

从新一轮国企改革挖掘投资方向

——策略深度报告

2023 年 04 月 26 日

投资要点:

- **把握数字经济+国企改革两大主线:**当前数字经济发展围绕党政领域、金融、电信、电力、石油等八大关键行业数字赋能展开,其中构建安全自主可控的信息技术体系和建设数据基础设施为数字经济发展的两大关键环节。具体到产业布局层面,安全自主可控重点关注数字经济中的信创领域,而数据基础设施建设则可关注通信行业。行业内优质央企国企有望充分受益于数字经济+国企改革两大主线,后续增长空间广阔。
- **关注“卡脖子”领域的新突破:**“卡脖子”领域中半导体赛道被市场广泛关注。目前,我国半导体行业的发展着重落在集成电路领域。国家决心大力发展集成电路产业,从资金、人才、产业培育等角度推出支持性政策。2022 年我国半导体设备销量增长至 1860.3 亿美元。半导体细分赛道值得关注:(1)电子特气是半导体产业链上游的关键基础性材料之一。根据预测,至 2023 年全球电子特气市场规模将达到 52 亿美元。(2)光刻胶处于半导体产业链的上游,光刻胶是国际上技术门槛最高的微电子化学品之一。我国光刻胶市场规模逐年稳步上升,预计 2023-2025 年市场规模将达 250、281 和 316 亿元,成长空间广阔。
- **国家安全描绘国防发展蓝图:**《国家安全战略(2021-2025 年)》强调必须把政治安全放在首要位置,统筹做好政治安全、经济安全、社会安全、科技安全、新型领域安全等重点领域、重点地区、重点方向国家安全工作。需求端方面,近十年,我国国防支出预算维持高速增长,军工行业各领域中长期需求增长具备充足动力。供给端方面,军工生产企业须取得“军工三证”才可具备配套资格,因而越向下游延伸,生产认证壁垒越高。上游产能释放加速,定价权或向产业链下游转移。细分产业可关注航空和商业航天。中航沈飞是中国重要战斗机的主要研制基地,成功研发我国首款舰载隐身战斗机新型歼-35。近三年中航沈飞的营业收入均保持高速增长,经营业绩出色。
- **今年以来国企在二级市场表现不俗:**从指数表现看,三大央企指数表现出色。截至 2023 年 4 月 14 日,今年以来中证国新央企科技引领指数(932038.CSI)、中证国新央企现代能源指数(932037.CSI)和中证国新央企股东回报指数(932039.CSI)涨幅领先,分别上涨 15.13%、10.09%和 14.99%。从个股来看,“中字头”表现亮眼,三大通信运营

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 股仍在阶段调整

经济表现超预期,聚焦景气抬升主线

行业比较专题——中观景气研判

商、“三桶油”行业领涨。

- **央、国企经营更为稳健：**从财务指标表现来看，在遭遇外部冲击后，国企经营业绩呈现快速修复势头，国企整体相比民企经营更为稳健。受疫情影响，2020年国企、民企、A股的归母净利率合计同比均下滑，但在2021年，国企自身经营业绩快速修复，归母净利率合计同比大幅回正，而民企仍然处于下行趋势中。
- **中特估体系下，国企分红意愿及比例有望进一步提升：**2019年-2021年，地方国企股息率均值均超过1.80%，除2021年外，2019、2020年地方国企表现均好于民营企业及全部A股；中央国有企业逐年提高分红力度，2021年股息率提升至1.77%，但相比民营企业3.72%的股息率仍有一定差距。展望2023年，在中国特色估值体系新“一利五率”的考核标准下，国企提高分红有助于提高净资产收益率水平，进而重塑国企估值，预计国有企业分红意愿及分红比例有望进一步提升。
- **当前央企、国企估值吸引力仍大：**从预测市盈率看，截至一季度末，内地国有成份2023年预测市盈率走高至5.5倍，较2022年末提高9.82%，相比民营成份、全部A股（分别提升4.79%、11.79%）而言，提升幅度较大，在“稳增长、扩内需”基调下，大型基础设施建设类央企、国企业绩增长预期走高，此外，科技创新、绿色发展、数字经济等多个领域中央企、国企加速布局，在政策支持下，市场对未来业务的发展寄予厚望，成长性可期。“中字头”企业具备雄厚的资金优势，且行业地位凸显，或更为受益于中国特色估值体系重塑。
- **风险因素：**改革阵痛风险；地缘政治风险；政策变动风险。

正文目录

1 新一轮国企改革重点突出.....	5
1.1 科技创新和发展安全为重点强调内容.....	5
1.2 把握数字经济+国企改革两大核心主线.....	6
1.2.1 信创产业.....	8
1.2.2 通信行业.....	9
1.3 关注“卡脖子”领域的新突破.....	10
1.3.1 国家高度重视半导体领域发展.....	10
1.3.2 半导体行业产业链情况.....	11
1.3.3 细分赛道值得关注.....	13
1.4 国家安全描绘国防发展蓝图.....	15
1.4.1 国防发展战略提出新要求.....	15
1.4.2 从需求端和供给端推进国防军工产业布局.....	15
1.4.3 细分产业：航空和商业航天.....	17
1.4.4 国家安全领跑国企：中航沈飞.....	18
2 今年以来国企在二级市场表现不俗.....	19
3 中国特色估值体系重塑.....	21
3.1 央企、国企经营业绩更为稳健.....	21
3.2 中特估体系下，国企分红意愿及比例有望进一步提升.....	22
3.3 当前央企、国企估值吸引力仍大.....	24
4 风险因素.....	25
图表 1：新一轮国企改革的“一个目标、两个途径、三个作用”.....	5
图表 2：新一轮国企改革深化提升行动.....	5
图表 3：数字经济政策梳理.....	6
图表 4：数字经济产业链梳理.....	7
图表 5：数字经济具体细分行业中国企研发强度与行业总体研发强度对比.....	7
图表 6：“2+8+N”信创产业发展时间轴.....	8
图表 7：信创产业供给侧产业链组成.....	8
图表 8：中科曙光近三年营业收入（亿元）及增速（%，右轴）.....	9
图表 9：中科曙光近三年扣非净利润（亿元）及增速（%，右轴）.....	9
图表 10：中国累计 5G 基站数量（万个）及预测值.....	9
图表 11：中国移动近三年营业收入（亿元）及增速（%）.....	10
图表 12：中国移动近三年资本开支及 5G 相关资本开支（亿元）.....	10
图表 13：2020 年以来集成电路有关政策.....	10
图表 14：半导体产业链.....	12
图表 15：市场规模：全球半导体设备（亿美元）.....	13
图表 16：市场规模预测：全球电子特气（亿美元）/我国特种气体（亿元）.....	13
图表 17：市场规模预测：我国光刻胶（亿元）.....	14
图表 18：营业收入/归母净利润：紫光同微（亿元）.....	14
图表 19：国防预算支出及同比增速.....	15
图表 20：“二十大”报告提及国防建设内容及重点领域.....	16
图表 21：军工产业链.....	17
图表 22：通用航空产业链.....	17

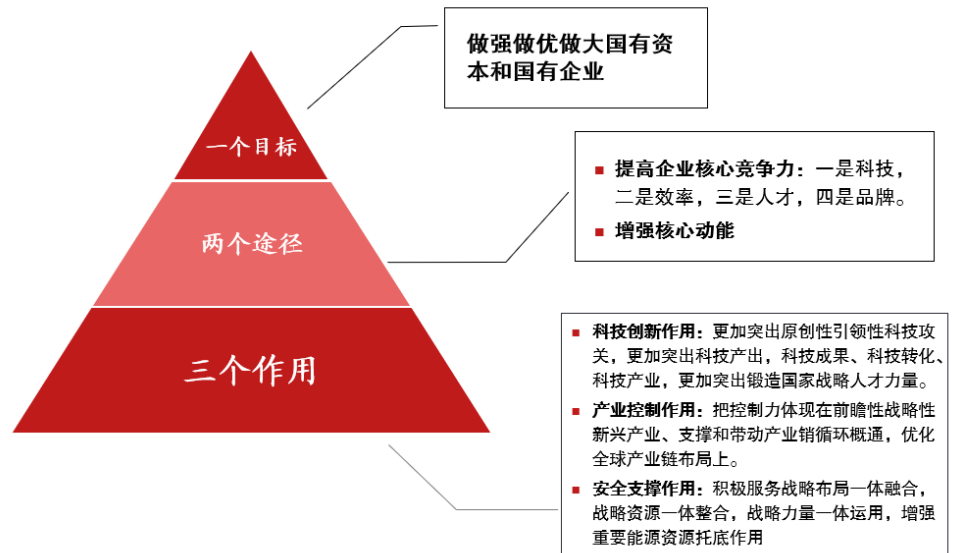
图表 23:	2021-2030 年我国军机需求量和市场空间预测.....	17
图表 24:	2021-2025 年中国卫星互联网市场规模预测.....	18
图表 25:	营业收入增速 (%)	18
图表 26:	国企指数走势	19
图表 27:	收盘价: 三大运营商/中瓷电子/申万二级行业通信服务 (元)	19
图表 28:	收盘价: 中国石油/中国石化/申万二级行业: 炼化及贸易 (元)	20
图表 29:	收盘价: 中国海油/申万二级行业: 油气开采II (元)	20
图表 30:	收盘价: 中国科传/申万二级行业: 出版 (元)	20
图表 31:	2019-2021 年国企与民企财务指标对比.....	21
图表 32:	2022 年各板块预测 ROE (%)	22
图表 33:	2023 年各板块预测 ROE (%)	22
图表 34:	2019-2021 年不同类型企业分红情况对比.....	23
图表 35:	高分红企业的现金分红比例、股息率均值 (% , 2019-2021 年)	23
图表 36:	不同类型企业市盈率、市净率	24
图表 37:	不同类型企业预测 2023 年市盈率	24

