

中特估的蕴生和行情演绎

核心要点:

● 中国特色估值体系的蕴生:

中国特色估值体系概念最早在2022年11月21日金融街年会上被易会满主席提出，此后央国企估值重塑等话题开始被频频提及。中国特色估值体系是中国式现代化发展在资本市场的进一步实践，更好地发挥中国资本市场的资源配置作用。

● 中特估作为长期投资主线的八大理由:

1. 催化：一带一路+数字经济。
2. 央国企估值提升空间可观。
3. 经营考核标准变化，央企业绩改善确定性提升。
4. 重新认识国有企业的核心竞争力。
5. 风格轮动角度：价值风格回归。
6. 主题投资的崛起。
7. 实体经济投资回报率下降提升蓝筹股吸引力。
8. 央国企ESG评级相对更好，吸引海内外投资者关注。

既有短期催化剂（数字经济和一带一路）的催化，又有市场价值风格回归、估值回升动力强劲、主题投资崛起的支持，还有中期央国企业绩确定性提升，投资者认知转变引导长线资金布局带来的支持，最后在长期视角下，ESG关注度提升，实体经济投资回报率下降都将凸显言过其内在价值，我们坚定看好后市行情。

● 投资者共识角度看中特估行情阶段演绎:

第一阶段——试探，分歧（投资者共识还未形成，“中特估”概念+行业/产业上涨逻辑）。

第二阶段——强化，博弈（投资者共识强化，大逻辑逐步形成，深入投资探索）。

第三阶段——共振，确立（估值锚确立，估值体系重塑完成，实现戴维斯双击）。

我们认为目前中特估行情正处于第一阶段尾声，向第二阶段过渡的过程中，第二阶段行情是否启动需要关注是否有新的相关政策出台或者高层是否有新的表态。短期观察是否有增量资金进入：若没有，市场仍是存量资金博弈。在行业风格快速轮动后，TMT和中特估主线风险释放，估值吸引力提升，市场会再次回归主线，但存量资金的博弈将使放大两条主线跷跷板效应，主要看两条主线之间的强。对于中特估主线来讲，投资者会继续寻找新的行业上涨逻辑来对不同的相关行业继续进行试探，以震荡上行为主。若出现政策面的持续支撑，增量资金入场，中特估第二段行情大概率会开始启动，开始新一轮上涨。中长期需关注宏观货币政策的传导、央国企内在价值的变化以及估值锚的确立。

● 风险提示：政策超预期的风险；经济超预期下行的风险。

分析师

王新月

☎：(8610) 80927695

✉：wangxinyue_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040003

特别鸣谢：马宗明

策略团队（杨超、蔡芳媛、王新月、马宗明）

相关研究

2023/05/08 5月关键词——“回归”和“分化”

2023/04/23 下跌才能带来新一轮上涨机会

2023/03/19 不受黑天鹅干扰，监视数字经济+国企改革主线

2023/02/25 市场波动，坚持主线和题材择时

目 录

一、中国特色估值体系的蕴生	3
二、中特估作为长期主线的八大理由.....	3
(一) 催化：一带一路+数字经济。	3
(二) 央国企估值提升空间可观	4
(三) 经营考核标准变化，央企业绩改善确定性提升	5
(四) 重新认识国有企业的核心竞争力	6
(五) 风格轮动角度：价值风格回归	8
(六) 主题投资的崛起	8
(七) 实体经济投资回报率下降提升蓝筹股吸引力	8
(八) 央国企 ESG 评级相对更好，吸引海内外投资者关注	9
三、投资者共识角度看中特估行情阶段演绎.....	10
(一) 中特估行情演绎三阶段	10
(二) 目前中特估行情所处阶段及后市关注点	12
图表目录	13

一、中国特色估值体系的蕴生

中国特色估值体系概念最早在 2022 年 11 月 21 日金融街年会上被易会满主席提出，表示“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”，强调要“让市场更好认识企业内在价值”。央国企作为实现国家发展战略的重要载体，是中国特色估值体系实践的重要方向，此后央国企估值重塑等话题开始被频频提及。

