

国企改革持续深化，市场关注度提高

——策略深度报告

2023 年 04 月 04 日

投资要点：

- **国企改革历程回顾：**国企改革历程大致可以分为六个阶段：经营权改革阶段（1978-1992 年）、制度改革阶段（1993-2002 年）、国资监管改革阶段（2003-2013 年）、全面深化改革阶段（2013-2020 年）、国企改革三年行动阶段（2020 年-2022 年）、新一轮国企改革阶段（2023 年至今）。2023 年以来则是对体制机制、产业布局、资产整合、企业经营等方面全面深化和细化。
- **国企改革政策主要发力点：**（1）分类推进国有企业改革。2020 年“三年行动计划”显示改革分类维度增加，协调性也有所增强；（2）资产重组整合。十八届三中全会以来，国有企业优化重组逐渐向混合所有制改革的大方向靠拢，减少同质化经营，提升产业的集中度，更好发挥行业内的协同效应；（3）完善现代企业制度；（4）完善国有资产管理体制；（5）发展混合所有制经济；（6）强化监督防止国有资产流失；（7）推进国有企业瘦身健体。
- **央企规模优势较为显著：**截至 2023 年 3 月 24 日，A 股共有 5130 家上市公司，其中央企总计 448 家（总市值 24.63 万亿元），地方国有企业 948 家（总市值 18.90 万亿元），非国有企业（包括私营企业、中外合资等）3435 家（总市值 47.36 万亿元），国企数量（地方国企+央企）仅占全部 A 股上市公司的 27.2%，总市值占比则达到了 47.89%。63.19%的地方国企市值小于 100 亿元（599 家），中央企业中 10.71%的企业市值超过 1000 亿元，央企规模优势较为显著。
- **传统支柱行业中国企比重较高：**上市国企在传统行业（煤炭、公用事业、石油石化、建筑装饰）中市值占比均超过 80%，在国民经济重点行业（钢铁、银行、交通运输、房地产、非银金融）中市值占比均超过 60%；上市国企在竞争较为激烈的中下游行业（美容护理、家用电器、电力设备、纺织服饰、医药生物、电子）中市值占比较低，占比均少于 20%。
- **国企改革指数走势持续好于沪深 300：**2020 年 6 月通过《国企改革三年行动方案（2020 年-2022 年）》后，国企改革指数短暂冲高，其后跟随大盘调整，2022 年末以来呈现底部回升势头。截至 2023 年 3 月 24 日，国企改革指数涨幅达 4.05%，同期沪深 300 跌 8.88%，国企改革指数相对沪深 300

分析师：

于天旭

执业证书编号：

S0270522110001

电话：

17717422697

邮箱：

yutx@wlzq.com.cn

研究助理：

宫慧菁

电话：

020-36653064

邮箱：

gonghj@wlzq.com.cn

相关研究

A 股延续震荡，板块表现分化

A 股反弹上扬，TMT 板块景气度持续走高

资金流入有所放缓，行业间流动性表现分化

取得 12.93% 的超额收益。2023 年 1 月，国企改革三年行动总结会议召开，提出将围绕提高核心竞争力和增强核心功能，继续谋划和推动国企改革，国企改革指数上涨动能增强。

- **今年以来国企估值得到一定修复：**截至 3 月 31 日，不同市值国企估值相较 2022 年末估值有不同程度提升。其中市值位于 100-500 亿元区间内国企估值提升幅度最大，由 2022 年末的 46.84x 提升至当前的 54.42x，提升 16.17%；市值介于 500-1000 亿元的国企估值提升幅度也超过 10%，由 2022 年末的 52.44x 提升至当前的 60.08x，提升 14.58%。在中国特色估值体系重塑下，国有企业估值水平有望得到重估，市场关注度提高，交投热情也将进一步改善。具备稳健经营能力、盈利能力突出的国企龙头公司值得重点关注。
- **风险因素：**改革进度不如预期；经济超预期波动；监管政策变动。

正文目录

1 国企改革背景	4
1.1 国企改革历程回顾	4
1.1.1 经营权改革阶段（1978-1992 年）	5
1.1.2 制度改革阶段（1993-2002 年）	5
1.1.3 国资监管改革阶段（2003-2013 年）	6
1.1.4 全面深化改革阶段（2013-2020 年）	6
1.1.5 国企改革三年行动阶段（2020-2022 年）	7
1.1.6 新一轮国企改革（2023 年至今）	9
1.2 国企改革政策梳理	10
1.2.1 分类推进国有企业改革	10
1.2.2 完善现代企业制度	10
1.2.3 完善国有资产管理体制	12
1.2.4 发展混合所有制经济	13
1.2.5 强化监督防止国有资产流失	14
1.2.6 推进国有企业瘦身健体	16
2 以上市公司为样本看国企运行	17
2.1 一级市场国企概况	17
2.2 上市国企概况	18
2.3 国企改革指数走势	20
3 风险提示	21
图表 1: 国企改革六阶段总结	4
图表 2: 2023 年以来相关会议关于新一轮国企改革表述	4
图表 3: 1997 年后中央财政收入增速明显超过 GDP 增速（%）	5
图表 4: 国资监管改革以来，国企数量持续下降	6
图表 5: 2017 年七大领域混改相关举措	7
图表 6: 国企改革三年行动目标要求	7
图表 7: 国企改革三年成果	8
图表 8: 新一轮国企改革行动重点	9
图表 9: 分类推进国有企业改革（包含顶层设计）相关政策	10
图表 10: 完善现代企业制度相关政策	11
图表 11: 完善国有资产管理体制相关政策	12
图表 12: 发展混合所有制经济相关政策	13
图表 13: 强化监督防止国有资产流失相关政策	15
图表 14: 推进国有企业瘦身健体相关政策	16
图表 15: 2022 年全年 A 股上市央企概况	18
图表 16: 2022 年全年 A 股上市地方国企概况	18
图表 17: A 股上市公司数量分布	19
图表 18: A 股上市国企市值分布	19
图表 19: 国企行业市值占比分布	19
图表 20: 国企改革指数走势（标准化）	20
图表 21: 已上市国企 A/H 股溢价情况	20
图表 22: 国企估值情况及变动（%）	21

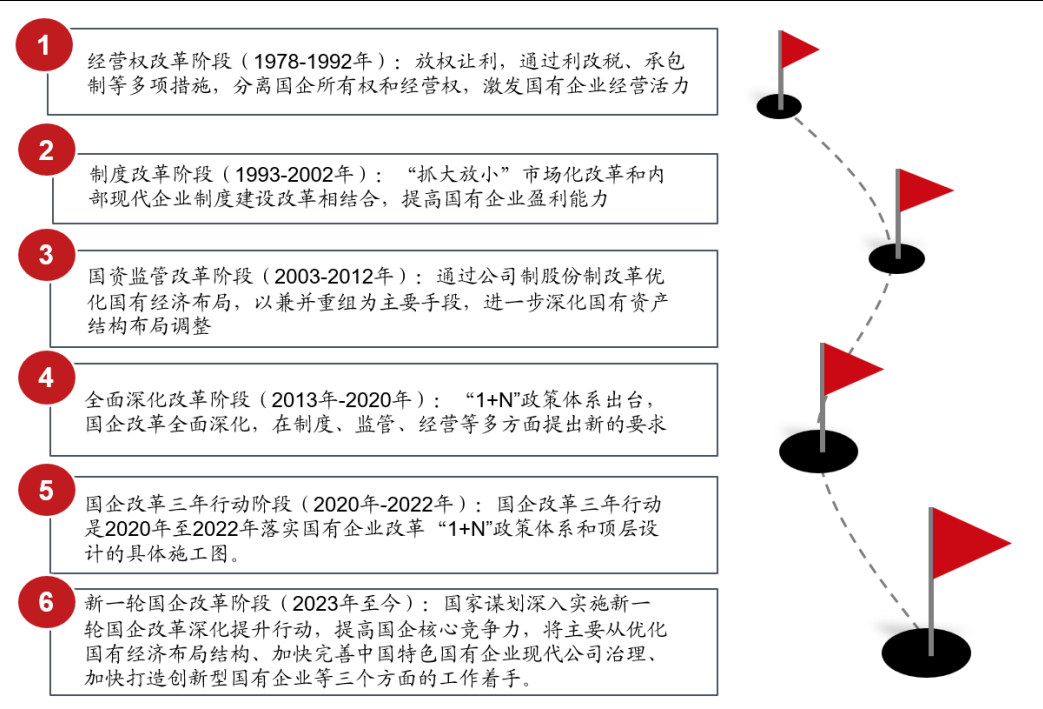
1 国企改革背景

1.1 国企改革历程回顾

自1978年起，我国国企改革持续推进。回顾40多年来的改革历程，结合目前主流学者的观点，国企改革历程大致可以分为六个阶段：经营权改革阶段（1978-1992年）、制度改革阶段（1993-2002年）、国资监管改革阶段（2003-2013年）、全面深化改革阶段（2013-2020年）、国企改革三年行动阶段（2020年-2022年）、新一轮国企改革阶段（2023年至今）。2023年，随着国企改革三年行动收官，国家谋划深入实施新一轮国企改革深化提升行动，提高国企核心竞争力，将主要从优化国有经济布局结构、加快完善中国特色国有企业现代公司治理、加快打造创新型国有企业等三个方面的工作着手。

