

可持续高质量发展专题：中国特色估值体系重塑的“中国元素”与投资逻辑再审视

核心要点：

- **革故鼎新，大势所趋：**（1）海外形势错综复杂，全球经济增长乏力，国内在经济结构调整和转型过程中面临诸多挑战，出口和投资对经济的贡献逐渐下降，消费的贡献逐步上升。（2）地方政府过度依赖土地财政。随着经济增长放缓和房地产市场调控政策的落地，土地市场需求减弱，土地出让收入逐年下降，债务风险缓释周期较长。同时，国有企业改革的深入推进国有资本收入稳步增长，为财政收入提供了重要支撑。（3）从确立“中国式现代化”宏伟目标，到努力打造“中国特色现代资本市场”，再到提出“中国式现代化特征估值体系”，资本市场秉持走中国特色发展道路，不断创新实现高质量发展。
- **改弦易辙，另辟蹊径：**（1）海外资本市场的发展历史悠久，估值体系相对成熟和完善。但在实践过程中发现，传统估值体系不完全适用于中国现状。（2）横向比对海外市场，发现A股整体估值普遍偏低。国有资产估值偏低较甚。（3）纵向比对内部结构，发现A股内部估值失衡，体现在国企整体估值普遍低于非国企，国企中金融业，尤其是银行业，估值更低。“中国元素”赋能中国特色估值体系待提升。
- **投资逻辑——国之重器，经济引擎：**（1）央企在重要产业领域具有重要占比，并且在当前复苏的经济背景下，其盈利能力优于市场平均水平，并表现出强韧性、高稳定的特质，另外，央企企业具有高股息高分红的特征。（2）央国企估值重塑有多方面诱因，一是央国企估值远低于市场平均水平。二是央国企确定性价值凸显。三是央国企的创新属性全面崛起，其成长性相对提升。四是市场对央国企估值认知偏差逐渐改善。五是政策驱动，国企改革估值重塑。
- **实现路径——横向联合，群策群力：**（1）坚持两个“毫不动摇”方针，充分发挥公有制经济与非公有制经济各自功能和优势。（2）持续深化改革，一是完善央国企考核评价体系，二是提升科技创新能力修炼内功，三是稳定产业链供应链发展，四是专注主业。（3）灵活适度进行市值管理，强化投资者关系实现国有资产的保值增值。（4）提升直接融资比例，注重引导中长期融资。（5）积极承担社会责任，引领中国式现代化。（6）建立健全市场机制，优化资源配置效率。
- **投资建议——科技引领，国安为重：**（1）承担国家经济命脉的领域，如能源、军工等，关注国企改革政策推动下，盈利结构改善、估值有望抬升的央企龙头。（2）关注政策边际改善，融资渠道拓宽，估值有望修复的房地产上下游产业链：如钢铁、水泥、建筑、装饰等上市公司投资机会。（3）关注科技创新、自主可控的国有控股企业。如关键材料、核心元器件、基础软件、基础零部件、生物科技等领域。
- **风险提示：**政策落实不及预期风险，经济修复预期较弱风险，市场情绪不稳风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

特别鸣谢：吴佳文、周美丽、孟繁欣

相关研究

2023-5-16，可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注制胜—兼顾选股策略

2023-04-17，A股市场投资环境逐渐改善

2023-04-08，二季度A股市场投资策略展望：把握主线投资机会

2023-03-27，全球视角：美联储进退与全球权益市场走势

2023-03-20，A股市场颠簸行情是否存改善的条件？

2023-03-08，机构改革剑指高质量发展：中长期利好A股上市公司

2023-03-06 年政府工作报告重点内容：利好A股市场哪些行业和主题？

2023-02-15，A股市场面临多方博弈，结构性机会占优

2023-02-03，全面注册制对A股市场的影响：新时代资本市场迎来新开局

2022-12-17，2023年A股市场投资策略展望：时蕴新生，布局之年

目 录

一、革故鼎新，大势所趋	3
(一) 宏观视角：大变局催生经济新增长模式.....	3
(二) 中国特色估值体系是中国式现代化助推器.....	4
二、改弦易辙，另辟蹊径	5
(一) 传统估值体系理论.....	5
(二) 传统估值体系下的估值失衡与资源错配.....	6
三、投资逻辑：国之重器，经济引擎	8
(一) 央国企是国家的重要经济支柱与经济发展压舱石.....	8
(二) 蒙尘的明珠：央国企估值提升的诱因.....	11
四、路径分析：横向联合，群策群力	12
(一) 路径一：坚持两个“毫不动摇”方针.....	13
(二) 路径二：持续深化改革，创造企业价值.....	14
(三) 路径三：强化市值管理，实现资产保值增值.....	17
(四) 路径四：提升直接融资比例，注重中长期融资.....	18
(五) 路径五：积极承担社会责任，引领中国式现代化.....	20
(六) 路径六：建立健全市场机制，优化资源配置效率.....	20
五、投资建议：科技引领，国安为重	21
(一) 科技创新、自主可控的国有控股企业.....	21
(二) 承担国家经济命脉的领域.....	22
(三) 政策改善，融资渠道拓宽，估值有望修复的产业链.....	23
六、风险提示	24
插图目录	25
表格目录	26
附录：各行业涉及中特估的指数回测	27

一、革故鼎新，大势所趋

(一) 宏观视角：大变局催生经济新增长模式

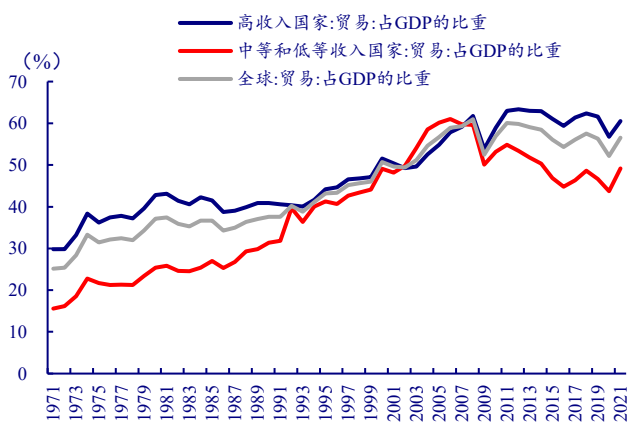
1. 出口投资渐衰退，内生消费将崛起

在逆全球化的浪潮下，中国正面临百年未有之大变局，特殊的时代情境要求我们重新审视并调整经济增长模式，以适应繁杂多变的全球经济环境。

从 GDP 总量看，由于国内外形势错综复杂，全球经济增长乏力，英国脱欧、中美贸易摩擦等事件，昭示着逆全球化思潮的兴起，全球贸易占 GDP 比重下滑，如图 1。从 GDP 增量看，2022 年，国内生产总值（GDP）增长率仅为 3%，而 2023 年政府设定的 GDP 增长目标为 5%，这意味着政府在经济结构调整和转型的过程面临增长挑战。从 GDP 增长的分项看，过去几十年，我国的经济在很大程度上依赖于出口与投资拉动，通过大规模的出口与政府投资，实现国内的经济增长。然而，随着全球贸易环境的变化，这种依赖外部刺激的增长模式已经面临着越来越大的挑战，如图 2。

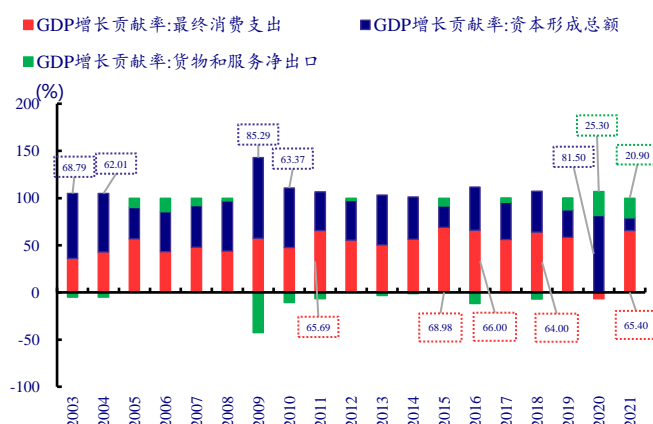
当前，出口和投资对经济的贡献逐渐下降，消费的贡献逐步上升，政府已经将扩大国内需求作为今年的主要工作重点。

图 1. 全球贸易占 GDP 比重下滑



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 三架马车对 GDP 增长的贡献率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 土地财政难维系，国企改革彰显新机

长期以来，地方政府过度依赖“低投入、高回报”的土地财政，因为在大多数情况下，政府获取土地的投入相对较低，无需进行过多投资。随着经济增长放缓，房地产市场进入存量时代，市场新增土地需求减弱，政府土地出让收入逐年下降，如图 3。过度依赖土地财政的地方政府，在土地收入减少的情况下，为维持基建投资和经济增长，或将加大举债力度，债务风险与之而来。同时土地资源日益紧张，地方政府难以维持过去土地出让的高频率，这进一步加剧了土地财政的不可持续性。

图 3. 地方土地出让收入及增速

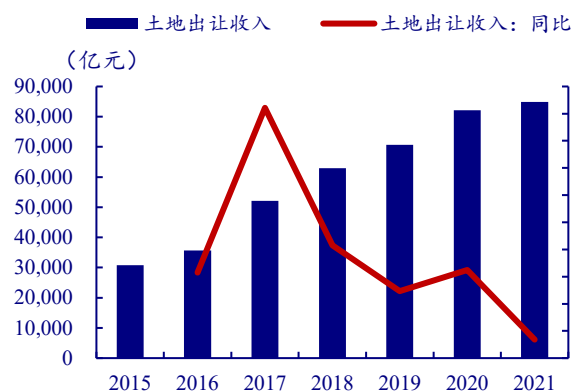
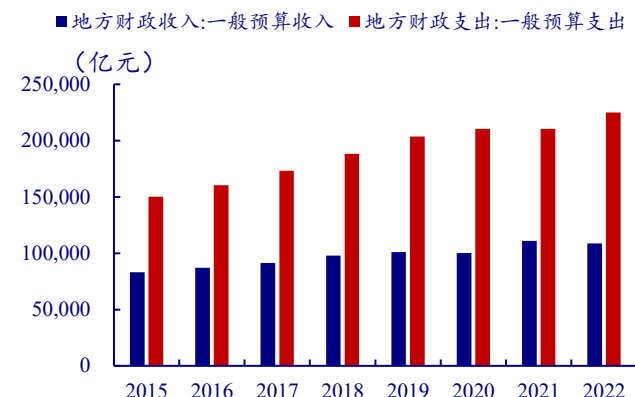


图 4. 地方财政支出显著大于收入

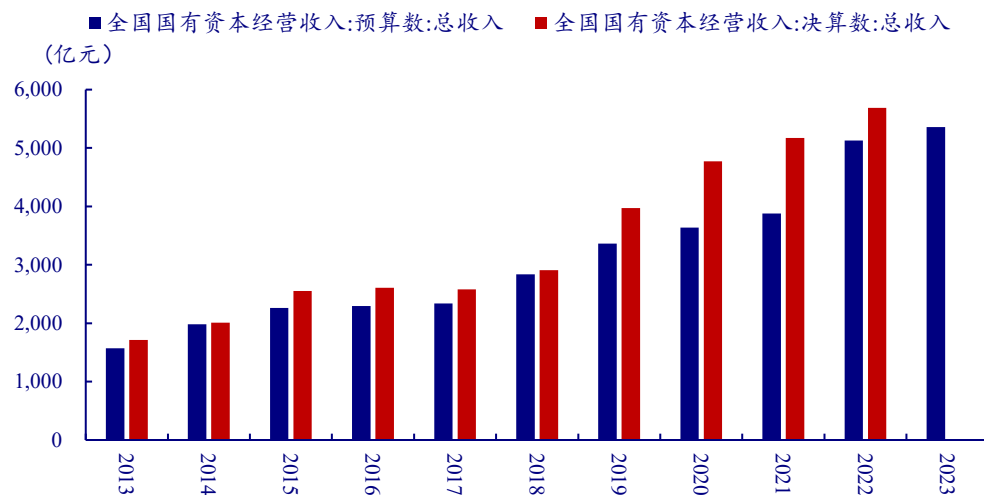


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在这样的背景下, 地方政府亟需寻找新的财政收入方式, 减少对土地财政的依赖, 以缓解渐长的财政压力, 如图 4。随着国有企业改革的深入推进, 国有资本预算收入的明显提升, 如图 5。国有企业持续推进修炼“内功”, 积极提升自身经营效率和市场竞争力, 有助于实现国有资本收入稳步增长, 为财政收入提供重要支撑。

图 5. 国有资本收入稳步增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 中国特色估值体系是中国式现代化助推器

2022 年 10 月 16 日, 党的二十大报告提出“以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴”的宏伟目标, 其中“中国式现代化”是人口规模巨大、全体人民共同富裕、物质文明和精神文明相协调、人与自然和谐共生、走和平发展道路的现代化。

2022 年 8 月 1 日, 中国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, 要坚

持实事求是，坚定走中国特色资本市场发展之路；坚持系统观念，着力构建各方共建共治共享的治理新格局；坚持统筹好改革发展稳定，推动资本市场行稳致远。

2022年11月21日在金融街论坛年会上，易会满详细阐述了如何建设“中国特色现代资本市场”，并特别指出要“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”。其间，他强调要深刻认识市场体制机制、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。2023年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。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。

