

证券研究报告·宏观深度

国有企业改革的历史脉络与成效

——国企改革系列研究之一

核心观点

改革开放以来，国企改革从最初的放权让利，到所有权经营权分离，再到以产权制度改革为主线的股改与现代企业制度，都力图在国有制框架内将国有企业改造成为自主经营、自负盈亏的市场竞争主体，激发经营活力。监管层面则通过设立国资委打造新的国资监管体制，防止国有资产流失，促进国有经济壮大。十八大后，国企改革迎来了以分类为基础，以“1+N”政策体系为制度框架的全面深化改革时期。“三年行动”期间，各领域改革全面落实，国企经营情况明显改善，为国家发展与安全做出巨大贡献。

改革开放以来，我国的国有企业改革可大致分为五个阶段。

放权让利（1978-1984年）：改革开放初期的国企改革以利润留成为中心，通过承认国企的独立主体地位，提高了生产积极性，减少了代理问题。但企业经营自主权依然有限，改革没有突破“计划经济为主，市场调节为辅”的整体框架。留利改革推行全国后，国企整体业绩有所改善，但由于信息不对称，国家收入不增反降。

两权分离（1985-1992年）：承包经营责任制是上世纪80年代中国国企改革最显著的特征，试图在公有制基础上实现所有权和经营权的分离，一定程度上改善了国有企业的经营业绩，但资金利润率、利税率等指标下行趋势未能扭转。由于合同期限较短、缺乏外部监督，管理者容易出现短期主义行为，甚至侵蚀国有资产。

产权改革（1993-2002年）：前两轮国企改革后，“所有者缺位”被公认为国企存在的主要问题。90年代国家提出要建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。通过公司制改革、“抓大放小”战略以及“三年脱困”工作的实施，改革在成功应对外部冲击的同时提高了国企的经营效率。但是由于监管体制不够完善，国有资产流失的问题没有得到彻底解决。

国资监管（2003-2012年）：第四轮国企改革以大型国有企业为重点，以建立新的国资监管体制为核心。通过成立国资委，明确了国有资产监管的责任主体，进一步强化了监管力度。在此基础上推进的股份制改革、健全董事会制度、央企兼并重组等一系列改革措施，有效促进了国有经济的壮大和对国有资产的保护。

分类深化（2013年至今）：十八大后，中国经济进入新常态，国企改革也迎来了历史上最为全面彻底的深化改革时期。改革首次对国有企业的功能进行界定和分类，并围绕《关于深化国有企业改革的指导意见》形成“1+N”政策体系，最后通过“三年行动”全面贯彻落实各重点领域的改革举措。改革期间，国有企业的经营情况明显改善，为国家的发展与安全做出巨大贡献。

风险提示：地产停止回暖，海外经济衰退，国企经营被拖累。

宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 编号：S1440510120015

SFC 编号：BEO134

王大林

wangdalin@csc.com.cn

13651330571

SAC 编号：S1440520110002

发布日期：2023年04月10日

相关研究报告

目录

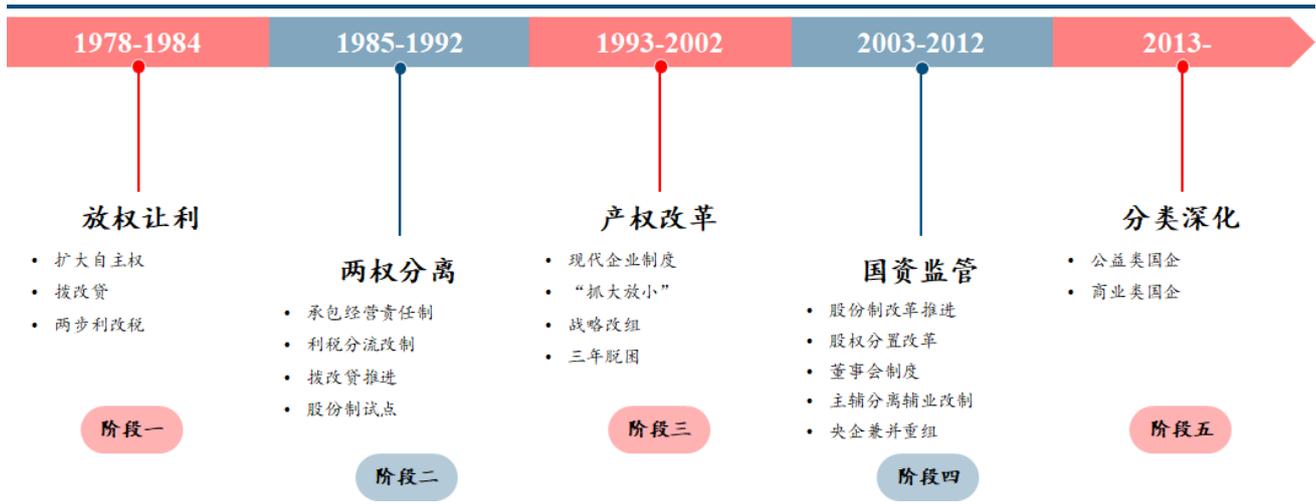
一、放权让利（1978-1984 年）	2
二、两权分离（1985-1992 年）	4
三、产权改革（1993-2002 年）	6
四、国资监管（2003-2012 年）	9
五、分类深化（2013 年至今）	14
（一）分类推进国企改革	16
（二）重点领域及主要措施	17
（三）国企改革三年行动	19

图表目录

图表 1： 中国国有企业的改革进程	1
图表 2： 1978 年之前国有工业企业全员劳动生产率（元，%）	1
图表 3： 中国工业生产同比增速与世界各国比较（%）	1
图表 4： 1978-1984 年国企改革相关文件梳理	2
图表 5： 国有工业企业全员劳动生产率（元）与同比增速（%）	4
图表 6： 国有工业企业单位利润及税金（元）	4
图表 7： 1985-1992 年国企改革相关文件梳理	5
图表 8： 全国乡及以上工业企业劳动生产率（元/人·年）	6
图表 9： 全民所有制独立核算工业企业主要财务指标（%）	6
图表 10： 1993-2002 年国企改革相关文件梳理	7
图表 11： 国有工业企业亏损总额和利润总额（亿元）	8
图表 12： 不同经济类型工业企业和生产单位数（万家）	8
图表 13： 全部 A 股上市公司毛利率与净利率（%）	9
图表 14： 上证综指与沪深股市总市值（亿元）	9
图表 15： 2003-2012 年国企改革相关文件梳理	11
图表 16： 国企的资产总额、国有资产及净资产总额（万亿元）	13
图表 17： 国有企业汇编户数（万户）	13
图表 18： 国有企业职工人数（万人）及占城镇就业比重（%）	13
图表 19： 国企上交税金总额（万亿元）及占财政比重（%）	13
图表 20： 国有企业盈利情况（万亿元）	14
图表 21： 国有企业盈利面（%）	14
图表 22： 国有企业利润率（%）	14
图表 23： 全国国有及规上非国有工业企业总体利润率（%）	14
图表 24： 国企改革的部分指导文件列举（“1+N”体系）	15
图表 25： 国有企业的功能界定与分类改革措施	17
图表 26： 全国国有企业营业收入（亿元）及同比增速（%）	19
图表 27： 全国国有企业利润总额（亿元）及同比增速（%）	19

改革开放以来，我国的国有企业改革可大致分为五个阶段。历经四十余年波澜壮阔的改革开放，我国的经济体制从计划经济逐步转向社会主义市场经济。国有企业改革因牵涉面广、错综复杂，长期以来是经济体制改革的中心环节和重点、难点，其发展历程可大致划分为五个阶段：放权让利（1978-1984年）、两权分离（1985-1992年）、产权改革（1993-2002年）、国资监管（2003-2012年）、分类深化（2013年至今）。

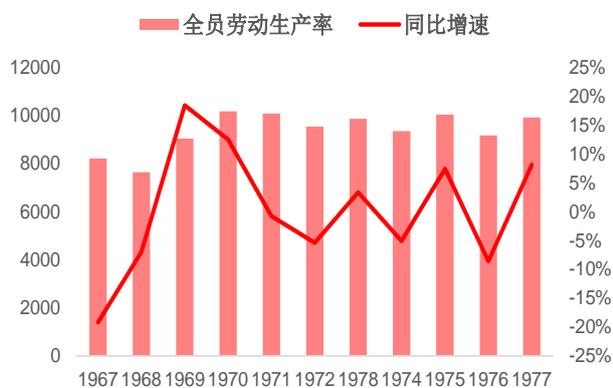
图表1：中国国有企业的改革进程



资料来源：中信建投整理

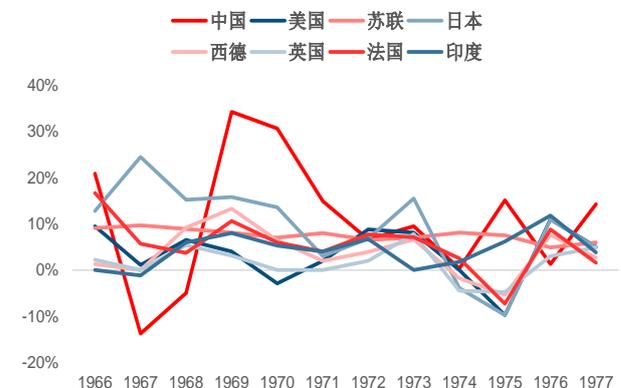
改革开放前：计划经济体制下，国企缺乏生产积极性导致经营效率偏低。在复盘国企改革历程之前，首先要了解改革前我国国有企业的基本特征。1978年改革开放之前，中国的国有企业具备以下三个特点：（1）国有企业的所有权和经营权属于国家；（2）生产计划由政府计划部门制定，国有企业只负责执行；（3）国有企业的人事、财务、生产、销售等战略决策均由政府制定。更具体地说，一方面，政府决定国企的管理者人选，为不同的行业、职位制定了各自的薪酬标准。另一方面，国企按照政府预定的计划进行生产，无需考虑定价问题和市场需求，资金成本更是接近于零，同时利润全部上缴国库，亏损由国家承担。在这种制度安排下，企业管理层和基层工人的生产积极性不高，导致改开以前国有企业经营效率长期偏低，全国工业生产增长较慢。

