

安徽省国企混改研究
-- “三驾马车”推进混改 “提质增效”待释放

华安证券研究所

安徽省地处中部，地理位置连接东西，贯穿南北，是“中部崛起”战略重要的一极，东部产业转移的核心承接带，目前有8个城市入围长三角城市群，省会合肥为长三角副中心。近年来经济活力加速显著，核心经济指标大踏步。在新一轮的国企改革的推动下，安徽经济将借助改革之风加快转型，迎来新的发展机遇。安徽区域内庞大的国有资产成为资本市场关注的焦点。

1 安徽国资规模巨大，改革预期强

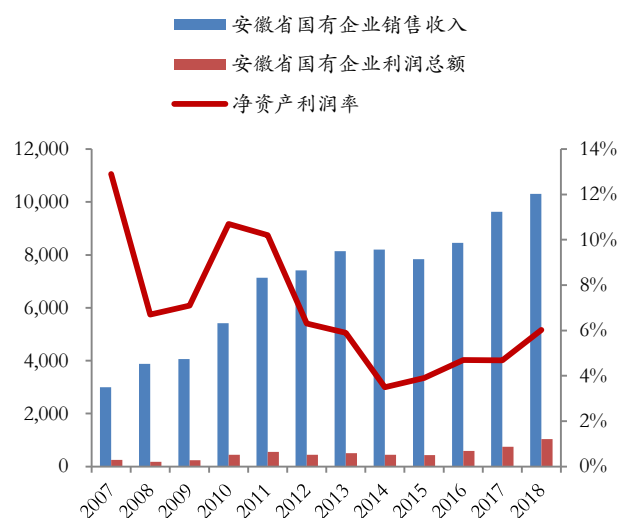
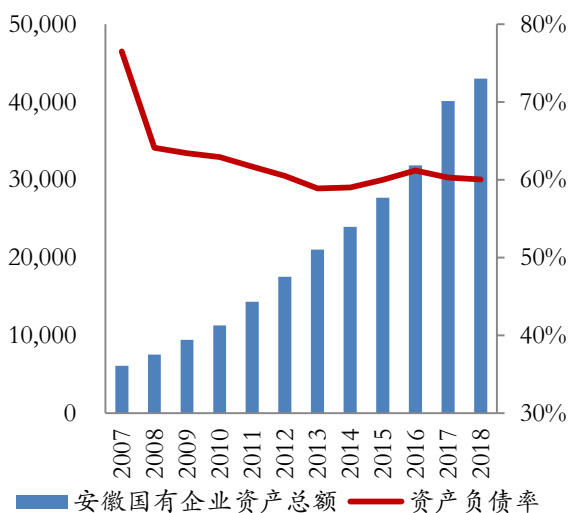
1.1 国资体量巨大，中部地区规模利润排名前列

安徽的国资体量巨大，据安徽国资委透露，截至2018年末，省属企业资产总额15648.6亿元、所有者权益总额6151.7亿元，同比分别增长5.7%、11.4%。截至2018年11月末，与全国省级监管企业相比，省属企业资产总额位居第11位、营业收入位居第8位，利润总额位居第3位；在中部地区，资产总额、营业收入位居第2位（低于山西），利润总额位居第1位。近些年，安徽的经济受益于国家产业转移大战略，经济发展迅速。安徽国有资产保持了较快速度的增长，2007-2018年十二年间，安徽国有企业资产总额从6103亿元增长至42980亿元，增长超过7倍，安徽国有企业销售收入从2996亿元增长至10300亿，增长接近3.5倍。尤其是2011年以后，国有资产量增长迅速，但与资产大幅增长相背离的是，但2011年以后国资销售收入增速缓慢，净资产利润率出现明显下滑。从利润总额来看，2014、2015年已经出现了负增长。

数据一方面体现了安徽国企的发展态势，另一方面，放眼全国，同期全国国有企业资产总额增长了约5.4倍，也体现了国家四万亿投资而导致的“国进民退”的现象。“国进民退”对民营企业造成挤压，而国企改革中的混合所有制改革，则体现了一定的“国退民进”的思想。