从确立“中国式现代化”的宏伟目标，到努力打造“中国特色的现代资本市场”，再到提出“中国特色的估值体系”，具有中国元素的特色发展道路层层明晰，说明中国式现代化、中国现代资本市场，中国式估值体系是密不可分的，是三位一体的，如图6。这意味着建立“中国特色估值体系”是中国资本市场发展的必然要求和重要内容，也是推进中国式现代化建设的必然选择。现代资本市场发挥着资源配置枢纽功能，中国式估值体系更好引导投资和资源流向符合国家战略和发展方向的企业和行业，合力实现“中国式现代化”的愿景。

图 6. 资源配置流程



资料来源：中国银河证券研究院

二、改弦易辙，另辟蹊径

（一）传统估值体系理论

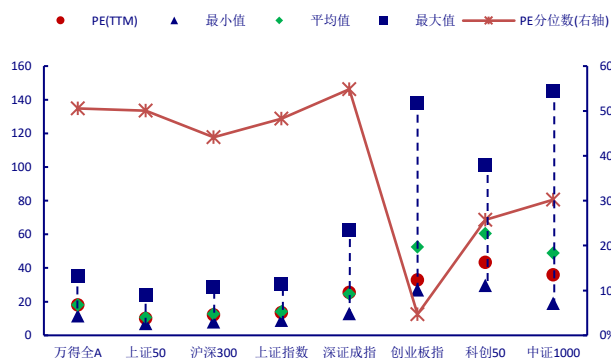
海外资本市场的发展历史悠久，其估值体系也相对成熟和完善。在与国际接轨的道路上，中国资本市场的发展借鉴和吸收了海外资本市场的估值体系的思想。传统的西方估值定价理论体系主要包括以下几个理论：1) 贴现现金流量模型，该模型基于企业未来现金流量的预期以及适当的折现率来计算现在的企业价值；2) 相对估值法，也被称为市盈率法或市净率法，该方法是根据相同行业或市场中的相似公司的估值数据来评估目标公司的价值；3) 再投资收益模型，其思想是利润超过所需资本成本的部分被视为剩余收入；4) 现实期权理论，用于评估那些具有不确定性的投资决策。这些理论的特点主要有以下几点：一是基于企业的财务数据和市场数据进行估值，二是假设公司的经营目标是为了最大化股东的利润，三是依赖于市场有效性和信息透明性，四是假设投资者是理性的。

(二) 传统估值体系下的估值失衡与资源错配

传统的估值理论在中国资本市场中并不完全适用。首先，传统的估值模型分子端重视财务因子，尤其关注利润、现金流等变量的变化，简单套用难以反映出我国市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素，或阻碍央企发挥融资功能，限制了国资优化资本布局的规划。其次，中国的企业往往受到更多的宏观经济和政策因素的影响，这在传统的估值模型中往往难以完全体现。再次，中国的投资者行为往往受到行为金融学中的非理性因素的影响，这与传统估值理论中的理性假设存在冲突。最后，中国的风险和回报之间的关系可能与成熟市场不同，这可能影响到折现率的选择和未来现金流量的预测。

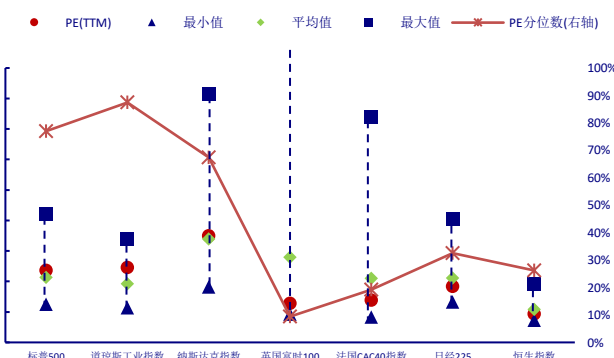
横向比对海外市场，发现 A 股市场整体估值弱于海外。以市盈率(PE)和市净率(PB)作为衡量估值的指标：截至 2023 年 5 月 17 日，全 A 的 PE(TTM)估值为 18.01 倍，处于 2010 年以来 50.55%分位数水平；标普 500 的 PE(TTM)估值为 23.61 倍，处于 2010 年以来 76.97%分位数水平；全 A 的 PB(LF)估值为 1.63 倍，处于 2010 年以来 15.90%分位数水平；标普 500 的 PB(LF)估值为 3.94 倍，处于 2010 年以来 87.13%分位数水平，如图 7 至 10。

图 7. A 股主要股指 PE (TTM)



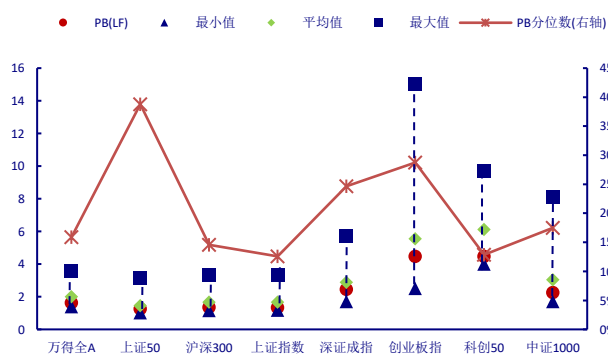
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 海外主要股指 PE (TTM)



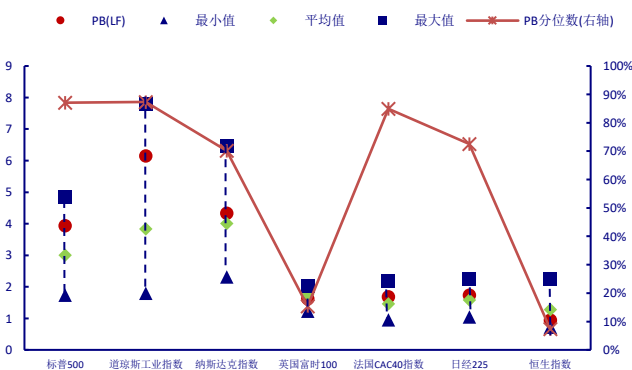
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9. A 股主要股指 PB (LF)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 海外主要估值 PB (LF)

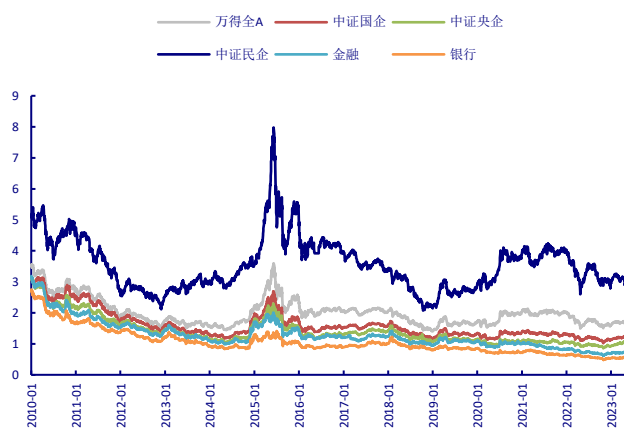
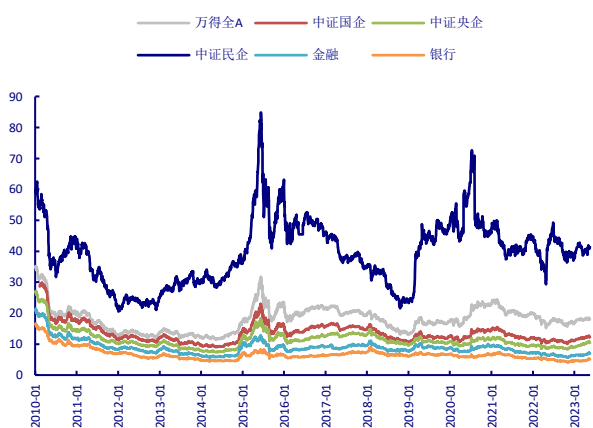


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

纵向比对内部结构，发现 A 股内部估值失衡。将市盈率（PE）和市净率（PB）作为衡量估值的指标。从整体性看，国企整体估值普遍低于非国企，如图 11、12。截至 2023 年 5 月 17 日，中证民企 PE(TTM) 估值为 41.28 倍，对应 2010 年以来 57.71% 历史分位数；中证国企 PE(TTM) 估值为 12.21 倍，历史分位数为 40.11%；中证央企 PE(TTM) 估值为 10.40 倍，历史分位数为 38.67%。中证民企 PB(LF) 估值为 2.90 倍，对应 2010 年以来 24.53% 历史分位数；中证国企 PB(LF) 估值为 1.20 倍，历史分位数为 8.57%；中证央企 PB(LF) 估值为 1.05 倍，历史分位数为 13.77%，如图 13、14。从结构性看，国企中金融业，尤其是银行业，估值更低，如图 11、12。截至 2023 年 5 月 17 日，金融 PE(TTM) 估值为 7.00 倍，历史分位数为 19.13%；上市银行 PE(TTM) 估值为 5.08 倍，历史分位数为 14.54%；金融 PB(LF) 估值为 0.75 倍，历史分位数为 7.39%；上市银行 PB(LF) 估值为 0.58 倍，历史分位数为 6.04%，如图 13、14。

图 11. 国企与非国企估值 PE (TTM) 整体情况 (%)

图 12. 国企与非国企估值 PB (LF) 整体情况 (%)

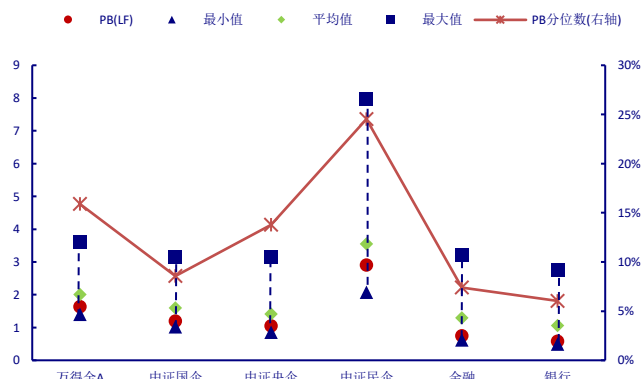
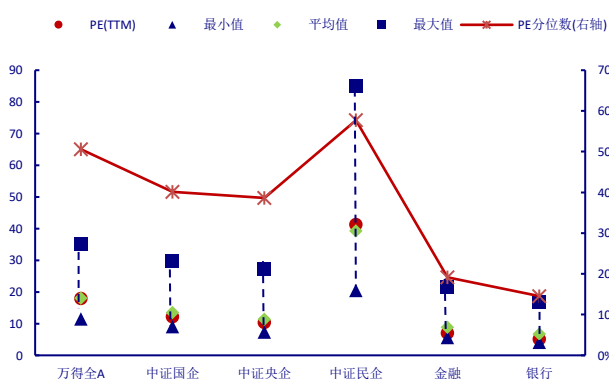


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 13. 国企与非国企 PE (TTM) 比较 (%)

图 14. 国企与非国企 PB (LF) 比较 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

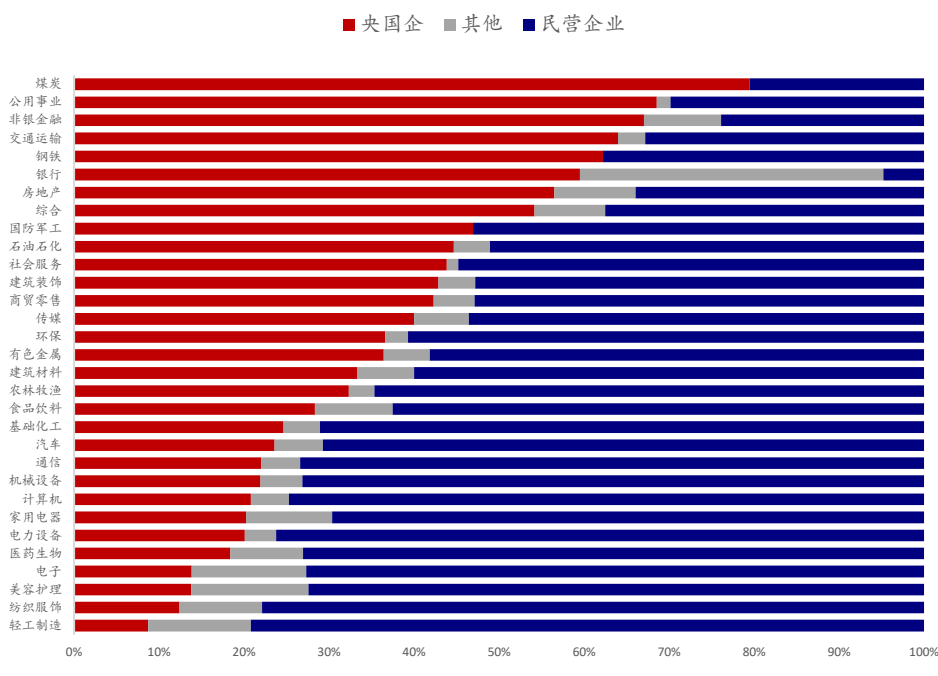
三、国之重器，经济引擎

(一) 央国企是国家的重要经济支柱与经济发展压舱石

区别于资本市场低估值的形象，央国企是国家的重要经济支柱和经济发展压舱石，在经济增长、产业升级、科技创新等方面都发挥着重要作用。

从行业占比角度看，央国企在重要产业领域的占比不容忽视。央国企在石油、天然气、电力、铁路、核电、通信等重要产业领域拥有巨大优势，为国家提供重要的基础设施、战略资源和技术支持，如图 15。

