

中信证券研究部

核心观点



杨帆  
首席政策分析师  
S1010515100001



联系人：于翔

**2018年中央经济工作会议中“两类公司”的重要性再次提升，未来或将成为国有企业综合改革的平台，近期相关政策不断推出。“两类公司”试点目前已取得阶段性成绩，但仍有三方面不足：“两类公司”有进有退的业务整合受制于股权并购重组权限不足；股权激励自主权未能落实；董事会的经理层选聘职能尚未能发挥。借鉴新加坡淡马锡公司与波兰国家投资基金的相关经验，未来“两类公司”相关领域的改革或将落实。**

- **“两类公司”的重要性得到提升，相关试点不断推进。**中央经济工作会议中“两类公司”的重要性被提升到新的高度，12月国资委新增11家央企列入试点范围，2019年1月国资委负责人会议强调积极推进“两类公司”试点。本次新增的11家公司为第三批试点，是在前两批“8+2”试点的基础上的进一步推进，目前试点央企已有21家，其中包括19家国有资本投资公司和2家国有资本运营公司。
- **十八大以来，国企改革已历经两个阶段，现已进入“两类公司”等自下而上改革的第三阶段，该试点具备较强的内生动力。**国企改革包括三个阶段，2013-2015年为顶层设计阶段，形成了“1+N”政策体系；2015-2018年为自上而下试点阶段，提出了“十项改革试点”；目前的“两类公司”试点为自下而上改革的第三阶段。从内生动力看，由于未来央企数量有望进一步压减，而“两类公司”作为管资本的平台，天生具有整合国属的属性，先行成为“两类公司”有望在之后的央企整合中占据先机，因此企业对试点的主动性较强。
- **新加坡淡马锡公司与波兰国家投资基金在政企分开、简政放权上的经验值得借鉴。**淡马锡与波兰国家投资基金的成功经验证明了“两类公司”模式的可行性，从“管资产”向“管资本”转变有助于提升国有资本的经营效率。从具体措施看，其减少对日常经营的干涉、充分发挥董事会职权、市场化选聘经理层等一系列改革经验对于解决“两类公司”改革的现存问题有一定的借鉴意义。
- **“两类公司”应有进有退、聚焦主业，但股权并购重组的审批权下放不足，或拖累业务调整进度，未来审批权下放有待落实。**“两类公司”将主业做大做强有助于改善业绩，进而带来估值的提升，而这离不开集团对于股权并购重组自主权的获得。例如，中粮集团收购华孚、中纺，退出非主要或严重亏损业务，整合18个业务线，强化了主业布局，2017年集团迎来80%的利润增速，为历史最高。
- **“两类公司”对子公司股权激励的审批权下放有待落实，133号文中单一员工1%以及全部员工总量30%的上限未来可能突破，国有上市公司的股权激励有望增多。**受制于监管，目前国有上市公司股权激励实施数量远少于民企，如2018年上市民企共实施股权激励384次，而上市国企仅28次。据媒体报道，近期国资委改革办副局长季晓刚表示，目前上市公司的股权激励有限，正在修改113号文中的上限规定。未来“两类公司”对子公司股权激励审批权的落实以及上限的提高，或使国有上市公司的股权激励增多，员工积极性或将提升。
- **“两类公司”或将改善公司治理，子公司董事会选聘经理层的自主权未来或得以回归。**目前“两类公司”及其子公司的经理层更多是由上级指派，而更为合理的制度设计是下级企业享有提名权，上级部门或企业享有审批权。未来“两类公司”子公司董事会选聘经理层自主权或将落实，公开选聘与职业经理人制度有望扩大。
- **风险因素：**政策力度与执行不达预期风险，经济下行风险。

## 目录

国企改革已进入第三阶段，“两类公司”试点激发内生动力 .....	1
十八大以来的国企改革已经历两个阶段，第三阶段的“两类公司”是自下而上的新思路 央企数量压减倒逼主动改革，“两类公司”试点激发内生动力 .....	1 2
“两类公司”改革试点取得阶段性成绩但有待深化 .....	3
“两类公司”试点范围进一步扩大 .....	3
“两类公司”试点顶层制度设计不断成熟 .....	3
“两类公司”三大职权未能完全落实，有待突破 .....	4
新加坡与波兰政企分开、简政放权的经验值得借鉴 .....	6
新加坡淡马锡模式：“管资本”的典范 .....	6
波兰国家投资基金：助力经济转型 .....	8
未来有望落实股权并购重组、股权激励和经理层选聘的自主权 .....	9
未来或扩大“两类公司”股权并购重组自主权，助力有进有退，聚焦主业 .....	9
未来或落实“两类公司”股权激励审批权，国有上市公司的股权激励有望增多 .....	10
未来或完善“两类公司”的公司治理，落实董事会选聘经理层的自主权 .....	11
投资聚焦 .....	12
风险因素 .....	12

## 插图目录

图 1：“两类公司”的运作模式.....	1
图 2：十八大以来的国企改革主线 .....	2
图 3：“两类公司”理论上的治理模式 .....	6
图 4：淡马锡成立以来的市值和股东权益变化 .....	7
图 5：淡马锡和“两类公司”的运作模式对比 .....	7
图 6：新加坡淡马锡模式经验的借鉴意义 .....	8
图 7：波兰国家投资基金的运作模式.....	8
图 8：波兰国家投资基金经验的借鉴意义 .....	9
图 9：部分转型国家的经济增长 .....	9
图 10：2013-18 年国企和民企上市公司股权激励实施数量对比 .....	10

## 表格目录

表 1：目前的“两类公司”试点企业在纳入试点前后的整合重组 .....	2
表 2：目前“两类公司”试点的范围.....	3
表 3：国有资本投资公司和国有资本运营公司的区别 .....	3
表 4：“两类公司”试点相关政策文件的五大关注重点.....	4
表 5：“两类公司”试点相关政策文件梳理.....	4
表 6：国资委对“两类公司”子公司股权并购重组的审批 .....	5
表 7：国资委对“两类公司”子公司股权激励方案的审批 .....	5
表 8：国资委对“两类公司”及其子公司经理层任命的审批 .....	5
表 9：80 年代各国的经济自由化与国有企业改革措施 .....	6
表 10：中粮集团的改革实践 .....	10
表 11：133 号文中国有控股上市公司股权激励的限制 .....	11
表 12：“十项试点”中董事会和人事权相关条款 .....	11
表 13：第三批两类公司旗下的 A 股和 H 股上市公司.....	12

