

混改的前世今生与历史复盘

国企改革主题投资系列之二

张馨元 执业证书编号：S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

钱海 执业证书编号：S0570518060002
研究员 021-28972096
qianhai@htsc.com

藕文 执业证书编号：S0570517080001
研究员 021-28972082
ouwen@htsc.com

陈莉敏 执业证书编号：S0570517070003
研究员 021-28972089
chenlimin@htsc.com

胡健
联系人 hujian013575@htsc.com

相关研究

- 1 《策略：为何当前需要重点关注混改主题？》2019.04
- 2 《策略：科创板估值手册》2019.03
- 3 《策略：四月决断，回归基本面》2019.03

导读：复盘四大行与中国联通混改历史，推演未来混改方向

国企混改并不是新生事物，早在 2003 年国有行陷入经营困境的时候，四大行先后经历财务重组和引入战略投资者，最终帮助国有行走出了困境。从最近的案例来讲，2017 年中国联通的混改方案是市场关注度较高的例子，联通先后引入 BATJ 作为战略投资者，之后联通经营效率有明显的提升。我们认为在当前一方面有成功的案例借鉴，另一方面政策层面正在大力推进，因此混改主题值得持续跟踪和关注。建议关注两条主线：1) 集团引入战略投资者预期：中国船舶、中国核建等；2) 优质的上市平台后续的资产注入预期：中兵红箭、华东电脑、四创电子、文山电力等。

2004-2005 国有行混改、2017 中国联通混改的历史借鉴

股份制改革按照“重组-引资-上市”的三部曲依次推开，2004 年 1 月 6 日到 2005 年 4 月，中行、建行、工行三家大行就已经先后完成了股份制改造和财务重组。到 2005 年底，整个国有银行的不良贷款比率历史性地由两位数下降到个位数，至 2006 年，资本充足率均达到 10% 以上的稳健水平。2017 年 8 月 21 日，中国联通混改方案终于尘埃落地，同时引入 BATJ 作为战略投资者。2018 年可以说是中国联通的混改元年，通过积极推进混改，中国联通效益明显提升，并且用户数的占比 2018 年也有明显的提升。因此，我们认为，混改给联通带来的经营效率的提升是全方面的。

国企改革的逻辑和投资路线梳理

从广义的角度来看，国企的混改可以分为三大领域，即产能过剩领域、竞争性领域以及垄断领域，其背后所要解决的问题和困境各不相同，解决方法也不尽相同。联通混改方案中有两大看点：一是引进了“具有协同效应和领先优势的战略投资者”，而其中相关定语的表达意味着混改对于战略投资者的要求非常高；二是引入员工持股计划，“拟建立员工与企业利益共享、风险共担的市场化机制”，而我们认为利益共享机制的核心在于薪酬体制尤其是高管薪酬制度的改革。

混合所有制改革未来需要如何推进？

我们从 2003 年开始的四大行混改、2017 年的联通混改、2019 年“南船”的资产注入案例得出，当国企面临经营困境时混改推进的动力较足。我们预计未来混改的可能方向是：(1) 混改需要“智能+”，随着 5G 时代到来“互联网+”进一步升级为“智能+”，即在传统的国企占比高的行业混改中，引入“智能+”领军企业作为战略投资者，通过帮助行业“智能+”实现协同效应。(2) 需要进一步推动各个行业尤其是竞争性领域的混改，提高非国有经济的占比，逐步形成一个市场化的薪酬定价体系。(3) 率先推动新经济占主导的行业国企的混合所有制改革。

关注资产注入预期和引入战略投资者预期两条主线

从选股的角度，对于央企来说，我们认为混改主题标的筛选的思路继续关注两条主线：1) 资产证券化率较高的央企集团，关注后续战略投资者的引入，短期最大看点还是垄断领域央企混改试点，建议关注的标的：中国船舶、中国核建等；2) 资产证券化率较低的央企集团，关注优质的上市平台后续的资产注入预期，如兵工集团、电科集团、南网旗下优质上市平台，建议关注：中兵红箭、华东电脑、四创电子、文山电力等。对于地方国企来说，我们认为继续关注三大领域（即产能过剩领域、竞争性领域、垄断领域）、三个地区（北上广深、东部地区、重庆）。

风险提示：部分垄断领域混改推进进度以及推进的力度不达预期；资产重组、资产注入等资本运作推进速度不达预期；国内宏观经济超预期下行带来国企业绩预期下修风险；海外因素如中美贸易摩擦升级、美债利率上行、海外资产价格波动传导至 A 股带来的系统性风险。

正文目录

引言.....	4
混改不是新生事物：国企混改的历史借鉴.....	5
国有银行引入战略者的背景和历史.....	5
交通银行的股改案例分析.....	5
历史借鉴：股改后国有行经营大幅改善.....	6
中国联通混合所有制改革的历史复盘.....	8
联通混改的历史背景.....	8
联通在 4G 卡位战中明显处于下风.....	8
联通混改前的经营效率持续下滑.....	9
与 BAT 具有战略合作的基础.....	9
联通混改方案终落地.....	10
混改后的联通经营效率显著提升.....	11
通过联通案例看混改如何推进.....	14
“互联网+”的混改模式.....	14
混改具体模式的选择.....	15
战略投资者的选择.....	16
薪酬体制改革的适用范围.....	18
关注资产注入预期和引入战略投资者预期两条主线.....	20

图表目录

图表 1: 2004 年四大行股份制改革三部曲	6
图表 2: 2003 年开始四大行不良贷款比率快速下降 (%)	7
图表 3: 2017 年 6 月国内三大运营商移动通信用户数量比较	8
图表 4: 2017 年 6 月国内三大运营商有线宽带用户数量比较	8
图表 5: 三大通信运营商 ROE 的变化趋势 (%)	9
图表 6: 三大通信运营商资产负债率的变化趋势 (%)	9
图表 7: 国内三大通信运营商平均每个员工创造净利润 (净利润/员工总数) 变化趋势 (万元)	9
图表 8: 2016 年中国联通分别 BAT 签署战略合作协议	10
图表 9: 按照 2017 年 8 月 21 日中国联通混改方案, 测算实施后的股权结构	11
图表 10: 2017 年中国联通 4G 用户数占比为 17%	11
图表 11: 2018 年中国联通 4G 用户数占比达到 19%	11
图表 12: 2018 年中国联通营收小幅增长 (单位: 亿元)	12
图表 13: 2018 年中国联通净利润提升明显 (单位: 亿元)	12
图表 14: 三大运营商近三年资本开支计划情况, 联通 2019 年资本开支逆势增长 (单位: 亿元)	13
图表 15: 国企改革逻辑全梳理	14
图表 16: 国有企业和民营企业数量在各行业的分布梳理 (截至 2019 年 4 月 9 日) ...	16
图表 17: 2017 中国民企 500 强企业数量行业分布情况 (前 20 名)	17
图表 18: 2017 中国民企 500 强企业营收行业分布情况 (前 20 名)	17
图表 19: 全国民企 500 强各省市上榜家数前 10 名	18
图表 20: 全国民企 500 强各省市上榜企业营收总额前 10 名	18
图表 21: 2014-2015 国企和非国企总经理薪酬对比 (单位: 万元)	19
图表 22: 2015 年高管薪酬均值的行业分布	19

引言

我们在国企改革主题投资系列一报告中明确提出：混改是当前必须重视的主题，主要逻辑在于：1) 2019 两会政府工作报告定调“加快”国资改革，表明政策层面已经高度重视国资改革；2) 今年以来南北船重组、国电投资产注入上市公司的案例，意味着国企混改正在切实行动；3) 2018 年提出的“双百行动计划”实行期 2018-2020 年，而 2019 年则是双百计划落地的关键一年。我们认为多个信号表明，2019 年有望成为混改取得重大进展的关键一年。

从历史追溯来看，国企混改并不是新生事物，早在 2003 年国有行陷入经营困境的时候，四大行先后经历财务重组和引入战略投资者，最终帮助国有行走出了困境。从最近的案例来讲，2017 年中国联通的混改方案是市场关注度较高的例子，联通先后引入 BATJ 作为战略投资者，并在混改方案落地后与国内互联网巨头开展一系列的业务合作，使得联通经营效率有明显的提升。

