

2022年06月27日

“管资本”改革的里程碑！

—— 点评五央企“转正”为国有资本投资公司

相关研究

- 《三条思路挖掘国企改革机会》
20220530
- 《国企改革热点重燃，自下而上选股》
20220111
- 《聚焦“管资本”，国改新动能——从上市国企“花钱”的两种方式看投资机会》
20180130

证券分析师

陆灏川 A0230520080001
luhc@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

陆灏川 A0230520080001
luhc@swsresearch.com

联系人

陆灏川
(8621)23297818×转
luhc@swsresearch.com

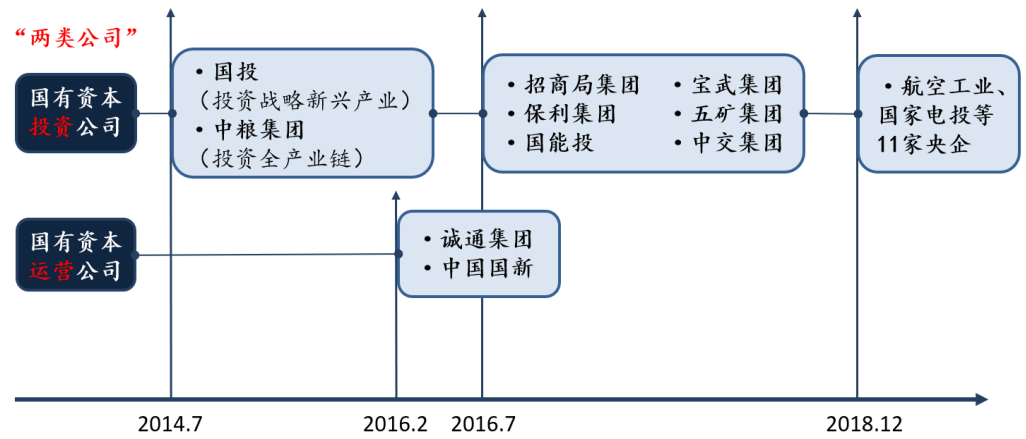
本期投资提示：

- **事件：**2022年6月20日，国资委网站发布新闻：近日印发了《关于国有资本投资公司改革有关事项的通知》，提出将“中国宝武、国投、招商局集团、华润集团和中国建材”这5家企业正式转为国有资本投资公司；对航空工业集团等其余12家央企，继续深化试点。两天后的6月22日，新闻联播也对此进行了报道。
- **本轮国企改革从“管资产”转向“管资本”。**理解上述新闻，需要对“两类公司”在本轮国企改革全局中的定位有清晰理解。一直以来，国资委通过行政任命、重大事项审批等机制，对国有企业的日常经营管理施加了很强的影响力。这使得部分国企日常生产、经营、投资等活动的决策效率、质量较低，难以应对瞬息万变市场中激烈的竞争。为解决这一问题，“十九大”报告正式提出“改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整，推动国有资本做强做优做大”，这标志着国资委的角色将在未来发生根本变化。
- **“两类公司”是“管资产”的核心抓手。**所谓“两类公司”，是指国有资本投资、运营公司。自2014年7月起，国资委先后改组了中国国新、中国诚通两家国有资本运营公司，以及国投公司等第三批共19家国有资本投资公司试点，形成了“2+19”的总体格局，具体见图一。“两类公司”在定位上存在差异：（1）投资公司：着眼于战略新兴产业，通过战略性投资优化国有资本布局，引导中国产业升级。（2）运营公司：以财务性持股为主，通过股权运作、有序进退等方式，盘活存量国资并促进保持增值，具体差异见图二。
- **对标“淡马锡”，通过设置中间层，隔离国资委的行政影响。**“两类公司”的运营逻辑借鉴自新加坡的“淡马锡模式”：其在股权结构上扮演国资委与实际生产企业间的隔离层，通过精巧的董事会结构设计，把政府力量留在第二层，而不向下穿透。具体可见我们发布的报告《聚焦“管资本”，国改新动能》，文章对此做了详细分析。
- **本次“转正”的背后：五家央企资本运作成绩斐然。**本次5家央企因“功能定位准确、资本运作能力突出、布局结构调整成效显著”而正式转正，比如：（1）国投强调“小总部、大产业”：截止2022年初，旗下总规模约1938亿元的42只基金，聚焦高端装备、新材料、新能源、医药健康等领域，累计投资了670多个项目，是中国国资引导产业升级的典范。（2）中国建材资产运作加速：2021年将中联水泥、南方水泥、西南水泥及中材水泥这四大水泥资产注入旗下上市公司天山股份，交易规模高达981亿，是专业化整合提升主业竞争力的典范。
- **本质“转正”影响深远，核心是三点：**（1）短期：为旗下子公司松绑，后续资本运作有望更加积极，我们梳理了这5家央企下属涉及的A股上市公司，具体见表1。（2）中期：国有资本结构优化进一步提速，传统国企的分红率中枢有望上移，而新兴领域央企的资本开支将增加，转型逻辑强化，典型代表如电力央企。（3）长期：央企主业的竞争力进一步提升，产业链日益完整；在国资的撬动下，核心技术加速攻关、新兴领域快速崛起，国家实体经济竞争力再上台阶。