图表2：1978年之前国有工业企业全员劳动生产率（元，%）



资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投 注：按1980年不变价

图表3：中国工业生产同比增速与世界各国比较（%）



资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投

一、放权让利（1978-1984年）

利润留成：首次尝试扩大国有企业自主经营权。如何解决国有企业生产积极性不足的问题？我国政府尝试以利润留成的形式开展试探性改革。1978年10月，四川省政府选择了重庆钢铁、成都无缝钢管厂等六家国有企业进行扩大国企自主经营权的改革试点，让其保留部分利润，如果达到年度生产目标，可给工人发放适量奖金。如此一来，国有企业被允许从事国家强制计划外的生产活动。1979年7月，国务院发布《关于扩大国营工业企业经营管理自主权的若干规定》等5个文件，标志着以利润留成为中心、以放权让利为重点的国企改革正式推行全国。1983年4月，国务院发布《国营工业企业暂行条例》，首次将企业定义为具有自主生产经营权利的法人。1984年5月，国务院出台《关于进一步扩大国营工业企业自主权的暂行规定》，不仅明确扩大企业在生产销售、劳动人事、收入分配等10项的自主权，还允许企业在完成生产计划外可以根据市场需求生产和销售产品，由此形成了所谓的“双轨制”。双轨制的诞生标志着扩大国有企业自主权的改革达到高潮，也为非国有经济的发展创造了有利条件。

拨改贷与两步利改税：克服预算软约束。根据“软预算约束”理论，在统收统支制度下，企业缺乏独立的经济核算，无偿使用国有资金，从而普遍患上投资饥渴症并导致国民经济运行效率低下¹。为了解决这一问题，我国于70年代末开展“拨改贷”改革。1979年，建设银行从财政部分离，开始推行基建投资财政拨款改为银行贷款（即拨改贷）的试点；1984年，工商银行从人民银行体系中分离，标志着“拨改贷”的全面推行。为了使进一步企业具备自我发展的能力，国务院相继于1983年4月和1984年9月两次颁布《利改税试行办法》，将国有企业利润上缴制度改革为征收55%的所得税，即“利改税”。总体上看，“拨改贷”与“两步利改税”改革都是出于“政企分开”的基本要求。

图表4：1978-1984年国企改革相关文件梳理

时间	政策文件	相关内容
1979.7	《关于扩大国营工业企业经营管理自主权的若干规定》	(1) 在完成国家计划的前提下，允许企业制定补充计划，并按照国家规定的价格政策自行销售；(2) 实行企业利润留成；(3) 逐步提高企业固定资产折旧率；(4) 实行固定资产有偿占用制度；(5) 实行流动资金全额信贷控制；(6) 企业有关新产品试制等费用，可以从实现的利润中留用；(7) 企业有权申请出口自己的产品，并取得外汇分成；(8) 企业有权按国家劳动计划指标择优录取职工；(9) 企业在定员、定额内，有权按照实际需要，决定机构设置，任免中层和中层以下干部；(10) 减轻企业额外负担。
1983.4	《国营工业企业暂行条例》	(1) 企业有权根据国家有关政策和市场需要，编制自己的生产经营补充计划；(2) 有权拒绝计划外或缺乏必需的物质条件保证和产品销售安排的生产任务；(3) 有权自行选购计划分配以外的物资；(4) 完成国家订货任务后，有权在国家规定范围内自销产品；(5) 有权在国家规定的范围内，制定和议定产品的价格；(6) 有权向中央和地方业务主管部门申请出口、自己的产品；(7) 有权按国家规定将自己的发明创造、科研和技术革新成果进行有偿转让；(8) 对已经注册产品的商标，享有专用权；(9) 有权按照国家规定提取和使用企业基金或利润留成基金；(10) 有权按照国家规定出租、转让闲置、多余的固定资产；(11) 有权根据国家有关政策确定工资形式或分配奖金、安排福利等事项；(12) 有权在国家计划内择优录取新职工，有权按国家规定对职工实行奖惩；(13) 有权按实际需要决定自己的机构设置；(14) 有权任免行政中层干部；(15) 有权拒绝国务院或省市人民政府明文规定以外的摊派费用和无偿劳动。

¹ Schaffer M E . Do Firms in Transition Have Soft Budget Constraints? A Reconsideration of Concepts and Evidence[J]. Journal of Comparative Economics, 1997, 26(9720):80-103.

时间	政策文件	相关内容
1983.4	《关于国营企业利改税试行办法》	(1) 第一步“利改税”对盈利的国营大中型企业、盈利的国营小型企业缴纳所得税比例做出规定；(2) 并对亏损企业的亏损补贴，提出处理办法；(3) 企业税后的利润应当合理分配使用，要建立新产品试制基金、生产发展基金、后备基金、职工福利基金和职工奖励基金等；(4) 实行利改税以后，企业主管部门仍可从所属企业留利中集中一部分资金，用于重点技术改造、增设商业网点和建造简易建筑等开支。集中的比例或数额由企业主管部门确定，报财政部门备案。
1984.5	《关于进一步扩大国营工业企业自主权的暂行规定》	扩大企业十个方面的自主权，即生产经营计划权、产品销售权、产品定价权、物资采购权、资金使用权、资产处置权、机构设置权、人事劳动权、工资奖金使用权、联合经营权。
1984.9	《国营企业第二步利改税试行办法》	(1) 将工商税按纳税对象划分为产品税、增值税、盐税和营业税；改变企业利润上缴形式，国家对国营企业实现利润分别征收所得税和调节税，调节税后的剩余利润为企业留利；(2) 允许企业在征收所得税前从利润中归还技措贷款；(3) 调节税采取一户一率的办法分别核定，国营大中型企业基期利润扣除按 55% 计算的所得税和 1983 年合理留利后的部分，占基期利润的比例为调节税税率等；(4) 放宽小型企业标准，对小型国有企业所得税试行新的八级超额累进税率，对少数税后利润较多的企业仍按规定收取一定承包费；(5) 对亏损企业和微利企业继续实行盈亏包干；(6) 增加资源税、城市维护建设税、房产税、土地使用税和车船使用税。

资料来源：中国政府网，中国（海南）改革发展研究院，中信建投

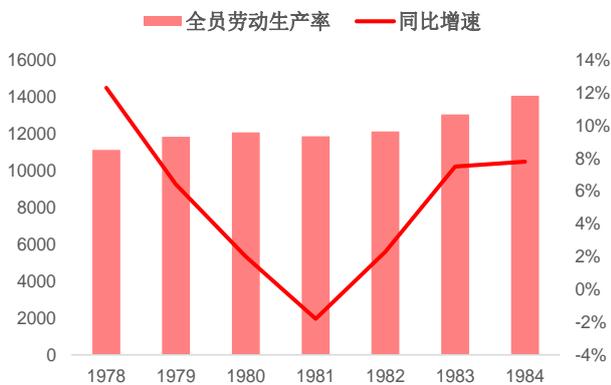
以“留利”为中心的放权让利改革效果差强人意，信息不对称问题导致国家收入不增反降。第一阶段的国企改革以“利润留成”为中心，通过承认国有企业的独立主体地位，一定程度上提高了国企的生产积极性，减少了代理问题²。但总的来说，企业的经营自主权依然有限，改革没有突破“计划经济为主，市场调节为辅”的整体框架。数据显示，1978-1984 年全民所有制工业企业的全员劳动生产率增幅约为 26.4%，高于 1975-1980 年增幅（20.4%），但从单位资金或单位产值实现的利润、税金规模来看，1984 年相比 1978 年还略有下降。表明“留利”改革推行全国后，国有企业的整体业绩有所改善，但由于信息不对称（国家不参与经营，不了解企业的实际收入和成本），企业有动机为了自身利益少报收入，多报成本，导致国家收入不增反降³。由于缺乏其他必要的配套制度安排，“拨改贷”和“两步利改税”更多的是将政府直接承担的负担转嫁给商业银行⁴。

² 代理问题：由于代理人（企业所有者/股东）的目标函数与委托人（企业经营者/经理人）的目标函数不一致，加上存在不确定性和信息不对称，代理人有可能偏离委托人目标函数而委托人难以观察和监督，从而出现代理人损害委托人利益的现象。

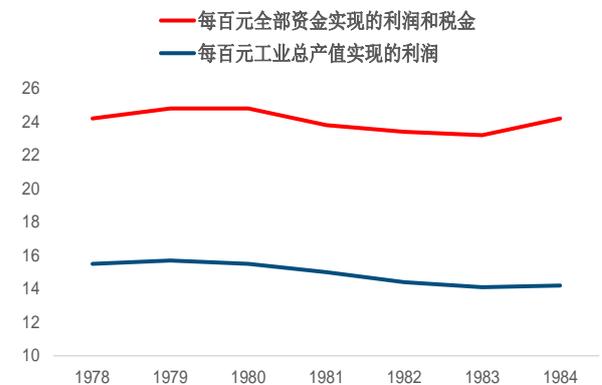
³ Lin J Y. State-owned enterprise reform in China: The new structural economics perspective[J]. Structural Change and Economic Dynamics, 2021, 58.

⁴ 杨其静. 国企改革：在摸索与争论中前进[J]. 世界经济文汇, 2008(01):55-63.

图表5：国有工业企业全员劳动生产率(元)与同比增速(%)



图表6：国有工业企业单位利润及税金(元)



资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投 注：按1980年不变价

资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投 注：按1980年不变价

二、两权分离（1985-1992年）

承包经营责任制：在公有制基础上实现所有权和经营权的分离。80年代初，我国农村地区开始实行“家庭联产承包责任制”，农产品产量显著增长。考虑到“承包责任制”改革的有效性，政府将改革思路推广至国有企业，以扭转“留利”改革后国家收入下降的趋势。1984年，党的十二届三中全会明确肯定了全民所有制企业所有权和经营权相分离的原则。1986年，厂长（经理）负责制开始推行全国，《企业破产法（试行）》在全国人大通过，为市场化改革奠定了一系列制度基础。同年内，国有企业的承包制开始试点，国家通过签订企业管理合同将经营权分配给国企管理者，自身不再直接干预企业经营。企业承诺每年向国家交付一定规模的利润，并在履行合同义务后，与国家分享一定比例的超额利润。1987年，“根据所有权与经营权适当分离的原则，认真实行多种形式的承包经营责任制”写入了政府工作报告，自此以后承包经营责任制成为国有企业的主要经营形式。到1988年年底，已有93%的国有企业采用这一制度，合同期限一般为3-5年。20世纪90年代初，转换企业经营机制、把国营大中型企业推向市场，已成为国企改革发展的重要转折。

利税分流改制：重塑国家与国有企业之间的利润分配格局。为了减轻国企税负并完善商品经济条件下国家与企业之间的分配关系，利税分流应运而生。利税分流改制从1988年开始在重庆市试点，后逐渐扩大试点范围。到1990年底，已有25个地区的部分企业试行。其基本内容是：国家作为社会管理者，先向内资企业征收33%的所得税，然后再以国有资产管理者身份，参与国有企业税后利润分配。同时逐步减免并取消“两金”（能源交通重点建设基金和预算调节基金）。利税分流改制的积极效果体现在：（1）国家与企业的利润分配格局趋向合理，初步实现了国家与企业利益共享、风险分担。（2）为不同所有制企业之间的平等竞争创造了条件。（3）有利于改革企业经营机制，硬化企业的预算约束。总体来说，税利分流试点为日后全面降低企业所得税税率和建立现代企业制度奠定了基础⁵。

承前启后：拨改贷改革全面推进，股份制试点方兴未艾。一方面，由于上一轮国企改革时期，基本建设管理体制改革不够配套，“拨改贷”进展速度不快。直到1985年后，国家投资项目才开始全面实行。另一方面，

⁵ 陈少强.政府与国有企业分配关系回顾与思考[J].经济纵横,2009,No.281(04):41-44..