2018年中央经济工作会议中，“两类公司”改革试点的重要性再度提升，未来或将成为国有企业综合改革的平台。会议提出“要加快国资国企改革，坚持政企分开、政资分开和公平竞争原则，做强做优做大国有资本，加快实现从管企业向管资本转变，改组成立一批国有资本、运营公司，积极推进混合所有制改革”。2018年12月28日，国资委召开了11家央企国有资本投资公司试点启动会，开启了第三批“两类公司”改革试点。2019年1月14-15日，中央企业、地方国资委负责人会议召开，国资委主任肖亚庆表示，2019年将加大授权力度，建立授权调整机制，探索将部分出资人权利授予试点企业，推动“两类公司”进行组织架构调整和管控模式改革，打造市场化运作平台。本文结合国际经验，探讨了“两类公司”试点的现存问题和完善方向。

## ■ 国企改革已进入第三阶段，“两类公司”试点激发内生动力

“两类公司”助力从“管资产”向“管资本”转变，或成为国有企业综合改革的平台。“两类公司”即国有资本投资公司、国有资本运营公司，是履行国有资本出资人职责的国有独资公司，是国有资本市场化运作的专业平台，不从事具体生产经营活动，对所持股企业行使股东职责，维护股东权益，以出资额为限承担有限责任，承担优化国有资本布局、提升国有资本运营效率、实现国有资产保值增值的责任。

国资委主任肖亚庆在2018年11月的国务院国有企业改革领导小组“两类公司”座谈会上表示，“将把两类公司作为综合改革平台，同步开展落实董事会职权、推行职业经理人制度、差异化薪酬分配、混合所有制改革等一系列改革举措，充分发挥改革的综合效应。”

图1：“两类公司”的运作模式



资料来源：中信证券研究部

### 十八大以来的国企改革已经历两个阶段，第三阶段的“两类公司”是自上而下的新思路

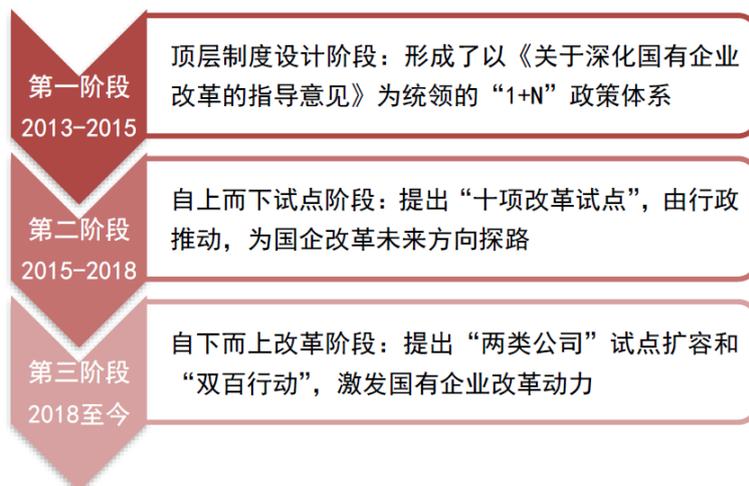
第一阶段为2013-2015年的顶层制度设计阶段。这一时期形成了以《关于深化国有企业改革的指导意见》为统领、以若干文件为配套的“1+N”政策体系。该体系分为三个层面，一是带有“四梁八柱”性质、支撑国企改革总体框架的重要政策；二是针对重点问题、力求攻坚克难的专项文件；三是带有工作推动性质、指导部署落实的工作计划和方案。

第二阶段为2015-2018年的自上而下试点阶段，面临国企主动性不足的问题。为在国

企改革的重点领域和关键环节取得突破，国务院国企改革领导小组部署实施了“十项改革试点”，在探索新体制、新机制、新模式、新办法上取得初步成效。但改革措施主要依靠自上而下的行政力量推动，国企主动改革的内生动力不足，需探索新的机制。

十九大以来，国企改革思路强调增强改革的内生动力，进入了自下而上的第三阶段。在本阶段，“两类公司”试点扩容以及“双百行动”等改革措施陆续推出，希望有改革意愿和经营能力的企业在综合试点下主动改革，脱颖而出，体现了自下而上改革的新思路。

图 2：十八大以来的国企改革主线



资料来源：中信证券研究部

## 央企数量压减倒逼主动改革，“两类公司”试点激发内生动力

2016年5月的国常会要求开展央企压减工作，各方将争取有限的“两类公司”地位，改革意愿突出、整合能力强劲、经营绩效出色的央企或在合并重组中占据主动。成立“两类公司”的压减方式在解决合并后的人员安置上有明显优势，已纳入“两类公司”试点范围的21家企业中，有12家在试点前后都发生过央企层级的合并，主要方式是整合双方领导层成立“两类公司”，将双方业务作为“两类公司”的子公司分列。

表 1：目前的“两类公司”试点企业在纳入试点前后的整合重组

时间	涉及企业	重组后企业名称
2015年5月	中国电力投资集团公司、国家核电技术有限公司	国家电力投资集团公司
2015年12月	南光集团有限公司、珠海振戎公司	南光集团有限公司
2015年12月	中国五矿集团公司、中国冶金科工集团	中国五矿集团公司
2015年12月	中国远洋运输集团总公司、中国海运集团总公司	中国远洋海运集团有限公司
2015年12月	招商局集团有限公司、中国外运长航集团有限公司	招商局集团有限公司
2016年6月	宝钢集团有限公司、武汉钢铁集团公司	中国宝武钢铁集团有限公司
2016年7月	中国港中旅集团公司、中国国旅集团有限公司	中国港中旅集团公司
2016年7月	中粮集团有限公司、中国中纺集团公司	中粮集团有限公司
2016年8月	中国建筑材料集团有限公司、中国中材集团	中国建材集团有限公司
2017年3月	中国保利集团公司、中国轻工业品进出口总公司	中国保利集团
2017年6月	中国机械工业集团公司、中国恒天集团有限公司	中国机械工业集团

