

不可低估“混改”的引领作用

■客官别急 | Easy Investment |

阿里“买卖”之外的生态系统



证券时报 记者 朱凯

阿里巴巴已基本确定本月19日登陆美国资本市场。届时,将有无数心态各异的人,在现场见证阿里巴巴集团董事局主席马云敲响“BABA”上市的钟声。

在数日前纽约路演的午餐会上,马云发表演讲重申公司价值观,并让人感觉到“理想和现实都很丰满”。一位华尔街对冲基金人士当晚在微信上告诉记者,不少人认为阿里上市当天的股价,会有至少30%-40%的涨幅。因此,慕名前来参加路演推介的追捧者们排成了长队。的确,无论从品牌、体量、业务形态或者撬动全球经济的影响力而言,你都很难以找到有哪家中概股公司能够媲美阿里巴巴。

从1999年初创至今,这家号称要生存102年并横跨三个世纪的中国公司,即将在公开市场进行可能是全世界最为耀眼的首次公开募股(IPO)。如果将此定义为“激动”的话,或许这不仅仅是阿里巴巴一家公司的成功,而是一个庞大复杂经济生态系统的成功,更是一种全新商业逻辑的成功。

可以说,庞大的阿里巴巴生态系统涉及到数以千万计的买家、卖家、制造工厂、物流、支付、电商服务商以及云计算等。与阿里巴巴一起共同维系这个生态系统的,还包括腾讯、百度、京东以及亚马逊、Facebook、谷歌等海内外互联网巨头。

根据阿里巴巴招股书提供的数据,包括淘宝、天猫、聚划算等在内,2013年度阿里巴巴商品交易额(GMV)达到15420亿元人民币,其中移动端交易额达到2320亿元人民币。此外,手机淘宝占中国移动端电子商务总交易额的比重,已经超越76%。

光鲜数字的背后,我们无法忽视单纯“买卖”之外的众多阿里巴巴生态系统的参与者。除去最直接的买家、卖家之外,阿里巴巴这个巨大生态系统当中,还至少包括雇员人数超

布局三大领域 获取改革红利

“混改”给资本市场带来机会的逻辑有二:产业管制放松带来新增+创新支持经济发展方式。

对垄断性行业,混合所有制改革带来的是新投资机会,非国有资本进入客观上也提高了原垄断型国有股份公司的规模,企业或因规模经济带来效率提升。对于竞争性行业,“混改”将改变过去国有资本不参与的境况,国有资本将因扶持行业发展、提高企业国际竞争力、促进产业转型升级和升级等目的,也参与其中,从而给产业引入新兴资本,促进相关公司发展。

由于“混改”将在战略性行业中的非核心业务领域、自然垄断中的竞争性环节领域、纯粹行政垄断领域等三个领域实行重点突破,投资者可遵循以上思路,提前布局,获取政策和改革红利。

按照“混改”思路,将对民间资本开放的垄断行业有军工、石油石化、电力、金融、铁路,以及公益性行业如公交、地铁、环卫、国防设施、公共卫生保健等。

对于竞争性行业,我们预计在股本结构多元化发展趋势下,国有股份会被优先减持,企业价值能否提升取决于行业背景和股本结构变动对公司治理的影响。因此,竞争性行业“混改”带来的更多是主题性投资机会。不同的竞争性行业,由于企业类型、运行特征差异,股票价格的市场催化剂也不一样,投资者需区别对待。

过95万的31家物流合作伙伴、超过62万个营销联盟分支以及4000余家零售运营合作伙伴。该生态系统中还活跃着超过4万名的淘女郎和140万个直接或间接的云计算客户。此外值得注意的是,阿里金融服务的贷款对象目前已超过36万个。

调查研究表明,中国线下零售业的不发达,使得中国的电子商务发展速度比发达国家更快和更有潜力。在发达国家,电子商务只是“甜品”;而在中国,它是主菜。尤其在中国某些小型城市,消费者的网络购买能力已经超过了当地商场所能提供的货品。

