

策略

中国特色估值主题策略报告

革故鼎新，“中特估”引导央企国企估值长期修复

2023年5月9日

策略研究/主题报告

山证热点团队

分析师：

李孔逸

执业登记编码：S0760522030007

邮箱：likongyi@sxzq.com

投资要点：

“中特估”服务于资本市场建设和战略需要

“中特估”的概念最早在2022年11月由证监会主席易会满提出，2023年以来被多次提及。在政策层面，中国资本市场在过去20-30年来发展迅速，但央企国企长期被低估。近年来，GDP与社融比值走低，市场中资金运用效率偏低，随着对直接融资的强调，央企国企估值作为风险资产的定价，将向内在价值回归；在宏观层面，2015年以来，居民杠杆率攀升，政府支出增速长期高于政府收入增速，带来大量地方债务。面临2023年以来的房地产走弱、土地财政转型、M2高投放但CPI低增长等压力，央企国企是承接中央信用投放可能的理想标的；在市场层面，A股从散户化走向机构化，逐渐成熟，长期资金比重提升，有利于央企国企长期价值的兑现。

国企改革推动价值创造，估值重塑带动良性循环

国企改革的重心由过去的市场转轨、资产监管和制度设计等转变到央企国企的质量提升，构建推动“质量提升-价值创造-价值实现-估值重塑”的循环。通过经过改善公司治理，资产重组，向上市平台注入优质资产等措施提升企业质量。之后结合考核目标转变，加大研发投入，提升经营管理水平，推动股权激励等措施达到价值实现。同时做好信息披露，增加投资者交流与市值管理重视程度，推动多方利益相容。引导投资者与上市公司通过增减持、分红和引入ESG机制等方式重塑对央企国企的估值，实现内在价值的匹配，并为直接融资与资产并购重组创造条件，实现良性循环。

关注战略重组、“一带一路”、船舶周期和自然垄断等投资主线

我们认为，现有的“中特估”概念引发的估值修复仍在演绎。短期行情在热点题材上体现出较高的赚钱效应。长期在国企改革的深度价值挖掘方面仍有较大增长空间。结合政策方向来看，未来的投资机会主要围绕以下方向：

- 1) 资源整合型：关注央企战略性重组和专业化整合，以及存在优质资产注入上市平台或重组预期的板块和标的，如军工、交运等。
- 2) 基本面改善型：此前基本面较弱，但因行业景气、周期上行等原因，近期有所改善，并有望持续向好，如建筑和船舶制造等。
- 3) 价值重估型：此前估值明显偏低，但是受益业务预期与估值逻辑变化，催生重估行情，如自然垄断相关的公共事业领域与三大通信运营商等。

重点推荐行业：船舶、建筑、军工、公共事业、交运和通信。

风险提示：国企改革推进与并购重组不及预期；全球经济衰退；国企盈利能力下滑；海外流动性危机影响；疫情反复；



目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、 政策面：建设中国特色资本市场，实现中国式现代化..... | 5 |
| 1、 中国资本市场发展迅速，价值重估服务于战略需要..... | 5 |
| 2、 经济转型债务承压，央国企承担信用投放与财政补充重任..... | 8 |
| 3、 A股市场正从散户化低估值走向成熟，央国企长期价值凸显..... | 11 |
| 二、 公司面：改革聚焦央国企内在价值提升，政策驱动价值重估..... | 19 |
| 1、 国企改革三年行动收官，持续做大做强国有资产..... | 19 |
| 2、 提高央企控股上市公司质量，价值创造引导估值重塑..... | 24 |
| 三、 投资面：走出长线行情，重视四条主题投资主线..... | 28 |
| 1、 战略性重组潜力提升估值水平..... | 30 |
| 2、 “一带一路”焕发新活力..... | 34 |
| 3、 海运轮番表现，船舶制造迎来景气周期，重组预期增强..... | 35 |
| 4、 自然垄断企业重估，三大运营商率先受益..... | 37 |
| 四、 风险提示..... | 39 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 中国特色估值体系提出历程..... | 5 |
| 图 2： 2002-2022 中国 GDP 与 GDP/社融比值情况（万亿）..... | 7 |
| 图 3： 2017-2022 中国各类直接融资占社融比例..... | 7 |
| 图 4： 2017-2021 中国与发达国家直接融资比例..... | 7 |
| 图 5： 2009-2022 GDP 政府收入、政府支出同比增幅与 GDP 实际增速..... | 9 |
| 图 6： 2015-2022 PPI、CPI 与 M2 当月同比增幅..... | 9 |
| 图 7： 2015Q1-2022Q4 各经济部门杠杆率..... | 9 |
| 图 8： 2015-2022 地方政府土地出让收入（亿元）..... | 10 |

| | |
|--|----|
| 图 9: 2015-2022 国有资本预算收入 (亿元) | 10 |
| 图 10: 外资持股市值占 A 股流通市值比例..... | 11 |
| 图 11: 1960-2020 美股各类投资者占比..... | 11 |
| 图 12: 2020 年美股投资者结构..... | 11 |
| 图 13: 2007-2021 沪市投资者持股结构情况..... | 12 |
| 图 14: 2012-2021 个人投资者持股结构..... | 12 |
| 图 15: 2010 年 2 月至 2023 年 4 月各类企业市盈率(TTM)..... | 14 |
| 图 16: 2010 年 2 月至 2023 年 4 月民企市盈率相对央企国企倍数..... | 14 |
| 图 17: 2010 年 2 月至 2023 年 4 月各类企业市净率(LYR)..... | 15 |
| 图 18: 2010 年 2 月至 2023 年 4 月民企市净率相对央企国企倍数..... | 15 |
| 图 19: 央企国企与民企上市公司 PE (TTM) 对比 (截至 2023 年 4 月 11 日, 中信一级行业分类) | 16 |
| 图 20: 央企国企与民企上市公司 PB (LYR) 对比 (截至 2023 年 4 月 11 日, 中信一级行业分类) | 16 |
| 图 21: 各行业国有企业市值占比 (截至 2023 年 4 月 11 日, 中信一级行业分类) | 17 |
| 图 22: 国企改革发展历程..... | 21 |
| 图 23: 2019-2022 国有企业营业收入..... | 22 |
| 图 24: 2019-2022 国有企业净利润情况..... | 22 |
| 图 25: 2018-2022 央企国企杠杆率..... | 23 |
| 图 26: 2018-2022 央企国企 ROE..... | 23 |
| 图 27: 2018-2022 各类企业研发投入比率..... | 23 |
| 图 28: 2018-2022 各类企业营业现金比率..... | 23 |
| 图 29: 提升央企控股上市公司质量政策传导机制分析..... | 24 |
| 图 30: 国资授权转型后的重组上市模式..... | 25 |
| 图 31: 中航电测并购案例分析..... | 26 |



| | |
|--|----|
| 图 32: 2018-2022 年各类企业机构接待平均数量..... | 26 |
| 图 33: 2018-2022 各类企业平均股息率..... | 26 |
| 图 34: 2023 年以来各类“中特估”概念指数较年初同比涨幅（数据截至 2023.5.5）..... | 28 |
| 图 35: 2023 年 4 月-5 月农业银行股价与股息率..... | 29 |
| 图 36: 2023 年 4 月-5 月 1 年与 10 年国债收益率..... | 29 |
| 图 37: 投资主线与行情结构分解图..... | 29 |
| 图 38: 全球新造船市场订单量、交付量及新船价格指数..... | 35 |
| 图 39: 2009-2022 三大运营商经营性现金流量净额..... | 38 |
| 图 40: 2009-2022 三大运营商净利润占经营性现金流比例..... | 38 |
| 表 1: 证券市场发展重大事件历程..... | 6 |
| 表 2: 1978 年至今国企改革各阶段总结..... | 19 |
| 表 3: 2019-2023 央企考核指标..... | 22 |
| 表 4: 2015 年至 2023 年 4 月以来部分重大央企重组案例..... | 31 |
| 表 5: 典型资源垄断企业财务指标对比..... | 37 |

一、政策面：建设中国特色资本市场，实现中国式现代化

1、中国资本市场发展迅速，价值重估服务于战略需要

从资本市场到估值体系“中国特色”多次提及，逐级落实，引领改革方向。2022年10月的二十大报告提出了“中国式现代化”的伟大目标，此前在2022年8月份证监会主席易会满在《求是》杂志上发表题为《努力建设中国特色现代资本市场》的文章，对未来资本市场的改革方向做出重要指导。文章指出，建设中国特色现代资本市场，是中国式现代化的应有之义，其中一个重要方面就是构建中国特色的估值体系，着力提升资本市场估值定价的科学性有效性。

此后，2022年11月，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上对中国资本市场建设和发展作了重要讲话，就如何建设好、发展好中国特色现代资本市场做了阐释：“我们要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，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。”

2月2日，证监会系统工作会议指出，建设中国特色现代资本市场是一项系统工程，强调要推动提升估值定价科学性有效性，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。

今年两会期间，3月6日，政协委员、上交所党委副书记蔡建森就加快推进中国特色估值体系建设递交提案，提出“一个基本的共识是，必须深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，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估值体系，更好发挥资本市场‘定价之锚’的基准和引领作用。”

3月10日，证券日报发文《呼唤中国特色估值体系尽快落地》，点明：“中国特色估值体系的核心要义或在于促进以央国企为首的上市公司价值重估，从而引导金融资源更好地服务国家战略，并为构建新发展格局、全面推进中国式现代化，提供坚实基础和战略支撑。”

图 1：中国特色估值体系提出历程



资料来源：wind，证监会官网，证券日报官网，山西证券研究所

回顾 2022 年 8 月至今的中国特色估值体系的提出历程，从中国特色现代资本市场到中国特色估值体系，最终的目标是服务于中国式现代化，并且中国特色估值体系在提出过程中，多次强调估值对资产定价，资源配置的关键作用，通过央企国人的价值重估，引导金融市场更好地为国家战略服务。

中国资本市场发展迅速，逐步完善。中国特色资本市场根植于中国经济，发挥重大作用。在改革开放四十年以来，特别是党的十八大以来，中国经济发展取得了举世瞩目的伟大成就。在资本市场方面，自 1990 年上证与深证交易所成立，到 2023 年注册制实行，在过去 30 年左右的时间里，中国的资本市场尤其是证券市场，经历了《证券法》颁布，科创板、创业板和北交所设立等多次重大事件，从无到有，快速发展，各个作用不同的板块梯度逐渐分明，企业注册上市审批规范完善。中国资本市场在注册制改革，提高上市公司质量，风险防控，法制保障，投资者保护等方面均取得重大进步。

表 1：证券市场发展重大事件历程

| 时间 | 事件 | 文件名称 | 发布单位 |
|---------|-------------|------------------------------------|--------|
| 1990.11 | 建立上海证券交易所 | 《关于建立上海证券交易所的批复》 | 中国人民银行 |
| 1990.12 | 建立深圳证券交易所 | 《关于建立深圳证券交易所的批复》 | 中国人民银行 |
| 2002.11 | 建立 QFII 制度 | 《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》 | 证监会 |
| 2004.5 | 建立中小板 | 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》 | 国务院 |
| 2005.4 | 启动股权分置改革 | 《关于上市公司股权分置改革的指导意见》 | 证监会 |
| 2009.10 | 设立创业板 | 《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》 | 证监会 |
| 2012.7 | 设立新三板 | 《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》 | 国务院 |
| 2019.6 | 科创板开市并试点注册制 | 《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》 | 证监会 |
| 2020.8 | 创业板改革并试点注册制 | 《创业板首次公开发行股票注册管理办法》 | 证监会 |
| 2021.11 | 北京证券交易所开市 | 《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法(试行)》 | 证监会 |
| 2023.2 | 注册制全面实施 | 《首次公开发行股票注册管理办法》 | 证监会 |

资料来源：wind，国务院网站，中国人民银行网站，证监会网站，山西证券研究所

高质量发展将对资本市场提出新要求。2002-2022年，以现价计算的中国GDP由11.86万亿元增长至113.21万亿元，年均复合增长率达到12.17%。同时，GDP占社会融资规模比值呈现下降趋势，除了在2008年的金融危机之后一度跌至2.51，此后整体在3左右震荡，表明整个金融体系的资金使用效率存在下滑。当前中国特色资本市场的构建，以及如何进一步发挥好资本市场功能，服务经济高质量发展，将是未来资本市场改革的着力方向。

图2：2002-2022中国GDP与GDP/社融比值情况（万亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

健全资本市场功能，提高直接融资比重。资本市场的核心功能是通过资源配置服务实体经济。党中央多次强调，要走好中国特色金融发展之路。党的二十大明确指出要“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。目前，我国直接融资比重偏低，政府债券占据较大比重，企业融资仍旧以银行贷款为主，股票融资处于较低水平。

2022年企业债券融资与股票融资占比分别为6.16%和8.63%，直接融资比重较低。以OCED口径计算，与发达国家横向比较来看，2017-2021年美国直接融资比重均处于75-80%左右，同期英国与法国直接融资比重分别在60-65%与40-45%左右。2021年中国直接融资比例达到40.19%，接近德国水平，仍有较大增长空间。

图3：2017-2022中国各类直接融资占社融比例

图4：2017-2021中国与发达国家直接融资比例



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，OCED，山西证券研究所

从国际发展的经验分析，通过资本市场形成合理有效的定价进行直接融资，在产业结构转型升级中的效率较高，能够减少银行体系主导的间接融资中，政府干预和风险管理等弊端。目前中国仍旧以间接融资为主，存量规模大，存在信贷资产沉淀，信用风险集中等问题。

在服务实体经济推动产业升级转型的总需求下，多重因素促使融资体系转变。中国在全球流动性收紧，经济衰退的大环境中，经济修复预期与长期增长韧性较强，财政、货币与产业政策协同较好，仍有强劲的发展潜力和内需市场，产业升级的迫切性较强。同时，经过过去 20 年的资本市场高速发展，中国居民的财富管理需求上行。中国资本市场长期推动对外开放，健全市场化改革，也将构建更有利的融资环境，由此带来对央企国企等市场主体估值修复的需求。

估值锚定风险资产定价。直接融资渠道下，基于二级市场估值将成为重要的风险定价锚，资本市场承担的资源配置功能得以据此发挥。同时，由于证券跨期性和竞争性的特点，产生的相关风险也将就此评估，对金融系统稳定性产生深远影响。在过去的估值体系下，以常见的相对估值指标来看（市盈率、市净率、市销率等），央企国企由于发展相对平稳，分布行业趋向金融、民生、公共事业以及稳定风格等板块，在利润增长导向的估值体系中存在长期被低估的问题。而国企规模大，经营相对稳定，利润和现金流增长平稳，资金与融资成本优势，偿债能力和杠杆稳定，承担社会责任等优势未得到充分定价估值，仅在间接融资渠道中转换为部分资金成本优势。

2、经济转型债务承压，央企国企承担信用投放与财政补充重任

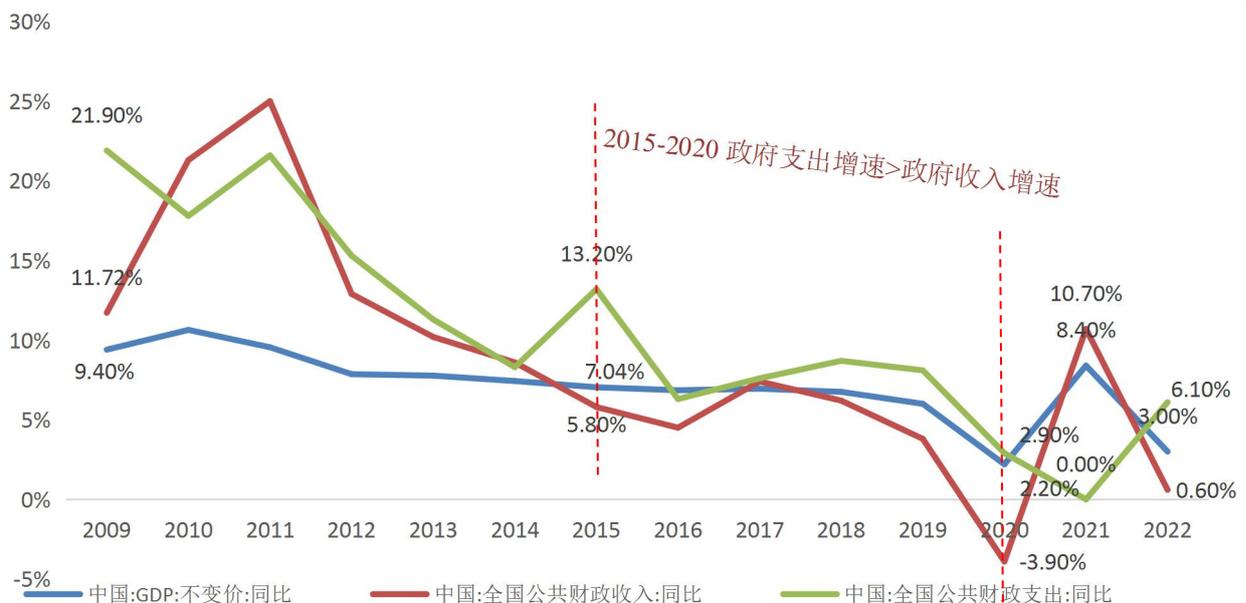
债务结构承压，国资体系有望承接中央信用投放。中国经济自 2008 年金融危机后，逐渐由高增长转向高质量发展，GDP 增速由 2009 年的 9.40% 降低至 2022 年的 3%。GDP 增长放缓的同时，政府收入与政府支出的同比增速随之滑落，长期依靠政府投资主导经济发展的模式走向困境。2015 到 2020 年，政府支出增速