图表 1 安徽国有企业资产总额及资产负债率

图表 2 安徽国企销售规模及盈利性情况



资料来源：wind，华安证券研究所

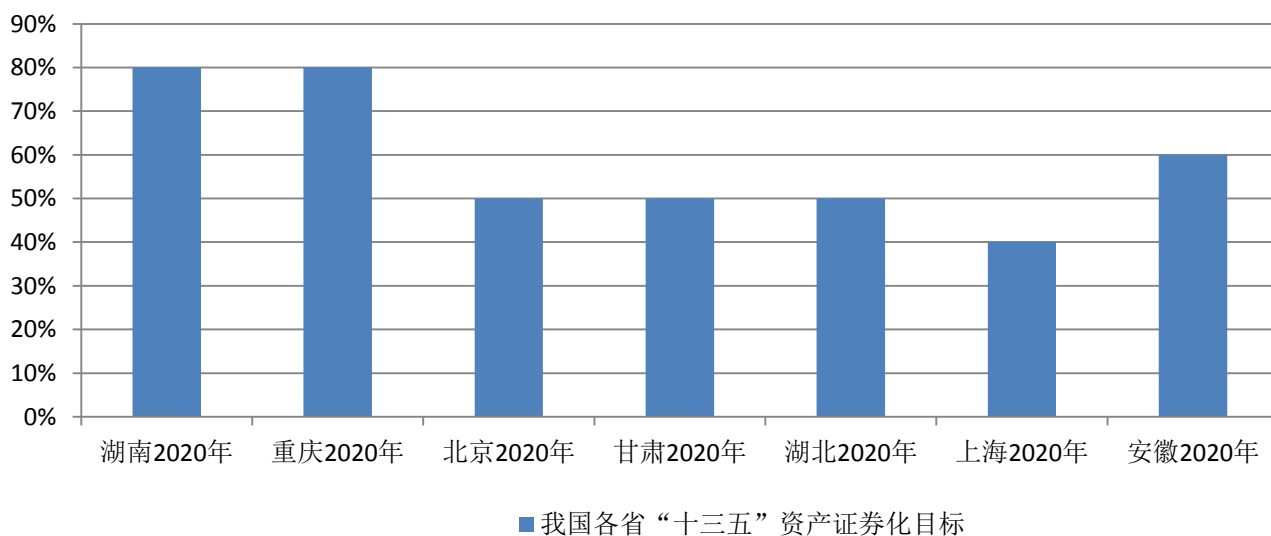
1.2 三大问题孕育改革空间

通过以上分析，我们窥探安徽国资的特点。安徽国企在过去十多年里经历了高速发展，但同时存在一定的问题，这些问题的存在对于国有企业改革来说，提供了一定的空间。

资产证券化率有待提升

2018年安徽省省属企业控股上市公司由18家增至20家，资产证券化率由40%提升至45%。在全国排在中等偏上的位置，但并不高。在安徽省国资委《2014年深化全省国资国企改革的安排意见》就已经开始提出“提升证券化率、推动整体上市”。2016年7月，安徽省发布《关于深化国资国企改革的实施意见》，提出了国企改革的抓手，即要通过整体上市、引入战投和员工持股等路径，使国企改革提速。2018年安徽加快推动国企改革重点项目落实落地，省属企业发展动力活力进一步增强。下一步，安徽将加快实现国资监管从“管企业”向“管资本”的转变。根据各省“十三五”省属国企资产证券化目标安徽省政府的规划，安徽省属国资的资产证券化率在未来五年要从40%提高到60%。

图表 3 我国各省“十三五”省属国企资产证券化目标



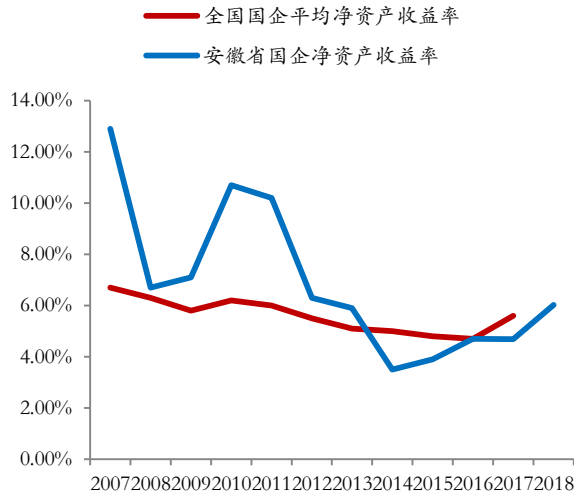
资料来源：Wind，华安证券研究所

产业层次较低，经营压力不断增加

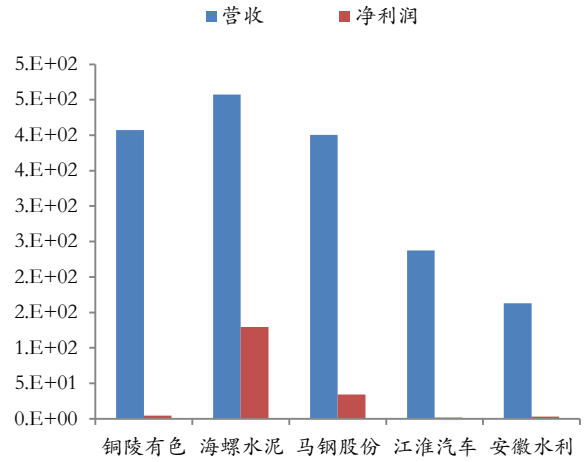
国资产业层次较低。安徽的国企传统产业、重工业比重较大，而这些传统工业现在面临着内需不足、外需持续低迷的双重压力，产能过剩突出。

从上市公司来看，2018年中期安徽区域内营收排名前五的上市公司：铜陵有色、海螺水泥、马钢股份、江淮汽车、安徽水利，营收占安徽所有上市公司的比重达到50%，净利润占比52.2%，但除去表现突出的海螺水泥外，其他四家净利润占比总和为13%，经营压力仍然较大。

图表 4 安徽国资净资产利润率下滑速度较快



图表 5 2018 年中期安徽几大国企营收及净利润情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

国有体制难以适应经济发展的需要

国资的所有人缺位问题一直是国企运营的一大顽疾。国资委需要在企业经营中承担什么样的角色是本次国企改革需要改变的重要问题—即从“管人、管事、管资本”到建立运营平台，实现“只管资本”，实现市场化的运作目标，是国有企业监管体制改革的重要目标。安徽国资的监管现状尚未达到这一的运行模式，国有企业运行尚未实现充分的市场化。

1.3 平台化布局，整体上市预期普遍

安徽省国资委和安徽省政府下属企业共 29 家，其中国资委下属企业 27 家，省政府下属企业 2 家（省出版集团、新华发行集团）。目前，有 18 家省属国资集团有上市公司平台，四家集团旗下有 2 家上市公司平台，基本上一个集团控一家上市公司，股权结构明晰，有利于推进集团整体上市。另外还有 11 家集团公司没有上市公司平台。

图表 6: 省国资委下属企业 28 家



资料来源：省国资委网站

安徽省的省属及地方国资控股上市公司 37 家，其中省国资委及省政府控股 22 家，合肥市国资委控股 4 家，其他地市政府部门控股 11 家。从持股比例分布来看，73%的大股东持股比例在 20%—50%之间，平均持股比例 38.19%，控制力适中，存在国资股权降低的空间。从分布特点来看，省国资委及省政府控股的上市公司家数最多，相关上市公司市值占省内国资市值比例达到 87.39%，旗下铜陵有色、海螺水泥、马钢股份、江淮汽车、皖通高速等，均是省内支柱产业龙头；地方国资委控股的上市公司规模较小，主要是消费类企业，或是地方产业链的一端。安徽的国企传统产业、重工业比重较大，而这些传统工业现在面临着内需不足、外需持续低迷的双重压力，产能过剩突出。安徽省上市公司集团公司资产证券化率，总体来看并不高。

