

中特估：大象起舞，渐入佳境

——新繁荣牛市之二十

核心观点

近期，重要会议和文件频频就国企改革发声，中特估概念板块热度高企。中特估价值体系下，国企市场价值将逐步与内在价值匹配。本文将主要从基本面和业绩考核指标视角切入，对中特估体系进行解读。

□ 本轮国企改革背景

央国企具有规模和盈利质量优势，并且在关系国计民生的重要产业中占据重要地位。13年十八届三中全会以来，本轮国企改革沿“设计-试点-实施”的路径拾级而上循序渐进。近期相关政策会议发声不断，新的国企改革行动蓄势待发。

□ 改革下国企基本面

在央企高质量发展进程中，考核指标体系对央企发展起到了重要的指引作用。2019年最新版中央企业负责人经营业绩考核办法用净利润来代替利润总额作为年度基础考核指标。因此，我们以净利润指标作为切入口，对国企基本面和市场表现进行复盘发现：（1）国企改革号角下，基本面改善是支撑国企股市表现的主要驱动之一。而进一步观察，国企净利润增速开始改善的阶段都对应着国企改革新阶段的开始。（2）而从其他新晋指标，即营业收入利润率和研发经费投入强度来看，在进入指标体系后指标均有良好表现。

当下，ROE指标进入指标体系叠加国企改革新行动蓄势待发，后续我们认为可以期待国企ROE的改善，从而形成对中特估行情延续的支撑。

□ ROE改善潜在路径

根据杜邦分析，提升ROE主要有四条路径：即提高分红率、提升净利润率、改善资产周转率和加杠杆。考虑到截至2022年底，根据财政部统计，全国国企资产负债率已经达64.4%的相对高位，后续加杠杆的空间有限。前三条路径分别对应着本轮国企改革三大要求，即利润合理分配、提高核心竞争力和盘活存量资产。

其一，针对利润合理分配，提高分红率是《提高央企控股上市公司质量工作方案》的要求之一，目前2022年利润分配方案/预案陆续披露，我们对央企的现金分红情况进行梳理。其二，针对提高核心竞争力，我们对股权激励和世界一流专精特新示范企业进行梳理。其三，针对盘活存量资产，我们对2022年以来首次披露重大重组计划并正在进行的上市央企名单进行梳理。

□ 中特估可关注个股

我们结合行业观点，对中特估可关注公司进行了梳理。

□ 风险提示

产业进展低于预期；公司业绩低于预期。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《十年一轮回：传媒逆袭，不止于修复》 2023.05.07
- 2 《2023年五月策略金股报告——投资组合报告》 2023.05.01
- 3 《TMT盈利同比开始回升》 2023.04.30

正文目录

1 国企改革风云再起	4
2 本轮国企改革背景	4
2.1 国有企业概况	4
2.2 国企改革沿革	6
2.3 补充财政收入	9
3 改革下国企基本面	10
3.1 国企行情复盘	10
3.2 考核指标演变	11
4 ROE 改善潜在路径	13
4.1 利润合理分配	13
4.2 提高核心竞争	14
4.3 盘活存量资产	17
5 中特估可关注个股	17
6 风险提示	19

图表目录

图 1: 国有企业资产总额同比增速维持在 11%以上.....	5
图 2: 国企营业总收入占 GDP 比例始终在 60%以上.....	5
图 3: 国有企业市值合计占 A 股整体的 50%.....	5
图 4: 央企千亿市值以上的个股占比 13%	5
图 5: 上市国有企业行业数量分布 (个)	6
图 6: 各行业上市国有企业市值占比.....	6
图 7: 本轮国企改革循序渐进.....	7
图 8: 税收收入下滑带动公共财政收入下行 (%)	9
图 9: 政府性基金收入增长乏力 (%)	9
图 10: 本轮国改以来国有企业应交税费.....	9
图 11: 国有资本经营收入具有财政调节的作用.....	9
图 12: 中证国企和中证民企指数成分 ROE-TTM	10
图 13: 基本面改善是支撑国企股市表现的主要驱动之一	11
图 14: 中证国企营业收入利润率中位数.....	13
图 15: A 股现金分红情况.....	14
图 16: 央企现金分红情况.....	14
表 1: 近期国企改革相关政策或会议梳理.....	8
表 2: 十八届三中全会以来央企考核指标体系演变	12
表 3: 部分央企 2022 年度现金分红方案/预案情况.....	14
表 4: 部分设定了 2023ROE 或利润增速或收入增速目标的央企股权激励情况	15
表 5: 部分世界一流专精特新示范企业名单入选上市企业及其下属上市子公司	16
表 6: 部分央企出让资产名单.....	17
表 7: 中特估可关注个股名单.....	17

1 国企改革风云再起

近期，重要会议和文件频频就国企改革发声，中特估概念板块热度高企。2022年11月，证监会主席提出“中国特色估值体系”；次月上交所发布《中央企业综合服务三年行动计划》，指出将“服务推动央企估值回归合理水平”，新一轮国企改革行动蓄势待发。2022年11月21日行情启动以来，国企改革指数最大涨幅超9%，跑出了四川黄金、北方国际等一批涨幅在100%以上的牛股。

中特估值体系下，国企市场价值将逐步与内在价值匹配。结合政策文件和相关会议，我们认为中国特色估值体系将推动国有企业市场价值回归内在价值。具体而言，市场价值回归对应着国企估值进入合理区间；而内在价值则更加接近2013年以来本轮国企改革周期的最终目的，也是支撑后续国企估值的基础，即推动国有企业高质量发展，加快建设世界一流企业。

因此本文将主要从基本面和业绩考核指标视角切入，对中特估体系进行解读。

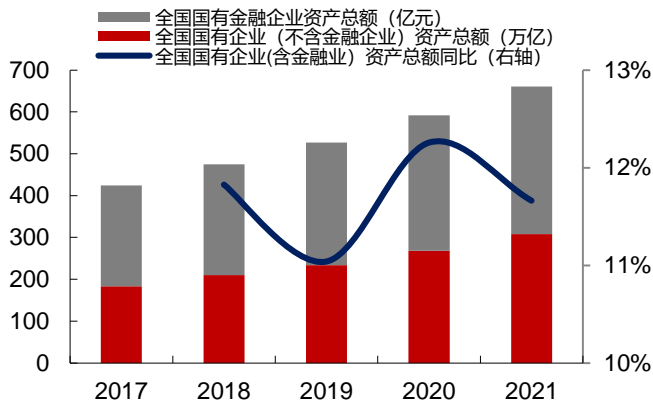
2 本轮国企改革背景

央国企具有规模和盈利质量优势，并且在关系国计民生的重要产业中占据重要地位。13年十八届三中全会以来，本轮国企改革沿“设计-试点-实施”的路径拾级而上循序渐进。

2.1 国有企业概况

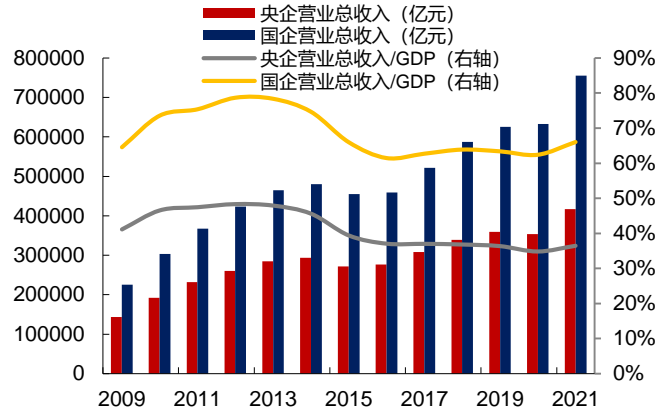
国有企业是国民经济的重要载体和顶梁柱。从国企资产总额来看，2017-2021年全国国有企业资产总额（含金融类）同比增速始终维持在11%以上，至2021年国有企业资产已占全国企业资产总额的60%以上。从营业总收入来看，国有企业和中央企业营业总收入稳健增长，2009-2021年年均增长分别为10.6%和9.3%，占GDP的比例始终维持在60%和30%以上。