由 13.20% 降低至 2.90%，政府收入增速由 5.80% 降低至 -3.90%，政府支出增速长期高于政府收入增速，带来了地方政府的财政压力。因而在过去这一阶段政府部门积累了负债率的攀升，在 2022 年底达到 50%，也积累了地方城投高达 65 万亿的债务，地方财政面临较大化债压力，例如：2023 年 4 月 12 日，贵州政府发布声明称“化债工作推进异常艰难”，向中央请求“智力支持”。

在居民部门方面，2015 年以来的居民部门承接了房地产价格走高与去库存压力，但同时居民部门负债率由 2015 年的 36.80% 提升至 2022 年的 61.90%，已经很难再提升。由此催生出 2015 年以来 M2 投放始终维持在 8-14%，但 CPI 相对稳定的局面。尽管在疫情期间生产与消费活动受到较大冲击，PPI 波动剧烈，2021 年以来 CPI 与 PPI 不仅没有跟随 M2 的高速增长同步攀升，反而呈现下降趋势，2022 年 3 月 CPI 增速仅为 0.70%，由此引发对内需与消费不足，面临通缩压力的担忧。

在经济增速放缓，地方政府化债压力较大，政府投资疲软，居民部门杠杆率高，消费不足，通缩担忧的情况下，想要避免陷入资产负债表的衰退，中央的信用投放成为重要的关注方向，因此就需要新的信用主体来承接。国资和国企体系将成为关键且优质的核心主体。原因一方面在于规模庞大的央企国企优质资产估值仍然较低，对于货币信用投放由足够的承载力。另一方面在于过去的国企改革集中在产权结构、制度建立和资本监管规范等方面，仍有通过改革推动央企国企的质量提升与价值创造的较大增长空间，一旦在资产回报的角度达成较好的赚钱效应，能够借此成为资本投入的理想标的。

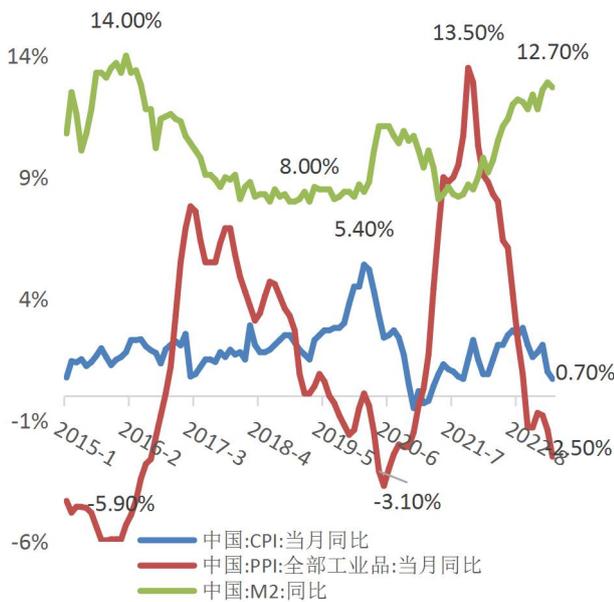
图 5：2009-2022 GDP 政府收入、政府支出同比增速与 GDP 实际增速



资料来源：wind，国家统计局，山西证券研究所

图 6：2015-2022 PPI、CPI 与 M2 当月同比增幅

图 7：2015Q1-2022Q4 各经济部门杠杆率



资料来源: wind, 国家统计局, 中国人民银行, 山西证券研究所

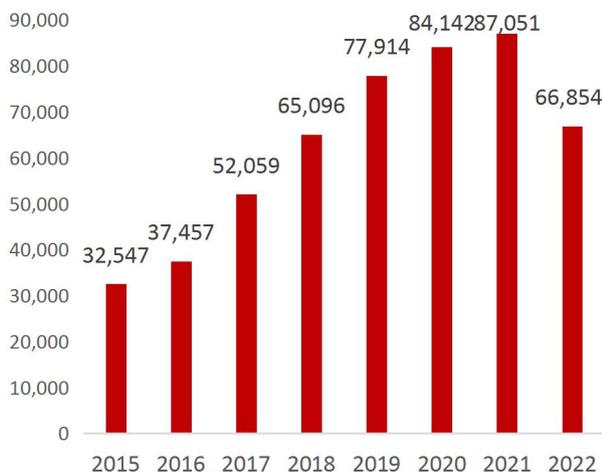


资料来源: wind, 国家统计局, 中国人民银行, 山西证券研究所

财政转型促使地方政府加大国企市值重视程度。在经济转型、债务承压、人口结构改变以及财政机制改革等因素影响下,过去依靠地方政府卖地主导的土地财政难以为继。2015-2021年,地方政府土地出让收入由3.2万亿增长到8.7万亿,但在2022年衰减到6.7万亿,迎来拐点。与此同时,伴随着国企改革三年行动,国有资本预算收入,尤其是地方国企收入由2019年的2324亿元增长至2022年的3346亿元。面对财政转型的压力,地方政府有动力做大做强国有资产,开辟地方经济增长于财政收入的新动能。目前已有合肥、珠海等地方政府在一级市场上创造了较成功的政府基金带动产业投资案例,在二级市场方面,各地政府也对国企的股东回报和市值管理提出新要求。

图 8: 2015-2022 地方政府土地出让收入 (亿元)

图 9: 2015-2022 国有资本预算收入 (亿元)



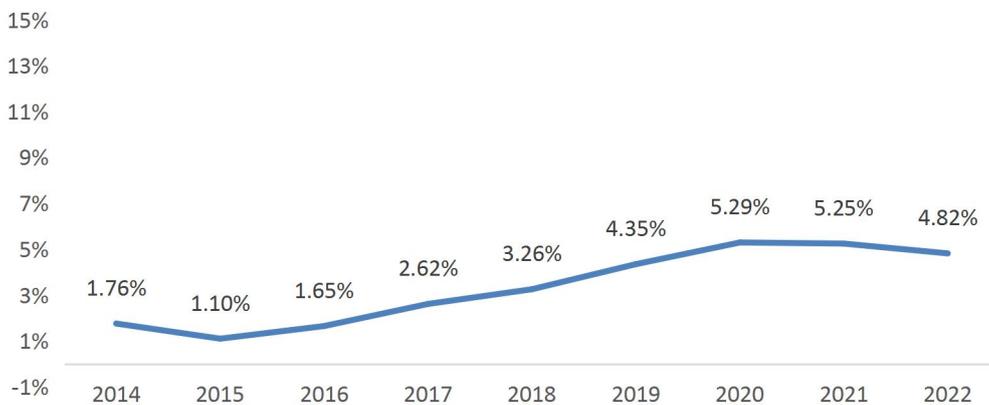
资料来源：wind，国家统计局，中国人大网，山西
证券研究所

资料来源：wind，国家统计局，中国人大网，山西
证券研究所

3、A 股市场正从散户化低估值走向成熟，央国企长期价值凸显

A 股外资占比逐年提高，内资仍占主导地位。根据 wind 数据统计，以各年度 12 月数据计算，外资持股市值占 A 股流通市值比例呈现整体上升趋势，由 2015 年的 1.10% 提升至 2020 年的 5.29%，在 2021-2022 年小幅回落至 4.82%。随着资本市场建设不断完善，国际化水平提升，外资持股市值比例有望延续缓慢攀升趋势，但在较长时间内，A 股仍由内资主导。

图 10：外资持股市值占 A 股流通市值比例

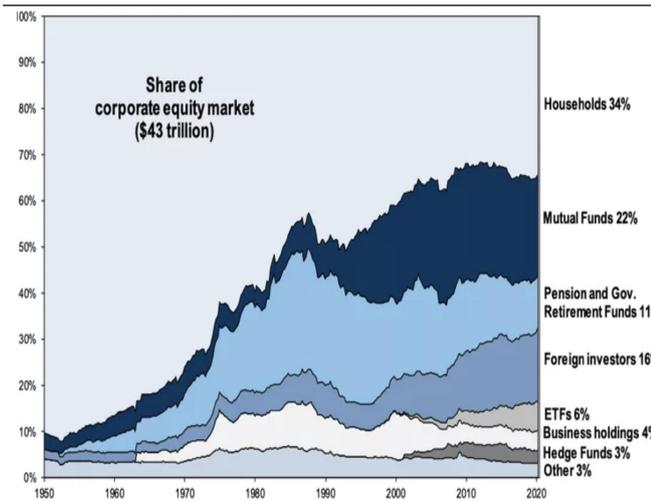


资料来源：wind，山西证券研究所

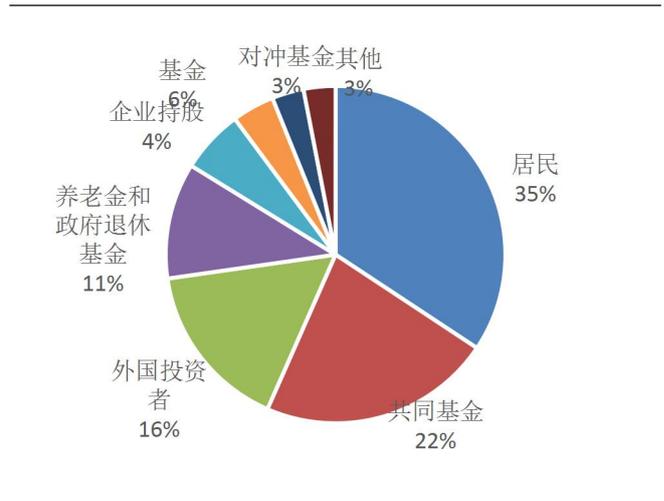
美股市场已经完成“去散户阶段”，A 股市场正走向成熟。美股市场自建立至今，个人投资者占比伴随着市场成熟逐步走低。20 世纪 40 年代至 50 年代第二次世界大战的结束后，伴随着美国经济的复苏，股市开始逐渐迅速回暖，个人投资者占据了 80% 至 90% 的市场份额。然而，自 20 世纪 60 年代以来，美国金融机构的快速发展，机构投资者持股比例快速攀升。在 20 世纪 70 年代后，美股个人养老金入市进一步推动个人投资者占比下降。2000 年后全球化趋势下，外资流入进一步加大了美股市场的多元性。随着机构投资者的涌入，美股市场的有效性得到了提高，长期价值导向得到更多机构投资者重视，短期波动也相应减少。近年来，个人投资者在占据美国股市的 30%-40% 的份额，逐渐趋于稳定。

图 11：1960-2020 美股各类投资者占比

图 12：2020 年美股投资者结构



资料来源：美联储，山西证券研究所



资料来源：美联储，纳斯达克，山西证券研究所

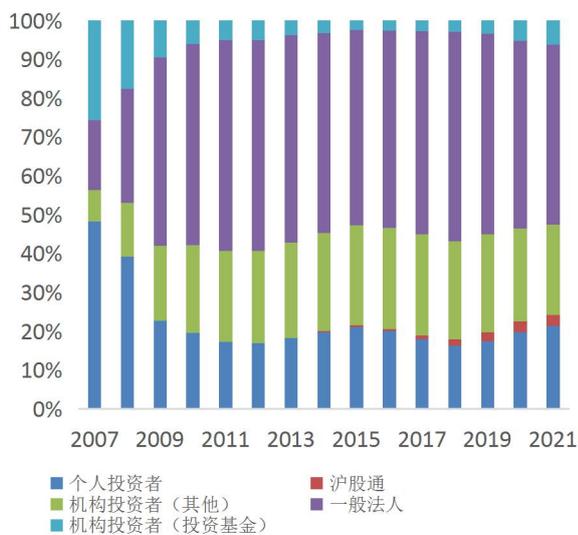
投资者结构优化，机构化趋势显著。二级市场发展的近 10 年以来，伴随着资本市场改革与金融体系快速完善，中国投资者数量与投资规模持续壮大，资管类机构快速兴起。以基金公司为例，据 Wind 统计数据，截至 2022 年年底，公募基金产品总数量达超 1 万只，管理规模合计达超 27 万亿元，相比 2012 年底的超 1100 只产品与约 2.8 万亿元的规模，数量和规模均实现了近 10 倍的增长。

此外，监管机构再加强投资者保护，防范系统性风险以及资管合规方面继续加大改革和规范进度，加大了对中长期投资资金入市的重视程度，包括公私募基金、券商资管、银行理财、保险资金、信托公司等在内的专业机构投资力量不断壮大。2022 年 11 月，个人养老金启动，2023 年 3 月注册制实行，有望引导更多中长期资金入市。

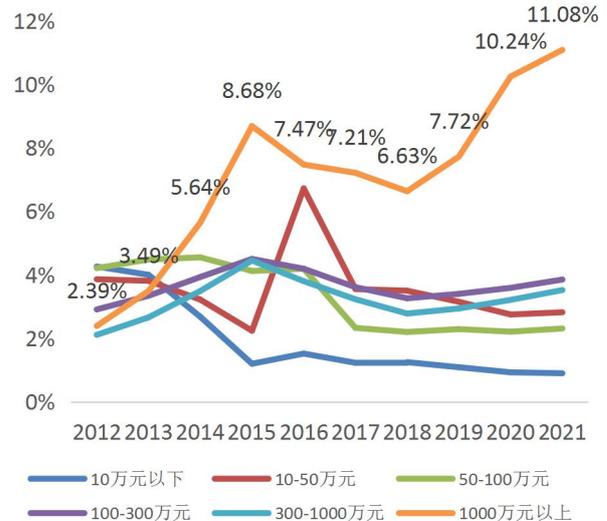
在投资者结构数据上，根据上交所统计年鉴披露数据，沪市投资者结构中一般法人占比较高，在 2021 年达到 53%。自 2007-2015 年，个人投资者占比下降，机构投资者占比上升。2015 年至今，个人投资者占比有小幅回升的趋势。但在个人投资者结构方面，1000 万以上资产的高净值投资者占比自 2012 年起迅速攀升至 2015 年的 8.68%，并在后续 2-3 年的回调后，自 2018 年起攀升至 2021 年的 11.08%，达到历史新高水平。

图 13：2007-2021 沪市投资者持股结构情况

图 14：2012-2021 个人投资者持股结构



资料来源：wind，上交所，山西证券研究所



资料来源：wind，上交所，山西证券研究所

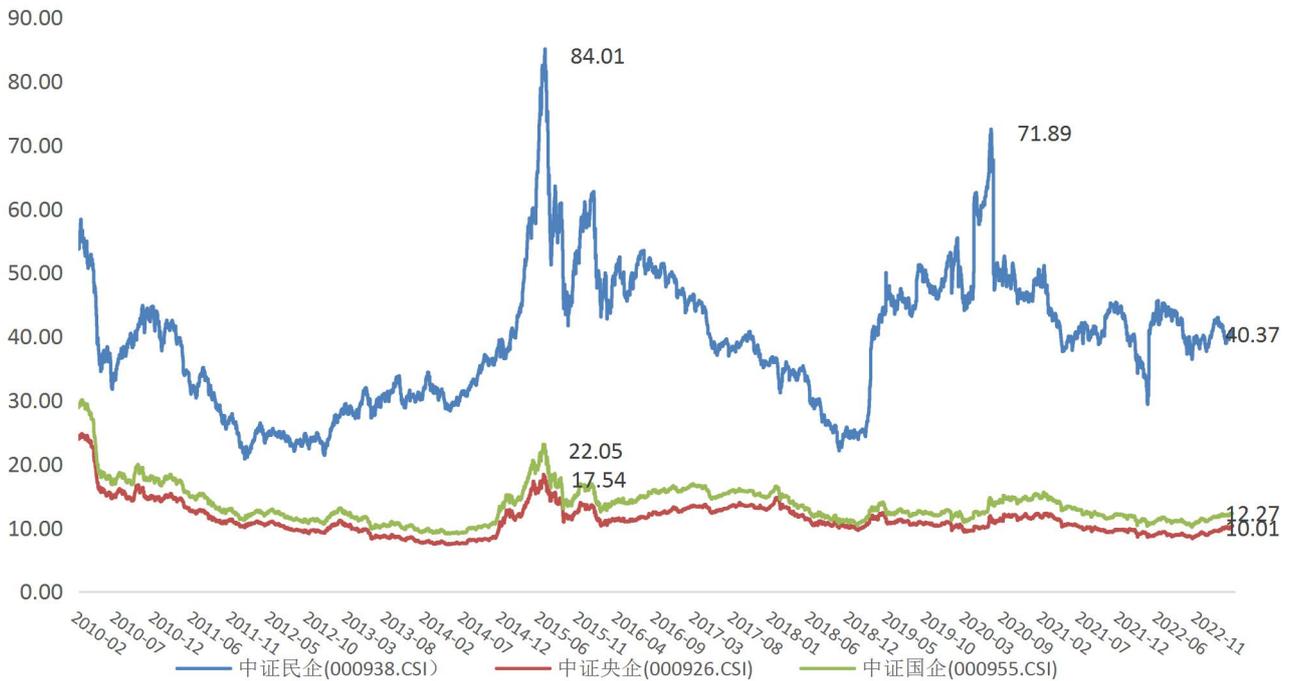
价值投资渐成主流，估值导向顺势转型。投资的价值导向是投资决策的基础，价值的判断源于估值。散户化主导的行情中，不乏“追涨杀跌”，追踪“热点情绪”等偏离公司基本面的交易占据主流。在板块选择中伴随着机构化趋势与中长期资金的入场，以及个人投资者的细分结构中高净值群体不断增加。此外，由机构投资者募集业绩要求带来的追星式炒基金营销等现象，也使得部分板块存在机构“抱团”等非理性追逐市场热点的投资行为，加剧市场震荡的同时，也使得央企国企为代表的部分具有长期价值的中国核心优质资产在大量主导资金面前失去吸引力，陷入低估局面。