1 新一轮国企改革重点突出

1.1 科技创新和发展安全为重点强调内容

2月23日国资委主任张玉卓在国新办“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上表示未来国有企业要坚持“一个目标”、用好“两个途径”、发挥“三个作用”。

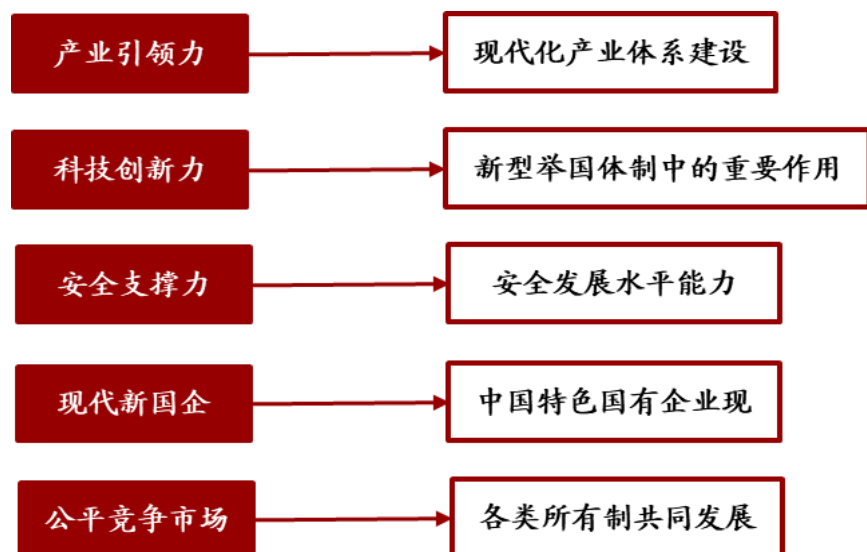
图表1: 新一轮国企改革的“一个目标、两个途径、三个作用”



资料来源：国资委，万联证券研究所

在第二届国有经济研究峰会上，国资委相关负责人表示下一步，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。

图表2: 新一轮国企改革深化提升行动



资料来源：国资委，万联证券研究所

1.2 把握数字经济+国企改革两大核心主线

数字经济作为我国“十四五”时期经济高质量发展的中枢驱动力量，实现数字赋能传统产业转型升级，推动促进数字经济与实体经济深度融合，对实现我国经济转型升级具有重大意义。

近年来，国家大力支持数字经济发展，数字经济顶层战略规划出台。2022年1月国家发改委在《“十四五”数字经济发展规划》中强调以数字技术与实体经济深度融合为主线，加强数字基础设施建设，协同推进数字产业化和产业数字化，不断做强做优做大我国数字经济。2022年12月，国务院印发《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（简称“数据二十条”），提出构建四个制度（数据产权制度、流通和交易制度、收益分配制度、数据要素治理制度），构建多层次数据交易市场体系。2023年2月，《数字中国建设整体布局规划》进一步提出了“2522”整体框架，指出要夯实数字基础设施和数字资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。

图表3: 数字经济政策梳理

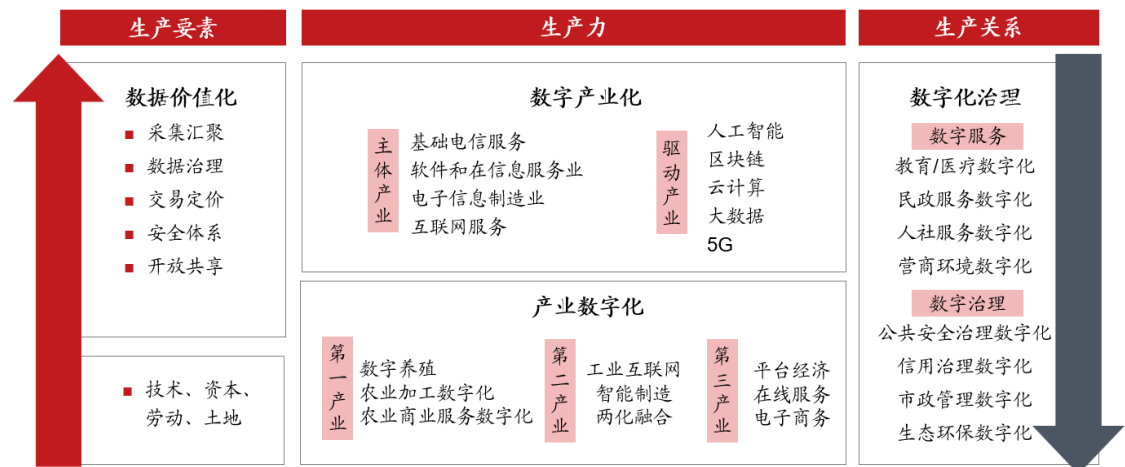
分类	时间	部门	政策/通知	要点
顶层设计	2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%，数字化创新引领发展能力大幅提升，智能化水平明显增强，数字技术与实体经济融合取得显著成效，数字经济治理体系更加完善，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。
	2022年12月	国务院	《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	数据产权、流通交易、收益分配、安全治理等方面构建数据基础制度，提出20条政策举措。“数据二十条”的出台，将充分发挥中国海量数据规模和丰富应用场景优势，激活数据要素潜能，做强做优做大数字经济，增强经济发展新动能。
	2023年2月	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	到2025年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展。数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放，数字经济发展质量效益大幅增强，政务数字化智能化水平明显提升。
资金支持	2022年8月	工信部、财政部	《关于开展财政支持中小企业数字化转型试点工作的通知》	为加快中小企业数字化转型步伐，促进产业数字化发展，提升产业链供应链协同配套能力，从2022年到2025年，中央财政计划分三批支持地方开展中小企业数字化转型试点，提升数字化公共服务平台服务中小企业能力。
资金支持、政策支持	2022年11月	工信部	《中小企业数字化转型指南》	加强中小企业数字化转型相关政策衔接，落实工信部和财政部联合开展的中小企业数字化转型试点等工作，结合当地实际出台配套措施，加强分类指导和跟踪服务，确保政策落地见效；按照“企业出一点、平台让一点、政府补一点”的思路，降低中小企业数字化转型门槛，有条件的地方可鼓励平台减免转型共性需求支出。
行业扶持（数字基础设施）	2021年10月	工信部等	《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023年）》	到2023年底，物联网与5G、人工智能、区块链、大数据、IPv6等技术深度融合应用取得产业化突破。
行业扶持（数字基础设施）	2021年11月	工信部	《“十四五”信息通信行业发展规划》	到2025年，信息通信行业整体规模进一步壮大，发展质量显著提升，基本建成高速泛在、集成互联、智能绿色、安全可靠的新型数字基础设施。
行业扶持（信息技术服务）	2021年11月	工信部	《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》	到2025年，产业基础实现新提升，产业链达到新水平，规模以上企业软件业务收入突破14万亿元，年均增长12%以上。产业结构更加优化，基础软件、工业软件、嵌入式软件等产品收入占比明显提升，新兴平台软件、行业应用软件保持较快增长，产业综合实力迈上新台阶。
行业扶持（信息技术服务）	2021年11月	工信部	《“十四五”大数据产业发展规划》	到2025年，大数据产业测算规模突破3万亿元，年均复合增长率保持在25%左右，创新力强、附加值高、自主可控的现代化大数据产业体系基本形成。
行业扶持（信息技术服务）	2022年1月	发改委	《“十四五”推进国家政务信息化规划》	到2025年，政务信息化建设总体迈入以数据赋能、协同治理、智慧决策、优质服务为主要特征的融慧治理新阶段，跨部门、跨地区、跨层级的技术融合、数据融合、业务融合成为政务信息化创新的主要路径。
行业扶持（信息技术服务）	2022年6月	国务院	《国务院关于加强数字政府建设的指导意见》	到2025年，与政府治理能力现代化相适应的数字政府顶层设计更加完善、统筹协调机制更加健全，政府数字化履职能力、安全保障、制度规则、数据资源、平台支撑等数字政府体系框架基本形成。
行业扶持（金融）	2022年1月	银保监会	《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	到2025年，银行业保险业数字化转型取得明显成效。数字化金融产品和服务方式广泛普及，基于数据资产和数字化技术的金融创新有序实践，个性化、差异化、定制化产品和服务开发能力明显增强，金融服务质量和效率显著提高。

资料来源：国务院，发改委，工信部，财政部，银保监会，万联证券研究所

从数字经济产业链来看，数字经济具体包括四大方面，一为数字产业化，即信息通信产业，二为产业数字化，即传统产业应用数字技术带来的产出增加和效益提升部分，包括工业互联网、智能制造、车联网、平台经济等新型业态发展，是数字经济发展的主导力量，三为数字化治理，四为数据价值化。

当前数字经济发展围绕党政领域、金融、电信、电力、石油等八大关键行业数字赋能展开，其中构建安全自主可控的信息技术体系 and 建设数据基础设施为数字经济发展的两大关键环节。具体到产业布局层面，安全自主可控重点关注数字经济中的信创领域，而数据基础设施建设则可关注通信行业。行业内优质央企国企有望充分受益于数字经济+国企改革两大主线，后续增长空间广阔。