图1： 国有企业资产总额同比增速维持在 11%以上



资料来源：Wind、国家统计局，浙商证券研究所

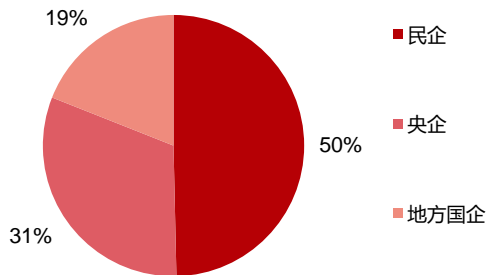
图2： 国企营业总收入占 GDP 比例始终在 60%以上



资料来源：Wind、国家统计局，浙商证券研究所

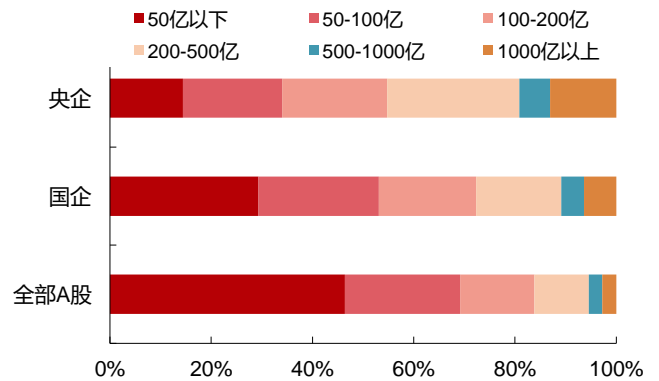
上市央国企较民企具备明显的规模优势。从上市公司来看，截至5月4日，A股共有1363家国有企业，较A股整体数量占比26%，市值占50%。其中央企444家，较A股整体数量占比9%，市值占比31%。从市值中位数来看，央企市值中位数达171亿元，国企市值中位数（91亿元）次之，均明显高于全部A股中位数（56亿元）。从市值分布来看，央企1000亿市值以上的个股占比13%，而全部A股中50亿以下的中小个股占比最高（46%）。

图3： 国有企业市值合计占 A 股整体的 50%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

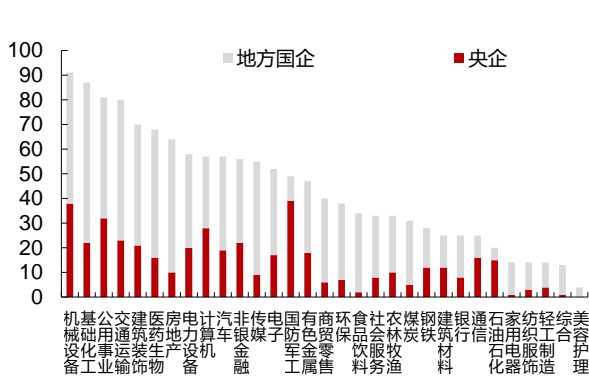
图4： 央企千亿市值以上的个股占比 13%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

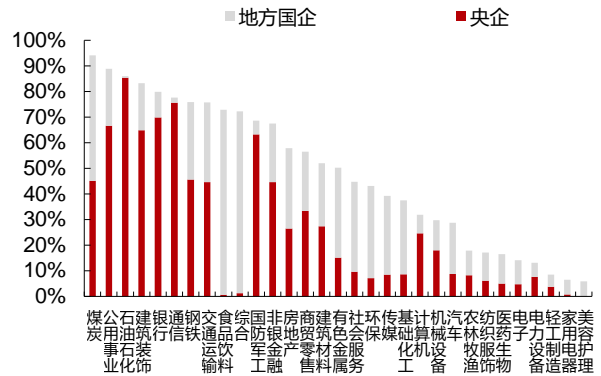
国有企业在关系国计民生的重要产业中占据重要地位。从行业数量分布来看，国企数量最多的行业依次为机械（91）、化工（87）、公用事业（81）和交运（80），央企所属行业则是国防（39）、机械设备（38）和公用事业（32）数量居前。从行业市值占比来看，国企市值占比最高的行业依次为煤炭（94%）、公用事业（89%）和石油石化（86%），其中央企上市公司在石油石化、通信、银行等行业中占据核心地位。综合而言，国企在能源、基础设施、国防等关系国计民生的重要产业占据重要地位，保证了我国的产业安全。

图5：上市国有企业行业数量分布（个）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：各行业上市国有企业市值占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

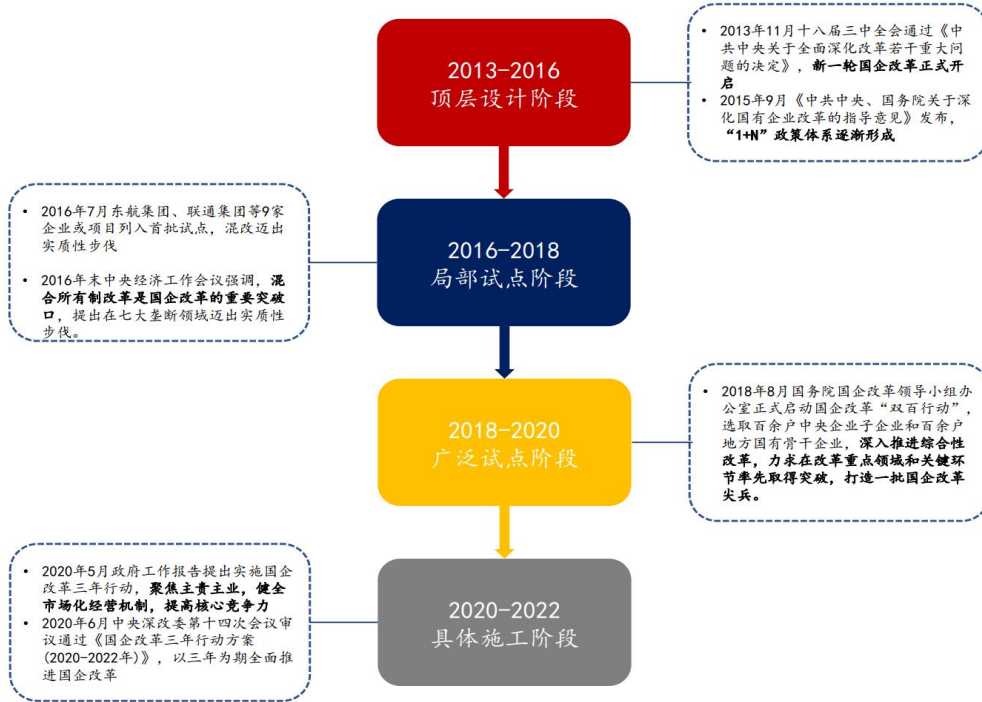
2.2 国企改革沿革

国企改革约10年为一周期进行推进。通过回顾1978年以来国企改革历史阶段，我们参考国资委于2018年12月发布的《改革开放40年国企改革的基本逻辑与宝贵经验》，将其划分为四个周期阶段。

具体来看，其一，从1978年到1988年，是国家对国有企业经营管理方式进行改革的时期，国企改革主要包括放权让利和两权分离等内容；其二，从1988年到1998年，是国有企业的制度改革时期，国企改革主要包括转换企业经营机制、建立现代企业制度与国有企业重组等内容；其三，从1998年到2012年，是国有资产监督管理体制改革时期，国企改革主要包括国有经济战略性调整、设立国资委、完善国有企业法人治理结构、垄断行业改革等内容；其四，2013年十八届三中全会召开至今，是深化国企改革时期，国企改革主要以分类改革为前提，以发展混合所有制经济为突破口，相关各项改革继续推进。