中国特色估值的提出顺应了估值导向的转向与市场有效性提升的时机，证监会主席易会满在 2022 年年底金融街论坛年会上提到，“A 股个人投资者交易占比逐步下降到 60%左右”。随着政策引导与监管改革发力，中国市场与资本市场的发展一般规律相结合，逐渐走向成熟与价值投资导向的同时，央企国企为代表的中国核心资产也将迎来长期价值的兑现。

央企国企长期被低估，民企估值弹性更高。根据对 2010 年至 2022 年 A 股市场各类企业市盈率的历史数据分析，国有企业和央企的市盈率长期稳定在 20 以下，市净率稳定在 3 以下，而民营企业的市盈率则基本保持在 20 以上，市净率维持在 3 以上。此外，民营企业估值长期维持在央企国企的 2-4 倍，且在市场弹性方面也更为突出。以 2015 年初至 6 月的牛市为例，民营企业的市盈率从 37.33 上升至 84.01。与此同时，央企市盈率仅从 12.73 上涨至 17.9，而国有企业市盈率则从 15.1 上升至 23.06。2018 年年底以来，民企估值单方面甩开央企国企，PE 一度超过国企 6 倍，央企 5 倍。2023 年初以来，央企市净率已经达到 1 左右，被民企超过 2.6 倍，存在明显低估。从时间维度看，央企国企较受长期资金青睐，在市场波动和周期性行情中估值趋向稳定，并且始终处于低估区间范围内。

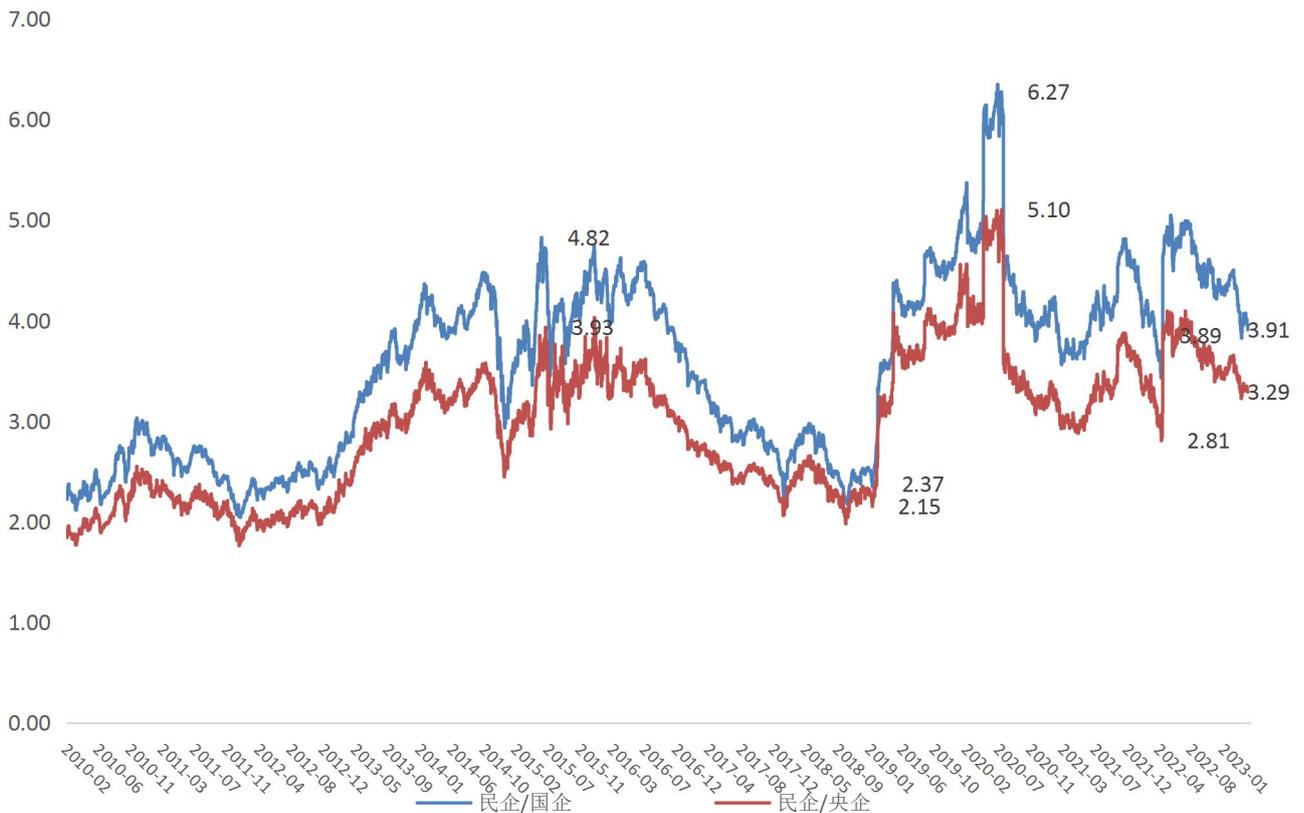


图 15：2010 年 2 月至 2023 年 4 月各类企业市盈率(TTM)



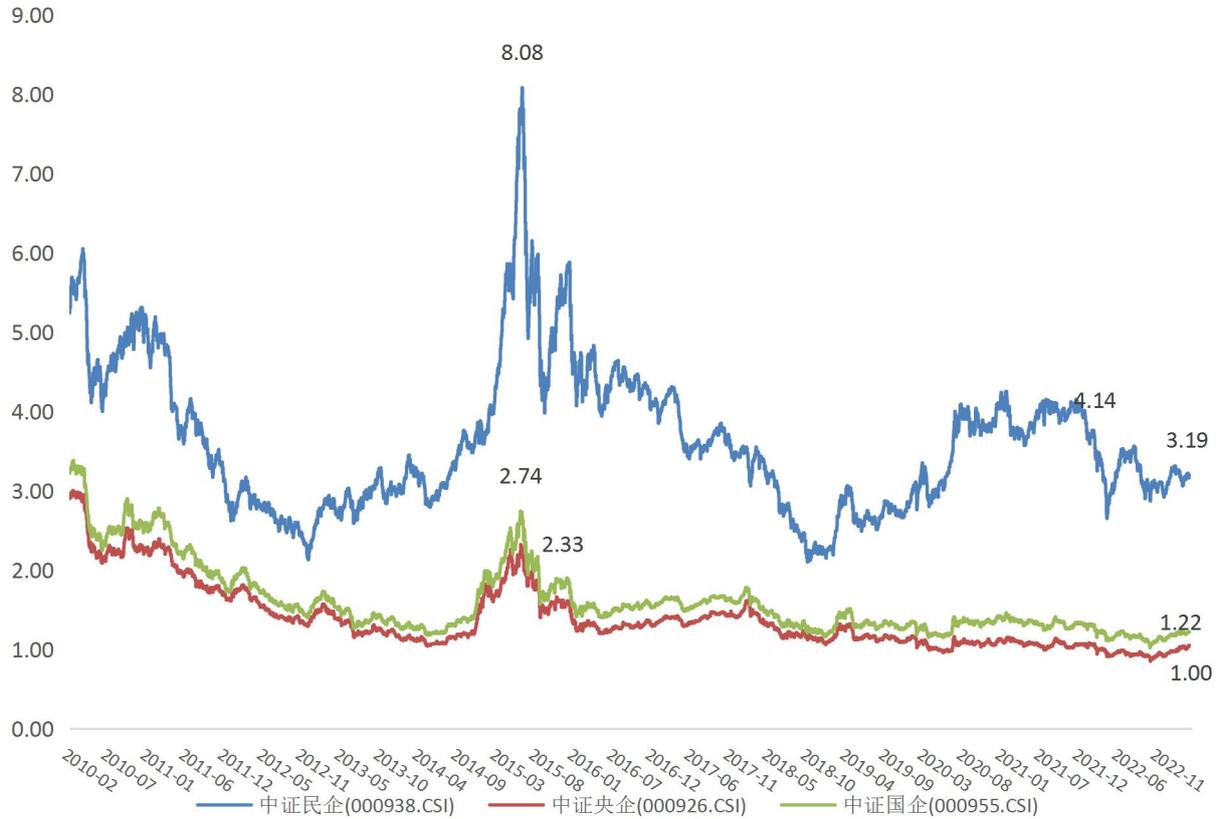
资料来源：Choice，山西证券研究所

图 16：2010 年 2 月至 2023 年 4 月民企市盈率相对央企国企倍数



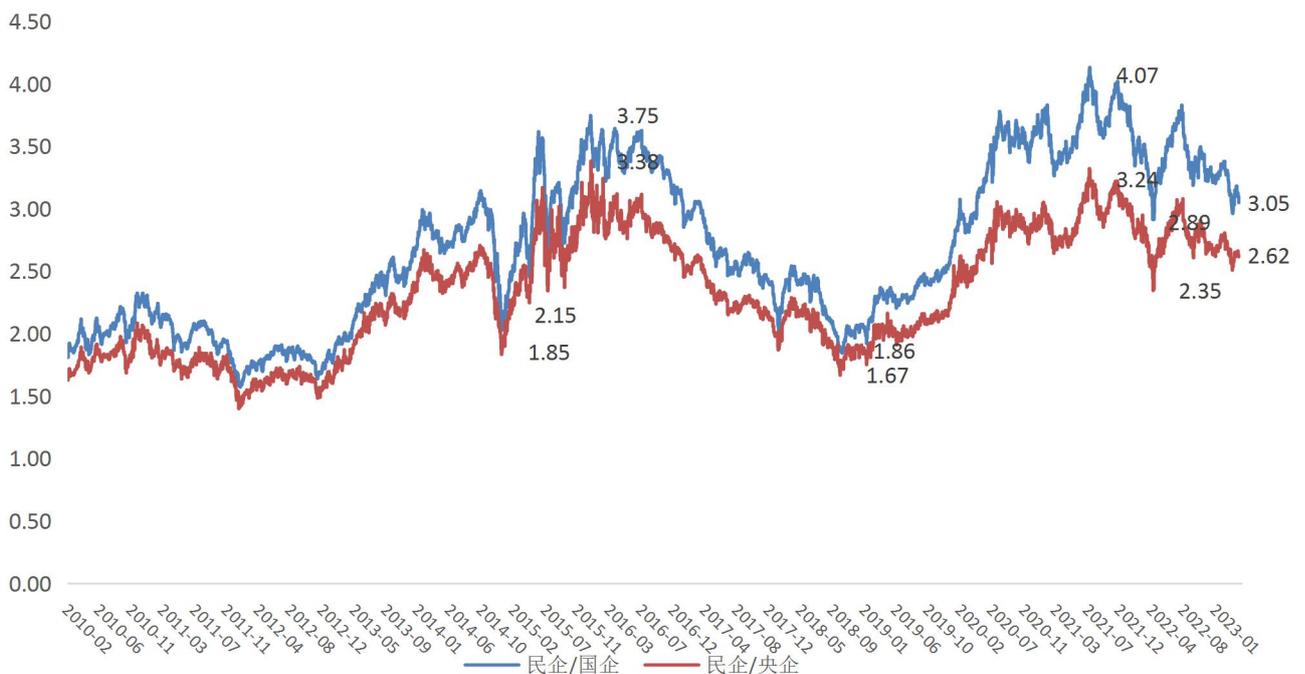
资料来源：Choice，山西证券研究所

图 17：2010 年 2 月至 2023 年 4 月各类企业市净率(LYR)



资料来源：Choice，山西证券研究所

图 18：2010 年 2 月至 2023 年 4 月民企市净率相对央企国企倍数

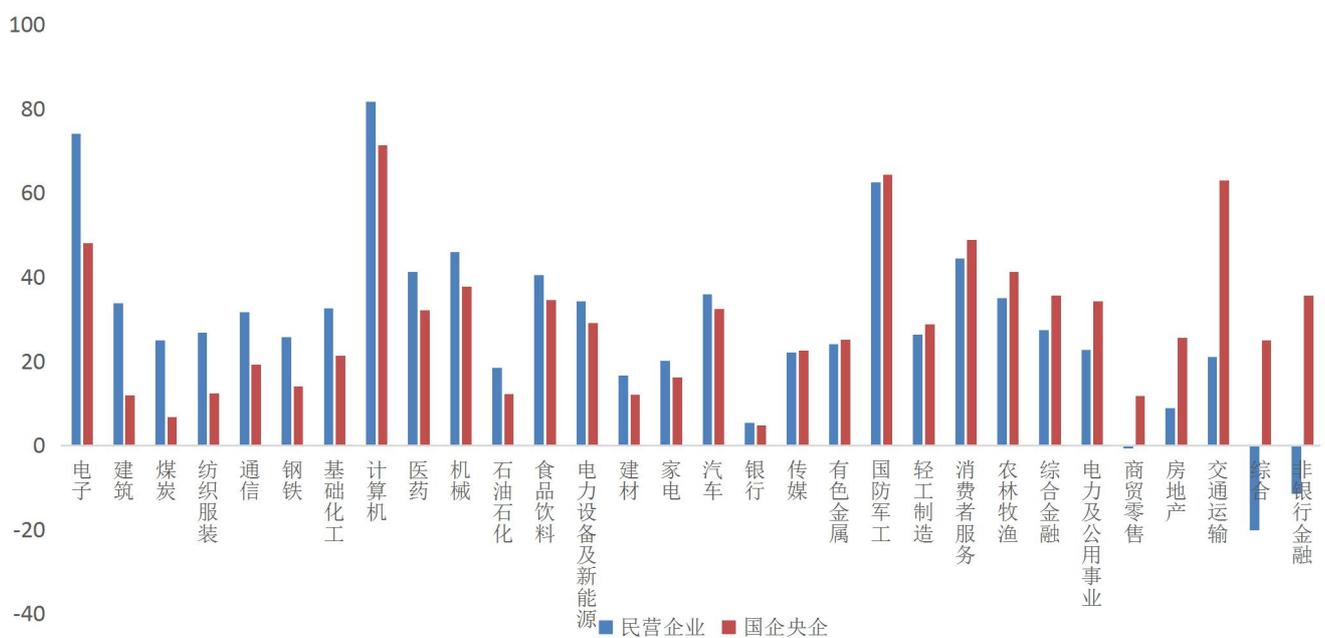


资料来源：Choice，山西证券研究所

估值在不同行业分化明显，内在价值支撑央企国企估值修复。央企国企与民企估值差距较大，在市盈率方面，民企主要在电子、医药、计算机、通信、新能源等成长板块以及消费、建材、石油等周期板块，反映出较大弹性。央企国企在金融、地产、银行、综合等板块市盈率偏高，主要逻辑是相关板块的央企国企资产质量较民营企业更优质，盈利能力趋强。综合与非银金融板块中，由于部分民企近年出现亏损，但市值走高，使得相关板块市盈率较低。