图表 7：安徽地区上市公司集团控股及资产证券化率情况

代码	上市公司	所属集团	控股股东持股比例 (%)	集团总资产 (亿元)	集团所持上市公司权益净资产 (亿元)
<i>省属</i>					
000543	皖能电力	安徽省能源集团	42.81	451	56.7
603689	皖天然气		43.31		9.6
000619	海螺型材	海螺集团	30.63	1925	8.1
600585	海螺水泥		36.4		389.8
000630	铜陵有色	铜陵有色金属集团	36.53	835.2	70.2
000728	国元证券	国元控股	21.43	993.56	53.4
600909	华安证券	公司整体上市	24.5	466	31
600012	皖通高速	安徽交通控股集团	31.63	2430	32.8
603357	设计总院		48.63		10
600418	江淮汽车	江淮汽车集团	25.23	500	37.7
000868	安凯客车		25.2		2.62
600502	安徽水利	建工集团整体上市	32.32	635	32.5
600761	安徽合力	安徽叉车集团	37.97	100	18.5
600971	恒源煤电	安徽皖北煤电集团	54.96	572	40.1
600985	淮北矿业	淮北矿业集团整体上市	77.13	920	149.56
600063	皖维高新	安徽皖维集团	30.74	93	14.23
600575	皖江物流	淮南矿业集团	56.61	1300	57.6
600808	马钢股份	马钢集团	45.54	918	145.15
600551	时代出版	安徽出版集团	59.45	230.5	28.9
300088	长信科技	安徽省投资集团	11.81	1700	5.66
601606	长城军工	安徽军工集团	58.8	40	12.72
601801	皖新传媒	安徽新华发行集团	54.95	310	56.8
<i>市属</i>					
000417	合肥百货	合肥建设投资集团	38	4051	16.7
000713	丰乐种业		30.97		4.2

000859	国风塑业	合肥产业投资集团	27.74	508.36	4.3
002208	合肥城建	兴泰控股	57.9	460	11.6
600054	黄山旅游	黄山旅游集团	39.69	66.5	17.1
603199	九华旅游	九华山旅游集团	32.63	53.9	3.6
600375	华菱星马	安徽星马汽车集团	10.89	98	3.1
600218	全柴动力	安徽全柴集团	34.32	24	6.8
002136	安纳达	铜陵化学工业集团	30.91	130.8	2.3
600470	六国化工		25.49		4.9
002556	辉隆股份	安徽供销商业总公司	40.56	268	26.1
600318	新力金融	安徽新力投资集团	25	77.18	20.8
000850	华茂股份	安徽华茂集团	46.4	—	20
000596	古井贡酒	古井集团	53.89	188	40.8
600199	金种子酒	金种子集团	32.07	26.6	—

资料来源：wind，华安证券研究所

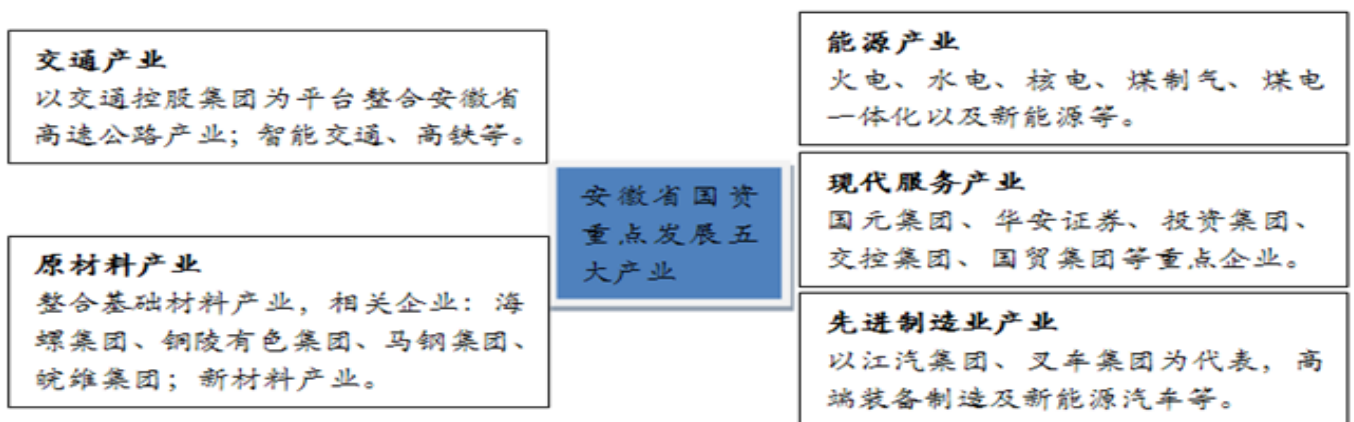
2 安徽国有企业改革的重要方向

总体来说，依照中央关于国企改革的定调，各地方的国企改革方式相类似。都是通过进行混合所有制改革、打造国有资本投资运营平台和优化国有企业产业结构布局等方式。但是各地方的禀赋特征存在差异，在具体实施时，各自的着重点和创新点又有不同。

2.1 战略板块布局，国资将集中

按照安徽省国资委的规划，在引导国有企业进一步突出主业的同时，对主业相同或相近似的国有企业实施合理重组，即“同业同级”间的合并；在未来3至5年内，安徽将把90%的国有资本集中到四大板块中，即能源、交通板块，原材料板块，先进制造业板块及现代服务业板块。按照安徽省经济发展十三五规划所提出的产业结构优化目标，三次产业结构优化为：8.5: 50: 41.5，产业将迈向中高端水平，战略新兴产业和现代服务业比重明显提高，制造强省基本确立。

图表 8 我国各省“十三五”省属国企资产证券化目标



资料来源：华安证券研究所

2.2 六条路径并行，“三驾马车”推进混改

早在 2014 年安徽省政府就明确表示，安徽首先要进行经济体制改革，将以混合所有制经济为抓手，在国有企业改革和民营经济发展方面取得突破。按照安徽省的部署，到 2020 年，安徽省内竞争性国企将基本全部采取混合所有制，将积极引入外资和民间资本参与国企改制重组，以增量促进存量优化，实现双向获益。

随后安徽省国资委便已经开始试图摊开一幅的安徽国企改革“路线图”，在推进混合所有制经济发展的道路上，提供了六条路径，企业可依据实际选择适宜的方式。具体是：“**股份制改造培育一批**”、“**整体上市发展一批**”、“**资本运作深化一批**”、“**员工持股转换一批**”、“**开放项目引进一批**”、“**参股民企投入一批**”。

