

清科观察：新一轮国资改革启幕，PE 不容错过的投资机会

清科研究中心苗旺春 2014-05-06

2013 年新一轮国企改革逐步在政府及国资监管层面确立。十八届三中全会明确混合所有制作为基本经济制度的重要实现形式。之后国务院发布的《决定》也要求“积极发展混合所有制”、“国有资本项目允许非国有资本参股”。2014 年 3 月份的政府工作报告也首次明确提出 7 大类具体行业国企的改革要求。基于私募股权投资机构对新一轮国企改革的高度关注，清科研究中心推出《2014 年国企改革 PE 投资机会研究报告》，通过对国企改革相关知识的总结、PE 机构参与国企改革机会的探讨分析及成功案例的分析回顾，希望为读者提供有益的启发，从而在实际合作中能够顺利实现共赢。

国企改革历程及任务

纵观国企 36 年的改革历史，大致分为五个阶段（详情见表 1），前四个阶段的改革取得了很大的成就，在一定程度上释放了国企的经营活力。但是由于国资监管方式、观念存在局限性，且大部分层级较高的央企的现代企业建设只是空有其形，使得部分国企在经营过程中对资源的利用效率难以跟民营及外资等企业相比。

表 1 国企改革五阶段主要改革方向和措施

阶段	主要改革方向	主要改革措施
1978-1986	经营层面放权	“放权让利”、“利改税”、“拨改贷”
1987-1992	所有权层面的改革	“承包制”改革及部分未完全实行的“股份制”改革
1993-2003	建立现代企业制度	“抓大放小”，引入竞争机制，建立规范的公司制和股份制结构，完成国有企业的战略性改组布局，推动国有企业上市
2003-2013	完善国有资产管理体制	《企业国有资产法》颁布，成立国务院直属的国资管理机构国资委
2013-至今	进一步完善国有资产管理体制，推动国资走向资本市场；推进混合所有制发展	“国六条”，“国九条”、《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》、《决定》