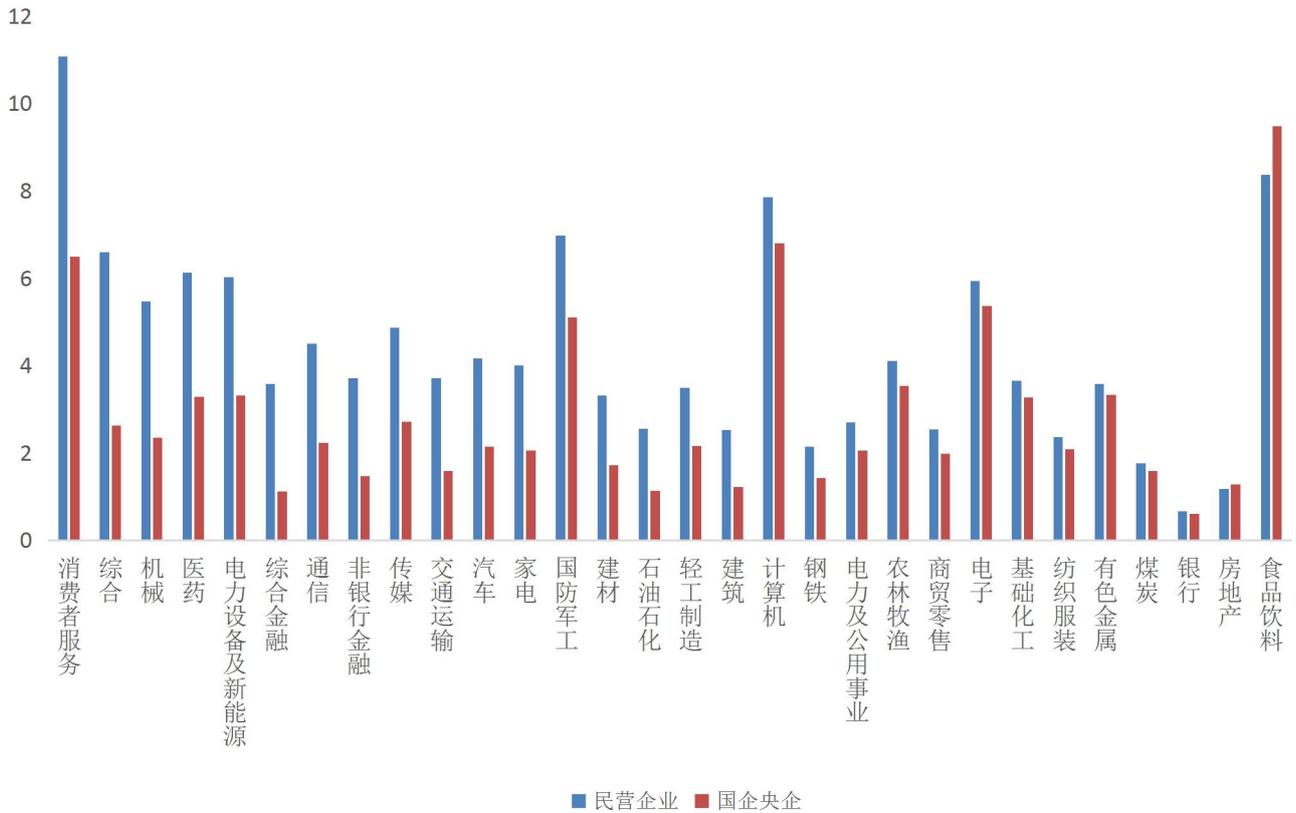
从市净率的角度来看，大部分行业板块国企均存在低估。仅在食品饮料和房地产行业，央企国企的市净率高于民企。考虑到国有资产的在经济结构中的重大作用和社会责任，以及长期以来国企改革等措施促进国有企业盈利能力提升，资产价值增加，目前的市场估值仍有较大修复空间。

图 19：央企国企与民企上市公司 PE (TTM) 对比（截至 2023 年 4 月 11 日，中信一级行业分类）



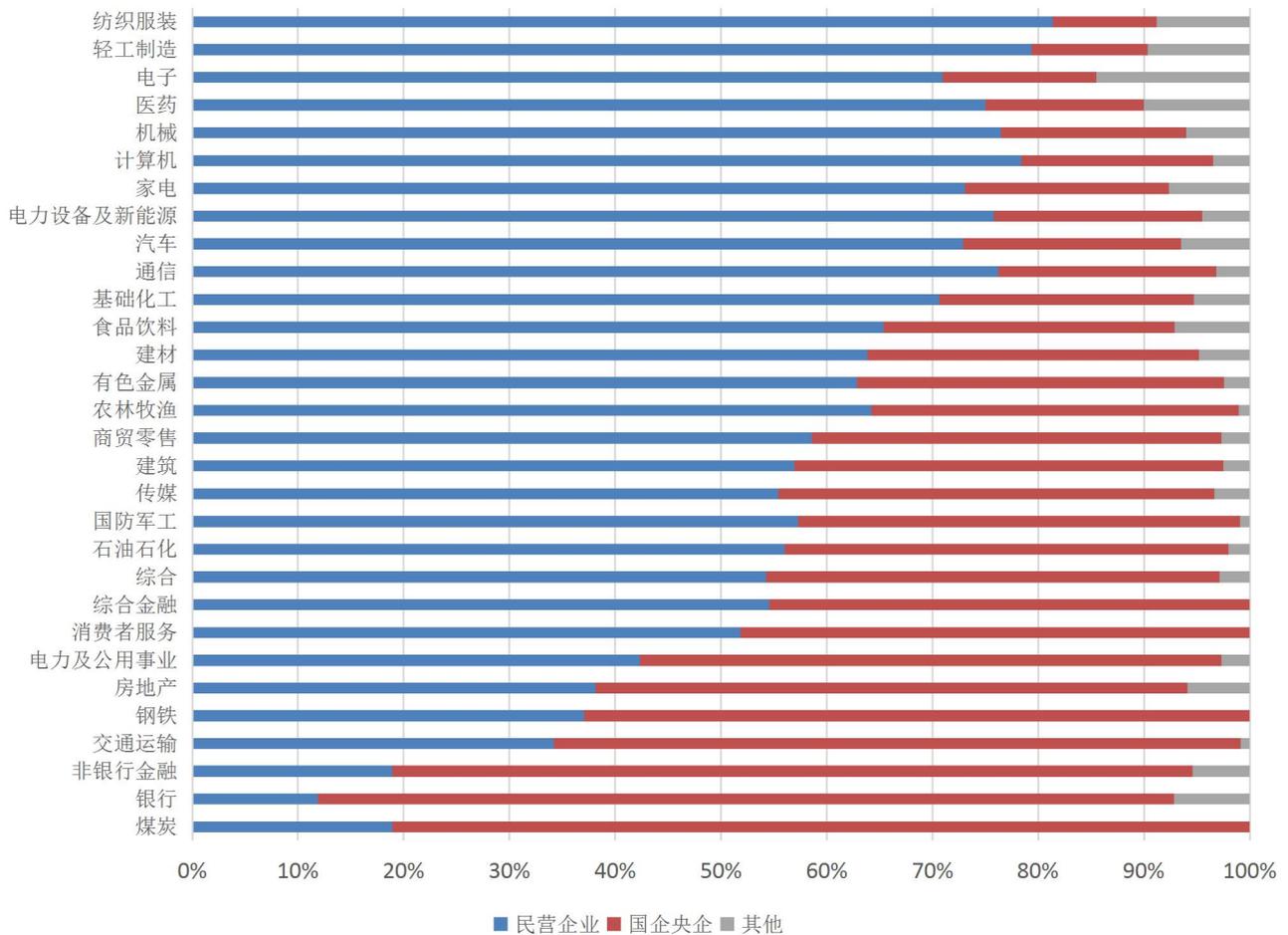
资料来源：choice, wind, 山西证券研究所，注：使用市值加权市盈率，根据 3 倍标准差方法剔除了部分极端值

图 20：央企国企与民企上市公司 PB (LYR) 对比（截至 2023 年 4 月 11 日，中信一级行业分类）



资料来源：choice，wind，山西证券研究所，注：使用市值加权市净率，根据 3 倍标准差方法剔除了部分极端值

图 21：各行业国有企业市值占比（截至 2023 年 4 月 11 日，中信一级行业分类）



资料来源：choice, wind, 山西证券研究所

在行业分布方面，国有企业在资源、金融、地产、军工、公共事业、电力等行业占比较高，与前序估值结论相符。这些行业中的头部国有企业在经济全局中发挥作用较重要，构成 A 股市场的中国的核心资产。相比民营企业、中小规模企业较多的成长性板块，这些领域的资产规模较大，在过去经济高速增长阶段内，这类企业价值创造带来的现金流贴现偏低，盈利增涨趋稳，在短期盈利与增长导向的市场下得到的估值较低。随着经济结构转型高质量发展以及市场投资者结构的改变，国家增加重要战略行业的重视与政策引导力度，在中长期价值投资导向下，在这些行业内拥有优质资产的央企国企仍存在价值发现与重估机会。

二、公司面：改革聚焦央国企内在价值提升，政策驱动价值重估

1、国企改革三年行动收官，持续做大做强国有资产

国企改革的脉络由宏观聚焦微观，公司治理与国企的市场功能逐渐成为关键。国企改革自改革开放起步，长期都是关乎国计民生和经济发展的重大议题，贯穿着中国经济的发展。纵向来看，1978-2002年，前两轮国企改革围绕着放权让利和产权改革，使国企初步具备了公司制的架构体系，为此后进一步改革打下基础。其中，放权让利与经营转轨阶段（1978-1992），在不触动国有产权的前提下，通过所有权和经营权相分离激发国有企业的经营活力，具体措施包括利润留成、盈亏包干、以税代利等等，这一时期的承包制影响深远；产权改革阶段（1993-2002），1993年党的十四届三中全会提出对国企改革采取抓大放小的方针，和国有企业建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度，1999年十五届四中全会要求国企普遍实现股权多元化和建立有效的法人治理结构，公司化改制在国有企业全面展开。

2003年开始，国资委成立，调整国资结构，央企以打造全球竞争力为目标开启深化改革。随着2001年中国加入WTO，新的经营理念和新的竞争压力一起涌入，对国企的管理、运营和经营能力都提出更高要求，国企改革进入第三轮，重点在于产权多样化提升管理和运营效率，厘清政企之间的关系，开始建立国有资本的监管制度。2003年成立国务院国有资产监督管理委员会，颁布了《企业国有资产监督管理暂行条例》，确立了“三分开、三统一、三结合”的国有资产管理体制，明确由国资监管机构履行出资人职能；十七大提出，通过公司制股份制改革优化国有经济布局，以兼并重组为主要手段，进一步深化国有资产结构布局调整。

综合来看，自上世纪80-90年代的国企转轨参与市场经济改革，到2003年以来的产权改革与资产管理体制建设，驱动国企的改革的核心逻辑由顶层制度设计、市场经济改革、进入全球市场、经营模式转轨等重大议题，转移到相对偏向企业经营与质量本身的资产管理与国资监管体系构建方面。在2014年以来的全面深化国企改革阶段，对公司制度，资本监管，混改以及资源配置效率等方面均提出新要求，改革重点逐步落向国企经营与内在价值本身。

表 2：1978 年至今国企改革各阶段总结

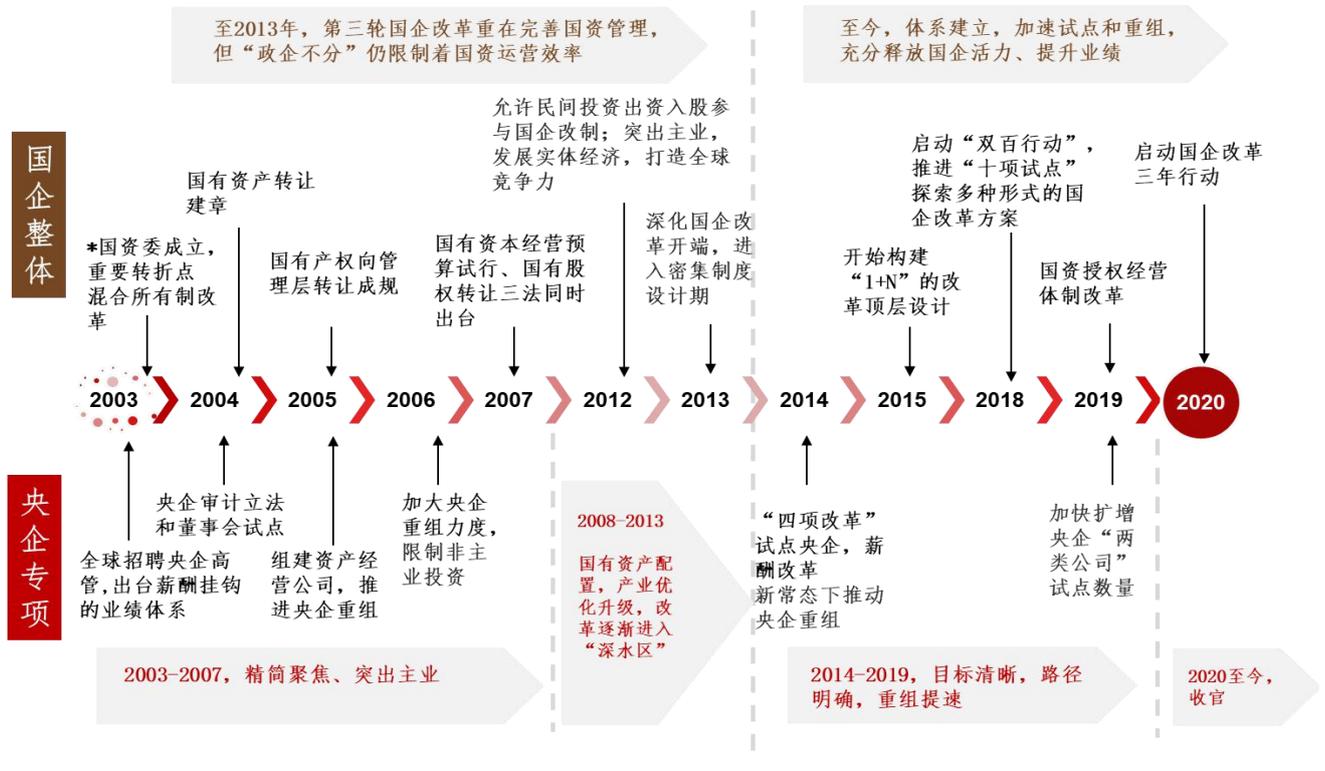
| 时间段 | 改革目标 | 核心措施 | 改革成效 | 相关文件 |
|---------------------------|--------------------------|---|--|---|
| 1978-1992 放权让利 经营转轨 | 由计划经济向自主经营 转轨，参与市场化竞争 | 在保持国家所有权的前提下， 将经营权下放给企业。主要有 利润留成、盈亏包干、以税代 利等三种方式 | 企业有了一定的生产 自主权，开始成为独立 的利益主体，为市场经 济打开空间 | 《关于扩大国营工业企业 经营管理自主权的若干规 定》（1979） 《关于进一步扩大国营工 业企业自主权的暂行规 |

| 时间段 | 改革目标 | 核心措施 | 改革成效 | 相关文件 |
|-----------------------|--|--|---|---|
| | | | | 定》(1984) 《关于深化企业改革增强企业活力的若干规定》(1986) |
| 1993-2002 产权改革 | 企业经营向市场经济转轨， 建立现代企业制度 | 公司制、股份制改造 ，产权结构改革。“抓大放小”，放活中小型国企 | 国企产权性质改变，形成了 适应市场经济的管理与经营机制 。 | 《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》(1993) 《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》(1999) |
| 2003-2013 资产监管体系建立 | 建立现代产权制度 ，健全国有资产管理体制 | 国资委等监管机构成立 ，监管法规完善。进一步推进股份制改革和完善现代企业制度 | 2013年底，全国90%的国有及国有控股企业(除金融类企业)已 完成公司制股份制改革 | 《企业国有资产监管条例》、《企业国有资产法》(2003) 《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》(2006) |
| 2014-2019 全面深化 | 全面深化国企改革。在 公司制度，监管机制，资本效率与党的建设 方面提高。 | 通过“1+N”体系推进国企分类改革，完善现代企业制度， 监管由“管企业”向“管资本”转变 ，混合所有制改革，供给侧结构性改革。 | 全面完成了公司制改制、市场化经营机制改革取得重大突破 | 《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》(2015) |
| 2020-2022 三年行动 | 国有企业要成为有核心竞争力的市场主体 ，在创新引领，提升产业链供应链水平，保障社会民生、应对重大挑战、维护国家经济安全等方面发挥作用。 | 通过“1+N”政策在企业制度建设、经济优化布局、深化混改、健全市场化经营和资产监管等方面持续推进。 | 央企存量法人户数大幅压减，“两非”“两资”清退，鼓励科技创新，国资监管水平提升。 | 《国企改革三年行动方案》(2020) |

资料来源：中央人民政府官方网站，人民网，新华社，山西证券研究所

国企改革三年行动高质量收官，着力打造国企核心市场竞争力。在公司治理方面，各级国有企业基本实现董事会应建尽建、外部董事原则上占多数。经理层成员任期制和契约化管理全面推行，中央企业和地方国有企业末等调整和不胜任退出的管理人员比例分别由2.5%、1.9%提升至5.7%、4.5%。94%具备条件的中央企业和88.8%具备条件的地方国有企业子企业开展中长期激励。在重组整合方面，以市场化方式推进4组7家中央企业战略性重组，新组建、接收8家中央企业，协调推动30余个中央企业专业化整合重点项目，中央企业涉及国家安全和国计民生领域营业收入占总体比重超过70%。全国省属国有企业实施116组347家重组，开展专业化整合2150次。布局战略性新兴产业步伐加快，3年来中央企业在战略性新兴产业领域年均投资增速超过20%。

图 22：国企改革发展历程



资料来源：公开资料，国资委网站，山西证券研究所

中央企业经营指标体系优化，更重视企业经营质量与长期价值创造。2019年时国企的经营目标为“两利一率”，即注重净利润、利润总额和资产负债率的控制，重心仍在企业短期利润的实现方面，兼顾了债务控制。2020年，国资委首次提出了“两利三率”的指标体系，除了关注净利润、利润总额和资产负债率，也注重营收利润率和研发经费投入率，增大了对企业经营效率和研发创新的重视。2021年，国企进一步提出了“两利四率”的目标，增加了全员劳动生产率指标。即要求净利润、利润总额、营业收入利润率、研发投入和全员劳动生产率以及资产负债率。

2021年底，国资委在“两利四率”的基础上，进一步提出努力实现“两增一控三提高”的要求，即要求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，同时提高营业收入利润率、全员劳动生产率和研发经费投入，对利润增速的高要求反应了国企承担职能的转变。