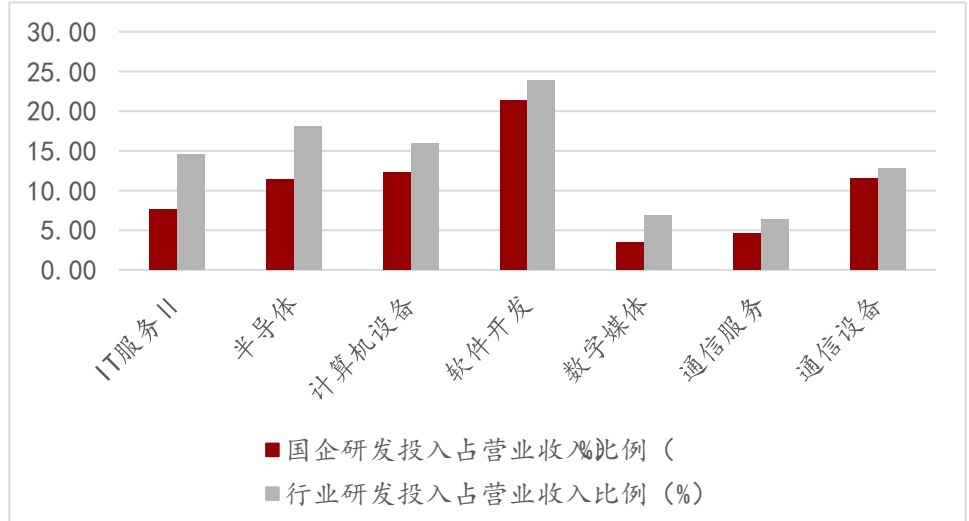
图表4: 数字经济产业链梳理



资料来源: 中国城市数字经济指数蓝皮书(2021), 万联证券研究所

实现核心技术可控是牢牢掌握数字经济发展自主权的关键。从研发投入强度看，在数字经济领域的申万二级行业中，相较其他类型企业而言，国企研发投入还存在一定差距，具有较大提升空间。在软件开发、通信服务、通信设备三个细分行业中，国企与其他类型企业的研发投入差距已逐步缩小，国企有望发挥自身优势率先在这几个行业中取得突破。

图表5: 数字经济具体细分行业中国企研发强度与行业总体研发强度对比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.2.1 信创产业

当前信创产业的发展驱动力仍然以政策驱动为主导，自2020年起，信创产业正从党政信创逐步向以金融、电信等为代表的行业信创过渡，未来将逐渐向“2+8+N”中的N个行业渗透，信创行业市场空间有望进一步拓宽。

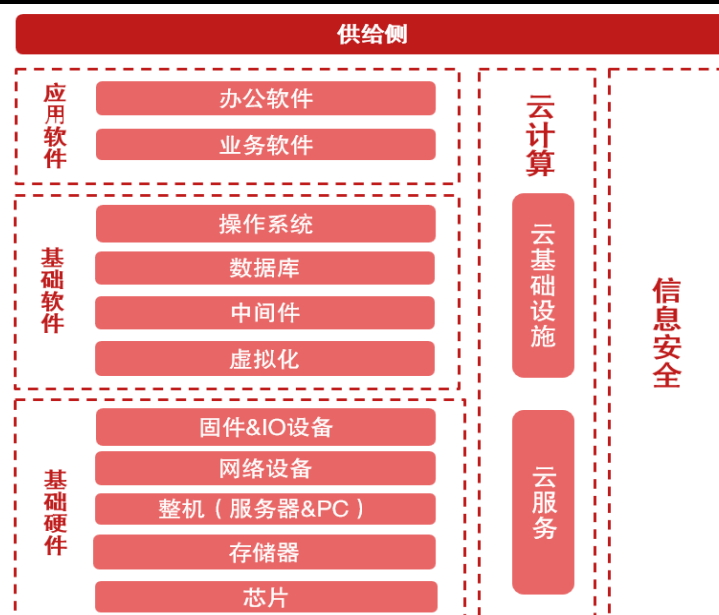
图表6: “2+8+N”信创产业发展时间轴



资料来源: 亿欧智库, 万联证券研究所

从信创产业供给侧来看，当前我国信创产业内的信息技术产业服务商组成主要可分为应用软件、基础软件、基础硬件、云计算、信息安全五大模块。其中应用软件包括办公软件和业务软件；基础软件主要包括操作系统、数据库、中间件、虚拟化等；基础硬件则主要包括固件&IO设备、网络设备、整机（服务器&PC）、存储器、芯片等；云计算主要包括云基础设施和云服务两大板块。

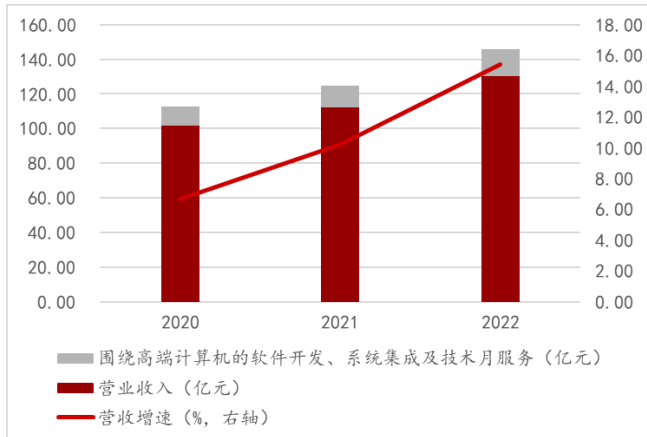
图表7: 信创产业供给侧产业链组成



资料来源: 亿欧智库, 万联证券研究所

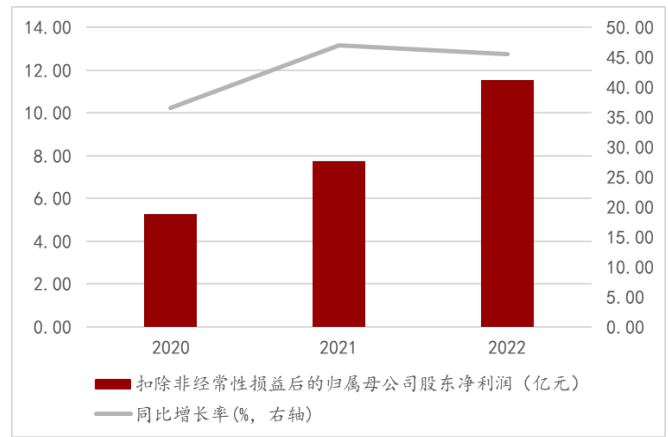
以中科曙光为例，中科曙光作为“国家队”中基础硬件服务器端领军企业，受益于广阔的信创市场空间，业绩持续高速增长，2022年实现营业总收入130.08亿元，同比增长15.44%。公司在高端计算机领域具有一定优势，围绕高端计算机的软件开发、系统集成及技术与服务业务实现营收15.55亿元，同比增长24.12%。2022年，扣除非经常性损益后的归母净利润实现11.51亿元，同比高增45.50%。

图表8: 中科曙光近三年营业收入（亿元）及增速（%，右轴）



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表9: 中科曙光近三年扣非净利润（亿元）及增速（%，右轴）



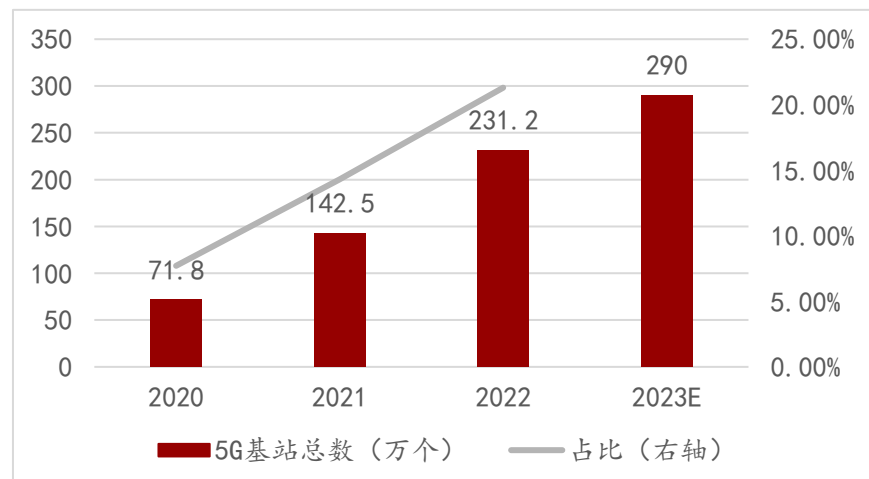
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.2.2 通信行业

网络基础设施链接东西部算力，有力支撑算力设施空间布局优化。截至2022年末，我国5G基站建设数量已超过231.2万个，据工信部部长在记者会上的发言，预计2023年将会新建60万个5G基站，5G基站总数将超过290万个，预计未来将继续扩大5G应用。

《数字中国建设整体布局规划》中提出要“系统优化算力基础设施布局，畅通数据大循环”。运营商作为数据中国体系的重要组成部分，是构建新型数据基础设施的重要抓手。近年来运营商充分发挥央企“网络强国、数字中国、智慧社会”主力军的作用，担起产业链链长带头发展职责，率先推动企业数字化转型，投资方向重点逐渐由5G网络建设向云计算、算力基础设施建设等领域倾斜。

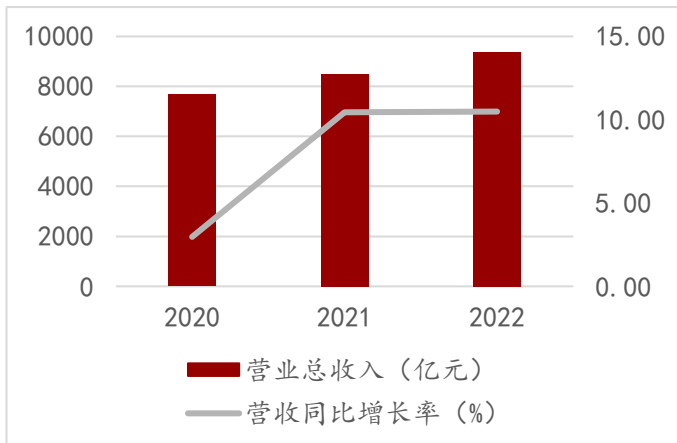
图表10: 中国累计5G基站数量（万个）及预测值



资料来源: 工信部, 万联证券研究所

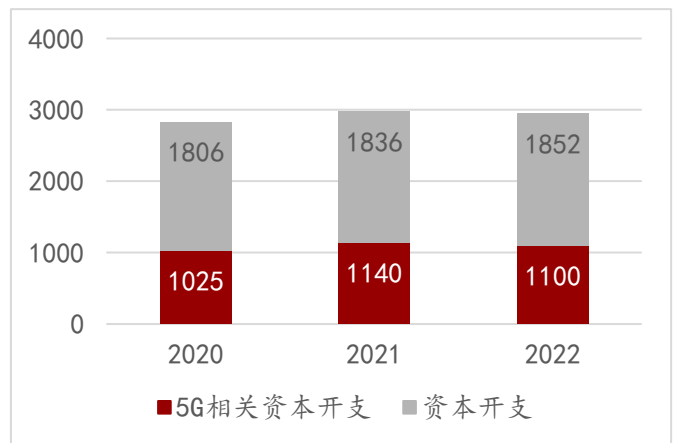
以中国移动为例，作为信息通信领域的领先运营商，2022年中国移动实现营业总收入9372.59亿元，同比增长10.49%。在移动业务增速放缓，增长空间有限背景下，产业数字化成为新的增长引擎，中国移动积极落实国家“东数西算”战略部署，加速布局算力领域基础设施，构建“连接+算力+能力”服务体系。从资本开支端来看，中国移动2021年全年资本开支为1836亿元，其中5G相关资本开支为1140亿元，占比高达62%，2022年5G相关资本开支占比下降至59.40%，但投入仍超过1100亿元，2022年算力规模提升至8.0EFLOPS，净增2.8EFLOPS。