时间	涉及企业	重组后企业名称
2017年11月	神华集团有限公司、中国国电集团公司	国家能源投资集团有限公司

资料来源：Wind，中信证券研究部

## “两类公司”改革试点取得阶段性成绩但有待深化

### “两类公司”试点范围进一步扩大

2018年中央经济工作会后，两类公司试点范围进一步扩大。2018年12月28日，国资委召开了11家央企国有资本投资公司试点启动会，开启了第三批“两类公司”改革试点。截至目前，纳入试点范围的公司共21家，包含商业一类和商业二类央企。

表2：目前“两类公司”试点的范围

批次	时间	公司
第一批	2014年7月	<b>国有资本投资公司</b> ：中粮集团、国家开发投资公司
第二批	2016年7月	<b>国有资本投资公司</b> ：神华集团（于2017年11月与国电合并成立国家能源投资集团）、宝武集团（于2016年9月将武钢集团无偿划入宝钢集团成立）、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团 <b>国有资本运营公司</b> ：诚通集团、中国国新
第三批	2018年12月	<b>国有资本投资公司</b> ：航空工业集团、国家电投、国机集团、中旅集团、中国远洋海运、通用技术集团、华润集团、中国建材、新兴际华集团、中广核、南光集团

资料来源：国资委，中信证券研究部

**国有资本投资公司和国有资本运营公司各有侧重。**国有资本投资公司侧重于服务国家战略和产业升级，投资于实业，以对战略性核心业务的控股为主；国有资本运营公司侧重于实现国有资本合理流动和保值增值，活跃于资本市场，以财务性持股为主。

表3：国有资本投资公司和国有资本运营公司的区别

特点	国有资本投资公司	国有资本运营公司
投资目标	服务国家战略，优化国有资本布局，提升产业竞争力	提升国有资本运营效率，提高国有资本回报，实现国有资本合理流动和保值增值
投资性质	以对战略性核心业务控股为主，投资实业拥有股权	以财务性持股为主，不投资实业，活动于资本市场
投资领域	关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域	无明确限制
投资方式	开展投资融资、产业培育和资本运作等，发挥投资引导和结构调整作用，推动产业集聚、化解过剩产能和转型升级，培育核心竞争力和创新能力，积极参与国际竞争，着力提升国有资本控制力、影响力	通过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式，盘活国有资产存量，引导和带动社会资本共同发展

资料来源：《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，中信证券研究部

### “两类公司”试点顶层制度设计不断成熟

十八届三中全会后，“两类公司”试点顶层制度设计不断成熟，其中组建方式、治理结构、人事任命、收益管理和监管放权五个方面应重点关注。在十八届三中全会提出从“管资产”向“管资本”转变后，中发〔2015〕22号文和国发〔2015〕63号文明确了“两类公司”的目标、组建和运营方式。国办发〔2017〕38号文提出将部分监管职能取消、下放或授权企业，增强企业自主权。国发〔2018〕23号文进一步明确了“两类公司”试点和运营的各项细节。

表 4：“两类公司”试点相关政策文件的五大关注重点

方面	具体内容
组建方式	包括改组和新设，通过无偿划转或市场化重组整合国有资本，剥离社会职能，解决历史遗留问题
治理结构	不设股东会，授权董事会行使部分股东会职责；董事会由执行董事、外部董事和职工董事组成，外部董事占多数
人事任命	执行董事和外部董事由国资监管机构委派。经理层选聘由董事会负责
收益管理	以出资人身份参与所持公司的利润分配表决，收取分红，上缴国有资本收益和管理留存收益
监管放权	优化监管职能，取消 26 项（财务和工会），下放 9 项（股权并购重组和股权激励），授权 8 项（经营计划和经理层任命考核）

资料来源：《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》，《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，中信证券研究部

表 5：“两类公司”试点相关政策文件梳理

文件或会议	时间	内容
十八届三中全会	2013 年 11 月 9 日	标志着从“管资产”向“管资本”的转变，首次提出“组建若干国有资本投资运营公司”
《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，中发〔2015〕22 号	2015 年 8 月 24 日	基于十八届三中全会会议精神，突出了“管资本”在完善国有资产管理体制中的重要地位，明确了“两类公司”的目标与运营方式 <b>目标：</b> 通过开展投资融资、产业培育、资本整合，推动产业集聚和转型升级，优化国有资本布局结构；通过股权运作、价值管理、有序进退，促进国有资本合理流动，实现保值增值 <b>运营方式：</b> 科学界定所有权和经营权的边界。监管机构对“两类公司”履行出资人职责，“两类公司”对所出资企业行使股东职责
《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》，国发〔2015〕63 号	2015 年 11 月 4 日	提出开展“两类公司”试点工作，明确了“两类公司”的组建和运营方式 <b>组建方式：</b> 主要通过划转现有商业类国有企业的国有股权，以及国有资本经营预算注资组建，促进国有资本合理流动，实现保值增值；或选择具备一定条件的国有独资企业集团改组设立，以服务国家战略、提升产业竞争力为主要目标，推动产业集聚和转型升级，优化国有资本布局结构 <b>与监管机构的关系：</b> 监管机构对“两类公司”履行出资人职责，按照“一企一策”的原则明确授权的内容、范围和方式，落实国有资本投资、运营公司董事会职权 <b>与投资企业的关系：</b> “两类公司”对所出资企业行使股东权利，以出资额为限承担有限责任。战略性控股的关注战略目标和资本回报，财务性持股的关注资本流动和增值状况
《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》，国办发〔2017〕38 号	2017 年 5 月 10 日	提出优化国资监管职能，取消、下放或授权 43 项监管事项，增强国企活力。其中下放是指将延伸到中央企业子企业和地方国有企业的管理事项，原则上归位于企业集团和地方国资委；授权是指将出资人的部分权力授权给试点企业董事会行使 <b>取消（26 项）：</b> 主要涉及财务（注重整体财务状况管控）和工会 <b>下放（9 项）：</b> 主要涉及股权并购重组和股权激励方案等 <b>授权（8 项）：</b> 主要涉及经营计划和经理层任命考核等
《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，国发〔2018〕23 号	2018 年 7 月 30 日	进一步明确了“两类公司”试点的实施细则 <b>功能定位：</b> 明文规定了“两类公司”的定义和目标 <b>组建方式：</b> 明确了改组和新设两种方式，通过无偿划转或市场化重组整合国有资本，剥离社会职能，解决历史遗留问题 <b>授权机制：</b> 分为国有资产监管机构授权和政府直接授权 <b>治理结构：</b> “两类公司”不设股东会，由国资监管机构或政府行使股东会职权，或授权“两类公司”董事会行使股东会部分职权。董事会由执行董事、外部董事、职工董事组成，外部董事应占多数。董事会下设多个专业委员会 <b>人事任命：</b> 执行董事和外部董事由国资监管机构或政府（根据授权机制的不同）委派。经理层选聘由董事会负责 <b>收益管理：</b> “两类公司”以出资人身份参与所持公司的利润分配表决，收取分红，上缴国有资本收益和管理留存收益 <b>监督机制：</b> 事前规范制度、事中加强监控、事后强化问责，强化社会披露，主动接受社会监督。 <b>配套政策：</b> 配合混改、员工持股、职业经理人和薪酬分配差异化等其他改革