申万宏源研究微信服务号

图 1：“两类公司”试点一览及其成立时间



资料来源：国资委网站，申万宏源研究

图 2：“两类公司”各自的特点及差异

国有资本**投资**公司



- 重在“配置增量”
- 着眼于战略新兴产业
- 通过“让国资走出去”实现混改
- 投资要坚决，引导中国产业升级
- 战略投资，参与管理

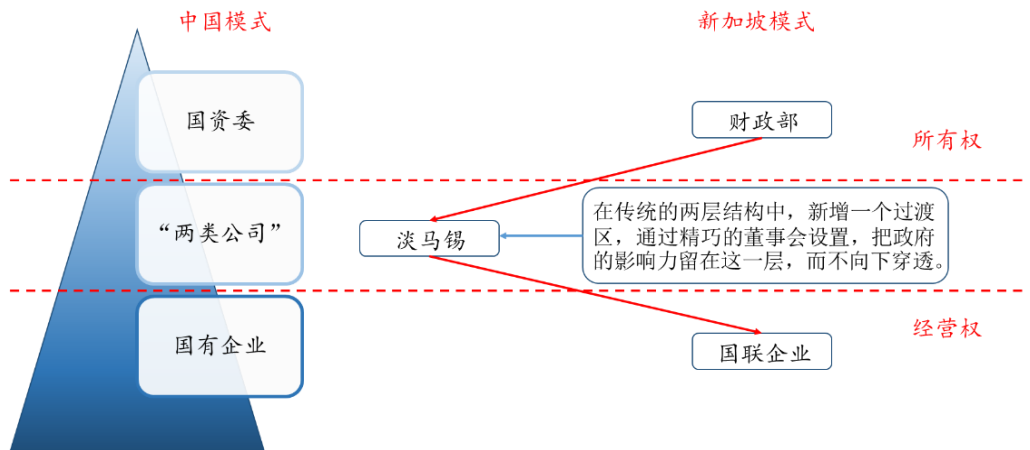
国有资本**运营**公司



- 重在“盘活存量”
- 立足于传统&垄断行业
- 通过“把民资引进来”实现混改
- 撤资要坚决，资产增值是总目标
- 财务投资，不参与日常经营

资料来源：申万宏源研究

图 3：“两类公司”的运行逻辑



资料来源：申万宏源研究

表 1：五家央企下属 A 股上市公司梳理

股票代码	股票简称	行业	总市值 (亿)	股票代码	股票简称	行业	总市值 (亿)
------	------	----	---------	------	------	----	---------

600019.SH	宝钢股份	钢铁	1,385	601598.SH	中国外运	交通运输	286
600845.SH	宝信软件	计算机	851	601975.SH	招商南油	交通运输	196
000825.SZ	太钢不锈	钢铁	319	001914.SZ	招商积余	房地产	177
600808.SH	马钢股份	钢铁	298	688396.SH	华润微	电子	752
000762.SZ	西藏矿业	有色金属	298	000999.SZ	华润三九	医药生物	435
601005.SH	重庆钢铁	钢铁	170	000423.SZ	东阿阿胶	医药生物	242
600581.SH	八一钢铁	钢铁	88	600062.SH	华润双鹤	医药生物	237
000717.SZ	韶钢松山	钢铁	86	300294.SZ	博雅生物	医药生物	174
601968.SH	宝钢包装	轻工制造	85	301090.SZ	华润材料	基础化工	163
600886.SH	国投电力	公用事业	769	600750.SH	江中药业	医药生物	87
600061.SH	国投资本	非银金融	411	000877.SZ	天山股份	建筑材料	1,056
300188.SZ	美亚柏科	计算机	110	600176.SH	中国巨石	建筑材料	685
603013.SH	亚普股份	汽车	78	000786.SZ	北新建材	建筑材料	557
000008.SZ	神州高铁	机械设备	69	002080.SZ	中材科技	建筑材料	484
000151.SZ	中成股份	商贸零售	48	688295.SH	中复神鹰	基础化工	343
688722.SH	同益中	基础化工	39	600970.SH	中材国际	建筑装饰	218
600962.SH	国投中鲁	农林牧渔	27	600876.SH	洛阳玻璃	建筑材料	175
600036.SH	招商银行	银行	10,403	600720.SH	祁连山	建筑材料	92
600999.SH	招商证券	非银金融	1,266	603060.SH	国检集团	社会服务	86
001979.SZ	招商蛇口	房地产	960	600552.SH	凯盛科技	电子	85
601872.SH	招商轮船	交通运输	478	600449.SH	宁夏建材	建筑材料	57
001965.SZ	招商公路	交通运输	462	603126.SH	中材节能	环保	43
601880.SH	辽港股份	交通运输	413	002066.SZ	瑞泰科技	建筑材料	26
001872.SZ	招商港口	交通运输	293				

资料来源：WIND，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。