图表 9：近年安徽混改取得的部分成效

股改上市	九华旅游、华安证券、皖天然气、设计总院、长城军工已完成上市；安泰股份 1 家报会在；
整体上市	安徽版《关于深化国资国企改革的实施意见》中提出，在发展混合所有制经济方面，安徽将“推进整体上市、发展基金、推广 PPP 模式”等作为主要路径。坚持以加快上市推动混合所有制改革，江淮汽车、长城军工、安徽水利（安建工集团）、淮北矿业煤电主业资产已经率先完成整体上市。按照安徽省政府的要求，将重点推进淮南矿业整体上市。
资本运作	新力金融曲线借壳巢东股份。
员工持股	安徽国企改革实施意见中提出“坚持试点先行，稳妥有序推进混合所有制企业员工持股”。江淮汽车、国元证券、铜陵有色、设计总院、安徽水利均已完成员工持股计划；几大国企在持股方式、持股数量以及激励对象方面，给安徽国企员工持股提供了参考。
开放项目	大力推广 PPP 模式是安徽省混改的一大抓手。截至 2018 年 12 月末，安徽 PPP 项目库建设积极推进，入库项目 448 个，估算投资 4996.21 亿元；落地数 305 个，位居全国第二。我省投资率、开工率、落地率均高于全国平均水平。
参股民企	安徽省希望能够在战略新兴高成长领域能够与民企加深合作。其中重要方式之一是“推动产业基金发展”。2015 年 10 月，省政府决定设立了总规模 800 亿元至 1000 亿元的安徽省产业发展基金。先期设立的 600 亿元，省信用担保集团和省投资集团各发起设立 300 亿元。2018 年省政府设立 300 亿元规模的产业发展基金，重点推进“三重一创”建设。

资料来源：华安证券研究所

《关于深化国资国企改革的实施意见》，将所有制改革列为安徽省国企改革的重头戏。首先是**发展混合所有制经济**，提高国有资本配置和运行效率。以**推进整体上市为重点发展混合所有制经济**。坚持试点先行，**稳妥有序推进混合所有制企业员工持股**。其次是完善现代企业制度，打造独立的市场主体。**积极引入各类资本参与国有企业股份制改革**；健全协调运转、有效制衡的公司法人治理结构，推进国有企业董事会建设。再者是完善国有资产管理体制，**实现向以管资本为主的深刻转变**。推进国资监管机构职能转变，建立完善监管权力清单和责任清单；加强国有资本投资、运营公司建设；推动国有资本合理流动优化配置，积极推进国有企业开放式市场化重组。

这其中，**整体上市、员工持股和引入战投**成为推动安徽国企改革大提速的“三驾马车”。通过释放改革红利，优化资源配置，做大做强一批有竞争力的企业，或是安徽国企改革 viewpoints 所在。

图表 10 安徽省国企改革“三驾马车”



资料来源：华安证券研究所

2.2.1 整体上市

从已公开的信息和方案看，整体上市，提升资产证券化率，是未来几年安徽省国企改革的第一重点。国有企业资产证券化有助完善公司治理结构，同时可以减少上市公司与集团公司之间的关联交易，提升规模经济或完善产业链，降低企业运营成本，提高效率。

根据安徽省政府的规划，安徽国资资产证券化率在2020年提高到60%。提高国资证券化率的根本途径是整体上市。未整体上市的国有企业可以通过资产证券化上市，而部分业务板块已经成功上市的，可以通过上市平台实现整体上市。

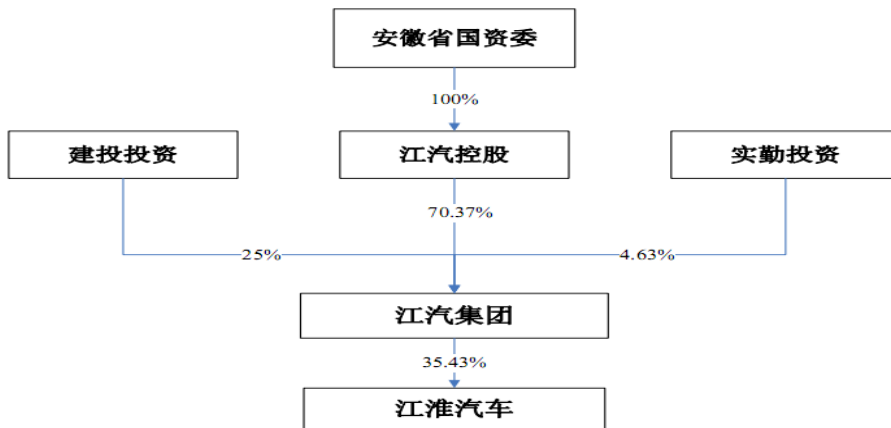
安徽国资企业实现整体上市，存在着天然的优势，即相关企业集团股权结构明晰，基本上一个集团控制着一家上市平台，资产结构相对合理。尤其是省属国资与合肥市属国资，已通过兼并重组完成分类管理，上市资产与未上市资产的股权结构清晰，有利于推进整体上市。江淮汽车已于2015年率先完成整体上市，安徽建工集团借道安徽水利整体上市也已落地，今年将重点推进淮南矿业集团整体上市。

江淮汽车整体上市模式：两步走将顺股权，同时引入战投和员工持股

第一步，首先，安徽省国资委将江淮集团的股权转让给安徽江淮汽车集团控股有限公司。江汽控股是以投资及管理，企业管理咨询服务等为其业务。

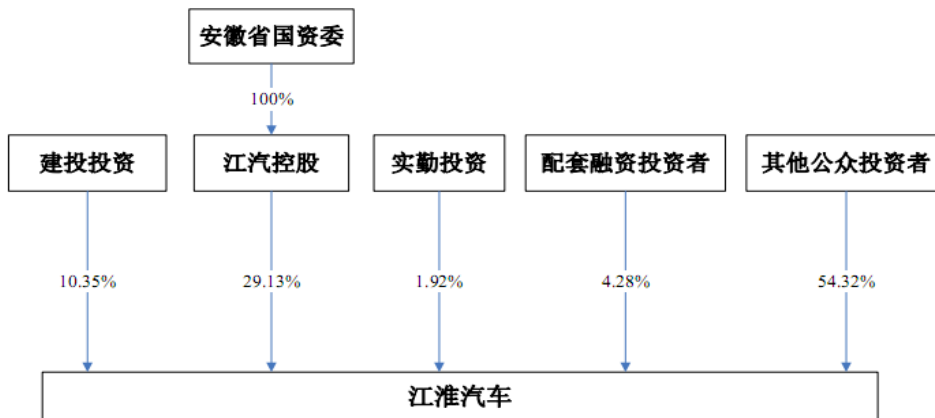
第二步，公司拟通过向江汽集团的全体股东：江汽控股、建投投资、实勤投资发行股份的方式吸收合并江汽集团，即股权兑换。江淮汽车发行6.32亿股，收购江淮集团所有资产以后，江淮集团注销，（江淮集团持有江淮汽车4.55亿股），实际新增股份约为1.77亿股。同时，江淮汽车拟向不超过10名特定投资者非公开发行股份进行配套融资（不超过本次重组交易额的25%）。