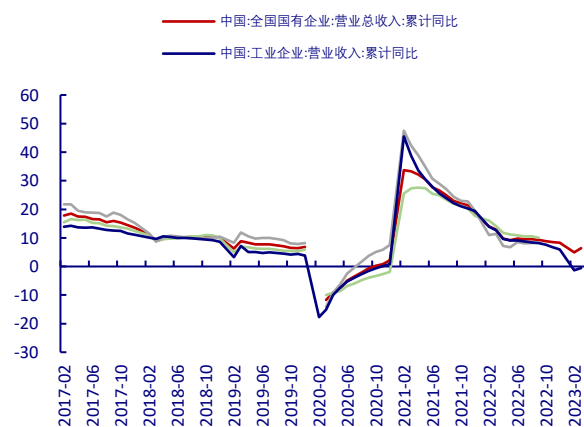
图 15. 一级行业分类央国企占比 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

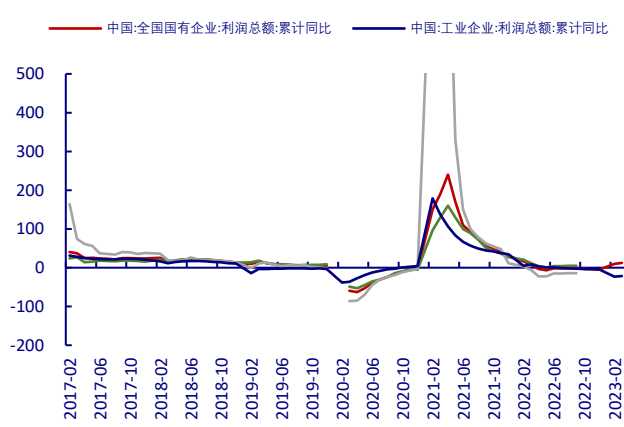
从营业收入和利润总额角度看，央企、国企盈利能力优于市场平均水平。截至 2023 年 3 月，全国国有企业营业收入累计同比增长 6.4%，工业企业下跌-0.5%；全国国有企业利润总额累计同比增长 12.4%，工业企业下跌-21.4%。截至 2022 年 9 月，全国国有企业营业收入累计同比增长 9.3%，高于工业企业 8.2%的增速；其中，中央企业营业收入累计同比增长 10.10%，地方国有企业同比增长 8.3%。但从利润总额累计同比增速来看，全国国有企业下跌 1.10%，工业企业下跌 2.3%；中央企业上涨 5.2%，地方国有企业下跌 14.10%，如图 16、17。

图 16. 国企营业收入累积同比增长 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 17. 国企利润总额累积同比增长 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 1. 一级行业指数与中特估指数累计收益率对比

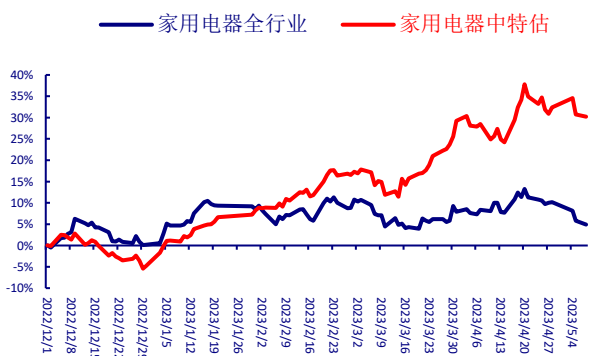
2022.12.1-2023.5.8 累计收益率									
序号	行业分类	全行业	中特估	差值 (中-行)	序号	行业分类	全行业	中特估	差值 (中-行)
1	农林牧渔	-4.24%	-1.75%	2.49%	17	建筑材料	-6.91%	-1.65%	5.26%
2	基础化工	-11.14%	-8.80%	2.35%	18	建筑装饰	18.26%	27.94%	9.68%
3	钢铁	-2.37%	1.97%	4.33%	19	电力设备	-10.51%	-4.71%	5.81%
4	有色金属	-3.50%	12.11%	15.61%	20	国防军工	-0.61%	4.49%	5.10%
5	电子	-1.67%	10.85%	12.52%	21	计算机	23.09%	22.81%	-0.28%
6	家用电器	4.90%	30.20%	25.30%	22	传媒	57.90%	53.64%	-4.27%
7	食品饮料	4.00%	5.20%	1.20%	23	通信	23.81%	43.39%	19.58%
8	纺织服饰	5.46%	15.41%	9.95%	24	银行	11.33%	26.39%	15.07%
9	轻工制造	-1.92%	-3.34%	-1.42%	25	非银金融	13.18%	14.45%	1.27%
10	医药生物	-2.55%	13.18%	15.74%	26	汽车	-9.04%	-4.41%	4.63%
11	公用事业	1.79%	4.72%	2.92%	27	机械设备	-0.47%	11.98%	12.45%
12	交通运输	1.02%	6.33%	5.31%	28	煤炭	-5.26%	-0.83%	4.44%
13	房地产	-14.24%	-10.68%	3.56%	29	石油石化	11.39%	41.68%	30.30%
14	商贸零售	-11.02%	-10.25%	0.77%	30	环保	-2.96%	4.05%	7.02%
15	社会服务	0.28%	1.87%	1.59%	31	美容护理	-1.95%	-0.78%	1.16%
16	综合	-5.34%	-1.94%	3.40%					

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从累计涨跌幅角度看,在当前弱复苏的经济背景下,央国企表现出坚韧与稳健的掌舵特性。按照一级行业分类标准将 A 股全部上市公司划分为 31 个行业,通过提取行业内央国企,定义企业流通股本占比为指数权重,形成了各行业的“中特估”指数,并绘制了 31 个行业的涨跌走势图,见附录,最终得出累积涨跌幅结果,如表 1。从 2022 年 12 月 1 日起,31 个行业的累计涨跌幅结果显示:在绝大多数行业中,中特估指数的累计收益率状况要优于全行业指数,其中,在能源、通信、金融等重要产业领域表现更为亮眼,如图 18 至

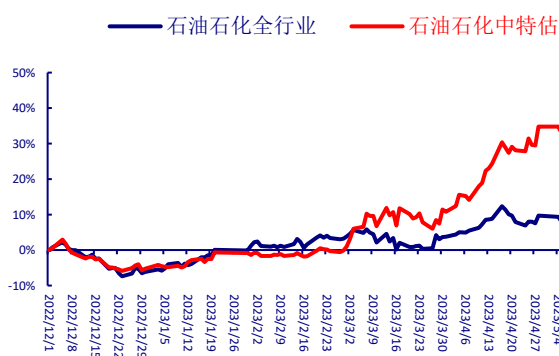
21。这一现象的出现可能得益于央企在重要产业领域中占据重要地位，因此，拥有更强的资金实力和更为稳定的市场地位，能够在经济波动中保持稳定，发挥其对产业链的支持和引领作用。31个行业的累计收益率走势图于附录。

图 18. 家用电器：行业指数 VS 中特估指数



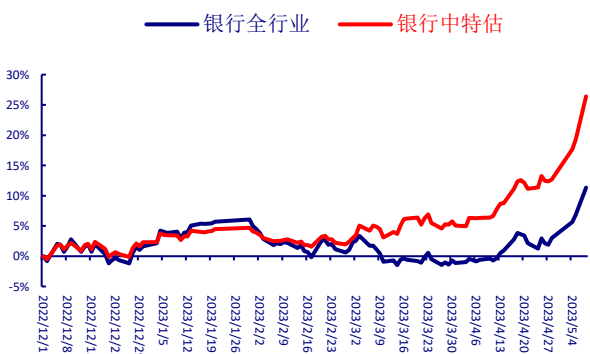
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 19. 石油石化：行业指数 VS 中特估指数



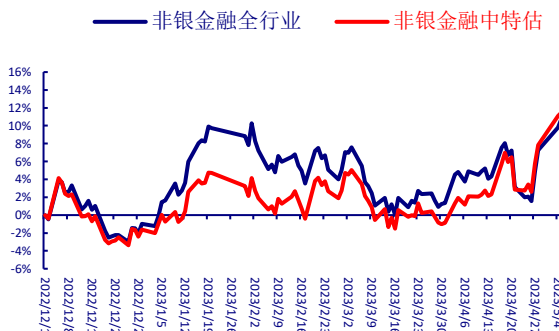
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 20. 银行：行业指数 VS 中特估指数



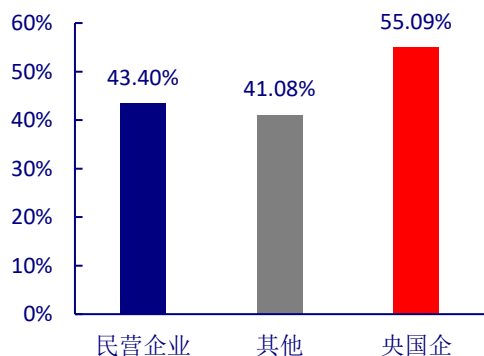
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 21. 非银金融：行业指数 VS 中特估指数



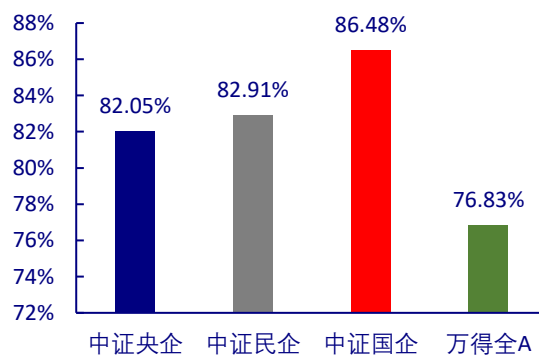
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 22. 公司上市以来的分红率：民企 VS 央企



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 23. 股息率分位数：民企 VS 央企



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

从分红率与股息率角度看，央企的投资价值超过市场平均水平。截止 2022 年 12 月

31日，自上市以来央国企的分红率录得55.09%，民营企业的分红率为43.40%，如图22，央国企的分红率显著高于民营企业；截止2023年5月17日，中证央企股息率的历史分位数对应自2010年起的82.05%，中证国企对应86.48%，不仅高于行业水平(全A)的76.83%，而且还高于中证民企的历史分位数水平82.05%，如图23。

因此，央企、国企是国民经济中的重要支柱，是经济发展中的压舱石。在2022年国内经济面临“三重压力”测试下，央国企顺应政策指引，总体运行稳定，在能源保供、防范重大风险、维护国家安全等领域发挥重要作用。

国有企业在涉及民生领域，如能源保供方面，扮演重要角色。尤其在电力、铁路、公路等行业，央国企需要承担维护社会安全责任、维护经济平稳发展。近两年全球通胀高企，异常天气频发，国际能源危机令人担忧。在能源供应紧张期间，煤炭和电力等央国企多次发挥自己压舱石的作用，带头稳价降价不拉闸，引导煤炭价格理性回归，保障能源供应。

国有企业在防范重大风险中起着重要作用。2022年以来房地产行业整体交易疲软、停工停贷风波发酵，房企债务风险暴露。但从资本结构看，龙头央企、地方国企地产企业债务水平较低，具备较强抗风险能力，在“保交楼、保民生、保稳定”行动过程中更积极主动承担责任。2022年11月以来，房地产纾困政策频出，三箭齐发，国有房地产企业更容易拿到银行授信额度，流动性风险改善。

(二) 蒙尘的明珠：央国企估值提升的诱因

1. 央国企估值远低于市场平均水平

A股市场估值存在结构性国有企业估值相对偏低问题，不同类型的A股企业估值分布并不均衡。据wind数据统计显示，截至2023年5月19日，上市国企和非国企的市盈率(PE) TTM估值分别为12.2倍和41.5倍；其中金融板块的估值更低，当前的市盈率和市净率分别为6.99倍和0.75倍，市净率估值仍处于历史低位状态；上市银行的市盈率和市净率为5.1倍和0.58倍，股息率高至5.1%。2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上对如何建设“中国特色现代资本市场”进行了详细阐述。其中他提出，“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”。政策层面，国有企业投资价值凸显，央企具有较强的防御属性，高股息优势突出。2022年11月下旬开始，成长与价值风格转换的机会明显提升，布局国有企业适应风格切换。

2. 央国企确定性价值凸显

央国企估值偏低的一个重要原因是在过去，央国企的业绩表现往往不如民企。普遍认为，央国企由政府直接或间接控制，管理体制相对僵化，创新能力和市场适应能力相对较弱。但经过国企改革，事实并非如此，随着国企改革不断深入，这种情况正在发生改变。另外，央国企承担了包括支持国家战略、社会公益和保障就业等责任。例如，国企在新能源、高铁等领域承担了大量基础设施建设和国家战略性项目，这些项目的回报周期较长、成本较高，因此，可能对国企的财务表现产生一定的影响。但经历国企改革后的央国企已经明显改善了经营状况。

3. 央国企的行业成长性渐显

以往，央国企主要集中在传统行业，尤其是金融、能源、公用事业等，这些行业的特点是需求相对稳定，市场竞争相对较弱，存在一定程度的垄断。这些因素导致行业内央国企的盈利增长空间和成长性相对较低。以能源行业为例，央企中的中国石油、中国石化等企业是行业的主要龙头，其盈利稳定性较高，但同时也需要较高的资本投入和跨度长的业务周期，这使得它们的成长性相对较慢。同样，金融行业也是央企的主要集中领域，银行业作为央企的代表，其盈利主要来自于传统的信贷业务和利息差，成长性也较低。但随着高质量发展不断深入，央国企的成长属性逐渐改善。

4. 市场对央国企投资的认知偏差改善

在 A 股市场中，投资者普遍偏好具有高增长潜力和高估值的特点的成长型股票。然而，央国企大多数是老牌企业，具有相对稳定的盈利和现金流水平，市场对其未来增长潜力的预期并不高。相对于成长型股票，央国企更多地被归类为稳健型、蓝筹股，这在一定程度上导致了其估值相对较低。此外，央国企的业务多以传统产业为主，市场风格的切换可能导致投资者偏好热门概念股，这也导致了央国企在该阶段的估值相对较低。经过三年的国企改革，多数国企已经逐渐走出市场的认知误区，估值有待持续提升。