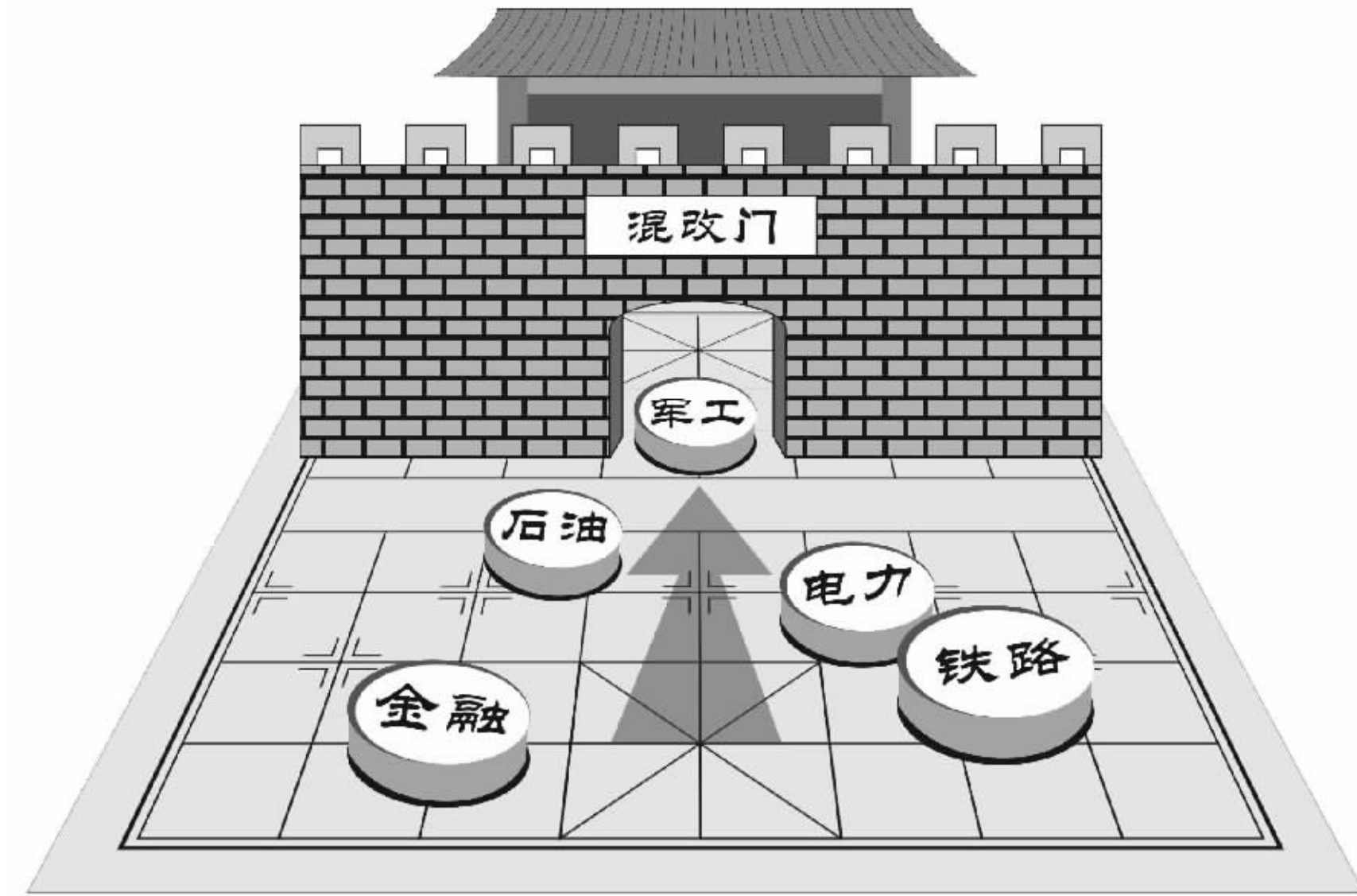
当前世界,互联网经济已经超越了互联网公司及虚拟经济本身的范畴。阿里巴巴正在将互联网影响带入到更多的实体经济领域中。零售业只是一个缩影,而随着物流、支付金融、云计算、大数据的拓展,整个宏观经济及微观商业运作逻辑,都在发生深刻的变化。

哈佛大学中国商业专家William Kirby称,阿里巴巴是一家具有变革性的公司,是一家对中国经济贡献比大多数国有企业更多的民营企业。

在简单整理阿里巴巴路演过程中的分析观点后,我再度发现,市场关于其估值或市值的讨论依旧激烈。联博公司高级分析师Carlos Kirjner认为,阿里巴巴市值将至少达到2000-2100亿美元,预计每股将至少达到80-85美元。Peak Theories创始人Abigail Doolittle认为,阿里巴巴不仅能让市场到达一个(估值的)峰值,而且能为充满泡沫的市场带来“去泡沫”的作用。他的意思或许是,大部分高科技互联网公司都是亏损或微利上市的,但阿里巴巴是有实际利润,而且高速增长以及保守定价的,这相当于为市场的整体估值水平做了对冲。

9月6日,马云在最后一次更新招股书时附带的公开信中表示,与其他高科技公司不同,阿里巴巴不是一家拓展技术边界的科技公司,而是一个基于公平、开放、透明等特质的互联网商业社会的生态系统。

或许,市场的期待,正预示着阿里巴巴大生态系统的健康与活力。对于国内的普通投资者而言,即使无法直接分享阿里在美国上市的经济收益,但我相信,国内A股市场也正在萌生更多与这个生态系统有联系的优秀企业,只要抓住机会,未来仍有望获得诱人收益。