十八届三中全会以来，本轮国企改革沿“设计-试点-实施”的路径拾级而上循序渐进。具体就本轮来看，国企改革遵循顶层设计、局部试点、广泛试点、全面实施的改革节奏，步步为营扎实推进。

图7：本轮国企改革循序渐进



资料来源：政府官网，浙商证券研究所

新的国企改革行动正在酝酿中，近期政策文件不断。国务院国资委、证监会等多部门纷纷出台政策文件，要求稳固国企三年改革成果，谋划推进新一轮国企改革深化提升行动。

一方面，紧紧围绕提高国有企业核心竞争力和增强核心功能打造现代化国资央企；另一方面，探索建立“中国特色估值体系”，更好地发挥市场资源配置功能。

表1：近期国企改革相关政策或会议梳理

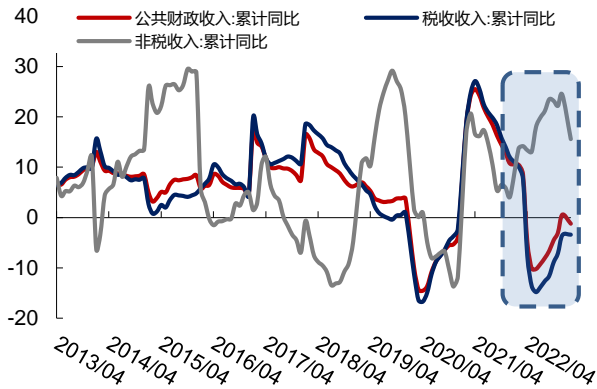
时间	主体	政策/会议	政策内容
2022/5/27	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	从四个方面提高央企控股上市公司质量： 推动上市平台布局优化和功能发挥；促进上市公司完善治理和规范运作；强化上市公司内生增长和创新发展；增进上市公司市场认同和价值实现。
2022/11/21	证监会	2022 金融街论坛年会	需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。 要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。
2022/11/23	证监会	《推动高质量上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》	优化制度规则体系，提升监管规则的科学性；聚焦公司治理深层次问题；完善信息披露制度；优化上市公司整体结构；推动上市公司稳健发展；健全打击重大违法长效机制；加快上市公司监管转型，提升监管效能；加强协作联动，形成推动上市公司高质量发展的强大合力。
2022/12/2	上交所	《中央企业综合服务三年行动计划》	一是服务推动央企估值回归合理水平；二是服务助推央企进行专业化整合；三是服务完善中国特色现代企业制度。
2022/12/16	国务院	2022 年中央经济工作会议	要深化国资国企改革，提供国企核心竞争力。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，真正按市场化机制运营。
2023/1/5	国资委	中央企业负责人会议	国资委将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标，推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展，建设世界一流企业。
2023/1/6	国资委	地方国资委负责人会议	突出创造价值、科技自强、深化改革、优化布局、守牢底线，进一步做强做优做大国有资本和国有企业，全面加快建设世界一流企业，充分发挥国有经济主导作用和战略支撑作用，积极促进稳增长、稳就业、稳物价。
2023/2/2	证监会	2023 年系统工作会	推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023/2/9	国资委	《关于做好 2023 年中央企业投资管理 进一步扩大有效投资有关事项的通知》	一方面要突出扩大有效投资，加快项目开工建设；另一方面，要聚焦国家重大项目、基础设施建设、产业链强链补链等重点领域，优化投资布局方向，推动企业在培育壮大战略性新兴产业、推进传统产业改造升级、强化能源资源安全保障、形成“科技—产业—金融”良性循环等方面加大投资力度。
2023/2/28	国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑，为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。
2023/3/3	国资委	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的会议	牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑。
2023/3/5	国务院	政府工作报告	明确 2023 年国资国企改革任务使命，一是加快建设现代化产业体系，二是切实落实“两个毫不动摇”，三是有效防范化解重大经济金融风险，四是稳定粮食生产和推进乡村振兴，五是推动发展方式绿色转型，六是落实落细就业优先政策，七是要更加科学、精准、高效做好防控工作。
2023/3/31	国资委	国有企业创建世界一流示范企业推进会	国资委在世界一流示范企业名单上再添 17 家央地国企，强调示范企业要带头加快提升核心竞争力、增强核心功能，紧紧围绕增强科技创新力、产业控制力和安全支撑力的目标，重点在提升科技创新能力、价值创造能力、公司治理能力、资源整合能力、品牌引领能力等“五个能力”上狠下功夫。

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

2.3 补充财政收入

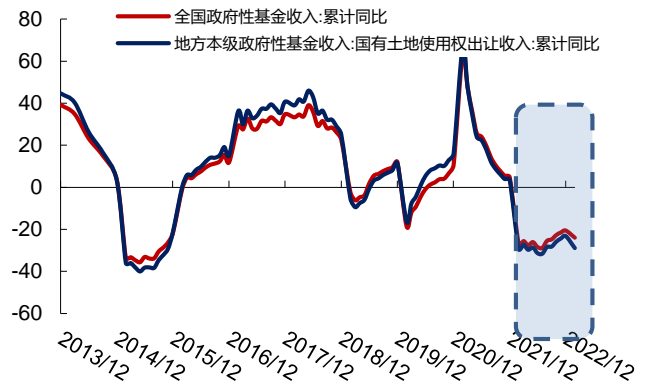
国企是支撑财政收入增长的重要项目。我们定义广义财政为一般公共预算收入+政府性基金预算收入+国有资本经营收入。国企对于财政收入的贡献大致可分为两个部分：国有企业的应交税费对于税收收入的贡献，和国有企业经营国有资本所得的收入，即全国国有资本经营收入。国有企业应交税费每年对于税收收入的贡献在30%左右，2016年后国有企业应交税费快速上升，受经济周期的影响较大。2013年以来国有资本经营收入稳步增长至5170亿元，年均复合增长率高达15%。对比广义财政增速可以看出，国有资本经营收入具有逆周期调节的作用，在一般财政收入和政府性基金收入下滑时将成为今后财政收入增长的重要项目。

图8： 税收收入下滑带动公共财政收入下行 (%)



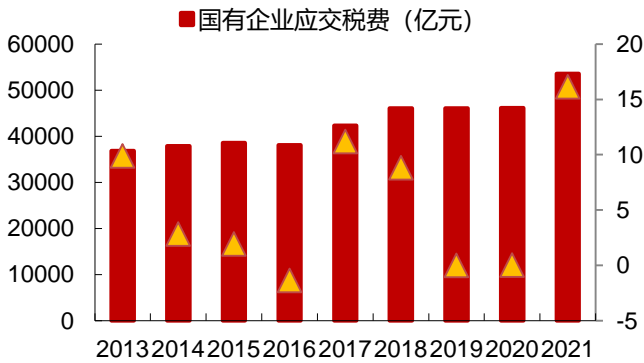
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9： 政府性基金收入增长乏力 (%)



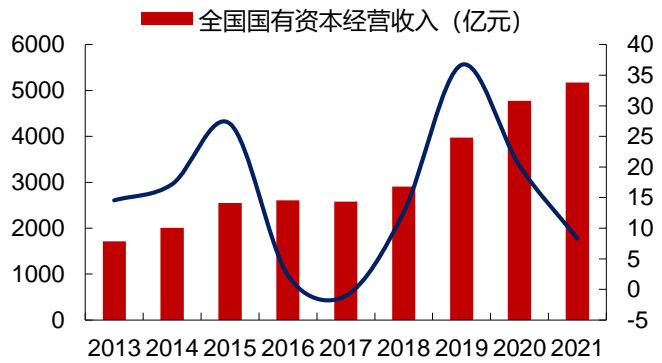
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10： 本轮国改以来国有企业应交税费



