



李迅雷：加速盘活国有股权资产，可弥补土地财政消减缺口



意见领袖 | 李迅雷

根据财政部的数据,今年前三季度国有土地使用权出让收入 3.85 万亿元,比上年同期下降 28.3%,而去年全年的国有土地使用权出让收入达到 8.7 万亿元,今年预计将大幅下降。

当我国人口老龄化加速、城镇化进程放缓之后,土地财政收入将持续消减,是否可以通过盘活国有资产来增加财政收入呢?



国企资产规模超过 300 万亿元

公开发布的《国务院关于 2020 年度国有资产管理情况的综合报告》显示,2020 年,全国国有企业资产总额 268.5 万亿元、负债总额 171.5 万亿元、国有资本权益 76.0 万亿元;全国国有金融企业资产总额 323.2 万亿元、负债总额 288.6 万亿元,形成国有资产 22.7 万亿元;全国行政事业

性国有资产总额 43.5 万亿元、负债总额 11.2 万亿元、净资产 32.3 万亿元。

由此可见，即便不计算国有的行政事业性资产，到 2022 年，国有企业的总资产应该超过 300 万亿元。2021 年，国有企业利润总额 45165 亿元，同比增长 30.1%，从财政部提供的数据看，2021 年，国有企业应交税费 53559.9 亿元，同比增长 16.6%，可见国企对财政的贡献非常大，但全国国有资本经营预算收入只有 5180 亿元，是否还有潜力可挖？

按照二十大报告提出的高质量发展要求，规模如此庞大的国企如果能继续提质增效，给国家贡献更多的财政收入，那对于不断减少的国有土地出让金收入，是否可以逐步替代呢？

据统计，到上月末，A 股上市公司含国企 1330 余家，占 A 股上市公司总数的 27%。从市值规模来看，A 股上市公司国企市值超过 41 万亿元，占比达 47%。

今年 5 月，国资委推出《提高央企控股上市公司质量工作方案》，制定了到 2024 年底全面验收评价的具体工作内容。近期，证监会出台了《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022~2025）》，上交所则推出《中央企业综合服务三年行动计划》等。即便对行政事业单位的国有资产，近期财政部也出台了《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》。

如此密集地推出围绕提升国企质量作为主体的相关文件，其背景可能在于中国经济正面临 20 年一遇的转型阶段。即我国经济靠传统的投资拉动

型增长模式已经遇到了动能不足问题，过度依赖土地财政的模式难以为继。

国企资产是当前政府部门除了国有土地资产之外的最大一块资产，如果通过提质增效，能够让 300 万亿元国企总资产的回报率提高一个百分点，就有 3 万亿元收益增加，基本可以弥补土地财政消减带来的收入缺口。当然不是短期就能提升一个百分点，但只要坚持不懈地盘活国有资产，推进国企改革，若干年后，应该会有成效。

国有股权的价值实现与价值创造

上月末，证监会主席易会满在金融街论坛上的讲话引起市场热议。他提到：“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。”估值体系不合理问题，在作为新兴市场的我国股市长期存在，过去相当长时间内一直总体高估，近两年才出现了明显低估。

例如，当前标普 500 的市盈率水平仍然在 20 倍以上，股息率却只有 1.66%，显然存在高估；印度 SENSEX30 指数的平均市盈率为 22 倍，股息率只有 1.2%，而印度央行的基准利率高达 5.9%；而我国目前沪深 300 平均市盈率已经跌至 10 倍，股息率接近 3%，但我国一年期存款利率只有 1.5%。

相对于 A 股的整体估值水平，当前央企上市公司的平均市盈率只有 8 倍左右，地方国企的市盈率水平也处在历史低位。有一种观点认为，存在就是合理。国企的低估值是由于体制和机制问题。那么，同样的国企，为

何过去给的估值那么高呢？

显然，投资者对估值是存在认知偏差的，例如在上世纪 90 年代，A 股的估值水平高得离谱，即便在 2017 年以前，小市值公司的估值水平也非常高，为此，我曾撰文提出了“确定性溢价”的概念，即对于体量较大、主营业务稳定、现金流良好、生命周期较长的企业，给予适当的高估值，而对于主营业务不稳定的小公司，给予“不确定折价”。2017 年以后，A 股的估值结构开始趋于合理，如所谓的“壳资源”大幅折价。

如今国有股的估值水平大幅回落，这固然与大部分国企属于周期类有关，再有的因素则是这类国企市值过大，在 A 股公司超过 5000 家的今天，“不适宜炒作”导致了流动性“折价”。

我曾经在今年 1 月 23 日发表的《风险偏好下降与宏观对策》中提到，“上海国企指数中的市净率从 2016 年 8 月份的接近 2 倍，跌至如今的 1 倍，短短 5 年多时间，跌幅达到 50%，市盈率水平也从五年前的 16 倍降至 10 倍。而同期上证综指上涨了 14%，说明上海国企的股价指数走势与全市场指数的走势相背离。”

2022 年前三季度，沪市 263 家央企营业收入、净利润分别占沪市整体营收和净利润的 54.89%和 61.55%，但其合计市值仅占沪市公司总市值的四成左右；沪市央企整体市盈率约 8 倍，处于较低水平。

但国家统计局数据显示，从 2016 年开始至今，国企的景气指数明显

超过非国企，故在基本面向好的背景下，估值大幅下移似乎有悖逻辑。而且，估值过低，不利于国有股权转让，因为国资委规定国有资产不能低于净资产评估价进行增发或转让。这就使得不少国企上市公司由于股价已经低于市净率而无法进行资产整合活动，从而失去了好时机。

因此，探索建立具有中国特色的估值体系，让 A 股市场的估值体系更加合理，确实可以促进市场资源配置功能更好发挥。从国资委的《提高央企控股上市公司质量工作方案》看，其中包含不少“价值创造”的成分。如提出“强化上市公司内生增长和创新发展”，包括完善公司治理结构、推进股权激励机制的落实、ESG 考核、推进并购重组、适时回购上市公司股份等举措。

而上交所推出的《中央企业综合服务三年行动计划》，涉及央企上市公司的主要举措有三方面。一是服务推动央企估值回归合理水平；二是服务助推央企进行专业化整合；三是服务完善中国特色现代企业制度。可见上交所服务央企的目的，也是为了提升其价值，从而提高其估值水平。

盘活国企资产为何迫切

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_49997