周靖宇/制图

胡月晓

混合所有制改革(以下简称“混改”)实际上是打破现有垄断利益格局,向民间资本开放的重要举措。投融资审批限制的放松、企业管理制度的改变等,一切不利于民营经济发展的传统,在“混改”的推动下,都容易得到解决。“混改”有利于国有经济发展,并有望推动经济再上台阶。

“混改”是经济改革深入的顶层设计

混合所有制是指介于公有制和私有制之间的所有制结构形式,是公有制和私有制的混合体。因此,混合所有制经济是指在同一个经济组织中,不同所有制的产权主体多元投资、交叉持股、融合发展的经济形式,是相对单一的公有制经济或非公有制经济而言的。当前将混合所有制作为国企改革思路的提法,实际上是对我国所有制结构的重新界定,是对私有制和民营经济在我国国民经济结构中作用和地位的重新认识。

以改革激发活力,被认为是当前中国经济走出“底部徘徊”困境的重要举措。改革的领域和方向之一,就是在投融资领域放松管制,增加对民间资本的开放度,减少项目审批内容。而推进这些领域的改革,需要在所有制结构上,做进一步的放松。混合所有制改革,正是推进这些改革的顶层设计内容。

党的十八届三中全会首次采用了“鼓励”的提法,十八届三中全会明确了公有制和非公有制的同等地位。十八届三中全会之前,人们对混合所有制的理解大多停留在狭义层面,即立足于国有经济,鼓励非公有资本参股。而十八届三中全会为“混合所有制经济”注入了新的内容,指出“国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济,是基本经济制度的重要实现形式”,“允许员工持股”,同时强调,“鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业”,力图在更高更广的层面上发展混合所有制经济。

十八届三中全会把混合所有制经济提升到我国基本经济制度重要实现形式的高度,进一步明确了混合所有制经济的发展方向和路径,使混合所有制经济这种富有效率和活力的资本组织形式,成为了深化国企改革新的有效载体和动力。显然,混合所有制经济已经成为新形势下深化国有企业改革、完善基本经济制度的必然要求。

“混改”是提升存量经济活力重要抓手

国有经济经营效率相对落后。长

期以来,我国国有企业一直在管理体制落后、经营效率低下、国有资源闲置等问题,导致国有企业大量亏损、国有资产大量流失、国有资本贬值缩水等现象较为普遍。统计数据显示,2009年至2013年A股上市公司中,无论是利润增长率还是ROE(净资产收益率),国有企业都远远低于民营企业和外资企业。

在营业收入增长率方面,除2010年之外,国有企业与外资企业整体上水平一致,但与民营企业相比差距较大。以2013年为例,该年的营业收入同比增长率中民营企业与外资企业分别达到17.64%和11.4%,而国有企业只有9.4%;利润同比增长率中,外资企业为15.5%,民营企业与国有企业虽然都为负增长,但国有企业的降幅是民营企业的两倍多,为-30.5%。

ROE方面,三类企业自2009年开始都处于稳步下降的趋势,但国有企业的ROE水平始终与民企和外企相差甚远。可见,单一的国有控股不利于企业长期发展,向公有制经济中注入非公有资本部分能够提高企业效率,增强企业经营活力。

20世纪90年代开始,我国允许国内民间资本和外资参与国有企业改组改革,经济改革的实践证明,混合所有制能够有效促进生产力发展。经过多年股份制改造,虽然很多国企早已变成混合所有制,国资占比已较低,但在审批集中保留的许多领域,行政化垄断体制并未真正打破,准入限制未真正放开,公司治理仍不达标,混合所有制中的非公有成分并未发挥应有的作用。如果国有企业经营不善甚至因制度缺陷造成腐败,那么公有制经济的主体地位将受到质疑。

“混改”开启产业管制进一步放松之门。混合所有制作为一种国有企业资本的组织形式,并没有要改变国有企业的性质,也并非要否定公有制为目标,而是要通过其他资产的融入来经营好国有资产,实现国有资本保值增值、提高竞争力。采取混合所有制后,虽然国企的占比比例会变小,但企业的规模会越来越大。企业做大后,国企能把投资收回,还能解决财政收入、就业问题,更为重要的是真正实现公平竞争,资源平等分配,机会均摊。通过不同资本的结合,在市场机制下促使企业所有制进行调整,鼓励非公有经济积极参与国有企业改组改造,允许非公有经济涉足基础设施、基础产业、公用事业等领域,不仅有利于推动国有企业向适应市场经济发展要求的现代企业制度转型,更多地向战略投资者的角色发展,同时也有利于拓展民间资本的发展空间,实现资本的优势互补、优化配置和优化组合。