2023年1月5日，国资委在京召开中央企业负责人会议，对中央企业经营指标体系进行了优化调整，将“两利四率”调整为“一利五率”，去除了净利润和营业收入利润率，新增了净利润收益率以及营业现金比率。并将其细化为“一增一稳四提升”。即要确保利润总额增速高于全国GDP增速，资产负债率总体保持稳定，同时净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率和营业现金比率这四个指标要进一步提升。伴随着过去三年的一系列调整，央企考核指标体系已经完成由短期利润到长期价值、经营资产质量

与创新能力综合考核的全方位转变。

表 3：2019-2023 央企考核指标

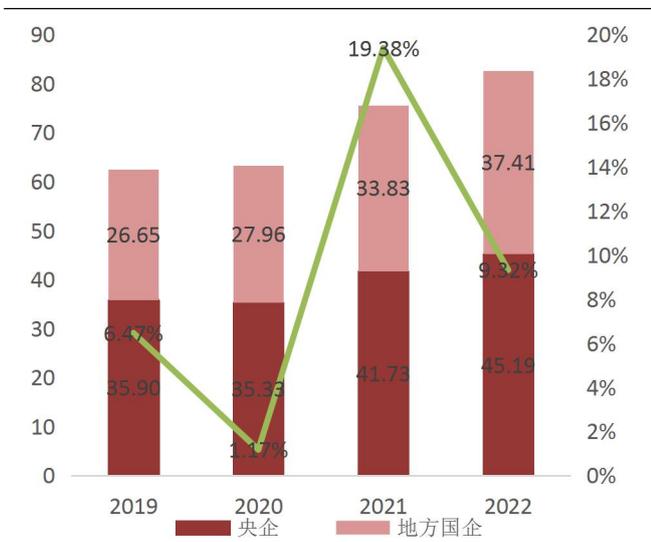
| 时间 | 考核指标 | 具体内容 |
|--------|------|--|
| 2019 年 | 两利一率 | 净利润、利润总额、资产负债率 |
| 2020 年 | 两利三率 | 净利润、利润总额、资产负债率、 营收利润率、研发经费投入率 |
| 2021 年 | 两利四率 | 净利润、利润总额、营业收入利润率、研发投入、 全员劳动生产率 、资产负债率 |
| 2022 年 | 两利四率 | 净利润、利润总额、营业收入利润率、研发投入、全员劳动生产率、资产负债率 两增一控三提高 两增：利润总额和净利润增速高于国民经济增速、一控-控制好资产负债率 三提高：即业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高 |
| 2023 年 | 一利五率 | 利润总额、资产负债率、 营业现金比率、净资产收益率 、研发投入、全员劳动生产率 一增一稳四提升 一增：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速；一稳：资产负债率总体保持稳定 四提升：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率进一步提升 |

资料来源：国资委官方网站，山西证券研究所

2021 年以来央企国企盈利能力有效提升。2021 年国有企业营业总收入 75.55 万亿元，同比增长 19.38%。2022 年，国有企业营业总收入达 82.60 万亿元，同比增长 9.32%；高于 2019 年和 2020 年 6.47%和 1.17%的同比增速。另外，2021 年，国有企业利润总额 4.52 亿元，同比增长 31.97%，而 2019 年和 2020 年的营收同比增长为 6.15%和下降 4.83%。中央企业和地方国有企业的营收和利润总额表现均在 2021 年有了亮眼提升。

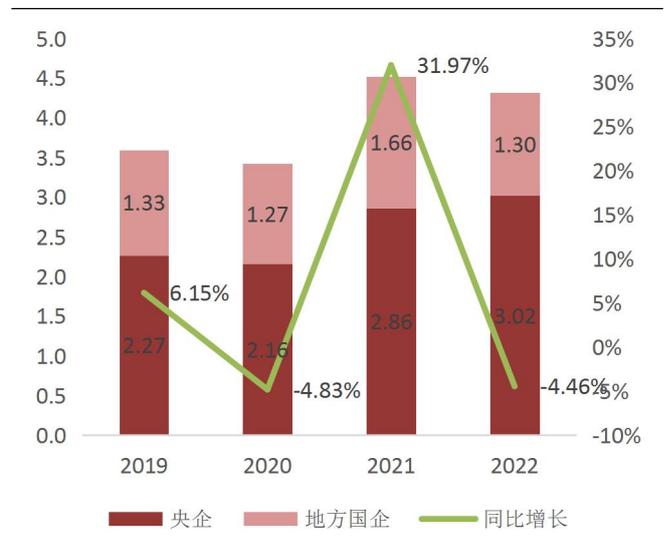
在 ROE 和杠杆率方面，2018 到 2022 年，央企国企的 ROE 整体在 10%左右波动，尤其在疫情期间承担重大社会责任的同时，仍旧维持了较好的股东回报，起到了经济“压舱石”的作用。同时央企国企在杠杆率方面控制较好，整体维持在 62%-67%之间，说明央企国企的盈利提升更多来自内在价值的创造。

图 23：2019-2022 国有企业营业收入（万亿元）



资料来源：国资委官方网站，山西证券研究所

图 24：2019-2022 国有企业净利润情况（万亿元）



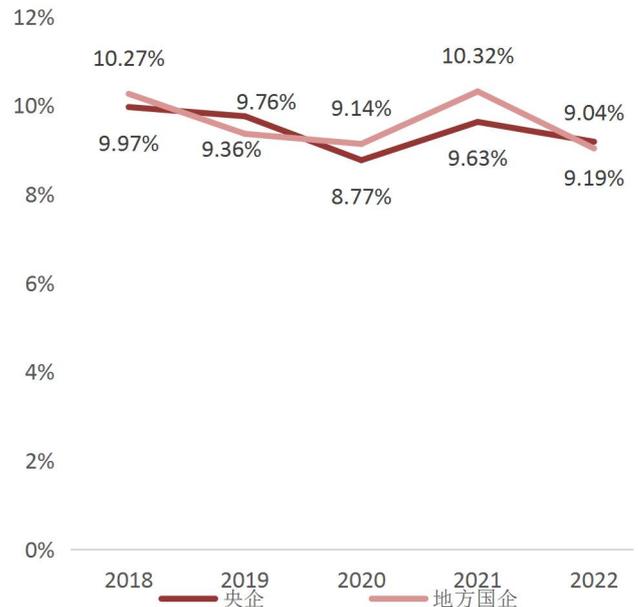
资料来源：国资委官方网站，山西证券研究所

图 25：2018-2022 央企国企杠杆率



资料来源：choice，国资委官方网站，山西证券研究所

图 26：2018-2022 央企国企 ROE

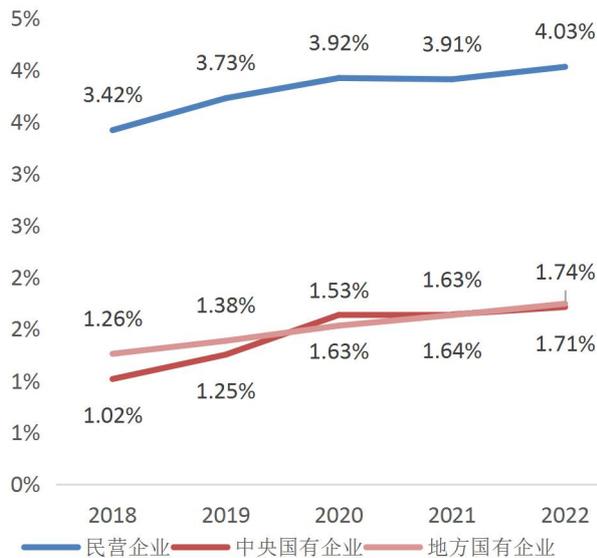


资料来源：choice，国资委官方网站，山西证券研究所

央企现金流优质，研发投入加快。过去五年内，央企的营业现金比率均高于地方国企和民企，由 2018 年的 21.14% 上涨至 2022 年的 29.72%，民企与地方国企的现金营业比率改善较大，2018 年一度小于 0，到 2022 年已经增至 14% 以上。研发投入方面，受各类企业在不同行业分布情况影响，民企科技成长类板块占比较高，研发投入比率普遍较高。但是在 2018-2022 年，民企研发投入比率由 3.42% 增长至 4.03%，增幅超 17%。同期，央企国企研发投入比率分别由 1.02% 和 1.26% 增长至 1.71% 与 1.74%，增幅近 40%，表明央企国企正迅速增加研发投入。

图 27：2018-2022 各类企业研发投入比率

图 28：2018-2022 各类企业营业现金比率



资料来源：choice，山西证券研究所



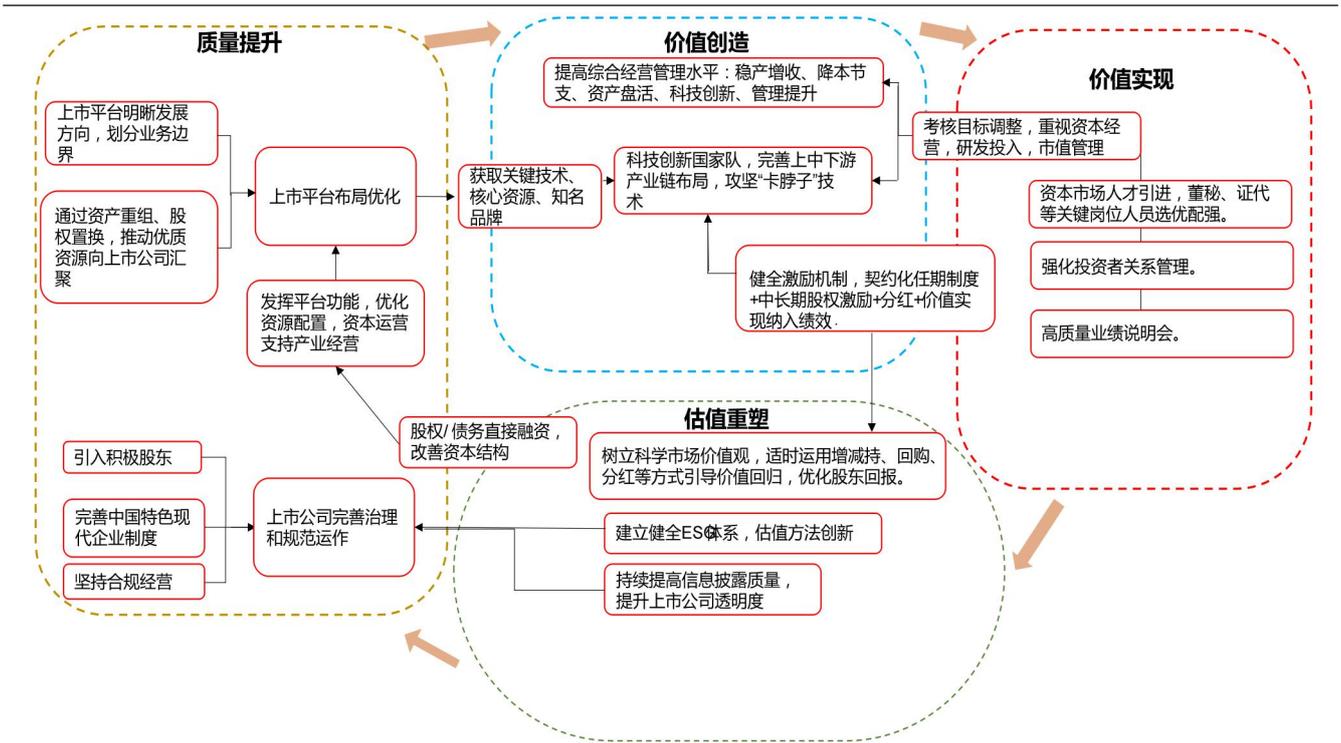
资料来源：choice，山西证券研究所

2、提高央企控股上市公司质量，价值创造引导估值重塑

提高央企控股上市公司质量，充分发挥上市平台功能。2022年5月，国务院国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》（以下简称《方案》）。《方案》在国企改革三年行动的收官之年推出，在承接过去改革阶段对公司制度、资本监管、产权结构以及国企经营等多方面调整的基础上，揭示了下一阶段的国企发展方向与改革路径。《方案》从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的、增进上市公司市场认同和价值实现等四个方面，提出14项具体工作举措。

我们认为，《方案》主要内容可归类为央企控股上市公司质量提升，价值创造，价值实现与估值重塑四个板块。质量提升是政策的切入点，在推动上市平台布局优化和功能发挥与促进上市公司完善治理和规范运作方面发力，对已上市的企业明确发展路径，划分业务范围与边界，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争，打造出优质上市平台。之后以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，推动更多优质资源向上市公司汇聚。上市平台汇聚优质资源后，在引入积极股东与合规经营，制度完善基础上，借助资本市场在信息公开披露，业务专精整合，骨干人才激励，重组并购优化，拓宽直接融资渠道等方面充分发挥平台功能。

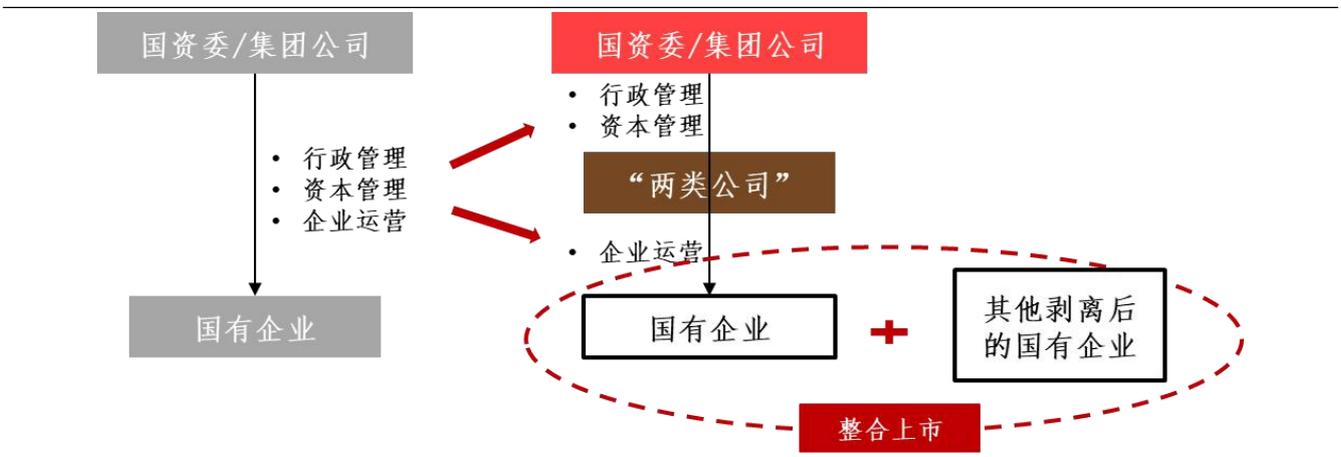
图 29：提升央企控股上市公司质量政策传导机制分析



资料来源：中央人民政府官方网站，国资委官方网站，山西证券研究所

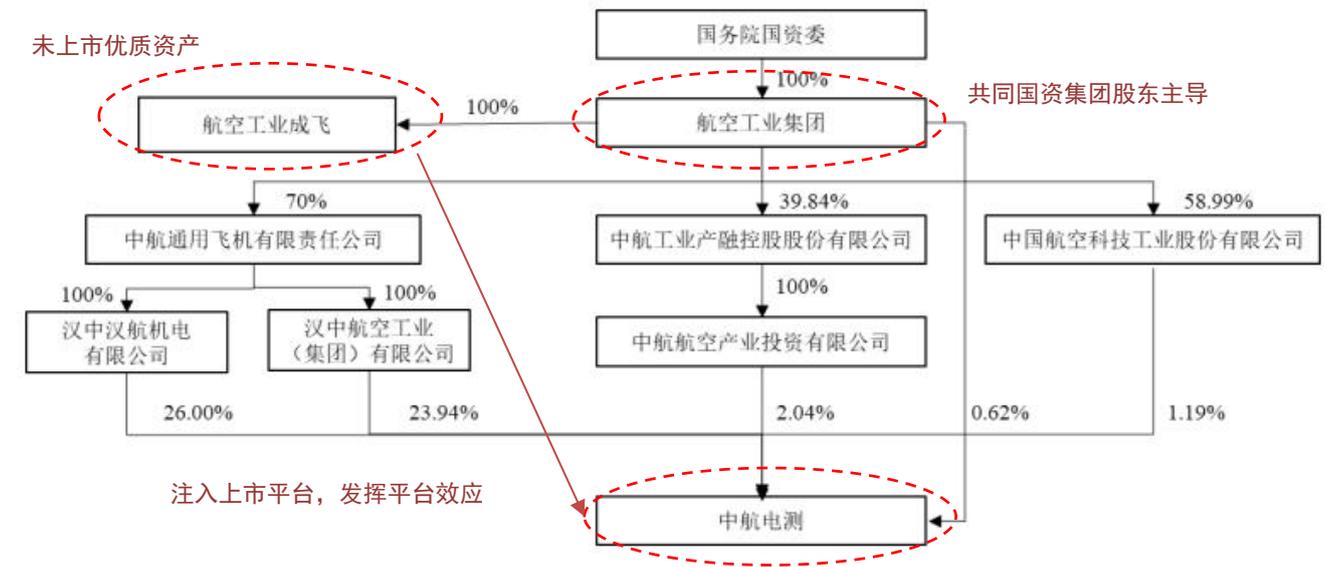
注册制下，国企央企的平台价值将以重组并购形式涌现。国企改革已经实现由“管企业”向“管资本”转变，各级政府通过国资委或集团公司间接参与国有企业管理，行政管理和资本运营与企业运营实现职能分类。从国资集团视角出发，对于资产优质的未上市企业，能够更高效的整合并购，注入上市平台中融资定价，充分发挥重组优势。2023年以来，已有较为典型的并购案例涌现。例如，中航成飞被中航电测并购，注入航天军工板块的优质资产，以及中国海装、中船风电被中船科技并购，注入优质的风电新能源资产。