资料来源：相关政策文件，中信证券研究部

## “两类公司”三大职权未能完全落实，有待突破

第一，“两类公司”应有进有退、聚焦主业，但“两类公司”对子公司股权并购重组的审批权下放不足，或将拖累业务整合进程。2017 年《国务院国资委以管资本为主推进

《职能转变方案》指出，“将央企所持非上市公司的国有股权管理方案和股权变动事项、集团内部国有股东所持有上市公司股份流转、国有股东与上市公司非重大资产重组、国有股东通过证券交易系统转让一定比例或数量范围内所持有上市公司股份等事项，下放给企业集团。”以上规定对“两类公司”主动的股权并购重组仍存在诸多限制，仍需国资委审批。

表 6：国资委对“两类公司”子公司股权并购重组的审批

时间	国资委审批事项
2017 年 9 月	招商局集团发行股份购买经贸船务所持有的恒祥控股、深圳滚装、长航国际及经贸船务香港各 100% 股权的方案获 <b>国资委批准</b>
2017 年 10 月	中国交建将其持有的振华重工 29.99% 的股份协议转让给中交集团获 <b>国资委批准</b>
2018 年 6 月	中粮地产发行股份购买大悦城股份及募资事宜获 <b>国资委批准</b> ，但被证监会否决

资料来源：上市公司公告，中信证券研究部

**第二，“两类公司”对子公司股权激励方案的审批权未完全落实，且股权激励上限过低。**2017 年《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》指出“将中央企业子企业股权激励方案的审批权限，下放给企业集团。”而公开资料显示，“两类公司”子公司的股权激励方案仍需国资委审批。股权激励是实现差异化薪酬分配的重要形式，有助于发挥核心岗位人员的积极性，在技术类企业尤为重要。

表 7：国资委对“两类公司”子公司股权激励方案的审批

时间	国资委审批事项
2017 年 12 月	宝武集团子公司宝信软件的股权激励方案获 <b>国资委批准</b>
2017 年 12 月	宝武集团子公司宝钢股份的股权激励方案获 <b>国资委批准</b>
2018 年 12 月	宝武集团子公司宝钢包装的股权激励方案获 <b>国资委批准</b>

资料来源：上市公司公告，中信证券研究部

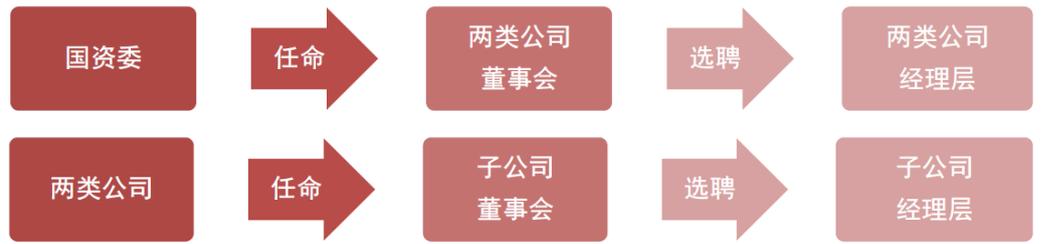
**第三，董事会选聘经理层的职权受限，市场化选聘和职业经理人制度试点进展缓慢。**2018 年《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》指出“国有资本投资、运营公司设立董事会，根据授权，负责公司发展战略和对外投资，经理层选聘、业绩考核、薪酬管理，向所持股企业派出董事等事项”。但公开资料显示，“两类公司”经理层仍然由国资委直接任命或等额提名；子公司的经理层同样由“两类公司”直接任命或代为市场化选聘。

表 8：国资委对“两类公司”及其子公司经理层任命的审批

公司	产生方式	实例
“两类公司”经理层	国资委直接任命或者国资委等额提名由董事会表决	2016 年 10 月 <b>国资委</b> 任命陈德荣为宝武集团副总经理
		2018 年 4 月 <b>国资委</b> 提名朱跃任诚通副总经理人选
		2018 年 10 月 <b>国资委</b> 任命宋海良为中交集团总经理人选
子公司经理层	上级公司直接任命或由上级公司代为公开选聘	2017 年 7 月中 <b>粮集团</b> 研究决定公开选聘中粮酒业副总经理 2018 年 1 月中 <b>粮集团</b> 发布公告公开选聘中粮饲料总经理 2018 年 12 月， <b>中交集团</b> 发布公告公开选聘多个子公司的经理层

资料来源：国资委，中粮集团网站，中交集团网站，中信证券研究部

图 3：“两类公司”理论上的治理模式



资料来源：中信证券研究部

## 新加坡与波兰政企分开、简政放权的经验值得借鉴

新加坡的淡马锡公司和波兰的国家投资基金，与我国的“两类公司”改革试点都体现了“管资本”的思路。这些国外经验证明了“两类公司”模式的可行性，其减少对日常经营的干涉、充分发挥董事会职权、市场化选聘经理层的经验对解决“两类公司”改革的现存问题有一定借鉴意义。

### 新加坡淡马锡模式：“管资本”的典范

80 年代以来，西方发达经济体开始了以私有化为主要方式的国有企业改革。为解决国企效率低下且依赖财政补贴的痼疾，英国、法国和日本等国进行了大规模的私有化改革，而对部分未私有化的企业通常只保留四项监管权利——长期战略规划权、审计权、绩效考核权以及危机应对权（即“黄金股”制度）。