图表 11 整体上市前的股权结构



资料来源：公司公告

图表 12 整体上市及配套融资以后股权结构



资料来源：公司公告

整体上市方面，本次交易，属于汽车制造业同行业整合，吸收合并范围的江汽集团所从事的业务均为汽车生产制造及其相关业务，整体上市，一方面，有利于凝聚集团内核心优势资源，获取规模效应，提升上市公司核心竞争力；另一方面，有利于实现集团内企业资源共享和整合，实现采购和生产协同、技术研发协同、市场销售协同以及财务协同等，最大程度实现优势互补和发挥协同效应，降低经营管理成本，增强公司盈利能力与抗风险能力。

引入混合所有制方面，整合之前，江汽集团已经引入建投投资作为外部战略投资者(建投持有集团 25%股权)，建设投资是中国建设投资有限责任公司专门从事股权投资的全资子公司，聚焦先进制造和现代服务业专注并购交易，整合国内外资源，进行全球化业务布局，支持国内优秀企业实现国际化发展，引入战略投资者，公司借助战略投资者的资源、市场、理念、资金等优势，有利于吸收合并完成后上市公司长远发展。而建设投资也属于国企，按照公司的改革思路，目前改革还处于投石问路的阶段，未来条件成熟，将进一步引入民营甚至跨国资本，实现“解决资本筹集困难、借助各方面经验与力量使资本运作效率高涨、形成各方利益的相互制衡”。

股权激励方面，整合之前，江汽集团已经建立了内外部激励机制：通过实勤股权投资合伙企业持股 4.63%，该股份为江淮汽车高层和核心技术人员所拥有，股份接近 9000 万股，股权激励将管理层的利益与企业经营效益挂钩。尤其是在整体上市以后，公司管理层从之前通过

江汽集团间接持有上市公司股权转变为直接持有上市公司股权,有利于管理层利益与股东利益趋于一致。

2.2.2 员工持股

员工持股是对内实现混合所有制的方式,有利于解决国企激励不足、活力不够的问题,员工持股使得员工形成主人翁意识,是长期激励的有效手段。员工持股并不是容易实施的事:激励效果是否能达到、谁来持股、持股量等问题,如何公允的推广股权激励,都值得审慎考虑。今年8月,国务院国资委下发了《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》,明确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%,企业主要通过增资扩股、出资新设的方式开展员工持股,不减少存量。我们认为,细节的确定将有利于加速员工持股计划的推广。

图表 13: 部分具有代表性的国企员工持股状况

公司	说明	方式
国元证券: 二级市场回购, 机会可遇不可求	由于相关的法律法规对于证券行业实施股权激励的限制比较多, 上市券商此前并没有实施股权激励。2016年3月13日, 公司完成为维护资本市场稳定而实施的股票回购; 2016年7月6日, 安徽省国资委同意公司已回购股票用于员工持股计划;	全员参与, 公司设立两期员工持股计划。 第一期面向普通员工, 锁定期为12个月 第二期面向中层及以上管理人员, 锁定期为36个月。 该持股计划的存续期为6年。
铜陵有色: 通过定增, 实现激励与“减负”双效	公司较大的有息负债规模致使公司财务费用较大, 存在一定的财务风险, 拟通过向有色控股、铜陵有色员工持股计划等定增, 偿还银行贷款。员工持股计划认购股份资金总额不超过9亿元。	通过“长江养老企业员工持股计划专项养老保障管理产品”下设的专项投资组合进行管理。 8名高管认购持股计划的2.78%, 其他参加对象不超过10992人; 员工持股计划的锁定期为72个月。
海螺水泥: 安徽样本, 员工持股先行者	2000年左右, 为解决公司发展融资难题, 7700名员工通过海螺创业(员工工会持股公司)出资参股建设多家沿江熟料基地, 并受让了安徽省投资集团持有的31.8%铜陵海螺股权。 2006年, 海螺水泥定向收购他们持有的各个基地的股份, 广大员工利益与上市公司整体保持一致。2013年海创在港股上市, 海螺水泥的业绩表现会直接反映在海创香港的股价上, 可以更直接激励海创持股员工积极性, 改革将实现多方利益的共赢, 符合国家混合所有制改革的方向。	通过工会持股海螺创业, 间接持股海螺水泥; 海螺创业香港上市, 激励刺激更为直接, 同时进入和推出也更为方便。
凯盛科技: 项目参股, 方式创新	为提高公司新项目的成功率, 项目子公司采取混合所有制形式, 管理层参股进行有效激励。以纳米钛酸钡生产	管理层参与公司投产的新项目。

	线和电容式触摸屏柔性镀膜生产线为试点。	
安徽水利：合并吸收建工集团，推行员工持股计划	2016 年公司基于吸收合并定向增发的需要而专门设立了员工持股计划，参加对象为公司以及通过本次吸收合并进入上市公司的原建工集团及其下属公司相关员工。	主要对象包括安徽水利、建工集团及所属成员公司的管理层和业务骨干，总计 2190 人。 在此次定增的认购股东中，员工持股计划是认购比例最大的股东，定增完成后 员工持股计划在公司的持股比例达到了 6.21%，为公司的第二大股东。
设计总院：员工持股增强企业活力	公司于响应国改后引入自然人股东，核心管理层和技术骨干合计持股 23.86%，员工激励促进快速发展，灵活性比较高，这正是公司相比普通中央直属国企活力更强的重要原因之一。	核心管理层和技术骨干共同持股

资料来源：华安证券研究所

2.2.3 引入战略投资者

战略投资者一般来说是指具有资金、技术、管理、市场、人才优势的，致力于长期投资合作，谋求获得长期利益回报和企业可持续发展的境内外大企业、大集团。企业。引入战略投资者的意义非常明显。对于企业来说，一方面可以通过股权融资的方式获取企业发展的资金，减少债务压力，另一方面可以实现产权主体多元化，有助于建立现代企业管理制度，保证国有资本的保值、增值的同时，也能维护到员工的根本利益，实现多赢的局面。在经营方面，可以促进企业产业结构升级，增强企业核心竞争力和创新能力，拓展企业产品市场占有率。到 2020 年，安徽省内竞争性国企将基本全部采取混合所有制，将积极引入外资和民间资本参与国企改革重组，以增量促进存量优化，提高资产证券化率。