整体看，2022年及以前国企改革主要为权责分离与制度体系建设，2023年以来则是对体制机制、产业布局、资产整合、企业经营等方面全面深化和细化。

图表1: 国企改革六阶段总结



资料来源：万联证券研究所整理

图表2: 2023年以来相关会议关于新一轮国企改革表述

时间	会议	内容
2023/1/6	中央企业负责人会议	巩固三年改革成果，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划推进新一轮国企改革，深化提升行动。坚持两个毫不动摇，积极稳妥、分层分类深化混合所有制改革。要着力完善中国特色国有企业现代公司治理。新一轮的国企改革要切实加强组织领导，加大科技创新工作力度，着力打造一批创新型国有企业。进一步优化完善中央企业经营指标体系，由2022年的“两利四率”调整为“一利五率”，中央企业经营层面的任务目标，由“两增一控三提高”变为“一增一稳四提升”。

2023/2/23	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	新一轮国企改革深化提升行动，将主要抓好加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业等三个方面的工作。
2023/3/3	国务院国资委视频会议	国务院国资委召开会议，对 国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动 进行动员部署。国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；要突出创新驱动，提升基础研究能力，充分发挥企业创新决策、研发投入、科研组织、成果转化的主体作用。
2023/3/5	2023 年政府工作报告	“切实落实“两个毫不动摇”。深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。
2023/3/21	第二届国有经济研究峰会	下一步，国资国企将坚决贯彻党中央、国务院决策部署，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。一是围绕增强产业引领力深化改革，更好推动现代化产业体系建设。二是围绕提升科技创新力深化改革，有效发挥在新型举国体制中的重要作用。三是围绕提高安全支撑力深化改革，着力提升安全发展能力水平。四是围绕打造现代新国企深化改革，加快完善中国特色国有企业现代公司治理。五是围绕营造公平竞争市场环境深化改革，更大力度促进各类所有制企业共同发展。

资料来源：万联证券研究所整理

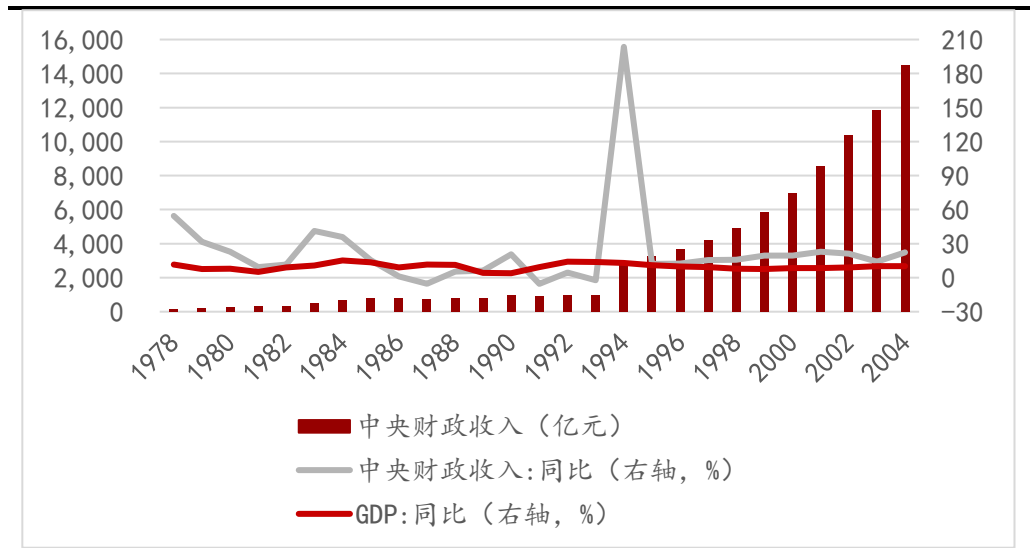
1.1.1 经营权改革阶段（1978 – 1992 年）

针对传统国企政企不分、政府垄断企业经营权的弊端，中共十一届三中全会后，政府颁布了一系列扩大企业自主权的文件，推动了国企经营权层面的改革。1978年，确立放权让利基调，这一阶段改革，国家对企业的管理由直接管理转向以间接管理为主，国有企业经营模式逐步转向自主经营、自负盈亏，为国有企业进一步的改革奠定了良好基础。

1.1.2 制度改革阶段（1993 – 2002 年）

1992年邓小平同志南巡，标志着国企改革第二阶段拉开帷幕。十四大会议提出，建立社会主义市场经济体制，1992年，股份制改革初试点，1997年开始全面推行股份制改革，同时提出“国有企业脱困解困”三年目标，对国企实施“抓大放小”，推进国有中小型企业退出国有经济，减轻国有企业负担，同时推进国企之间的重组整合，形成大型国有企业，从而增加企业盈利能力。这一阶段改革成效显著，国有企业经营效益明显好转，实现扭亏脱困，上缴税收增加，中央财政收入大幅增长。1997年中央财政收入同比增速达15%，大幅超过同年9.24%的GDP增速，且增速持续增长至2002年。

图表3: 1997年后中央财政收入增速明显提升（%）

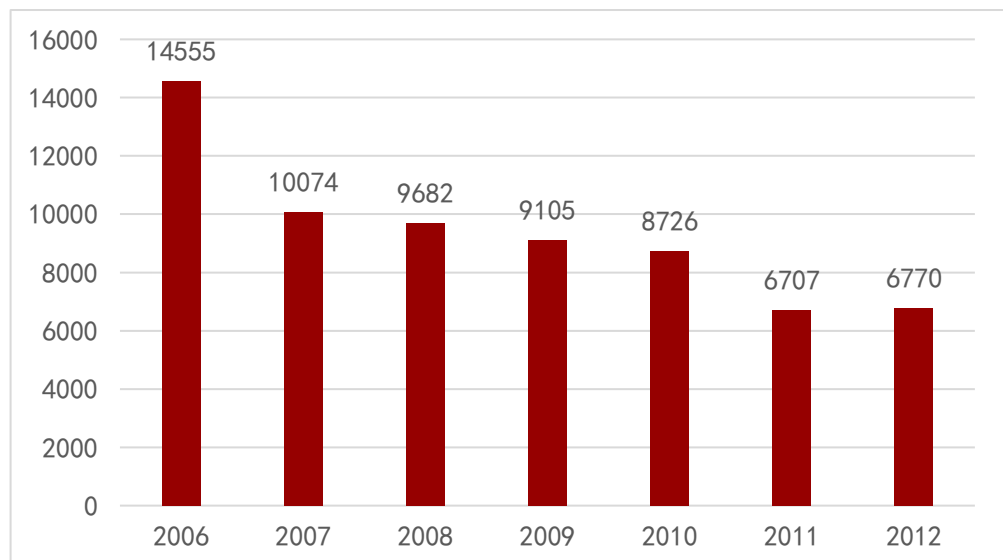


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.1.3 国资监管改革阶段 (2003 – 2013 年)

2003年, 国资委成立, 确立“三分开、三统一、三结合”的国有资产管理体制, 旨在解决大型国企所有者缺位问题, 代表所有者对国有企业进行监管, 从而全面推进现代企业制度改革, 在完善国有经济布局和改革国有资产管理体制道路上不断迈进。2006年, 国资委出台《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》, 且中共十七大进一步明确, 通过以兼并重组作为主要手段的公司制股份制改革, 优化国有经济布局, 国企数量由2006年的14555家降至2012年的6770家, 国企劳动生产效率和盈利能力逐步增强。