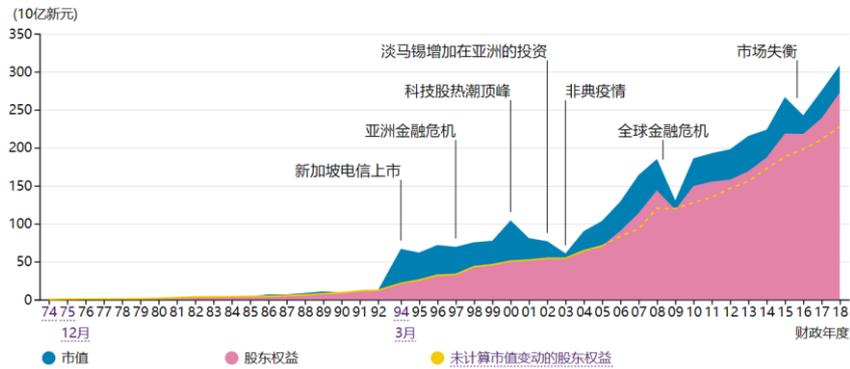
表 9：80 年代各国的经济自由化与国有企业改革措施

类型	国家	经济自由化和国有企业改革措施
发达经济体	英国	引领了将国有企业私有化的潮流，前期竞争行业和部分自然垄断行业的私有化较为成功，经济走出滞涨，后期“无禁区”的私有化深入到公共服务领域引发争议
	法国	随政治更迭在私有化和国有化之间左右摇摆，改革参杂政治动机，扭曲了私有化提升绩效的初衷
	日本	用“一事一议”的策略对各自然垄断行业私有化，效果取决于经济走势和人口结构
新兴经济体	新加坡	保留国有属性，推进体制改革，组建国家投资公司，收效明显
	韩国	体制改革与私有化并行，通过立法完善国有企业管理体制，收效明显

资料来源：《私有化:成功与失败》，热拉尔·罗兰著，中国人民大学出版社，2013，中信证券研究部

与西方各国不同，新加坡通过组建淡马锡等国家投资公司的方式实现了政企分离与绩效提升，成为了“管资本”的典范。淡马锡模式保留了企业的国有属性，避免了西方国家私有化过度激进后带来的基础设施老化和社会矛盾加剧等问题。自 1974 年成立以来，在过去的 44 年中，淡马锡的投资遍布全球，投资组合市值从 3.54 亿新元增长至 3080 亿新元，复合增长率高达 16.6%。

图 4：淡马锡成立以来的市值和股东权益变化



资料来源：淡马锡官网，中信证券研究部

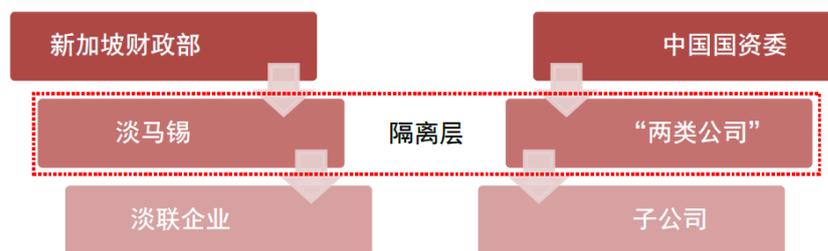
**淡马锡模式的三大核心是：政企分开、长远利益目标和董事会制度。**三大制度保证了新加坡能够在保留国有属性的前提下减少行政干涉，增强企业自主权，释放经济活力。

**政企分开：**淡马锡 100%所有权归新加坡财政部所有，董事会由公司提名委员会向财政部推荐，由财政部向总统顾问委员会提名，由总统批准任命，一经任命则享有自主经营决策权。淡马锡对旗下企业采取“一臂之距”的管理原则，积极行使股东权利，原则上只参与涉及长期稳定发展的规划，不介入日常经营。

**长远利益目标：**淡马锡章程规定，淡马锡依新加坡的长远利益行事，追求长期稳定的收益。当然，对长远利益的追求有以下原则。第一，不得凭借国有企业的特殊地位追求垄断利益，从竞争性领域适度退出。第二，商业利益不是唯一，不应从公益性行业退出，即使无法盈利。第三，重视战略性新兴行业的投资。

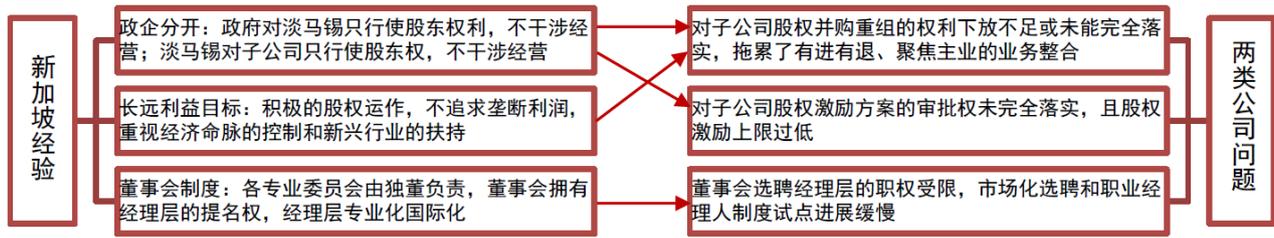
**董事会制度：**董事会中独立董事占多数，独董多数为外部专家，少数为财政部任命的代表，政府可监督重大决策确保国有资产安全，但又无法完全干涉日常经营管理和经理层选聘。经理层由公司提名委员会向财政部推荐，由财政部向总统顾问委员会提名，由总统批准任命。尽管经理层并非完全由董事会聘任，但董事会、财政部和总统形成了分权制衡。

图 5：淡马锡和“两类公司”的运作模式对比



资料来源：State-Owned Enterprises in Singapore Historical Insights Into a Potential Model for Reform, Tan Cheng-Han et al., NUS Working Paper, 2015., 中信证券研究部

图 6：新加坡淡马锡模式经验的借鉴意义



资料来源：State-Owned Enterprises in Singapore Historical Insights Into a Potential Model for Reform, Tan Cheng-Han et al., NUS Working Paper, 2015, 中信证券研究部