5. 政策驱动，国企改革估值重塑

2022 年是国企改革三年行动收官之年，国有控股企业不断提能增效，估值有望重塑。2020 年 6 月《国有企业改革三年行动》审核通过，国企改革进入全面落实阶段。国务院国资委统计数据显示，目前各中央企业和各地改革工作台账完成率均超过 98%。2022 年 5 月，国资委推出《提高央企控股上市公司质量工作方案》以实际行动推动央企控股上市公司高质量发展走深走实，方案强调央企科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司水平；同年 7 月政治局会议上提出“要继续实施国企改革三年行动方案”并印发《关于抓好国企改革三年行动高质量收官有关事项的通知》。**国有企业过往存在的创新发展能力、产能低效、市场配置资源功能发挥不充分等问题得到大幅度改善。**2022 年 11 月，易会满主席明确提出探索建立具有中国特色的估值体系，一方面要“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，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，**国企估值修复或提速。**

近期，多次重要会议提出，我们要着力推进高质量发展，推动构建新发展格局，实施供给侧结构性改革，推动国有资本和国有企业做强做优做大。当前我们面临诸多卡点瓶颈，科技创新能力还不强等问题，粮食、能源、产业链供应链、防范金融风险等方面仍有许多问题需要解决。国有企业可以凭借自身的强大融资能力、政策执行力，在我国迈向科技创新、自主可控的道路上发挥改革主力军作用。近期相关支持政策逐步落地，上交所制定完成新一轮《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》，其中涉及央企上市公司的举措主要有三条：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。

总结上述几点，在当前经济逐渐修复的环境下，国有资产的相对确定性较高，配置价值抬升。首先，在多重利好冲击下，央企、国企展现出较强韧性，营收增长和利润增速均高于市场平均水平；其次，国有企业在我国经济发展中具有举足轻重的地位，是经济发展中的压舱石，在防范化解重大风险过程中，维护社会稳定中起着重要作用；第三，国有企

业是我国迈向高质量发展的主力军，是国家安全保障的重要执行者。第四，2022年是国企改革三年改革收官之年，新一轮国企改革仍在途，在政策催化下板块估值有望持续抬升。

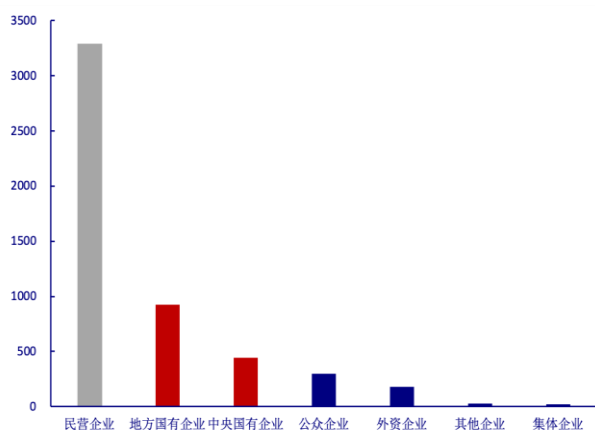
四、路径分析：横向联合，群策群力

为了提升央国企的估值，激发央国企活力与创造力，发挥其国之重器的作用，一方面必须采取持续深化改革的措施，推动央国企的持续发展壮大；另一方面需要构建具有中国特色的估值体系，引导资产流向符合国家战略发展的领域，提高配置效率。结合国家大政方针，我们总结如下六大路径助力构建中国特色的估值体系，完善中国特色资本市场，最终实现中国式现代化。

（一）路径一：坚持两个“毫不动摇”方针

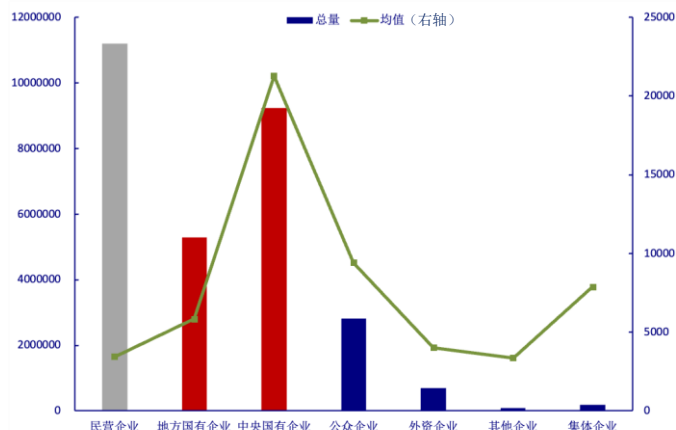
2022年12月15日，中央经济工作会议指出，要切实落实“两个毫不动摇”。“两个毫不动摇”是构建高水平社会主义市场经济体制的重要内容，即毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。

图 24. 不同类型的 A 股上市公司数量



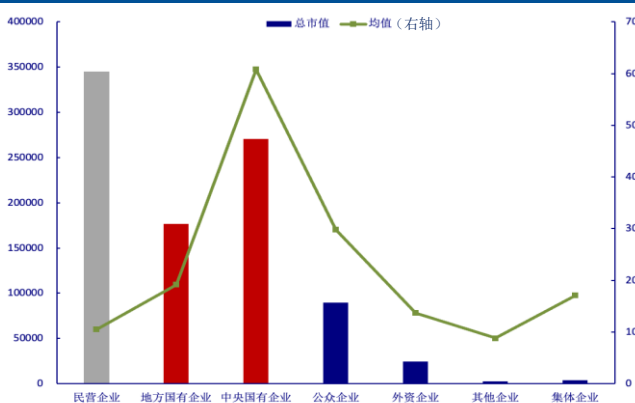
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 25. 不同类型的 A 股上市公司员工数



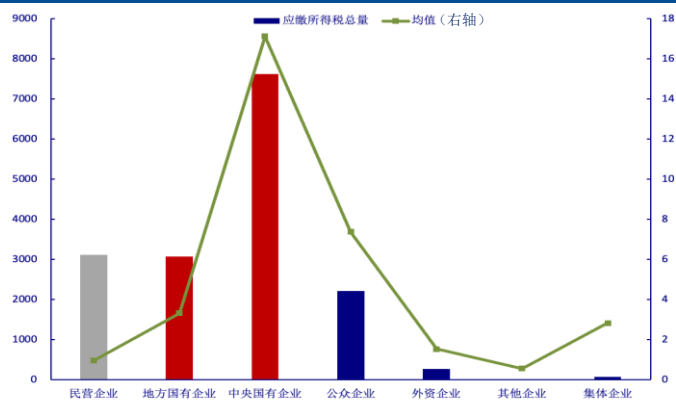
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 26. 不同类型的 A 股上市公司市值（亿元）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 27. 不同类型的 A 股上市公司应缴所得税（亿元）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

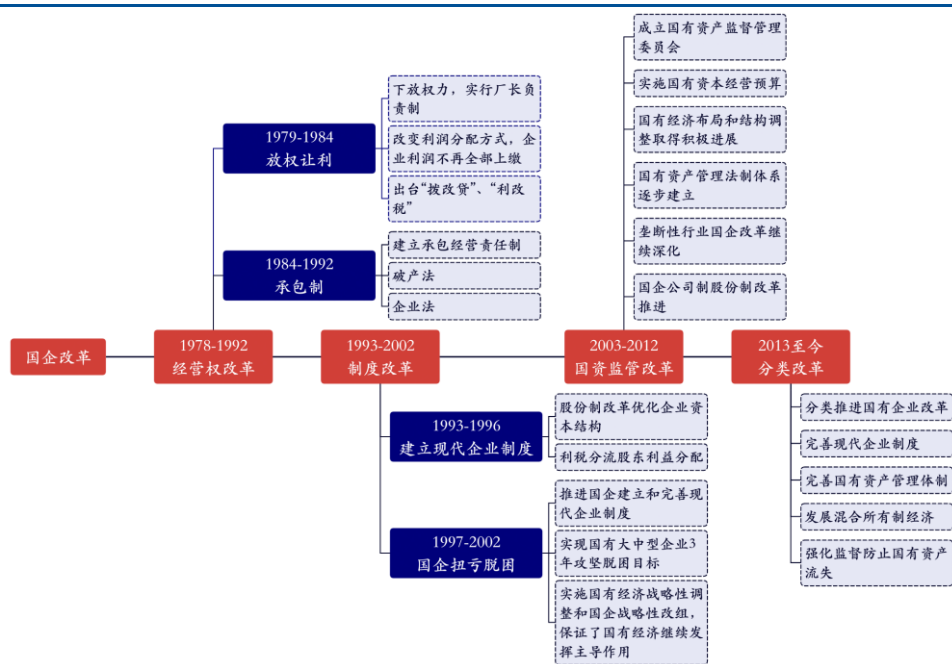
从不同类型的上市公司数量看，如图 24，庞大的民营企业拥有绝对的数量优势，是资本市场的重要活力来源，截至 2023 年 5 月 18 日，A 股上市公司共 5183 家，其中民营企业、地方国有企业、中央国有企业、公众企业、外资企业、其他企业和集体企业分别为 3289、922、445、300、117、27、23 家；从聘用员工数看，民企与央国企均为市场提供了大量的就业机会，民营企业和央国企分别创造了 1120 万和 1454 万余的就业岗位，其中，每家央企提供 2 万余岗位，国企提供超 5 千岗位，远高于其他类型企业，表明央国企是稳定就业、居民创收的强大保障；从公司市值看，以公有制经济为主体，多种所有制经济并存的结构从市场中得到验证；从国家税收来源看，规模庞大且具备强盈利的央国企是纳税的主力军，为国家财政稳定提供了重要支撑。

在我国经济发展的过程中，公有制经济与非公有制经济是相辅相成、相得益彰的，公有制经济与非公有制经济为经济体系的多样性、稳定性和可持续发展做出了重要贡献。正是因为充分发挥公有制经济和非公有制经济各自的功能和优势，我国经济才不断创造发展奇迹。

（二）路径二：持续深化改革，创造企业价值

自改革开放以来，我国国有企业历经多个阶段的改革并取得了显著的成果，如图 28。从计划经济到市场经济，从集权管理到分权经营，从单一产权到多元产权，从行政化管理到市场化运作，国企改革不仅激发了国有企业的活力和创造力，提高其效率和竞争力，而且推动了国有经济与市场经济的有机结合，通过建立现代企业制度和健全的市场机制，使国有企业在市场竞争中发挥更大的作用，为经济发展和社会进步做出积极贡献。

图 28. 国企改革之路



资料来源：人民网，新华网，中国银河证券研究院整理

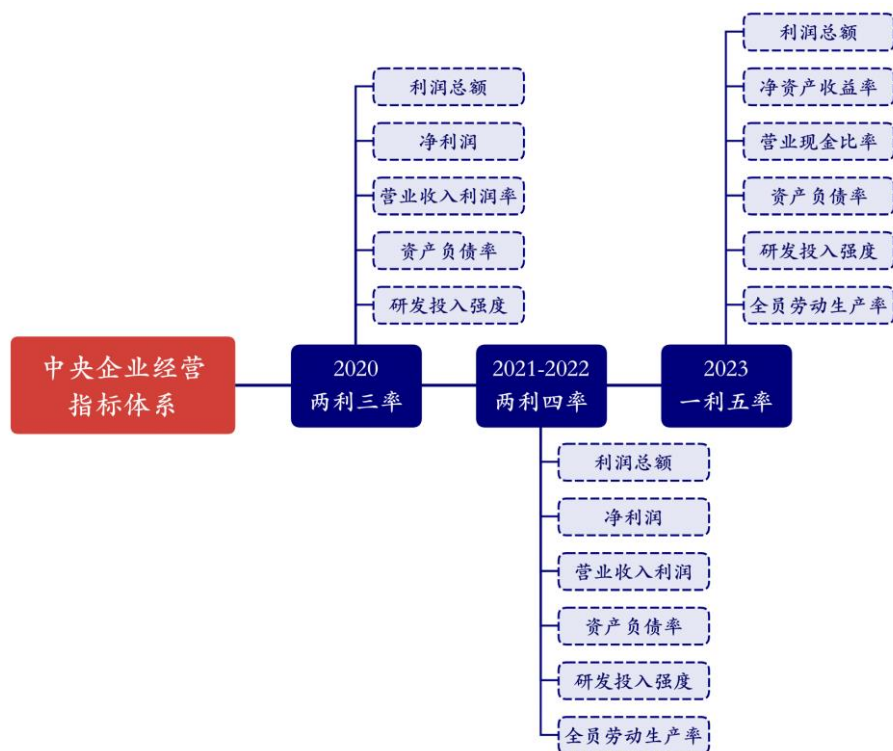
2022 年，决战决胜国企改革三年行动高质量圆满收官，实现了“三个明显成效”预期目

标：在形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制上取得明显成效，在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效，在提高国有企业活力和效率上取得明显成效。传递国企改革的接力棒，依据党的二十大报告，下一阶段国企改革将围绕“加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。”

1. 完善考核评价体系，突出战略导向，强化内在、长期价值导向

2023年1月5日，为加快推进中央企业高质量发展，国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”。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，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，引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”，如图29。会议明确，2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即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”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、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。基于此，对于A股市场的估值方法，建议更加倾向于市净率（PB）估值法。