1984年后，部分有条件的国有大中型企业开始股份制试点。到1992年全国股份制试点企业发展到3700家，其中内部职工持股的试点企业占绝大多数。由于上深两地证券交易所成立较晚，大规模股份制改革尚未开始实施。

图表7：1985-1992年国企改革相关文件梳理

时间	政策文件	相关内容
1984.10	《中共中央关于经济体制改革的决定》	肯定了全民所有制企业所有权和经营权相分离的原则，并提出社会主义经济是以公有制为基础的有计划的商品经济。
1986.11	《关于认真贯彻执行全民所有制工业企业三个条例的补充通知》	从党委领导下的厂长负责制到厂长负责制的转变，是企业领导体制的重大改革。全民所有制工业企业的厂长（经理）是一厂之长，是企业法人的代表，对企业负有全面的责任，处于中心地位，起中心作用。
1987.8	《关于深化改革、完善承包经营责任制的意见》	实行承包经营责任制，必须坚持“包死基数、确保上交、超收多留、歉收自补”的原则，兼顾国家、企业、职工三者利益。承包基数要体现鼓励先进、鞭策后进的原则。承包后新增加的留利，要大部分（一般70%以上）用于发展生产。
1988.2	《全民所有制工业企业承包责任制暂行条例》	承包经营责任制是在坚持企业的社会主义全民所有制的基础上，按照所有权与经营权分离的原则，以承包经营合同形式，确定国家与企业的责权利关系，使企业做到自主经营、自负盈亏。实行承包经营责任制，必须兼顾国家、企业、经营者和生产者利益，调动企业经营者和生产者积极性，挖掘企业内部潜力，确保上缴国家利润，增强企业自我发展能力，逐步改善职工生活；应当按照责权利相结合的原则，切实落实企业的经营管理自主权，保护企业的合法权益；应按照包死基数、确保上缴、超收多留、歉收自补的原则，确定国家与企业的分配关系；合同双方必须遵守国家法律、法规和政策，接受人民政府有关部门的监督。
1991.6	《关于企业职工养老保险制度改革的决定》	改革养老保险完全由国家、企业包下来的办法，逐步建立起基本养老金保险与企业补充养老金保险和职工个人储蓄性养老保险相结合的制度。
1992.1	《深化企业劳动人事、工资分配、社会保险制度改革的意见》	党的十一届三中全会以来，企业劳动人事、工资分配、社会保险制度改革取得了一定成效，但从整体上看，企业内部的“铁交椅”、“铁饭碗”和“铁工资”弊端没有完全破除，影响了职工主人翁责任感和积极性的充分发挥。深化企业劳动人事、工资分配和社会保险制度改革，在企业内部真正形成“干部能上能下、职工能进能出、工资能升能降”的机制，成为当前转换企业经营机制的重要任务。

资料来源：中国政府网，中国（海南）改革发展研究院，中信建投

以承包责任制为中心的两权分离改革有一定效果，但仍受限于信息不对称问题。承包经营责任制是上世纪80年代中国国企改革最显著的特征，一定程度上改善了相关国有企业的经营业绩。从全国乡及以上工业企业的全员劳动生产率来看，1985-1992年，全民所有制企业年复合增速为13.3%，但低于同期集体所有制企业和其他经济类型企业，同时国有企业的资金利润率、资金利税率呈下行趋势。究其原因，承包经营责任制有三个方面的主要缺陷或负面效果⁶：

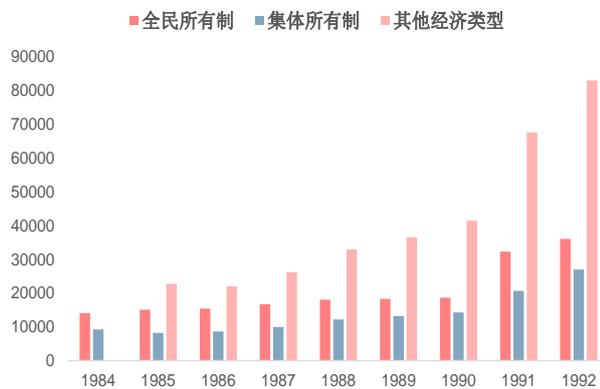
（1）合同期限有限导致经理人“目光短浅”。由于大多数经营合同期限为3-5年，国企管理者为了在合同期内实现预期利润，缺乏长期动力维护机械设备等固定资产、投资新项目以及升级扩产。

（2）由于缺乏外部监督，企业容易出现“隧道行为”。承包经营责任制的最初意图是通过利润留成来激励国企管理者，但后者可以从国有企业中提取资源来获得更多利益或将利润转移到其他私营企业，并与私营企业所有者分享利润，导致国有资产流失和国有企业空心化。

（3）承包经营责任制本质上不是市场机制，导致国企产品滞销。20世纪90年代初，大约40%的国有企业在处于亏损状态，此时国家也不能强迫其兑现承诺的利润。

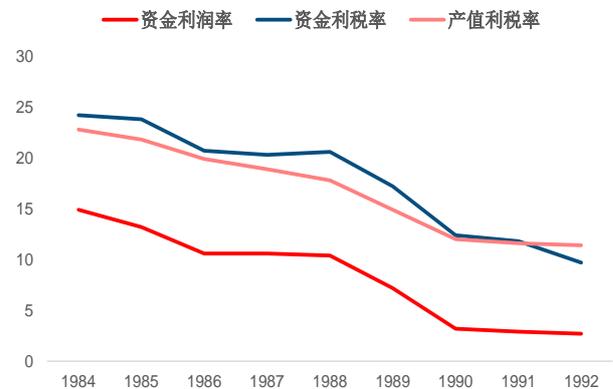
⁶ Karen, Jingrong, Lin, et al. State-owned enterprises in China: A review of 40 years of research and practice[J]. China Journal of Accounting Research, 2020, v.13(01):35-59.

图表8：全国乡及以上工业企业劳动生产率（元/人·年）



资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投

图表9：全民所有制独立核算工业企业主要财务指标（%）



资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投

无论是利润留成制还是承包责任制，由于外部监督弱化和配套制度的不完善，国企改革依然存在较为严重的信息不对称。由此带来的“所有者缺位”被公认为国有企业的主要问题，也是国有资产流失的重要原因。

三、产权改革（1993-2002年）

建立现代企业制度：以所有权改革为核心，以公司制改革为主要手段。前两轮国企改革取得了一定效果，但国家和企业之间仍然存在比较严重的信息不对称，缺乏市场支持机构来促进所有权和经营权真正分离，导致国有企业出现产权模糊（所有者缺位）的问题。1993年11月14日，中共十四届三中全会通过《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》。《决定》提出，我国国有企业改革的目标是建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。国企改革由此进入了以所有权改革为核心，以公司制改革为主要手段的新时期。1994年，《公司法》开始实施，为国有企业建立健全公司治理结构奠定了法律基础。公司制改革在保留国家所有权的同时，对国有企业的内部治理体系加以重组，股东大会、董事会、监事会成为公司三大主体。1999年，十五届四中全会通过了《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》，要求改制公司，普遍实现股权多元化和建立有效的法人治理结构，公司化改制由此全面推广。

“抓大放小”与战略性改组：构造产业结构优化和经济高效运行的微观基础。90年代中期，国有企业陷入发展困境，甚至出现亏损额大于利润总额的情况。针对这一现象，中央提出了“抓大放小”的国企改革战略。

（1）“抓大”，即搞好大公司、大集团。对于大型国有企业，一方面组建“实力雄厚、竞争力强的大型企业和企业集团”，另一方面“宜于实行股份制，要通过规范上市、中外合资和企业互相参股等形式，改为股份制企业”。1996年，国家针对1000户重点企业出台分类指导方案，建立国家经贸委与企业联网的信息系统，对其中300家明确主办银行落实经营资金，贯彻落实大公司、大集团战略。

（2）“放小”，即放开搞活国有小企业。“要从实际出发，继续采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营和股份合作制、出售等多种形式，放开搞活国有小企业”，即允许中小国企破产、重组及非国有化。1996年，国务院出台《关于放开搞活国有小型企业的意见》进行指导，全国各地采取了改组、联合、兼并、股份合作制、租赁、承包经营和出售等多种形式，把一大批小企业直接推向市场。

(3) 战略性改组，根据党中央的要求，战略性改组要以市场和产业政策为导向，搞好大的，放活小的，把优化国有资产分布结构、企业组织结构同优化投资结构有机地结合起来，择优扶强，优胜劣汰，形成兼并破产、减员增效机制，防止国有资产流失⁷。21 世纪初，我国政府继续为企业集团发展创造必要的政策环境和条件，电力、电信、民航等行业的国有大型企业进一步深化改革和重组，加快建立现代企业制度。在电力、电信、石油石化等重点行业中，一批具有较大规模和技术创新能力的国企迅速成长。