图表11: 中国移动近三年营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表12: 中国移动近三年资本开支及5G相关资本开支（亿元）



资料来源：中国移动年报，万联证券研究所

1.3 关注“卡脖子”领域的新突破

4月16日发改委在《求是》撰文要求全力推动构建新发展格局取得新突破。文中表示，产业链供应链存在不少短板弱项，产业基础还比较薄弱等问题。其中核心零部件、核心软件、关键材料、关键检测设备等大量依赖进口，国产基础零部件、基础材料、基础工艺、基础技术普遍存在可靠性稳定性不高的问题。文章指出，新征程上，一要打好关键核心技术攻坚战。健全新型举国体制，以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关，强化重大创新成果迭代应用；二要加快建设现代化产业体系。推动短板产业补链、优势产业延链、传统产业升链、新兴产业建链，打造自主可控、安全可靠、竞争力强的现代化产业体系。

1.3.1 国家高度重视半导体领域发展

“卡脖子”领域中半导体赛道被市场广泛关注。目前，我国半导体行业的发展着重落在集成电路领域。“十四五”规划和2035年远景目标纲确立集成电路产业发展基调。国家决心大力发展集成电路产业，大力引导资金流向相关产业。《“十四五”利用外资发展规划》提出要引导外商投资投向集成电路等产业，推动高端高新产业外商投资集聚发展。人才培养路漫漫，集成电路是高技术密度产业，需要一批技术成熟的高级人才深耕研究，《关于深入推进世界一流大学和一流学科建设的若干意见》提到面向集成电路、人工智能、储能技术、数字经济等关键领域加强交叉学科人才培养，把科研优势转化为育人优势。

图表13: 2020年以来集成电路有关政策

时间	会议	内容
2020/7/27	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量。
2020/9/8	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快基础材料、关键芯片、高端元器件、新型显示器件、关键软件等核心技术攻关，大力推动重点工程和重大项目建设，积极扩大合理有效投资。
2020/12/27	《鼓励外商投资产业目录（2020年版）》	鼓励外资投向关键原材料、关键零部件、关键设备等领域。
2021/3/10	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	在事关国家安全和全局的基础核心领域，制定实施战略性科学计划和科学工程。瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。
2021/6/30	《“十四五”利用外资发展规划》	引导外商投资投向集成电路、数字经济、新材料、生物医药、高端装备、研发、现代物流等产业，推动高端高新产业外商投资集聚发展。
2021/9/5	《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》	大力发展集成电路、电子元器件、新材料、新能源、大数据、人工智能、物联网、生物医药产业。加快构建特色芯片设计、测试和检测的微电子产业链。
2022/1/26	《关于深入推进世界一流大学和一流学科建设的若干意见》	面向集成电路、人工智能、储能技术、数字经济等关键领域加强交叉学科人才培养。强化科教融合，完善人才培养引进与团队、平台、项目耦合机制，把科研优势转化为育人优势。
2022/6/20	《工业和信息化部2022年政务公开工作要点》	加强新能源汽车、集成电路、软件等行业企业减税降费等相关信息公开，加大助企纾困、行业帮扶政策公开力度，助力提振市场主体信心，优化营商环境。
2022/11/21	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	促进集成电路、新能源汽车、生物技术、高端装备、绿色环保等重点产业创新发展。
2022/12/15	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。
2023/1/3	《关于促进数据安全产业发展的指导意见》	组织融资路演活动，解决企业融资需求，并支持符合条件的数据安全企业享受软件和集成电路企业、高新技术企业等优惠政策。
2023/3/27	关于做好2023年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作有关要求的通知	企业可依据税务有关管理规定，先行按照企业条件和项目标准享受相关国内税收优惠政策。

资料来源：发改委、工信部、商务部、国务院、财政部、国资委、教育部、万联证券研究所整理

1.3.2 半导体行业产业链情况

从产业链的角度看，半导体产业链包括EDA、IP核、半导体材料及设备等上游支撑性

行业，中游涵盖芯片设计、制造、封装测试等制造行业，下游应用端包括通信、计算机、电子等行业。其中，中游环节附加价值较低，劳动密集度高，因而进入壁垒较低，是国产化程度最高的环节。

图表14: 半导体产业链



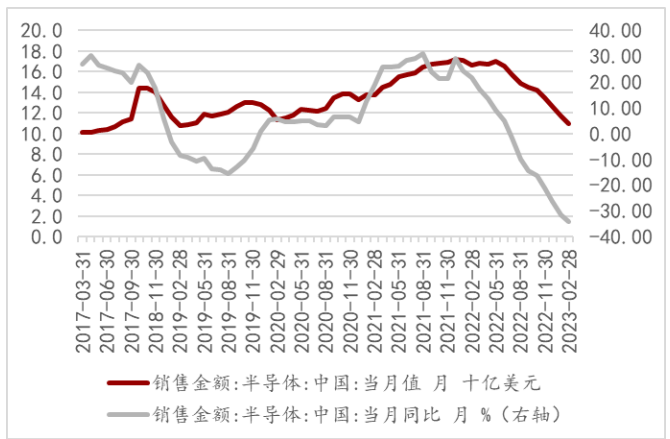
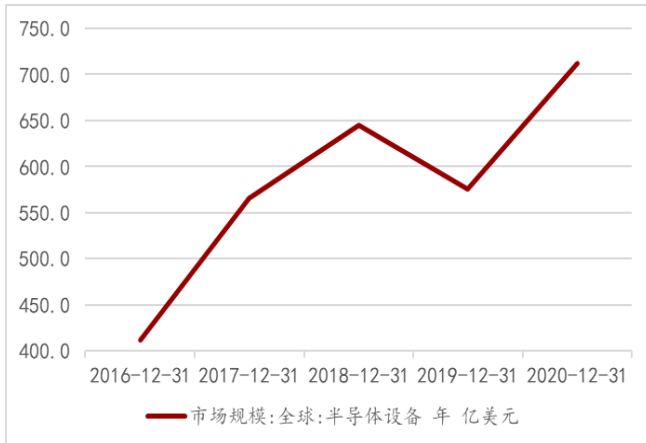
资料来源：中商产业研究院、万联证券研究所

截至2020年12月31日，全球半导体设备市场规模达到712亿美元，中国半导体设备销

量达到1503.8亿美元，在2022年增长至1860.3亿美元。

图表15: 市场规模: 全球半导体设备 (亿美元)

销售金额: 半导体: 中国: 当月值 (十亿美元) 及当月同比 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

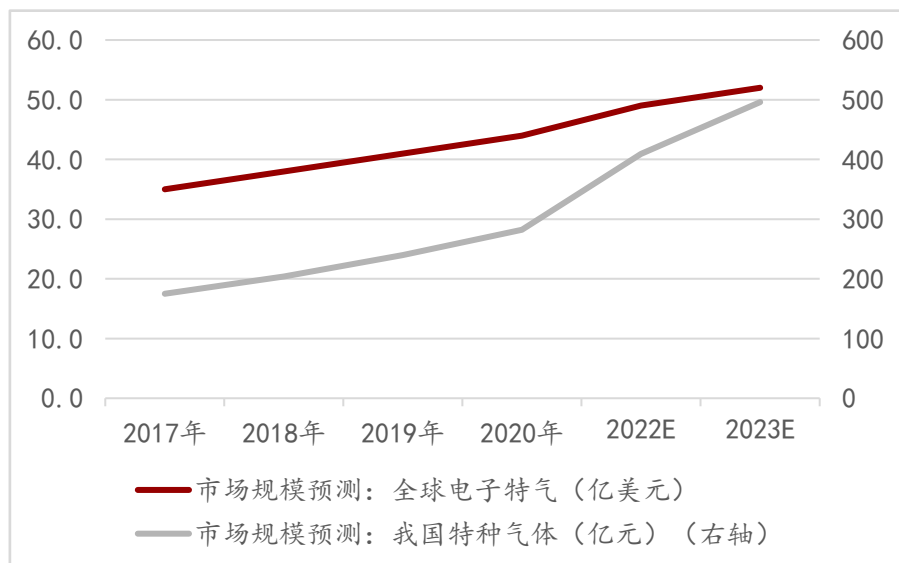
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.3.3 细分赛道值得关注

(1) 电子特气是半导体产业链上游的关键基础性材料之一。由于技术壁垒、认证壁垒、市场壁垒较高等因素, 制约了我国电子特气产业的进一步突破。电子特气是半导体制造中不可或缺的一部分, 对半导体性能影响大。约44%的电子特气可应用于半导体领域中, 在晶圆制造材料成本上仅次于硅片达到13%的成本, 是半导体第二大耗材, 占IC材料总成本的5%-6%。