图 29. 中央企业经营指标体系优化之路



资料来源：人民网，新华网，中国银河证券研究院整理

从企业角度分析，传统的考核评价体系往往偏重短期经济指标和表面绩效，忽视了企业的战略定位、核心竞争力以及长期价值的创造。通过完善考核评价体系，央国企可以更

准确地评估和衡量自身的战略发展状态，帮助企业确定长期发展方向和目标。战略导向的考核能够引导企业在决策和资源配置中更加注重长期布局，避免盲目追求短期利益。其次，强化内在、长期价值导向的考核评价体系有助于激励国企注重内在价值的提升和核心竞争力的培育。通过切实关注企业的创新能力、技术研发、人才培养等方面，有助于推动企业不断加强自身的核心能力和技术实力，提升产品质量和服务水平，增强市场竞争力。

站在国家层面，央国企作为国家经济的重要组成部分，其发展和运营情况直接关系到国家经济的稳定和发展。通过完善考核评价体系，国家可以更好地了解 and 监控国企的经营状况，确保其符合国家战略目标和发展方向。此外，强调战略导向和内在、长期价值导向的考核评价体系可以促使国企更好地履行社会责任，积极参与国家重大战略项目和产业调整，推动国家经济结构的优化和升级。

2. 提升科技创新能力，从技术供给和需求牵引双向发力，加快推动关键核心技术攻关突破

2022年5月27日，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，为下一阶段央企改革指明方向。《方案》瞄准核心竞争力提升，明确提出要“打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，培育一批专业优势明显、质量品牌突出的专业化领航上市公司”。**国有企业需要凭借自身的强大融资能力、政策执行力，在我国迈向科技创新、自主可控的道路上发挥改革主力军作用。**2023年3月3日，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。会议提出，**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。**对标世界一流，国有企业在效率效益、战略性新兴产业布局、科技创新能力支撑等方面仍存在差距，国资国企要突出效率，突出创新驱动，突出产业优化升级，突出服务大局。

对企业来讲，科技创新能力的提升有助于解决阻碍其发展和竞争力的技术瓶颈和制约因素，摆脱发展“掣肘”，引领技术发展前沿。对国家而言，科技创新是实现国家经济结构优化和升级的关键驱动力。此外，科技创新能力的提升对国家安全和国防建设具有重要意义。当前，美国为遏制中国的发展，制造科技围堵和贸易争端，面对美对华经济战略不断升级和演变，掌握关键核心技术可以保障国家在关键领域的自主权和安全，减少对外部的依赖。

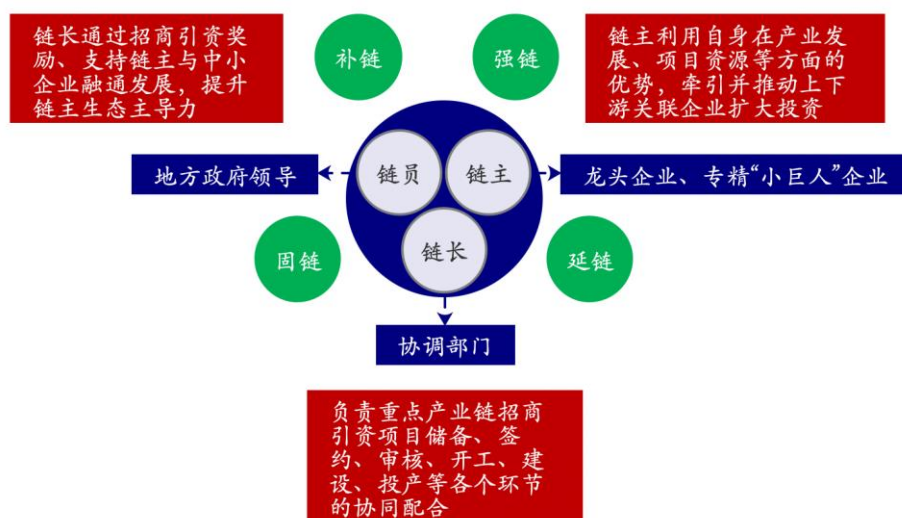
3. 维护产业链供应链稳定，有效维护国家产业安全，更好保障能源资源安全

2023年2月15日，中央经济工作会议明确“要加快建设现代化产业体系”，“要切实提升产业链供应链韧性和安全水平，抓紧补短板、锻长板”。在逆全球化的大背景下，产业链供应链安全的重要性凸显，成为应对全球产业链供应链局部断裂、“卡脖子”问题的重要保障。我国政府已将支持产业链供应链发展纳入国家战略，中央也多次在重大会议和重要文件中强调要提升产业链供应链韧性，党的二十大报告也明确提出要“着力提升产业链供应链韧性和安全水平”、“推动创新链产业链资金链人才链深度融合”、“加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全”。

积极响应号召，“链长制”应运而生，如图30。“链长制”通过地方政府主要领导担任

“链长”，以龙头企业和专精特新“小巨人”企业为“链主”，集中力量、重点突破产业链薄弱环节，加快实现内外部资源的统筹管理，补齐制造业中上游短板，加速构建关系国家安全的领域和节点，构建自主可控、安全可靠的国内生产供应体系，推动“建链、补链、强链、延链”工作取得实质性进展，进一步实现在高端制造领域国产替代、增强原始创新能力，实现制造业高质量发展。

图 30. 链长制



资料来源：人民网，新华网，中国银河证券研究院

4. 要切实端稳主业饭碗，坚持专业化发展，坚决防范化解重大风险

企业的主业是其核心竞争力所在，切实端稳主业饭碗意味着确保企业在自身优势领域的持续竞争力。企业专注核心业务意味着提升专业化水平，有利于企业创新能力的提高与核心技术的培养，企业的生产效率和质量水平得以提升，市场需求得以被更好地满足，企业由此实现持续盈利和可持续发展。2023年5月16日发布的《可持续高质量发展专题：谁主沉浮？》以量化逻辑的形式验证了该结论。

站在更高的角度，企业专注主业意味着企业能够保持生产能力，提供稳定的就业岗位保障社会就业。此外，深耕专业领域意味着企业能够减少跨界经营，降低经济和社会的不确定性，有助于维护国家的安全和可持续发展。

（三）路径三：强化市值管理，实现资产保值增值

1. 合理、适度、灵活地管理市值

2022年5月27日，《提高央企控股上市公司质量工作方案》指明，将“增进上市公司市场认同和价值实现”作为未来三年央企改革的重要任务，鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系。支持央企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。

结合央国企本身具有高股息与高分红的特质基础,当股票价值与内部价值存在背离时,央国企可以考虑合理灵活运用市值管理手段,向市场释放讯号,引导投资者正确衡量上市公司的内在实力和业绩表现,如股份回购、高管持股、增减持等。

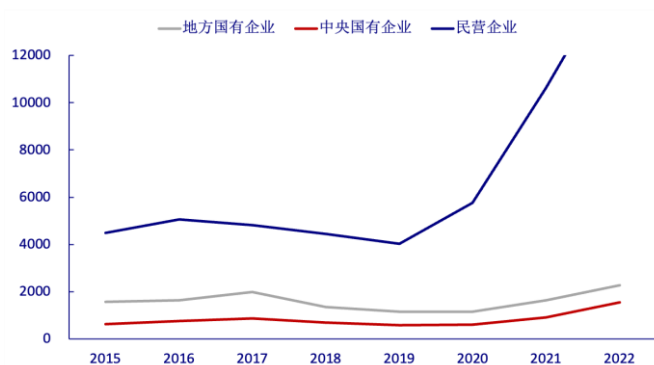
2. 寻求增进社会认同

2022年12月2日,《中央企业综合服务三年行动计划》要求,要推动央企上市公司主动与投资者沟通交流,增进市场对央企的了解和认同。推动央企上市公司主动与投资者沟通交流,提升透明度,组织引导各类投资者走进央企、了解央企、认同央企。

央国企估值偏低在一定程度上源自信息沟通不畅,市场认可度低。其中,自2015年以来,央国企的总被调研次数显著低于民营企业,以2022年为例,民营企业的被调研次数为15985次,地方国有企业和中央国有企业被调研次数分别为2269次和1555次;2020年以后,央国企平均被调研次数被民营企业反超,差距存在拉大趋势,如图31、32。

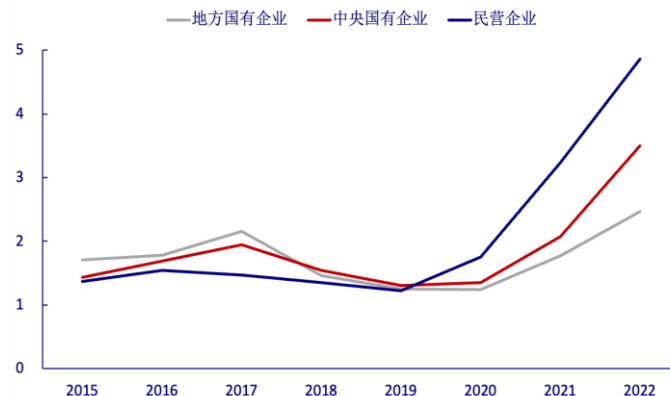
为加强投资者关系管理,提升投资者对公司战略和长期投资价值的认同感,央国企一方面应尽快建立健全信息披露制度,帮助投资者了解上市公司运营情况和投资逻辑,另一方面需畅通与投资者的交流渠道,丰富传播与互动方式。

图 31. 2015 年以来不同类型企业被调研次数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 32. 2015 年以来不同类型企业被调研次数均值

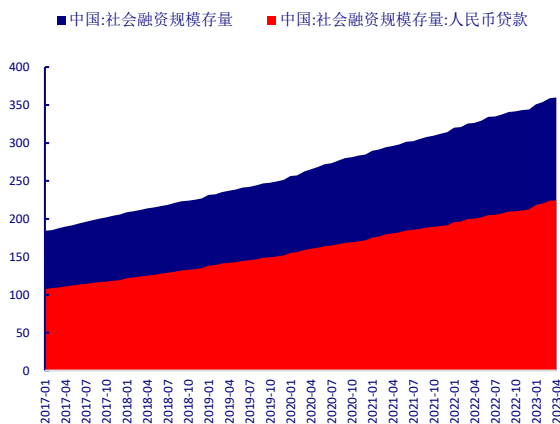


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 路径四: 提升直接融资比例, 注重中长期融资

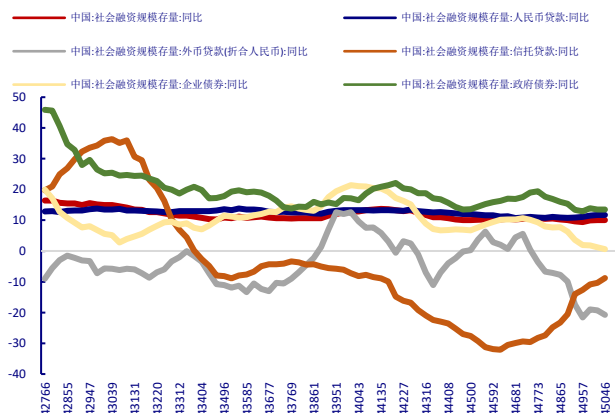
截止2023年4月,社会融资规模存量的规模达到359.95亿元,其中,以人民币贷款为形式的间接社会融资规模存量为224.40亿元,占比67.90%,说明我国目前直接融资比例不足,存在上行空间。此外,社会融资规模存量同比分项分化,人民币贷款的融资同比增速维持稳定,企业债券同比增速下降,如图33、34。

图 33. 社会融资规模存量及人民币贷款分项



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

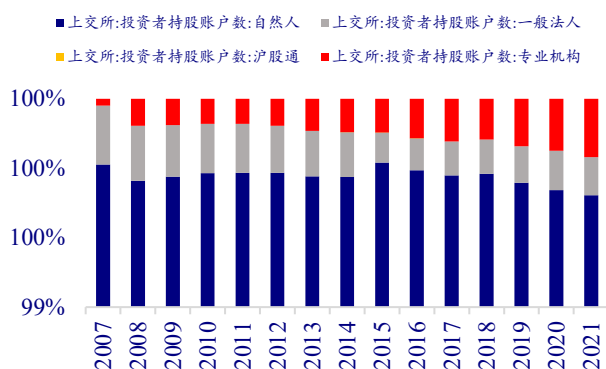
图 34. 社会融资规模存量分项同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

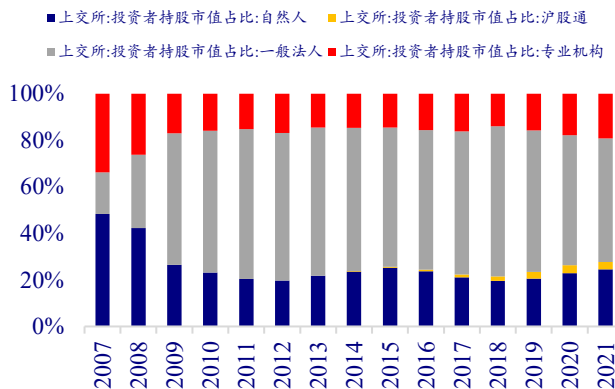
此外, 随着中国资本市场的发展, A 股市场投资者结构正在逐步变化, 机构投资者数量稳步增长, 但个人投资者仍然占据市场的主导地位, 如图 20 和 21。

图 35. 上交所不同类型投资者持股账户数占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 36. 上交所不同类型投资者持股市值占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

近期, 证监会主席易会满强调: “近年来, A 股市场投资者结构正在发生积极的趋势性变化, 机构投资者持股和交易占比稳步上升, 个人投资者交易占比逐步下降到 60% 左右。但要清醒看到, 个人投资者数量超过 2 亿, 这是我国资本市场最大的市情, 是市场活力的重要来源, 也是市场功能正常发挥的重要支撑。我们要在继续发展壮大机构投资力量的同时, 更加重视中小投资者合法权益的保护”。另外, 他指出**我国资本市场起步晚、发展快, 市场的文化积淀还不够的现状**。“映射到投资文化与理念上, 主要体现在国内的部分机构投资者还没能牢固树立价值投资的理念, 热衷于追逐市场热点。”