图 30：国资授权转型后的重组上市模式



资料来源：国资委官方网站，山西证券研究所

图 31：中航电测并购案例分析



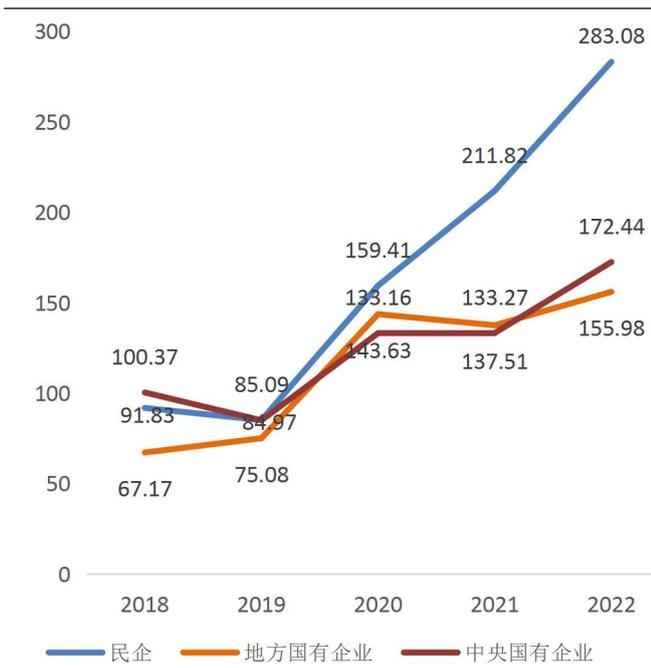
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

此外，在国企存续价值方面，经营不善的上市企业也将优先依靠国资集团进行资源整合，降低退市风险。2020年11月，中央全面深化改革委员会第十六次会议上就审议通过了《健全上市公司退市机制实施方案》。在2023年2月注册制正式全面实施后，上市公司的“常态化退市机制”引发对经营稳定，国有控股集团作为股东的国企央企存续价值的重估。我们认为，国有上市公司并不存在“兜底”性保障，存续经营价值将集中在依靠国有资本与平台优势下的价值再现。对于经营不善，风险过高的上市公司，《方案》明确指出“通过吸收合并、资产重组、跨市场运作等方式盘活，或通过无偿划转、股权转让等方式退出，进一步聚焦主责主业和优势领域。”

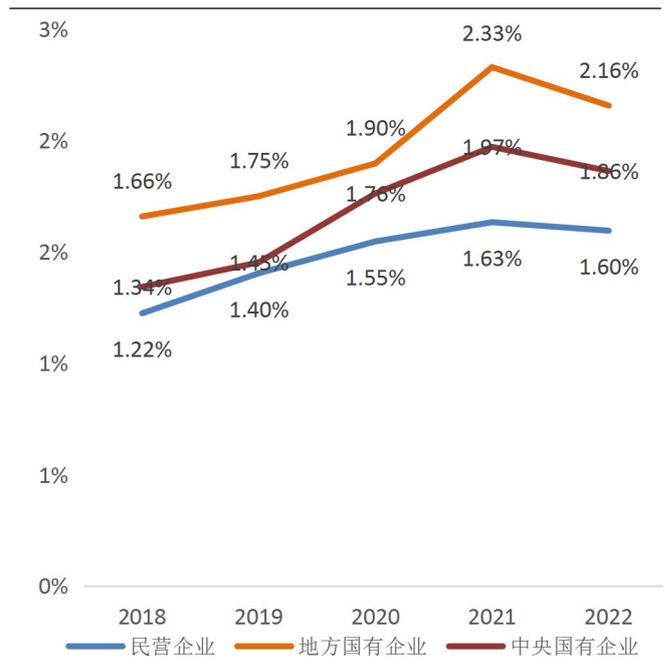
价值创造与价值实现兼顾，考核目标促使价值导向转变。公司的内生增长与价值创造能力是驱动公司价值提升的长期动力，也是改革的核心环节。央企上市公司质量提升的目的是提升价值创造能力，推动公司核心竞争力提高，力争在经营管理、产业链布局、科技创新、技术攻关和品牌打造等方面取得全面提升。公司的考核目标也顺应改革方向及时调整。同时，在央企上市公司做优基本面的同时，更加重视市场反馈，强化投资者管理，合理引导预期，传递公司价值，增进各方认同，促进内在价值与市场价值齐头并进、共同成长。2022年底，上交所制定完成了新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》，主要内容包括服务推动央企估值回归合理水平,推动打造一批旗舰型央企上市公司。

图 32：2018-2022 年各类企业机构接待平均数量

图 33：2018-2022 各类企业平均股息率



资料来源: choice, 山西证券研究所



资料来源: choice, 山西证券研究所

2019 年到 2022 年, 央企、民企和国企平均接待机构数量分别由 75.08、84.97、85.09 增长至 155.98、172.44、283.08, 各类企业在投资机构接待数量方面均有较大增长, 但央企国企增速仍旧落后于民营企业。同期内, 央企、民企和国企平均股息率由 1.45%、1.75%、1.40% 增长至 1.86%、2.16%、1.60%。在股息回报的角度与长期价值创造层面, 央企国企增长领先于民企, 但是投资机构接待与沟通方面显著落后, 因此, 随着对市值管理、投资者交流等价值实现环节的加强, 央企国企的估值修复速度有望加快。

多方激励相容, 激发估值重塑良性循环。在公司股东层面, 引入积极的战略股东, 将有更大经营改善与创造利润的动力, 同时提高公司治理效果; 在公司经营管理层面, 做好资产重组与业务格局优化, 提高综合经营管理水平, 加大研发投入力度, 实现有效的股权激励, 增加对公司长期经营绩效考核; 在投资者层面, 积极引进资本市场人才, 做好投资者管理、信息披露以及业绩交流, 增加市值管理考核; 通过从控股股东到公司管理层再到市场投资者整体协同的机制改进, 实现多方利益和激励机制相容, 依靠质量提升推动国企央企价值创造, 进而在资本市场实现价值创造到价值发现的良性循环, 构成了中国特色估值体系下央企国企估值重塑的底层逻辑。在估值重塑方面, 通过引入 ESG 机制推动, 提升信息披露水平, 适时运用增减持等资本市场操作推动科学市场价值观树立, 一方面增大对公司规范运营的市场监督, 完善公司治理, 另一方面更有利于公司实现股权或债务等方式的直接融资, 为资产经营与价值创造提供动力。

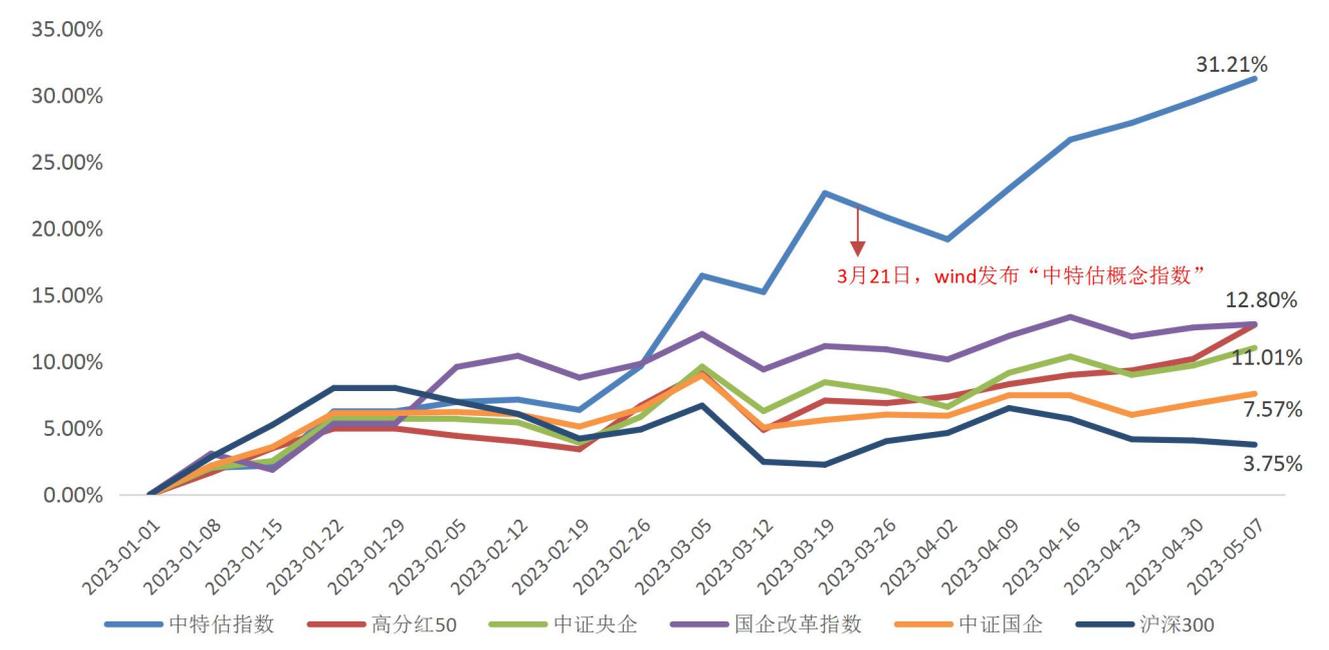
ESG 与分红或将成为下一阶段考核方向。央企国企承担了较大社会责任, 比起单纯追求盈利, 在社会、环境和绿色金融等方面释放了更多正外部性。ESG 是对企业综合价值定价估值创新, 能也是央企国企估值重塑的重要工具。《方案》明确指出“积极参与构建具有中国特色的 ESG 信息披露规则、ESG 绩效评级和

ESG 投资指引”，“推动更多央企控股上市公司披露 ESG 专项报告，力争到 2023 年相关专项报告披露‘全覆盖’”。国资委研究中心主任衣学东 3 月 29 日上午在博鳌亚洲论坛 2023 年年会上表示，“438 家中央企业控股上市公司将于今年实现 ESG 信息披露的全覆盖，目前央企控股上市公司 ESG 信息披露指引正在推进。”在分红方面，分红率体现了上市公司与股东分享经营成果的积极性，也是在对股票“低买高卖”的资本利得收益之外的长期持有回报。随着社保基金、个人养老金入市，A 股市场中追求长期收益、绝对收益的资金比重逐渐提升，也将市值管理层面面对高分红进行正向反馈。

三、投资面：走出长线行情，重视四条主题投资主线

央企国企估值修复行情走出长线趋势，预期沿价值链兑现。根据 wind 数据梳理 2023 年以来的“中特估”行情走势，各类指数在 2023 年 2 月开始呈现超额受益，同比涨幅逐渐甩开沪深 300。截至 2023 年 5 月初，wind 在 3 月 21 日根据较高收益个股集合编制的中特估指数在 3-5 月的表现最好，体现出热点题材较强的赚钱效应。同时，国企改革指数与高分红指数表现整体优于中证央企与中证国企，上涨趋势更加稳健。

图 34：2023 年以来各类“中特估”概念指数较年初同比涨幅（数据截至 2023.5.5）

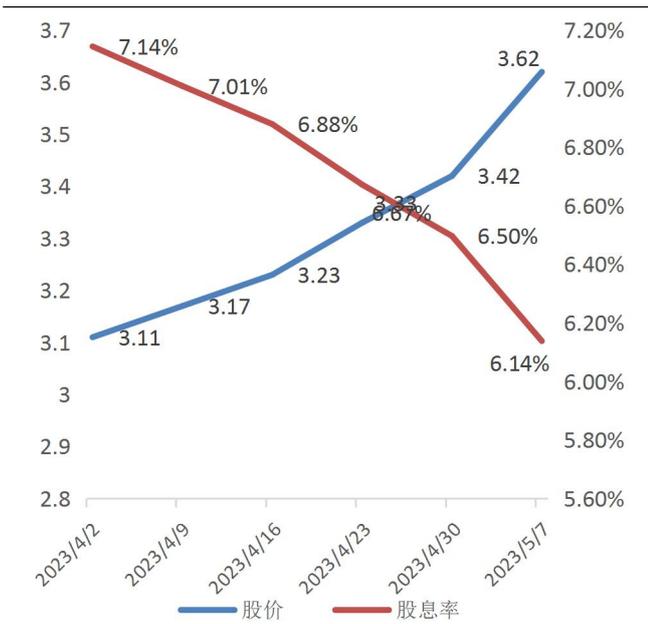


资料来源：wind，山西证券研究所

我们认为，现有的“中特估”概念引发的估值修复仍在演绎中，呈现长线趋势。短期内的行情主要集中于部分个股和热点题材上，体现出较高的赚钱效应。而高分红的估值修复兑现以及国企改革的深度价值挖掘方面仍有较大增长空间。从央企国企价值提升的链条来看，在短期情绪和题材热点之下，高分红等重估主线的逻辑兑现相对较快。以农业银行为例，2022 年实现每 10 股派息 2.222，过去常年维持较高股息率，

自 2023 年 3 月 31 日公布分红计划以来，股价有较大抬升的同时，股息率也同比降低。如以无风险利率、存款收益率等因子来预期高分红股票低估值下的修复空间，则股息率股价与估值修复之间的关系相对明确，影响因子的信息转递速度快，市值预期的确定性较强。因此在估值修复的过程中，确定性较强的重估板块的潜在价值快速兑现，超额收益的空间也同步降低。而根据我们对新一轮国企央企改革与内在价值挖掘的链条来看，在质量提升和价值创造方面仍有较大的潜在价值和超额收益机会。

图 35：2023 年 4 月-5 月农业银行股价与股息率



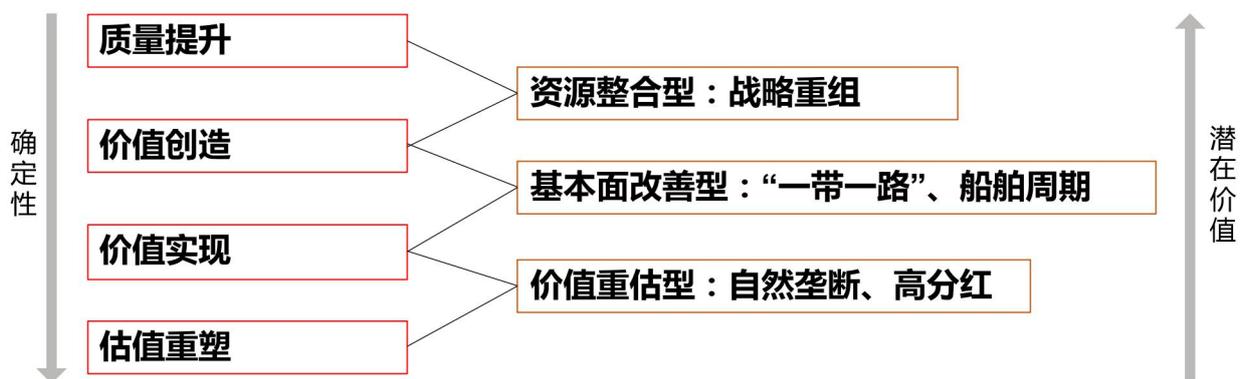
资料来源：choice，山西证券研究所

图 36：2023 年 4 月-5 月 1 年与 10 年国债收益率



资料来源：choice，山西证券研究所

图 37：投资主线与行情结构分解图



资料来源：wind，山西证券研究所

国企改革主线确定性强，基本面改善稳步进行。根据证监会主席易会满 2022 年 11 月的发言，估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，一方面在于“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争

力；另一方面要进一步强化公众公司意识。历史上国企改革政策有较强的连贯性，下一阶段国企改革政策的内涵在于通过做大做强做优国有资本，提高国有企业内生价值从而实现国有企业估值重塑，这对资本市场中的国企与央企上市公司具有积极意义。

首先，自 2019 年 12 月中央经济工作会议提出“要制定实施国有企业改革三年行动方案，提升国资月国资委发文表示以国企改革三年行动为标志的新时代国企改革取得重大成果，未来将巩固国企改革成果，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划新一轮深化国企改革的行动方案。国资委 2022 年 5 月发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》有望成为未来三年的主线，明确了 2024 年前要打造出一批旗舰型上市龙头，央企控股上市公司提质工作重要性提升，市场正迎来新一轮重组行情。2015-2017 年第一轮央企重组高峰期央企重组指数最高收益率接近 2.5 倍，2021 年以来央企重组加速专业化重组渐成主线，政策催化下看好新一轮重组行情。