我们认为，在当前混改值得持续跟踪和关注，一方面有成功的案例借鉴，另一方面政策层面正在大力推进。本篇报告，我们通过梳理历史上国企改革成功的案例，并以此为基础，推演未来国企改革可能的突破口和方向，并挖掘相应的主题投资机会。

混改不是新生事物：国企混改的历史借鉴

虽然当前的混改主要是指国有企业引进民营企业，但是如果就引进非国有资本的大概念而言，中国当前主要上市的龙头国企，包括几大国有银行、石油石化系等都在当初上市时期引进过非国有的战略投资者。这些战略投资者当时也是具有“协同效应和领先优势的战略投资者”。那么这些国企在引进了这些战略投资者之后，经营绩效发生了何种变化呢？

国有银行引入战略者的背景和历史

1978年改革开放以来，银行业改革一直都是我国经济金融体系改革的重心。我国的银行体系经历了从中央银行一家独大到国有资本控股占主导地位，再到鼓励银行吸收地方政府资本、工商企业资本和境外投资人资本等发展过程，并在部分领域对民间资本开放。

1978~1994年期间，国家的政策性业务主要由工商银行、农业银行、中国银行和建设银行承担。1993年12月25日，国务院发布《国务院关于金融体制改革的决定》，提出将工农中建四大行改造为国有大型商业银行，并从四大行中分离出政策性业务，按类别组建了专门承担政策性业务的专业银行，即国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行。至此，我国银行体系主要包含了国有大型商业银行、股份制商业银行和政策性银行，我国现代银行业的基本格局初步形成。

1993年后，尽管国有大型银行不再承担政策性银行的任务，但过热的经济和不完善的银行业治理结构仍然导致了银行体系严重的信贷扩张，存在的问题也随之暴露。在2000年四季度以前，国有银行的不良资产比例不断上升，截至2001年9月末，中国四大国有独资商业银行本外币贷款折合人民币总额为6.8万亿元，其中不良贷款为1.8万亿元，占全部贷款总额的26.62%，实际已经形成的损失约占全部贷款的7%左右。但是，如果加上四大国有商业银行划转给四家资产管理公司的1.3万亿不良贷款，四大国有银行的不良贷款率约为45%，酝酿了巨大的金融风险。

2002年2月，为解决国有银行长期积累的诸多问题，中央在京召开第二次全国金融工作会议，提出“必须把银行办成现代金融企业，推进国有独资商业银行的综合改革是整个金融改革的重点”；“具备条件的国有独资商业银行可改组为国家控股的股份制商业银行，条件成熟的可以上市”。此后，大型银行按照降低不良资产并实行审慎原则的会计制度，实行股份制和公开上市的“三步走”战略，逐步推进改革步伐。

2003年以后，中央先后对五大国有独资银行注资并改组成立股份有限公司，2004年开始，国有商业银行开展了引进战略投资者的工作，标志着我国银行业对外开放的改革工作全面开展。其中交通银行与汇丰银行正式签署战略合作协议；建设银行分别引进美国银行、淡马锡旗下的全资子公司——亚洲金融控股私人有限公司入股；中国银行则与苏格兰皇家银行、淡马锡集团、瑞银集团、亚洲开发银行和全国社保基金等机构分别签署战略投资协议，其中苏格兰皇家银行将其购买的一半股权卖给了高盛集团和李嘉诚私人基金；工商银行与高盛投资团签署了战略投资与合作协议；作为四大国有银行的最后一名“登陆者”，农业银行股份公司成立之后，根据当时国内外资本市场的情况，没有延续前期经验引进境外战略投资者，只引进了几家财务投资者。同期，外资银行在中国开始积极布局，从设立代表处升级为设立分行和法人行，业务经营范围也不断扩大，我国银行业对外资全面开放的局面基本形成。

交通银行的股改案例分析

交通银行深化股份制改革整体方案早前已经国务院批准。根据方案，交行股改基本设定为“财务重组—引进外资—公开上市”的“三部曲”。

图1：2004 年四大行股份制改革三部曲



资料来源：南方财富网，华泰证券研究所

(1) 第一步，财务重组完成

2004 年 6 月 30 日，交行财务重组完成。财政部和中央汇金公司分别注资 50 亿元和 30 亿元；社保基金理事会投资 100 亿元；老股东增资 11.36 亿元，同时发行 120 亿元次级定期债务，并以账面价值 50% 的价格向信达资产管理公司出售了 414 亿元可疑类贷款。财务重组完成后，交行不良贷款余额为 198 亿元，不良贷款占比为 3.43%，拨备覆盖率 72.77%；按国际会计准则，核心资本重组率为 5.89%，资本充足率 8.82%。此次引进汇丰作为国际战略投资者后，按照国家会计准则计算，交行核心资本重组率将达 8.43%，资本充足率将达 11.62%。

(2) 第二步：引入战略投资者

汇丰入股交行成为外资银行入股中国内地银行最大宗单项投资。2004 年 8 月 6 日，汇丰控股有限公司的全属附属机构香港上海汇丰银行有限公司投资现金 144.61 亿元人民币(按当时汇率约合 17.47 亿美元)，入股交通银行，成为仅次于财政部的交行第二大股东。由于汇丰银行入股比例为 19.9%，接近中国银监会规定的“单个外资机构入股的比例 20%”的上限，因此，这一交易成为迄今为止国际著名金融机构入股中国商业银行的最大宗交易。

关于业务合作的问题。汇丰银行在签约时表示，该项交易尚待达成若干条件，并待取得所需的监管机构批准后方能做实。在交易条款下，汇丰还与交行另订多项协议，向交行提供协助与服务，并与交行在内地信用卡业务上进行策略性合作。当时的汇丰控股有限公司集团主席鹿约翰爵士表示“交通银行已经有信用卡业务，协议签署后信用卡合资合作业务的开展需经中国监管部门的批准，但协议的签署为我们提供了一个机会，发展有共同品牌的信用卡。信用卡上，既有交通银行的标志，也有汇丰银行的标志。”

当时的交通银行行长张建国也表示，成为交行第二大股东后，汇丰将在产品开发、风险控制和 IT 建设上帮助交行尽快向国际一流银行靠近。“尤其是在银行的个人业务、公司业务和国际业务方面，两家银行将加强合作。”

(3) 第三步：公开上市

2005 年 6 月，交行在香港发行 58.56 亿股 H 股，占发行后总股本的 13%，在港交所正式上市。2007 年 5 月 5 日，交通银行在上海证券交易所挂牌交易，成为第 10 家 A 股上市银行，作为国内第五大商业银行，交行 A 股发行后总股本为 489.94 亿股，此次共发行 31.9 亿股 A 股，发行价格为 7.90 元，占发行后总股本的 6.51%。

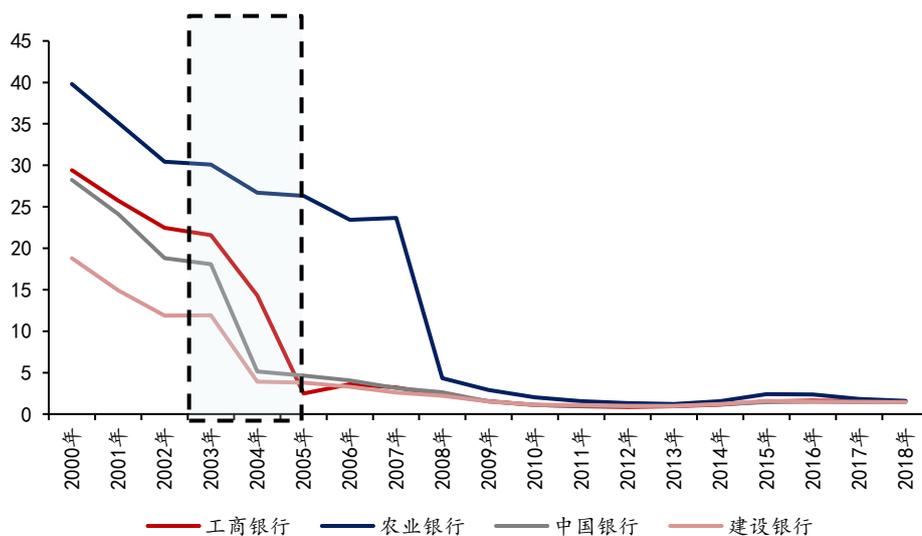
历史借鉴：股改后国有行经营大幅改善

在经历 98 年的金融危机后，四大国有商业银行被国际同行视为技术上已经破产、随时可能爆发危机。2003 年，国际权威评级机构标准普尔发布报告称，包括四大国有商业银行在内的中国 12 家商业银行的信用状况全部被评为投机级(即 BBB-级以下)；而 2011 年，英国《银行家》杂志最新公布的全球 1000 家最大银行排序显示，工、建两行分列全球净