“混改”有望推动经济再上台阶

促进民营经济发展,尽管已出台了新旧36条等众多政策,经过多年努力,在舆论导向、财税、金融、土地等方面也出台了多项扶持措施,但效果一直不尽如人意。究其原因,其中很重要的一条就是,所有制结构框架的限制下,对民间资本的产业开放度不够。在这个意义上,“混改”实际上是打破现有垄断利益格局、向民间资本开放的重要举措。投融资审批限制的放松、企业管理制度的改变等,一切不利于民营经济发展的传统,在“混改”的推动下,都容易得到解决。

另一方面,“混改”也有利于国有经济发展。国有经济所分布的产业大多都是需要大量资金投入来加速扩张成长的产业,但是目前在财政进一步向公共职能转变,以及强调国有经济收益要有适当比例上缴充实社会保障基金的政策要求下,仅仅依靠国有经济、国有企业的自我积累或者依靠一定的财政支持或政策性融资来支撑该类产业实际扩张需求的状况难以长期维持,国企现金流将出现紧张局面。

而我国当前社会资本充足,民间投资热情和投资能力也十分高涨,进一步放开发展混合所有制经济的政策,无疑为急需注入投资扩张的国有经济所在的产业和急需良好投资空间和机会的民间资本提供了双向利好的政策通道,急需发展壮大的战略性新兴产业和大量过剩的民间资本将会通过混合所有制经济的发展而获得双赢的机会。

此外,以混合所有制经济的方式打破国有企业在某些竞争性领域的主导地位,还有利于顺利突破美国等主导的TPP即跨太平洋战略经济伙伴关系协定对于我国国有企业的相关约束,增强我国企业在国际上的话语权。

“混改”将推动股份分散化发展

历史决定了A股高国有股份比重结构。中国资本市场发展之初,承担了为国有企业脱困、解困的政治任务。在这一畸形市场发展目的下,为保证国企通过上市“圈钱”得以翻身,融资成为股市发展初期的最主要目的,融资功能被过分强调,以至一直对投资者保护不够重视。

所有制结构限制,使得国有企业股份改造中,对社会资本开放的空间有限。在资本市场发展初期,民间资本的力量还不是很强大;但在进入21世纪后,民营经济在中国经济版图中已颇具规模,民间资本已相当庞大;但受到所有制结构的限制,国有企业在股份改造中对民间资本的开放度仍然有限。在传统企业改造成的广大股份公司中,国有股份仍

然占据主角。党的十五大报告中对公有制经济主体地位的界定首先是公有资产在社会资产中占优势。

中国经济中股份结构的这种特征,在A股市场上表现更为充分。资本市场上企业规模通常较大,国有成分占比还会更高些。虽然资本市场经过20多年发展,民营企业的数量已日益增多,并超越了国有企业数量,但在股份结构上,国有股份比重还是超过了民营股本份额。即使是在民营企业数量占优势的计算机、通信和其它电子设备制造行业,国有股份份额也要远超民营股本。

“混改”将推动股本多元化发展趋势。首先,“混改”开拓了民营经济的发展空间,民营资本将进一步得到扩张。通过混合所有制经济,市场准入进一步放宽,民企和社会资本获得了更大更广阔的发展空间和参与领域,尤其是在能源、通信、金融、资源开发、铁路、医疗、教育等基础产业和公共服务等重点领域,与国企一起有更多的合作共赢的机会。统计数据显示,2013年A股上市公司中部分行业民企数量多于国企,但企业规模却远远小于国企,显示了这些行业民企数量多、规模小的特点。这些行业完全可以加大混合所有制改革力度,实现资源重组和优化配置。

其次,“混改”实际上是对现有所有制结构下国有成本占比的重新界定和调整,方向是进一步增加社会资本比重,实现股本的多元化。虽然当前“混改”还没有对公有制经济主体地位、主导作用做出重新解释(需要更高层面的决策,比如党的中央全会),还局限在国资、国企改革领域的做法。“混改”改变了过去国有资本收缩在国民经济某几个领域,在这些行业搞排外的做法,而是采取了更加开放的态度,既有走出去(参与一般行业),也有引进来(让社会资本参与原垄断行业的投资、或将垄断行业的某些环节分离独立)。

央企为“混改”先锋队

“混改”的实质是放松产业管制,向社会资本开放原先管制的各项垄断领域,促进民间投资的发展。由于中国现阶段仍然是一个投资型经济体,经济增速的平稳发展取决于投资增长的变动情况,在政府主导的基建投资和房地产投资放缓的情况下,对民间投资有激发作用的“混改”,客观上被赋予了维持经济平稳、促进增长的周期调控政策目的。

“混改”具有以下两大功效:放松管制、打破垄断。这必然牵涉到对现有利益格局的调整,因而必然面临诸多阻力。与上世纪80年代改革开放之初家庭联产