

資本運作續推進 混改步入3.0時代



▲中央今年將推出第四批100家以上的混改試點。在完全競爭領域推行混改，並允許社會資本控股



超限觀點

國企改革正在穩步推進，絕大多數省份在兩會公報中提及國企改革，「調整國有資本布局，強化國企戰略性重組」，「混合所有制改革」，以及「國有投資運營平台、公司試點」成為地方政府共識。而在4月8日晚，格力電器公告稱，控股股東格力集團擬通過公開徵集受讓的方式，協議轉讓其持有的格力電器15%股權。該事件標誌着國企混改進入3.0階段。

海通證券首席宏觀分析師 姜超

去年二季度以來，國企改革相關政策頻頻出台。國資委主任肖亞慶曾於去年4月份在博鰲亞洲論壇上提出，混合所有制改革是改革的一個重要突破口。7月，國辦發布通知，由劉鶴擔任國有企業改革領導小組組長，他在10月的全國國有企業改革座談會上，對國企改革的全面推進提出了「完善治理、強化激勵、突出主業、提高效率」的十六字方針。國務院總理李克強在今年3月全國兩會《政府工作報告》中再次強調要「推進國有資本投資、運營公司改革試點，促進國有資產保值增值，積極穩妥推進混合所有制改革」。發改委副主任連維良則在兩會記者會上強調，今年將推出第四批100家以上的混改試點。在完全競爭領域推行混改，並允許社會資本控股。

更為重要的是，一系列重要文件的出台，使得國企改革的政策框架日趨完善，而這將令國企改革再度迎來提速：首先是去年5月，國務院發布《關於改革國有企業工資決定機制的意見》，完善了國企職工薪資的決定、管理和分配機制；其次是去年5月，國資委、財政部、證監會聯合發布《上市公司國有股權監督管理辦法》，明確了國有股東轉讓、受讓上市公司股權所需遵循的依據；再次是去年7月，國務院發布《關於推進國有資本投資、運營公司改革試點的實施意見》，明確了兩類試點公司的功能定位、組建方式、授權機制和治理結構。最後是今年3月，國資委發布《中央企業負責人經營業績考核辦法》，明確了央企負責人經營業績考核需遵循的原則。

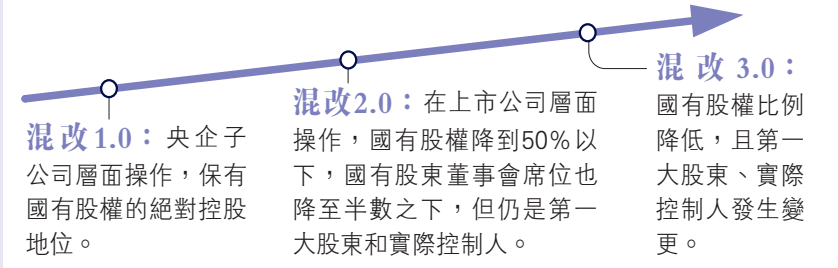
降低國企資產負債

當前國企改革的提速，有着比較完善的經濟基礎，2016年以來所推行的供給側結構性改革已使得國有企業資產負債表明顯修復，國企經營質量有較大程度的提高。

一方面，旨在解決產能過剩矛盾的去產能政策很大程度上改變了供需格局，2016年以來，受去產能政策的影響，供給過剩現象有了明顯緩解，供需格局的改變帶來了工業品價格的走高，PPI同比增速由15年的-5.2%升至16年的-1.4%，而2017年更是大幅轉正至6.3%。

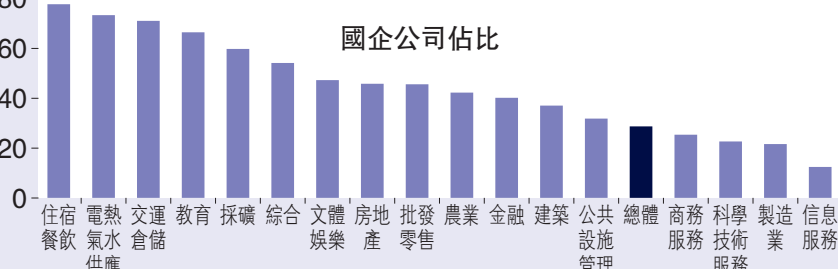
國企收入、利潤提振。由於國有企業在中上游工業行業的分布更為集中，並且規模和環保規範具有一定的保證，因此供給端受到的影響相對較小，而工業品價格的推漲令其收入和利潤得到了大幅改善，2016年以來國有及國有控股工業企業產品銷售收入和利潤總額增速雙雙由負轉正，2017年更是分別攀升至45%、15%的高點，均創下2012年以來的新高，2018年雖略回落，但仍處高位。

國企混合所有制改革或將從1.0階段迭代至3.0階段



資料來源：海通證券研究所

2018年A股各行業國企公司數量佔比(%)



