



蘇傑  
高級經濟研究員  
Tel: 28266206  
sujie@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

**聲明：**

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

## 混改去產能重組並進，內地國企改革砥礪前行

近日，隨著中國聯通混合所有制改革（以下簡稱“混改”）方案正式出爐，有關內地國企改革的政策、消息、題材與概念受到內地與香港市場高度關注。混改、去產能以及整合重組作為國企改革的三大主線，勢必將為未來兩地市場發展帶來更多期待。

### 混改樣板極具指標意義

2014年9月，中石化銷售公司引入25家境內外投資者認購其29.99%的股權，打響國企混改第一槍。去年9月內地選定中國聯通、東方航空、南方電網、哈電集團、中核建及中船舶六家試點企業。年底中央經濟工作會議明確混改作為下一步國企改革的突破口。然而，現實推進離國資委提出的“數量上擴大、層級上提升、深度上拓展”目標相距甚遠。以冀望“國民共進”為例，今年以來國有控股上市公司71起股權轉讓案例中，民間資本參與的僅8家，其中2家停止實施，1家未獲通過。

中國聯通混改方案浮出水面對市場極具示範作用。從公佈的內容來看，包括BATJ(百度、阿里巴巴、騰訊、京東)在內的14家戰略投資者合共認購35.2%股份，員工持股2.7%，兩者相加37.9%，已超過聯通集團持股36.7%（現為62.7%）。另外，民營企業占董事會3席，管理層占2席，加起來亦超過國有企業的3席。與當年中石化混改未觸及整個公司層面、國資一股獨大（中石化集團占銷售公司股份70.01%）以及行政化傾向相比，大比例引入社會資本、員工持股加股權激勵的方案無疑更具市場化意義。鑒於有關定價與入股比例力度較大，證監會明示此個案不適用2月定增新規，為其落實開了綠燈。

## 過剩產業去產能持續推進

受聯通混改消息吸引，市場對內地國企改革的關注也蔓延至去產能問題，鋼鐵、煤炭是重點領域，電解鋁與水泥行業可望成為新的焦點。從鋼鐵業來看，今年劃定三條線，即年底化解5000萬噸左右產能的“底線”、徹底取締“地條鋼(以廢鋼鐵為原料，生產中不能有效進行成份和質量控制的鋼及其軋製的鋼材)”的“紅線”和關注市場價格、防止大起大落的“上線”；煤炭行業方面，隨著去產能帶來的產量下降與價格回升，全行業銷售利潤率自2015年底的虧損至今年已可維持10%的增長。大宗商品價格回穩為去產能推進保駕護航，全球主要鋼鐵企業去年底以來呈現盈利回升的一致行情。

相較而言，今年水泥與電解鋁去產能任務更重。前者透過错峰生產、行業自律和經常性停窯控制產量，今年新建產能基本停止；後者則透過龍頭企業帶動去產能，如山東信發關停53.05萬噸產能，中國宏橋擬關閉或取代200萬噸落後鋁產能。

## 兼併重組力求去槓桿

與此同時，鋼鐵、煤炭、重型裝備以及火電等重點領域的兼併重組亦在推進。6月5日，神華集團及國電雙雙停牌，引發市場對煤電聯姻的憧憬。若合併成真，強化煤電風險對衝、營運一體化、產業集中度等協同效應勢必對行業在“一帶一路”落實中的國際競爭力有所幫助。上海、廣東、江西及山東等省市正緊鑼密鼓推進並購重組。另外，7月以來，企業債連續違約的東北特鋼提交重整計劃，廣東、河北亦將處置“殭屍企業”列為重點工作。

據統計，2015年底內地金融、居民、政府(含地方融資平臺)及非金融企業槓桿率分別為21%、40%、57%及156%，其中國企佔比約70%。今年6月國有企業負債94.13萬億元人民幣，同比上升11.4%。8月16日國務院發文鼓勵外資參與國企混改，國有資本投資運營公司配套文件或年底出臺，混改、去產能以及整合重組等國企改革政策、消息值得持續跟蹤。

## 近期報告

- |     |                       |     |       |
|-----|-----------------------|-----|-------|
| 1.  | 印尼次季增長穩定 央行短期無需減息     | 黃思華 | 08.14 |
| 2.  | 二季度香港經濟增長再勝預期         | 蔡永雄 | 08.11 |
| 3.  | 加息週期下，美國國債長息不升之謎      | 蔡永雄 | 08.11 |
| 4.  | 離岸市場在人民幣國際化進程中的功能定位？  | 戴道華 | 08.09 |
| 5.  | 美元弱勢實為調整期的延續          | 卓亮  | 08.04 |
| 6.  | 估值調整疊加政策驅動，內地創板發展來日方長 | 蘇杰  | 08.03 |
| 7.  | 內地M2增速放緩的啓示           | 戴道華 | 07.28 |
| 8.  | 人工智能技術發展對經濟的影響        | 劉雅瑩 | 07.25 |
| 9.  | 加息或適得其反 聯儲局急於縮表主因     | 卓亮  | 07.24 |
| 10. | 二季度內地經濟維持穩健增長         | 蔡永雄 | 07.17 |
| 11. | 聯儲局180度轉身             | 卓亮  | 07.17 |
| 12. | 探討香港經濟復甦步伐偏慢之謎        | 戴道華 | 07.17 |
| 13. | 從“擴表”經驗看縮表影響          | 卓亮  | 07.13 |
| 14. | CEPA新協議支持香港金融業發展      | 應堅  | 07.10 |
| 15. | 粵港澳大灣區《框架協議》透露出的重要信息  | 應堅  | 07.06 |
| 16. | 債券通上綫推動中國資本市場對外聯通     | 鄂志寰 | 07.03 |
| 17. | 回歸 20 年香港資產管理行業的發展    | 戴道華 | 06.30 |
| 18. | 回歸 20 週年，香港經濟實力明顯提升   | 蔡永雄 | 06.22 |
| 19. | 回歸 20 年香港國際投資頭寸的變化    | 戴道華 | 06.22 |
| 20. | 縮表討論難改環球寬鬆格局          | 卓亮  | 06.19 |