三年脱困：化危为机，攻坚克难。90 年代中后期，上市国有企业受益于公司化改革，经营效率得以提升，但广大非上市国有企业却无法跟上改革的步伐。到 1997 年底，在 16784 家大中型国有企业中，亏损 6599 家，亏损总额 666 亿元。1998 年受东亚金融危机影响，国民经济进一步承压，国有（工业）企业利润触底。为了应对这一危机，1998 年国务院全面启动国有企业“三年改革脱困工作”，通过大中型困难企业的政策性关闭破产、中小型国有或集体企业改制等手段，依托再就业中心和基本保障线政策，托管安置千万规模的下岗职工。到 2000 年，国有企业改革三年目标基本完成，国有大中型企业基本摆脱困境，初步建立起现代企业制度；大量国有中小型企业从不具备竞争优势的领域退出；经过新一轮政府机构改革和职能转变，新型政企关系也初步形成⁸。

证券市场的发展客观上也推动了国企改革进程。20 世纪 90 年代，与公司制改革相适应的证券市场亦发展迅速，对推进国企改革做出较大贡献。1990 年上交所、深交所相继建立后，为国有企业在资本市场上市融资提供了平台。1999 年下半年《证券法》正式施行，进一步推动了中国证券市场的发展和国企改革的进程。

图表10：1993-2002 年国企改革相关文件梳理

时间	政策文件	相关内容
1992.7	《全民所有制工业企业转换经营机制条例》	赋予企业 14 项经营自主权，并指出，企业改革的关键是转换企业经营机制，转换企业经营机制的重点是落实企业经营自主权。这是我国企业第三次大规模的放权。
1993.11	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》	我国国有企业改革的目标是建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。正式提出“法人财产权”的概念。这是在企业产权理论上的一大突破和创新，对现代企业制度建设的实践具有重要的指导意义。
1993.12	《中华人民共和国公司法》	作为新中国成立以来诞生的第一部公司法，与已有的有关股份制试点的法规文件，共同构成了我国公司制度的法律框架，为股份制试点和公司制试点提供了重要的法律保证。
1995.9	《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标的建议》	提出战略性改组要以市场和产业政策为导向，搞好大的，放活小的，把优化国有资产分布结构、企业组织结构同优化投资结构有机地结合起来，择优扶强，优胜劣汰，形成兼并破产、减员增效机制，防止国有资产流失。
1996.5	《坚定信心，加强领导，狠抓落实，加快国有企业改革和发展步伐》	首次系统提出了国有企业改革的八条基本方针：（1）以公有制为主体的现代企业制度是社会主义市场经济体制的基础，国有企业特别是大中型企业是国民经济的支柱，国有企业改革是经济体制改革的中心环节。（2）建立现代企业制度是国有企业改革的方向。其基本特征是产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学。到 20 世纪末要使大多数国有大中型骨干企业初步建立起现代企业制度，成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的法人实体和市场竞争主体。（3）把国有企业的改革同改组、改造和加强管理结合起来，以构造产业结构优化和经济高效运行的基础。（4）要着眼于搞好整个国有经济，通过存量资产的流动重组，以市场和产业政策为导向，集中力量抓好一批国有大型企业和企业集团，放开搞活一般国有小型企业，以利于更好地发挥国有经济在国民经济中的主导作用。（5）加快国有企业的技术进步，形成企业的技术创新机制，增强企业的市场竞争能力。（6）搞好国有企业，要全心全意依靠工人阶级，切实加强企业经营管理者队伍的建设，严格企业内部管理，

⁷ 《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标的建议》

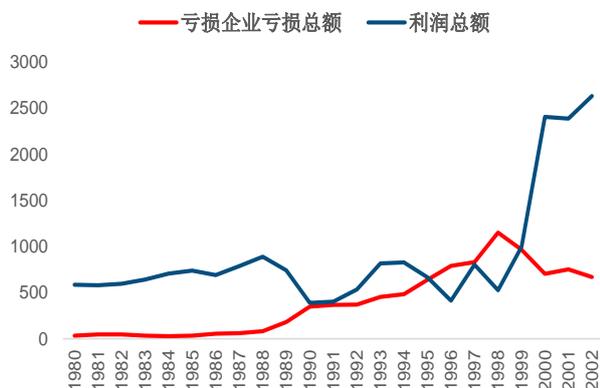
⁸ 胡迟. 国企改革:40 年回顾与展望[J]. 现代国企研究, 2018(17):11.

时间	政策文件	相关内容
1999.9	《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》	形成适应市场经济要求的机制，做好企业的各项基础性工作，提高企业的整体素质。（7）协调推进各项配套改革，重点是建立权责明确的国有资产管理、监督和营运体系，促进政企职责分开，加快建立健全社会保障制度，为国有企业改革提供必要的外部条件。（8）坚持公有制经济为主体，多种经济成分共同发展，国家为各种所有制经济平等参与市场竞争创造良好的环境和条件。深化国有企业改革，建立现代企业制度，必须坚持三个有利于的标准，要鼓励探索，允许试验，坚持解放思想，实事求是，大胆去试，大胆去闯。 （1）从战略上调整国有经济布局，要同产业结构的优化升级和所有制结构的调整完善结合起来，坚持有进有退，有所为有所不为。国有经济需要控制的行业和领域主要包括：涉及国家安全的行业，自然垄断的行业，提供重要公共产品和服务的行业，以及支柱产业和高新技术产业中的重要骨干企业。其他行业和领域，可以通过资产重组和结构调整，集中力量，加强重点，提高国有经济的整体素质。（2）积极探索公有制的多种实现形式。国有资本通过股份制可以吸引和组织更多的社会资本，放大国有资本的功能，提高国有经济的控制力、影响力和带动力。（3）坚持“抓大放小”。要着力培养实力雄厚、竞争力强的大型企业和企业集团，有的可以成为跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团。（4）放开搞活国有中小企业。要积极扶持中小企业特别是科技型企业，使它们向“专精特新”的方向发展，同大企业建立密切的协作关系，提高生产的社会化水平。继续采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营和股份合作制、出售等多种形式，放开搞活国有小企业，不搞一个模式。
2000.3	《国有企业监事会暂行条例》	规定国有重点大型监事会由国务院派出，对国务院负责，代表国家对国有重点大型企业的国有资产保值增值状况实施监督。

资料来源：中国政府网，中国（海南）改革发展研究院，中信建投

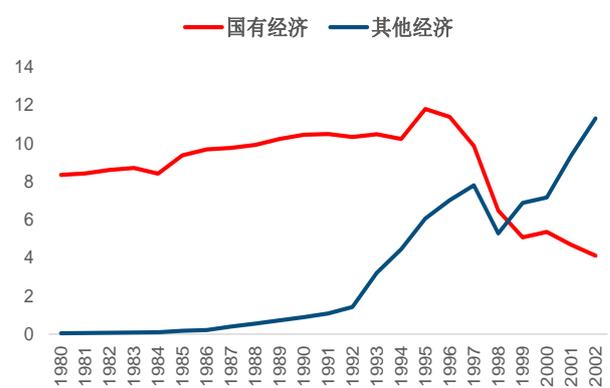
产权改革效果比较显著，但国有资产流失的问题依然存在。以产权改革为核心的一系列措施，客观上提高了国有企业的经营效率，使其重新“轻装上阵”。90年代末国有工业企业的亏损总额开始触顶回落，利润总额企稳回升，盈利能力（按“利润总额/固定资产净值”计算）创十年内新高，国有（工业）企业数量也降至90年代初的一半。但在国企剥离冗余资产的改革过程中，由于监管不力，部分优质资产被非国有部门抢占，侵蚀中小投资者利益的“隧道行为”再次发生。

图表11：国有工业企业亏损总额和利润总额（亿元）



资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投 注：1998年及以后包括国有控股工业企业。

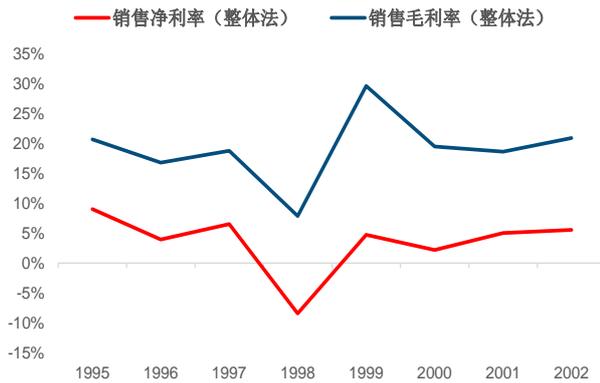
图表12：不同经济类型工业企业和生产单位数（万家）



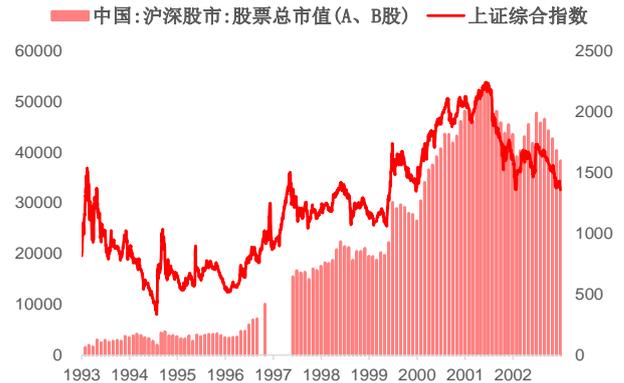
资料来源：《中国工业统计年鉴》，中信建投

上市国企的经营效率提升并不明显。上市公司长期被认为是最先进的公司治理形式。这种制度安排可以通

过引入外部股东来监督上市国企，防止董事会、管理层侵害全体股东利益。但数据显示，改革期间 A 股上市公司的毛利率、净利率等表征盈利能力的指标提升并不明显。究其原因，可能与我国证券市场过于“年轻”有关。90 年代国内股票市场的投资者结构以散户为主，投资者成熟度整体不高，加之当时国有上市公司长期不分红，股东只能从资本增值（股价上涨）中获利。结果导致散户投资者更热衷于投机，缺乏监督上市公司或关心其业绩的激励，部分基金进入市场后反而加剧了市场波动。

图表13：全部 A 股上市公司毛利率与净利率（%）

资料来源：Wind，中信建投

图表14：上证综指与沪深股市总市值（亿元）

资料来源：Wind，中信建投

四、国资监管（2003-2012 年）

国资委成立：打造新的国有资产监管体制。2003 年起，国企改革进入了以大型国有企业为重点，以建立新的国有资产监管体制为核心内容的阶段。从上一轮国企改革的分析可知，产权改革成效显著但也略有不足。谁是国有企业的所有者？这一问题并没有得到根本解决。2002 年 11 月，党的“十六大报告”正式发布。《报告》指出，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。同时《报告》针对不同类型国有企业的出资人职责作出划分，其中“关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要自然资源等”属于中央政府，其他属于地方政府，这一表述从顶层设计层面为下一阶段国企改革特别是新的国有资产监管体制的建立奠定了基础。2003 年 3 月，国务院国有资产监督管理委员会（简称“国资委”）挂牌成立，作为国有资产的出资人和中央企业的监管者，指导推进国有企业的改革重组以及国有经济结构布局的战略性调整。到 2004 年，全国 31 个省份和新疆生产建设兵团国资委全部组建完毕，新的国有资产监管体制基本确立。