资料来源：Wind、财政部、国资委，浙商证券研究所

图11： 国有资本经营收入具有财政调节的作用



资料来源：Wind、财政部、国资委，浙商证券研究所

从ROE来看，国企较民企整体占优，但21年H2以来呈下滑趋势，亟待新一轮国企改革行动提振。我们以整体法计算中证国企成分股和中证民企成分股的ROE-TTM，可以看出2013年以来，国企盈利质量占优较多。近两年，经济实体受疫情影响较大，国企和民企ROE均转入下滑通道，但国企表现出较民企更强健的盈利韧性。截至2023年Q1，中国成分股的ROE-TTM（整体法）为8.8%，较中证民企成分股高1.9个百分点。

图12： 中证国企和中证民企指数成分 ROE-TTM



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 改革下国企基本面

在央企高质量发展进程中，考核指标体系对央企发展起到了重要的指引作用。2019年最新版中央企业负责人经营业绩考核办法用净利润来代替利润总额作为年度基础考核指标。因此，我们以净利润指标作为切入口，对国企基本面和市场表现进行复盘。

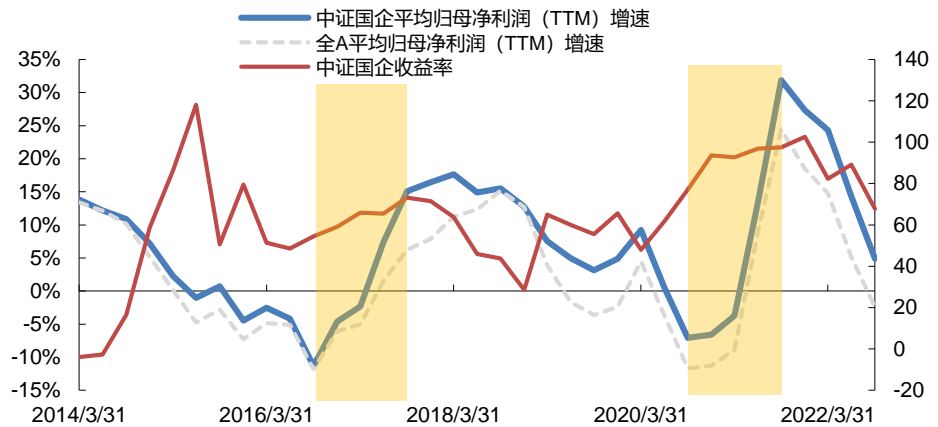
其一，国企改革号角下，基本面改善是支撑国企股市表现的主要驱动之一。而进一步观察，国企净利润增速开始改善的阶段都对应着国企改革新阶段的开始。其二，从其他新晋指标，即营业收入利润率和研发经费投入强度来看，在进入指标体系后指标均有良好表现。

当下，ROE 指标进入指标体系叠加国企改革新行动蓄势待发，后续我们认为可以期待国企 ROE 的改善，从而形成对中特估行情延续的支撑。

3.1 国企行情复盘

国企改革背景下，基本面改善是支撑国企板块股市表现的主要驱动之一。2013 年底十八届三中全会之后，从中证国企成分股的市场表现来看，总共出现三轮行情：2014-2015H1、2016H2-2017Q3 和 2020H2-2021Q3。其中，第一轮主要受到政策预期的驱动，2014 年 7 月四项改革试点落地，此后各省相继出台国企改革文件，对顶层文件的期待使得国企改革主题热度持续发酵。后两轮央企市场表现改善均处在央企净利润增速进入上升通道的阶段。

图13： 基本面改善是支撑国企股市表现的主要驱动之一



资料来源：Wind，浙商证券研究所

而进一步观察，国企净利润增速开始改善的阶段都对应着国企改革新阶段的开始。具体来看：(1) 2016H2-2017Q3 时期对应着 2016 年起国企改革混改试点阶段逐步铺开，叠加供给侧改革，国企基本面得到明显修复。2016 年 2 月，国务院国资委会同有关部门对外发布国有企业“十项改革试点”，在在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等重点领域启动混合所有制改革试点；同年 7 月，首批混改 9 家试点落地，包括中国联通、东航、南方电网等。而年末中央经济工作会议指出，在上述七大重点领域混改要迈出实质性步伐。与此同时，国企改革也与供给侧改革相辅相成。

(2) 2020H2-2021Q3 时期的基本面数据则显示，国企改革三年行动的展开使得国企在第一波疫情冲击后表现出更高的修复弹性。2020 年 6 月 30 日，中央深改委第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》，推动国有企业改革向纵深发展。尤其是在疫情冲击下，央企提质增效成为国企改革和支撑经济稳增长的重要抓手。根据国企改革三年行动专题推进会信息披露，截至 2021 年末，已经实现三年改革任务 70% 的年度目标。

3.2 考核指标演变

在央企高质量发展进程中，考核指标体系对央企发展起到了重要的指引作用。中央企业负责人经营业绩考核办法在 2012 年末、2016 年末和 2018 年末进行修订，并于 2013 年、2016 年末和 2019 年 4 月开始施行。**根据 2019 年最新版来看，主要的变化在于：**(1) 年度基础考核指标中用净利润来代替利润总额，来考核央企真实盈利水平；(2) 任期基础考核指标中，用全员劳动生产率来代替总资产周转率，来增强企业管理水平；(3) 加强分类考核，在商业一类、商业二类、公益类的基础之上，针对科技进步要求高、结构调整任务重、国际化经营要求高、资产负债水平较高、节能环保重点类和关注类企业的考核各有侧重。

国资委逐步形成了较为成熟的年度经营目标考核体系。在过去的几年中，央企年度经营目标考核体系在净利润、利润总额和资产负债率等指标的基础上，逐步引入营业收入利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率等指标。**而 2023 年配合国企市值管理的要求，**

国资委将经营指标考核体系由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，ROE 进入考核指标体系中。本次央企考核由原来的利润导向的目标转为用股权回报为导向，具体来看：

(1) 用净资产收益率 (ROE) 替换净利润指标。ROE 主要衡量的是权益资本的投入产出效率，着重考察企业为股东创造价值的的能力；同时也希望通过剥离两非两资、盘活存量资产来提升企业效率。