根据华经产业研究预测, 至2023年全球电子特气市场规模将达到52亿美元, 较2018年增长14亿美元, 涨幅为36.84%; 自2018年以来, 中国特种气体市场规模不断攀升, 预计至2023年达到496亿元, 较2018年增长143.14%。

图表16: 市场规模预测: 全球电子特气 (亿美元) / 我国特种气体 (亿元)



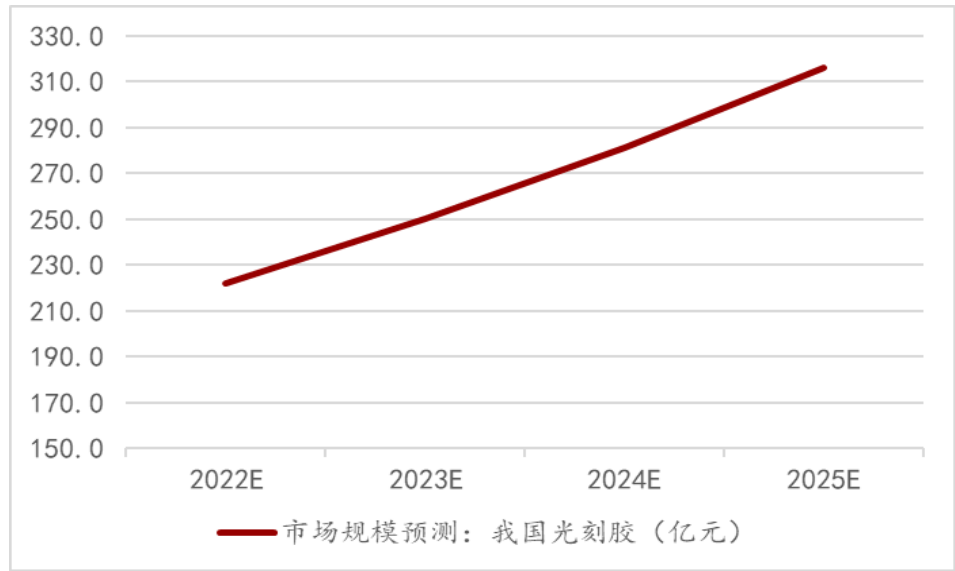
资料来源: 华经产业研究院, 万联证券研究所

(2) 光刻胶处于半导体产业链的上游, 光刻胶是国际上技术门槛最高的微电子化学

品之一。目前光刻胶被广泛用于光电信息产业的微细图形线路加工制作环节，光刻工艺是半导体制造中最为重要的工艺步骤之一。光刻前期投入巨大，成本约为整个硅片制造工艺的 1/3，耗费时间达到整体制造工艺的40~60%。

根据中研普华产业研究院预测，我国光刻胶市场规模逐年稳步上升，2022-2025年市场规模将达222、250、281和316亿元，成长空间广阔。

图表17：市场规模预测：我国光刻胶（亿元）



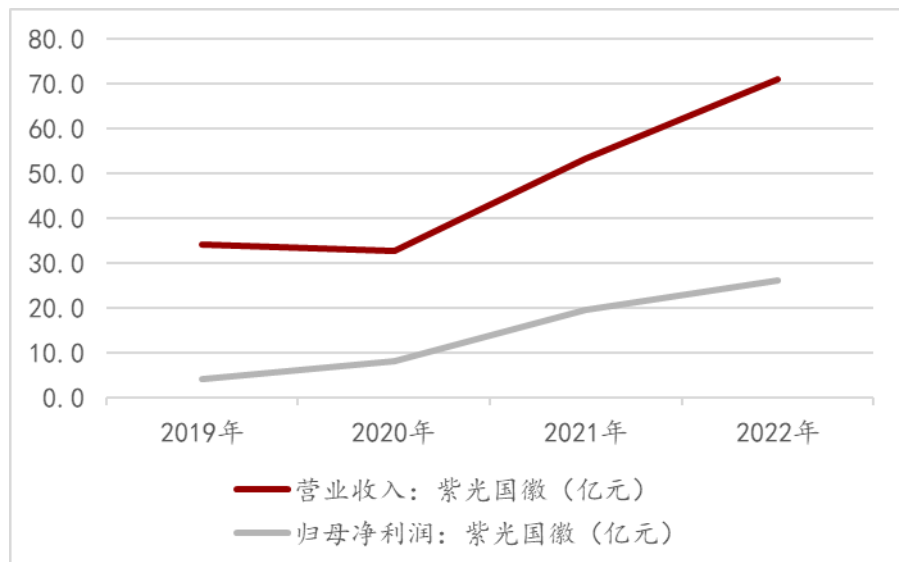
资料来源：中研普华产业研究院、万联证券研究所

1.3.4 细分领域中国企护城河优势显著

紫光国徽专注于集成电路芯片设计开发领域，是目前国内领先的集成电路芯片设计和系统集成解决方案供应商。在智能安全芯片、高稳定存储器芯片、安全自主FPGA、功率半导体器件、超稳晶体频率器件等核心业务领域具备领先的市场地位。特种集成电路由于极高的技术与资质门槛，竞争者稀少，因此公司保持高毛利率。

近年来紫光国徽逐步精简业务，聚焦集成电路主业，业绩增长势头向好。2020至2022年公司逐年实现营业收入32.70/53.42/71.20亿元，并取得归母净利润8.06/19.54/26.32亿元。

图表18：营业收入/归母净利润：紫光同徽（亿元）



资料来源：同花顺、万联证券研究所

1.4 国家安全描绘国防发展蓝图

《国家安全战略（2021-2025年）》强调必须把政治安全放在首要位置，统筹做好政治安全、经济安全、社会安全、科技安全、新型领域安全等重点领域、重点地区、重点方向国家安全工作。

1.4.1 国防发展战略提出新要求

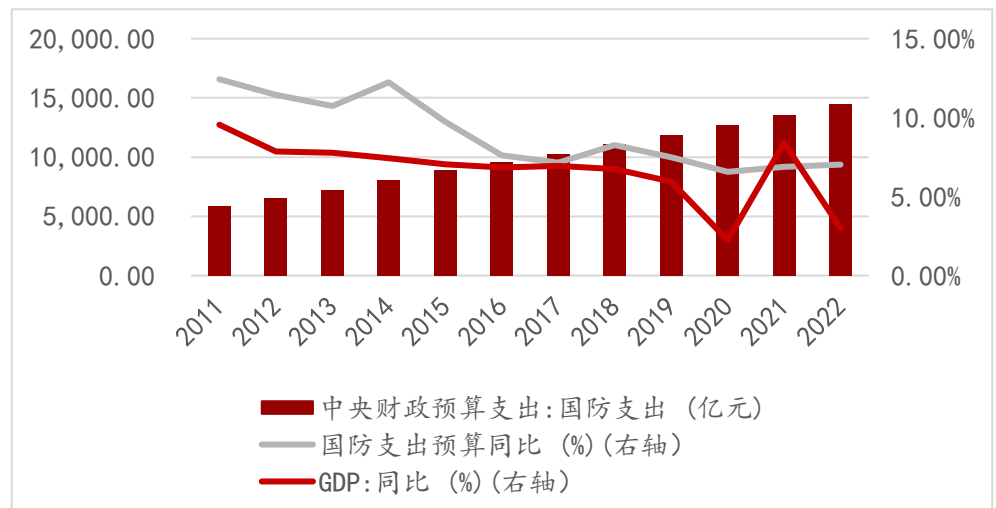
当前国际形势复杂多变、地缘政治风险频发，处于百年未有之大变局的当下，加强国防实力是维护国家安全的必要举措。“二十大”报告中强调，必须贯彻新时代党的强军思想，贯彻新时代军事战略方针，坚持机械化信息化智能化融合发展，加快军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化，提高捍卫国家主权、安全、发展利益战略能力。

《十四五规划和2035远景目标建议》对我国的国防建设提出了新要求，明确要“加快国防和军队现代化”，力争在2027年达成中期目标“确保实现建军百年奋斗目标”，并且在2035年“基本实现国防和军队现代化”，全力进军长期目标在21世纪中叶“全面建成世界一流军队”。《建议》的提出形成了国防和军队现代化新“三步走”的战略安排，铺展了新时代强军事事业发展蓝图。而且“十四五”时期是2035年目标升级至21世纪中叶目标的关键筑基时期，积极促使国防实力与经济实力相匹配。

1.4.2 从需求端和供给端推进国防军工产业布局

需求端方面，近十年，我国国防支出预算维持高速增长，2022年我国GDP同比增速仅为3.00%的情况下，国防支出预算依然能保持7.02%的增速。军工行业各领域中长期需求增长具备充足动力。一是加强武器装备和国防实力建设是维护国家根本利益的基础；二是军改后军队对实战演练提出更高要求，武器装备长期需求提升；三是跨军种联合作战需要高要求的信息化，因此信息化装备、无人化装备具备极高的实际需求。

图表19：国防预算支出及同比增速（%）



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表20: “二十大”报告提及国防建设内容及重点领域

“二十大”报告提及国防建设内容	
关于国家安全	推进国家安全体系和能力现代化, 坚决维护国家安全和社会稳定是民族复兴的根基; 增强维护国家安全能力。要坚持以人民安全为宗旨 以军事、科技、文化、社会、安全为保障 统筹外部安全和内部安全、国土安全和国民安全。
关于国防建设	如期实现建军一百年奋斗目标, 加快把人民军队建成世界一流军队; 加快军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化。优化国防科技工业体系和布局, 加强国防科技工业能力建设。
关于军队建设	深入推进实战化军事训练, 深化联合训练、对抗训练、科技练兵。深化联合训练、对抗训练、科技练兵。加强军事力量常态化多样化运用, 坚定灵活开展军事斗争, 塑造安全态势, 遏控危机冲突, 打赢局部战争。
关于装备发展	打造强大战略威慑力量体系, 增加新域新质作战力量比重, 深入推进实战化军事训练。加快无人智能作战力量发展, 统筹网络信息体系建设运用; 优化联合作战指挥体系, 推进侦查预警、联合打击、战场支撑、综合保障体系和能力建设。
重点领域	打造战略威慑力量、新质新域作战力量、无人领域发展、联合作战指挥信息化发力、推进军事训练