因此, 应该重视和培养机构投资者, 特别是中长期机构投资者, 以提升资本市场的长期稳定性和可持续发展。同时, 鼓励养老金和保险资金等长期资金进入市场, 以满足经济发展的长期资金需求。此外, 还应鼓励地方政府投资和产业资本参与市场, 促进实体经济和资本市场的深度融合。对于外资投资者, 我们应该鼓励他们通过 QFII (合格境外机构投

资者)和 RQFII(人民币合格境外机构投资者)等渠道进入市场,推动资本市场的国际化进程。为了实现资产配置的结构调整,我们还应该鼓励居民将更多资金配置到符合中国式现代化特征估值体系的优质行业中,以推动这些行业的发展和壮大。这样的举措将促进资源的合理配置,优化经济结构,推动中国式现代化的实现。

(五) 路径五: 积极承担社会责任, 引领中国式现代化

区别于部分国家在实现经济科技高度发达的同时陷入以资本为中心、物质主义泛滥、精神空虚、失德失序的困境,中国式现代化的本质要求是坚持中国共产党领导,坚持中国特色社会主义,实现高质量发展,发展全过程人民民主,丰富人民精神世界,实现全体人民共同富裕,促进人与自然和谐共生,推动构建人类命运共同体,创造人类文明新形态。

促进人与自然和谐共生,就要牢固树立绿水青山就是金山银山的理念,尊重自然、顺应自然、保护自然,全方位、全地域、全过程加强生态环境保护,深入推进污染防治,推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式,提供更多优质生态产品以满足人民日益增长的优美生态环境需要。服务于中国式现代化,中国特色估值体系需要引入承担社会责任、助力绿色低碳循环发展的估值理念: ESG 体系。

ESG 理念与高质量发展内核一致,其目标是将环境、社会和治理的因素纳入企业的战略规划和经营决策中,以实现可持续发展和长期价值创造。当前,我国 ESG 体系建设尚处于起步阶段,央国企承载着推动中国 ESG 发展的重任。央国企自身不仅要积极履行社会责任、完善披露 ESG 相关信息,而且要协助推动包含评价体系建设等在内的 ESG 整体实践的发展。2022 年,国务院国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》,要求央企控股上市公司积极披露 ESG 专项报告,力争在 2023 年前实现相关专项报告的“全覆盖”,表明央企在资本市场上将发挥带头示范作用,积极建设具有中国特色的估值体系。

(六) 路径六: 建立健全市场机制, 优化资源配置效率

良好的制度能够规范市场行为,维护市场秩序,保护投资者的合法权益, **构建符合中国特色的市场估值体系, 打造中国特色的现代资本市场, 需要采取一系列的措施:**

第一, 全面落实注册制, 通过简化程序和加快审批速度, 推进企业的发行上市流程, 提高市场的活力和效率, 促进更多优质企业快速进入资本市场;

第二, 提高信息披露要求, 确保市场信息的公开透明。同时加强监管机构的监督力度, 防止信息不对称、内幕交易等行为, 通过提高市场的公信力, 增强投资者的信心;

第三, 优化做市商制度、融资融券制度、退市制度, 通过完善交易机制, 提高市场流动性, 降低交易成本, 提升市场交易效率;

第四, 建立健全的风险防范机制优化, 防止市场出现恶性循环和系统性风险;

第五, 加强对投资者的利益保护, 建立健全风险管理与教育机制, 通过提供投资者教育和风险管理的相关培训, 帮助投资者更好地理解市场风险, 增强风险意识, 保护投资者的合法权益, 提高市场的稳定性和公信力。

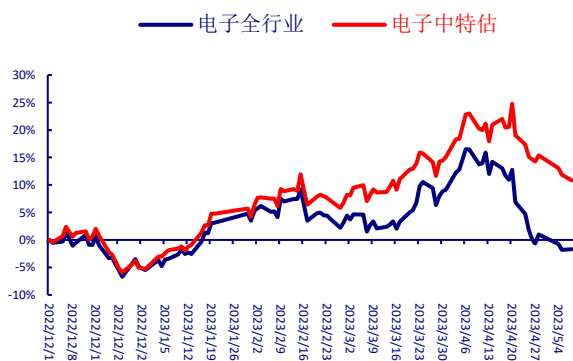
五、投资建议：科技引领，国安为重

“中特估”概念所催生的估值修复已于市场中显形，并展现出长期的发展趋势。从投资逻辑的角度看，除了经济复苏带来央企盈利逐步改善的基本面逻辑之外，国有企业深化改革、高分红潜力及中特估体系的建立均支撑央企价值的重塑及修复。

（一）科技创新、自主可控的国有控股企业

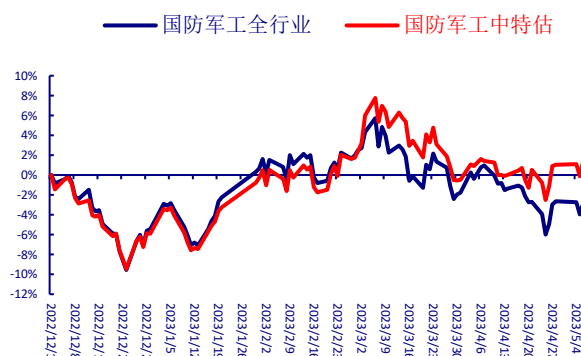
2022年12月政治局会议要求，“产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强”，预计2023年结构性货币政策以及财政政策将投入更多资金到国防安全、国家竞争、技术封锁相关的产业，以满足“自立自强”的安全需求。大国崛起之路将从反制封锁、替代进口和实现自主可控展开，技术及国防安全相关产业链的市场价值提升将支撑估值的回升。

图 37. 电子行业：行业指数 VS 中特估指数



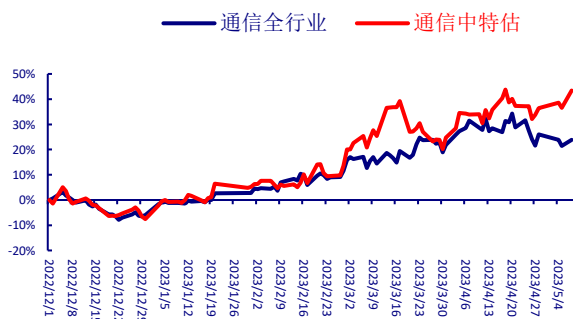
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 38. 国防军工：行业指数 VS 中特估



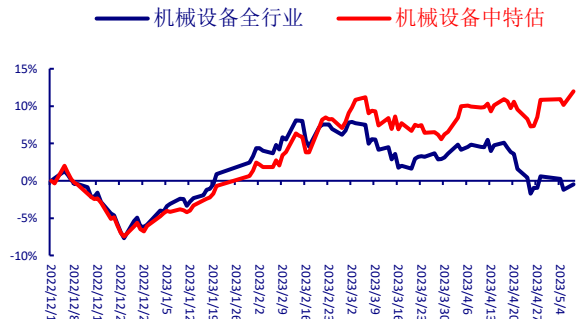
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 39. 通信：行业指数 VS 中特估指数



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 40. 机械设备：行业指数 VS 中特估



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

在**半导体领域**，政府的决心坚定，致力于在芯片技术上取得突破，并追求半导体自主化。预计政府将持续大力支持半导体产业，可能会包括补贴、税收优惠等措施，以鼓励半导体制造企业的发展。在**航空航天领域**，中国的航空航天系统在某种程度上将逐渐脱离对西方的依赖。在**高端装备制造领域**，中国将继续推崇专精特新、大国重器的理念。在**数字产业领域**，中国将致力于构建具有国际竞争力的数字产业集群。

在过去的一段时间内，市场表现出相对颠簸的走势，可能出现了一些阶段性的下跌或横盘现象。根据现有行情走势的观察，可以看出大部分相关行业呈现出即将上行的迹象。如图 37 至 40。

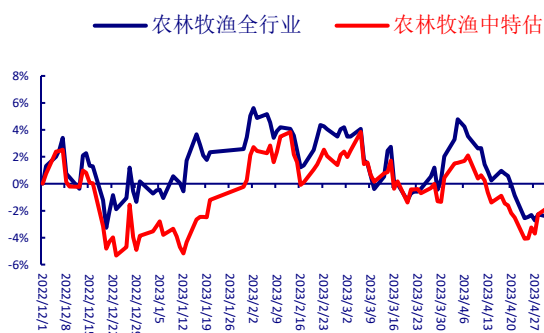
(二) 承担国家经济命脉的领域

在中美贸易摩擦、地缘政治冲突的背景下，国家经济的稳定发展和安全已经成为政府任务的重中之重。在中国，基础设施建设、能源、金融、农业等领域一直被认为是国家经济发展的基础，对于国家的经济安全和稳定发展有着至关重要的作用，并且这些领域的投资有着长期的稳定性。

基础设施建设方面，中国政府正积极推进“一带一路”倡议，通过加大基础设施投资，以期提高中国在国际贸易中的话语权。**能源方面**，国内经济复苏推动能源需求增长，全球能源市场的供应紧张且价格波动剧烈，因此保障能源安全具有至关重要的意义。中国政府正在积极推进自身的能源转型和布局，特别是在新能源领域。如加大对可再生能源的投资，积极推进智能电网建设，以实现能源供给的多元化和可持续发展。**金融方面**，金融业的发展不仅对于国家的经济稳定和金融安全具有重要意义，同时也对于促进经济增长、优化产业结构和提高经济效率等方面发挥着重要作用。

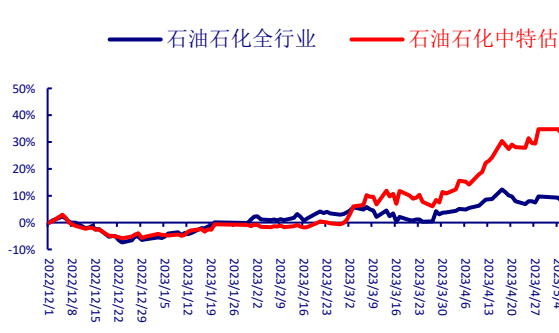
在过去的一段时间内，市场经历了一次上涨行情，价格逐步上升，并可能达到了一定的高点。然而，由于市场的波动性和投资者的利润回吐行为，目前市场处于阶段性回调的阶段。这种回调是正常的市场调整，旨在消化过去上涨阶段中的涨幅，平衡市场情绪，并为下一波上涨行情积蓄能量，长期走势仍然向好，如图 41 至 43。

图 41. 农林牧渔：行业指数 VS 中特估指数



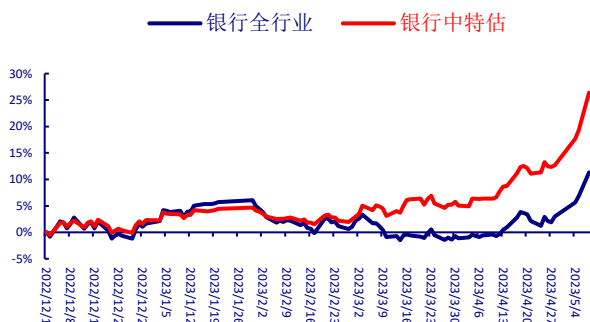
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 42. 石油石化：行业指数 VS 中特估



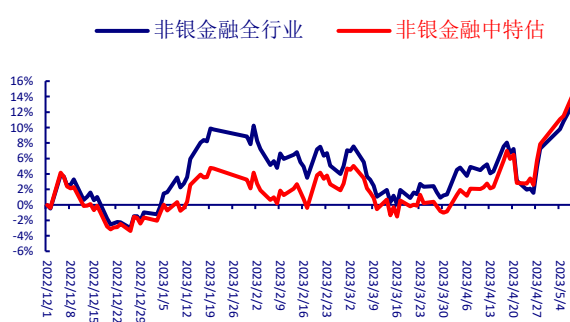
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 43. 银行：行业指数 VS 中特估指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 44. 非银金融：行业指数 VS 中特估值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

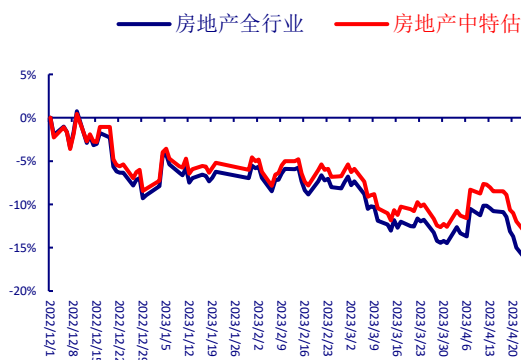
(三) 政策改善，融资渠道拓宽，估值有望修复的产业链

经济冲击与楼市衰弱使得严苛的调控政策不再适用当前环境，满足居民合理住房需求，稳房价、稳预期，促进房地产业良性循环和健康发展成为新的政策主线。

2021 年中央政治局会议指出要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，规划建设保障性住房。

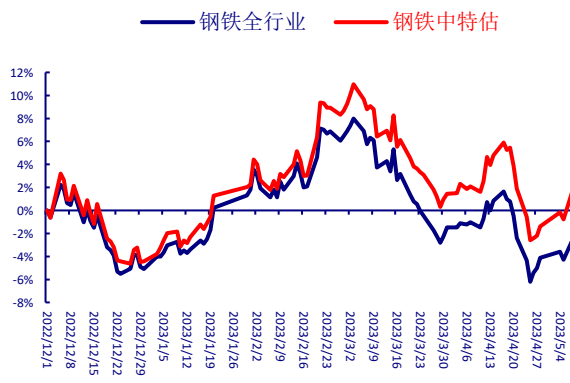
当前，房地产市场依旧处于弱复苏的阶段，行情走势上涨并不明显。但伴随产业政策的倾斜和流动性的释放，房地产行业仍存在上涨的空间，并有望带动相关产业链**钢铁、水泥、建筑**板块的复苏，如图 44 至 47。