(2) 用营业现金比率替换营业收入利润率指标。以现金流为导向，服务于鼓励央企盘活存量、拉动投资、提升经营质量的目的。

虽然以上指标体系主要针对国资委下属央企集团，但我们认为对于央国企的考核均有导向作用。

表2：十八届三中全会以来央企考核指标体系演变

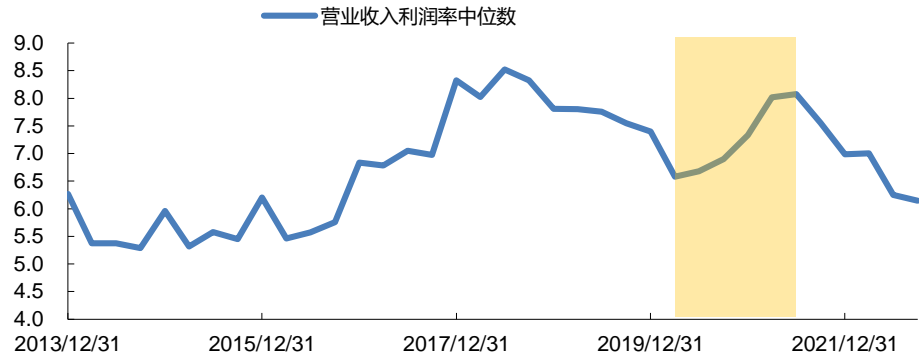
阶段	时间	中央企业负责人经营业绩考核办法	指标	中央企业负责人会议年度目标
顶层 设计	2014	年度：利润总额、经济增加值 分类考核：综合考虑企业经营管理水平及风险控制能力等因素	-	切实采取有效措施，确保生产经营稳定增长。要研判形势，及时调整经营策略，加强市场开拓力度，继续大力推进降本增效，强化业绩考核导向作用，严格落实稳增长、提效益责任。
	2015	任期：国有资本保值增值率、总资产周转率 分类考核：综合考虑企业所处行业特点和功能定位	-	全力以赴保增长。要注重提高经营绩效，进一步做好降本节支工作，切实加大减亏扭亏力度，切实加强风险管控。
试点 阶段	2016		-	国有资本配置效率显著提高、国有经济持续稳定增长。
	2017	年度基础指标：利润总额、经济增加值 任期基础目标：国有资本保值增值率、总资产周转率 分类考核：1) 商业一类重点考核企业经济效益、资本回报水平和市场竞争能力。 2) 商业二类在保证合理回报和国有资本保值增值的基础上，加强对战略任务的考核。适度调整经济效益指标和国有资本保值增值率指标考核权重，合理确定经济增加值指标的资本成本率。 3) 公益类以社会效益指标为首位。根据不同企业特点，有区别地将经济增加值和国有资本保值增值率指标纳入度和任期考核，适当降低考核权重和回报要求。	-	国有企业效益实现稳定增长。中央企业利润总额力争同比增长 3%、努力达到 6%。当好振兴实体经济的排头兵，国有资本保值增值水平稳中有升，资产负债率继续下降，盈利能力不断增强，实现有质量、有效益、可持续的发展。
	2018		-	努力推动国有企业效益实现稳定增长，国有资本保值增值率、回报率进一步提升，企业流动资产周转率进一步提高，资产负债率进一步下降。
	2019	年度基础指标：年度净利润、经济增加值 任期基础指标：国有资本保值增值率、全员劳动生产率 分类考核：1) 商业一类重点考核企业经济效益、资本回报水平和市场竞争能力 2) 商业二类在保证合理回报和国有资本保值增值的基础上，加强对战略任务的考核。适度调整经济效益指标和国有资本保值增值率指标考核权重，合理确定经济增加值指标的资本成本率。 3) 公益类以社会效益指标为首位。根据不同企业特点，有区别地将经济增加值和国有资本保值增值率指标纳入度和任期考核，适当降低考核权重和回报要求。	-	主要考核净利润、利润总额和资产负债率等指标，其中要求 2019 年度中央企业净利润目标比上年增长 9%。
具体 实施	2020		两利三率	形成净利润、利润总额和营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度“两利三率”的经营指标考核体系。
	2021		两利四率	中央企业要力争净利润、利润总额增速高于国民经济增速，营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率明显增长，资产负债率保持稳健可控。
	2022		两利四率	利润总额和净利润增速高于国民经济增速，控制好资产负债率，营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高。
中特估	2023		一利五率	确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。

资料来源：政府官网，浙商证券研究所

从其他新晋指标看，即营业收入利润率和研发经费投入强度，2020年进入央企年度考核指标体系后均表现出色。营业收入利润率2020年起出现明显的止跌回升，从2020年Q1的6.6%回升至2021Q2的8.1%；而研发经费投入强度中位数则保持在2.9%以上的相对高位。因此我们提示重视本次新晋指标，其中ROE指标更贴近提升股东回报率的要求，可以重点关注。

综上所述，ROE指标进入指标体系叠加国企改革新行动蓄势待发，后续我们认为可以期待央企ROE的改善，从而形成对中特股行情延续的支撑。

图14： 中证国企营业收入利润率中位数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 ROE 改善潜在路径

我们认为 ROE 进入央企考核指标体系后的改善是本次国企改革可关注的重点，因此我们对 ROE 进行拆解：

净资产收益率 ROE

= 净利润 / 净资产

= 总资产收益率 ROA × 权益乘数 EM

= 净利润率 NPM × 资产周转率 AU × 权益乘数 EM

$$= \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \times \frac{1}{1 - \text{资产负债率}}$$

从上述公式可以看到，提升 ROE 主要的四条路径：即提高分红率、提升净利润率、改善资产周转率和加杠杆。考虑到截至 2022 底，根据财政部统计，全国国企资产负债率已达 64.4% 的相对高位，后续加杠杆的空间有限，因此予以剔除。而前三条路径分别对应着本轮国企改革的三大要求，即利润合理分配、提高核心竞争力和盘活存量资产。

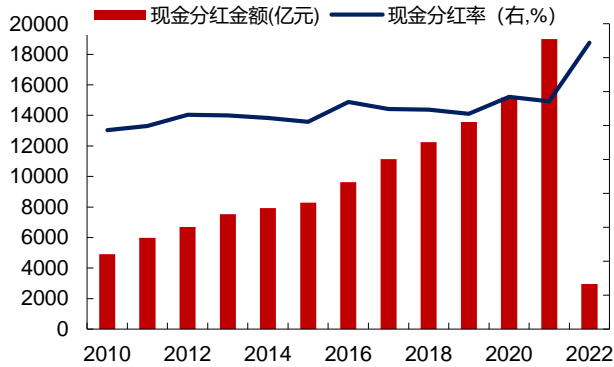
4.1 利润合理分配

提高分红率是《提高央企控股上市公司质量工作方案》的要求之一，即制定合理持续的利润分配政策，鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报。提高

分红率能够作用于 ROE 的分母端，达到提升 ROE 的效果。而从既往央企现金分红情况来看，由于具备盈利能力和现金流优势，央企的分红率明显高于 A 股水平，近年来基本维持在 35% 以上。

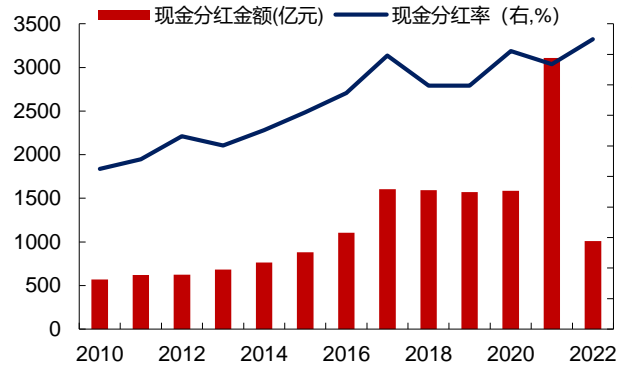
2022 年利润分配方案/预案陆续披露，我们对央企的现金分红情况进行梳理。

图15：A 股现金分红情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：2022 年数据未完全披露

图16：央企现金分红情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：2022 年数据未完全披露

表3：部分央企 2022 年度现金分红方案/预案情况

代码	简称	2022 年度分红
600941.SH	中国移动	向全体股东派发股息每股 2.21 港元（含税）
601398.SH	工商银行	每股普通股派发现金红利人民币 0.3035 元（含税）
601939.SH	建设银行	每股现金股息人民币 0.389 元（含税）
601857.SH	中国石油	A 股每股派发现金红利人民币 0.22 元（含税）
601288.SH	农业银行	每股普通股派发现金股利人民币 0.2222 元（含税）
601988.SH	中国银行	每 10 股普通股派发现金股利 2.32 元（税前）
601628.SH	中国人寿	每股派发现金红利人民币 0.49 元（含税）
600938.SH	中国海油	每股派发末期股息 0.75 港元（含税）
600028.SH	中国石化	A 股每股派发现金股利人民币 0.195 元（含税）
601728.SH	中国电信	每股派发现金股利人民币 0.076 元（含税）
601088.SH	中国神华	每股派发现金红利 2.55 元（含税）
601658.SH	邮储银行	每 10 股普通股派发人民币 2.579 元（含税）
600900.SH	长江电力	每 10 股派发现金红利 8.533 元（含税）
601328.SH	交通银行	每股分配现金股利 0.373 元（含税）

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 提高核心竞争力

2022 年 12 月，中央经济工作会议明确指出，要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。我们认为，为实现这一长期目标，可以通过股权激励、科技创新等方式实现。