图表4: 国资监管改革以来, 国企数量持续下降



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.1.4 全面深化改革阶段 (2013年)

2013年, GDP增速显著下降至7%左右, 经济面临下行压力, 国企发展受阻, 国有企业正处在深化改革的重要阶段。2013年11月, 党的十八届三中全会通过《中共中央关于

全面深化改革若干重大问题的决定》，2015年，“1+N”政策体系出台，顶层设计逐步完善，不断推进完善企业经营制度，公司制股份制改革，完善国有资产监管体系，国资监管由“管企业”向“管资本”转变。2020年，全国人大审议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，截至目前，混改试点、公司制改革、央企重组等已取得明显成效。

图表5: 2017年七大领域混改相关举措

混改领域	指导文件/政策	举措
电力	《国家电网公司关于全面深化改革的意见》	稳步推进增量配电业务有序放开，探索以混合所有制发展配电业务的有效方式和途径，放大国有资本功能。积极发展混合所有制。推进抽水蓄能电站、电动汽车充换电设施、增量配电等电网相关领域向社会资本放开。加快产业、金融单位上市步伐，提高资产证券化率，强化上市公司规范管理。探索科技型企业股权和分红激励，积极开展试点。
铁路	中国铁路总公司年度工作会议	将拓展与铁路运输上下游企业的合作，采取国铁出资参股、设立合作平台公司等方式，促进铁路资本与社会资本融合发展。探索股权投资多元化的混合所有制改革新模式，对具有规模效应、铁路网络优势的资产资源进行重组整合，吸收社会资本入股，建立市场化运营企业。创新铁路发展基金发行模式，畅通企业、社会投资铁路发展基金渠道。
石油&天然气	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	针对石油天然气体制存在的深层次矛盾和问题，深化油气勘查开采、进出口管理、管网运营、生产加工、产品定价体制改革和国有油气企业改革，释放竞争性环节市场活力和骨干油气企业活力，提升资源接续保障能力、国际国内资源利用能力和市场风险防范能力、集约输送和公平服务能力、优质油气产品生产供应能力、油气战略安全保障供应能力、全产业链安全清洁运营能力。通过改革促进油气行业持续健康发展，大幅增加探明资源储量，不断提高资源配置效率。
民航	《国务院办公厅关于促进通用航空业发展的指导意见》	鼓励企业和个人投资通用航空业，支持政府和社会资本合作建设、运营通用航空；鼓励民航集团积极展开国际合作
军工	《中国兵器工业集团公司关于发展混合所有制经济的指导意见（试行）》	《指导意见》将推动完善现代企业制度，健全公司法人治理结构，促进企业转换经营机制，放大国有资本功能，实现国有资本保值增值，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。
电信	中国联通关于混合所有制改革有关情况的专项公告	通过整体设计，积极引入境内投资者，降低国有股权比例，将部分公司股权释放给其他国有资本和非国有资本，实质性地推进混合所有制改革，以市场化为导向健全企业制度和公司治理机制，聚焦公司主业、创新商业模式，规模发展基础业务和创新业务，全面提高企业效率和竞争能力，实现公司战略目标，为国民经济和社会信息化、供给侧结构性改革、新旧动能转换做出积极贡献。

资料来源：万联证券研究所整理

1.1.5 国企改革三年行动阶段（2020-2022年）

2020年6月，中央全面深化改革委员会第十四次会议召开，会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，国企改革的目标、时间表、路线图进一步明确。国企改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具體路径图。有关部门和企业主体积极推进国企改革，在重点领域、关键环节不断取得突破，改革发展高效联动态势良好。行动方案临近收官，国企上市公司动作频频。据国务院国资委披露的数据显示，截至2022年8月各央企和各地改革工作台账完成率均超过98%。

图表6: 国企改革三年行动目标要求

国企改革三年行动目标要求：
1、国有企业要成为具有核心竞争力的市场主体，发挥好经济功能，创造市场价值，落实董事会职权，健全市场化机制，积极稳妥深化混合所有制改革。
2、国有企业要在创新引领方面发挥更大作用，攻关核心技术，引进高端人才，转化应用科技成果。
3、国有企业要在提升产业链供应链水平上发挥引领作用，要对民营企业健康发展发挥带动作用，配合民营企业推进兼并重组和战略型组合，坚决压缩管理层级，防控各类风险。
4、国有企业要在保障社会民生和应对重大挑战等方面发挥特殊保障作用。
5、国有企业要在维护国家经济安全方面发挥基础性作用，推动国有经济向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中。

资料来源：国务院，万联证券研究所整理

国企改革三年行动实现了“三个明显成效”预期目标：在形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制上取得明显成效，在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效，在提高国有企业活力和效率上取得明显成效。通过实施三年行动，推动一批指向鲜明、影响力大的企业进行战略性重组和专业化整合，积极向战略性新兴产业布局，国有经济布局优化和结构调整持续推进，有力推动了资源向优势企业和主业企业集中，在解决同质化竞争、重复建设问题方面取得了新进展，切实增强了国有企业的市场竞争力和国际影响力。

图表7：国企改革三年成果

国企改革三年成果
1、首要任务高效落实，习近平总书记重要论述精神全面引领新时代国企改革实践。把坚决做到“两个维护”作为最高政治原则和根本政治规矩，着力推动习近平总书记关于国资国企工作的重要论述大学习大普及大落实。全面落实“第一议题”制度。
2、制度建设切实加强，中国特色现代企业制度和国资监管体制更加成熟定型。积极探索扎根中国土壤、彰显中国智慧、体现中国风格的国有企业治理机制，为企业高质量发展提供坚实保障。中国特色现代企业制度建设取得重大进展。
3、重点问题攻坚克难，充满生机活力的现代新国企加速涌现。以增强企业活力、提高效率为中心，深入推进国有企业市场化经营机制改革。强化国有企业独立市场主体地位取得历史性突破。公司制改制全面完成，对中央企业各级企业的功能界定分类首次实现，国有企业办社会 and 解决历史遗留问题全面扫尾。三项制度改革实现全方位破冰破局。
4、布局结构优化调整，国有资本整体功能和配置效率显著提升。贯彻落实党中央、国务院印发的《关于新时代推进国有经济布局优化和结构调整的意见》，积

极服务构建新发展格局。战略性重组和专业化整合持续深化。推动一批指向鲜明、影响力大的企业进行战略性重组和专业化整合，积极向战略性新兴产业布局，国有经济布局优化和结构调整取得了实质性进展。

5、强根铸魂优势彰显，党的领导党的建设实现根本性加强。坚持党的领导、加强党的建设，是国有企业的“根”和“魂”。坚持不懈深入学习贯彻落实习近平总书记在国企党建会上的重要讲话精神，推动国有企业党的建设全面严起来、实起来、强起来。管党治党责任体系系统重塑。

6、进退有序。三年行动以来，各地国资国企进一步聚焦主责主业、做实做强实业，建立进退有序的国有资本动态调整机制，提升产业链供应链韧性和竞争力，加快引导有条件的企业争当现代产业链“链长”，带动产业链上下游企业融通创新、协同发展。

资料来源：国资委，万联证券研究所整理

1.1.6 新一轮国企改革（2023 年至今）

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。” 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。

图表8：新一轮国企改革行动重点

新一轮国企改革行动重点：
1、围绕增强产业引领力深化改革，更好推动现代化产业体系建设。更大力度布局前瞻性战略性新兴产业。加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度，在集成电路、工业母机等领域加快补短板强弱项，促进支撑国家算力的相关产业发展，推动传统产业数字化智能化绿色化转型升级。强化在产业链循环畅通中的支撑带动作用。
2、围绕提升科技创新力深化改革，有效发挥在新型举国体制中的重要作用。加快原创性引领性科技攻关。强化企业科技创新主体地位，加强基础性、紧迫性、前沿性、颠覆性原创技术研究，尽快取得更多“从0到1”的突破，提升基础研究和应用基础研究能力。加快建设科技创新国家战略人才力量。
3、围绕提高安全支撑力深化改革，着力提升安全发展能力水平。增强重要能源资源托底作用。推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产，扩大优质煤炭产能，构建新型电力系统，提升种子自主可控和海外粮源掌控能力。强化重要基础设施建设。
4、围绕打造现代新国企深化改革，加快完善中国特色国有企业现代公司治理。提升国有企业公司治理现代化水平。全面构建中国特色现代企业制度下的新型经营责任制。完善具有市场竞争优势的核心关键人才薪酬制度，推动中长期激励政策更大范围、更大力度规范实施，支持国有企业结合实际探索创新更多灵活的

