

# 資本市場助力國有企業混合所有制改革

近來，國務院國資委表示將多方面引導上市國企提高質量，做好優化產業布局和提高運行質量，支持混合所有制企業在證券市場上市以解決進一步發展問題。另外，對於一些已整體上市但企業內部業務較為複雜的公司來說，隨着中國證監會持續優化監管環境，未來這部分企業也有望分拆上市。在國有企業改革過程中，尤其在國有股權或資產的重組、交易、轉讓過程中，建立公開、透明、有效的估價、競價、定價機制，是確定國有企業價值、防止國有資產流失、確保國有資產保值增值的重要途徑。

## 政策鼓勵混改企業上市

在國務院對外印發的《關於進一步提升上市公司質量的意見》中，也明確指出鼓勵混改試點企業上市，支持國有企業依託資本市場開展混合所有制改革。中國資本市場的改

革開放與發展，使大量上市公司以及相關的企業得到了被絕大多數市場參與者認可的及時、客觀、公平、合理的價格發現和價值重估。監管部門大力鼓勵國企、尤其是混改國企在資本市場上市，是因為這有利於充分發揮證券市場及時、客觀、公平、合理的價格發現和價值重估功能，有利於提升國企和國資的資產化率，有利於確立尊重市場經濟規律、尊重企業市場主體地位的原則，有利於在混合所有制改革中保護相關各方合法權益，促使國有資產的交易流程更為依法合規。

## 提出明確證券化目標

各地國企改革文件中對國有資本證券化也提出了明確的目標計劃，多數省份提出國有資產證券率到2020年底達50%以上，如上海、北京、天津等地提出省屬企業資產證券

化達到50%以上，山東、江西、浙江等地分別提出達到60%、70%和75%以上。另一方面，優質的國企和混改國企在資本市場上市，可以增加基本面、質量和發展前景較佳的優質投資標的，可以讓資本市場更為便捷地支持實體經濟和混合所有制經濟，可以提升資本市場的資源配置效率和直接融資在社會融資規模中的佔比。2020年上半年股票、債券等直接融資對實體經濟提供的支持大幅增長，社會融資規模增量中的直接融資佔比已經達到19%，較去年同期高出7.7個百分點；目前有超過40家上市公司發布A股分拆計劃，其中地方國企和央企共有14家。央企和地方重點國企在資金實力、營業規模、經營領域、資產質量等方面優勢較為明顯，參照證監會去年12月發布的《上市公司分拆所屬子公司境內上市試點若干規定》，它們在上市期限、盈利門檻、分拆公

司規模佔比、上市公司規範性等條件上也較易達標。

## 多元業務價值易被低估

業務多元化的企業集團的價值往往會被低估，分拆上市對這類企業來說，能減少「金字塔股權折價」和「多元化折價」，讓企業進一步專注於擅長業務領域、聚焦於提升核心競爭力，使其經營更加專業、信息更加透明、估值更加合理。此外，分拆後母子公司各自編制獨立的財務報表、進行獨立的信息披露，公司運行更加透明，可減少主要股東對公司治理帶來的實際風險。考慮到目前分拆上市標準在募資使用限制、高管持股、同業競爭和關聯交易等方面的要求，與上下游產業鏈之間的縱向分拆上市相比，將已上市公司在某一細分領域具有獨特優勢和競爭力的子公司、與已上市公司業務相關性和協同

性較低的子公司進行橫向分拆上市或混合分拆上市的難度較小、分拆意願明確、整合進度較快，有望率先登陸資本市場。

## 科創能力高企業料獲追捧

國資委去年11月印發的《中央企業混合所有制改革操作指引》和《關於進一步做好中央企業控股上市公司股權激勵工作有關事項的通知》，支持和推動央企和地方重點國企下屬的混改企業和「雙百行動」「科改示範行動」等試點企業成為下一步推進上市的重點。我們認為，符合國家戰略、擁有關鍵核心技術、科技創新能力突出的高端製造企業、戰略新興企業、優質創新企業，其商業模式穩定、市場認可度高、社會形象良好、成長性較強，投資者的關注度更高、興趣更大、估值水平更好，有望成為分拆上市的重要儲備池並得到資本市場青睞和追捧。

# 經濟復甦需時 市場傾向審慎

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“

投資者目前特別關注美國紓困方案，現在談判還是沒有新的進展，美國財長表示兩黨在大選前達成全面紓困協定困難大，擔憂情緒增加。美聯儲副主席表示美國經濟還需要再多一年甚至更長時間才能恢復到疫情前的水平。再加上大選等地緣政治風險，投資者更多願意保持謹慎的態度，資產價格對於消息非常敏感。