利润排行榜冠、亚军，并与中行、农行全部进入核心资本排名前十位。而后开启的国有银行股改，对于旧体制下积弊良多的中国银行业，国有大型银行股改上市的成功无异于凤凰涅槃。

股份制改革按照“重组-引资-上市”的三部曲依次推开。国家希望通过大规模财务重组，从根本上改变国有商业银行传统的产权与经营机制，健全公司治理，强化市场约束，推动银行的持续改革。改革的速度可以说是雷厉风行，随后2004年1月6日到2005年4月，中行、建行、工行三家大行就已经先后完成了股份制改造和财务重组。对于银行来说，不良贷款比率是关系经营风险的核心指标，到2005年底，整个国有银行的不佳贷款比率历史性地由两位数下降到个位数，至2006年，资本充足率均达到10%以上的稳健水平。

图表2：2003年开始四大行不良贷款比率快速下降（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

四大国有银行先后上市，股改取得圆满成功。2006年6月1日，中行H股先于香港联交所正式挂牌，一个月后即迅速回归A股；而工行同年秋季实现了A+H股同步上市。此间，交通银行进一步深化了其原有的股份制改革，并先于工行在香港上市，后又于2007年7月回归A股，成为我国第五大国有控股银行。而在2008年全球金融危机爆发的背景下，农行义无反顾地启动了股改，并于2010年完成A+H股同步发行、先后上市。到此，国有行的股份制改革取得圆满成功。

中国联通混合所有制改革的历史复盘

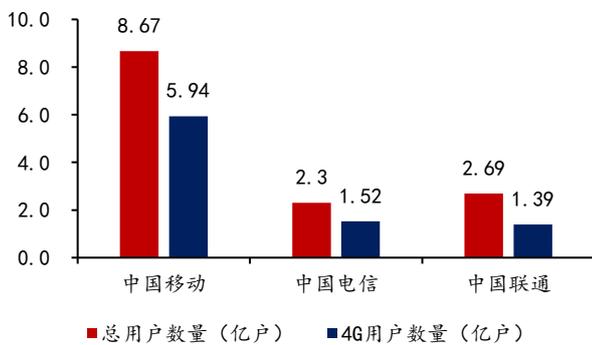
联通混改的历史背景

联通在 4G 卡位战中明显处于下风

联通在 3G 时代曾经取得很大优势，但使得在 4G 机遇面前的犹豫不决。3G 时代联通获得了 WCDMA 制式牌照，而移动则拿到了尚不成熟且全球独家运营的 TD-SCDMA，无论在技术成熟度还是产业链成熟度上都远远落后。因此，当 2013 年底中国向三大运营商发放 4G TDD 牌照时，移动全力转向 4G 商用，而联通却等待着 4G 的 FDD 牌照，最终在卡位战中处于下风，在 4G 时代远远落后移动。2015 年和 2016 年联通大规模建设 4G 基站，也已经无法挽回颓势。财务资料显示，联通 2015 年全年资本开支高达 1339 亿元，远远超过此前 1000 亿元的规划。2016 年资本开支为 721 亿元，2017 年为 450 亿元，同比下降 38%。

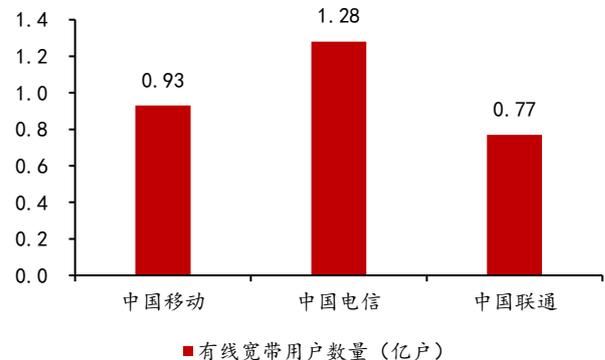
混改方案公布前，联通与另外两大运营商相比，用户数已经远远落后。2017 年 8 月 16 日，中国联通董事长王晓初在中期业绩发布会上公布混改方案，宣布将引入包括腾讯、百度、京东、阿里巴巴在内的多位战略投资者，认购中国联通 A 股股份。而在此之前，在用户数量方面，联通也已经远远落后移动和电信。根据三大运营商的运营数据，在移动通信业务方面，中国电信 2017 年 6 月份移动用户累计达 2.30 亿户，4G 用户累计数达 1.52 亿户；中国移动用户总数达 8.67 亿户，4G 用户总数达 5.94 亿户；中国联通用户累计 2.69 亿户，4G 用户累计 1.39 亿户。非常明显的是，在 4G 用户规模上，中国联通落后于中国移动和中国电信，尤其中国移动，其 4G 用户已经达到中国联通的 4 倍还多。

图表3：2017年6月国内三大运营商移动通信用户数量比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2017年6月国内三大运营商有线宽带用户数量比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

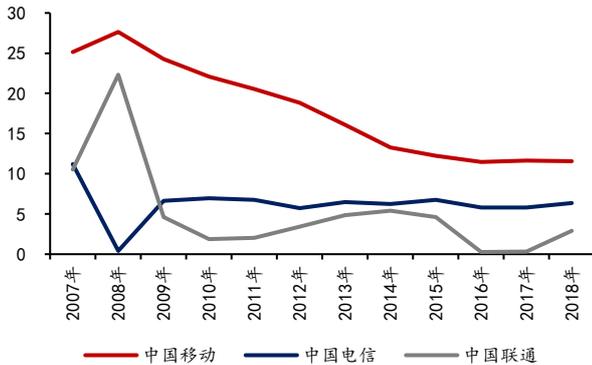
此外，在有线宽带用户数量方面联通依然落后。根据 2017 上半年三大运营商的运营数据，中国电信有限宽带用户累计 1.28 亿户，光纤宽带用户则达到约 1.17 亿万户；中国移动有线宽带用户总数达 9304.1 万户；中国联通累计宽带用户数到达数 7692.1 万户。因此，宽带领域联通依然落后。

总结来看，中国联通在国内三大运营商的业务比较中处于很大劣势。在移动通信领域，落后于移动、电信，并且远远落后于移动；而在宽带领域，同样落后于电信和移动，并且跟电信有较大差距。因此，在当前从 4G 迈向 5G 时代的关键时点，联通寻求变革的需求非常迫切。

联通混改前的经营效率持续下滑

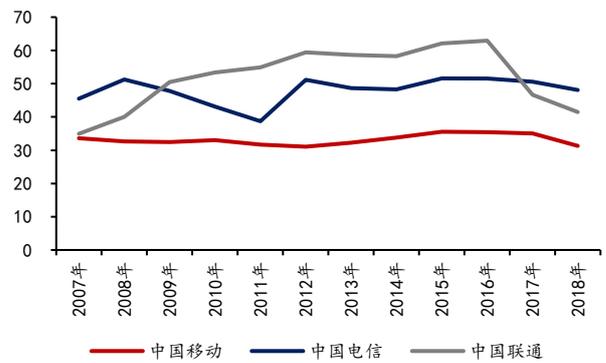
联通在4G卡位时的劣势，最终使得联通的经营效率不断下滑。一方面表现在净资产收益率的持续下滑，另一方面表现在资产负债率的不断上升。从净资产收益率（ROE）角度来看，2010年以来，联通的ROE水平一直处于三大运营商的末尾，但在2015年开始，ROE与其他两大运营商的差距明显拉大。从资产负债率角度来看，联通的资产负债率水平在三大运营商中也是上升最快的。因此，这些指标总体都反映出联通的资产运营效率的低下。