激励方式。

5、围绕营造公平竞争市场环境深化改革，更大力度促进各类所有制企业共同发展。深入推进政企分开、政资分开。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，支持企业依法自主经营。健全国资监管体制，放专业化体系化法治化优势，提升监管信息化水平，更好发挥国有资本投资运营公司功能作用。

资料来源：国资委，万联证券研究所整理

1.2 国企改革政策梳理

1.2.1 分类推进国有企业改革

2015年之前，国有企业分类改革处于理论层面，直到《中共中央关于深化国有企业改革的指导意见》将国有企业分为商业类与公益类，国有企业改革才正式进入实施操作阶段；2020年开始的三年行动计划过程中，国企分类改革思路和措施均得到进一步强化，不仅分类的维度得到增加，分类改革的协调性也有所增强。

图表9：分类推进国有企业改革（包含顶层设计）相关政策

对应文件/会议	内容	时间
《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	将国有企业分为商业类和公益类，实行分类改革、分类发展、分类监管、分类定责、分类考核。	2015 年
《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》	将中央企业划分为“主业处于充分竞争行业和领域的商业类”、“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”和“公益类”。	2016 年
《国务院国资委授权放权清单》	结合不同企业的改革发展实际分别明确了授权放权事项。	2019 年
中央企业地方国资委负责人会议	把加快国资国企改革作为经济体制改革的首要任务，强调要以增强微观主体活力为重点。	2019 年
“十四五”规划	推动国有经济进一步聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能	2021 年
国务院国有企业改革领导小组专题会议	各地、各企业根据企业功能、层级、所有制类型、发展阶段、行业、规模进行多维分类，在此基础上深化改革。	2021 年

资料来源：国务院，国资委，中国政府网，万联证券研究所整理

1.2.2 完善现代企业制度

1993年十四届三中全会首次提出“建立现代企业制度”，以产权改革为核心的现代企

业制度建设工作会议从此开始；1999年中共十五届四中全会提出股份制改革，这一改革方向后续得到不断深入推进，使国有企业效益大幅提升；2015年，国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，企业内部治理与激励方案得到不断健全；“现代企业制度”作为西方制度，也需要进行因地制宜的改造，探索“中国特色现代企业制度”在2017年以后也成为改革中的重点，“现代企业制度+企业党建+社会责任”三位一体的企业治理模式逐步成熟定型。

图表10：完善现代企业制度相关政策

对应文件/会议	内容	时间
《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》	完善项目公司治理结构，推行市场化运行机制，依法保障投资方合法权益，积极探索优先股、特殊管理股等股权模式。	2015 年
《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	推进公司制股份制改革；健全公司法人治理结构；建立国有企业领导人员分类分层管理制度；实行与社会主义市场经济相适应的企业薪酬分配制度；深化企业内部用人制度改革。	2015 年
国企“十项改革”试点	试点落实董事会职权、市场化选聘经营管理者以及推行职业经理人制度。	2016 年
《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》	增强董事会的独立性和权威性，推行职业经理人制度。	2017 年
《关于印发中央企业公司制改制工作实施方案的通知》	重点推进董事会建设，维护董事会决策权力；将加强党的领导与完善公司治理有机结合。	2017 年
《中央企业负责人经营业绩考核办法》	根据国有资本的战略定位和发展目标，结合企业实际，对不同功能和类别的企业，突出不同考核重点，合理设置经营业绩考核指标及权重，确定差异化考核标准，实施分类考核。	2018 年
《关于改革国有企业工资决定机制的意见》	对工资总额决定机制、工资总额管理方式、企业内部工资分配管理和工资分配监管体制加以改革。	2018 年
关于印发《“双百企业”推行经理层成员任期制和契约化管理操作指引》和《“双百企业”推行职业经理人制度操作指引》的通知	明确了“双百企业”在推行经理层成员任期制和契约化管理、推行职业经理人制度中的具体操作步骤。	2020 年
《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》	明确了中央企业控股上市公司股权激励方式、股权激励对象、权益授予数量与价格；完善股权激励的业绩考核，包括公司业绩考核与激励对象绩效考核。	2020 年
《国有企业公司章程制定管理办法》	对国有企业公司各级主体的权责进行规范，对国有企业进一步完善公司治理结构、提升公司治理能力，提供了制度保障。	2020 年
“十四五”规划	坚持党对国有企业的全面领导；促进董事会成为企业经营决策主体；推行经理层成员任期制和契约化管理，完善市场化薪酬分配机制，灵活开展多种形式的中长期激励。	2021 年

国务院国有企业改革领导小组专题会议 推动外部董事队伍素质提升，加强对外部董事履职的支撑服务保障，分类分批有序落实子企业董事会职权；强化激励。 2021 年

资料来源：国务院、国资委、中国政府网、中国青年报、万联证券研究所整理

1.2.3 完善国有资产管理体制

2015年深化国企改革工作将完善国资管理体制的要求进一步明确。十八届三中全会之后，以管资本为主的国有资产管理体制得到不断推进，国有资产营运效益得到快速提升；2018年，中央出台《关于完善国有金融资本管理的指导意见》提出健全国有金融资本基础管理制度，落实国有金融资本经营预算管理制度；2022年，国务院国有企业改革领导小组办公室专题会议上突出抓好重点难点，对国有企业存量土地资产盘活利用等工作加大推进力度。

图表11：完善国有资产管理体制相关政策

对应文件/会议	内容	时间
十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。	2013 年
《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	重点增强监管企业活力和提高效率，聚焦监管；将依法应由企业自主经营决策的事项归位于企业；按照事前规范制度，减少出资人审批核准事项；通过“一企一策”制定公司章程、规范董事会运作；建立出资人监管信息化工作平台。	2015 年
《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	以管资本为主，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、推动国有资本合理流动优化配置、推进经营性国有资产集中统一监管。	2015 年
国企“十项改革”试点	通过在国有资本投资、运营公司试点，探索完善的国有资产监管方式、有效的国有资本投资运营模式和市场化企业经营机制。	2016 年
《关于完善国有金融资本管理的指导意见》	优化国有金融资本配置格局，明确国有金融资本出资人职责，加强国有金融资本统一管理，以管资本为主加强资产管理；健全国有金融资本基础管理制度，落实国有金融资本经营预算管理制度，严格国有金融资本经营绩效考核制度，健全国有金融机构薪酬管理制度，加强金融机构和金融管理部门财政财务监管。	2018 年
《关于进一步推动构建国资监管大格局有关工作的通知》	完善构建国资监管大格局的工作机制，把指导监督工作摆在更突出、更重要的位置。	2019 年
《国务院国资委授权放权清单》	采取健全监管制度、统筹监督力量、严格责任追究、搭建实时在线的国资监管平台等方式，加强事中事后监管；实现授权与监管相结合。	2019 年
十四五规划	大力推进国资监管理念、重点、方式等多方位转变；科学合理界定政府及国资监管机构，国有资本投资、运营公司和所持股企业的权利边界；加快推进经营性国有资产集中统一监管。	2021 年
国务院国有企业改革领导小组专题会议	全面强化专业化体系化法治化监管，持续完善分层分类授权，中央企业要更大范围推广内部“大监督”体系，更好地实现监督协同。	2021 年

《关于构建开放型经济新体制的若干意见》	完善国有资本对外开放的监管体系，积极发展混合所有制经济，鼓励各类所有制企业发挥自身优势，深度参与国际产业分工协作。	2021 年
关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见	优化在用资产管理；推进资产共享共用；加强资产调剂；实施公物仓管理；开展资产出租或者处置；探索资产集中运营管理。	2022 年
国务院国有企业改革领导小组办公室专题会议	突出抓好重点难点，对国有企业存量土地资产盘活利用等工作加大推进力度；突出抓好总结评估谋划，提炼取得的重大理论、制度和实践成果，推动改革继续深化；突出抓好宣传引导，继续挖掘一批在改革实践中探索出的经验和模式，以典型示范引领促进改革持续深化。	2022 年
国企改革三年行动经验成果交流会议	国企改革三年行动取得一系列重大历史性成果，国资国企发生一系列深刻变革，在理论、制度、实践方面形成多维立体的改革成效，极大丰富了新时代国企改革理论和国有经济理论，推动各地区、各国有企业改革政策、制度体系更加健全，进一步强化了国有企业独立市场主体地位，推动国有企业与市场经济深度融合，国有经济战略支撑作用更加凸显。	2023 年