股份制改革推进：推广国企混改所需的实现形式。股份制改革是建立现代企业制度、发展混合所有制经济的核心内容，进入新世纪以来重要性日益凸显。2003 年 10 月，十六届三中全会通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出要“使股份制成为公有制的主要实现形式”，拉开了新一轮大型国有企业股份制改革的序幕。2004 年初，国务院决定中国银行和建设银行实施股份制改革试点，动用 450 亿美元外汇储备为两家国有商业银行补充资本金，使其达到上市标准。随后的几年内，国资委系统继续采取多种方式大力推进国有企业股份制改革工作：例如除涉及国家安全或产业政策禁止外资、民营资本投资的企业外，其他

国有企业逐步改制为多元股权的公司，实现了投资主体多元化，大力发展混合所有制经济；积极推进有条件的大中型国企于境内外整体上市，不具备条件的将优良业务资产逐步注入上市公司，进一步做优做强。到 2012 年，我国工业企业中股份有限公司已经达到 9012 家，混合所有制工业企业数量占规模以上工业企业单位数的 26.3%。央企及其子公司引入非公资本形成的混合所有制企业已占总企业数的 52%。央企及其子公司控股、地方国企控股的上市公司分别达到 378 家、681 家，其中非国有股权比例分别超过 53%、60%⁹。

股权分置改革：完善上市公司治理结构，推动国有资本合理流动。由于历史原因，经股改上市的国有企业中尚有很大一部分股票处于暂不上市流通的状态，形成大量与流通股相对应的非流通股。这种股权分置现象扭曲了资本市场定价机制，制约着市场资源配置功能的有效发挥，也成为国有资产管理体制改革的障碍。针对这一历史遗留问题，2005 年 4 月，证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动股权分置改革试点工作。同年 9 月，国资委发布《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》，强调了股权分置改革对完善上市公司法人治理结构、推动国有资本合理流动的重要意义，并对国有控股上市公司股权分置改革工作进行鼓励和指导。到 2006 年底，沪深两市已完成或者进入改革程序的上市公司共 1301 家，占应改革上市公司 97%，市值占比 98%，未进入改革程序的上市公司仅 40 家。股权分置改革基本完成¹⁰。

董事会制度改革：继续规范国有企业法人治理结构。公司治理的本质是以董事会为中心的治理，改革国有企业董事会制度是国有企业法人治理机制建设的核心问题¹¹。董事会制度改革前，央企董事会与最高管理层重叠，削弱了其对管理团队的监督和建议作用。国资委成立后，建立完善中央企业董事会制度被提上日程。2004 年 2 月，国资委提出在央企进行国有独资公司建立和完善董事会试点工作。同年 6 月，国资委印发《关于中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点工作的通知》，首次明确了董事会制度试点的主要思路和措施，并确定神华集团、宝钢集团等 7 户企业为第一批试点企业。通过建立外部董事制度、设置董事会专门委员会等措施，参与改革的央企决策权和执行权基本分开，董事会风险意识普遍增强，决策更加科学，管理层责任感和使命感进一步提高，都有利于企业经营效率的提升。

央企兼并重组与主辅分离辅业改制：进一步完善国有经济的布局结构。除了监管体制的改革，国家还通过央企的兼并重组与主辅分离辅业改制等措施继续调整国有经济的布局 and 结构。**兼并重组方面**，2006 年 12 月 5 日，国资委发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见》，提出了国有资本调整和国有企业重组的基本原则、主要目标和政策措施，同时明确了中央企业集中的关键领域和重组的目标。到 2006 年，全国国有工商企业数量降低到 11.9 万家，相当于 1998 年的一半。央企数量从 2003 年的 196 家降低到 2012 年的 112 家。**主辅分离辅业改制方面**，2002 年 11 月 18 日，原国家八部委联合颁布了 859 号辅业改制政策及相关配套政策¹²，将过去国有中小型企业改革的成功经验迁移到大中型企业改革和结构调整中来，兼顾国有大中型企业的“瘦身”、改制企业的发展以及体制机制转换和职工再就业。许多辅业通过改制实行产权多元化，引入了资金技术，扩大了市场，盘活了存量，增强了活力和发展后劲。

⁹ 黄群慧.“新国企”是怎样炼成的——中国国有企业改革 40 年回顾[J].China Economist,2018,13(01):58-83.

¹⁰ http://www.gov.cn/ztl/gclszfgzbg/content_554986.htm

¹¹ 徐炜.中央企业董事会建设研究[J].经济管理,2011,33(11):44-53.

¹² 《关于国有大中型企业主辅分离辅业改制分流安置富余人员的实施办法》

图表15：2003-2012年国企改革相关文件梳理

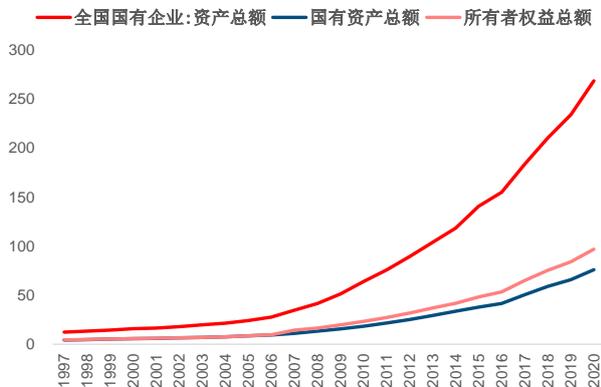
时间	政策文件	相关内容
2002.11	《全面建设小康社会,开创中国特色社会主义事业新局面》	在坚持国家所有的前提下,建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责,享有所有者权益,权利、义务和责任相统一,管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要自然资源等,由中央政府代表国家履行出资人职责。其他国有资产由地方政府代表国家履行出资人职责。中央政府和省、市(地)两级地方政府设立国有资产管理机构。继续探索有效的国有资产经营体制和方式。各级政府要严格执行国有资产管理法律法规,坚持政企分开,实行所有权和经营权分离,使企业自主经营、自负盈亏,实行国有资产保值增值。
2003.3	《国务院关于机构设置的通知》	成立国务院国有资产监督管理委员会。
2003.10	《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》	(1)对垄断行业要求放宽市场准入,引入竞争机制。(2)有条件的企业要积极推行投资主体多元化。(3)继续推进和完善电信、电力、民航等行业的改革重组。(4)加快推进铁道、邮政和城市公用事业等改革,实行政企分开、政资分开、政事分开。(5)对自然垄断业务要进行有效监管。
2004.6	《关于中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点工作的通知》	(1)将忠实代表所有者利益、对出资人负责、增强公司市场竞争力作为董事会建设的根本宗旨。(2)建立外部董事制度,使董事会能够作出独立于经理层的客观判断。充分发挥非外部董事和经理层在制定重大投融资方案和日常经营管理中的作用。董事会中应有经职工民主选举产生的职工代表。(3)以发展战略、重大投融资、内部改革决策和选聘、评价、考核、奖惩总经理为重点,以建立董事会专门委员会、完善董事会运作制度为支撑,确保董事会对公司进行有效的战略控制和监督。(4)出资人、董事会、监事会、经理层各负其责,协调运转,有效制衡。国资委代表国务院向国有独资公司派出监事会,监事会依照《公司法》、《国有企业监事会暂行条例》的规定履行监督职责。(5)按照建设完善的董事会的方向,从目前的实际情况出发,平稳过渡,逐步推进,总结经验,不断完善。
2005.9	《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》	(1)各级国资监管机构和央企要按照“积极、稳妥、有序”的基本原则,认真制订本地区或本企业国有控股上市公司股权分置改革的总体规划,加强对国有股股东的分类指导,并注意把股权分置改革与维护证券市场稳定有机结合起来,把握好改革的力度、发展的速度和市场的可承受程度,成熟一家,推出一家。对于条件暂不成熟的上市公司,也要积极创造条件,探索有效改革方式。(2)各级国资监管机构和央企要切实履行职责,对上市公司国有股股东研究制订股权分置改革方案进行指导和监督,并采取有效措施,强化内部管理,防止道德风险,防范利用股权分置改革进行欺诈、内幕交易和市场操纵等违法犯罪行为。(3)积极探索股权分置改革的多种实现形式,鼓励将资产重组、解决控股股东或实际控制人占用上市公司资金问题等与股权分置改革组合运作,提高上市公司质量。(4)注意充分保护流通股、非流通股股东的合法权益,综合考虑国有股股东的实际情况、上市公司的盈利能力及发展后劲,兼顾即期利益和长远利益。
2006.8	《中华人民共和国企业破产法》	确定了企业有序退出的法律制度,规范了企业破产程序,对于公平清理债权债务,保护债权人和债务人的合法权益,维护社会主义经济秩序具有重要意义。
2006.12	《关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见》	明确了国有资本调整和国有企业重组的基本原则、主要目标和政策措施。要求对需要由国有资本控股的企业,要区别不同情况实行绝对控股和相对控股;对不属于重要行业和关键领域的国有资本,按照有进有退、合理流动的原则,实行依法转让,防止国有资产流失。
2006.12	《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》	以股权激励为杠杆,推进国有企业深化改革,完善公司治理结构,转变经营机制,提高竞争能力。