1. 股权激励

股权激励是完善国企治理结构、激励核心管理人才的重要方式。股权激励通常会锁定公司未来 n 的利润/营收增速，因此方案的推出与完成对提升企业净利润率有一定的正向促进作用。截至最新，超 70 家的央企结合 23 年业绩推出股权激励计划。

表4：部分设定了2023ROE或利润增速或收入增速目标的央企股权激励情况

代码	名称	预案公告日	ROE	净利润复合增长率	净利润累计增长率	收入复合增长率	收入累计增长率
601872.SH	招商轮船	2023-03-09				11.5% (2021)	
000962.SZ	东方钨业	2022-12-31	5.2%			15% (2021)	
600486.SH	扬农化工	2022-12-31	16.3%	15% (2021, 扣非)			
000969.SZ	安泰科技	2022-12-31	3.1% (加权平均)	19% (2021)			
000021.SZ	深科技	2022-12-30		10% (2021)			
600845.SH	宝信软件	2022-12-30	17.3%	15% (2021)			
301090.SZ	华润材料	2022-12-30	10.1%	15% (2021, 扣非)			
000400.SZ	许继电气	2022-12-29	8.2% (加权平均)	10% (2021)			
601800.SH	中国交建	2022-12-16	7.7% (加权平均)	8% (2021)			
000928.SZ	中钢国际	2022-12-15	12% (加权)	12.5% (2021)			
000758.SZ	中色股份	2022-12-10	3.5%	130% (2021)			
600480.SH	凌云股份	2022-12-10	4%	7% (2021)			
000852.SZ	石化机械	2022-12-05		15% (2021)			
600458.SH	时代新材	2022-12-01	4.70%			10.64% (2021)	
000768.SZ	中航西飞	2022-11-30		15% (2021, 扣非)			
002025.SZ	航天电器	2022-11-05	11.20%	14% (2021)			
600698.SH	湖南天雁	2022-11-01	1.35%	10% (2021)			
000881.SZ	中广核技	2022-10-31	6%	15% (2021)			
002320.SZ	海峡股份	2022-09-24	7% (扣非)			10.5% (2021)	
002179.SZ	中航光电	2022-09-23	13.80%	15.00% (2021, 扣非)			
002281.SZ	光迅科技	2022-08-26	8.9%	11% (2021)			
601117.SH	中国化学	2022-08-16	9.05% (扣非, 加权平均)	15% (2021, 扣非)			
002116.SZ	中国海诚	2022-08-13	10.65%	10.58% (2021, 营业利润)			
300396.SZ	迪瑞医疗	2022-08-12			42.89% (2021)		79.21% (2021)
300024.SZ	机器人	2022-06-20					15% (2021)
000819.SZ	岳阳兴长	2022-06-08	7.5% (加权平均)				56% (2021)
000762.SZ	西藏矿业	2022-01-01	8%			44% (2020)	
600581.SH	八一钢铁	2022-01-01	14%	50% (2020, 扣非)			
600050.SH	中国联通	2022-01-01	4.25%		35.52% (2020, 利润总额)		16.85% (2020, 主营)
000830.SZ	鲁西化工	2022-01-01	11.03%	42% (2020)			
600019.SH	宝钢股份	2022-01-01	8.5%	10% (2020, 利润总额)			
600328.SH	中盐化工	2022-01-01	11.5% (加权平均)	17% (2020)			
601968.SH	宝钢包装	2021-12-31		16.8% (2020, 扣非)		20% (2020)	
000825.SZ	太钢不锈	2021-12-31	11%	25% (2020, 扣非)			
300557.SZ	理工光科	2021-12-30	3% (加权平均)	45% (2020)			
600268.SH	国电南自	2021-12-29		20% (2020)			
600062.SH	华润双鹤	2021-12-28	10.83%	6% (2020, 利润总额)			
300425.SZ	中建环能	2021-12-27	8.14%			15.3% (2020)	
688396.SH	华润微	2021-12-25	7.3%	26% (2018-2020 均值)			
600808.SH	马钢股份	2021-12-25		7% (2020, 扣非)			
601600.SH	中国铝业	2021-12-22		75% (2020, 扣非)			
600970.SH	中材国际	2021-12-21	15.4%	15.5% (2020)			
300797.SZ	钢研纳克	2021-12-21	11.5% (加权平均)	16.00% (2020)			
600131.SH	国网信通	2021-12-14	14.50%	16% (2020)			
000635.SZ	英力特	2021-12-10	3.1% (扣非, 加权平均)	15% (2020)			
600406.SH	国电南瑞	2021-12-09	14%	10% (2020)			
600021.SH	上海电力	2021-12-02	5%	11% (2020)			
000999.SZ	华润三九	2021-12-02	10.16% (扣非)	10% (2020, 扣非)			
600905.SH	三峡能源	2021-11-27	7.8%			16.5% (2020)	
000883.SZ	湖北能源	2021-11-22	6.95%			15% (2020)	
600536.SH	中国软件	2021-11-22		18% (2020)			
600178.SH	东安动力	2021-11-10	2.7%	20% (2020)			
603126.SH	中材节能	2021-11-06	8% (加权平均)			16% (2020)	
000629.SZ	钒钛股份	2021-11-05		35.79% (2020)			
600990.SH	四创电子	2021-10-25	6.36%	20% (2020, 扣非)			
600433.SH	冠豪高新	2021-10-14	7.8%	15% (2020)			
002230.SZ	科大讯飞	2021-09-27					90% (2020)
002057.SZ	中钢天源	2021-09-25	13.5% (加权平均)	18% (2020)			
603060.SH	国检集团	2021-08-27	15%			19% (2020)	
600498.SH	烽火通信	2021-07-26	3.5%	43% (2020)			
002643.SZ	万润股份	2021-07-16	10.5%			11% (2020)	
002389.SZ	航天彩虹	2021-07-16	3.7%	10% (2020)			
600750.SH	江中药业	2021-06-18		6% (2020)			
600640.SH	国脉文化	2021-05-12	4.5% (加权平均)				7% (2022)
688027.SH	国盾量子	2021-04-20					120% (2020)
603019.SH	中科曙光	2021-04-19	8.5%		115% (2019)		
300396.SZ	迪瑞医疗	2021-03-22					100% (2020)
600850.SH	电科数字	2021-03-20	10%	12% (2020)			
600963.SH	岳阳林纸	2021-01-04				6% (2019)	

000503.SZ	国新健康	2021-01-04	5% (加权平均)	41.3% (2019)
002232.SZ	启明信息	2021-01-04	13%	30% (2019)

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: (1) 括号里为基准份; (2) 表中重复项系该公司公布了多个不同内容的具体方案所致; (3) 对预案公告日在 2021 以来的央企股权激励情况进行统计。

2. 科技创新

科技创新一直是国企改革的核心环节之一。在 2019 年开始施行的央企负责人考核办法中, 就针对科技进步要求高的企业有所倾斜: 加强研发投入、科技成果产出和转化等指标的考核; 在计算经济效益指标时, 可将研发投入视同利润加回。此外, 在国际局势愈发复杂的当下, 科技自主是国家安全的重要保障。2022 年 2 月, 深改委第二十四次会议审议通过了《关于推进国有企业打造原创技术策源地的指导意见》, 次月, 国资委指出要推动中央企业加快打造具有全球影响力的原创技术策源地。

