

國企私有化或有驚喜

國際
視野



潘迪藍
GaveKal
Dragonomics
資深經濟師

中國樓市回落，今年的經濟增長很可能會被拖低，中國領導人的每一句說話，都可能是中國政府將會在何時、以及如何作出反應的線索。中國領導人的語調似乎正在改變：國務院總理李克強上星期已經重申，必要時推微刺激政策，但卻沒有像先前般強調要避免過度刺激。但是，我們認為，不應期待未來的「微刺激措施」會是市場催化劑。鑑於政府政策的限制，小幅度變化不太可能扭轉市場情緒，除非樓市自行穩定下來。因此，至少在短期之內，中國的經濟增長和反周期的政策舉措，是不太可能提供非常正面的驚喜。

相反，我們建議密切關注國有企業現在正在推出的新一輪改革。這些改革確實有潛力提供正面的驚喜與市場影響力，因為中國的國有企業已經被嚴重低估，現時的好消息門檻實在十分低。

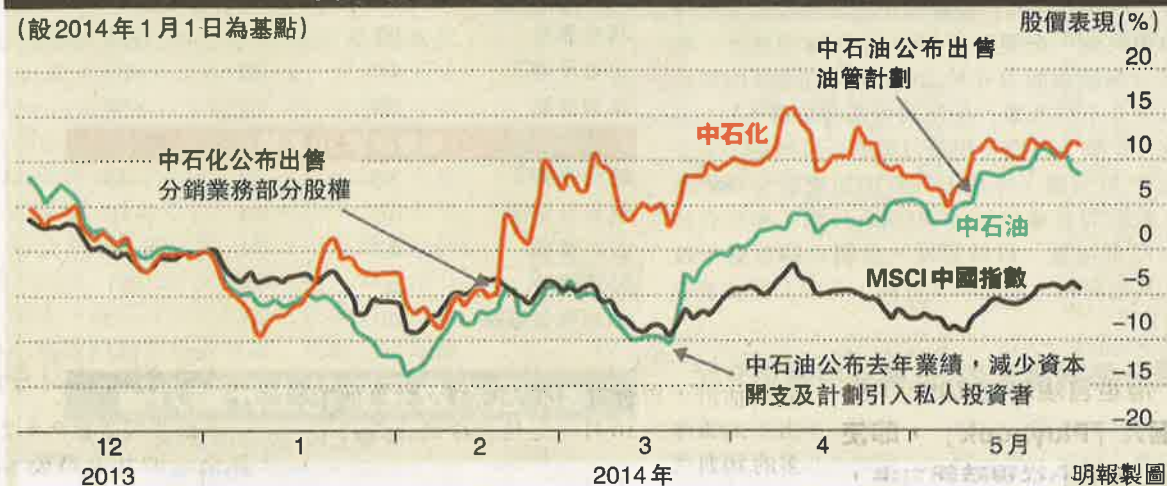
微刺激措施難望推升股市

這個月出現的新一輪改革當中，最新的一項是，中國財政部證實，它正在提高從中央政府各個部門擁有的799家國有企業所收取的股息。煙草生產企業將會向中央政府支付25%的盈利作為股息，比例乃最高；大部分國有企業將會支付15%或20%，除了2家公司之外，所有其他公司將會支付至少10%。與2007年財政部首次收取的股息相比，這可說是大幅增長，當時最高的股息也只是10%。然而，提高派息比率，仍然不太可能改變中國國有企業的前景。

首先，這對投資者的直接關係非常有限。對於已經上市的國有企業來說，這些股息乃是由其控股公司支付給中央政府，這未必會引致上市公司向全體股東派發較多股息。其次，股息政策其實只是處理以前遺留下來的問題，而不是對應國有企業目前面對的問題。若中國政府是在2008年之前從國有企業收取較多股息，那意義會較大，因為這可以避免到國有企業當年將大筆自行保存的盈利投入到沒有怎

售產消息刺激中石化、中石油股價

(設2014年1月1日為基點)



樣監管的投資計劃。但自從2008年開始，這已經不再是中國國有企業的真正問題。正如我們之前已經一再指出，中國國有企業近年的盈利不是太多，而是太少。經過多年的糟糕投資決策，國有企業的回報停滯不前，盈利增長非常之低。

國企賣產助還債

因此，更有意義的新發展其實是，中國政府容許國有企業進一步私有化，作為改革這些企業的一種方式。這是明顯的政策逆轉：上一輪私有化在2003年已經停止了，原因是大量的貪腐和內幕交易的證據。對國有資產流失的憂慮，令中國政府在已經上市的國有企業中持有的股份很少低於50%至60%。

然而，現在的領導人卻認可「混合所有制」的概念，作為新一輪國有企業改革的核心。擁有最多國有企業股份的地方政府，就急切地抓住了這個信號。這是因為，出售資產可以有助它們償還其資產負債表以外的龐大債務。今年到目前為止，至少已經有7個省公布將國有企業部分私有化的計劃。

助吸引外國資金知識

中國政府至少願意出售它在國有企業的小量股權；一些地方政府更表示，它們願意出售控制性的

股權。因此，現在的關鍵是要找到買家。在內地本土的私營企業當中，比較少有能力可以進行這樣的收購。很多觀察家亦懷疑，它們是否會熱中於收購陷入困境的國有企業的少數股權。

另一方面，中央禁止以大折讓出售這些國有企業的股權，亦是另一個令人望而卻步的原因。事實上，新一輪國有企業改制的首宗大交易——以北京為基地的綜合性企業中信集團的重組，就主要是由其他國有企業、主權財富基金，以及一些外國金融投資機構出資。

不過，我們認為，推動國有企業改革的壓力——包括由上而下的政治任務，以及地方政府需要籌集現金，將會引發有趣的機會。舉例說，由管理層來收購國有企業，自2003年之後都受到很大的限制，但最近的政策轉變可能會重新對此開放。不難想像，有些外國投資者會幫助一些經營得較好的國有企業的管理層籌集資金，來進行這類交易。

對於首批進行「混合所有制」改革的國有企業的宣布——兩大油企中石化(0386)和中石油(0857)計劃出售少數權益給私人投資者，市場的反應可說是驚喜的(見圖)。

如果中國的交易撮合者有足夠的創意，實不難吸引到外國的資金和專業知識湧入。這將有助解除籠罩着國有企業的一片愁雲慘霧。