安徽省国企改革已经明确将引入战略投资者作为主要手段之一。安徽省属企业如国元证券、铜陵有色、江淮汽车均引入战略投资者。而在策略上，市属国企的方向更明确：主要是在充分竞争性领域的国企引入战略投资者参与国企改革。合肥市国资对于所属充分竞争性行业资产，基本不考虑实施股权激励等内源性增长的模式，而是把企业交给善于经营的团队，同时考虑到与上市公司主营相近，并能在合肥投资并做大相关产业。如 2014 年合肥国资委旗下合肥三洋以 8.42 元/股的价格向惠而浦定增 2.34 亿股。定增完成后，合肥市国资委持股比例下滑至第二位，惠而浦成为控股股东。惠而浦与合肥三洋具备较强互补性，惠而浦强于技术、品牌、规模、品类丰富等，合肥三洋在国内渠道、管理、制造等方面具备优势，双方优势互补，实现强强联合，推动合肥三洋做大做强。

2.3 打造国资投资运营公司

2.3.1 省国资投运平台：一投一运定位清晰

安徽《关于深化国资国企改革的实施意见》里提出：完善国有资产管理体制，实现向以管资本为主的深刻转变。推进国资监管机构职能转变，建立完善监管权力清单和责任清单；建立和完善“国有资本运营公司”和“国有投资公司”；推动国有资本合理流动优化配置，积极

推进国有企业开放式市场化重组。事实上，安徽关于国资投运平台的搭建还是较早的。

图表 14：省国资投运平台

公司	简介	平台定位	未来战略
省投资集团	由原安徽省建设投资公司、安徽省农业投资公司和安徽省铁路建设投资公司合并组建而成。	是首家国有资本投资运营公司改革试点企业，承担保障重要 基础设施建设、引领工业产业升级 等重要战略任务，并布局在金融领域的投资，以“供应链金融+基金管理+投行”为核心业务，走产融结合之路。	构建“3+X”业务体系。“3”即基础设施投资、产业投资、金融投资三大平台；“X”即利用三大业务平台打造若干家上市公司，搭建资本运作平台，提升资产证券化水平和资产流动性。
省国有资产运营有限公司	安徽最早的省级平台型企业。	对省政府及省国资委授权的国有资产 行使出资人职责和权利 ，依法委派产权代表或股权代表；作为国有资产经营主体，以市场运作方式开展投资、控股、参股、产权收购、产权转让等资产经营活动，在国家规定的范围内开展证券、基金投资、融资等经营活动；	立足于国资运营专业化领域，通过改革重组、开拓创新和科学管理，不断强化运营功能建设，努力打造运营平台的升级版，助推全省产业结构调整升级，更好地服务全省经济发展。

资料来源：华安证券研究所

2.3.2 市国资投运平台：合肥国改股权腾挪搭建大舞台

合肥市国资在投运平台的动作相对较大，明确功能定位。2015 年 3 月，合肥市国资委对几家上市公司股权进行了调整：

合肥城建原控股股东合肥市国有资产控股有限公司将所持有的 1.85 亿股无偿转让给合肥市兴泰控股集团有限公司。划转事宜完成后，合肥国资控股公司将不再持有合肥城建股份，兴泰控股将成为上市公司第一大股东；

国风塑业控股股东安徽国风集团将被整体划入产投集团，划转完成后，安徽国风集团将成为合肥市产业投资控股的全资子公司。

合肥百货第二大股东兴泰控股将所持有的 14.58%上市公司股权无偿划给公司第一大股东建投集团，该集团持股比例由 22.14%增至 36.71%；

通过以上动作，窥探合肥市国企改革的思路：合肥市将整合成立三大国有资本运营集团，优化国有资产布局。

以兴泰控股为核心的地方金融控股平台，旗下上市平台为合肥城建；

合肥市不断将金融资产股权向兴泰控股集中，并剥离部分产业类企业股权，目标是将其打造为真正意义上的金融控股公司。

2015 年划出持有的合肥百货、美菱股份国有股权，划入国控小贷、国控担保、建信信托、科技农商行等部分国有股权。

以产投集团为核心的产业控股平台，旗下上市平台为国风塑业；

产投集团是合肥市国有资产控股有限公司和合肥市工业投资控股有限公司组件而成，其定位是优化配置国有产业资本，促进国有资本向战略性新兴产业集中；运营管理创业投资基金、天使基金，丰富基金投资的工具和投资模式，促进产业升级；

2015 年划出国控小贷、国控担保、合肥城建及建信信托、科技农商行、商业大厦、鼓楼商厦、国控旅游等国有股权，划入美菱股份国有股权。调整后，集团控股国风塑业，参股惠而浦(中国)、国通管业、安利合成革、江淮汽车、美菱股份，目前产业投资集团拥有 4000 余亩土地储备，其中一半以上具备上市开发条件。

以建投集团为核心的基础设施建设运营平台，旗下上市平台丰乐种业、合肥百货。

建投定位：在基础设施建设、运营方面为政府提供投融资服务；整合政府、市场相关资源，拓展公用企业产业链，加快燃气、供水等公用企业走向资本市场；努力推进环巢湖旅游、现代交通等业务板块的运作。

2015 年划入原兴泰控股持有的合肥百货股权、国资控股持有的商业大厦、鼓楼商厦、国控旅游国有股权。调整后，集团控股合肥百货、丰乐种业，参股京东方、合锻股份。其主要职能为以市场化方式参与城市建设，承担基础设施项目、政府决定的重大基础产业项目融资、建设及运营，推动新农村、安置房及城镇化建设融资等。

通过整合成立三大国有资本运营集团，合肥市国资委对国有资本布局结构进行优化，有效配置国有资产，提高国有资本营运效率，利用三大国有资本营运平台，将有限的资源向合肥市重点发展的医疗健康、环保新能源、生物制药、装备制造等领域引导、聚集。

图表 15 整体上市及配套融资以后股权结构



资料来源：华安证券研究所

2.4 配合供给侧改革去产能，“三煤一钢”是重点板块

2015 年中共中央、国务院近日印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，作为顶层设计方案，意见在“总体要求”部分，将此前中央改革所提的“做大做强做优”国企，改为了“做强做优做大”国企，国企改革需要“退出卖掉一批公司，重组整合一批公司，创新投资一批公司”。在今年 3 月政府工作报告中，中央强调了国企改革的结构调整，国有企业改革被置于供给侧改革的总纲之下。在去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板“三降一去一补”的大背景下，如何通过国企改革进行产业调结构成为一大挑战。