资料来源：发改委，国务院，国资委，新华社，中国政府网，万联证券研究所整理

1.2.4 发展混合所有制经济

混合所有制经济一词首次出现在中央文件需要追溯到十五大时期，此后中央开始加深对混合所有制经济的认识，后续改革以此作为基础。2013年，十八届三中全会首次把混合所有制经济提升到“基本经济制度的重要实现形式”的新高度；2015年，中央出台《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》这份新时期指导推进国企改革的纲领性文件，并逐步完善“1+N”政策体系，国企混改多家试点稳步推进；2020年，《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》中明确要鼓励民营企业参与混合所有制改革。加大国有企业混合所有制改革力度，深入推进重点领域混合所有制改革。2023年，在党的二十大报告中提出要发挥好国资国企改革和民营经济发展的联动效应。在探索公有制多种实现形式的过程中，支持民营企业改革发展，规范有序发展混合所有制经济。

图表12：发展混合所有制经济相关政策

对应文件/会议	内容	时间
十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	以实现国企功能为导向的混合所有制改革，积极发展国有资本、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。	2013 年
《关于启动四项改革试点工作的建议》	在中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展发展混合所有制经济试点。	2014 年
《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	引入非国有资本参与国有企业改革，鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业，探索实行混合所有制企业员工持股。	2015 年
《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	分层、分类推进国有企业混合所有制改革；鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革；确立和落实企业市场主体地位，健全混合所有制企业法人治理结构，推行混合所有制企业职业经理人制度。	2015 年
《关于鼓励和规范国有企业投资引入非国有资本工作》	分类推进国有企业投资项目引入非国有资本工作；鼓励外资企业参	2015 年

资项目引入非国有资本的指导意见》	股国有企业项目；拓宽并完善非国有资本投资渠道；支持国有企业和非国有资本在政府投资领域加强合作。	
《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	规定企业范围、员工入股条件、员工股权管理，于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点。	2016 年
国企“十项改革”试点	在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域开展混合所有制改革试点，引入非国有资本多元化投资；试点探索混合所有制企业员工持股。	2016 年
《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》	引入各类投资者实现股权多元化，鼓励通过改制上市等多种方式发展混合所有制经济，提高国有资本配置和运行效率，真正实现各种所有制资本协同发展。	2018 年
中央企业地方国资委负责人会议	国有企业要以市场化、法治化方式，加强与民营企业的务实合作，帮助纾解民营企业当前困难，带动民营企业发展，努力维护好改革发展稳定大局。	2019 年
《中央企业混合所有制改革操作指引》	规范混合所有制改革操作流程；明确通过市场化方式推进混合所有制改革；完善公司法人治理结构和管控方式、深化三项制度改革、灵活用好多种激励约束机制和加强党的建设。	2019 年
《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》	鼓励民营企业参与混合所有制改革。加大国有企业混合所有制改革力度，深入推进重点领域混合所有制改革。鼓励民营企业通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等形式参与国有企业改制重组、合资经营和混合所有制改革。	2020 年
中央企业负责人会议	继续深化国有企业混合所有制改革，优化民营经济发展环境，打造大企业与中小微企业共生共荣的发展生态。	2021 年
深化国有企业混合所有制改革地方现场会	要科学引入战略投资者，要着力完善公司治理，要健全市场化经营机制，要建立健全中长期激励机制，要做强做优主业，各地发展改革委要认真落实国企改革三年行动，主动作为，积极谋划。	2021 年
关于构建开放型经济新体制的若干意见	大力培育开放主体。完善国有资本对外开放的监管体系，积极发展混合所有制经济，鼓励各类所有制企业发挥自身优势，深度参与国际产业分工协作。	2021 年
政协第十三届全国委员会第三次会议	深入研究制定深化国有企业混合所有制改革的政策举措，进一步细化“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”混改十六字方针的具体举措，提供政策支持，指导推动更多基础设施建设领域国有企业通过混合所有制改革提质增效、实现高质量发展。	2022 年
《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》	鼓励民间资本通过政府和社会资本合作（PPP）等方式参与盘活国有存量资产。通过开展混合所有制改革、引入战略投资人和专业运营管理方等，吸引民间资本参与基础设施项目建设、运营。	2022 年
《二十大报告》	发挥好国企改革和民营经济发展的联动效应。在探索公有制多种实现形式的过程中，支持民营企业改革发展，规范有序发展混合所有制经济，在国有经济布局优化和结构调整中为民营经济提供更多发展空间。	2023 年

资料来源：国务院，国资委，发改委，财政部，人民网，新华社，万联证券研究所整理

1.2.5 强化监督防止国有资产流失

改革开放以来，我国经济不断壮大，国有企业市场的活力与效率显著提升，但与此同时，部分国有企业暴露出滥用职权，贪污腐败等不利于国有资产保值增值的现象。

2015年中央发布《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》。此后，多项细则指引出台。从具体措施上看，防止国有资产流失的手段主要有完善企业内部权责机制等“加强企业内部监督”措施、健全国有企业审计监督体系等“加强企业外部监督”措施、推动国有资产流失信息披露等“加强社会监督”措施和加大对国有企业违规经营责任追究力度等“强化责任追究”措施，从事前监管到事后监管，国有资产监督体系逐步完善。

图表13: 强化监督防止国有资产流失相关政策

对应文件/会议	内容	时间
《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	以国有资产保值增值、防止流失为目标建立国有资产监督体系。	2015 年
《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	强化企业内部监督；建立健全高效协同的外部监督机制；实施信息公开加强社会监督。严格责任追究。	2015 年
《企业国有资产交易监督管理办法》	国资监管机构应当对产权交易机构开展企业国有资产交易业务的情况进行动态监督并定期抽查，国资监管机构发现转让方或增资企业未执行或违反相关规定、侵害国有权益的，应当责成其停止交易活动。	2016 年
国企“十项改革”试点	进行国有企业信息公开工作试点，促进企业完善公司治理结构，规范企业管理，健全国资监管体系，打造“阳光国企”，防止国有资产流失。	2016 年
《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》	国有企业经营管理有关人员违反国家法律法规和企业内部管理规定，未履行或未正确履行职责致使发生下列情形造成国有资产损失以及其他严重不良后果的，应当追究责任。	2016 年
《中央企业公司制改制工作实施方案》	公司制改制过程中，要按照法律法规和国有企业改制、国有产权管理等有关规定规范操作，加强对改制全流程的监管，加强事中事后监管，自觉接受社会监督。	2017 年
《建立国务院向全国人大常委会报告国有资产管理情况制度的意见》	综合报告全面反映各类国有资产基本情况，专项报告分别反映企业国有资产（不含金融企业）、金融企业国有资产、行政事业性国有资产、国有自然资源等国有资产管理情况。各类国有资产报告要汇总反映全国情况。	2017 年
《上市公司国有股权监督管理办法》	上市公司国有股权变动批准机构以及国有资产监督管理机构违反有关法律、法规或本办法导致国有资产损失，对相关人员给予纪律处分，犯罪者依法移送司法机关处理。	2018 年
《全国人民代表大会常务委	全国人大常委会围绕党中央关于国有资产管理	2020 年
《关于规范国有金融机构资产	国有金融机构资产	2021 年
《关于做好 2022 年中央企业	《通知》特别强调要严肃查处重大违规问题线索，要求各央企要集中	2022 年

	集团公司要采取直接核查、联合核查、挂牌督办等方式，强化对所属企业违规责任追究工作的督促指导，重点查处明知故犯、屡查屡犯和长期违规等典型问题线索。	
《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》	涉及政府或国有资产监督管理机构主导推动的国有资本布局优化和结构调整，以及专业化重组等重大事项，企业产权在不同的国家出资企业及其控股企业之间转让，且对受让方有特殊要求的，可以采取协议方式进行。	2022 年
《中央企业合规管理办法》	《办法》中明确规定中央企业设立首席合规官。《办法》中对合规审查作了明确规定，一是明晰各部门合规审查职责和界限，二是进一步提升合规审查的刚性，三是完善合规审查闭环管理。	2022 年