資料來源：WIND，海通證券研究所

財政部口徑下全國國有及國有控股企業營業收入及利潤增速也在2017年達到14%、24%的相對高點，而2018年同樣保持較高水平。

另一方面，供給側結構性改革中的去槓桿政策也對國企資產負債表的修復有所幫助。隨着去槓桿由金融領域向實體經濟領域推進，社會融資增速也從接近15%左右的高位持續下滑，同M2的走勢保持一致。融資端收縮倒逼國有企業降低其負債水平，依賴債務擴張的低效率增長模式難以為繼，國有及國有控股工業企業的資產負債率從14年末近62%的高點降至19年2月的58.6%，財政部口徑下全國國有及國有控股企業資產負債率水平也由15年的66.3%降至18年的64.7%，減輕債務負擔令國企得以輕裝前行。

國企改革四條路徑

國企資本運作動作頻頻。資產負債表修復下國企經濟基礎更為穩固，而2018年以來，特別是隨着「36號文」的發布及正式實施，國企資本運作的動作頻頻。根據Wind數據的統計，從2018年截至目前，涉及國資和民資之間轉換的上市公司實際控制人變動共約33件，約佔實際控制人變動事件總數的15%，而其中實際控制人由國資轉為民資的就有9件，佔比約為國資民資轉換事件的27%。並且，2019年截至目前國資民資轉換事件就已達14件，而2018年全年僅19件，國企資

本運作有着明顯的加速推進跡象。展望未來，筆者認為，國企改革可以關注以下四條主要線索：

第一，競爭性領域提高民資佔比。在關係國計民生的重要領域需要國企的主導參與，但在競爭性領域，壟斷和管制因素的存在使得民企處於不公平的競爭地位，不僅造成了民營企業利潤偏弱，也給這些行業的發展形成拖累，比如中國服務業發展尚不充分就是一個典型的例子，以往由於各種各樣「捲簾門」、「玻璃門」、「旋轉門」的存在，在市場准入、審批許可、經營運行、招投標等各方面對民企形成不平等待遇，制約其參與其中，阻礙了經濟結構的轉型。那麼，筆者認為，進一步地對國有企業進行分類，放開競爭性領域的管制，提高民資佔比，將會是值得關注的國改方向之一。

第二，「雙百行動」深入推進。自2018年1月國資委接受新華社採訪首次提及「雙百行動」以來，其相關工作就在穩步落實，而2018年8月隨着國資委內部印發雙百行動工作方案，並確定入選企業名單，這一工作開始進入實質性的啓動落地階段，我們也觀察到此此央地國企改革的動作頻頻、明顯提速，2018年底國改小組也組織了多場雙百企業現場交流會。而2019年正是雙百行動實施的承前啓後之年，這一工作預計將會進一步向縱深推進，而相關措施落地後也將

區塊鏈賦能工業大麻

香港國際新經濟研究院高級研究員 付饒



鏈能講堂

區塊鏈技術與工業大麻產業看似風馬牛不相及，實際有很多相通之處：其一，都處於飽受爭議的早期階段，分別擺脫「暗網」和「毒品」的負面刻板印象；其二，二者監管難度都很高，都有銀行開戶難的痛點；第三，工業大麻種植地和數字貨幣挖礦地都常在人口煙稀少的偏遠地區。基於以上三個相通之處，區塊鏈公司布局工業大麻，或工業大麻公司布局區塊鏈也順理成章。

據工業大麻行業諮詢公司Viridian Capital Advisors發布的數據：2018年，全球大麻類公司已經融資近138億美元，而這個數字在2017年還只有35億美元。大麻產品分為毒品大麻、藥用大麻、中間型大麻及工業大麻。其劃定基礎就是四氫大麻酚THC（有致幻的後果）含量多少，THC含量超過0.3%的大麻為毒品大麻，之下的大麻即被稱為工業大麻。工業大麻的主要藥用成分為大麻酚CBD，具有良好的鎮痛、抗炎、鎮靜作用，不具上癮性。中國於2010年首次在雲南放開工業大麻的種植，2017、2019年，黑龍江和吉林分別獲准種植。

隨着工業大麻的應用和商業前景凸顯，近期全球工業大麻概念股紛紛大漲。分析師評估在工業大麻得到全面合法化後，到2022年市場規模將增長至220億美元。

目前沒有一個國家具有可行的工業大麻追蹤系統，無法驗證消費者是否遵守了工業大麻限制法規。區塊鏈技術可溯源的特性有望賦能政府監管，防止工業大麻的不當消費，確保工業大麻生產依法進行。目前與工業大麻相關的區塊鏈公司

有Greenstream、DMG、Budbo、BLOCKStrain等。以加拿大的BLOCKStrain為例，該公司通過種植者帳戶統計種子、花卉等產品，並提交給合法的測試機構進行測試，測試結果將被輸入區塊鏈數據庫，自動生成證書，給出唯一的「BLOCKStrain地址」及可追蹤的二維碼。生產者和消費者能夠驗證測試，也能夠對產品進行評級、撰寫評論和分享意見。這部分數據同樣存儲在區塊鏈上，不可篡改。以上所有數據監管機構可自由審核執行監管。