图表5：三大通信运营商ROE的变化趋势（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

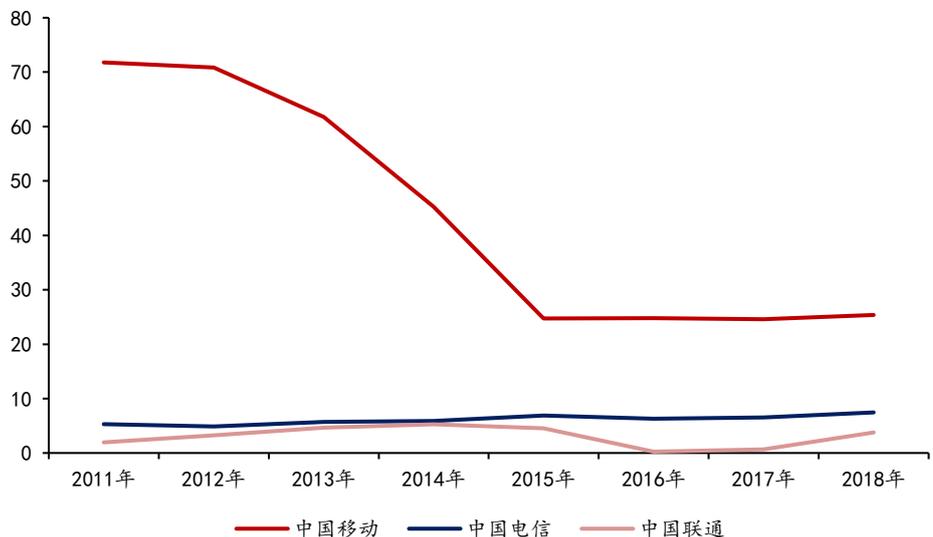
图表6：三大通信运营商资产负债率的变化趋势（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们用平均每个员工所创造的净利润这个指标来反映经营的效率，同样发现：一是联通的经营效率在三大通信运营商中是最低的，二是联通的经营效率在2014年（4G开始普及的时代）开始快速下滑，并且与其他两大运营商差距有所拉大。

图表7：国内三大通信运营商平均每个员工创造净利润（净利润/员工总数）变化趋势（万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

与BAT具有战略合作的基础

2016年9月底，时任发改委副主任刘鹤首提“6+1”混改试点集团，中国联通赫然在列。随后，中国联通采用了一系列改革措施。2016年11月2日，中国联通与百度在青岛签署了战略合作协议，宣布了双方充分发挥各自领域的优势资源，以资源置换、技术互补、成果共享等方式在O2O、移动互联网、人工智能、大数据、通信基础业务等领域开展深度合作；2016年11月12日，中国联通与阿里巴巴在杭州签署战略合作框架协议；而在此前，2016年3月18日，中国联通与腾讯签署战略协议，双方在基础通信服务基础上，将重点在互联网+与创新业务上展开合作。至此，联通与BAT三家互联网巨头全部签约达成合作。

图表8：2016年中国联通分别BAT签署战略合作协议


资料来源：通讯世界网，华泰证券研究所

混改后联通与BAT各种业务合作正在有序开展。与BAT的合作，一方面，使中国联通在互联网时代在自身已有管道+流量基础上，补齐了应用+内容。另一方面，有了更好的线上同盟，补齐了互联网上传播推广这一弱项。以与腾讯合作为例，双方合作推出的“腾讯大王卡”，手机用户在使用微信、QQ、腾讯视频、QQ音乐、腾讯游戏时所耗费的流量全免，还有日租宝流量模式(每天1元的价格订购500MB省内流量，自动续订)。而整体的推广上，在QQ、腾讯视频等腾讯应用是主力。此外，除了业务层面的合作，后续BAT派驻董事、管理者入驻董事会，或将对公司治理产生更深远的影响。

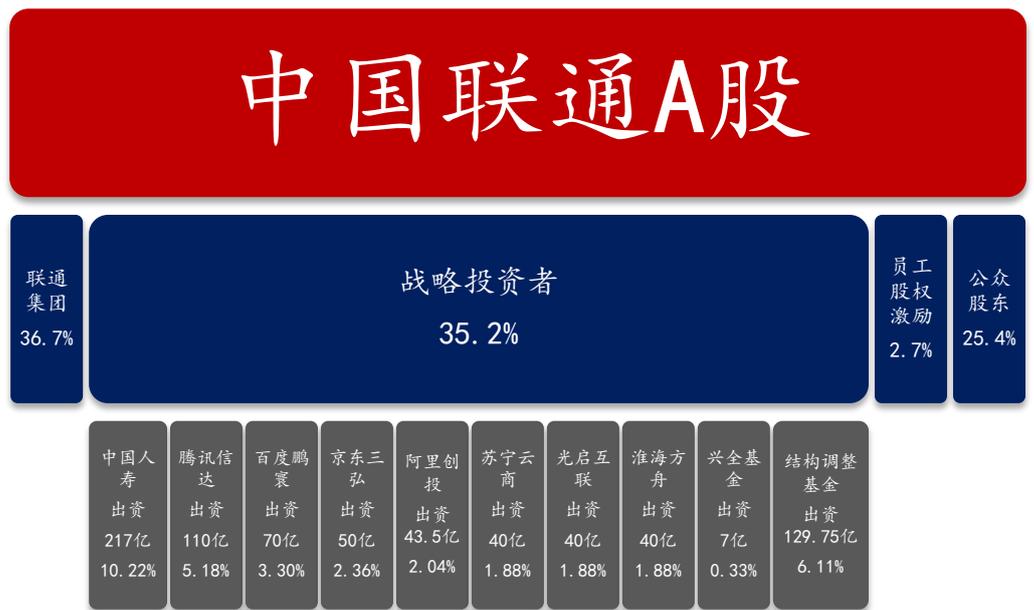
2017年9月25日，中国联通集团宣布旗下联通大数据有限公司正式成立。2018年4月26日中国联通合作伙伴大会暨通信信息终端交易会上，中国联通宣布与腾讯、百度、京东、阿里巴巴等12家企业共同组建“智慧联盟”，在新零售、家庭互联网、消费互联网、产业互联网等多个方面展开全面合作。此次与联通共同组建“智慧联盟”的企业分别为中国人寿、腾讯、百度、京东、阿里巴巴、苏宁、光启科学、滴滴、网宿科技、中车金证、用友、宜通世纪。

联通混改方案终落地

2017年8月21日，中国联通混改方案终于尘埃落地。在其发布的专项公告中称，在本次混改过程中，公司拟向战略投资者非公开发行不超过约90.37亿股股份，募集资金不超过约617.25亿元；由联通集团向结构调整基金协议转让其持有的中国联通约19.00亿股股份，转让价款约129.75亿元；向核心员工首期授予不超过约8.48亿股限制性股票，募集资金不超过约32.13亿元。上述交易对价合计不超过约779.14亿元。

在上述方案交易全部完成后，按照发行上限计算，联通集团合计持有公司约36.67%股份；中国人寿、腾讯信达、百度鹏寰、京东三弘、阿里创投、苏宁云商、光启互联、淮海方舟、兴全基金和结构调整基金将分别持有公司约10.22%、5.18%、3.30%、2.36%、2.04%、1.88%、1.88%、1.88%、0.33%、6.11%股份，上述新引入战略投资者合计持有公司约35.19%股份，联通的股权结构将更加多元化。