其次，国企尤其是央企主要分布在传统中上游行业，主要有以下几方面的特点：规模大，负债高，但成长性相对偏低；国有经济承担“国家使命”，与以创造盈利为核心任务的民企价值观有差异，利润驱动稍弱；国企有一定的行政壁垒，具有更好的资源整合优势，但创新发展能力不强。国资委新增对国企 ROE 的考核，考核从“市值管理”到“价值创造”，在杠杆率“以稳为主”的背景下，国企大概率从营业净利率和资产周转率着手提高 ROE，有望带动整体经营效率提升。

结合政策方向与行情走势阶段来看，未来的国企价值抬升与结构性投资机会将主要围绕以下几个方向：

- 1) 资源整合型：关注央企战略性重组和专业化整合，以及存在优质资产注入上市平台或重组预期的板块和标的，如军工、交运等。
- 2) 基本面改善型：此前基本面较弱，但因行业景气、周期上行等原因，近期有所改善，并有望持续向好，如建筑和船舶制造等
- 3) 价值重估型：此前估值明显偏低，但是受益业务预期与估值逻辑变化，催生重估行情，如自然垄断相关的公共事业领域与三大通信运营商等。

1、战略性重组潜力提升估值水平

自 2015 年两车重组模式取得成功后，央企产生了一系列类似的横向并购案例，横向并购指并购同一行业的公司，有利于减少边际成本，提升市场份额。在近十年的央企兼并重组中，“横向合并”强强联合是重要的重组方式之一，通过强强联合后的国企规模增大，实力增强，抗风险能力提高，海外投资更具有优势。在刚刚过去加快重组脚步的 2021 年，国资央企完成了一系列重大战略性重组和专业化整合。中国星网、中国电气装备、中国物流集团、中国稀土集团挂牌成立，中化集团和中国化工联合重组，中国电科重组中国

普天，鞍钢重组本钢，国家管网集团资产重组顺利完成，煤炭、医疗等专业化整合深入实施，天翼云、海工装备创新平台加快落地。党的十九大以来共涉及 6 组 12 家中央企业，代表项目包括中船集团与中船重工重组、中化集团与中国化工重组，以及中国电科重组中国普天。2022 年底到 2023 年以来，中船集团、中航集团和建材集团等重大央企控股集团主导的多项并购重组方案继续推出，央企重组速度进一步加快。

表 4：2015 年至 2023 年 4 月以来部分重大央企重组案例

| 重点行业 | 公告时间 | 重组主体 | 集团上市公司 |
|------|---------|--|--|
| 制造业 | 2015.06 | 中国南车+中国北车=中国中车 | 中国中车 (601766.SH) |
| 能源 | 2015.07 | 中电投+国家核电=国家电投集团 | 电投能源 (002128.SZ)、电投产融 (000958.SZ) |
| 钢铁 | 2016.12 | 宝钢集团+中国武钢=宝武集团 | 宝钢股份 (600019.SH) |
| 能源 | 2017.11 | 国电集团+神华集团=国家能源集团 | 中国神华 (601088.SH)、国电电力 (600795.SH)、英力特 (000635.SZ)、长源电力 (000966.SZ)、龙源技术 (300105.SZ)、 |
| 制造业 | 2019.10 | 中船工业+中船重工=中国船舶集团 | 中国船舶(600150.SH)、中船科技(600072.SH)、中船防务(600685.SH)、久之洋(300516.SZ)、中船应急(300527.SZ)、中国重工(601989.SH)、中国动力(600482.SH)、中国海防(600764.SH) |
| 能源 | 2021.02 | 中国能源建设换股吸收葛洲坝 | 三年行动后的首例吸并重组案例，中国能建 (601868.SH) |
| 煤炭 | 2021.03 | 中国国新与中煤集团整合 | 中煤能源 (601898.SH) |
| 通信 | 2021.04 | 国资委出资新设中国星网 | \ |
| 化工 | 2021.05 | 中国中化+中国化工=中国中化 | 中化国际 (600500.SH)、风神股份 (600469.SH)、安迪苏 (600299.SH)、荃银高科 (300087.SZ)、安道麦 A (000553.SZ)、鲁西化工 (000830.SZ)、昊华科技 (600378.SH) |
| 电子 | 2021.06 | 中国普天并入中国电科 | 东方通信 (600776.SH)、宁信通 B (200468.SZ)、东信和平 (002017.SZ)、成都普天 (1202.HK)、电缆股份 (01202.HK) |
| 电气装备 | 2021.09 | 中国西电+国家电网=中国电气装备集团 | 中国西电 (601179.SH)、宝光股份 (600379.SH)、许继电气 (000400.SZ)、平高电气 (600312.SH) |
| 运输 | 2021.12 | 中国铁路物资集团+中国诚通下的物流板块=中国物流集团 | 中储股份 (600787.SH)、中国铁物 (000927.SZ)、国统股份 (002205.SZ)、华贸物流 (603128.SH) |
| 资源 | 2021.12 | 中国铝业+中国五矿+赣州稀土集团联合引入中国钢研科技集团、有研科技集团 | 中国铝业 (601600.SH)、五矿稀土 (000831.SZ) |
| 电力基建 | 2022.01 | 中国电建和电建集团资产置换 | 中国电建 (601669.SH) |
| 粮食 | 2022.01 | 中粮+中储粮股权合作，组建由中储粮控股的粮食仓储业务合资公司和中粮控股的油脂油料加工合资公司 | 中粮科技 (000930.SZ)、中粮工科 (301058.SZ)、中粮糖业 (600737.SH)、酒鬼酒 (000799.SZ) |
| 建筑 | 2022.05 | 中国建材和中国交建资产置换 | 祁连山 (600720.SH)、中国交建 (601800.SH)、天山股份 (000877.SZ)、宁夏建材 (600449.SH) |

| | | | |
|-----------|---------|--|--|
| 交运物流 | 2022.05 | 中国中检整合通用技术集团下的中国汽研 | 中国汽研 (601965.SH) |
| 电子 | 2022.05 | 中国电科控股上市公司电科网安收购广州三零卫士 100%股权 | 电科集团: 国睿科技 (600562.SH)、四创电子 (600990.SH)、普天科技 (002544.SZ)、太极股份 (002368.SZ)、卫士通/电科网安 (002268.SZ)、华东电脑/电科数字 (600850.SH)、海康威视 (002415.SZ)、凤凰光学 (600071.SH)、天奥电子 (002935.SZ)、电能股份 (600877.SH)、中瓷电子 (003031.SZ)、东方通信 (600776.SH)、普天科技 (002544.SZ)、四威科技 (1202.HK) |
| 电子 | 2022.05 | 中国电科控股上市公司电科数字收购柏飞电子 100%股权 | 电科集团: 国睿科技 (600562.SH)、四创电子 (600990.SH)、普天科技 (002544.SZ)、太极股份 (002368.SZ)、卫士通/电科网安 (002268.SZ)、华东电脑/电科数字 (600850.SH)、海康威视 (002415.SZ)、凤凰光学 (600071.SH)、天奥电子 (002935.SZ)、电能股份 (600877.SH)、中瓷电子 (003031.SZ)、东方通信 (600776.SH)、普天科技 (002544.SZ)、四威科技 (1202.HK) |
| 航空航天、国防军工 | 2022.05 | 内部资产重组: 中航系上市公司中航电子合并吸收中航机电 | 中航系: 中直股份 (600038.SH), 洪都航空 (600316.SH), 中航电子 (600372.SH), 成飞集成 (002190.SZ), 中航光电 (002179.SZ), 中航电测 (300114.SZ)、中航沈飞 (600760.SH)、中航西飞 (000768.SZ)、中航高科 (600862.SH)共 23 家 A+H 上市公司 |
| 能源 | 2022.06 | 重大资产重组: 中国节能集团下属上市公司中环装备拟向中国环保购买其持有的环境科技 100%股权、向河北建投购买其持有的中节能石家庄 19%股权、中节能保定 19%股权、中节能秦皇岛 19%股权、中节能沧州 19%股权、承德环能热电 14%股权 | 节能集团: 太阳能 (000591.SZ)、节能风电 (601016.SH)、万润股份 (002643.SZ)、中环装备 (300140.SZ)、节能国祯 (300388.SZ)、铁汉生态 (300197.SZ) |
| 能源 | 2022.07 | 内部资产重组: 三峡集团旗下上市公司长江电力购买三峡集团、三峡投资、云能投、川能投合计持有的云川公司 100%股权 | 三峡集团: 长江电力 (600900.SH)、湖北能源 (000883.SZ)、三峡能源 (600905.SH) |
| 船舶 | 2022.08 | 内部资产重组, 统一柴油机业务: 中国动力子公司中船柴油机向中国船工业集团收购其持有的中船动力集团 36.23%股权、向中国船舶收购其持有的中船动力集团 63.77%股权、向中国动力收购其持有的中国船柴 100%股权、陕柴重工 100%股权、河柴重工 98.26%股权、中船重工集团持有的河柴重工 1.74%股权 | 中船系: 中国船舶 (600150.SH)、中船应急 (300527.SZ)、中船汉光 (300847.SZ)、中船科技 (600072.SH)、中船防务 (600685.SH)、久之洋 (300516.SZ)、中国重工 (601989.SH)、中国动力 (600482.SH)、(中国海防 (600764.SH)、中船科技 (600072.SH) |

| | | | |
|-----------|---------|---|---|
| 能源 | 2022.08 | 资产置换: 文山电力与南方电网下属的调峰调频公司进行资产置换 (实现储能业务上市) | 南方电网: 南网能源 (003035.SZ)、文山电力&南网储能 (600995.SH)、南网科技 (688248.SH) |
| 建筑 | 2022.08 | 内部资产重组: 建材集团下属上市公司中材国际收购合肥水泥研究设计院 (中国建材总院持有) 100% 股权 | 建材集团: 中国建材 (3323.HK)、天山股份 (000877.SZ)、宁夏建材 (600449.SH)、祁连山 (600720.SH)、北新建材 (000786.SZ)、中国巨石 (600176.SH)、中材科技 (002080.SZ)、中材国际 (600970.SH)、瑞泰科技 (002066.SZ)、国检集团 (603060.SH)、凯盛科技 (600552.SH)、洛阳玻璃 A&凯盛新能 (600876.SH)、洛阳玻璃 H&凯盛新能 (1108.HK)、中材节能 (603126.SH)、中复神鹰 (688295.SH) |
| 电子、通信 | 2022.08 | 内部资产重组: 电科集团下属上市公司中瓷电子拟向中国电科十三所发行股份购买其持有的博威公司 73.00% 股权、氮化镓通信基站射频芯片业务资产及负债, 拟向中国电科十三所、数字之光、智芯互联、电科投资、首都科发、顺义科创、国投天津发行股份购买其合计持有的国联万众 94.6029% 股权 | 电科集团: 国睿科技 (600562.SH)、四创电子 (600990.SH)、普天科技 (002544.SZ)、太极股份 (002368.SZ)、卫士通/电科网安 (002268.SZ)、华东电脑/电科数字 (600850.SH)、海康威视 (002415.SZ)、凤凰光学 (600071.SH)、天奥电子 (002935.SZ)、电能股份 (600877.SH)、中瓷电子 (003031.SZ)、东方通信 (600776.SH)、普天科技 (002544.SZ)、四威科技 (1202.HK) |
| 钢铁 | 2022.12 | 集团合并: 宝武钢铁+中国中钢, 中国中钢直接划入宝武钢铁集团 | 宝钢系: 宝钢股份 (600019.SH)、马钢股份 (600808.SH)、太钢不锈 (000825.SZ)、八一钢铁 (600581.SZ)、韶钢松山&中南股份 (000717.SZ)、重庆钢铁 (601005.SH)、宝信软件 (600845.SH)、宝钢包装 (601968.SH)、西藏矿业 (000762.SZ) 中钢系 (合并前): 中钢国际 (000928.SZ)、中钢天源 (002057.SZ)、中钢洛耐 (688119.SH)、中钢矿院 (未上市) |
| 建筑 | 2022.12 | 内部关联交易: 建材集团下属上市公司中材国际拟收购中建材智慧物联有限公司持有的中建材智慧工业科技有限公司 100% 股权 | 建材集团: 中国建材 (3323.HK)、天山股份 (000877.SZ)、宁夏建材 (600449.SH)、祁连山 (600720.SH)、北新建材 (000786.SZ)、中国巨石 (600176.SH)、中材科技 (002080.SZ)、中材国际 (600970.SH)、瑞泰科技 (002066.SZ)、国检集团 (603060.SH)、凯盛科技 (600552.SH)、洛阳玻璃 A&凯盛新能 (600876.SH)、洛阳玻璃 H&凯盛新能 (1108.HK)、中材节能 (603126.SH)、中复神鹰 (688295.SH) |
| 航空航天、国防军工 | 2023.01 | 内部资产重组: 中国航空工业集团下属上市公司中航电测拟通过发行股份方式购买航空工业集团持有的航空工业成飞 100% 股权 | 中航系: 中直股份 (600038.SH)、洪都航空 (600316.SH)、中航电子 (600372.SH)、成飞集成 (002190.SZ)、中航光电 (002179.SZ)、中航电测 (300114.SZ)、中航沈飞 (600760.SH)、中航西飞 (000768.SZ)、中航高科 (600862.SH) 共 23 家 A+H 上市公司 |
| 航空航天、国防军工 | 2023.01 | 内部资产重组: 中国航空工业集团下属上市公司中直股份公告将收购昌飞集团、哈飞集团 100% 股权, | |

| | | | |
|----------|---------|--|--|
| | | 进而实现中航工业集团直升机业务 A 股整体上市 | |
| 化工(氟化工) | 2023.02 | 内部资产重组:中国中化下属上市公司昊华科技收购中化蓝天(收购100%股权),为集团内部资产重组,有利于解决氟化工领域同业竞争问题 | 中化系:中化国际(600500.SH)、扬农化工(600486.SH)、盐湖股份(000792.SZ)、鲁西化工(000830.SZ)、中国金茂(0817.HK)、远东宏信(3360.HK)、安迪苏(600299.SH)、沈阳化工(000698.SZ)、昊华科技(600378.SH)、风神股份(600469.SH)、沧州大化(600230.SH)、安道麦 A(000553.SZ)、克劳斯(600579.SH)、荃银高科(300087.SZ) |
| 船舶 | 2023.03 | 内部资产收购:中船集团下属上市公司中国船舶子公司广船国际拟收购集团内部公司中山广船51%股权(缓解生产紧张) | 中船系:中国船舶(600150.SH)、中船应急(300527.SZ)、中船汉光(300847.SZ)、中船科技(600072.SH)、中船防务(600685.SH)、久之洋(300516.SZ)、中国重工(601989.SH)、中国动力(600482.SH)、(中国海防(600764.SH)、中船科技(600072.SH) |
| 交运物流 | 2023.03 | 内部资产收购:物流集团下属上市公司中国铁物收购集团内部公司国铁工贸24.50%的股权 | 物流集团:中国铁物(000927.SZ)、中储股份(600787.SH)、华贸物流(603128.SH)、国统股份(002205.SZ) |
| 电子、通信、传媒 | 2023.04 | 集团合并:华录集团正在与中国电科筹划重组事项,华录集团拟整合进入中国电科 | 华录集团:易华录(300212.SZ)、百纳千成(300291.SZ) |
| 能源 | 2023.04 | 内部资产重组:节能集团下属上市公司节能铁汉收购集团内部公司中节能大地修复有限公司100%股权(完善产业链布局) | 节能集团:太阳能(000591.SZ)、节能风电(601016.SH)、万润股份(002643.SZ)、中环装备(300140.SZ)、节能国祯(300388.SZ)、节能铁汉(300197.SZ) |
| 能源 | 2023.04 | 内部资产收购:东方电气集团下属上市公司东方电气收购集团内部公司东方电机8.14%股权、东方锅炉4.55%股份、东方重机5.63%股权 | 东方电气集团:东方电气(600875.SH)、东方电气(1072.HK) |

资料来源:wind,《国资报告》,证券日报,山西证券研究所

前期股价的低迷也从另一方面为央企资产注入创造了最佳时机,中央企业的并购重组值得重点关注。对央企重组的考察首先应以集团层面已经完成并购重组但上市公司尚未完成整合的为重点对象,如中国船舶、中国电科、中国电装和中国物流等央企集团。其次,从行业景气度层面看,由中航科工和中航科技带领的国防军工行业,以及国家重点推进的新能源、数字科技产业等,这些央企的重组和改革在未来一段时间也可关注。综合来看,我们建议重点关注船舶制造、国防军工、电气装备和汽车等行业。

2、“一带一路”焕发新活力

自2013年提出“一带一路”倡议以来,A股出现过三段主题上涨行情,在此期间均有重要外交活动不断推升主题热度。2023年为“一带一路”倡议提出的十周年,中国将举办首次“中国+中亚五国”元首峰会