时间	政策文件	相关内容
2007.3	《中华人民共和国物权法》	(1) 明确了国有财产的归属：“法律规定属于国家所有的财产，属于国家所有即全民所有。”物权法还强调“国家所有的财产受法律保护，禁止任何单位和个人侵占、哄抢、私分、截留、破坏”。(2) 明确了造成国资流失的法律责任追究制度。(3) 为现行的国资管理体制提供了根本性的法律支撑。
2007.3	《中华人民共和国企业所得税法》	实现了内外资企业所得税税制的统一。
2007.8	《中华人民共和国反垄断法》	国有经济占控制地位的关系国民经济命脉和国家安全的行业以及依法实行专营专卖的行业，国家对其经营者的合法经营活动予以保护，并对经营者的经营行为及其商品和服务的价格依法实施监管和调控，维护消费者利益，促进技术进步。
2007.12	《中央企业国有资本收益收取管理办法》	今后中央政府管理的一级企业，将向政府缴纳不同比例的国有资本收益，结束国有企业十多年不分红的历史。
2008.1	《关于中央企业履行社会责任的指导意见》	央企的社会责任应包括依法经营、提高持续盈利能力、提高产品质量和服务水平、加强资源节约和环境保护、推进自主创新和技术进步、保障生产安全、维护职工合法权益、参与社会公益事业等八个方面。《指导意见》的发布，有利于促进中央企业与社会各方面的沟通。
2010.5	《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》	(1) 推动国有资本从一般竞争性领域适当退出，切实把国有资本投资重点放在关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域。(2) 以推进广电和电信业务双向进入为重点，制订三网融合试点方案并开展试点。(3) 推进电力体制改革，完成电网企业主辅分离改革。(4) 推进盐业管理体制、金融、能源、电信、教育、医疗等领域，鼓励、引导民间资本进入重组联合和参与国有企业改革。(3) 强化国有控股大型金融机构内部治理和风险管理，出台商业银行公司治理指引。(4) 推进国有农场、国有林场体制改革。
2012.3	《关于 2012 年深化经济体制改革重点工作的意见》	(1) 健全国有资本经营预算与收益分享制度，提高国有资本收益用于社会公共支出的比重。(2) 鼓励民间资本进入铁路、市政、金融、能源、电信、教育、医疗等领域，鼓励、引导民间资本进入重组联合和参与国有企业改革。(3) 强化国有控股大型金融机构内部治理和风险管理，出台商业银行公司治理指引。(4) 推进国有农场、国有林场体制改革。

资料来源：中国政府网，中国（海南）改革发展研究院，中信建投

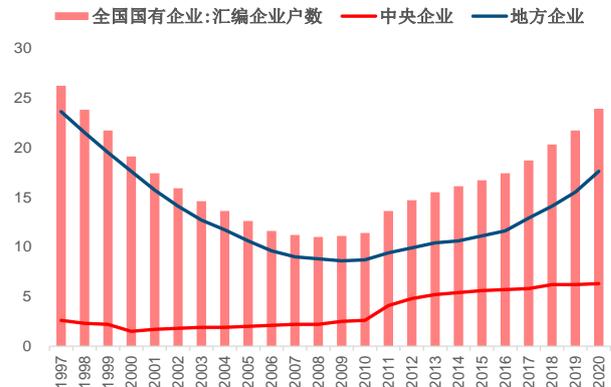
以国资监管为核心的改革有效促进了国有经济的壮大，加强了对国有资产的保护。从国有资产规模来看，2002-2012 年，全国国有企业的资产总额、国有资产总额以及净资产总额分别增长至 89.5 万亿元、25.3 万亿元和 32.0 万亿元，年复合增速分别达到 17.4%、14.5% 和 17.0%。一方面体现了中国经济高速增长长期内国有经济的做大做强，另一方面也表明国有资产的核算与保护力度再上一个台阶。从国有企业的数量来看，国企汇编户数总体上先降后升，2008 年经济危机后实现逆势增长。其中前期地方国企数量下降，央企数量稳中有升，后期地方国企数量企稳回升，央企数量增长趋势不变。从职工人数和税金规模来看，全国国企的职工人数保持平稳，但在城镇就业中的比重持续下降；国企的上交税金总额持续攀升，但在财政收入中的比重持续下降。

图16: 国企的资产总额、国有资产及净资产总额(万亿元)



资料来源: Wind, 中信建投

图17: 国有企业汇编户数(万户)



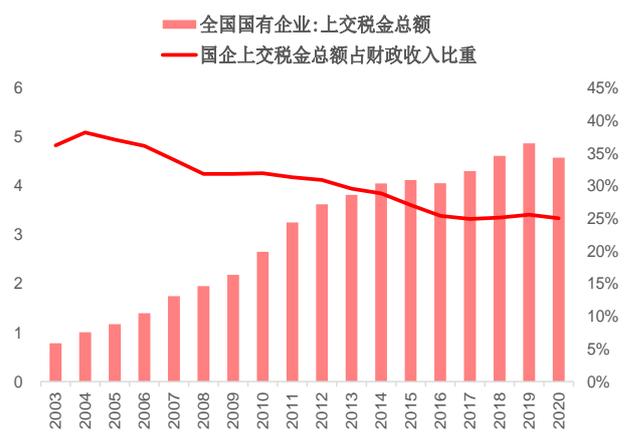
资料来源: Wind, 中信建投

图18: 国有企业职工人数(万人)及占城镇就业比重(%)



资料来源: Wind, 中信建投

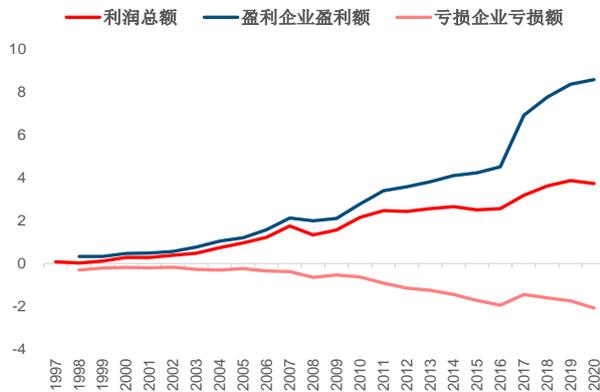
图19: 国企上交税金总额(万亿元)及占财政比重(%)



资料来源: Wind, 中信建投

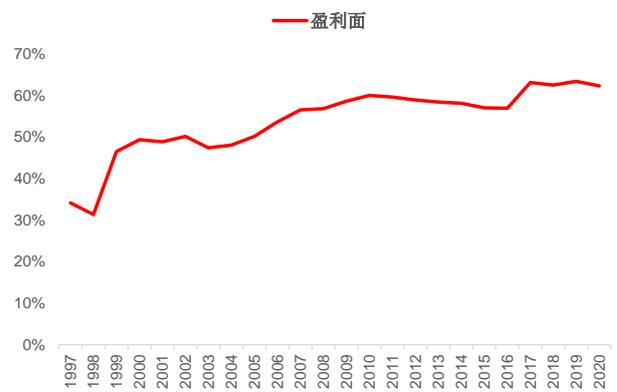
国企盈利情况呈“两极分化”趋势，2008年后盈利能力有所减弱。从盈利情况来看，第四轮国企改革以来，中国国有企业的盈利情况出现分化，盈利企业的盈利额和亏损企业的亏损额同步扩大，2008年后分化程度进一步提高。从经营效率（盈利能力）来看，全国国有企业的盈利面（盈利企业占比）呈现出先上升后下降的趋势，分水岭在2010年（60%）。净资产利润率和销售利润率的变动趋势与之类似，2007年达到高点，随后明显回落，2010年小幅回升后继续回落。这种趋势上的变化可能不是国企改革自身造成的，而是与全球金融危机前后，中国经济基本面及自身发展方式的变化有关。根据工业企业口径，同一时期包括规模以上非国有企业在内的全国企业总体利润率与国企利润率的走势大致相同，可以侧面印证这一点。

图表20：国有企业盈利情况（万亿元）



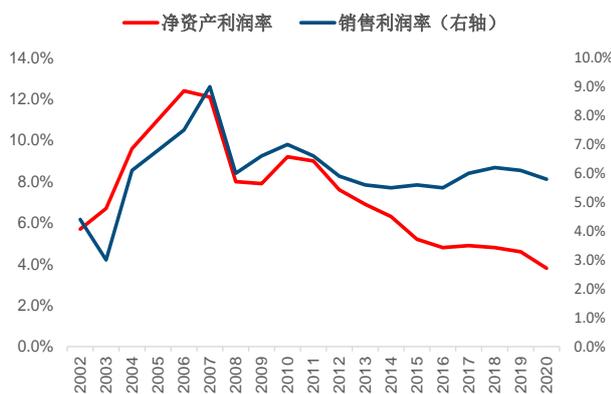
资料来源：Wind，中信建投

图表21：国有企业盈利面（%）



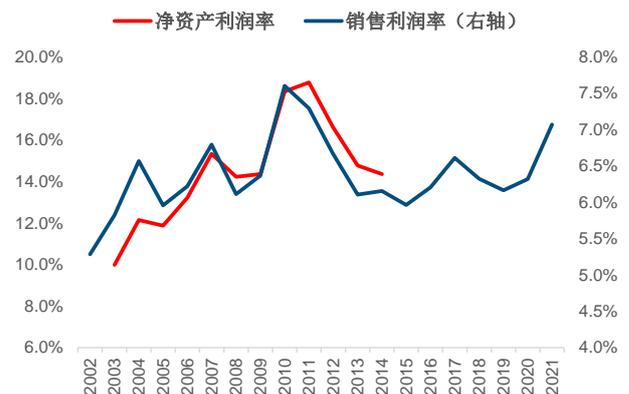
资料来源：Wind，中信建投

图表22：国有企业利润率（%）



资料来源：Wind，中信建投

图表23：全国国有及规上非国有工业企业总体利润率（%）



资料来源：Wind，中信建投

五、分类深化（2013年至今）

前四轮国企改革中，市场化、做大做强等取向与社会主义市场经济体制和基本经济制度的要求相适应。1978-2012年，国企改革从最初的放权让利，到所有权经营权分离，再到以产权制度改革为主线的股份制与现代企业制度，都力图在国有制的框架内，将国有企业改造成为自主经营、自负盈亏的市场竞争主体，最终使资源配置权从政府转向市场微观主体。这也符合“使市场在资源配置中起决定性作用”¹³的核心要义。而90年代中后期以来实行的“抓大放小”改革方针和完善国有资产监管体制的一系列措施，则与我国基本经济制度所要求的“公有制为主体、多种所有制经济共同发展”相契合，意味着做大做强国有企业是国企改革的必然选择。

国有企业的功能定位等问题有待新一轮国企改革去解决。随着中国经济进入新常态，社会主义市场经济体制进一步完善，如何进一步确定我国国有企业的功能定位和布局结构？为了实现公有制的主体地位和市场化改革取向二者之间的平衡，国有经济将采用何种实现形式？与之适应的国资监管体制和企业治理结构将如何？