2017 年中共安徽省委、安徽省人民政府印发《安徽省扎实推进供给侧结构性改革实施方案》，扎实推进供给侧结构性改革，将重点围绕调结构、稳市场、防风险、提效益、增后劲，推进去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板等全面推进供给侧改革。按照做优增量、调整存量的双重任务要求，安徽省 2018 年底将基本实现“僵尸企业”市场出清，全面完成国家下大的淘汰落后产能任务。到 2020 年，产能利用率达到合理水平，转型升级取得明显成效。

2.4.1 “三煤一钢”去产能是首要任务

安徽省在供给侧改革中，五大目标共同推进，其中“去产能”被列为供给侧结构性改革五大任务之首，因为部分行业产能严重过剩已成为当前经济转型升级的羁绊。根据安徽省供给侧改革部署，“做好煤炭钢铁行业化解过剩产能、实现企业脱困发展是我省推进供给侧结构性改革的重点任务，也是深化国有企业改革的重要内容”，重点工作为省属“三煤一钢”企业化解过剩产能，即淮南矿业集团、淮北矿业集团、皖北煤电、马钢集团。

2018年12月27日，马钢集团列入2018年钢铁去产能任务的2座高炉和2座转炉顺利通过省去产能任务验收，实际退出炼铁产能100万吨、粗钢产能128万吨。这标志着我省2018年钢铁去产能任务完成，也意味着我省提前两年完成了“十三五”期间的钢铁去产能任务。随着煤炭行业去产能的深入，今年煤炭集团国企改革将成为重点，而将集团优质资产注入上市公司实现整体上市更是改革的一大方向。

2.4.2 体现地方特色，促进产业结构调整

促进产业结构调整，主要是扩大有效供给，手段是扩大有效投入，实施一批战略新兴产业的项目。安徽在产业结构调整 and 升级中的做法体现了一定的地方特色和创新之处。例如，鼓励国有资本与各类资本共同设立一批混合所有制形态的股权投资基金，投资高科技、高成长性产业等。

安徽省大张旗鼓推动产业基金发展。2014年以来，省投资集团管理运营550亿元规模的“三重一创”基金、中小企业专精特新基金和新兴产业创业投资基金，覆盖企业全生命周期。截至2018年10月底，省投资集团产业板块共管理基金46只，完成投资128亿元，累计带动投资超过400亿元，上市项目12个，未来基金规模将超过700亿元。2018年9月，安徽省属企业改革发展基金由安徽省国有资本运营公司改革试点企业、安徽国控集团牵头发起，联合省交控集团、海螺投资、省能源集团、安徽合力股份等省属企业和建信信托公司共同组建。该基金总规模200亿元，采用母子基金模式，其中母基金20亿元，计划通过3到5年的时间逐步设立若干支子基金。该基金将广泛参与安徽省属企业改革发展，优化全省国有资本布局，提升国资运营效率，支持企业做强做优做大，实现国有资本保值增值。

基金组建的出发点和落脚点都体现在引导和服务于安徽的产业转型升级。充分激发市场活力，子基金投资决策权完全委托管理团队，政府不干预基金日常运作，最大限度发挥市场机构的专业优势。

2.5 PPP模式列入安徽国资改革重要途径

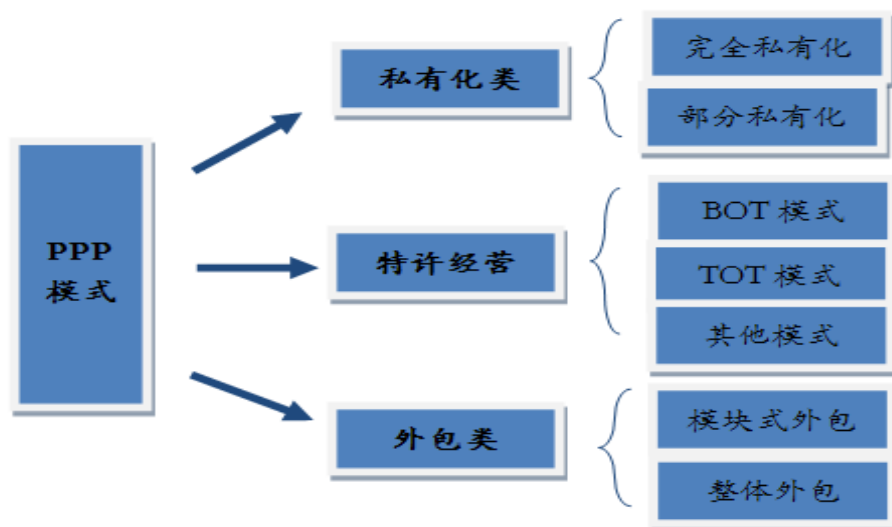
PPP (Public-Private-Partnership) 是一种政府和社会资本的合作模式，两者之间在公共服务和基础设施领域建立的一种长期合作关系。通常是由社会资本方承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”+必要的“政府付费”获得合理的投资回报；政府部门负责价格和质量的监管，以保证公共利益最大化。PPP模式，其实可以看出混改的一种手段，开发项目、引入社会资本。对政府而言拓宽了资金来源并转移了工程建设的风险；政府从“运动员+裁判员”转变为“裁判员”；将基础设施建设领域相关项目系统化。对社会资本而言获得相对安全的长期投资机会；发挥自身优势提高项目效率；获得特许经营权进入传统政府垄断领域分享收益。

安徽在发展混合所有制经济方面，明确提出了要推广PPP模式。省政府与财政厅、住建厅等职能部门分工合作，共同推进全省政府和社会资本合作。并制定了《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的实施意见》等，

加强 PPP 模式制度建设，规范 PPP 模式，加快 PPP 项目实施。

安徽已经建立了全省 PPP 项目储备库，截止 2018 年 9 月 30 日，全国入库项目为 8289 个，项目入库金额为 12.3 万亿元，其中安徽省入库项目（项目管理库）数量为 327 个，占全国入库项目数量比为 3.94%；项目入库金额为 3411.6 亿元，占全国入库项目总投资比为 2.43%。相比其他省份，安徽省总体入库的项目数量较多，在 2018 年 7 月-2018 年 9 月，三季度管理库共清退项目 538 个、涉及投资额 0.9 万亿元，在库项目质量有所提高。PPP 项目主要应用于基建和环保领域。同时，在战略新兴产业方面，安徽也希望以长江经济带为依托，引进高成长性产业，包括智能装备、新型显示、智能终端、智能语音、云计算和软件、新能源汽车、节能环保设备、新材料、生物医药、绿色有机食品加工等，对新兴产业项目的引进也寄期望与发展安徽省的 PPP 模式，引入社会资本与政府合作。