资料来源: 万联证券研究所整理

供给端方面, 军工生产企业须取得“军工三证”才可具备配套资格, 因而越向下游延伸, 生产认证壁垒越高。并且由于需要型号验证时间长, 投资规模大, 周期长。此外, 主机厂控制制造和采购总成本, 全产业链控制能力大大增强。军工集团生产其最终产品所有零部件中附加值最高的小部分, 其余放开由社会资本共同参与。上游产能释放加速, 定价权或向产业链下游转移。2023年后产能投放随着需求增长的确性显著提高, 上下游供需关系将有所变化。除少数技术壁垒极高的领域外, 上游供应商逐步面

临竞争压力。由于下游总装厂为型号总体单位的性质使其对产业链掌控力增强，对上游议价能力有望提高。

图表21: 军工产业链



资料来源: 萝卜投资, 万联证券研究所

1.4.3 细分产业: 航空和商业航天

通用航空: 目前, 我国通用航空产业企业主要包括航空飞机核心零部件提供商及各大航空运营公司等。从通用航空产业链来看, 上游部分包括核心部件提供商和整机制造商; 中游主要为通用航空运营, 包括通用机场建设、航空器维修保养等内容; 下游则最终应用于公务包机、短途飞行等多个领域。

军用航空: 我国空军目前正经历战略空军转型, 据测算, 未来十年军机需求可以达到1.98万亿元人民币。随着军机更新换代, 预计未来十年将由歼-10、歼-11、歼-15、歼-16和歼-20组成的三代、四代机组合将成为空中装备主力运输机、直升机、预警机、空中加油机等军机也将有较大需求空间。

图表22: 通用航空产业链



资料来源: 2022年航空航天产业链研究报告, 万联证券研究所整理

图表23: 2021-2030年我国军机需求量和市场空间预测

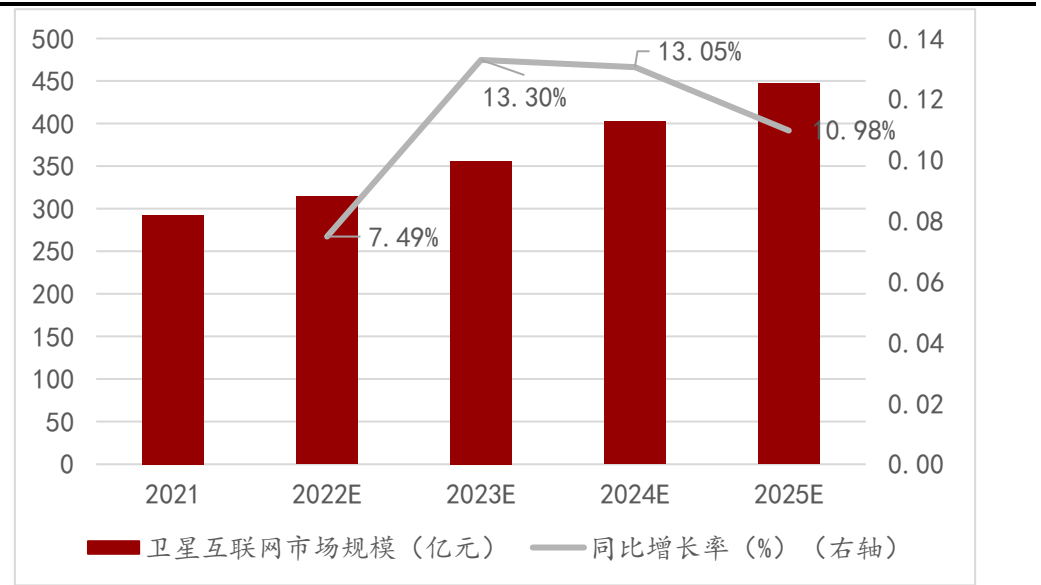
军机种类	飞机数量 (架)	市场空间 (亿元)
战斗机	2840	14188
作战支援用飞机	300	840
大型运输机	200	2400
直升机	1600	2080
合计	---	19808

资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

商业航天: 商业航天属于资本与技术密集型行业, 其产业链分为上、中、下游: 卫星制造、发射及管控(上游), 卫星运营及地面设备(中游), 卫星应用及服务(下游)。其中位于产业链下游的卫星互联网具备强劲的发展实力, 低轨卫星通信是商业航天技术、大国太空及战略博弈的必争之地。根据SIA数据, 预测未来我国卫星互联网市

场规模将稳步增长，并在2025年达到446.9亿元。

图表24: 2021-2025年中国卫星互联网市场规模预测



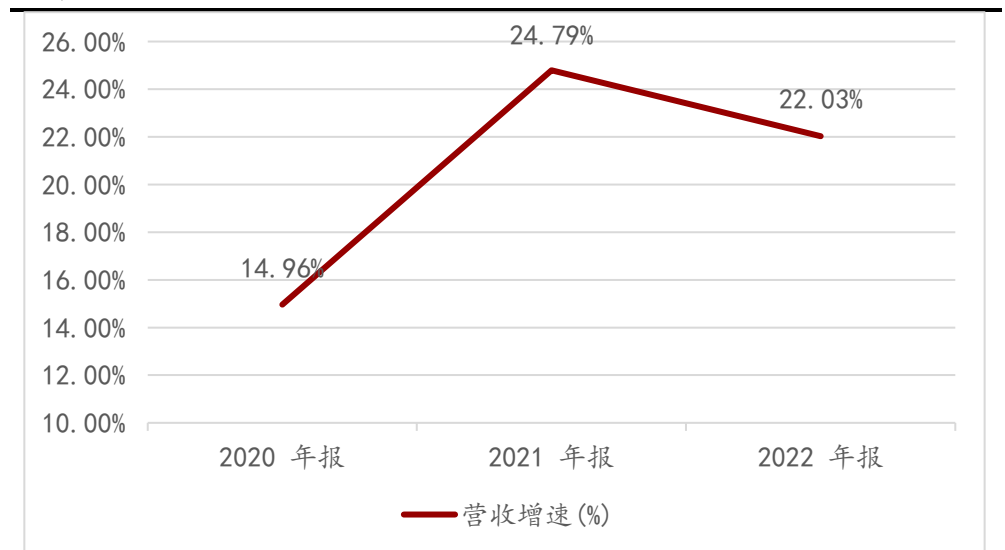
资料来源: 中商产业研究院, 万联证券研究所

1.4.4 国家安全领跑国企: 中航沈飞

中航沈飞是中国重要战斗机的主要研制基地，成功研发我国首款舰载隐身战斗机新型歼-35，使我国成为全球第二个可以自研自产隐身舰载机的国家。中航沈飞紧跟战略空军和远洋海军的建军方略，以J-16D为代表的电子战机型和以J-35为代表的中型四代隐身机型，有望为中航沈飞持续贡献成长性。

从财务数据看，中航沈飞2022年实现4159774.39万元收入，同比增长22.03%。近三年中航沈飞的营业收入均保持高速增长，经营业绩出色。

图表25: 营业收入增速 (%)

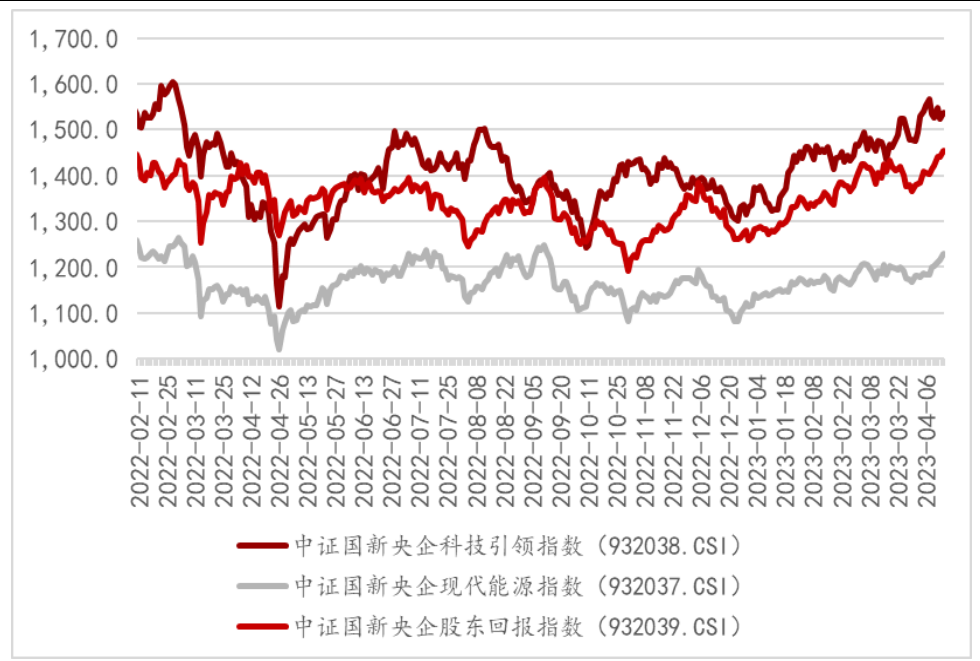


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2 今年以来国企在二级市场表现不俗

从指数表现来看，三大央企指数表现出色。截至2023年4月14日，2022年末以来中证国新央企科技引领指数（932038.CSI）、中证国新央企现代能源指数（932037.CSI）和中证国新央企股东回报指数（932039.CSI）涨幅领先，分别上涨15.13%、10.09%和14.99%。与2月末相比，中证国新央企科技引领指数上涨6.40%，中证国新央企现代能源指数（932037.CSI）和中证国新央企股东回报指数（932039.CSI）分别上涨4.82%和5.62%。

