案中引入的战略投资者**

| 战略投资者    | 公司                     |
|----------|------------------------|
| 互联网公司    | 腾讯、百度、阿里巴巴、京东、苏宁云商     |
| 金融企业产业集团 | 中国人寿、中车金证投资有限公司        |
| 垂直行业公司   | 光启、滴滴出行、网宿科技、用友、宜通世纪   |
| 产业基金     | 国有企业结构调整基金股份有限公司、前海母基金 |

资料来源：央视新闻，东兴证券研究所

据 wind 资讯披露：中国联通于 2016 年 9 月份启动混改试点，2017 年 6 月份试点方案获批，2017 年 10 月底混改募集资金全额到位，2018 年 4 月，完成员工限制性股票授予工作。混改以来，在保证国有资本控股的前提下，联通集团公司持有联通 A 股公司股份降至 36.7%，引入的 14 家战略投资者合计持有股份 35.2%，公众股东持有股份 25.5%，员工限制性股票激励计划占 2.6%，实现了不同资本相互融合和股权有效制衡。

**图 1：中国联通近年主营业务收入及净利润（万元）**



数据来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

联通混改通过积极引入境内投资者，降低国有股权比例，将部分股权释放给其他国有资本和非国有资本，引入与中国联通形成战略、业务协同的战略投资者。中国联通引入多家民营企业作为战略投资者。比如互联网公司龙头，包括腾讯、百度、阿里巴巴、京东；以及垂直行业领先公司，包括苏宁云商、光启集团、滴滴出行、网宿科技、用友软件、宜通世纪。

表 4：联通国企混改中战略投资者出资占比

| 战略投资者      | 出资             | 占比     |
|------------|----------------|--------|
| 中国人寿       | 217 亿          | 10.22% |
| 国有企业结构调整基金 | 129.75 亿（联通转让） | 6.11%  |
| 腾讯信达       | 110 亿          | 5.18%  |
| 百度鹏寰       | 70 亿           | 3.30%  |
| 京东三弘       | 50 亿           | 2.36%  |
| 阿里创投       | 43.25 亿        | 2.04%  |
| 苏宁云商       | 40 亿           | 1.88%  |
| 光启互联       | 40 亿           | 1.88%  |
| 淮海方舟       | 40 亿           | 1.88%  |

资料来源：央视新闻，东兴证券研究所

在联通改革的战略投资者出资中，中国人寿与国有企业结构调整基金的持股比例总和为 16.33%，叠加上联通自有持股，国有资本依然处于绝对控股地位。联通首次提出设立股权激励机制，向核心员工首期授予不超过约 8.48 亿股限制性股票，募集资金不超过约 32.13 亿元。中国联通构建与企业利益共享、风险共担的市场化机制，包括建立股权激励机制，以业绩为导向，优化薪酬内部分配机制和约束机制等。

## 2.2 混改后中国联通经营业绩改善显著

据中国联通 2018 年度业绩报告显示：联通实现主营业务收入人民币 2637 亿元，同比增长 5.9%，领先行业平均增幅。EBITDA（税息折旧及摊销前利润）852 亿元，同比增长 4.3%，利润总额 121 亿元，归属于母公司的净利润 41 亿元，增幅达 858%。联通全年资本开支得到有效控制为 449 亿元，自由现金流再创历史新高达到 500 亿元，资产负债率由 46.5% 下降至 41.5%。移动主营业务方面，联通全年收入 1651 亿元，同比增长 5.5%。4G 用户全年净增 4505 万户，总数达到 2.2 亿户。联通全年产业互联网业务收入同比增长 45% 达到 230 亿元，占整体主营业务收入比例提高至 8.7%，创新业务正逐步成为联通收入增长的主要驱动力。联通通过深化与战略投资者的合作，用户数量快速增长，产业互联网等创新业务全面提速。

## 3. 东航航空国企混改落地的动态进展

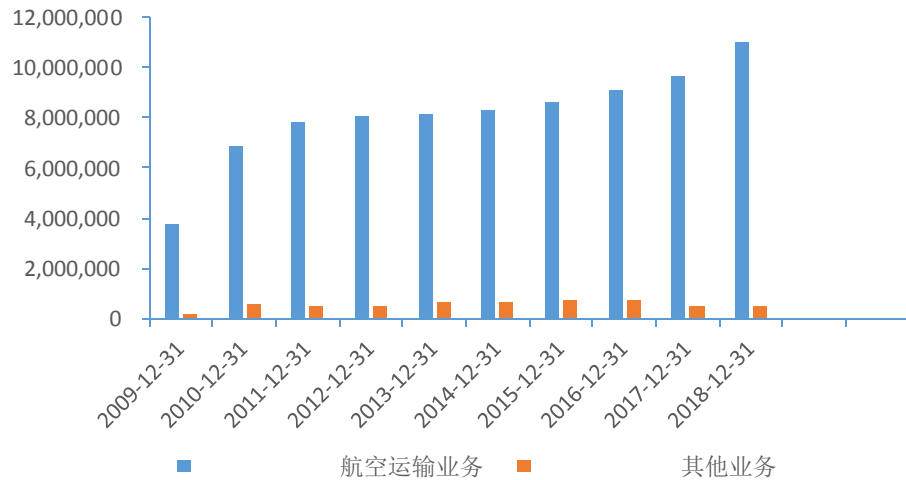
据澎湃新闻报道：18 年 7 月，东方航空披露了非公开发行 A 股股票预案，拟募集资金不超过 118 亿元，发行对象为吉祥航空、均瑶集团及/或其指定子公司、国有企业结构调整基金。东方航空还拟向吉祥航空及/或其指定控股子公司非公开发行不超过 51767.7777 万股 H 股股票，募资总额不超过 35.503 亿港元。均瑶集团及一致行动人将成为东航持股 5% 以上的重要股东。