图 45. 房地产：行业指数 VS 中特估指数



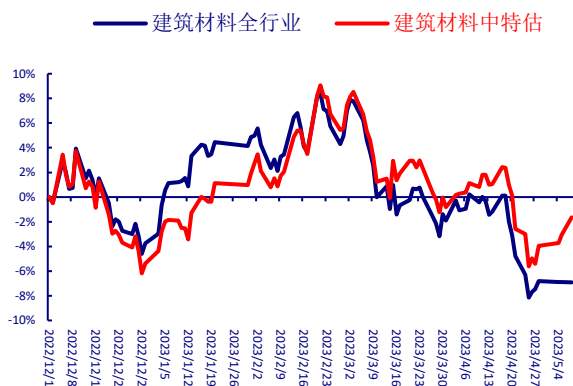
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 46. 钢铁：行业指数 VS 中特估值



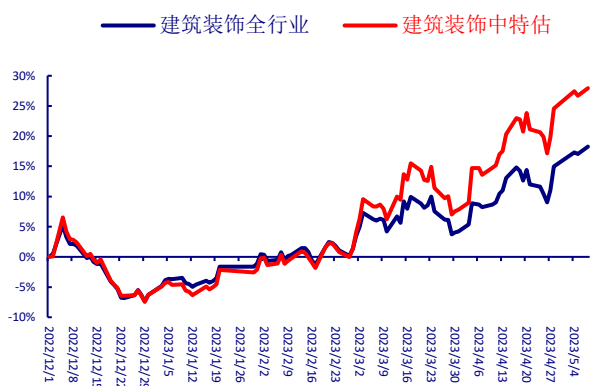
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 47. 建筑材料：行业指数 VS 中特估指数



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 48. 建筑装饰：行业指数 VS 中特估值



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

插图目录

图 1. 全球贸易占 GDP 比重下滑	3
图 2. 三架马车对 GDP 增长的贡献率	3
图 3. 地方土地出让收入及增速	4
图 4. 地方财政支出显著大于收入	4
图 5. 国有资本收入稳步增长	4
图 6. 资源配置流程	5
图 7. A 股主要股指 PE (TTM)	6
图 8. 海外主要股指 PE (TTM)	6
图 9. A 股主要股指 PB (LF)	6
图 10. 海外主要估值 PB (LF)	6
图 11. 国企与非国企估值 PE (TTM) 整体情况 (%)	7
图 12. 国企与非国企估值 PB (LF) 整体情况 (%)	7
图 13. 国企与非国企 PE (TTM) 比较 (%)	7
图 14. 国企与非国企 PB (LF) 比较 (%)	7
图 15. 一级行业分类央国企占比 (%)	8
图 16. 国企营业收入累积同比增长 (%)	9
图 17. 国企利润总额累积同比增长 (%)	9
图 18. 家用电器: 行业指数 VS 中特估指数	10
图 19. 石油石化: 行业指数 VS 中特估值	10
图 20. 银行: 行业指数 VS 中特估指数	10
图 21. 石非银金融: 行业指数 VS 中特估值	10
图 22. 公司上市以来的分红率: 民企 VS 央国企	10
图 23. 股息率分位数: 民企 VS 央国企	10
图 24. 不同类型的 A 股上市公司数量	13
图 25. 不同类型的 A 股上市公司员工数	13
图 26. 不同类型的 A 股上市公司市值 (亿元)	13
图 27. 不同类型的 A 股上市公司应缴所得税	13
图 28. 国企改革之路	14
图 29. 中央企业经营指标体系优化之路	15
图 30. 链长制度	17
图 31. 2015 年以来不同类型企业被调研次数	18
图 32. 2015 年以来不同类型企业被调研次数均值	18
图 33. 社会融资规模存量及人民币贷款分项	19
图 34. 社会融资规模存量分项同比增速	19
图 35. 上交所不同类型投资者持股账户数占比	19
图 36. 上交所不同类型投资者持股市值占比	19
图 37. 电子行业: 行业指数 VS 中特估指数	21
图 38. 国防军工: 行业指数 VS 中特估值	21
图 39. 通信: 行业指数 VS 中特估指数	21

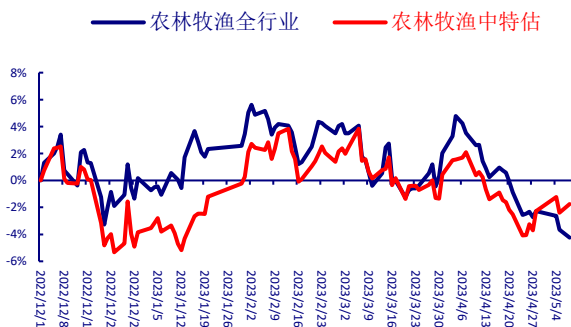
图 40. 机械设备：行业指数 VS 中特估值	21
图 41. 农林牧渔：行业指数 VS 中特估值指数	22
图 42. 石油石化：行业指数 VS 中特估值	22
图 43. 银行：行业指数 VS 中特估值指数	23
图 44. 非银金融：行业指数 VS 中特估值	23
图 45. 房地产：行业指数 VS 中特估值指数	23
图 46. 钢铁：行业指数 VS 中特估值	23
图 47. 建筑材料：行业指数 VS 中特估值指数	24
图 48. 建筑装饰：行业指数 VS 中特估值	24

表格目录

表 1. 一级行业指数与中特估值指数涨跌幅对比	9
-------------------------------	---

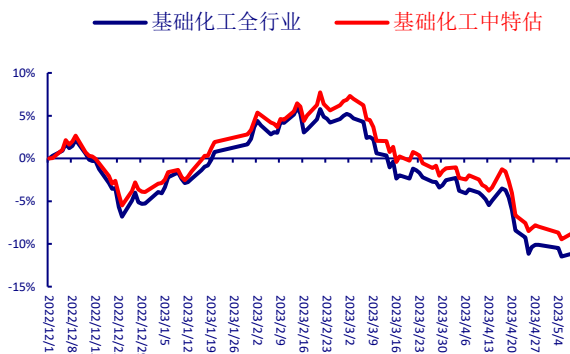
附录：各行业涉及中特估的指数回测

图 1. 农林牧渔：行业指数 VS 中特估指数



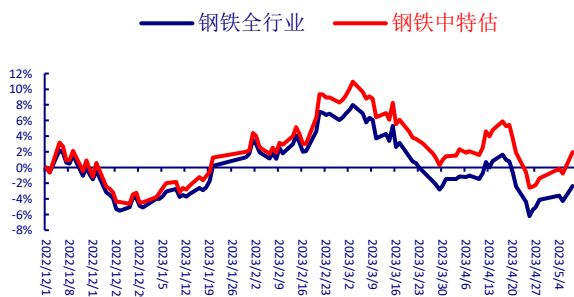
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 2. 基础化工：行业指数 VS 中特估指数



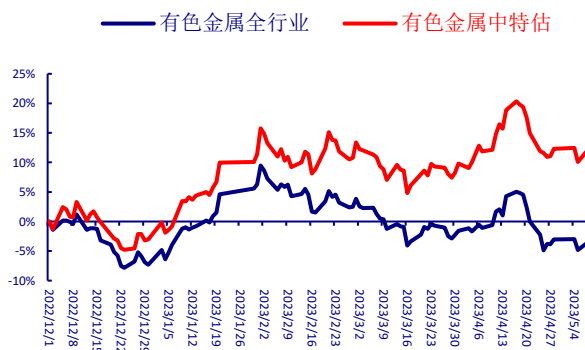
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 3. 钢铁：行业指数 VS 中特估指数



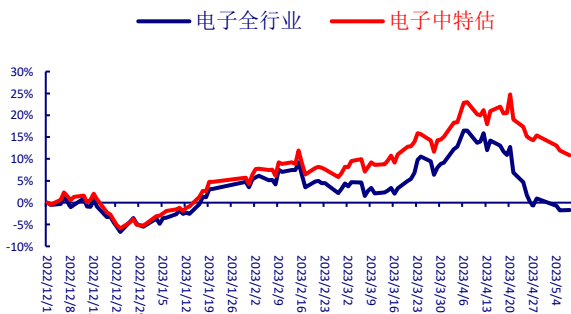
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 4. 有色金属：行业指数 VS 中特估指数



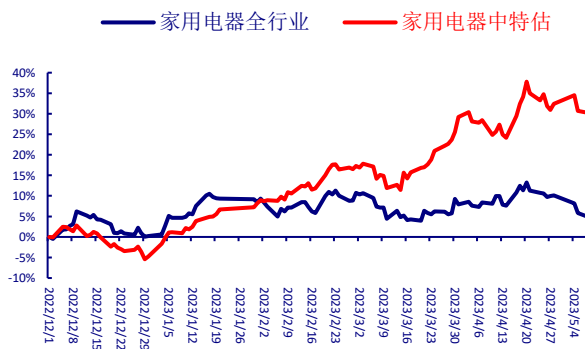
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 5. 电子：行业指数 VS 中特估指数



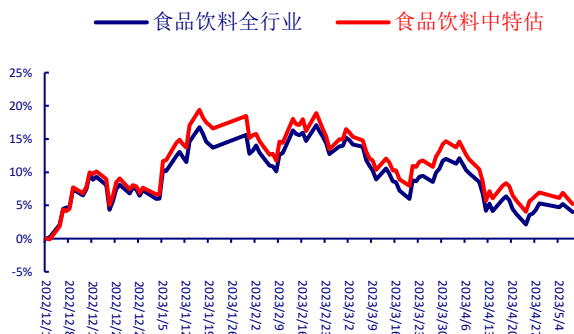
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 6. 家用电器：行业指数 VS 中特估指数



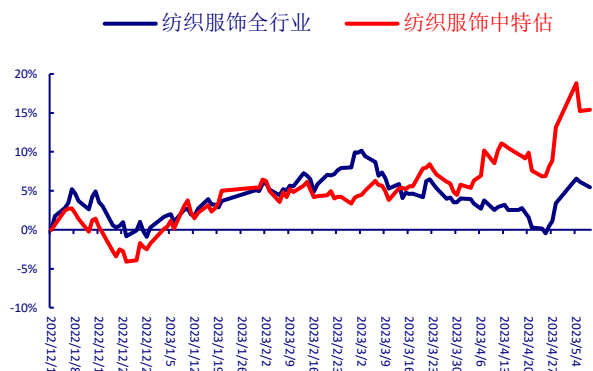
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 7. 食品饮料：行业指数 VS 中特估指数



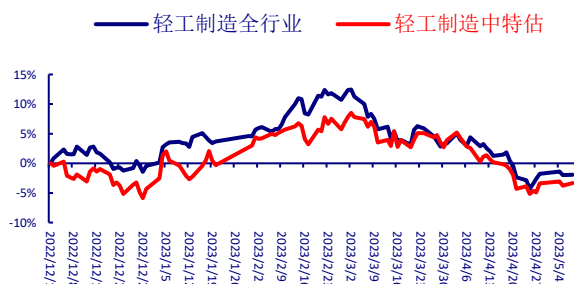
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 8. 纺织服饰：行业指数 VS 中特估指数



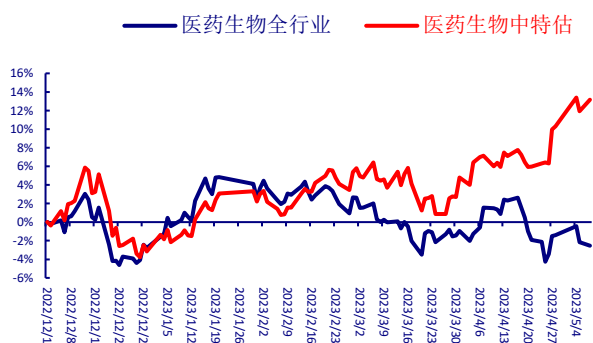
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 9. 轻工制造：行业指数 VS 中特估指数



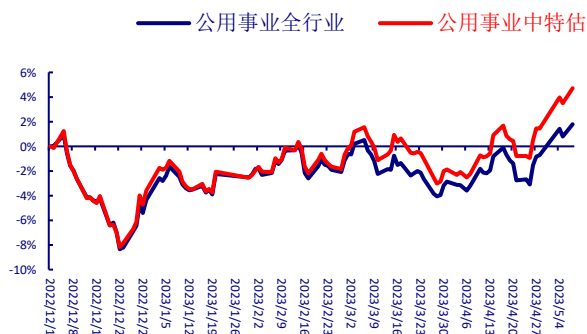
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 10. 医药生物：行业指数 VS 中特估指数



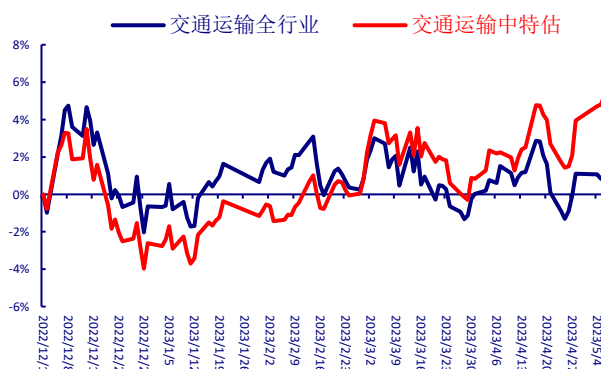
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 11. 公用事业：行业指数 VS 中特估指数