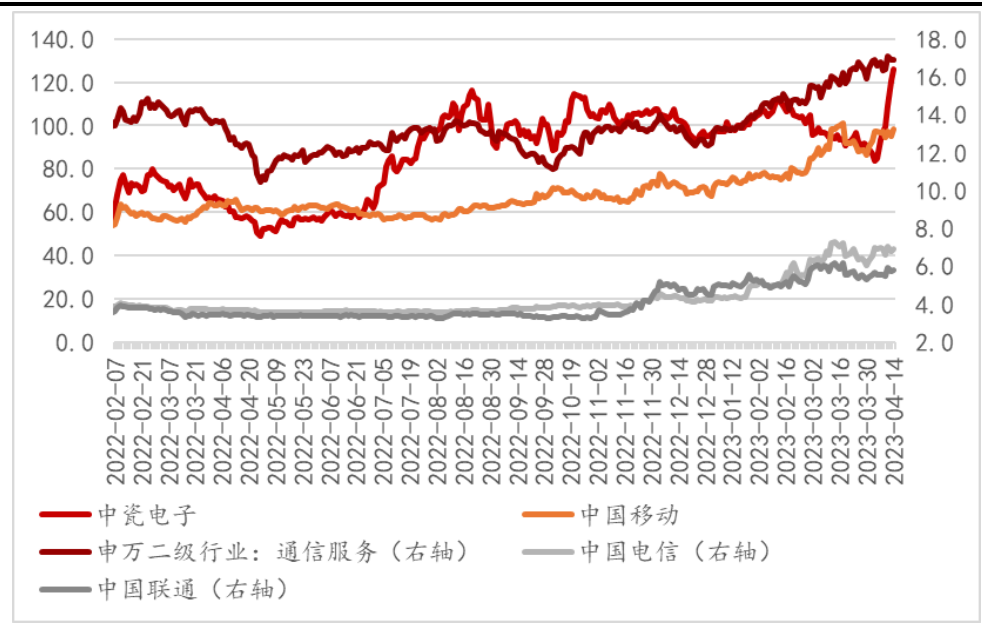
图表26：国企指数走势



资料来源：同花顺、万联证券研究所

从个股表现来看，“中字头”个股表现亮眼，三大通信运营商、“三桶油”领涨。截至2023年4月14日，与2022年末相比，中国电信涨幅最大，为64.44%，其次中国移动上涨45.26%，中国联通以29.46%的涨幅位居第三，略低于所在二级行业涨幅。

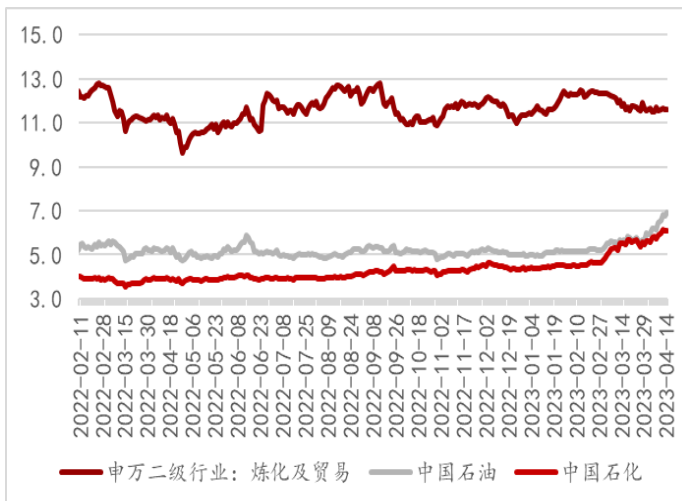
图表27：收盘价：三大运营商/中瓷电子/申万二级行业通信服务（元）



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

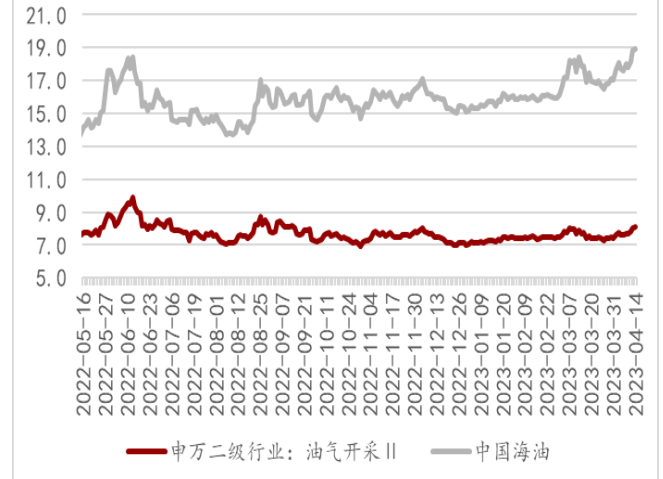
截至2023年4月14日,“三桶油”涨幅显著高于所在行业指数。自2022年年底以来,申万二级行业炼化及贸易上涨1.73%,同期中国石化涨幅达39.91%、中国石油涨幅为38.83%,均大幅领先所在行业;申万二级行业油气开采II上涨14.44%,中国海油上涨24.57%。自二月底以来,中国石油上涨31.93%,中国石化上涨30.90%,而所属申万二级行业炼化及贸易下跌6.05%;中国海油上涨18.66%,大幅高于所在行业表现。

图表28: 收盘价: 中国石油/中国石化/申万二级行业: 炼化及贸易 (元)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

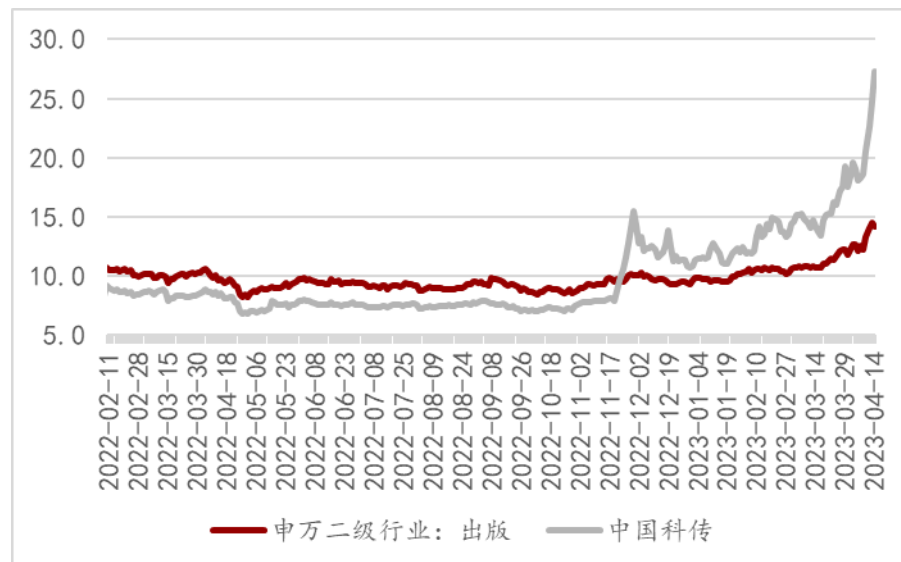
图表29: 收盘价: 中国海油/申万二级行业: 油气开采II (元)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

截至2023年4月14日,与2022年末相比,中国科传股价翻倍,涨幅达到152.73%,远超所在二级行业47.46%的涨幅。其中2月末以来,中国科传上涨102.67%。

图表30: 收盘价: 中国科传/申万二级行业: 出版 (元)



资料来源：同花顺、万联证券研究所

3 中国特色估值体系重塑

3.1 央企、国企经营业绩更为稳健

对比国有企业和民营企业的财务指标发现，国有企业的经营较为稳健。在民企指标表现剧烈波动下，国企表现较为稳定，且受疫情冲击后修复能力强。从平均净资产收益率看，截至2021年末，国有企业净资产收益率为12.43%，相比全部A股高8.71pct。2019-2021年民营企业平均净资产收益率呈现不断下行的趋势，并且在2021年由正转负，同期国有企业的平均净资产收益率均保持在10%的水平以上，国有企业的盈利能力相比民营企业更加稳定。从整体净利率看，2021年国有企业整体净利率为15.56%，相比全部A股高7.42pct。2019-2021年国有企业的整体净利率均大于民营企业，并且都稳定保持在15%以上，而民营企业的整体净利率在2021年大幅下跌6.32pct。从整体速动比率来看，国有企业2021年的速动比率为0.69%，比民企的速动比率高0.16pct，比全部A股的速动比率低0.15pct。国企2019-2021年的速动比率均高于民企。从归母净利率合计同比来看，2021年国有企业归母净利率合计同比上涨19.92%，超出全部A股1.89pct，显著超过民企34.39pct。受疫情影响，2020年国企、民企、A股的归母净利率合计同比均下滑，但在2021年，国企自身经营业绩快速修复，归母净利率合计同比大幅回正，而民企仍然处于下行趋势中。

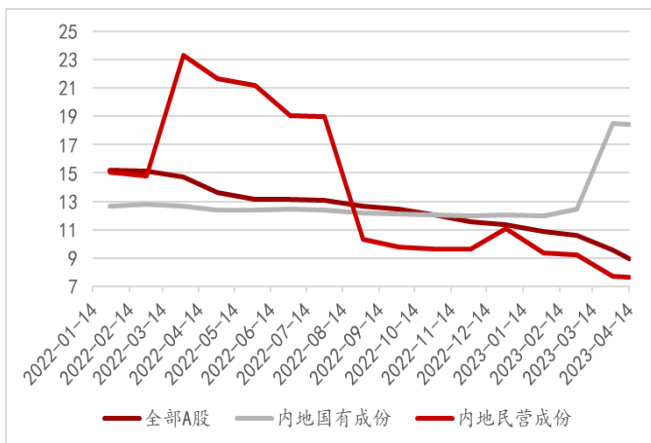
图表31: 2019-2021年国企与民企财务指标对比

财务指标比较				
指标	日期	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
平均净资产收益率(%)	国有企业	12.79	10.89	12.43
	民营企业	14.07	13.72	-9.37
	全部A股	3.22	5.15	3.72
整体净利率(%)	国有企业	15.34	15.34	15.56
	民营企业	13.45	13.27	6.95
	全部A股	8.10	8.07	8.14
整体流动比率(%)	国有企业	0.98	1.06	1.10
	民营企业	1.15	1.16	1.24
	全部A股	1.20	1.24	1.24
整体速动比率(%)	国有企业	0.61	0.69	0.69
	民营企业	0.57	0.45	0.53
	全部A股	0.77	0.83	0.84
归母净利润合计同比(%)	国有企业	8.60	-3.73	19.92
	民营企业	23.95	-3.29	-14.47
	全部A股	5.49	1.94	18.03