图9：按照2017年8月21日中国联通混改方案，测算实施后的股权结构



资料来源：中国联通公告，华泰证券研究所

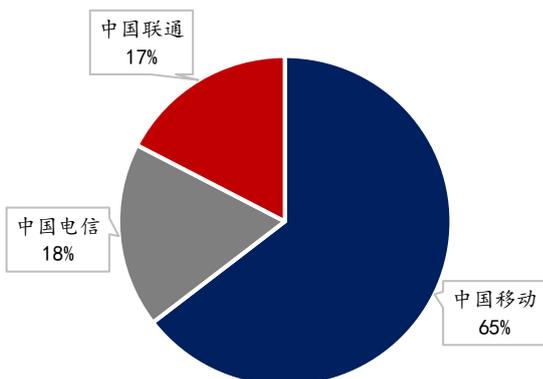
值得一提的是，在方案的股份比例设置上，国有资本的股份占比依然高达 53%（联通集团 36.67%、中国人寿 10.22%、结构调整基金 6.11%）。

最终混改方案实施后，股权结构与 2017 年 8 月 21 日的方案测算结果整体有小幅的调整，根据中国联通 2017 年报披露，最终股权结构为：联通集团持股 37.7%，战略投资者持股 36.2%，而公众股东占比为 26.1%。

混改后的联通经营效率显著提升

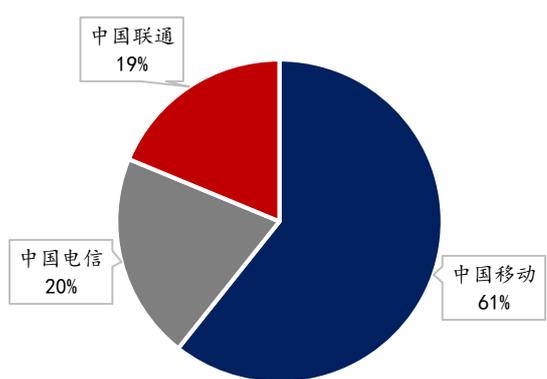
在 2017 年联通的混改方案落地后，2018 年可以说是中国联通的混改元年。通过积极推进混改，中国联通在发展速度、质量和效益明显提升，企业活力明显增强。根据三大运营商经营数据，在经营方面，2018 年，中国联通积极推动移动业务创新经营，在渠道佣金和手机补贴下降的背景下，联通全年总营业收入达到人民币 2909 亿元，同比增长 5.86%，明显超过另外两大运营商（与此相对应的中国移动营收增长-0.67%，中国电信营收增长 2.98%）。在净利润方面，2018 年中国联通实现净利润 93 亿元，同比大增 452%。此外，在用户数方面，2018 年联通 4G 用户净增 4505 万户，总数达到 2.2 亿户，4G 用户市场份额同比提高 2 个百分点，而与此相对应的中国移动的 4G 用户数占比下降 4 个百分点。

图10：2017年中国联通4G用户数占比为17%



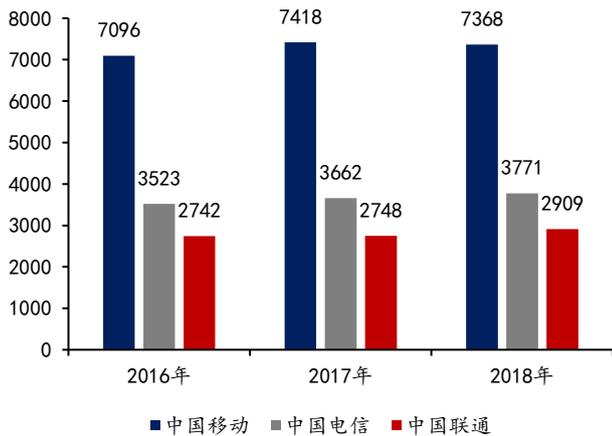
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图11：2018年中国联通4G用户数占比达到19%



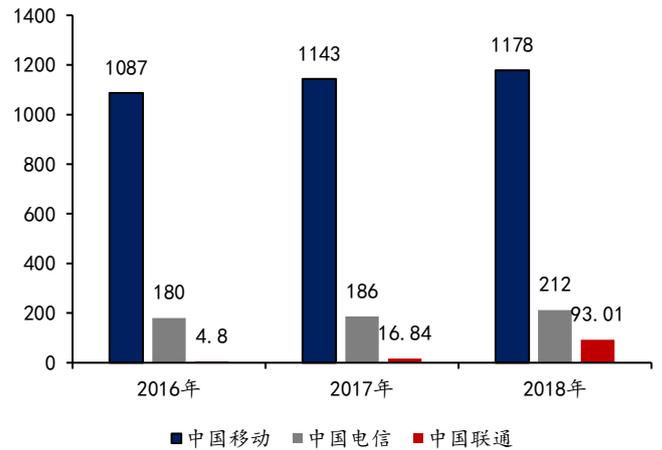
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：2018年中国联通营收小幅增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：2018年中国联通净利润提升明显（单位：亿元）

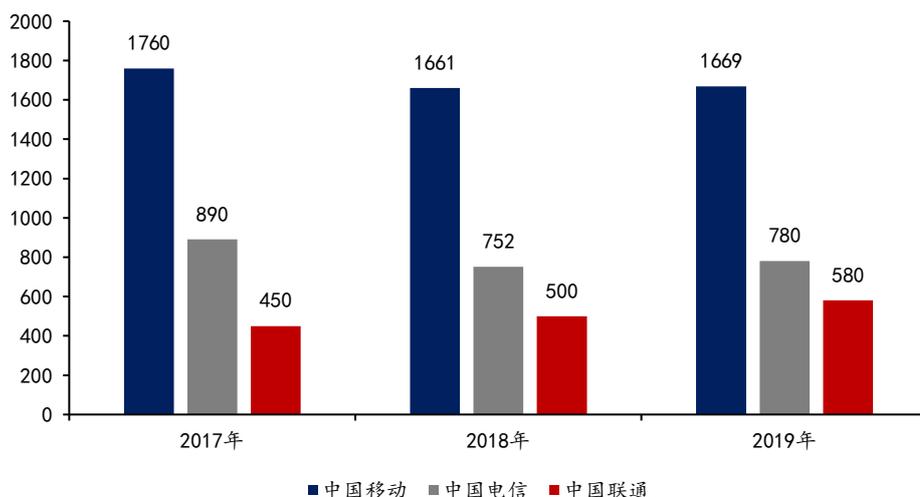


资料来源：Wind，华泰证券研究所

联通积极深化与互联网巨头的合作，拓展将互联网领域发展机会。2018年联通与腾讯、阿里巴巴、百度、京东、滴滴等深化互联网触点合作，精准有效触达新用户。**在内容聚合方面**，引入百度、爱奇艺、腾讯等优质视频内容，增强IPTV与手机视频业务的竞争力。**在产业互联网领域**，聚焦云计算、大数据、物联网及人工智能，与腾讯、百度、阿里巴巴、京东、滴滴等深入推进业务合作。**在云计算领域**，与阿里巴巴、腾讯开展“沃云”公有云产品及混合云产品合作；与阿里巴巴、腾讯、网宿等分别成立云粒智慧、云景文旅、云际智慧等合资公司，深化资本合作，以轻资产模式加快拓展产业互联网领域的发展机会。

5G时代联通主动发力，资本开支触底回升。根据三大运营商公布的年报，三家公司披露2019年的资本开支计划总额约为3029亿元（含5G），同比增长仅为3.98%，但中国联通却逆势加快资本性投入，预计2019年资本开支规模将达到580亿元人民币左右，相比2018年500亿元人民币的资本开支提升16%，超出市场预期，其中：移动网络资本开支规模将达到约267亿元，固网宽带及数据业务资本开支规模将达到约99亿元，基础设施、传输网及其他资本开支规模将达到约214亿元。此外，在5G建设方面，联通预计2019年在5G试验及建设方面的资本开支规模将达到60~80亿元人民币，中国电信5G开支在90亿元左右，我们参考4G周期电信和联通的投资合计占比约50%，测算2019年三大运营商5G资本开支约300~340亿元，而中国联通2019年在5G的开支占比20%-23.5%之间。