兩大行業互相正名

除了區塊鏈公司的探索，IBM等巨頭公司也對工業大麻和區塊鏈的結合做了研究。IBM指出，區塊鏈共享分類帳披露了產品的位置、擁有者以及產品狀態。透明實時的數據將為省級監管機構帶來可靠的監管（審計）依據，並為利益相關方（種植者、加工者、分銷商、零售點）提供可靠的管理方式。

銷售大麻的收入作為資金來源，還不能得到絕大多數銀行的許可。去年紐約時報曾報道，科羅拉多州丹佛市的Babak Behzadzadeh每月銷售工業大麻收入近30萬美元，並不能存儲到銀行帳戶中，他不得不用一個背包來保存手頭的現金並手工記帳。類似情形會發生在物流系統，沒有快遞公司願意運輸工業大麻。以上兩個痛點導致工業大麻經營零售業務困難重重。PotCoin、Webjoint等區塊鏈致力解決工業大麻在線支付困境。也有一些區塊鏈項目願意為其物流溯源提供應用。

筆者認為，兩個敏感的行業有「互相正名」的潛質，區塊鏈可以改革工業大麻的供應鏈，輔助提升其監管水平；工業大麻的推廣和應用將給區塊鏈提供廣闊而契合的應用場景。

「財富效應」第二波

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

2017年尾，筆者發表了新一股成熟的購買力即「財富效應」的看法。所謂「財富效應」即是資產增值而衍生的新一波購買力，以前香港地產市場沒有今天的成熟和穩定，很多人都以短炒為主，所以未到資產大幅增值前，其實很多人已經「換馬」將單位賣出獲利。近年因為樓市辣招的關係，業主們被迫集體持貨，於是因資產增值而累積的購買力與日俱增，「財富效應」就成為一個新常态下的強勁購買力。

2017年下半年，是第一階段的財富效應，衍生了翻按物業潮和所謂的父幹一族，這些現象相信大家都會遇到，所以本文筆者想討論的是：未來一年會衍生第二階段的財富效應。產生第二階段的財富效應是因為大多數持有物業的業主以前償還了很多的按揭，甚至乎已完全償還了按揭，即「供滿樓」了，加上樓價繼續上升，一來

一回形成了強大的潛在購買力。如何強大？

因為在樓市辣招的按揭門檻之下，很多業主過去都很難換樓，例如原本三、四年前物業值400幾萬元的業主，在樓市辣招的按揭門檻之下，要換上600萬元以上的單位很多時都很緊絀，因為600萬元以上的單位按揭最多只可以借六成，即是說細單位的業主最少要賣樓後能回籠約270萬元才可以成事，這個門檻令很多業主的換樓購買力被凍結，但當時400幾萬元樓去到今天樓價已經升了約五至七成（根據差餉物業估價署指數計算期間樓價上升約五成，根據祥益屯門樓市呎價領先指數期間樓價則上升約七成），之前阻擋他們換樓的按揭門檻已經因為樓價上升而輕易能夠跨越，數以十萬計的換樓人士，在未來將陸續進入市場，可以輕鬆換樓了。

為何今次樓價回升與以往不同？不同的板塊也急速移動，所以筆者認為今年樓價升幅最大未必是小型單位，可能是細樓業主的換樓對象，即三房或800萬至1000萬元的住宅單位將會是在今年樓市有一個跑贏大市的表現。

逐步見效，入選企業作為改革先鋒，其表現也值得期待。

第三，國資大省地方混改跟進。而隨着國企改革政策由點到面、梯次展開，重心下移的趨勢也愈發明顯，重要的地方國企進入雙百名單就是一個重要的信號。傳統的國資大省想必在這輪改革浪潮中也不會落後，地方層面的混改措施與實踐的跟進可能將成為一大亮點，像上海、江蘇和山東等國有企業數量排在前列的大省其改革動向值得跟蹤。

最後，財政壓力倒逼改革。除了自上而下的推進之外，隨着經濟增長下行趨勢未止以及減稅降費對財政收入的制約，也不排除部分地方省市由於財政壓力的加大而倒逼改革，盘活國有資產來緩解財政壓力。根據國資委的統計，2017年僅地方國有企業資本及權益總額

就達34萬億元人民幣左右，超過當年GDP的40%，其規模已相當可觀。

而從各省市2018年財政狀況來看，收支壓力較大的省份集中於西部及東北等經濟基礎薄弱、經濟增長相對遲緩的地區，這些省份的國企或也將在改革的先行之列。

毫無疑問，本次珠海上市國資委戰略性減持格力電器，是推動國有企業改革向「管資本」轉變的關鍵舉措，這對廣東省乃至全國進一步實施國有企業混合所有制改革都有借鑒意義。而無論國企未來選擇了上述四條改革路徑中的哪一條，其結果都將是以退為進——國企以國資之退，換民資之進；國資以管企業之退，換管資本之進。這對於加快經濟結構調整、促進產業結構升級，都具有重大意義。