资料来源：国务院，国资委，财政部，新华社，新华网，万联证券研究所整理

1.2.6 推进国有企业瘦身健体

国有企业瘦身健体主要包括法人压减工作、剥离“两非”（非主业、非优势）、清退“两资”（低效资产、无效资产）、剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题等有利于去除国有企业无效低效供给的行动。2015年全面深化国有企业改革开始后，有关国企瘦身健体的指导意见和试点工作便开始稳步进行，国资委“因企施策、因业施策”，积极调用国有资本，剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题成果；在2020年开始的国企改革三年行动中，国有企业瘦身健体推进力度进一步加大，2021年国务院国有企业改革领导小组专题会议强调，应当采取更有力的措施，确保“两非”剥离任务全面完成，加大重点亏损子企业专项治理工作推进力度，同时开展“压减”回头看专项行动，防止反弹。2022年的国有企业瘦身健体专题推进会着重指出各地和各中央企业要把握好新形势下推进国有企业瘦身健体的重点问题，完善常态化存量法人压减机制，严格精准控制新增法人等工作，确保瘦身健体工作可以发挥更大效能。

图表14：推进国有企业瘦身健体相关政策

对应文件/会议	内容	时间
《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》	国有企业投资项目收益可优先用于剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题；加强宣传报道和舆论引导，广泛凝聚共识，创造良好的社会环境。	2015 年
《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	完善相关法律法规和配套政策。加快剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题。形成鼓励改革创新的良好氛围。加强对国有企业改革的组织领导。	2015 年
《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	加快剥离企业办社会职能，针对“三供一业”、离退休人员社会化管理、厂办大集体改革等问题制定统筹规范、分类施策的措施。国有资本经营预算支出优先用于解决国有企业历史遗留问题。	2015 年
国企“十项改革”试点	剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点，探索解决国有企业办社会职能和历史遗留问题。	2016 年

《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》	(一)有效压缩层级,减少法人户数。力争在3年内使多数中央企业管理层级控制在3-4级以内,法人层级10级以上(含10级)的企业减少3-5个层级,企业法人户数减少20%左右。 (二)打造精干高效管理机构。按照定位准确、职能清晰、流程顺畅、精干高效的要求,科学设置管理层级和职能部门,精简管理部门和管理人员,提高管理效率。	2016年
《中央企业深化改革瘦身健体工作方案》	会议提出立足以改革促发展,坚持企业主体,充分发挥市场配置资源的决定性作用和更好发挥政府作用,促进央企“瘦身健体”、提质增效;会议明确今明两年要力争实现降本增效1000亿元以上。	2016年
《加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案》	剥离国有企业办医疗、教育等公共服务机构。对持续严重亏损、不符合结构调整方向、因历史原因形成的少数国有大中型困难企业,一企一策采取措施。	2017年
《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》	在解决历史遗留问题方面率先突破。重点是要完成企业职工家属区“三供一业”分离移交、教育医疗机构深化改革、市政社区管理等职能分离移交、国有企业离退休人员社会化管理和厂办大集体改革。	2018年
国务院国有企业改革领导小组专题会议	继续做好“压减”,开展“压减”回头看专项行动,防止反弹。采取更有力的措施,确保“两非”剥离任务全面完成。加大重点亏损子企业专项治理工作推进力度。	2021年
国有企业瘦身健体专题推进会	会议指出,近年来,各中央企业、各地国资委和地方国有企业认真学习贯彻习近平总书记重要指示精神,通过多种途径深入实施瘦身健体,企业组织结构面貌发生显著变化,“压减”成效明显,“两非”“两资”清退主体任务基本完成,“总部机关化”专项治理行动效果明显,剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题大面积扫尾,企业主责实业更加突出。	2022年

资料来源:国务院,发改委,国资委,新华社,中经咨询,万联证券研究所整理

2 以上市公司为样本看国企运行

2.1 一级市场国企概况

2022年A股共上市17家央企,其中2022Q1先上市了4家央企,分别是中国移动(600941.SH)、龙源电力(001289.SZ)、中汽股份(301215.SZ)和哈焊华通(301137.SZ),随后三个季度分别有4、5、4家央企上市。在这些上市的央企中,首发募集资金规模排名前三的公司分别为中国移动(519.81亿元)、中国海油(322.92亿元)和中无人机(43.67亿元)。

2022年共有21家地方国企上市,其中江苏省和广东省分别有3家地方国企上市,数量较多。从上市板块看,在创业板上市的地方国企数量最多,占比三分之一,在主板和北交所上市的地方国企分别有1家和2家。从首发募资金额看,募资总额前三的地方国企为燕东微电(36.44亿元)、华海清科(36.44亿元)和铜冠铜箔(35.79亿元)。

图表15: 2022年全年A股上市央企概况

证券代码	证券简称	上市日期	募资总额 (亿元)	第一大股东	持股比例 (%)
600941.SH	中国移动	2022/1/5	519.81	中国移动香港(BVI)有限公司	69.70
001289.SZ	龙源电力	2022/1/24	NA	国家能源投资集团有限责任公司	54.91
301215.SZ	中汽股份	2022/3/8	12.56	中国汽车技术研究中心有限公司	41.97
301137.SZ	哈焊华通	2022/3/22	6.99	常州恒通投资发展有限公司	28.89
688295.SH	中复神鹰	2022/4/6	29.33	中建材联合投资有限公司	33.16
600938.SH	中国海油	2022/4/21	322.92	中国海洋石油(BVI)公司	60.49
688119.SH	中钢洛耐	2022/6/6	11.39	中钢科技发展有限公司	37.72
688297.SH	中无人机	2022/6/29	43.67	成都飞机工业(集团)有限责任公司	26.41
301175.SZ	中科环保	2022/7/8	14.03	中科实业集团(控股)有限公司	57.75
688375.SH	国博电子	2022/7/22	28.36	中电国基南方集团有限公司	35.83
688439.SH	振华风光	2022/8/26	33.50	中国振华电子集团有限公司	40.12
688387.SH	信科移动	2022/9/26	41.37	中国信息通信科技集团有限公司	41.01
873122.BJ	中纺标	2022/9/27	0.85	中国纺织科学研究院有限公司	59.25
688459.SH	哈铁科技	2022/10/12	16.30	中国铁路哈尔滨局集团有限公司	54.42
872808.BJ	曙光数创	2022/11/18	2.60	曙光信息产业(北京)有限公司	62.96
301311.SZ	昆船智能	2022/11/30	8.33	昆明船舶设备集团有限公司	60.00
688475.SH	萤石网络	2022/12/28	32.37	杭州海康威视数字技术股份有限公司	48.00

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所整理

注: 龙源电力以发行A股股份方式吸收合并平庄能源, 交易完成后龙源电力成为A+H股上市公司。可参考龙源电力2022年1月24日上市总市值为1686.65亿元。

图表16: 2022年全年A股上市地方国企概况

股票代码	股票名称	上市日期	上市板	募资总额(亿元)	实控人
301136.SZ	招标股份	2022-01-11	创业板	7.24	福建省国资委
301217.SZ	铜冠铜箔	2022-01-27	创业板	35.79	安徽省国资委
301153.SZ	中科江南	2022-05-18	创业板	9.09	广州市国资委
688120.SH	华海清科	2022-06-08	科创板	36.44	四川省国资委
301238.SZ	瑞泰新材	2022-06-17	创业板	35.16	张家港市人民政府
301289.SZ	国缆检测	2022-06-22	创业板	5.03	上海市国资委
001258.SZ	立新能源	2022-07-27	主板	7.89	新疆维吾尔自治区国资委
001236.SZ	弘业期货	2022-08-05	主板	1.87	江苏省国资委
688203.SH	海正生材	2022-08-16	科创板	8.45	台州市椒江区人民政府
688247.SH	宣泰医药	2022-08-25	科创板	4.25	上海市国资委
301339.SZ	通行宝	2022-09-09	创业板	11.27	江苏省国资委
838402.BJ	硅烷科技	2022-09-28	北证	5.09	河南省国资委
835892.BJ	中科美菱	2022-10-18	北证	3.87	绵阳市国资委
871753.BJ	天纺标	2022-10-31	北证	1.30	天津市国资委
001338.SZ	永顺泰	2022-11-16	主板	8.55	广东省国资委
301165.SZ	锐捷网络	2022-11-21	创业板	22.08	福建省国资委
831087.BJ	秋乐种业	2022-12-07	北证	1.98	河南省农业科学院
601022.SH	宁波远洋	2022-12-08	主板	10.76	浙江省国资委
688172.SH	燕东微	2022-12-16	科创板	39.53	北京市国资委
601136.SH	首创证券	2022-12-22	主板	19.32	北京市国资委
873001.BJ	纬达光电	2022-12-27	北证	3.27	广东省人民政府