2023 年 3 月国资委披露世界一流专精特新示范企业名单, 我们对入选上市企业及其下属上市子公司进行梳理, 此处展示部分名单。

表5: 部分世界一流专精特新示范企业名单入选上市企业及其下属上市子公司

集团	简称	代码	行业	市值(亿元)	利润总额 TTM (亿元)	ROE-TTM (%)	资产负债率 (%)	研发投入强度 (%)
中国长江三峡集团有限公司	长江电力	600900.SH	公用事业	5520	268	12	66	0.2
中国旅游集团有限公司[香港中旅(集团)有限公司]	中国中免	601888.SH	商贸零售	3172	73	9	30	0.0
漳州片仔癀药业股份有限公司	片仔癀	600436.SH	医药生物	1651	31	21	16	3.5
中国长江三峡集团有限公司	三峡能源	600905.SH	公用事业	1563	94	9	66	0.0
中国核工业集团有限公司	中国核电	601985.SH	公用事业	1351	197	10	68	1.3
上海国际港务(集团)股份有限公司	上港集团	600018.SH	交通运输	1348	176	13	32	0.6
中国华能集团有限公司	华能水电	600025.SH	公用事业	1289	84	10	57	0.2
中国兵器装备集团有限公司	长安汽车	000625.SZ	汽车	1191	101	15	58	3.9
中国航空工业集团有限公司	中航光电	002179.SZ	国防军工	913	33	16	39	8.0
中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	北方稀土	600111.SH	有色金属	895	63	26	32	0.5
中国海洋石油集团有限公司	中海油服	601808.SH	石油石化	758	32	6	47	2.8
上海电气集团股份有限公司	上海电气	601727.SH	电力设备	732	-15	-6	67	4.7
中国中车集团有限公司	时代电气	688187.SH	机械设备	680	30	8	27	12.0
山东华鲁恒升化工股份有限公司	华鲁恒升	600426.SH	基础化工	660	55	17	22	2.8
浪潮电子信息产业股份有限公司	浪潮信息	000977.SZ	计算机	613	20	11	62	6.9
山西潞安环保能源开发股份有限公司	潞安环能	601699.SH	煤炭	603	212	29	44	2.0
中国建材集团有限公司	中国巨石	600176.SH	建筑材料	588	69	20	42	4.1
中国医药集团有限公司	天坛生物	600161.SH	医药生物	458	16	11	13	0.7
杭氧集团股份有限公司	杭氧股份	002430.SZ	机械设备	381	16	13	52	3.2
鞍钢集团有限公司	钒钛股份	000629.SZ	钢铁	363	13	13	21	3.0
广州白云国际机场股份有限公司	白云机场	600004.SH	交通运输	361	-13	-5	35	0.6
中国建材集团有限公司	中复神鹰	688295.SH	基础化工	347	7	13	38	8.5
中国航空工业集团有限公司	中无人机	688297.SH	国防军工	335	3	5	27	7.5
中国铁道建筑集团有限公司	铁建重工	688425.SH	机械设备	327	21	12	37	9.8
矿冶科技集团有限公司	当升科技	300073.SZ	电力设备	268	26	19	39	3.6
中国航天科工集团有限公司	航天信息	600271.SH	计算机	267	26	9	24	7.6
中国信息通信科技集团有限公司	信科移动-U	688387.SH	通信	258	-6	-9	53	20.7
中国电子科技集团有限公司	中瓷电子	003031.SZ	通信	253	1	12	32	10.9
云南锡业股份有限公司	锡业股份	000960.SZ	有色金属	251	7	2	53	0.2
中国南方电网有限责任公司	南网科技	688248.SH	电力设备	236	3	9	27	6.8
北汽蓝谷新能源科技股份有限公司	北汽蓝谷	600733.SH	汽车	234	-54	-114	83	9.2
中国检验认证(集团)有限公司	中国汽研	601965.SH	汽车	214	8	11	21	6.6
中国交通建设集团有限公司	振华重工	600320.SH	机械设备	213	8	3	78	3.8
国家开发投资集团有限公司	美亚柏科	300188.SZ	计算机	203	0	1	26	69.2
新兴际华集团有限公司	新兴铸管	000778.SZ	钢铁	190	19	6	51	0.7
广东风华高新科技股份有限公司	风华高科	000636.SZ	电子	181	2	2	24	4.6
新兴际华集团有限公司	际华集团	601718.SH	纺织服饰	139	1	1	37	3.0
安徽合力股份有限公司	安徽合力	600761.SH	机械设备	137	13	14	52	5.0
中国机械工业集团有限公司	一拖股份	601038.SH	机械设备	133	6	11	51	2.0

中国农业发展集团有限公司	中牧股份	600195.SH	农林牧渔	132	6	10	20	1.8
安徽皖维新材料股份有限公司	皖维高新	600063.SH	基础化工	120	12	14	41	4.2
中国建筑集团有限公司	西部建设	002302.SZ	建筑材料	113	8	5	68	2.5
无锡华光环能集团股份有限公司	华光环能	600475.SH	电力设备	113	10	9	57	3.0
大连华锐重工集团股份有限公司	大连重工	002204.SZ	机械设备	99	4	5	68	4.0
秦川机床工具集团股份公司	秦川机床	000837.SZ	机械设备	95	3	8	52	4.4
中国华电集团有限公司	华电重工	601226.SH	建筑装饰	85	4	8	59	7.2
哈尔滨电气集团有限公司	佳电股份	000922.SZ	电力设备	78	4	12	48	1.4
江西黑猫炭黑股份有限公司	黑猫股份	002068.SZ	基础化工	76	-1	-3	61	0.0
中粮集团有限公司	中粮科工	301058.SZ	建筑装饰	76	2	9	44	5.1
中国宝武钢铁集团有限公司	中钢洛耐	688119.SH	建筑材料	75	2	7	46	5.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：(1) 市值截至 2023/5/4，财务数据截至 2023Q1。(2) 本名单统计口径为市值在 75 亿以上的入选公司及子公司。

4.3 盘活存量资产

自 2020 以来，国资委推动央企开启剥离“两非”、处置“两资”的工作，其中“两非”指非主业、非优势业务，“两资”指无效资产、低效资产。2022 年 5 月国务院发文对进一步盘活存量资产扩大有效投资进行指示，其中针对国有企业特别指出，鼓励国有企业依托国有资本投资、运营公司，按规定通过进场交易、协议转让、无偿划转、资产置换、联合整合等方式，盘活长期闲置的存量资产，整合非主业资产。

专业化整合是当下国企改革的重点行动，根据国资委主任署名文章，2023 年将在装备制造、检验检测、医药健康、矿产资源、工程承包、煤电、清洁能源等领域推动专业化整合，切实提高产业竞争力。

此前我们对 2022 年以来首次披露重大重组计划并正在进行的上市央企名单进行梳理。此处我们整理了部分出让资产的央企名单，可供投资者参考。

表6：部分央企出让资产名单

股票代码	股票名称	最新披露日期	参与方角色	重组进度	重组事件
601800.SH	中国交建	2023-03-21	出让方	国资委批准	祁连山定增收购公规院，一公院，二公院的 100%股权及西南院，东北院和能源院的 100%股权
600268.SH	国电南自	2023-03-07	出让方	证监会反馈意见	中船科技定增收购中船海装 100%股权，中船风电发展 88.58%股权，新疆海为 100%股权，洛阳双瑞 44.64%股权和凌久电气 10%股权
000798.SZ	中水渔业	2023-01-06	出让方	董事会预案	中水渔业出售华农保险 11%股权
600500.SH	中化国际	2023-02-04	出让方	完成	海南橡胶收购 HAC36.00%股权

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 中特估可关注个股

我们结合行业分析师观点，对国企改革可关注公司梳理如下。

表7：中特估可关注个股名单

证券代码	证券简称	行业	个股逻辑	市值 (亿元)	利润总额 TTM (亿元)	ROE (TTM, %)	资产负债率 (%)	研发投入强度 (%)
601668.SH	中国建筑	交运建筑	基建放量/房建升级/地产优胜，三大主业齐头并进；核心受益稳增长，业绩确定性强。	2935	900	13	74	1.2
601390.SH	中国中铁	交运建筑	作为全球交通基建顶级承包商，短期看，基建建设、设计咨询、装备制造三大核心主业业绩稳健成长；中期看，股权激励提振业绩信心；长期看，布局水利水电等“第二成长曲线”未来可期。	2302	430	10	74	1.4
601186.SH	中国铁建	交运建筑	基建国家队，短期新签在手稳增保障业绩，中长期“海外优先”战略叠加转型投建营，有望拉动价值提升。	1683	386	9	75	1.1
601006.SH	大秦铁路	交运建筑	铁路煤运龙头，大秦线需求高位维稳，铸就高股息看涨	1183	179	9	29	-