图表 16 PPP 运营模式



资料来源：华安证券研究所

3 安徽：敢为人先动改革，国企改革加速推进

本轮国企改革，安徽省最初是走在改革前列的。2014 年安徽的国资改革已经被列为了年度一号工作，并且在 2014 年 7 月，江淮汽车合并江汽集团整体上市，打响了安徽国企改革的第一枪。安徽国改思路也基本已经明确，以混合所有制经济为抓手，“整体上市、员工持股、引入战投”是重要形式，按照安徽省的部署，到 2020 年，安徽省内竞争性国企将基本全部采取混合所有制，将积极引入外资和民间资本参与国企改制重组，以增量促进存量优化，实现双向获益。

安徽省在 A 股市场的上市公司数量居于中部省份之首，国有资本控股的上市公司超过四成，占据半壁江山。2018 年，安徽省属企业混合所有制改革有序推进，坚持以加快上市推动混合所有制改革，完成长城军工首发上市及淮北矿业煤电主业资产整体上市。省属企业控股上市公司由 20 家增至 22 家（其中国资委 20 家，省政府 2 家），资产证券化率由 40% 提升至 45%。对于 2019 年安徽国资改革的方向，安徽省明确表示要加强国有资产有效监管，改革国有资本授权经营体制，推进国有企业混合所有制改革，完善国有企业法人治理结构，加快国有企业“三供一业”分离移交。我省将加快省属企业集团整体上市、核心子公司首发上市，加大省属企业兼并重组力度，完成 5 户省属企业规范董事会建设。同时，推进国有资本投资、运营公司改革试点。

4 混改 “提质增效” 效应有所展现，长远看仍有释放空间

我们挑选了 4 家安徽省完成混改国企的经营数据进行测试，发现这些企业在混改完成后的“提质增效”效应均有所展现，盈利能力有一定增强。综合来看，“提质增效”效应相对较弱，也主要是受到行业整体景气下行等因素影响。从长远趋势来看，我们认为混改对企业的激励效应仍在，后续有持续释放的可能。

安徽水利于 2017 年完成“安建工集团整体上市+员工持股”等一系列混改，2017 年，公司在营收增速弱于行业均值的情况下，净利增速达到行业中游水平，ROE 也出现回升，盈利能力有提升趋势。建企业绩核算多集中于 4 季度，2018 年随着公司业务整合的进一步推进，盈利能力有望稳步提升，混改带来的提质增效效应有望持续显现。

安徽水利	2015 (追溯数据)	2016 (追溯数据)	2017	2018Q3
营收增速		3.37%	3.18%	7.12%
行业中位营收增速		9.36%	20.6%	16.35%
净利增速		26.07%	25.25%	0.34%
行业中位净利增速		20.76%	26.43%	15.65%
ROE	11.20%	10.57%	11.25%	5.37%
行业中位 ROE	10.77%	11.03%	11.61%	6.85%

江淮汽车 2015 年初完成“江汽集团整体上市+员工持股+引进战投”等混合所有制改革，随后的 2015-2016 年，公司业绩增速水平处于行业中上游，ROE 水平也维持在行业中游。

江淮汽车	2014 (追溯数据)	2015	2016	2017	2018Q3
营收增速	2.75%	19.19%	13.03%	-6.02%	2.82%
行业中位营收增速		9.21%	13.03%	10.99%	-1.44%
净利增速	-53.27%	55.28%	35.49%	-62.83%	-78.13%
行业中位净利增速		31.63%	14.38%	-22.62%	-53.60%
ROE	7.24%	10.58%	10.46%	3.12%	0.35%
行业中位 ROE		11.38%	10.46%	7.65%	1.93%

国元证券 2016 年开始实施股权激励，受行业景气度下行影响，营收增速虽然下滑，但净利增速下跌收缓，2018 年前三季度净利增速高于行业平均增速，同比增长 35.65%。

国元证券	2016	2017	2018Q3
营收增速	-53.8%	-8.77%	-32.66%
行业平均营收增速	-41.31%	-0.01%	-13.73%
净利增速	-49.52%	-14.35%	35.65%
行业平均净利增速	-47.66%	0.42%	-8.79%
ROE	6.91%	5.22%	1.31%

行业平均 ROE	9.38%	8.43%	3.97%
----------	-------	-------	-------

铜陵有色 2015 年起实施股权激励，受行业景气度下行影响，营收增速虽然下滑，但净利开始呈现正增长且从 2017 年起净利增速远高于同行业。

铜陵有色	2015	2016	2017	2018Q3
营收增速	-2.17%	-0.4%	-4.91%	1.13%
行业增速	9.1%	19.83%	33.89%	27.89%
净利增速	-321.66%	127.06%	204.35%	67.52%
行业增速	-48.38%	198.69%	118.17%	7.48%
ROE	-4.64%	1.18%	3.24%	3.78%
行业 ROE	2.6%	4.99%	7.33%	5.36%

5 总结

安徽省是传统资源类大省，产业以两淮煤矿及发电、铜陵有色、马钢、海螺水泥等为代表的重工业为基础，各地市依据地方资源优势布局相关产业链的一端。但近几年，随着经济增速的下滑，相关产业产能过剩的压力骤增，盈利性下滑严重，国有企业面临着保值增值的压力。而同时我们也发现，安徽省自主创新的能力在不断加强，不少高新产业已经跻身世界科技前沿，成为行业的领跑者，战略性新兴产业已成为安徽省产业转型升级的主引擎。新兴产业主要布局在合芜地区，民企是新兴产业的先行军。

以此为国改背景，安徽省国企改革对传统的关系国家安全和国计民生的重要行业、重点基础设施等进行整合，清理退出一批后实现国有资本集聚化。而对处于生命周期成熟阶段或充分竞争的行业，主要考虑如何提升国资效率，根据国企的特点，安徽国企改革选择路径是：整体上市（或提升资产证券化率），从而引入社会资本和社会监督，提升企业管理水平和融资能力，做大市值；员工持股，提升内部效率；引入战投，为公司打开外部发展空间，甚至将企业交给更专业的团队去运作。

考虑到安徽国企整体产业层次不高，安徽省大规模成立产业投资基金，重点参与高新技术、生态环保、战略性产业等领域，一方面为中小民营企业带来资金活水，另一方面也实现了“混改”，改善了地区和国有资产的产业结构。