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所整理

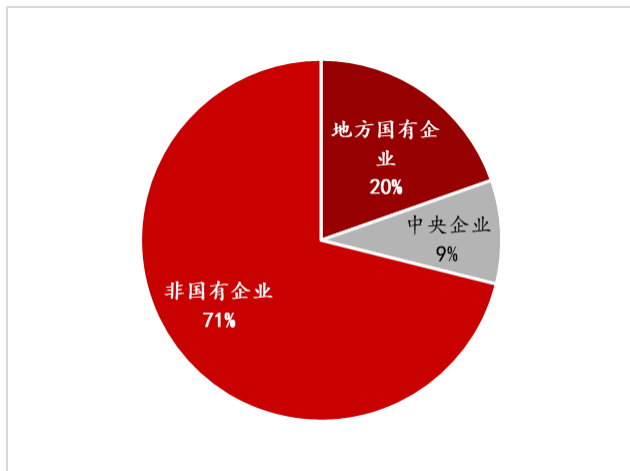
2.2 上市国企概况

截至2023年3月24日, A股共有5130家上市公司, 其中央企总计448家(总市值24.63万

亿元), 地方国有企业948家(总市值18.90万亿元), 非国有企业(包括私营企业、中外合资等)3435家(总市值47.36万亿元)。国企数量(地方国企+央企)仅占全部A股上市公司的27.2%, 总市值占比则达到了47.89%。

从市值分布看, 地方国企市值大部分集中分布在小于100亿元的市值区间, 其中63.19%的地方国企市值小于100亿元(599家), 46.21%的中央企业市值位于100-500亿元的市值区间。中央企业中共有10.71%的企业市值超过1000亿元, 地方国企中则仅有2.85%的企业市值超过1000亿元, 央企规模优势较为显著。

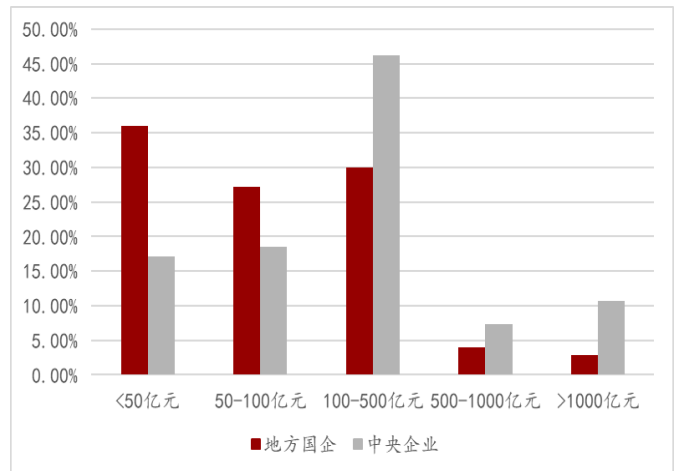
图表17: A股上市公司数量分布



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年3月24日

图表18: A股上市国企市值分布

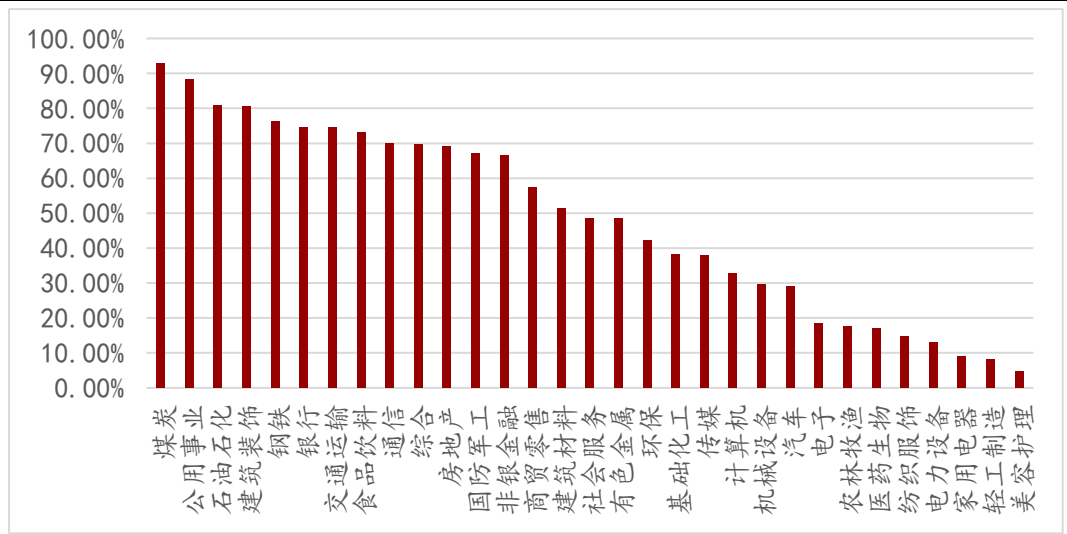


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

数据截至2023年3月24日

按行业市值占比分布来看, 上市国企在传统行业(煤炭、公用事业、石油石化、建筑装饰)中市值占比均超过80%, 在国民经济重点行业(钢铁、银行、交通运输、房地产、非银金融)中市值占比均超过60%; 上市国企在竞争较为激烈的中下游行业(美容护理、家用电器、电力设备、纺织服饰、医药生物、电子)中市值占比较低, 占比均少于20%。

图表19: 国企行业市值占比分布



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

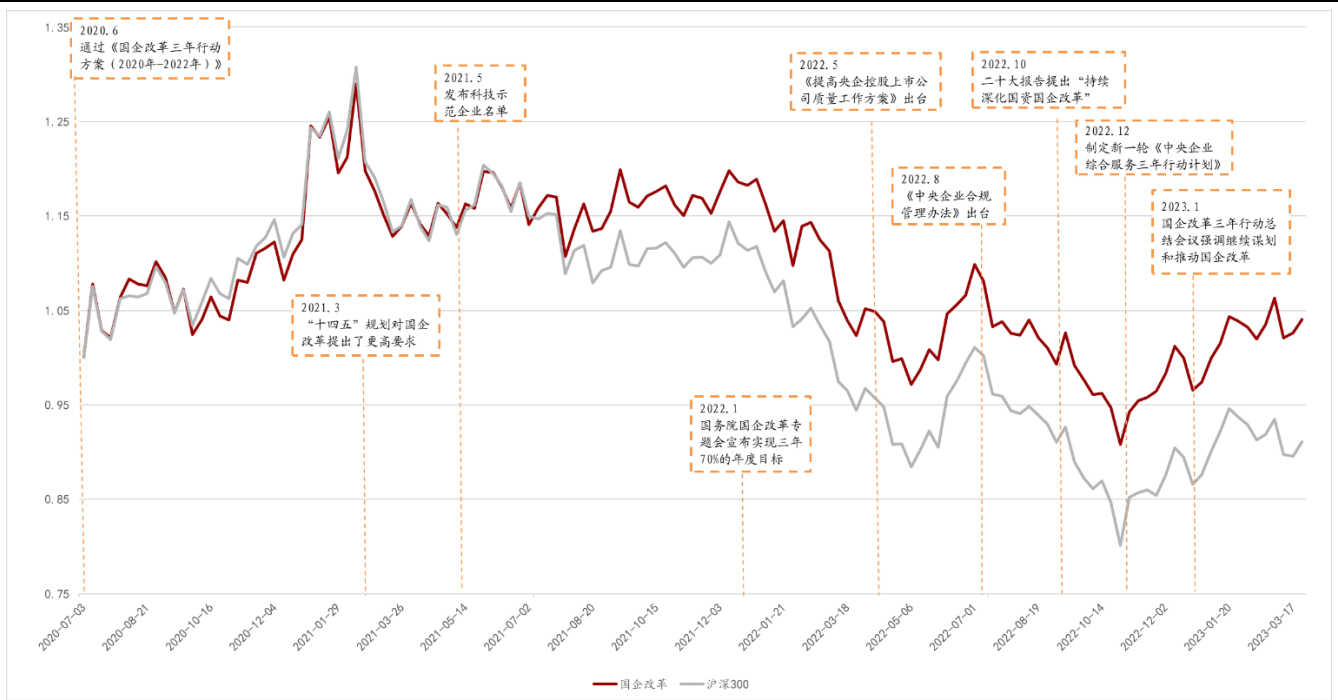
注: 数据截至2023年3月24日

2.3 国企改革指数走势

从国企改革指数走势来看,2020年6月通过《国企改革三年行动方案(2020年-2022年)》后,国企改革指数短暂冲高,其后跟随大盘调整,2022年末以来呈现底部回升势头。截至2023年3月24日,国企改革指数涨幅达4.05%,同期沪深300跌8.88%,国企改革指数相对沪深300取得12.93%的超额收益。