来源：清科研究中心 2014.04 www.pedata.cn

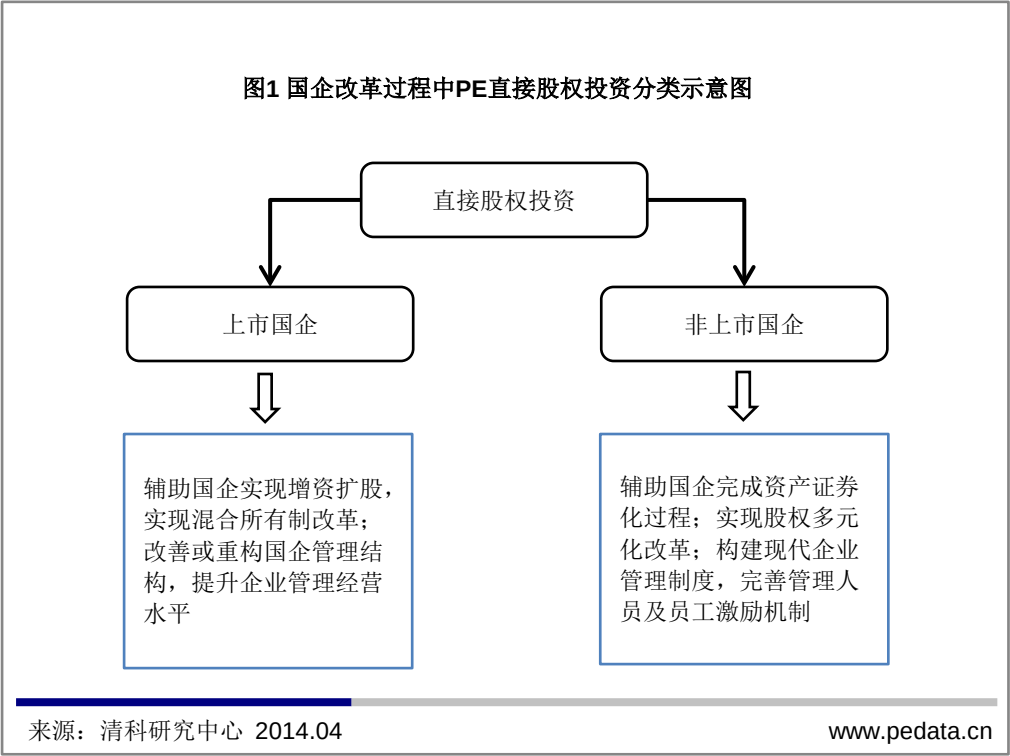
作为第五阶段的改革，新一轮国企改革在延续过去四轮改革未完成任务的同时，也提出

了一些新的改革思路。新一轮国企改革的重中之重是国企的混合所有制改革，即对一些没必要国资独资控股、绝对控股的行业或产业链环节的国企，在改革中逐步引入非公有制资本，在实现此类国企股份制改革的同时，完善其现代企业制度建设，实现国企更深层次市场化改革的同时，最终实现国有资产的保值增值目的；此外，引入非公有制资本也可以激发社会资本的投资活力，促进经济的进一步发展。新一轮国企改革比较新的改革方向为国资监管管理方式的改革。新一轮国资改革明确提出要从之前的“管国企”向“管国资”的方向转换。而整合国企资源，实现国企做大做强，提高资源利用效率基本延续了过去四阶段国企改革的任务。

PE 参与新一轮国企改革的思路和模式分析

顺着新一轮国企改革的这些内容，PE 机构可以确定三个寻求参与国企改革的投资机会的线索，即国企的混合所有制改革、国企的兼并重组及新一轮国企改革确立的分类改革原则。国企的混合所有制改革一直是 PE 参与机会最多的改革方向。具体而言，按照实施改革的标的企业是否上市为依据，又可分为参与未上市国企的混合所有制改革，辅助该类国企实现资产证券化；参与已上市国企的混合所有制，在解决国资一股独大的同时提升国企的经营效率。基本思路如图一所示。

图 1 国企改革过程中 PE 直接股权投资分类示意图



另一个投资思路是参与国企处于资源整合、战略布局及市场拓展等目的的并购重组改革。

此类合作按照并购基金的构建方式可以分为三类：

第一类即国企外部独立 PE 机构成立并购基金参与国企改革，如弘毅的弘毅投资产业基金一期；

第二类是国企或者国企监管层面通过与外部独立 PE 机构合作成立 PE 并购基金，参与监管范围内或者相应国企的并购投资，比如深圳市东方富海投资管理有限公司与发改委下属的深圳市远致投资有限公司合作设立的远致富海并购基金。

第三类合作模式则完全限于国企内部，即有资金实力的国企在内部构建独立并购基金，支持自身及其他企业的并购投资，典型的基金例如中电信息产业集团 2013 年设立的中电鑫安投资管理有限责任公司。

三类并购基金的优缺点总结见表 2：

表 2 并购基金合作模式

并购基金合作模式	优点	缺点
1.外部独立专业 PE 机构设立	并购经验丰富，可引入足够的战略资源	同国企合作过程中潜在的阻力较大
2.国企及国资监管者同外部 PE 机构合作设立	双方合作阻力较小，项目来源较多	资金投资范围可能会受到限制
3.资金实力雄厚的国企设立独立 PE 并购基金	基金规模可以足够大，国企改革项目渠道来源最广	缺乏专业的并购基金管理人；易受到国企管理层的干预

来源：清科研究中心根据公开信息整理 2014.04

www.pedata.cn

除此之外，新一轮国企改革中确立的分类改革原则可以成为 PE 机构遴选合作项目时的一个参考依据。清科研究中心总结目前的一些改革观点，从国企所处行业的功能定位角度确立四个参考依据，见表 3。

表 3 国企分类及潜在改革方向

行业功能定位	包含的行业	潜在改革方向
涉及国家安全的少数国有企业和国有资本投资公司、国有资本运营公司	政策性质的国有资产管理、运营机构等	国资独资，不退出；提高国资投资管理水平，提升国有资本收益
涉及国民经济命脉的重要行业和关键领域的国有企业	航天、航运、铁路运输、电力、能源开采、金融、电信、农业、军工、医疗保障、文化传媒等	国资绝对控股，销售等竞争性环节部分退出；完善股权激励机制，引入非国有资本
涉及支柱产业和高新技术产业等	装备制造、汽车、信息技术等	国资相对控股，大部分可以放开

行业的国有企业	管制；引入战略投资者，加强市场化管理机制的建设
竞争性领域，国有资本不需要控制并可以由社会资本控股的国有企业	商贸、医药、建材、地产、旅游、纺织等 国有参股，基本全部退出；放弃国资的政策性任务，完全按照市场化机制运作

来源：清科研究中心根据公开信息整理 2014.04

www.pedata.cn

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_15419