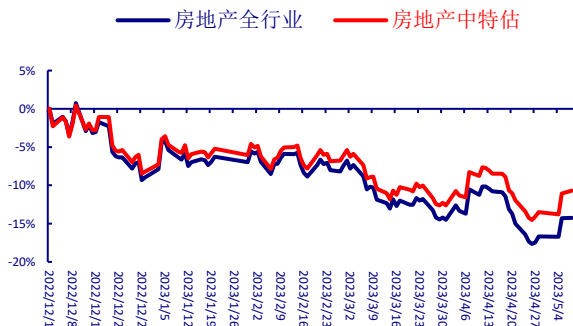
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 12. 交通运输：行业指数 VS 中特估指数



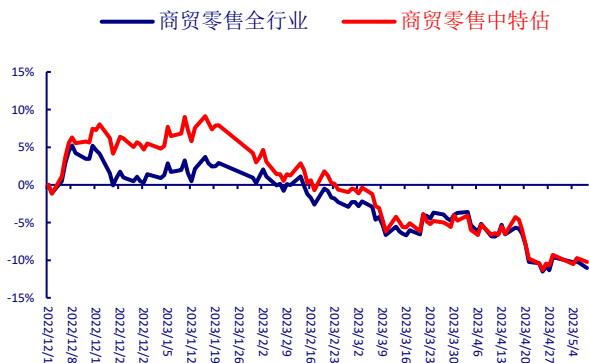
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 13. 房地产：行业指数 VS 中特估指数



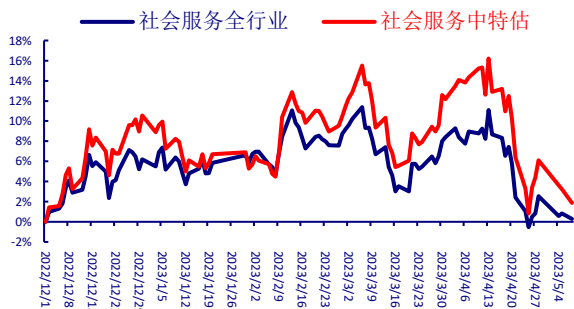
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 14. 商贸零售：行业指数 VS 中特估指数



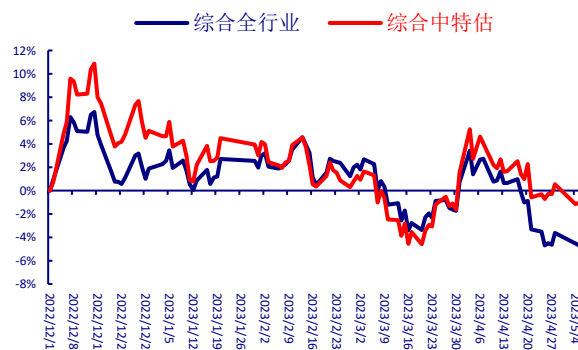
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 15. 社会服务：行业指数 VS 中特估指数



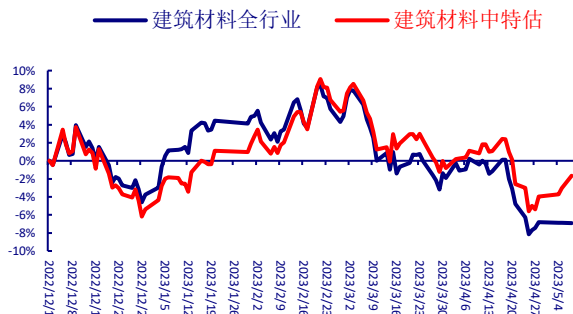
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 16. 综合：行业指数 VS 中特估指数



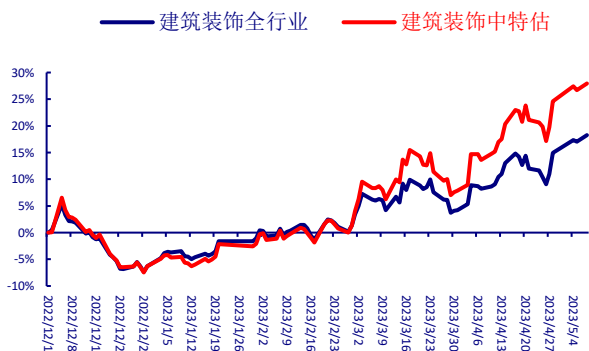
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 17. 建筑材料：行业指数 VS 中特估指数



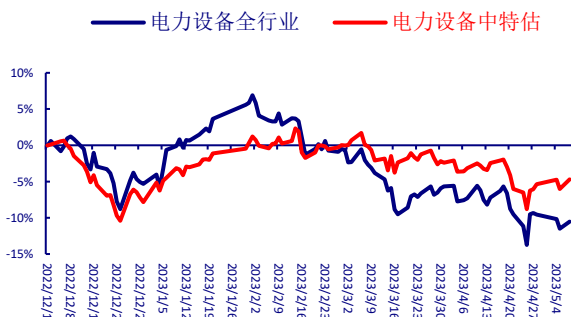
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 18. 建筑装饰：行业指数 VS 中特估指数



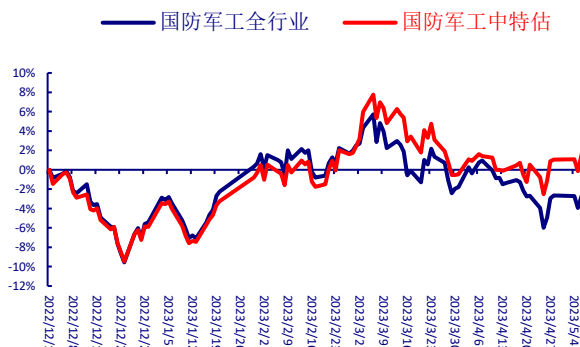
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 19. 电力设备：行业指数 VS 中特估指数



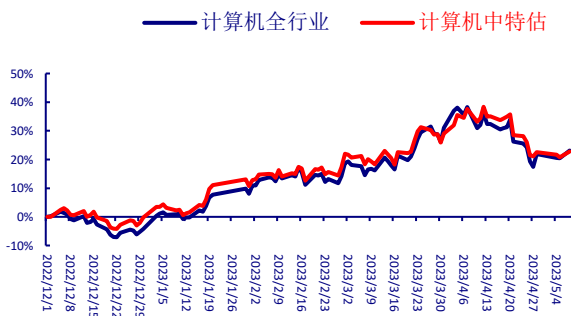
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 20. 国防军工：行业指数 VS 中特估指数



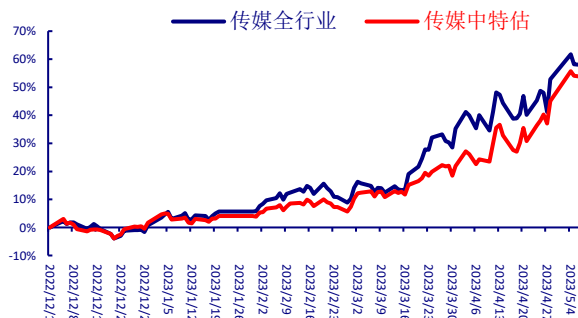
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 21. 计算机：行业指数 VS 中特估指数



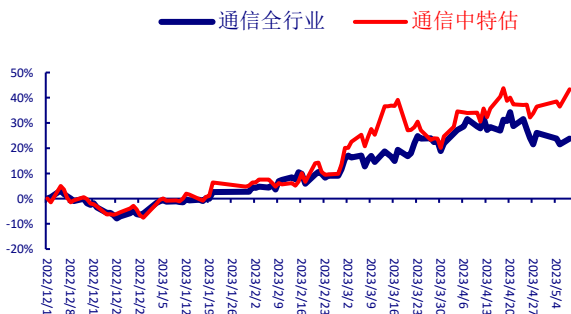
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 22. 传媒：行业指数 VS 中特估指数



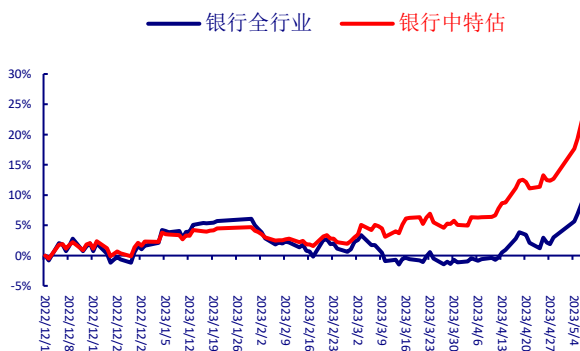
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 23. 通信：行业指数 VS 中特估指数



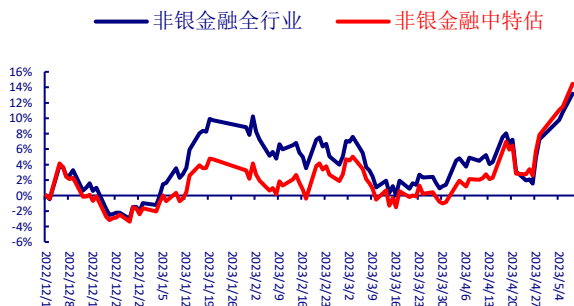
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 24. 社会服务：行业指数 VS 中特估指数



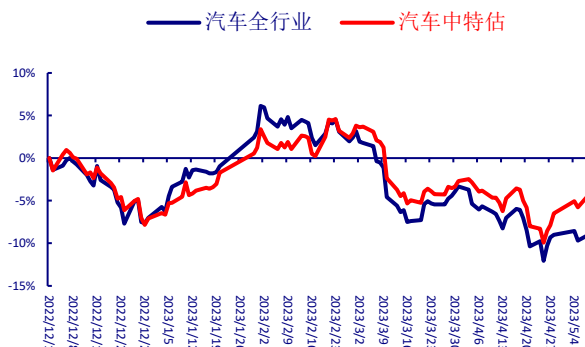
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 25. 非银金融：行业指数 VS 中特估指数



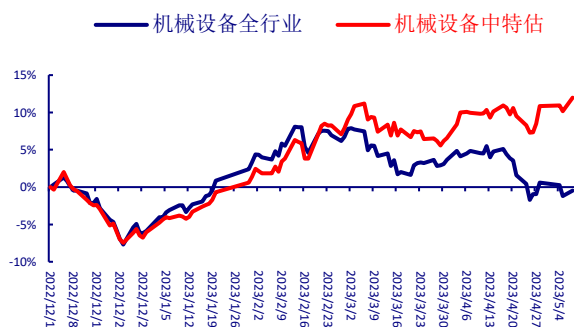
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 26. 汽车：行业指数 VS 中特估指数



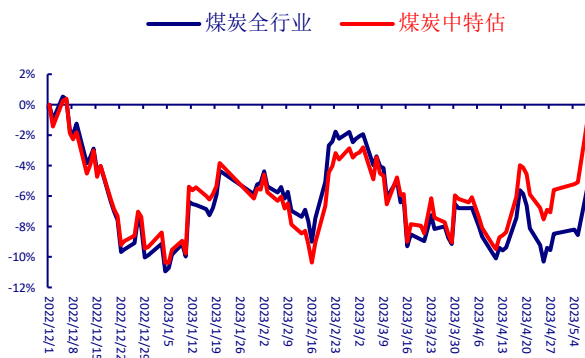
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 27. 机械设备：行业指数 VS 中特估指数



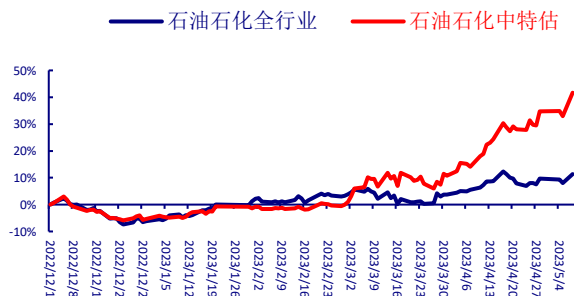
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 28. 煤炭：行业指数 VS 中特估指数



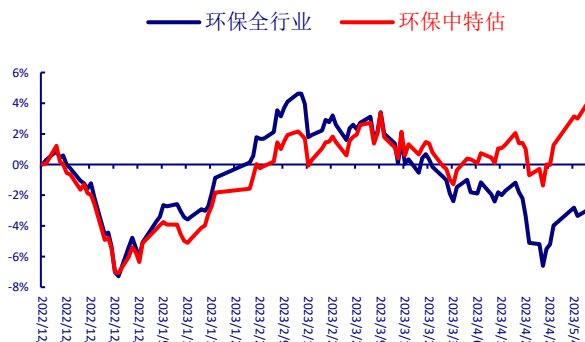
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 29. 石油石化：行业指数 VS 中特估指数



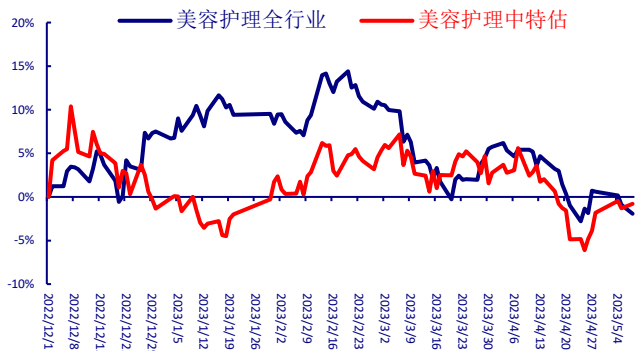
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 30. 环保：行业指数 VS 中特估指数



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 31. 美容护理：行业指数 VS 中特估指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

杨超，策略分析师，清华大学经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganmanling_bj@chinastock.com.cn