分阶段看,自2021年7月开始,国企改革指数维持震荡态势,至2022年5月6日跌至低点,跌幅达2.82%,同期沪深300下跌11.56%,国企改革指数相对沪深300取得8.74%的超额收益。2022年作为国企改革三年行动收官之年,5月《提高央企控股上市公司质量工作方案》出台,国企改革主题受到较高关注,国企改革指数再次强势上涨。8-10月市场表现疲弱,但国企改革指数表现仍显著好于相对沪深300指数。2022年10月党代会提出“持续深化国资国企改革”,为国企深化改革注入“强心剂”,自10月21日起国企改革指数大幅领先沪深300,且差距呈现持续走阔态势。

图表20: 国企改革指数走势(标准化)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

截至2023年3月24日,已上市国企中近一半企业A/H股溢价率超过100%,其中弘业期货达到870.10%位居第一,远超其他企业。仅两家企业A/H股溢价率低于10%。A股股价层面,已上市国企中有5家A股股价超过50元,其中两家股价超过100元;近半企业股价小于10元,其中股价为2-3元的企业占比最大。H股股价层面,已上市国企中有3家H股股价超过50港元,其中仅一家H股股价超过100港元;三分之二企业H股股价小于10港元,其中股价为1-2港元和4-5港元的企业占比最大。

图表21: 已上市国企A/H股溢价情况

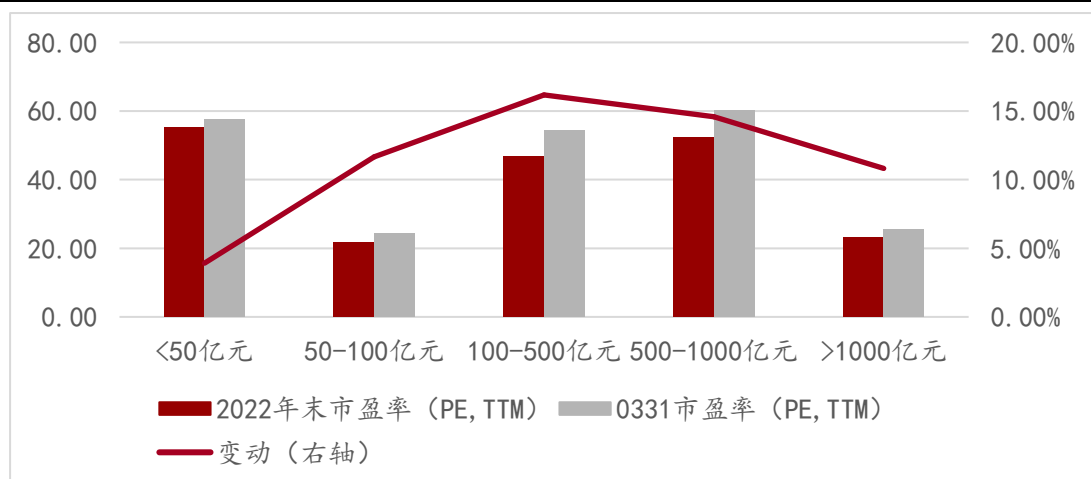
证券名称	AH股溢价率 (%)	A股收盘价 (元)	港股收盘价 (港元)	证券名称	AH股溢价率 (%)	A股收盘价 (元)	港股收盘价 (港元)	证券名称	AH股溢价率 (%)	A股收盘价 (元)	港股收盘价 (港元)
华能国际	137.53	8.69	4.20	中国铁建	93.31	9.48	5.63	新华文轩	116.41	11.48	6.09
皖通高速	27.90	8.59	7.71	国泰君安	73.83	14.43	9.53	中国石油	52.35	5.64	4.25
华电国际	108.30	5.77	3.18	广汽集团	156.51	11.06	4.95	中远海发	169.63	2.56	1.09
中国石化	35.12	5.52	4.69	农业银行	21.58	3.05	2.88	中国能建	183.56	2.47	1.00
南方航空	57.27	7.48	5.46	青岛港	77.87	6.12	3.95	辽港股份	156.34	1.63	0.73
中国东航	97.23	5.24	3.05	泰港股份	193.49	2.94	1.15	中国银河	191.51	10.36	4.08
江西铜业	73.73	19.31	12.76	交通银行	20.46	5.11	4.87	中国中免	9.13	186.32	196.00
宁沪高速	32.56	8.66	7.50	绿色动力	210.74	7.20	2.66	中煤能源	60.64	8.27	5.91
深高速	44.56	9.23	7.33	广深铁路	94.15	2.30	1.36	紫金矿业	7.72	12.01	12.80
海螺水泥	19.12	28.95	27.90	新华保险	84.61	29.75	18.50	中远海控	41.63	11.35	9.20
青岛啤酒	56.28	112.31	82.50	中原证券	280.34	3.81	1.15	建设银行	35.90	5.99	5.06
中船防务	189.96	25.51	10.10	中国中铁	67.75	7.35	5.03	中国银行	29.68	3.40	3.01
上海石化	166.02	3.36	1.45	工商银行	21.87	4.48	4.22	金隅集团	172.52	2.54	1.07
南京熊猫	216.49	11.00	3.99	北辰实业	160.56	2.02	0.89	中信银行	65.66	5.57	3.86
马钢股份	87.27	2.92	1.79	中国外运	79.30	4.17	2.67	中国通号	113.26	5.48	2.95
石化油服	297.10	2.11	0.61	中国铝业	61.70	5.62	3.99	复旦微电	162.09	71.00	31.10
创业环保	129.96	6.35	3.17	中国太保	46.51	26.29	20.60	万科A	40.92	15.81	12.88
凯盛新能	190.44	20.72	8.19	上海医药	56.47	20.09	14.74	中联重科	70.29	6.23	4.20
中国移动	66.76	90.86	62.55	中国中冶	119.22	3.80	1.99	中万宏源	214.59	4.22	1.54
新天绿能	220.16	9.51	3.41	中国人寿	196.85	33.77	13.06	潍柴动力	14.11	11.55	11.62
东方证券	166.51	9.82	4.23	邮储银行	11.70	4.68	4.81	新华制药	351.22	25.98	6.61
招商证券	104.92	14.03	7.86	华泰证券	62.60	12.62	8.91	鞍钢股份	35.92	2.96	2.50
重庆钢铁	120.15	1.63	0.85	郑煤机	96.13	13.24	7.75	弘业期货	870.10	16.14	1.91
一拖股份	231.05	11.65	4.04	上海电气	160.18	4.51	1.99	龙源电力	125.90	18.28	9.29
中信建投	290.68	26.34	7.74	中国电信	87.47	6.63	4.06	山东墨龙	89.90	4.40	2.66
中铝国际	231.93	5.32	1.84	中国中车	66.76	5.97	4.11	东江环保	181.24	6.10	2.49
中国神华	30.47	28.98	25.50	光大证券	225.13	15.18	5.36	中国广核	77.04	2.93	1.90
四川成渝	127.24	3.84	1.94	中国交建	171.95	11.11	4.69	中集车辆	95.07	10.28	6.05
中国国航	71.04	10.28	6.90	中海油服	122.30	14.91	7.70				

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：所有数据截至2023年3月24日

从估值水平看，今年以来国企估值得到一定修复。截至3月31日，不同市值国企估值相较2022年末估值有不同程度提升。其中市值位于100-500亿元区间内国企估值提升幅度最大，由2022年末的46.84x提升至当前的54.42x，提升16.17%；市值介于500-1000亿元的国企估值提升幅度也超过10%，由2022年末的52.44x提升至当前的60.08x，提升14.58%。

图表22: 国企估值情况及变动 (%)



资料来源：同花顺，万联证券研究所

3 风险提示

改革进度不如预期；经济超预期波动；监管政策变动。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场