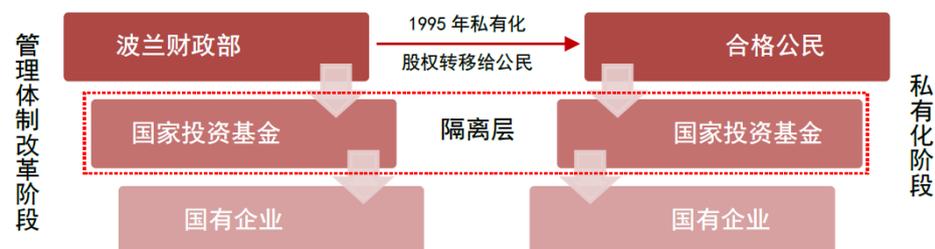
## 波兰国家投资基金：助力经济转型

波兰的国家投资基金（National Investment Fund, NIF）成立于经济转型时期，担负着私有化过度的特殊任务。国家投资基金制度吸取了俄罗斯大规模私有化的教训，使同样采取了激进的“休克疗法”的波兰改革比俄罗斯更为成功，其运作模式如下：

**管理体制改革阶段：**1994 年，波兰财政部将 512 家大型国有企业的部分股权分配给新成立的 15 家国家投资基金。这些国家投资由财政部 100%控股，所有制不变。对于每家待私有化公司，33%的股权由单一国家投资基金持有行使大股东权利，27%的股权由其他国家投资基金持有，25%的股权由财政部持有，剩余 15%的股权由员工持有。这些国家投资基金的日常运作被委托给国内外的专业机构投资者，包括了瑞信、美林和摩根大通等世界级机构。在该阶段，国家投资基金的作用与淡马锡基本相同，成为波兰财政部与国有企业之间的隔离层，减轻行政因素对日常经营的干扰。特别是其委托的专业机构团队，通过向下派驻董事的方式，引入了西方先进的管理经验，完善了这些企业的公司治理结构。

**私有化阶段：**1995-1997 年间，波兰财政部将其持有的国家投资基金股权向全部成年公民发放，仅收取象征性的手续费，与俄罗斯的大私有化类似。1997 年这些投资基金在华沙交易所上市时，居民持有的份额超过了 85%，其余 15%仍属财政部。在该阶段，国家投资基金代表持有基金份额的公民行使股东权利，避免了在俄罗斯等国出现的管理层大范围的腐败寻租，促进了华沙交易所的成熟壮大，投资基金之间也形成了相互竞争和制约。

图 7：波兰国家投资基金的运作模式



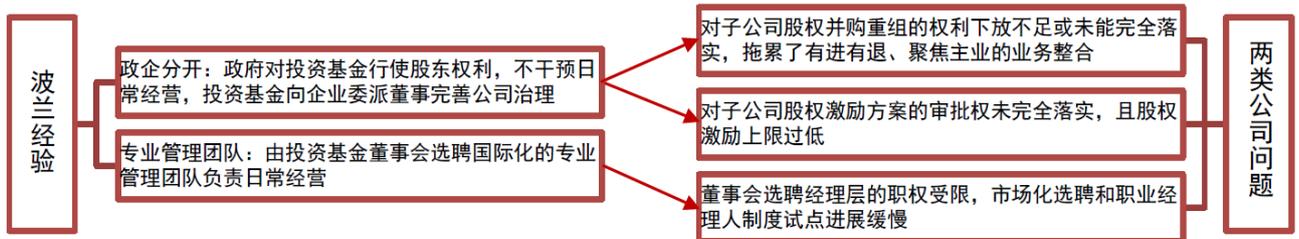
资料来源：Privatisation in Poland: Ten Years After, M. Baltowski and T. Mickiewicz, Post-Communist Economies, 2000(4), 中信证券研究部

**国家投资基金的监督机制：**成立 19 人的选择委员会，其中 12 人由内阁任命，5 人由

国会任命，2人是工会代表。选择委员会负责任命国家投资基金的管理层和监督层。管理层可选择负责运营的专业机构，专业机构需每季度向管理层和监管层递交运营状况报告。

**国家投资基金的激励机制：**对负责运营的专业机构的激励有三部分。第一，每季度获得固定管理费。第二，每年获得相当于资产增值额1%的绩效奖金。第三，在10年的管理合同到期时获得当时总资产规模5%的忠诚奖金。

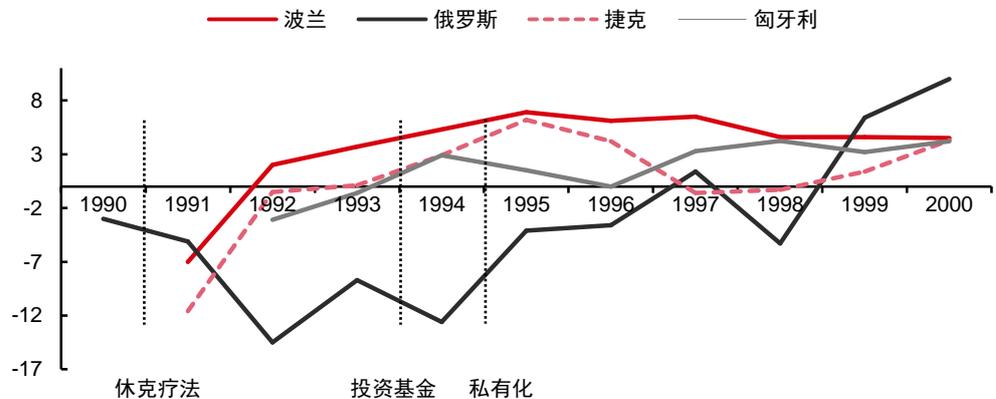
图8：波兰国家投资基金经验的借鉴意义



资料来源：Privatisation in Poland: Ten Years After, M. Baltowski and T. Mickiewicz, Post-Communist Economies, 2000(4)，中信证券研究部

波兰的经济转型在原社会主义国家中最为成功，也是“休克疗法”为数不多的成功案例。在经历阵痛后波兰经济开始持续增长，经济结构迅速优化，一度成为欧洲经济增长最快的国家，被称为“中欧之鹰”，与深陷衰退的俄罗斯形成鲜明对比。