图表14：三大运营商近三年资本开支计划情况，联通2019年资本开支逆势增长（单位：亿元）



资料来源：中国移动、中国电信、中国联通年报，华泰证券研究所

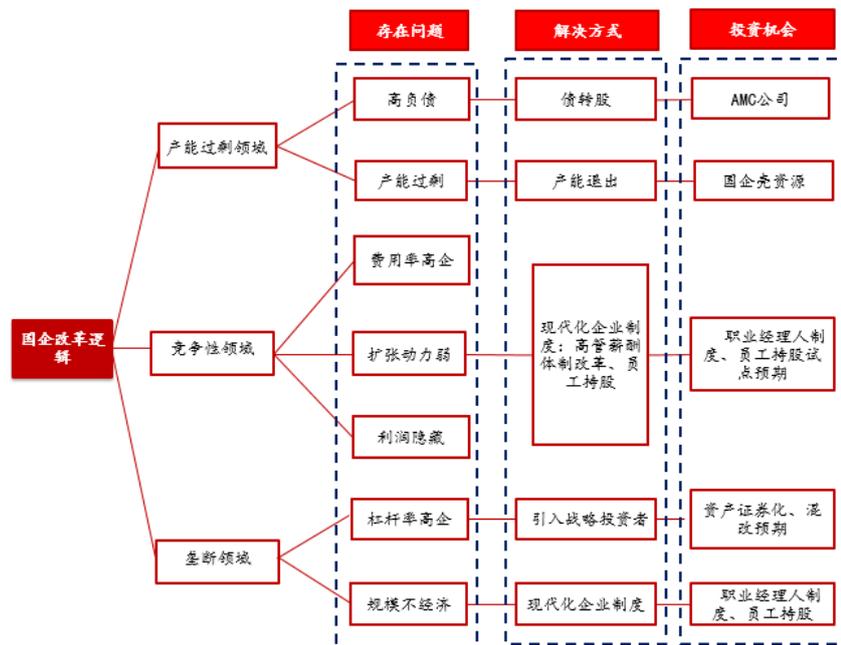
总结来看，2018年是联通混改的元年，中国联通在经营方面指标如营业收入、净利润、ROE等相比于行业有的明显提升，与中国移动、中国电信相比，盈利能力差距有所缩小。并且在用户数方面，随着与互联网巨头的深化合作，用户数的占比2018年也有明显的提升。因此，我们认为，混改给联通带来的经营效率的提升是全方面的。

通过联通案例看混改如何推进

中国联通是目前混改较为彻底的案例。中国联通的混改讨论已久，而2017年市场对中国联通的混改方案市场关注度也非常高，主要原因在于中国联通混改最为彻底，根据此次披露的混改方案，公司把原来的国有控股63.7%降低至36.67%，并引入BATJ作为战略投资者，力度相当大。此外，混改对于中国联通经营的改善效果已经初步显现。虽然最终混改方案在2017年8月才最终落地，但集团混改的推进却一直有条不紊，从2016年10月开始，中国联通先后与百度、腾讯、阿里签订战略合作协议，而通过上文的分析我们知道，混改后联通的经营效率(ROE、用户数占比等)在2017年、2018年有明显的回升。在这样的示范效应下，叠加当前的经济环境下，我们认为提高全要素生产率是关键，因此国企改革在2019年有望加快推进。

从广义的角度来看，国企的混改可以分为三大领域，即产能过剩领域、竞争性领域以及垄断领域，其背后所要解决的问题和困境各不相同，解决方法也不尽相同，因此我们为投资者大致梳理了国企改革的逻辑以及相关的主题投资机会，如下图所示：

图表15：国企改革逻辑全梳理



资料来源：华泰证券研究所

联通混改方案中有两大看点：一是引进了“具有协同效应和领先优势的战略投资者”，《中国联通关于混合所有制改革有关情况的专项公告》指出，中国联通混合所有制改革试点拟通过整体设计，积极引入境内投资者，降低国有股权比例，将部分公司股权释放给其他国有资本和非国有资本，实质性地推进混合所有制改革。”二是引入员工持股计划，“拟建立员工与企业利益共享、风险共担的市场化机制”。

“互联网+”的混改模式

联通混改方案中，第一条引进战略投资者，其中“具有协同效应和领先优势”这一定语，表明了混改对于战略投资者的要求非常之高。而在中国经济中，符合这两大条件的战略投资者，也就主要存在于新兴的“互联网+”行业巨头中了。这是由互联网发展的独特条件决定的。因为互联网革命，它发端于本世纪初，最初开始于美国提出的“信息高速公路”计划，之后，互联网作为一个全新产业，才被发展起来。从互联网始发国美国提出这个战略开始，到现在满打满算，也就20年时光。

“互联网+”的思路促进传统产业提升经营管理效率，促进商业模式升级。“互联网+”代表着一种新的经济形态，在定义上是指依托互联网信息技术实现互联网与传统产业的联合，以优化生产要素、更新业务体系、重构商业模式等途径来完成经济转型和升级。2015年3月5日上午十二届全国人大三次会议上，李克强总理在政府工作报告中首次提出“互联网+”行动计划。李克强在政府工作报告中提出，制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融（ITFIN）健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。“互联网+”计划的目的在于充分发挥互联网的优势，将互联网与传统产业深度融合，以产业升级提升经济生产力，最后实现社会财富的增加。因此，从这个意义上来说，联通案例告诉我们在传统产业中引入新兴互联网战略投资者可能是未来混改的一种模式。

混改具体模式的选择

正如前文所讨论的，混改本质上是国企股权的部分让渡，而目前广泛讨论的混改模式主要有两种：（1）引入战略投资者；（2）股权激励与员工持股，但具体适用范围有所不同。

我们通过对所有A股上市公司按照申万一级行业进行分类统计后发现，在钢铁、交通运输、采掘、国防军工、休闲服务、公用事业、非银金融等领域，**国企比重较高（超过50%），我们认为这些领域有望采用“互联网+”的混改模式，以促进产业链商业模式升级。**对于联通来说，中国联通在行业分类上属于通信领域，但国内三大运营商（移动、电信、联通）本质上属于公共服务性质，而且其行业地位具有很强垄断性质，不太可能采用市场化的混改方案。因此，在这样的条件下，通过“互联网+”改善企业管理，增加协同效应，是一种比较合理的路径。

而在纺织服装、通信、轻工制造、计算机、电子、家电、电力设备、机械、医药等领域，**国企比重较小，我们认为相应的，这些领域有望采用市场化的混改模式，加强市场化的竞争与改善激励机制。**