”

恐慌指數VIX在十月第二周下跌近一成，第三周已經連續上漲三日至26.40。不過美匯指數結束兩日連陽，金價則反彈回1,900美元樓上。美股雖然有樂觀業績支持，但三大指數還是連跌兩日。事實上，恐慌指數VIX在九月初一度逼近40水平，當時投資者看到新的刺激計劃的希望，各類風險資產回吐漲幅。隨後市場情緒有所改善，雖然之後特朗普確診疫情，令一個月後的選情有變數，但VIX也沒有突破30一線，本周初已經跌到50日線下方，周三連續上漲第三日至26.4，比想像中的表現要平靜。

## 政策偏鬆 美元難上衝

至於美匯指數則同樣受制，周三美元回吐漲幅，受制於20日線，結束兩日連陽，回落0.16%。現在震盪為主，主要是92至94區間上落，隨時會因為避險需求回升獲得支持，但央行維持寬鬆政

策，美元難有特別大的漲幅。黃金有貨幣政策支持。周三美元回吐漲幅，受制於20日線，結束兩日連陽，回落0.16%。美元和黃金的負相關性大，黃金就趁此機會反彈，重新回到1,900美元上方，周三高見1,913.2美元，但實際上上行動能還是有限的，目前被困在區間內。好在大的寬鬆環境不改，黃金才不至於有太大下行空間。

## 貴金屬動能均見有限

白銀從9月下旬開始破壞了趨勢，跌至100和50日線之間震盪。本周初一度站上25美元一線，但還是未能企穩。周二下行壓力增加，失守5和20日線，昨日止跌，跟隨黃金反彈，但動能有限。鉑金在連續調整兩日後，50日線附近還是有支持，昨日做出反彈。在企穩20日線的基礎上，最終收漲0.94%至2,366.3美元，目前還能夠保持反彈上行的趨勢。鉑金則繼續保持弱勢，從9月



■美國紓困方案談判沒有新進展，疊加疫情及地緣政治風險持續，投資者明顯保持謹慎，資產價格對消息敏感性增加。

美聯社下旬九開始運行在900美元水平下方，本周已經連續下跌三日至863.4美元，短線保持區間弱勢震盪，缺乏明確的方向，1,000美元阻力非常大。

至於與實體經濟關係較密切的，自然是留意銅博士。倫銅在九月下旬到十月初做出調整，好在百日線有支持，現在已經重新回到20日線支持，昨日結束兩日連跌，反彈0.36%至6,716美元，現在上行趨勢並沒有改變，等待能夠突破7,000美元一線。

## 油價上方45美元阻力大

油價則保持弱勢震盪。投資者揣測庫存減少，油價升穿100、200和50日線，

高見41.16美元，收高2.09%至41.04美元。今早API統計顯示美國上周原油庫存下降540萬桶。俄羅斯堅持OPEC+明年縮小減產規模，讓未來供應端前景風險增加。再加上來自疫情和美國大選的風險，油價短線還是缺乏足夠的動能，上方45美元阻力大。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無直接持有所述股份，本人所投資及管理的基金持有SPDR金ETF（2840）/招金（1818）/紫金（2899）/江銅（0358），港股市場以外的黃金ETF/白銀ETF/礦業股，以及港股及美股市場的科技股之財務權益。）

# 去碳化是否會成為未來十年的大趨勢？

Simon Webber 施羅德投資首席投資組合經理

過去10年，美國股市引領環球股市升勢。其間，美國股市的升幅高達292%，而環球股市的升幅則僅為73%（分別按MSCI美國指數及MSCI AC世界〔美國除外〕指數以美元計算，截至2020年8月31日）。隨着氣候變化在各國政治及社會議程中成為較優先處理的項目，去碳化將有可能成為未來十年的大趨勢。我們認為，很多已為未來走向低碳經濟作好準備的企業是在美國以外上市的公司。雖然美國有不少企業在各自的領域中佔據主導地位，但在可再生能源領域的情況卻不盡相同。