和第三届“一带一路”国际合作高峰论坛两大主场外交活动，东盟峰会、金砖国家领导人峰会等也将有序开展，有望对“一带一路”主题形成持续催化。

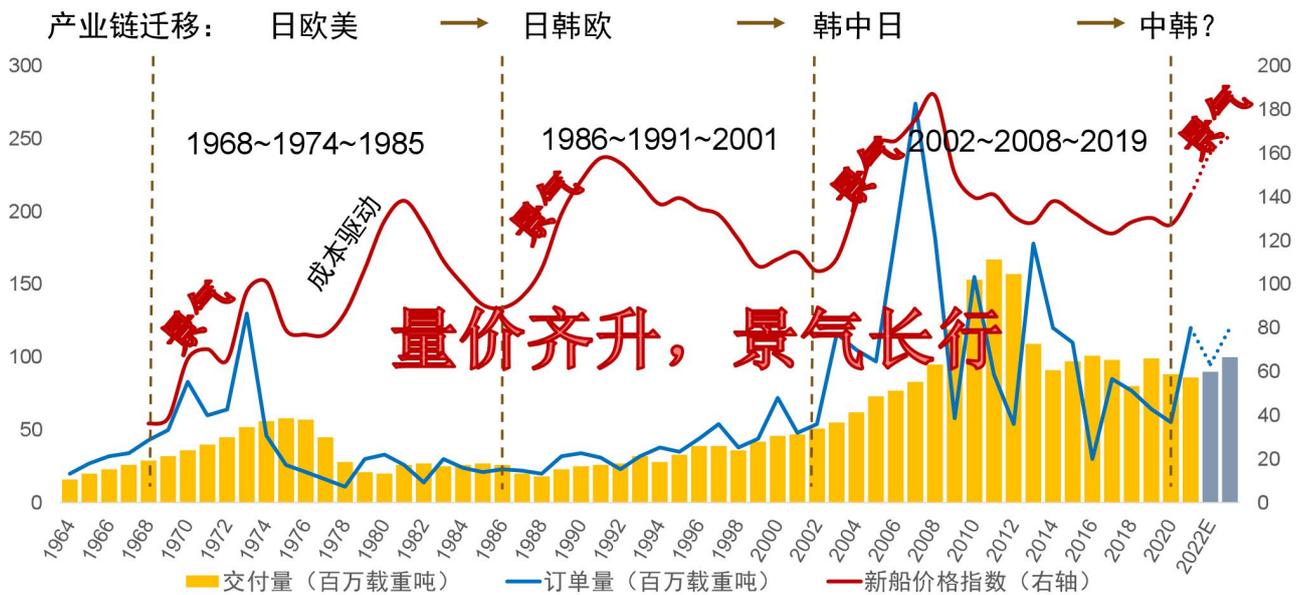
2023年3月7日外交部长秦刚在记者会上确认今年将举办第三届“一利于加强与各国在基建方面的国际合作，推动重大国际项目落地，4月巴西总统访华签署《中华人民共和国和巴西联邦共和国关于深化全面战略伙伴关系的联合声明》，提及鼓励两国企业在基础设施、能源转型等领域开展投资合作，5月仍有东盟峰会以及中国+中亚五国元首峰会。我们认为，当前中美博弈持续深化、国际环境日趋复杂，“一带一路”战略意义有望提升至新的高度，“一带一路”十周年及持续的外交利好有利于巩固我国外交影响力，利好海外市场拓展，推动相关建筑企业出海获取大额订单，打开国际市场，落地重大项目。

综合来看，通过“一带一路”与沿线国家开展经贸业务，可以扩大出口、输出中国制造业等优势产能，构建国内国际双循环，推动经济增长；还可以加深与周边国家关系，维护国家外部安全，并通过扩大经贸合作可加快人民币国际化进程，提升我国金融稳定性。短期看，4月至年底将会密集有外国领导人访华、重要国际会议以及重磅第三届“一带一路”高峰论坛等重磅催化，同时，相关企业标志性大项目也有望集中落地，不仅驱动“一带一路”板块估值提升，同时有望推动龙头业绩实现高增长，显示当前板块基本面强劲，全年业绩、订单趋势有望延续。**建议重点关注国际工程龙头以及建筑央企龙头公司。**

3、海运轮番表现，船舶制造迎来景气周期，重组预期增强

2010-2020年间，国际造船行业总体上出现产能过剩。船舶制造属于复杂程度高、综合性强的大型装备制造产业。有四大特征：高壁垒、国际化、周期长、杠杆高。造船周期可从长期视角和短期视角来看，长期视角下，需要关注造船量的因素，周期波动取决于全球经济发展（或战争）+老船报废替换+技术升级替换，而短期视角下，需关注新船造价，周期波动取决于下游海运船东盈利水平。船舶价格深受造船周期的影响，并且其对宏观经济环境的反应更为及时与明显。据Clarkson数据，以目前数种主流的油船、散货船与集装箱船为例，1960年代至今的3次石油危机所引发的经济危机、1997年的亚洲金融危机与2008年的全球经济危机皆迅速地反应在了造船价格上，造成了造船价格不同程度的下滑。

图 38：全球新造船市场订单量、交付量及新船价格指数



资料来源：中国船舶工业行业协会、克拉克森、山西证券研究所

当海运景气期间，下游船东易于对未来过于乐观，从而对造船厂提出高于商贸增长量的船舶订单量，叠加船舶 30 年的替代周期，每一轮造船的周期高点均远高于上一轮，并且在高点后与全球商贸量形成剪刀差（运力过剩）。上一次剪刀差出现在 1975-1987 年，持续时间 12 年，期间商贸量稳定增长的前提下，造船交付量不断下滑，对前期冗余的运量进行了消化。2010 到 2020 年的剪刀差是持续了 11 年时间，如果以 2000 年为基准，商贸量增长基本与新船交付量相匹配，运力过剩基本被有效消化。此外，船舶建造周期本质上反映的是全球化背景下低附加值产业链转移的过程，从战后日本到亚洲四小龙，再到我国大陆地区，未来东南亚部分地区也有潜力接棒。

未来供不应求状况将逐渐显现。虽然短期海运价格有所波动，但相对于疫情前，无论是集运、油运还是干散货运输均有较大幅度上升，2022 年油运价格大幅上升有效冲抵了集运和干散货运价的下滑，总体海运价格下滑有限，进入 2023 年，干散货运价快速回升。从造船的需求端来看，2022 年新增的 LNG 船订单有效的替代了集装箱船订单的下滑，而油船和散货船手持订单近两年增加相对有限，新增运力极少，未来供需关系将发生逆转，综合来看，船东对船舶的总需求将有增无减。从供给端看，受土地价格、劳动力成本和政策制约，未来中韩两国船厂再度大幅扩张可能性较弱；而东南亚国家由于气候和产业链完整性原因，与中韩差距明显，碳中和则扩大了这一差距，暂时还看不出哪个国家有承接中韩造船业转移的能力，这也意味着在新一轮景气周期中，造船的产能扩张殊为不易，供应很难跟上需求，造船行业盈利有望持续超预期。

中国船舶集团作为国内最大、全球领先的船舶制造集团，由原来的中船集团和中船重工整体划入中国船舶集团组合而成。如同早已合并为中车集团的“南车北车”一样，“南船北船”也曾经是一家。两家均组

建于1999年7月1日，均是在原中国船舶工业总公司所属部门企事业单位基础上组建的特大型国有企业，2019年10月25日，为减少内部恶性竞争，扩大企业规模和抗风险能力，提升国际竞争力和话语权，两家重新合并为一家。重组后，新集团资产总额、营业收入、净利润均居世界造船集团第一，企业市场地位更加稳固、国际竞争力显著增强。“十四五”期间，中国船舶集团的发展目标是在总收入、利润、订单等方面继续保持世界第一，在人均效益、信息化等方面明显缩小与世界一流的差距。后续将聚焦防务产业、船海产业、科技应用产业、船海服务业四大产业方向，持续推进产业结构优化重组、科技创新体系重塑、上市公司整合融合等深层次改革工作，组织一批重大工程项目，打造一批具有国际水平的船舶和海陆产品，进一步提高资产证券化率。我们认为，中国船舶集团未来大概率会围绕着中国船舶、中船防务和中国重工等进行整船制造的整合，也就是说，南北船一旦合并，主动的一方将有望快速承接另一方对应资产，以合并同类项的方式获得业绩增厚，实现估值和业绩的双抬升，**建议重点关注中国船舶集团下属上市公司，以及船舶产业链。**

4、自然垄断企业重估，三大运营商率先受益

受行业性质与产业布局等因素影响，央企国企在公共服务、自然垄断行业内占比较大，而这些行业存在长期投入高，现金流稳定的特点。而在自然资源垄断行业，各类企业估值差距仍然较大，我们认为主要原因在于根据经营性现金流创造利润的差距。在经营稳定，竞争格局稳定，壁垒较高与分红接近等情况下，根据现有经营规模和现金流水平创造利润的能力决定了估值的预期，因此，在盈利边际改善的时候，估值也有望同比攀升。

表 5：典型资源垄断企业财务指标对比

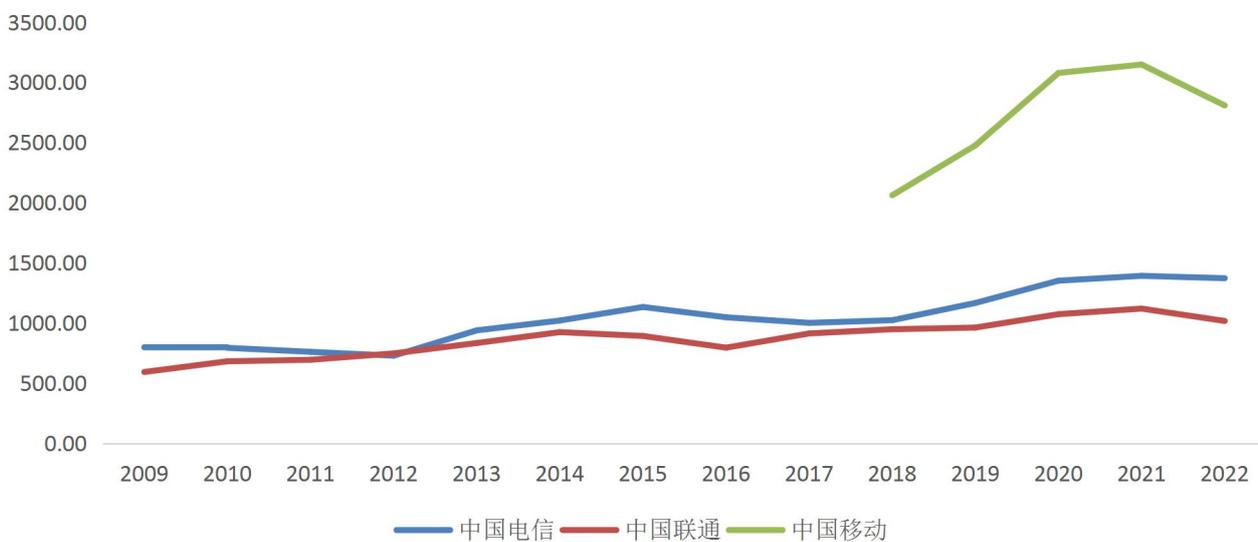
| | 长江电力 | 宁沪高速 | 大秦铁路 | 中国电信 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| 市值/经营性现金流 | 17.49 | 8.86 | 7.31 | 4.41 |
| 市值/净利润 | 24.98 | 13.06 | 9.16 | 21.85 |
| 股息率 | 3.86% | 4.73% | 6.06% | 2.97% |
| 2017-2022 经营性现金流 CAGR | -4.88% | 1.11% | -1.64% | 6.51% |
| 净利润占经营性现金流比率 | 70.03% | 67.80% | 79.82% | 20.17% |

资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

不同公共服务领域企业的估值差距取决于利润增长预期和业务边界。在过去5年来，铁路行业的利润增长空间达到顶点，估值主要来源于高分红的预期。而公路与水电仍有一定的成长空间，带来了估值的同步提升，因此对自然垄断行业企业的定价取决于其主要业务现金流和净利润的增长空间预期。

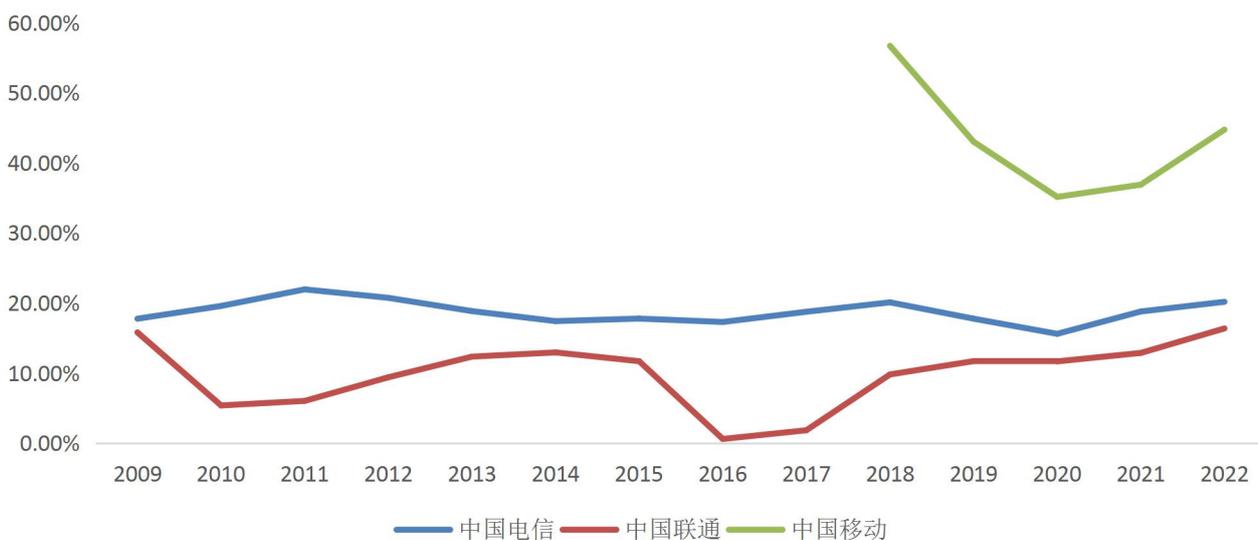
对三大运营商的重估源于盈利边际的扩张。2018-2020 年以来，随着中国移动的上市，业务边际拓展，三大运营商现金流情况逐渐迎来改善，同时净利润占现金流比重提升，说明资金利用效率不断提高。2023 年以来，在数字中国顶层政策规划下，“组建国家数据局”成为国务院机构改革方案之一，各地也陆续出台数字经济相关政策。与此同时，OpenAI 公司开发的 ChatGPT 发布，人工智能的“iPhone 时刻”已经到来，AIGC 牵引数字内容领域全新变革。在政策加码和技术突破的驱动下，数字经济相关投资机会受到市场重点关注，三大移动运营商作为数字经济基础建设的重要参与者，有望持续受益，业绩迎来拐点。

图 39：2009-2022 三大运营商经营性现金流量净额（亿元）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 40：2009-2022 三大运营商净利润占经营性现金流比例



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

从 2023 年一季报来看，三大运营商营收利润同步稳中有进。一季度，中国移动、中国电信、中国联通的营业收入分别为 2507 亿元、1297.53 亿元、972.22 亿元，同比增长分别为 10.3%、9.4%、9.2%。归母净利润方面，分别同比增长 9.5%、10.5% 和 11.6%。截至 2023 年第一季度末，中国移动、中国电信、中国联通 5G 套餐用户数分别达到 6.89 亿户、2.83 亿户、2.24 亿户，2023 年第一季度净增量分别为 7523 万户、1525 万户、1108 万户。2023 年 Q1 中国移动、中国电信、中国联通移动 ARPU 值分别为 47.9（元）、45.8（元）、44.9（元），同比增长分别为 0.8%、1.6%、2.3%。主营业务方面，三大运营商各有亮点，截至 2023 年第一季度末，中国移动、中国电信 5G 套餐用户渗透率分别为 70.13%、71.03%。2022 年，三大运营商 5G 套餐用户渗透率均超 60%。我们认为三大运营商正在逐渐兑现业绩边际改善的预期，**建议重点关注自然垄断行业的高分红个股以及三大电信运营商。**

四、风险提示

国企改革推进与并购重组不及预期。2023 年以来，央企国企在背后控股集团主导下，并购重组速度提升，但在相关政策推进力度，推进速度，推进形式与重组方案的具体确定方面，仍有不及预期的可能。如国企改革推进与并购重组政策不及预期，在央企集团下的上市平台公司将在质量提升，平台效应，价值创造等方面产生较大低于预期风险。

全球经济衰退风险。中美对抗、俄乌战争和中东局势不确定，全球政治经济形势紧张，发达国家经济衰退的影响始终存在。中国经济复苏的基本面仍在内需与外贸方面存在压力，同时地方化债压力，房地产走势下行等因素，都存在影响经济景气度的风险。

国企盈利能力下滑。部分业务增量稳定，偏向垄断行业的国企存在盈利能力增长边界的预期，一旦这类央企国企的营收与盈利情况、经营质量达到业务界限，对未来成长的预期结束后，就面临较大的预期转弱风险。

海外流动性危机影响。美联储加息周期仍在持续，带来中小银行破产和全球流动性风险问题，但在通胀达到预期之前，美联储的抉择与加息进度，会极大影响宏观经济整体的预期，也因此对全球与我国的市场流动性带来相应扰动。

疫情反复。2023 年以来，以 XBB 1.6 为代表的新冠变异毒株仍然流行，在各地均有不同程度小规模二次爆发，如有免疫逃逸能力更强的变异毒株出现，将有引发二次感染潮，影响经济基本面的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