### 3.1 东方航空国企混改落地概括

据公司年报披露：东方航空公司是我国三大国有骨干航空运输集团之一，东方航空主营业务占比最高为客运部分，占比 90.46%；航空货运占比 3.16%，处于第二位。东航

物流货运业务收入占东航股份整体营业收入比重较低，且呈下降趋势。当前，民营快递公司对航空物流领域也兴致勃勃，航空物流成为圆通、顺丰、申通等民营快递公司的竞相角逐之地。

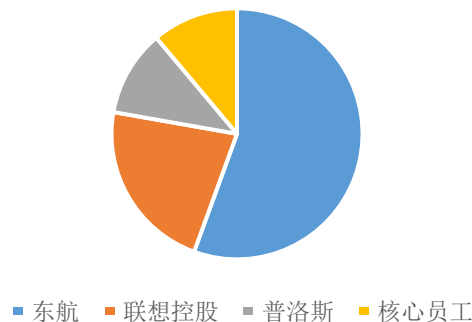
**图 2：东方航空主营业务构成（万元）**



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

东航充分引入外部合作力量，既能分担自己的风险，又能把竞争者变成合作伙伴，还能充实资本。东航集团设计了国有母公司收购上市公司持有东航物流股权的交易，以 24 亿元购回东航物流，使其重新成为东航全资子公司。东航放弃绝对控股地位，引进多家投资者，实现核心管理层持股的增资扩股方案。联想控股、普洛斯、德邦、绿地四家共占 45% 股份，东航物流保持 45% 股份，核心员工持股平台占 10% 股份。东航物流在完成持续盈利三年的过程中，成立股东会、董事会，制定监事会议事规则和总经理工作制度，对各层级的权力边界与议事方式进行明确界定。东航集团作为第一大股东对于企业重大事项决策拥有一票否决权，股权比例合计 1/3 以上非国有股东也有否决权，从而实现有效制衡。

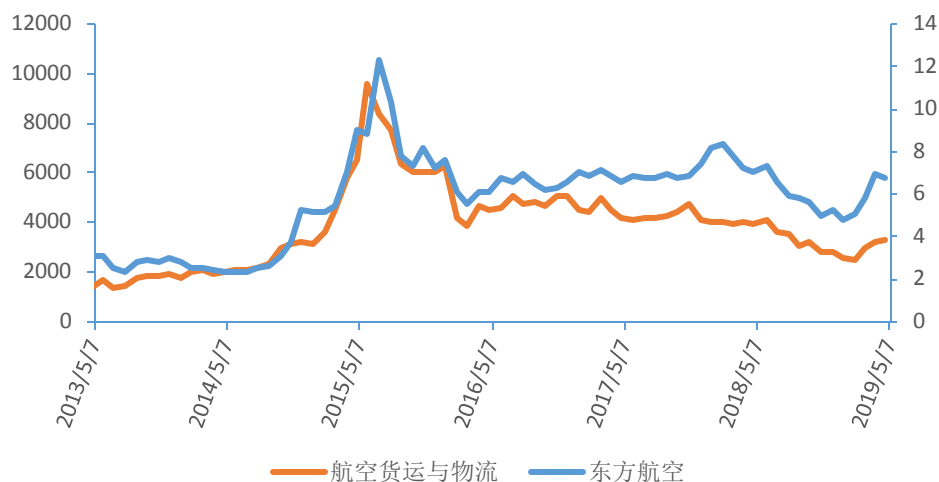
**图 3：东航物流董事会席位分布**



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

东航实际投入 18.45 亿元国有资本，有效引入 22.55 亿元非国有资本。在国有股权降低到 50% 以下，也设立了长期的股权激励。

图 4：东方航空，航空货运与物流股价走势



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

东方航空股价走势和市场航空货运与物流的总体走势趋同。2015 年底，股价表现与市场走势保持一致，2016 年后，东方航空股价整体表现均在市场走势之上，混改效果明显。东航物流 2017 年实现营业收入 77.51 亿元人民币，同比增 31.7%，利润总额 9.23 亿元，同比增长 72.8%；2018 年前三季度，东航物流营收及利润分别同比增长 42.91% 和 11.86%。

### 3.2 东方航空国企混改的主要成效

2018 年 7 月，东方航空公告发布“A+H”定增预案，引进上海地区的吉祥航空入股，东航拟非公开发行不超过 16.16 亿 A 股，募资不超过 118 亿元。H 股非公开发行计划募资 35.5 亿港元，发行不超过 5.18 亿 H 股。

表 5. 东航混改五大成效

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12533](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12533)