图9：部分转型国家的经济增长



资料来源：World Bank Open Data，中信证券研究部

## 未来有望落实股权并购重组、股权激励和经理层选聘的自主权

未来或扩大“两类公司”股权并购重组自主权，助力有进有退，聚焦主业

“两类公司”在对子公司的业务整合与股权并购重组中，或做到有进有退、聚焦主业，自主权的扩大有利于业务整合加速推进。“进”是指围绕主业完善产业链布局，加强对国家战略和经济命脉的控制。“退”是指退出与主业协同性较差的业务，妥善处置不良资产。

未来可能的自主权扩大将赋予两类公司更强的灵活性，通过股权并购重组迅速实现业务整合，围绕主业发展。

**中粮集团是在改革中坚持有进有退、聚焦主业的代表。**自首批纳入“两类公司”试点范围后，中粮集团陆续收购了华孚集团和中纺集团，以及 Nobel 和 Nidera 等国际粮商；通过公开拍卖和在北京产权交易所挂牌出售等方式，陆续退出了木材、利海船、君顶酒庄、巧克力、方便面和羊绒等协同性较差或严重亏损的业务。这一系列股权运作强化了中粮在粮、油、糖、棉的主业布局，主业投资额占比从 2016 年的 40% 提升至 76%，实现了“中粮首先姓粮”的方针，也带来了 2017 年利润总额同比增长 80% 的历史最佳业绩。

表 10：中粮集团的改革实践

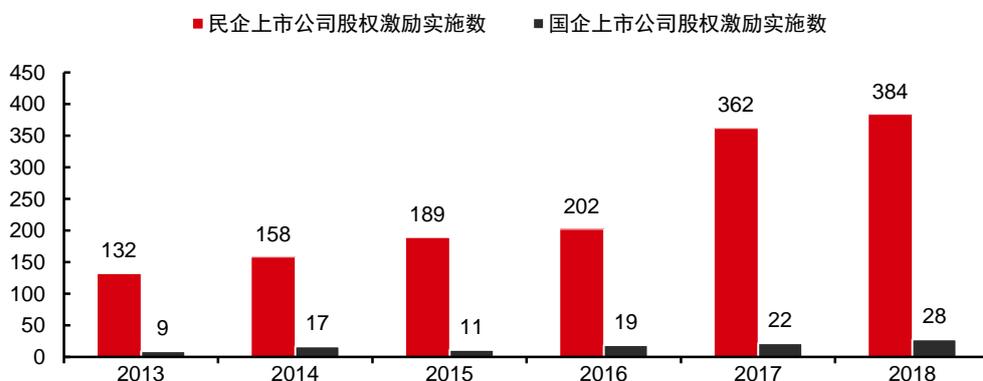
“进”	强化主业布局	为整合国家粮油行业资源，形成全产业链布局，陆续收购了华孚集团（糖肉储备、食品加工物流和销售）和中纺集团（棉毛纺织、粮油仓储贸易），强化了粮、油、糖、棉的主业布局
	国际化布局	全资收购 Nobel（新加坡粮商）和 Nidera（荷兰粮商）
	退出协同性较差的业务	陆续退出了木材和海运等业务
	处置亏损业务	陆续退出了君顶酒庄、巧克力、方便面和羊绒等多个亏损业务
“管资本”	优化总部构架	形成“小总部，大产业”格局，总部职能部门从 13 个压缩到 7 个，人员从 610 人调整至 240 人
	放权旗下公司	集团总部将用人权、资产配置权、生产和研发创新权、考核评价权及薪酬分配权等五大类关键权力下放给 18 家专业化公司，不干预日常经营
	完善监督体系	集团总部设立专门的一级职能部门“审计与法律风控部”，由集团董事长直接分管。对旗下公司的监督机制包括外派专职董事和监事，对国有资本进行监管，风险预警跟踪以及科学评估，以行业 75 分位为主要依据确定各专业化公司的预算指标，进行刚性考核

资料来源：中粮集团官网，中信证券研究部

### 未来或落实“两类公司”股权激励审批权，国有上市公司的股权激励有望增多

“两类公司”对子公司股权激励的审批权有明确的制度依据，未来审批权或得到落实，国有上市公司的股权激励有望增多。2017 年《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》指出，“将中央企业子企业股权激励方案的审批权限，下放给企业集团”。受制于严格的审批流程，目前国有上市公司股权激励实施数量远低于民企。

图 10：2013-18 年国企和民企上市公司股权激励实施数量对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

除股权激励审批权有望下放外，133号文中单一员工1%以及全部员工总量30%的上限也有望突破。在2018年12月27日举行的第九届上海国资高峰论坛上，国务院国资委改革办副局长季晓刚表示“上市公司的股权激励，我们正在修改，希望把它上限打开，原来的激励有限。”股权激励上限的提高有望进一步增强股权激励的效果。

表 11：133 号文中国有控股上市公司股权激励的限制

内容	具体规定
对象限制	仅包括央企三级子企业、省级二级及以下国企；局限于“核心岗位员工持股”，并且需要根据岗位绩效动态调整
比例限制	员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%；单一员工持股比例原则上不高于总股本的1%；实施员工持股后，应保证国有股东控股地位，其持股比例不得低于总股本的34%
流转限制	实施员工持股，应设定不少于36个月的锁定期

资料来源：《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》，中信证券研究部

## 未来或完善“两类公司”的公司治理，落实董事会选聘经理层的自主权

扩大企业经营自主权是国企改革的关键，而人事权是自主权的核心。从2016年国资委公布的“十项改革试点”来看，与董事会和人事权相关的共有三条，可见其重要性。2018年《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》也指出，“国有资本投资、运营公司设立董事会，根据授权，负责经理层选聘、业绩考核、薪酬管理，向所持股企业派出董事等事项”，理论上赋予了“两类公司”董事会经理层选聘的自主权。

表 12：“十项试点”中董事会和人事权相关条款

相关条款	具体内容
落实董事会职权	国资委将向试点企业董事会授予中长期发展战略规划、高级管理人员选聘、业绩考核、薪酬管理、工资总额备案制管理和重大财务事项管理等6项职权，通过试点有效调动董事会积极性，促进董事会作用的发挥
市场化选聘经营管理者试点	落实董事会在经理层选聘、业绩考核、薪酬分配等方面的职权；界定国资监管机构、企业董事会、企业党组织在经营管理者选聘和管理工作中的职责等
推行职业经理人制度试点	在市场化选聘经营管理者试点的基础上，探索推进职业经理人制度