¹³ 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》

2013年开启的第五轮国有企业改革，以“分类”和“深化”为核心。党的十八大召开后，国企改革进入“分类改革”的全新时期。2013年11月15日，十八届三中全会发布《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出了全面深化改革总目标，并首次明确了有关国企改革的四方面重大问题：

(1) **国有经济的功能定位和布局**：在明确坚持公有制主体地位、发挥国有经济主导作用的前提下，准确界定不同国有企业的功能，国有资本运营要服务于国家战略目标，重点提供公共服务、发展重要前瞻性战略性新兴产业、保护生态环境、支持科技进步、保障国家安全。

(2) **国有经济的主要实现形式**：积极发展混合所有制经济。

(3) **国有经济管理体制**：完善国有资本管理体制，以管资本为主加强国有资产监管。

(4) **国有经济微观制度基础**：推动国企完善现代企业制度，健全协调运作、有效制衡的公司法人治理结构。

主体制度框架名为“1+N”政策体系。2015年是第五轮国企改革的关键之年。9月13日《关于深化国有企业改革的指导意见》正式下发，同年内另有22份配套政策文件陆续发布，由此形成了以《指导意见》为中心、以其他配套政策为补充的“1+N”国企改革政策体系，标志着新时期全面深化国有企业改革的主体制度框架初步确立。此后几年时间里，国资委等部门先后出台上百份文件，聚焦在国有资产管理体制、建立现代企业制度、监督防止国有资产流失、发展混合所有制等多个方面。

图表24：国企改革的部分指导文件列举（“1+N”体系）



资料来源：中国政府网，国资委网站，中信建投

（一）分类推进国企改革

国企功能界定与分类：本轮深化改革的前提和基础。为什么要对国企进行分类？即便是在市场化改革的取向下，国企的价值评价依然是多元的。有的国企更多要承担增厚国有资本收益的职责，有的国企则需要在国计民生方面承担更多的社会责任。对于不同类型的国有企业，“一刀切”的做法并不符合新时期深化改革的客观要求，“因企施策”的改革更为可取。2015年发布的《关于深化国有企业改革的指导意见》，首次将国有企业被分为公益类、“主业处于充分竞争行业和领域的商业类”和“主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业 and 关键领域、主要承担重大专项任务的商业类”。至此，分类成为本轮国有企业改革的起点和前提。针对不同类型的国有企业，实行不同的国资监管机制、混合所有制改革方案、公司治理机制以及国有经济战略性调整方向等，再有针对性、差别化地推进。2015年12月，《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》出台，与之相配套的《中央企业功能界定与分类实施方案》于2016年8月颁布。到2017年底，国资委监管的央企层面功能界定与分类工作完成，76家中央企业完成全部子企业分类，各地国资委也全面完成了所监管的一级企业分类。

分类标准主要基于国企的公益性和垄断性。根据《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》，不同类型国有企业的划分标准主要是基于公益性和垄断性两个维度。为了方便理解，本文将其置于坐标系的不同象限：

（1）公益类国企（位于图表 25 中第 I 象限），主要提供公共产品和服务，兼具公益性和垄断性，因此必要的产品服务价格可采用政府调控形式，所有权上也可采取国有独资形式，总体上看，公益类国企市场化改革的程度无需过高¹⁴。

（2）主业处于充分竞争行业和领域的商业类国企（位于图表 25 中第 III 象限），从产品、业务的角度来说与民营企业差别不大。因此“按市场化要求进行商业运作”、“原则上都要进行公司制股份制改革”等改革要求相对顺理成章，是实现增强国有经济活力等目标的客观要求。

（3）主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类国企（位于图表 25 中第 IV 象限），虽然这类国企所处的行业或开展的业务不具备严格意义上的公益性，但大部分是长期发展战略、国民经济安全以及国防事业所不可或缺的。因此仍要保持国有资本控股地位，同时在经营业绩之外还要考核服务国家战略、发展前瞻性战略性新兴产业¹⁵、完成特殊任务情况等方面的内容。

¹⁴ 经济学理论表明，公共物品的配置（提供）容易出现市场失灵（通过市场配置资源不能实现资源最优配置，产生无效率、不公平等现象），国企有可能成为解决这一问题的有效途径。现实中，对于提供自来水、电网、邮政、市政建设、铁路、港口、码头、城市公共交通等一系列（准）公共产品的国有企业来说，过度市场化的改革反而会出现市场失灵。

¹⁵ 经济学理论表明，对于航空航天、核心芯片制造、新材料等战略性新兴产业，由于资本密集度过高，并不属于中国当前发展阶段的“比较优势”，因此不适合完全交由市场来进行资源配置，而需要政府资助、定点采购等方式支持其发展。从中长期维度来看，国有企业发展战略性产业并非当前经济效益最大化的选择，但可以实现关键技术自主可控，从而保障产业链供应链安全，避免高昂专利使用费的支出。

图表25：国有企业的功能界定与分类改革措施

<p style="text-align: center;"> </p>	<p style="text-align: center;">公益性</p> <p>主要目标：保障民生、服务社会、提供公共产品和服务。 基本要求：必要的产品或服务价格可以由政府调控；要积极引入市场机制，不断提高公共服务效率和能力。 改革措施：可以采取国有独资形式，具备条件的也可以推行投资主体多元化，还可以通过购买服务、特许经营、委托代理等方式，鼓励非国有企业参与经营。 发展取向：要根据承担的任务和社会发展要求，加大国有资本投入，提高公共服务的质量和效率。严格限定主业范围，加强主业管理，重点在提供公共产品和服务方面作出更大贡献。 监管要求：要把提供公共产品、公共服务的质量和效率作为重要监管内容，加大信息公开力度，接受社会监督。 定则考核：重点考核成本控制、产品质量、服务水平、营运效率和保障能力，根据企业不同特点有区别地考核经营业绩和国有资产保值增值情况，考核中要引入社会评价。</p> <p style="text-align: center;">垄断性</p>
<p>主要目标：增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资产保值增值。 基本要求：按照市场化要求实行商业化运作，依法独立自主开展生产经营活动，实现优胜劣汰、有序进退。 改革措施：原则上都要实行公司制股份制改革，积极引入其他资本实现股权多元化，国有资本可以绝对控股、相对控股或参股，加大改制上市力度，着力推进整体上市。 发展取向：要支持和鼓励发展“高精尖”的产业，优化国有资本投向，推动国有产权流转，及时处置低效、无效及不良资产，提高市场竞争能力。 监管要求：重点加强对集团公司层面的监管，落实和维护董事会依法行使重大决策、选人用人、薪酬分配等权利，保障经理层经营自主权，积极推行职业经理人制度。 定则考核：重点考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。</p>	<p>主要目标：以保障国家安全和国民经济运行为目标。 基本要求：重点发展前瞻性战略性新兴产业，实现经济效益、社会效益与安全效益的有机统一。 改革措施：要保持国有资本控股地位，支持非国有资本参股；自然垄断企业要以“政企分开、政资分开、特许经营、政府监管”为原则积极推进改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，促进公共资源配置市场化。 发展取向：要合理确定主业范围，根据不同行业特点，加大国有资本投入，在服务国家宏观调控、保障国家安全和国民经济运行、完成特殊任务等方面发挥更大作用。 监管要求：重点加强对国有资本布局的监管，引导企业突出主业，更好地服务国家重大战略和宏观调控政策。 定则考核：合理确定经营业绩和国有资产保值增值指标的考核权重，加强对服务国家战略、保障国家安全和国民经济运行、发展前瞻性战略性新兴产业以及完成特殊任务情况的考核。</p>

资料来源：《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》，中信建投梳理

（二）重点领域及主要措施

公司制改制基本完成。公司制改制仍是各项国企改革的基础性制度支撑。2017年7月，国务院印发《中央企业公司制改制工作实施方案》。2017年，央企层面顺利完成了公司制改革，省级国资委监管企业约96%也完成了改革任务。到2021年年底，中央党政机关和直属事业单位所管理企业中公司制企业占比97.7%，地方国有企业中公司制企业占比99.9%，我国国有企业公司制改革基本完成¹⁶。

加快推进国有企业重组整合与内部层级压减。重组整合方面，国有企业的重组整合实际上是过去“抓大放小”战略与国有经济结构调整的延续，也是国有企业做大做强的重要途径。2014年5月，中央发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》文件，明确要求加快国有大型企业的调整和重组，促进企业资源优化配置。10年时间里，先后有26组47家中央企业成功实施了战略性重组，并新组建、接收了国家管网集团等9家中央企业，国资委监管的央企数量从117家调整至97家，减少了近17%¹⁷。通过横向式的同业间合并（如宝武合并、南北车合并）、纵向式的沿产业链上下游合并（如中粮与中纺合并）以及共建共享的新组建方式（如三大运营商共同出资成立铁塔公司）等方式，改革实现了资源向优势企业集中，盘活了存量，减少了同业竞争和重复建设，优化了国有资本的布局与资源配置。**内部层级压减方面**，2016年，国资委发布《关于中央企业开展压缩管理层级减少法人户数工作的通知》，开始推进央企内部压缩管理层级的改革。到2021年底，中央企业共“压减”法人19965户，法人层级5级以内企业已超过70%，企业运营成本进一步降低，管理效率不断提高。当前国资委还提出了新一轮“压减”工作目标是：力争将中央企业集团公司管理层级控制在4级以内、大多数

¹⁶ http://www.news.cn/fortune/2022-01/17/c_1128271839.htm

¹⁷ http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/18/content_5701599.htm

企业法人层级控制在 5 级以内¹⁸。

从“管企业”向“管资本”转变，完善国有资产监管体制。2015 年 10 月，国务院印发《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》，对推进国有资产监管机构职能转变、改革国有资本授权经营体制、提高国有资本配置和运营效率、协同推进相关配套改革提出原则性的要求。2017 年 5 月，国资委发布《以管资本为主推进职能转变方案》，明确了国资监管事项，迈出了从以管企业为主向以管资本为主的国资监管体制转变的重要一步。这种转变的核心要义是出资人要对所出资的资本进行负责，主要关注国有资本的布局、国有资本的运营、国有资本的收益，具体的经营事务由企业依法自主自行履职，同时防止国有资产的流失。2019 年 4 月，国务院发布《改革国有资本授权经营体制方案》，进一步作出了以管资本为主加强国有资产监管，切实转变出资人代表机构职能和履职方式，实现授权与监管相结合、放活与管好相统一等系列部署安排。此外，改革还推进一批国有资本投资运营公司试点，到 2017 年底，各省市完成改组组建国有资本投资、运营公司数量达到 589 家。这些试点公司在战略、集团管控与业务板块授权等方面作了有益探索。