001965.SZ	招商公路	交运建筑	全国性布局路产运营平台龙头，分红有望进一步提升。	589	59	8	42	1.7
001872.SZ	招商港口	交运建筑	港口网络资源稀缺，开源节流空间广阔。	535	90	6	35	1.9
601298.SH	青岛港	交运建筑	23Q1 集装箱吞吐量同比高增 16.6%，枢纽港地位支撑业绩向好。	505	66	12	28	0.5
600350.SH	山东高速	交运建筑	改扩建成长逻辑持续强化，高分红比例承诺托底绝对收益。	380	50	7	62	0.6
600057.SH	厦门象屿	交运建筑	大宗供应链龙头企业，物流服务和资源整合能力突出。	227	50	16	73	0.0
600755.SH	厦门国贸	交运建筑	关注稳步聚焦供应链运营主业、发展健康科技业务。	205	57	12	73	0.0
601888.SH	中国中免	交运免税	中免 22 年免税经营面积扩容(新海港店+美兰机场 T2 店开业)，23 年凤凰机场免税面积将扩容，市占率有望进一步提升。中长期维度，市内店、口岸店、海外布局有望迎来积极催化，看好成长潜力。	3172	73	9	30	0.0
601111.SH	中国国航	交运免税	航空供需大周期酝酿中，涨价预期下利润弹性可观。	1638	-387	-92	91	0.3
600029.SH	南方航空	交运免税	疫情前利润率低、国际运力占比高、优质航线占比高，涨价预期下弹性大。	1308	-271	-77	83	0.3
600115.SH	中国东航	交运免税		1130	-359	-133	91	0.4
600150.SH	中国船舶	机械国防	全球造船龙头，民船需求趋紧+供给收缩，军船内生+外延，有望乘行业大周期“扬帆起航”	1163	22	0	70	4.5
600893.SH	航发动力	机械国防	航空发动机龙头，受益军民机国产化	1143	16	3	57	1.1
600760.SH	中航沈飞	机械国防	中国歼击机摇篮、舰载机龙头，实施“研、造、修”一体化发展	1114	27	18	74	1.6
000425.SZ	徐工机械	机械国防	工程机械行业筑底，资产重组+股权激励释放企业活力	749	51	8	68	4.0
000768.SZ	中航西飞	机械国防	军用运输机龙头，实施第一期股权激励，提振公司长期发展信心	709	7	4	81	0.3
002430.SZ	杭氧股份	机械国防	迈向中国工业气体龙头，电子特气等高附加值业务打造公司第二成长曲线	381	16	13	52	3.2
000519.SZ	中兵红箭	机械国防	培育钻石、工业金刚石稳健增长，特种装备有望放量	255	6	5	32	11.4
600038.SH	中直股份	机械国防	国内直升机制造业中规模最大、产值最高、产品系列最全的主力军	248	4	4	64	2.0
600916.SH	中国黄金	机械国防	黄金珠宝央企龙头，布局培育钻石全产业链打造第二增长曲线	213	10	11	42	0.0
600316.SH	洪都航空	机械国防	教练机+防务产品，“内需+外贸”双重驱动	177	1	2	67	6.3
600967.SH	内蒙一机	机械国防	陆军装备龙头，内需外贸双驱动	162	9	7	53	1.9
600761.SH	安徽合力	机械国防	国内制造业复苏，电动化、国际化驱动业绩向上。	137	13	14	52	5.0
002046.SZ	国机精工	机械国防	风电轴承加大产业化投入；持续扩产培育钻石+功能金刚石。	62	3	8	37	7.8
002371.SZ	北方华创	电子	半导体设备平台型龙头，受益于行业扩产超预期+国产化率迅速提升	1707	33	13	54	9.5
301269.SZ	华大九天	电子	国产 EDA 龙头，产品矩阵明显丰富，内生+外延快速补齐。	623	2	4	16	92.6
002916.SZ	深南电路	电子	国内通讯板龙头+ABF 载板国产化核心标的。通讯业务及数据中心业务占比较高；同时：深度布局 BT 及 ABF 载板国产化，产品将涵盖公司三大业务 PCB、封装基板、电子装联。	405	15	12	37	6.0
688120.SH	华海清科	电子	CMP 设备龙头，平台化战略扬帆起航	390	7	12	36	10.5
600941.SH	中国移动	通信		22188	1657	10	34	1.1
601728.SH	中国电信	通信	估值回归，数字经济国家队，资本开支拐点。	6085	367	6	46	1.1
600050.SH	中国联通	通信		1730	212	5	46	1.2
300413.SZ	芒果超媒	传媒	湖南卫视向流媒体战略转型的重点平台，持续保持国内综艺龙头地位。公司背靠传媒国企、经验丰富，对国家文化监管政策判断独到，有望稳定输出符合时代要求的优质内容，并成为中华文化走出去的重要窗口。	698	18	10	34	1.8
600977.SH	中国电影	传媒	中影集团旗下核心影视资产，业务覆盖电影全产业链。公司拥有进口片发行牌照优势，发行规模居业界首位，把握下游终端放映渠道，重点题材影片储备丰富。	320	-2	-1	43	0.5
601098.SH	中南传媒	传媒	湖南省属大型国有企业，国内出版龙头企业，业务覆盖物资-印刷-出版-发行全产业链。公司积极转型数字出版和媒体传播，财务稳健，分红率高。	274	16	10	36	1.0
600633.SH	浙数文化	传媒	数据要素市场化赛道中，位于经济及信息发达省份，且高比例持有数据交易所股份的稀缺标的。浙江日报报业集团为公司实际控制人，公司立足浙江、面向全国，充分整合资源推进数字文化和数字科技产业成长。	186	9	7	17	10.9
600037.SH	歌华有线	传媒	有线电视龙头企业，聚焦“全国有线电视网络整合和广电 5G 建设一体化发展”工作主线，系统高效实施广电 5G 建设，率先实现广电 5G 业务开网试运营，全力打造广电网络转型升级创新发展新标杆。	139	2	1	19	2.9
601607.SH	上海医药	医药	中药的新复苏兑现不仅仅是疫情产品带动，而是行业自身经营进入复苏窗口；新复苏的节奏才刚刚开始，	854	93	9	61	0.8
000423.SZ	东阿阿胶	医药	2022Q3 板块负债率处于历史低位，运营效率仍处于上升周期。	348	10	8	18	2.1
600572.SH	康恩贝	医药		189	8	8	35	2.1
601288.SH	农业银行	银行		12529	3034	10	93	-
601658.SH	邮储银行	银行	中特估银行行情仍将持续。先买现在的高股息，加配未来高股息品种。	5692	920	10	94	-
000001.SZ	平安银行	银行		2470	594	11	92	-
600919.SH	江苏银行	银行		1145	347	12	93	-

600926.SH	杭州银行	银行		755	142	12	94	-
002966.SZ	苏州银行	银行		278	52	10	92	-
601628.SH	中国人寿	非银	保险板块 DDM 分子端和分母端共振，叠加低估值，推升板块行情。	11351	269	8	91	-
601318.SH	中国平安	非银		9816	1325	11	89	-
601601.SH	中国太保	非银		3279	340	12	88	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：财务数据截至 23Q1，市值数据截至 2023/5/4。

6 风险提示

- 1、产业进展低于预期；
- 2、公司业绩低于预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>