以風能行業為例，在全球佔領導地位

的企業寥寥可數，當中亦只有一家主要製造商是來自美國的企業。全球最大的營運商包括一家丹麥企業及一家德國-西班牙合資集團。來自中國的企業則主要專注於內地市場。

與此同時，太陽能行業主要由中國企業主導。它們在多晶硅生產及太陽能電池產能方面處於領導地位。雖然該行業的商品化程度較高，而達至高於平均利潤的空間亦相對有限，但隨着市場對太陽能的需求增長，這些中國企業預料可從中受益。

從去碳化的角度來看，電池是電動汽車的重要组成部分，而該市場的領導者

亦是非美國企業。現時的電池供應鏈是由亞洲企業所主導。

## 中歐電動車將加快應用

雖然美國及歐洲汽車公司或會在增加電動汽車產量後嘗試擴大在本地市場採購電池的規模，但相關專業技術目前仍掌握在這些亞洲企業手中。

另外，電動汽車的主要消費者亦集中在中國及歐洲市場。在市場加快應用的情況下，預料將產生規模經濟效益、推動專業技術發展，以及促進相關服務業的增長步伐，從而為行業帶來支持。

施羅德的可持續投資團隊就全球逾

10,000家致力透過「科學基礎減碳目標」(SBTI)應對氣候變化的企業進行分析。研究發現，不同地區存在非常顯著的差異。

在上市公司的組別雖然只有13%是來自西歐，但當中已設立SBTI的公司已佔總數的38%。反觀北美公司佔該組別總數的26%，但已設立SBTI的公司僅佔22%。在亞洲已發展市場、拉丁美洲及歐洲新興市場，致力於SBTI的公司佔比亦高於北美。為了應對氣候變化，全球各地的碳稅及碳價格很可能會上調。因此，這些主動減碳的公司將具有更強的競爭及成本優勢。

# 疫情下評估工作的挑戰

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事



■疫情下，企業財務預測的準確性受明顯挑戰。評估師需要掌握疫情前後市場數據量與定質的分析。中通社

在剛剛過去的一周，新加坡商業評估師協會（Institute of Valuer and Appraisers, Singapore）(IVAS)與國際評估準則理事

會（Institute of Valuation Standard Council）(IVSC)舉辦了亞洲商業評估論壇，席間，重點討論了疫情下如何影響評估基

礎與方法，以至新興行業崛起的評估計量。

疫情為未來帶來多元的不確定性，而評估很多時候依賴財務預測，因此，建構一個可靠而準確的財務預測成為業界最近的討論重點。

## 疫情增加市場不確定性

一般而言，評估師會基於公司過去的財務數據，現在的經營狀況，再配合宏觀經濟及公司所屬行業之數據作分析以及公司未來的商業計劃而制訂財務預測。因此，財務預測的準確性受主觀和客觀兩方面所影響。

主觀因素是指評估師作財務預測的數理分析能力和經驗，而客觀因素主要是指企業所處之市場環境之變化，如今一場突如其來的疫情讓未來變得不可測，而政局與市場的波動也為預測公司未來的財務狀況帶來挑戰。

在這環境下，掌握實時市場數據成為建構準確度高的財務預測的關鍵。在評估過程中，評估師一般會就公司的收入、成本、現金流、資本開支、資金成本等各方面作分析，把拮取之財務數據結合合適的預測模型進行評估。因此，一個詳細而嚴謹之市場及行業分析成為評估工作的關鍵。

## 企業營運模式難免改變

一個嚴謹的市場及行業報告需以事實為基石，一般涵蓋特定地區的宏觀經濟環境及目標行業之市場概覽，並包括行業內的競爭者分析，如競爭者數量及競爭因素，目標行業之機會與威脅及行業之進入壁壘等，而擬評估公司於行業中的市場定位分析也是重要的一環，如該公司於目標行業中相關地域市場地位及市佔率，行業中同業公司與主要競爭者的分類，目標公司之主要參與者、市佔

率、相關地域之市場集中度、競爭性質及競爭優勢之定量與定性分析等。

在疫情的影響下，要得出上述分析必須要掌握疫情前後市場數據定量與定質的分析，疫情發生近一年，各大小行業因各種因素如封關、保持社交距離等措施而對營運模式產生重大變化，而當中不少更是「質」的變化，即該行業再不能以過往之營運模式經營，因應消費模式的轉變，供應與需求的關係每天都在變異，不少行業都在經歷蛻變與洗禮，汰弱留強已是不能避免。因此，企業適應變化的能力，面對挑戰的實力等都成為建構準確而可靠的財務預測的基礎。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。



■港人可於深圳親身感受國家發展。新華社