资料来源: Wind, 万联证券研究所

从各板块预测ROE来看,截至4月14日,内地国有企业的2022年/2023年预测ROE分别为18.45%/12.10%,相比全部A股分别增加9.47pct/减少1.12pct。从趋势上看,内地民企和全部A股2022年、2023年的预测ROE均保持稳步下行,而内地国企2022年预测ROE自2月28日大幅上扬6.06pct后保持高位,其2023年预测ROE维持12%的水平,与民企预测ROE表现近似。

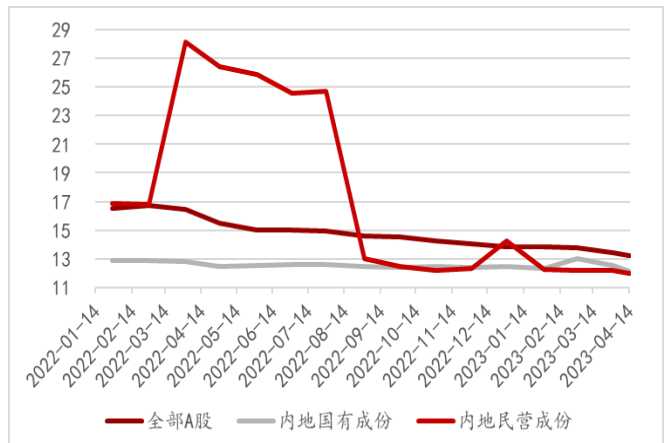
图表32: 2022年各板块预测ROE (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年4月14日

图表33: 2023年各板块预测ROE (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

注: 数据截至2023年4月14日

3.2 中特估体系下, 国企分红意愿及比例有望进一步提升

从2019-2021年三年企业分红情况来看,2019年中央企业现金分红比例略高于地方国有企业,为38.89%,高股韵部.74%,但低于民营企业39.41%的分红比例,2020年地方国有企业和中央企业现金分红比例均超过民营企业和全部A股,疫情下央国企积极发挥龙头带动作用,提高分红比例,彰显稳经济信心。2021年随着国企改革三年行动加速推进,由于产业转型以及制度改革,国企分红比例有所下滑,民营企业和全

部A股现金分红比例超过地方国企和央企。

分企业类型看,2019年-2021年,地方国企股息率均值均超过1.80%,除2021年外,2019、2020年地方国企表现均好于民营企业及全部A股;中央国有企业逐年提高分红力度,2021年股息率提升至1.77%,但相比民营企业3.72%的股息率仍有一定差距。展望2023年,在中国特色估值体系新“一利五率”的考核标准下,国企提高分红有助于提高净资产收益率水平,进而重塑国企估值,预计国有企业分红意愿及分红比例有望进一步提升。

图表34: 2019-2021年不同类型企业分红情况对比

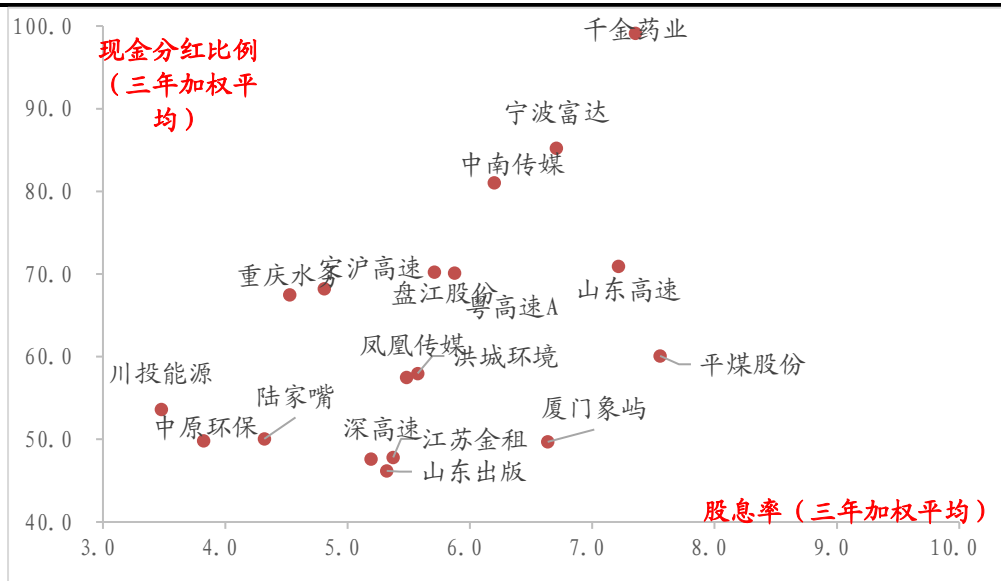
年份	指标 (%)	地方国有企业	中央国有企业	民营企业	全部A股
2019	现金分红比例	37.31	38.89	39.41	38.74
	股息率	2.01	1.59	1.69	1.72
2020	现金分红比例	40.86	39.60	36.43	38.00
	股息率	1.90	1.68	1.65	1.69
2021	现金分红比例	38.05	35.87	40.49	40.01
	股息率	2.10	1.77	3.72	3.02

资料来源: Wind, 万联证券研究所

从高分红个股来看,我们以2019-2021年三年现金分红比例均超过40%,同时股息率均超过3%作为筛选标准。如图所示,位于图中右上角企业(千金药业、宁波富达、中南传媒)三年分红比例均超过80%,且三年股息率均超过6%,为分红比例高且股息回报极具吸引力的优质央企国企公司。

对于着眼长线布局的机构资金而言,高股息与高分红比例的优质央企、国企公司相比传统信用债投资更具吸引力。在业绩表现维持稳健,竞争优势巩固同时高分红具备持续性的条件下,央企、国企的市场认可度有望继续提升。

图表35: 高分红企业的现金分红比例、股息率均值(%, 2019-2021年)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 现金分红比例、股息率靠前指企业2019-2021年三年内现金分红比例均大于40%, 股息率均超过3%

3.3 当前央企、国企估值吸引力仍大

截至今年一季度末，内地国有成份、民营成份及全部A股市盈率分别为5.65倍、15.97倍、11.83倍，较2022年末变动幅度为-1.57%、23.81%、-17.40%。随着年初以来A股市场的回暖，国有成份板块的估值提升幅度总体仍然偏弱。国有成份板块的估值性价比依然突出。

图表36: 不同类型企业市盈率、市净率

	市净率(整体法) [财务数据匹配规则] 上年年报 [剔除规则]剔除负值			市盈率(整体法) [财务数据匹配规则]上年年报 [剔除规则]剔除负值		
	内地国有成份	内地民营成份	全部 A 股	内地国有成份	内地民营成份	全部 A 股
2022-01-28	0.66	1.93	1.70	6.41	16.19	15.48
2022-02-28	0.67	1.95	1.75	6.47	16.24	15.94
2022-03-31	0.67	1.79	1.64	6.49	14.93	14.89
2022-04-29	0.65	1.71	1.51	6.23	14.33	13.72
2022-05-31	0.65	1.78	1.59	6.28	15.25	14.43
2022-06-30	0.64	1.91	1.72	6.18	16.65	15.55
2022-07-29	0.59	1.65	1.66	5.64	14.52	15.01
2022-08-31	0.58	1.51	1.64	5.60	13.24	14.78
2022-09-30	0.53	1.23	1.54	5.14	10.91	13.89
2022-10-31	0.48	1.03	1.50	4.61	9.07	13.48
2022-11-30	0.57	1.40	1.62	5.53	12.38	14.58
2022-12-30	0.60	1.57	1.59	5.74	12.90	14.32
2023-01-31	0.60	1.88	1.27	5.64	18.16	11.66
2023-02-28	0.57	1.64	1.28	5.34	15.83	11.68
2023-03-31	0.61	1.65	1.29	5.65	15.97	11.83

资料来源: Wind、万联证券研究所

从预测市盈率看，截至一季度末，内地国有成份2023年预测市盈率走高至5.5倍，较2022年末提高9.82%，相比民营成份、全部A股（分别提升4.79%、11.79%）而言，提升幅度较大，在“稳增长、扩内需”基调下，大型基础设施建设类央企、国企业绩增长预期走高，此外，科技创新、绿色发展、数字经济等多个领域央企、国企加速布局，在政策支持下，市场对未来业务的发展寄予厚望，成长性可期。“中字头”企业具备雄厚的资金优势，且行业地位凸显，或更为受益于中国特色估值体系重塑。

图表37: 不同类型企业预测2023年市盈率

	内地国有成份	内地民营成份	全部 A 股
2022-01-28	5.54	16.34	10.63
2022-02-28	5.58	16.16	10.88
2022-03-31	5.59	15.94	10.22
2022-04-29	5.39	16.20	9.69
2022-05-31	5.47	17.48	10.29
2022-06-30	5.40	19.44	11.12
2022-07-29	4.91	17.32	10.65
2022-08-31	4.92	18.92	10.59

2022-09-30	4.51	16.07	10.07
2022-10-31	3.97	12.72	9.91
2022-11-30	4.82	17.62	10.87
2022-12-30	5.01	20.21	10.73
2023-01-31	5.45	22.54	11.50
2023-02-28	5.19	19.55	11.70
2023-03-31	5.50	21.17	12.00

资料来源: Wind、万联证券研究所

4 风险因素

改革阵痛风险; 地缘政治风险; 政策变动风险。

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登记为证券分析师，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

万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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