

資源商品跌價加速內地央企轉型

內地在最近五年的一輪經濟景氣周期中的突出現象，就是基礎資源性企業佔有絕對壟斷地位的國有企業，尤其是中央企業的財務業績爆發性增長——近五年中內地央企的利潤總和從2千多億增長到接近1萬億元人民幣。在這輪景氣周期中，以石油行業（中石油曾一度成為亞洲最賺錢公司）、有色金屬行業和鋼鐵行業等為代表的內地中央企業，適應內地工業重型的階段需求和資源性產品的緊缺狀況，直接成為本輪經濟周期的最大受益者。公平而言，內地前幾年的国企改革頗有建樹，在位的企業首腦也頗有能力，但是由資源性產品價格上漲帶來的行業性溢價無疑仍是直接決定因素。

資源商品價格決定央企業績

在內地一百六十家央企總計近萬億元人民幣的利潤中，石油、鋼鐵、煤炭和電力這四大資源性行業企業佔其半壁江山，其中中石油、中石化和中海油三家石油企業佔據了利潤前四名中的三個位置；而在2007年利潤過百億的十九家企業中，中國鋁業、寶鋼、神華能源等也是名列其中。內地中央企業在今年年初進入利潤拐點，五年來第一次出現了同比下降。而資源商品價格在近兩個月的急劇下降，則會成為央企利潤拐點的加速器，可以預計內地央企全年利潤同比大幅下降將不可避免。

對於與原油價格直接關聯的三大石油公司而言，在原油價格實現了每桶140美元的歷史高價後，開始的一輪持續下跌降到了目前的60多美元一桶。伴隨著油價起伏，石油公司的利潤曲線也隨之上下跳動。中國石油上半年已經比去年同期利潤下降五成；中石化利潤則更是因下游業務拖累而利潤微薄；只有單純進行上游油氣開發生產的中海油，借助上半年的高油價利潤實現了比同期近90%的增長。而不幸的是，中海油的財務報表只是證明了財務指標的滯後性（如同EXXON第三季度錄得美國有史以來最大的公司利潤數字一樣），其股價在原油價格帶動下僅在10月份單月就跌去了一半以上。

同樣的行業低谷也出現在冶金、煤炭和電力等資源性、能源性行業。伴隨著鋁土價格的下跌和下游需求疲軟，中國鋁業的股價也跌去了三分之二。而煤炭電力等能源企業的業績也在原油為標誌的資源產品價格下跌中



在內地一百六十家央企總計近萬億元人民幣的利潤中，石油、鋼鐵、煤炭和電力這四大資源性行業企業佔了一半。



內地冶金、煤炭和電力等行業出現低谷；圖為中國鋁業董事長肖亞慶。（彭博圖片）

，感受到了市場的殘酷。大宗商品的需求下降，也殃及到了相關的海洋運輸行業，相應的海運指數也一度下降了60%以上，直接作用到另兩家央企中的利潤大戶——中國遠洋集團和中國海外集團，以及相關的造船業中的中國船舶等。

在談論資源商品價格下降對於內地資源性央企的影響之時，無法不談眾多央企在海外收購中的諸多表現。在內地這一輪經濟周期中，由於對於資源性商品的爆發性需求，內地企業加速了海外資源併購，加之內地「走出去」的國家政策支援，內地企業頻頻亮相於國際併購市場，其中動作最大的就是幾家資源性企業，一度成為國際資源行業的最大買家。不能否認，其中亦有成功範例，如中石油收購的哈薩克斯坦石油專案，其實對應原油價格只有20多美元一桶。

央企海外收購的詛咒

而在原油價格接近於歷史高位140美元高位時，以20多億美元收購挪威油田服務公司的中國海油旗下的中海油田服務則似乎缺少了點運氣。油田服務公司的價值雖然不和油價直接掛鉤，但是行業上下游的傳導左右，決定了油價暴跌的情況下，油田服務價格同步下降不可避免。中海油由服務股價跌去了七成左右，已經充分反映了市場對於這一交易結果的否定性評價，而巨大的潛在投資損失，恐怕也是需要幾年利潤去彌補。另一資源巨頭中國鋁業，在BHP Billiton收購Rio Tinto過程中，聯合Alcoa出資140億美元購入的Rio Tinto的股票現在恐怕也需要計提50%以上的投資損失。

中國經濟雖然不像中東國家和俄羅斯等高度依賴資源性產品出口刺激經濟增長，而是在世界市場格局中也是以「世界工廠」稱著，更是近幾年拉動資源性商品消費增長的主要力量。所以，從整體角度來說，內地經濟將因國際資源價格下降，而帶來原材料供應增加而增大市場經濟力量作用空間，但是對於近年享受資源性產品壟斷性增長的巨型國有企業，則將面臨嚴峻的挑戰。

在這一輪資源性商品價格調整中，央企因其壟斷性地位保持自身的市場地位尚不是問題，但是在國內市場疲軟、國際擴張不力的雙重擠壓下，加上最近的全球性金融海嘯，央企業績無疑將走向更為陡峭的拐點。

何順文 香港浸會大學工商學院院長兼教授
李元莎 美國威斯康辛大學商學院助理教授