在分类基础上继续深化混合所有制改革。十八大以来，混合所有制改革也在分类基础上积极稳妥推进。2015 年 9 月，发改委牵头起草的《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》和《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》正式颁布，明确了国企混改的总体要求、核心思路、配套措施。近年来改革的具体进展主要表现为三个方面¹⁹：

(1) 拓宽混改领域和范围：国家积极推动充分竞争行业和领域的企业混合所有制改革，并有序探索电力、电信、军工、民航等重要领域的混合所有制改革。2013-2020 年，央企层面推进的混改事项达 4000 项，引进各类社会资本超过 1.5 万亿元，混改企业户数占中央企业法人单位总数的 70% 以上。同时上市公司成为了混改的主要载体，统计数据表明，上市央企的总资产、利润规模分别占央企整体的 68%、86%。

(2) 转换经营机制：以混促改，混合所有制企业在推动形成中国特色现代企业制度、劳动人事分配制度改革、中长期激励机制的形成等方面取得了重要进展，引入核心员工跟投创新业务机制的海康威视，完成跨境重大资产重组的万华化学，打造“民企+央企”混改样本的中国巨石等一批模范混改企业脱颖而出。

(3) 提升国有资本的影响力、带动力：据国资委统计，在央企所有者权益中，引进社会资本形成的少数股东权益占比由 2012 年的 27% 提升至 2020 年的 38%。央企还通过产业链供应链的合作，与广大民营企业、中小企业协调发展，投资入股超过 6000 家的非公企业，投资总额超过 4000 亿元，形成了一批高精尖的“隐形冠军”和各领域的龙头企业。

加强党的领导，完善中国特色现代企业制度。在公司制改制的基础上，新时期国有企业建立健全现代企业制度的内容主要包括：强化党建工作、推广完善董事会制度和深入推进市场化用工机制等。

(1) 强化党建工作：变化集中体现在“中国特色现代企业制度”这一全新概念。2019 年 10 月，十九届四中全会提出“深化国有企业改革，完善中国特色现代企业制度”，是国企改革中现代企业制度层面的重大创新。其中的“中国特色”集中体现在党的领导上，把党的领导融入公司治理各环节，做到组织落实、干部到位、职责明确、监督严格。近年来的改革实践中，国企党建工作持续发力，中央企业全部开展了集团层面章程修订工作，“党建入章程”、“双向进入、交叉任职”、党委（党组）前置研究讨论重大经营管理事项清单等全面落实。

(2) 推广完善董事会制度：本轮国企改革在上一轮基础上继续推广完善，业已趋于完成。截至 2022 年，已有 1.29 万户中央企业子企业、734 户地方一级企业、2.63 万户地方国有企业子企业基本实现董事会应建尽建，完成占比达 99.9%。开展任期制和契约化管理的中央企业和地方各级子企业比例达到 99.6% 以上，覆盖全国超 8 万户企业、22 万人。此外，国资监管部门向建有规范董事会的国有企业，陆续下放发展决策权，经理层成员选

¹⁸ http://www.gov.cn/xinwen/2022-05/11/content_5689683.htm

¹⁹ http://www.gov.cn/xinwen/2020-10/12/content_5550623.htm

聘权，业绩考核权和薪酬、职工工资分配及重大财务事项等重要权限，有助于促进这些企业加快完善市场化经营机制的步伐。

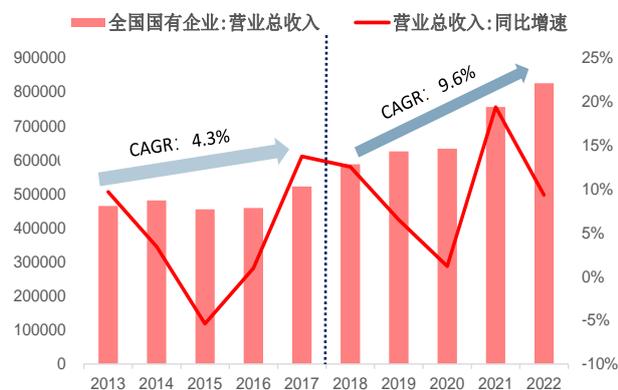
(3) 深入推进市场化用工机制：按照《关于深化国有企业改革的指导意见》的要求，国企改革要突出市场化用工、契约化管理，在建立健全“能进能出”用工制度方面作出了大量探索。包括全面实施公开招聘制度，依法规范各类用工形式，强化劳动合同对职工能进能出的作用，妥善安置企业富余人员等。截至2022年，中央企业和地方国有企业新进员工公开招聘比例均提升到99.9%以上²⁰。

(三) 国企改革三年行动

实施国企改革三年行动，全面推进各项改革落地。在第五轮国有企业改革的推进过程中，改革不平衡、落实不到位的情况依然存在，一些重点难点问题没有完全解决。为更好推动“1+N”政策体系落地，党中央决定实施国企改革三年行动。2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》。《方案》提出了完善中国特色现代企业制度、推进国有资本布局优化和结构调整等八大方面重点任务，与本轮国企改革的政策框架相对应，同时特别强调了国有企业在创新引领方面、提升产业链供应链水平、保障社会民生和应对重大挑战、维护国家经济安全等方面的目标要求。经过三年多的努力，公司制改革、推广规范董事会制度等重点工作都在“行动”期间顺利收官，国有经济布局结构、国企科技创新体制机制、市场化经营机制、国资监管体制等关键领域的改革深度、完成度进一步提高。

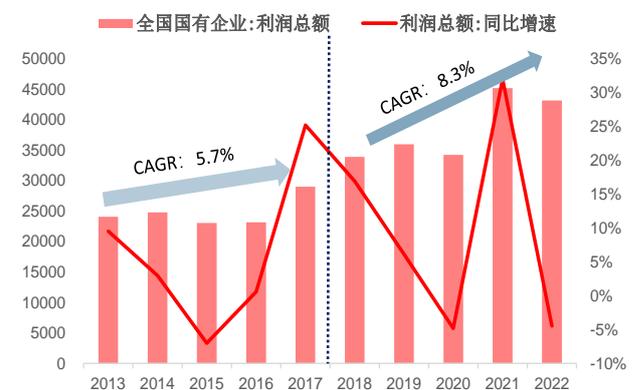
“三年行动”期间国有企业的经营情况明显改善，并为国家的发展与安全做出巨大贡献。考虑到2020年后新冠疫情等内外部冲击的影响可能对“三年行动”形成扰动，从五年的维度看，2017-2022年全国国有企业营业收入、利润总额的年复合增速分别为9.6%、8.3%，高于2012-2017年五年复合增速（4.3%、5.7%）。从三年的维度看，2019-2022年全国国有企业营业收入、利润总额的年复合增速分别为9.7%、6.3%，同样高于此前增速水平。另外根据国资委数据，2022年中央企业年化全员劳动生产率较“三年行动”之初也增长了32.5%。更为重要的是，三年内，我国面临世纪疫情严重冲击、经济环境急剧变化、生产经营经受多重考验等内外复杂局面，一大批中央企业以及地方国有企业，在稳定产业链供应链、畅通国内国际双循环、防止资本无序扩张、应对通胀稳定物价、保障能源粮食安全等方面发挥了不可替代的作用，其贡献远非简单的经济效益指标所能衡量。

图表26：全国国有企业营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，中信建投

图表27：全国国有企业利润总额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，中信建投

²⁰ <http://www.sasac.gov.cn/n2588020/n2588057/n8800048/n8800068/c27198009/content.html>

党的二十大后，新一轮国企改革深化提升行动即将展开。党的二十大报告指出：“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。”2023年2月，习近平总书记在《求是》发表的《当前经济工作的几个重大问题》文章中对深化国资国企改革、提高国企核心竞争力继续作出重大部署。2023年3月，国务院国资委党委在署名文章中指出，国资国企将全面贯彻党的二十大精神 and 中央经济工作会议部署，以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点，深入实施新一轮国企改革深化提升行动，坚定不移推动国有资本和国有企业做强做优做大，在建设现代化产业体系、构建新发展格局中发挥更大作用²¹。

推动建立中国特色估值体系，可能成为国企改革的又一新篇章。2022年11月21日，中国证监会主席易会满首次提出了“探索建立具有中国特色的估值体系”的目标要求，同时强调“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要‘练好内功’，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义。”当前，我国国有上市公司估值依然偏低。根据测算，截至2023年2月底，国有企业市盈率（中位数）、市净率（中位数）分别为20.8倍、2.0倍，分别低于万得全A市盈率（PE-TTM）中位数（27.5倍）、万得全A市净率（PE-LR）中位数（2.7倍）。“二十大”后，站在新的时代背景下，如何通过改革帮助国有企业实现价值重估，并与中国特色估值体系相互促进，可能成为未来国企改革新的焦点问题。

风险提示：

国内地产行业能否继续改善仍存不确定性。本轮地产下行周期已经持续较长时间，当前出现短暂回暖趋势，但多类指标仍是负增长，未来能否保持回暖态势，仍需观察。

欧美紧缩货币政策的影响或超预期，拖累全球经济增长和资产价格表现。若联储加息超预期，继续加息可能引发经济活动大幅放缓，削弱家庭和企业的偿债能力，并导致拖欠、破产等财务困境增加。

若美国金融体系危机持续，可能引发全球金融市场动荡，并拖累经济复苏。

若美联储降息的速度和幅度超预期，可能不利于后续欧美国家控制通胀。

地缘政治冲突仍存不确定性，扰动经济前景和市场风险偏好。

若多种风险因素引发经济超预期下行，可能拖累国企经营业绩。

²¹ <http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2643314/c27464656/content.html>

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人、中信建投机构委、投委会委员，董事总经理。兼任南开大学硕士生导师、中信改革发展研究基金会咨询委员、中信研究院资深研究员、中国保险行业协会人身险利率专家委员会特聘专家、中国首席经济学家论坛理事、中国证券业协会首席经济学家委员会委员等职务。多次参与相关部委形势分析研讨及课题研究，多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。

王大林：中信建投证券宏观分析师，主要覆盖中观产业经济、区域等领域，致力于经济结构研究。搭建行业研究框架，长期追踪制造业投资、制造业产能、库存周期的变化。

研究助理

李粤皖 liyuewan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk