

非银金融行业点评报告

关注“中特估”下金融板块的投资机遇

增持（维持）

2023年05月10日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

投资要点

事件：近日金融板块持续活跃，我们将主要观点整理如下。

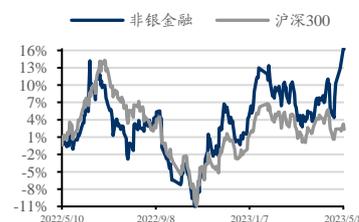
■ **“中特估”复盘——中国特色估值体系的探索与实践。**1) **“中特估”概念重塑估值认知，助力央国企价值提升。**“中特估”概念自2022年11月提出以来在市场持续爆火，截至2023年5月9日，中特估指数/国企改革指数累计涨幅分别达到32.93%/13.21%。在我国资本市场当前新兴+转轨特征下，“中特估”对我国央国企估值的纠偏和修复、提升价值认知和定价水平有重要作用。2) **概念爆火并非偶然，系我国改革发展目前客观需要。从宏观来看，通过“中特估”的探索和实践来提高央国企在资本市场的估值水平和融资能力，有利于促进其优化资源配置、提高效率效益，从而为供给侧结构性改革提供有力支撑。从微观来看，“中特估”有利于推动央国企改革和发展。自国家提出“国企改革三年行动方案”以来，央国企改革已成为我国经济体制改革的重要组成部分，“中特估”作为央国企改革和发展的重要推动力，能强有力地深化国资国企改革、提高国企估值、做大做强国企。**

■ **政策驱动“中特估”逻辑演化，险企、券商资产端重点受益。**1) **考核指标体系新增ROE要求，央企EPS面临改善趋势。**2023年1月，国资委将中央企业经营指标体系由“两利四率”优化为“一利五率”，旨在引导企业进一步关注现金流以及盈利能力。央企经营效率有望提升，从而带动EPS优化。2) **市值指标重要度提升，推动央国企全面实现企业价值。**目前监管将央国企市值纳入考核范围，同时出台多项政策支持央国企上市公司积极进行市值管理，将助力央国企主动提升资产收益水平和稳定性，实现企业价值最大化。3) **央国企估值目前仍处于历史低位，叠加高股息特征，对于长线资金具有较强吸引力。**截至2023年5月9日，中证央企100/中证国企指数PB估值分别为1.03x/1.24x，历史分位数分别为21.54%/15.40%，均处于历史低位；万得全A/中证央企100/中证国企/中证民企近12个月股息率分别为1.92%/3.61%/2.76%/1.06%，央国企在股息率方面的优势相对突出。4) **险企、券商是“中特估”股票的主要持有者，资产端充分受益。**险企、券商等金融机构在自有资金投资过程中青睐低估值高股息策略，权益资产持仓中含有大量“中特估”标的，因此“中特估”的行情演绎以及央国企估值重构的过程将使得险企、券商在资产端重点受益。

■ **投资建议：“中特估”行情走强，金融板块配置价值凸显。**行业层面，我们认为保险是金融中特估下最为受益的板块。个股层面，我们建议重点关注上市金融央企相关的投资机会，具体包括以下三条投资主线：1) **低估值高股息。**随着“中特估”概念的提出，央企在稳定性方面的优势逐渐收获市场认同。叠加金融板块基本面景气度随经济回暖而改善，低估值金融央企将收获合理的市场定价。另一方面，在外部扰动加剧的背景下，盈利能力稳定、股息率领先的央企有望享有确定性溢价。**推荐【新华保险】，建议关注【中国银行】、【工商银行】、【中信银行】、【交通银行】、【光大银行】。**2) **国企改革。**中央汇金是金融机构市场化改革的引领者，也是金融领域国企改革中最为重要的一环，汇金系上市金融央企有望在“中特估”行情演绎过程中成为核心受益标的。**建议关注【中国银河】、【中金公司】。**3) **“一带一路”。**在“一带一路”促进经济要素有序自由流动、资源高效配置的过程中，实业类央企上市金控平台将充分受益于自身产融结合优势以及股东海外经营规模的扩展。**推荐【国网英大】，建议关注【中油资本】、【中粮资本】、【五矿资本】、【中航产融】。**

■ **风险提示：**1) 国企改革进程低于预期；2) 资本市场大幅波动；3) 主要股东减持风险。

行业走势



相关研究

《保险板块负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵》

2023-05-07

《负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵》

2023-05-04

内容目录

1. “中特估”复盘——中国特色估值体系的探索与实践	4
2. 政策驱动“中特估”逻辑演化，险企、券商资产端重点受益	5
3. 投资建议：“中特估”行情走强，金融板块配置价值凸显	8
4. 风险提示	9

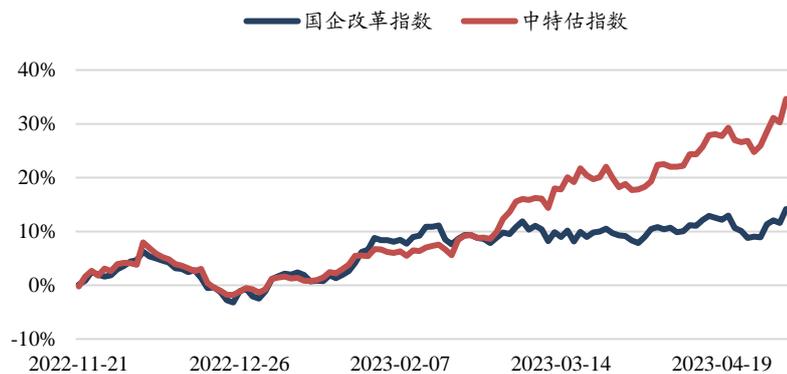
图表目录

图 1: “中特估”相关概念指数持续走高	4
图 2: 2023 年央企考核指标体系由“两利四率”变为“一利五率”	6
图 3: 中证央企 100、中证国企、中证民企 PB 估值	7
图 4: 央国企整体股息率优于民企	7
图 5: “中特估”下金融板块重点标的	9
表 1: 2019 年以来国企改革相关政策梳理	5
表 2: 国企市值管理相关政策梳理	6

1. “中特估”复盘——中国特色估值体系的探索与实践

重塑估值认知，助力央国企价值提升。“中特估”是证监会主席易会满于 2022 年 11 月提出的重要概念，旨在探索建立符合我国国情和市场特征的估值定价体系，促进市场资源配置功能更好发挥。之所以着重强调“中国特色”，是因为我国资本市场目前具有明显的新兴加转轨特征，直接采纳海外成熟资本市场的定价体系可能会导致“水土不服”。因此，目前需因地制宜，根据我国自身经济和产业发展规律，以及特有的优秀传统文化、价值观等，来构建契合我国特色的估值定价体系。“中特估”多为具有强现金流、高分红、低估值特点的价值蓝筹股，其在国民经济中发挥着重要作用，但通常估值水平偏低，因此，国家通过“中特估”来对央国企估值进行纠偏和修复，提升央国企价值认知与定价水平。据 Wind 数据显示，自 2022 年 11 月 21 日概念提出至今，中特估指数/国企改革指数涨幅分别高达 32.93%/13.21%， “中特估”概念持续火爆。

图 1：“中特估”相关概念指数持续走高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

“中特估”的提出并非偶然，而是基于我国经济社会发展和资本市场改革发展的客观需要。1) 从宏观层面看，“中特估”有利于促进国民经济高质量发展和供给侧结构性改革。我国正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的关键阶段，面临着一系列深层次矛盾和问题，而央国企作为国民经济的重要组成部分，在供给侧结构性改革中具有重要作用。因此，通过“中特估”的探索和实践，提高央国企在资本市场的估值水平和融资能力，有利于增强央国企的投资动力和创新能力，促进其优化资源配置、提高效率效益、增强核心竞争力，从而为国民经济高质量发展和供给侧结构性改革提供有力支撑。2) 从微观层面看，“中特估”有利于推动央国企改革和发展，提高其核心竞争力和效率。自 2019 年 12 月，国家提出“国企改革三年行动方案”以来，央国企改革已成为我国经济体制改革的重要组成部分，也是全面深化改革的重要内容。从 2023 年政府工作报告到“十四五”规划纲要，都强调了深化国资国企改革、提高国企核心竞争力等内容。而“中特估”正是央国企改革和发展的重要推动力，能强有力地深化国资国企

改革、提高国企估值、做大做强国企。另外，“中特估”能够使央国企在资本市场上获得更为合理的定价，激发起内生动力和活力，增强其融资能力和市场信心，为其改革发展提供更多资源和空间。

表 1: 2019 年以来国企改革相关政策梳理

时间	发布主体	政策/会议	内容
2019/12	中共中央	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,提升国资国企改革综合成效
2020/6	中共中央	《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》	深化国有企业改革的纲领性文件。自提出后,正式进入国企改革的关键3年。
2020/10	中共中央	十九届五中全会公报	深化国资国企改革,做强做优做大国有资本和国有企业。
2022/5	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。
2022/12	国务院	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。
2023/3	国资委	《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》	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,提出“乘势而上,实施新一轮国企改革深化提升行动”。

数据来源: 国务院, 国资委, 东吴证券研究所

2. 政策驱动“中特估”逻辑演化, 险企、券商资产端重点受益

考核指标体系新增 ROE 要求, 央企 EPS 面临改善趋势。2023 年 1 月, 国资委将中央企业经营指标体系由“两利四率”进一步优化为“一利五率”, 在保留利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标的同时, 用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率, 旨在引导企业进一步关注现金流以及盈利能力, 不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。展望未来, 央企经营效率有望获得提升, 从而带动央企 EPS 持续优化。

图 2：2023 年央企考核指标体系由“两利四率”变为“一利五率”

2022年			2023年		
央企考核指标体系：两利四率		央企目标：两增一控三提高	央企考核指标体系：一利五率		央企目标：一增一稳四提升
两利	净利润 (利润总额-所得税费用)		一利	利润总额 (营业利润+营业外收支净额)	
	利润总额 (营业利润+营业外收支净额)				
四率	资产负债率 (负债/资产)	两增： 利润总额和净利润高于GDP增速。 一控： 控制好资产负债率。 三提高： 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。	五率	净资产收益率 (税后利润/净资产)	一增： 确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩。 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4个指标进一步提升。
	营业收入利润率 (营业利润/营业收入)			资产负债率 (负债/资产)	
	研发投入强度 (研发经费支出/营业收入)			营业现金比率 (经营现金净流入/营业收入)	
	全员劳动生产率 (工业增加值/从业人员平均人数)			研发投入强度 (研发经费支出/营业收入)	
				全员劳动生产率 (工业增加值/从业人员平均人数)	

数据来源：国资委，东吴证券研究所

市值指标重要度提升，推动央企全面实现企业价值。绩效考核和股权激励是央企国企改革的重要内容和手段，也是提升国企估值的关键因素。然而，目前央国企的考核和激励机制尚不完善，一定程度上导致其市场价值长期低于内在价值。为推动央国企高质量发展，监管正在从以下两个方面发力：**1）完善考核指标体系，意在将央国企市值纳入考核范围。**2022年3月，国资委明确要求强化上市公司管理，提升上市公司市值和价值创造能力，各地方国资系统也接连提出将上市公司市值管理纳入国企考核体系的方案，市值考核正在稳步推进。**2）出台多项政策支持央国企上市公司积极进行市值管理。**2019年，国资委发布央企股权激励新规，放开了股权激励的多重限制，使得央企上市公司股权激励明显提速。2022年，共有81家国有上市公司实施了股权激励，较新规发布前增长超一倍，积极性显著提升。同时，国资委也鼓励上市公司适时运用回购等手段来引导上市公司价值合理回归。通过政策引导上市公司关注市值变化、善用市值管理工具，将助力央国企主动提升资产收益水平和稳定性，盘活存量资产，重视现金流管理，提高分红水平，实现企业价值最大化。

表 2：国企市值管理相关政策梳理

时间	发布主体	政策/会议	内容
2019/11	国资委	《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》	进一步健全了激励对象、激励方式、权益授予数量、授予价格、股权激励收益等方面的规定。

2021/1	国务院	《“双百企业”和“科改示范企业”超额利润分享机制操作指引》	国有企业的股权和分红激励实施条件和政策边界更为清晰,调动了企业参与改革的积极性,带动企业经营水平普遍提升。
2022/3	国资委	《关于中央企业加快建设世界一流财务管理体系的指导意见》	明确提出强化上市公司管理,提升上市公司市值和价值创造能力。
2022/5	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	中央企业、上市公司要适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增减持等手段,引导上市公司价值合理回归,助力企业良性发展。
2022/7	国资委	提高央企控股上市公司质量工作推进会	各央企要着力构建定位清晰、梯次发展的上市平台格局,着力打造内在价值和市场价值的“双优生”,着力当好央企和资本市场守正创新的“先锋队”;要抓紧编制具体方案。

数据来源: 国务院, 国资委, 东吴证券研究所

央国企估值目前仍处于历史低位, 叠加高股息特征, 对于长线资金具有较强吸引力。

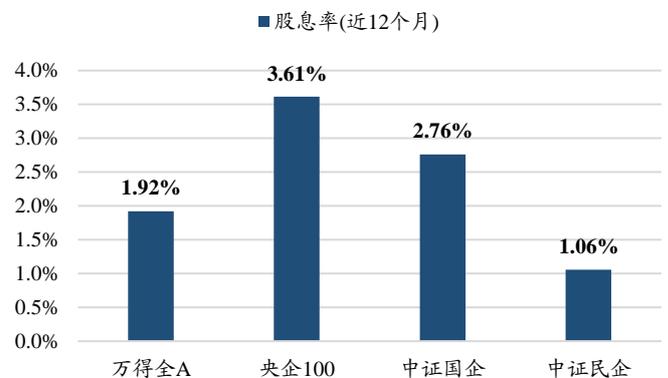
1) 从估值来看, 长期以来, A 股流动性过多聚集于成长型股票, 央企则因缺乏想象空间和第二增长曲线导致估值水平长期偏低。截至 2023 年 5 月 9 日, 中证央企 100 指数 PB 估值 1.03x, 历史分位数 21.54%; 中证国企指数 PB 估值 1.24x, 历史分位数 15.40%, 二者均处于历史低位。2) 从股息率来看, 截至 2023 年 5 月 9 日, 万得全 A/中证央企 100/中证国企/中证民企近 12 个月股息率分别为 1.92%/3.61%/2.76%/1.06%, 央国企在股息率方面的优势相对突出。在养老金等长线资金加速入市背景下, 央企经营稳定、股息率高的特征能够较好地匹配长线资金的价值投资需求。

图 3: 中证央企 100、中证国企、中证民企 PB 估值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 央国企整体股息率优于民企



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

险企、券商是“中特估”股票的主要持有者，资产端充分受益。险企、券商等金融机构在自有资金投资过程中青睐低估值高股息策略，权益资产持仓中含有大量“中特估”标的，因此“中特估”的行情演绎以及央国企估值重构的过程将使得险企、券商在资产端重点受益。

3. 投资建议：“中特估”行情走强，金融板块配置价值凸显

在行业层面上，我们认为保险是金融中特估下最为受益的板块。一方面，从业绩角度来看，公司资产端权益配置方面以低估值、高分红的优质行业龙头为主，追求绝对收益。新金融工具准则实施后，对不以短期的价格波动获利为投资目标，而是以长期持有为投资目标的权益投资，险企可以将其指定 FVOCI 的权益工具降低对当期损益的波动。另一方面，从估值角度来看，保险板块 P/EV 和 P/B 估值在金融板块中处于低位，向下有支撑，向上有弹性，叠加今年以来负债端受益于低利率环境下储蓄型产品需求外溢，板块迎来戴维斯双击。

在个股层面上，我们建议重点关注上市金融央企相关的投资机会，具体包括以下三条投资主线：1) 低估值高股息。随着“中特估”概念的提出，央企在效益增长稳定性方面的优势以及 A 股市场“压舱石”地位逐渐收获市场认同。叠加金融板块基本面景气度随经济回暖而改善，低估值金融类央企将实现估值重塑，收获合理的市场定价。另一方面，在外部扰动加剧的背景下，盈利能力稳定、股息率领先的央企有望享有确定性溢价。推荐【新华保险】，建议关注【中国银行】、【工商银行】、【中信银行】、【交通银行】、【光大银行】。2) 国企改革。中央汇金是金融机构市场化改革的引领者，也是金融领域国企改革中最为重要的一环，汇金系上市金融央企有望在“中特估”行情演绎过程中成为核心受益标的。建议关注【中国银河】、【中金公司】。3) “一带一路”。“中特估”实质上服务于国家战略，而“一带一路”正是我国扩大开放的重大战略举措和经济外交的顶层设计。因此，“一带一路”主题股票是“中特估”不可缺少的组成部分。在“一带一路”促进经济要素有序自由流动、资源高效配置的过程中，实业类央企上市金控平台将充分受益于自身产融结合优势以及股东海外经营规模的扩展。推荐【国网英大】，建议关注【中油资本】、【中粮资本】、【五矿资本】、【中航产融】。

图 5：“中特估”下金融板块重点标的

代码	公司	总市值 (亿元)	ROE (23Q1年化)	PE (TTM)	PB (LF)	三年平均股息率	第一大股东	第一大股东 持股比例
601398.SH	工商银行	18,782.61	10.19%	5.22	0.58	5.46%	中央汇金投资有限责任公司	34.71%
601988.SH	中国银行	13,424.08	9.41%	5.90	0.64	4.75%	中央汇金投资有限责任公司	64.02%
601328.SH	交通银行	4,611.72	9.52%	4.94	0.53	5.61%	中华人民共和国财政部	23.88%
601998.SH	中信银行	3,880.53	11.34%	6.07	0.68	3.72%	中国中信金融控股有限公司	64.18%
601995.SH	中金公司	2,249.50	9.01%	27.45	2.65	0.47%	中央汇金投资有限责任公司	40.11%
601818.SH	光大银行	2,115.26	9.48%	4.66	0.49	5.60%	中国光大集团股份公司	44.02%
601881.SH	中国银河	1,470.92	8.64%	17.40	1.64	1.75%	中国银河金融控股有限责任公司	51.16%
601336.SH	新华保险	1,266.85	24.65%	8.23	1.04	3.21%	中央汇金投资有限责任公司	31.34%
000617.SZ	中油资本	1,136.52	9.05%	21.10	1.16	1.62%	中国石油天然气集团有限公司	77.35%
600705.SH	中航产融	390.32	1.67%	21.26	1.05	3.24%	中国航空工业集团有限公司	39.84%
600517.SH	国网英大	324.24	9.51%	23.75	1.68	1.09%	国网英大国际控股集团有限公司	65.53%
600390.SH	五矿资本	290.13	7.80%	10.45	0.70	2.93%	中国五矿股份有限公司	47.07%
002423.SZ	中粮资本	210.13	8.09%	15.98	1.12	1.10%	中粮集团有限公司	62.78%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2023 年 5 月 9 日收盘）

4. 风险提示

- 1) 国企改革进程低于预期;
- 2) 资本市场大幅波动;
- 3) 主要股东减持风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