资料来源：新华社

经理层的选聘应发挥董事会职能，可赋予董事会提名权。近年来央企的经理层任命流程已得到一定规范，如2018年1月国资委发布的《11家央企80位领导人职务变动》中，就将经理层由“任命”改称“提名”，由国资委提名后交由公司董事会表决。但提名通常为等额，董事投出反对票也面临很大压力，流于形式。参考新加坡的经验，由董事会负责提名，再交由国资委审批任命是更合理的设计。当然，经理层任命方式上的改革在“两类公司”本身推行在短期内是不现实的，应主要在“两类公司”子公司层面推行。

在选聘范围上，可进一步鼓励市场化公开选聘和职业经理人制度。当然，内部提名和公开选聘孰优孰劣不能一概而论，内部提名有助于缩短磨合时间，保持经营思路的一致性。将选择权交由董事会是更合理的制度安排。

## ■ 投资聚焦

未来“两类公司”改革试点或进一步深化，相关标的值得关注。近期新纳入“两类公司”试点范围的 11 家央企，未来或加快业务整合步伐，聚焦主业，激发活力。以下我们汇总了第三批列入“两类公司”试点的 11 家央企旗下的上市公司。

表 13：第三批两类公司旗下的 A 股和 H 股上市公司

两类公司	旗下上市公司
航空工业集团	飞亚达 (000026)、中航善达 (000043)、深天马 A (000050)、中航飞机 (000768)、中航机电 (002013)、中航三鑫 (002163)、成飞集成 (002190)、天虹股份 (002419)、中航电测 (300114)、中直股份 (600038)、洪都航空 (600316)、中航电子 (600372)、贵航股份 (600523)、中航资本 (600705)、中航沈飞 (600760)、中航重机 (600765)、中航高科 (600862)、宝胜股份 (600973)、中航科工 (02357.HK)、中航国际控股 (00161.HK)、中国航空工业国际 (00232.HK)、幸福控股 (00260.HK)、耐世特 (01316.HK)
国家电投	上海电力 (600021)、中电远达 (600292)、吉电股份 (000875)、东方能源 (000958)、露天煤业 (002128)、中国电力 (02380.HK)、中国电力新能源 (00735.HK)
国机集团	苏美达 (6000710)、一拖股份 (601038)、林海股份 (600099)、国机汽车 (600335)、国机通用 (600444)、轴研科技 (002046)、中工国际 (002051)、蓝科高新 (601798)、中国机械工程 (01829.HK)
中旅集团	中国国旅 (601888)、香港中旅 (00308.HK)
中国远洋海运	中远海发 (601866, 02866.HK)、中远海能 (600026, 01138.HK)、中远海科 (002401)、中远海控 (601919)、中远海特 (600428)、中集集团 (000039)、中远海运港口 (01199.HK)
通用技术集团	中国医药 (600056)、中国汽研 (601965)、环球医疗 (02666.HK)
华润集团	华润电力 (00836.HK)、华润置地 (01109.HK)、华润水泥 (01313.HK)、华润燃气 (01193.HK)、华润医药 (03320.HK)、华润啤酒 (00291.HK)、华润医疗 (01515.HK)
中国建材	洛阳玻璃 (600876, 01108.HK)、中国巨石 (600176)、瑞泰科技 (002066)、北新建材 (000786)、国检集团 (603060)、凯胜科技 (600552)、中材国际 (600970)、天山股份 (000877)、国统股份 (002205)、中材节能 (603126)、中材科技 (002080)、宁夏建材 (600449)、祁连山 (600720)、中国建材 (03323.HK)
新兴际华集团	新兴铸管 (000778)、际华集团 (601718)
中广核	中广核技 (000881)、中广核电力 (01816.HK)、中广核矿业 (01164.HK)、中广核美亚 (01811.HK)
南光集团	无

资料来源：各央企网站，中信证券研究部

## ■ 风险因素

政策力度与执行不达预期风险，经济下行风险。

## ■ 相关研究

高质量发展系列报告之七一弥补赤字猜想：压减行政支出与提升国企利润上缴

(2019-01-07)

高质量发展系列报告之六一减税组合拳探讨：论企业所得税提升门槛的减税空间

(2018-12-03)

高质量发展系列报告之五一2019 年基建投资展望：预计反弹，力补短板 (2018-11-29)

高质量发展系列报告之四一资本市场如何高质量发展？短期质押排雷与中长期制度改革

- (2018-10-25)
- 高质量发展系列报告之三—增值税并档降率，助力高质量发展 (2018-10-22)
- 乡村振兴系列重大事项点评—规划文件即印发，乡村振兴号角响 (2018-09-27)
- 高质量发展系列报告之二：重大事项点评—深改委会议抓改革落实，高质量发展为根本要求 (2018-09-25)
- 高质量发展系列报告之一—高质量发展下的稳增长和稳投资 (2018-09-25)
- 政策研究专题报告—社保划归税务的宏观和行业影响分析 (2018-09-07)
- “国产化”系列报告之二—ICT 大国的自主可控政策 (2018-08-23)
- 乡村振兴系列重大事项点评—首支乡村振兴专项债发行，下半年基建投资发力在望 (2018-08-22)
- 国企改革重大事项点评—双百行动聚焦五大突破，员工持股有望加速进行 (2018-08-18)
- 国企改革系列报告之四—双百行动加速国改进程，两大标准筛选可能标的 (2018-08-15)
- 国企改革系列重大事项点评—两类公司试点有望边际提速，仍需静候实施细则 (2018-08-02)
- 政策研究重大事项点评—外部生变，稳字当头 (2018-07-31)
- 区域政策系列重大事项点评—交通部加快落实海南省改革开放举措，率先利好基建与旅游 (2018-07-27)
- 国企改革系列重大事项点评—领导小组走马上任，四方面有望加速推进 (2018-07-27)
- 国企改革系列重大事项点评—三角度寻觅下半年混改亮点，两步走有望破解一股独大 (2018-07-24)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。