图表16： 国有企业和民营企业数量在各行业的分布梳理（截至2019年4月9日）

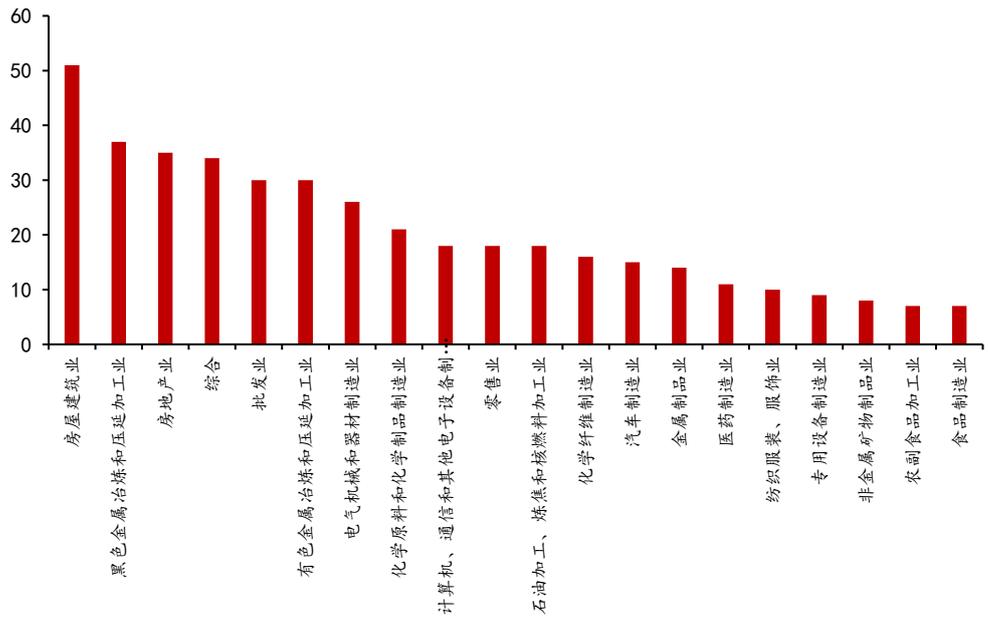
序号	申万一级行业	中央国企 (家)	地方国企 (家)	民企 (家)	公众企业 (家)	集体企业 (家)	外资企业 (家)	其他企业 (家)	国有企业 占比 (%)
1	钢铁	6	16	9				1	68.75
2	交通运输	18	58	34	2			1	67.26
3	采掘	12	25	21	1		1	1	60.66
4	国防军工	30	2	19	1			1	60.38
5	休闲服务	3	17	13				2	57.14
6	公用事业	35	53	57	7	1		3	56.41
7	非银金融	15	20	19	14	1		1	50.00
8	商业贸易	4	44	42	2		4	3	48.48
9	房地产	12	50	53	5	1	6	2	48.06
10	综合	4	13	21	2		3		39.53
11	食品饮料	2	29	46	4	1	7		34.83
12	建筑装饰	21	22	75	6		3		33.86
13	农林牧渔	9	21	57	4	1	1	1	31.91
14	传媒	10	38	93	6		3	1	31.79
15	有色金属	16	20	74	5		1	2	30.51
16	化工	29	58	216	8	3	10	3	26.61
17	建筑材料	9	10	46	3	1	4		26.03
18	汽车	17	24	117	4		9		23.98
19	机械设备	25	41	234	14	2	8	4	20.12
20	银行	4	2		26				18.75
21	家用电器	1	10	44	5	2	2		17.19
22	通信	12	6	76	6	1	4	2	16.82
23	计算机	20	14	145	17		3	4	16.75
24	医药生物	12	37	216	11	2	10	5	16.72
25	电子	18	19	153	13	1	22	3	16.16
26	电气设备	15	13	148	9		6	1	14.58
27	轻工制造	6	11	96	2	1	8		13.71
28	纺织服装	1	8	71	1	1	5		10.34
	合计	366	681	2195	178	19	120	41	29.08

资料来源：Wind，华泰证券研究所

战略投资者的选择

战略投资的选择一方面要看重其与混改对象的本身的协同效应，另一方面也要看其自身的经营实力。众所周知，中国经济在经历十几年的高速发展后，国内涌现出许多优秀的民营企业，诸如阿里、腾讯、百度、京东这类互联网领域巨头，也有像华为、小米这样的科技类优秀企业。通过统计中国民企500强的数据，我们发现在行业分布上，国内优质的民企大多还是分布在传统产业。从入围500强的民企数量分布来看，房屋建筑、黑色冶炼、房地产、综合、批发零售、有色金属等行业位居前列。

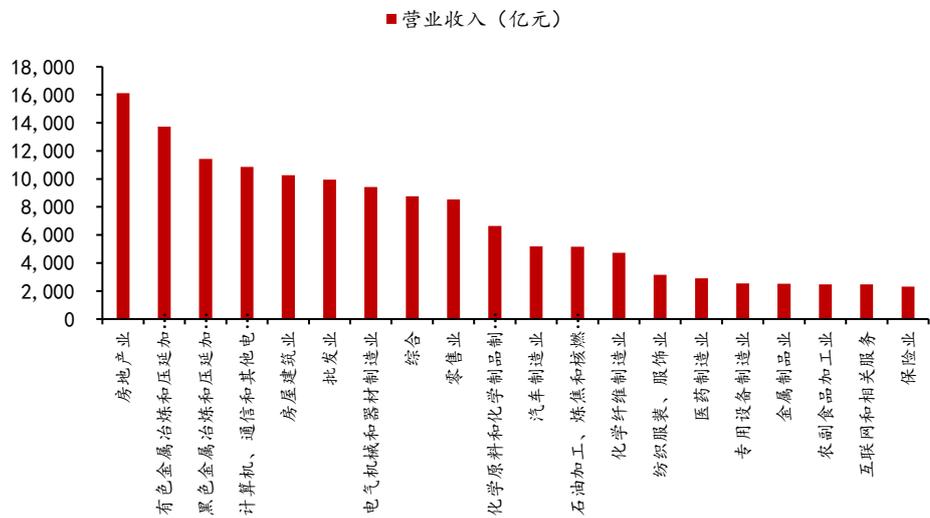
图表17： 2017 中国民企 500 强企业数量行业分布情况（前 20 名）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从入围企业的营收分布来看，房地产、有色金属、褐色金属、计算机通信、房屋建筑、批发业居于前列。

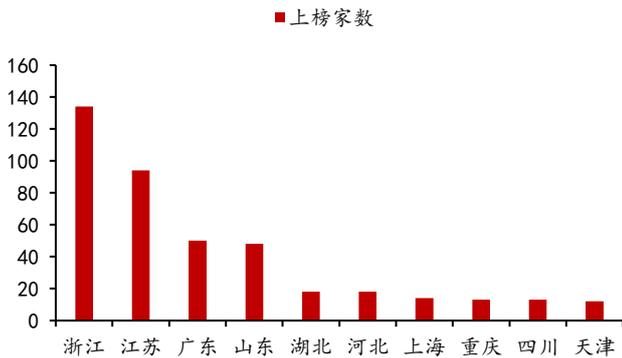
图表18： 2017 中国民企 500 强企业营收行业分布情况（前 20 名）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

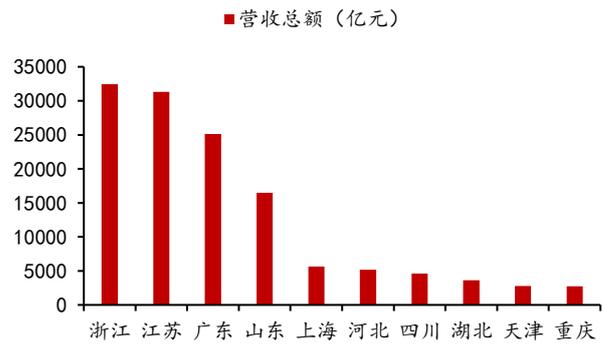
从入围企业的地域分布来看，东部发达地区如浙江、江苏、广东、山东等地的入围企业数量占据较大优势，这些地区市场竞争充分，因此具备比较好的混改条件。

图表19: 全国民企500强各省市上榜家数前10名



资料来源: 中商情报网, 华泰证券研究所

图表20: 全国民企500强各省市上榜企业营收总额前10名



资料来源: 中商情报网, 华泰证券研究所

总结: 哪些领域具备比较好的引入战略投资者的混改条件? 我们认为, 从协同效应的角度, 战略投资者的选择可以有两种情况, 一种是同类企业进行业务或产业链上的合作和协同; 另一种是互联网或科技类企业, 提供智能化技术和商业模式上的合作与协同。因此, 从这个意义上来说, 从行业筛选上, 房地产业、有色金属、黑色金属、房屋建筑、批发零售等领域优秀民企较多, 应当优先关注。而从地域筛选上, 东部发达地区(如浙江、江苏、广东、山东)优秀民企众多, 市场竞争充分, 也应当优先关注。

薪酬体制改革的适用范围

联通混改方案中, 第二条“拟建立员工与企业利益共享、风险共担的市场化机制”, 需要满足一些特定条件。如“拟建立与经济效益和劳动力市场价位相联系的工资总额决定和调节机制, 改革员工考核和激励机制”。这个需要有相应有效的劳动力市场。这就使得那些国企占比高的行业很难进行市场化的薪酬改革, 因为传统国企的工资都是行政定价为主, 市场定价极少。而一个行业如果大量的民营企业都被排除在行业之外, 或者是其中的国企没有形成市场化的流动机制, 那么就很难形成有效的劳动力市场, 也就很难形成真实的“劳动力市场价位”。事实上, 在国企占主导的行业当中, 往往国企员工的薪酬水平甚至要高于在市场竞争中自生自灭的民企, 因此就很难形成有效的薪酬激励改革。

国企限薪规定使得国企的高管的薪酬激励机制一直为人所诟病。早在2002年, 国家开始推行国企高管年薪制, 规定其年薪不得超过职工平均工资的12倍。2009年, 人力资源和社会保障部等六部门联合出台《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》, 对中央企业发出高管“限薪令”。2014年, 新华社新华视点微博上表明, 中共中央政治局会议认为, 要对不合理的偏高、过高收入进行调整。形成中央管理企业负责人与企业职工之间的合理工资收入分配关系, 合理调节不同行业企业负责人之间的薪酬差距, 促进社会公平正义。我们认为这种限薪令直接导致部分行业优秀高管的流失。以银行业为例, 2015年1月1日起, 国有银行董事长、行长、监事长以及其他副职负责人的薪酬, 按照国家关于中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见执行。因而, 2015年国有银行高管薪酬大幅缩水, 进而直接导致银行高管出现离职潮, 国有银行因而面临转型、业务竞争等多方面的压力。

限薪令后国企总经理薪酬已被民企反超。2014-2015年, 国企改革当时尚未大力推进, 具体从民营企业 and 国有企业总经理薪酬整体水平来看, 2014年时国有企业总经理薪酬略高于民营企业, 但由于国有企业2015年总经理薪酬微降或持平, 而民营企业总经理薪酬平均值上涨12.7%, 导致2015年民营企业总经理薪酬反超国有企业, 特别是高分位水平的民企表现尤为突出(2015年90分位的非国企总经理薪酬为143万, 高于90分位国企总经理薪酬的133万)。

图表21： 2014-2015 国企和非国企总经理薪酬对比（单位：万元）

	薪酬低位水平（10分位）	薪酬中位水平（50分位）	薪酬高位水平（90分位）	平均值
国企（2014年）	25	57	133	76
国企（2015年）	24	56	133	73
非国企（2014年）	20	50	126	71
非国企（2015年）	21	53	143	80

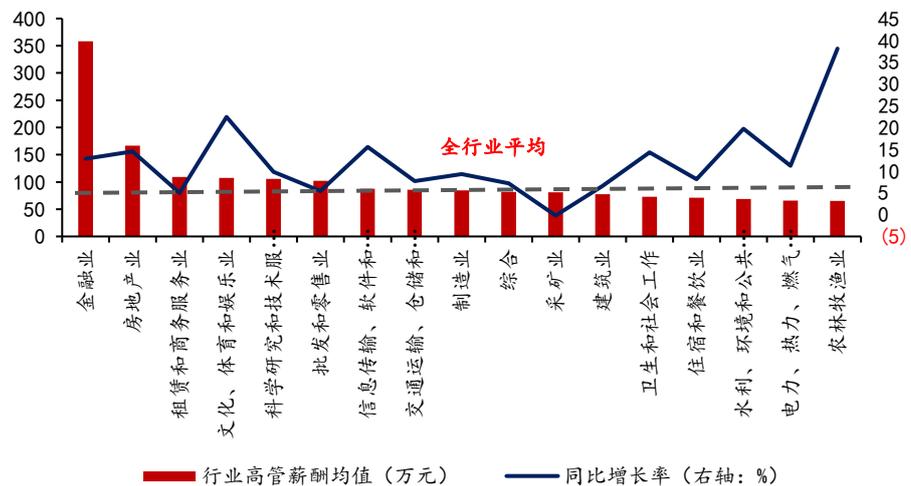
资料来源：中智咨询，华泰证券研究所

根据前文分析的结论，从上市国企在各行业公司总量的占比来看，国企占主导地位(占比超过 50%)的行业有钢铁、交通运输、公共事业、国防军工、餐饮旅游、采掘等 5 个行业；而在纺织服装、通信、轻工制造、计算机、电子、家电、电力设备、机械、医药等行业，国企比重则较小（占比小于 20%）。

通过对这些行业国企和非国企总经理薪酬进行统计，我们发现：

（1）上市国企总经理薪酬有优势的行业，主要有轻工制造、计算机、休闲服务、家用电器，主要特征为国企占比比较小。这些行业非国企总经理平均薪酬不到国企的 80%。值得注意的是这些行业国企的规模普遍要大于非国有企业，所以其薪酬水平也有一定优势，但这些行业不是国有企业的重点行业，国有企业更需要在关系国民经济命脉的基础行业做大做强，提质增效。

（2）上市国企总经理薪酬有劣势的行业，主要有银行、采掘、农林牧渔、房地产等，主要特征为国企占主导地位。2015 年上市国企各行业总经理薪酬水平和非国有企业相比，银行业差距最大，非国资银行平均值 402 万，国资银行 53 万，非国资是国资的 7.6 倍；其次为采掘业，国企平均 43 万，非国企 86 万，非国企是国企的 2 倍；农林牧渔业是 1.86 倍，房地产业为 1.84 倍。银行、房地产这些国企的传统“高薪”行业因为降薪的原因，和非国有企业的总经理薪酬差距继续拉大。

图表22： 2015 年高管薪酬均值的行业分布


资料来源：德勤咨询，华泰证券研究所

总结：在这样的情况下，如何破解混改未来可能面临的难题？我们预计未来混改的可能方向是：（1）混改需要“智能+”，随着 5G 时代到来“互联网+”进一步升级为“智能+”，即在传统的国企占比高的行业混改中，引入“智能+”领军企业作为战略投资者，通过帮助行业“智能+”实现协同效应。（2）需要进一步推动各个行业尤其是竞争性领域的混改，提高非国有经济的占比，逐步形成市场化的薪酬定价体系。（3）率先推动新经济占主导的行业国企的混合所有制改革。

关注资产注入预期和引入战略投资者预期两条主线

国企改革最艰难的部分在于混改，而混改最重要的部分是国企股权的让渡，并引入新的战略投资者，进而对公司进行一系列现代化企业制度改革，包括：职业经理人制度、员工持股、高管股权激励等，核心是要消除公司制度的代理问题，从而激发企业活力，提升效率。

我们从2003年开始的四大行混改、2017年的联通混改，以及最近的“南船”的资产注入案例（见报告《为什么当前需要重点关注混改主题？——国企改革主题投资系列之一》）得出，当国企经营面临困境时混改推进的动力较足，而相反对于一些利润较好的垄断性行业如电力、油气上游等领域混改推进的难度则相对较大。基于这个逻辑，我们认为目前而言军工是混改有望推进较快的领域之一。

从选股的角度，对于央企来说，我们认为混改主题标的筛选的思路主要包括两条主线，具体包括：1) 资产证券化率较高的央企集团，关注后续战略投资者的引入，中短期最大看点还是垄断领域央企混改试点，建议关注的标的：中国船舶、中国核建等；2) 资产证券化率较低的央企集团，关注优质的上市平台后续的资产注入预期，如兵工集团、电科集团、南网集团旗下优质上市平台，建议关注：中兵红箭、华东电脑、四创电子、文山电力等。

对于地方国企来说，结合上文的分析，我们认为应重点关注三大领域（即产能过剩领域、竞争性领域、垄断领域）、三个地区（即国资体量大，民营经济强的地区，如：北上广深、东部地区、重庆）。

风险提示：1) 部分垄断领域混改推进难度大，方案的制定进度以及推进的力度不达预期；2) 资产重组、资产注入等资本运作推进速度不达预期；3) 国内宏观经济超预期下行使得周期属性较强的国企业绩预期下修风险；4) 海外因素如中美贸易摩擦升级、美债利率上行、海外资产价格波动传导至A股带来的系统性风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com