2022 年 12 月，上交所发布《中央企业综合服务三年行动计划》，提及“服务推动央企估值回归合理水平”。此后，2023 年 1 月，中央企业负责人会议召开，明确提出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”，目标为“一增一稳四提升”，提升央国企经营业绩确定性。2023 年 3 月《政府工作报告》中指出要完善中国特色国有企业现代公司治理。中国特色估值体系概念被不断提及和完善，为央国企估值体系重塑、股价合理反映企业内在价值带来较大的想象空间。中国特色估值体系蕴生在中国特色社会主义下，是中国式现代化发展在资本市场的进一步实践，将更好地发挥中国资本市场的资源配置作用。

二、中特估作为长期主线的八大理由

中国特色估值体系作为一个内涵丰富的主题投资板块，涉及行业广泛，从中特估指数行业构成来看，银行、石油石化、通信、建筑、煤炭、计算机等行业权重较高。本轮中特估行情从 2023 年 11 月 21 日中国特色估值体系提出开始，截至 2023 年 5 月 8 日高点，中特估指数上涨 34.6%，取得了较高的超额收益率。我们中特估作为一个既有短期支撑，又有长期上行动力的一个主题投资板块，可以作为贯穿全年的主线，有以下八大理由：

（一）催化：一带一路+数字经济。

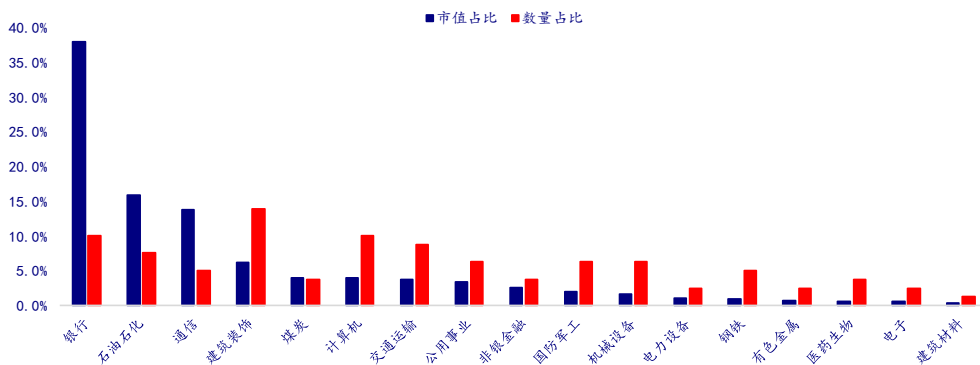
在中特估上涨初期，整体主题板块的上涨逻辑并不强，而是通过一带一路和数字经济主题投资的催化带动的：

1) 今年是“一带一路”倡议十周年，第三届国际合作高峰论坛召开在即，本身有题材催化剂，同时人民币国际化的不断推进、政府不断稳定外贸的信心也将带动我国与“一带一路”沿路国家的交流与贸易。直接受益于“一带一路”题材的中字头建筑板块相关标的股价快速上行，2023 年 11 月 21 日至 2023 年 5 月 8 日，建筑板块上涨 24.4%，中国铁建、中国交建、中油工程等标的同期上涨幅度超 72%。

2) 数字经济催化通信运营商、计算机等板块走强。以 ChatGPT 为代表的人工智能浪潮正在引领第四次信息技术革命，云计算、大数据、AIGC 等数字中国主题建设相关的板块，技术变革带来商业进程加速，数据要素价值重估，算力需求快速爆发，通信运营商、计算机等板块相关标的快速上涨。2023 年 5 月 8 日，中国移动市值达 2.3 万亿元，首次超过贵州茅台的 2.3 万亿元。2023 年 11 月 21 日至 2023 年 5 月 8 日，中国电信、中国联通和中国移动三大通信运营商分别上涨 75.8%、49.7%和 62.5%，同期通信板块上涨 24.3%。

建筑、通信等行业上市公司市值和数量在中特估体系中占比均靠前，带动整体中特估指数上行。

图 1：中特估指数中标的行业市值和数量占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：建筑和通信板块上行带动中特估指数上涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：中国移动和贵州茅台市值表现（亿元）

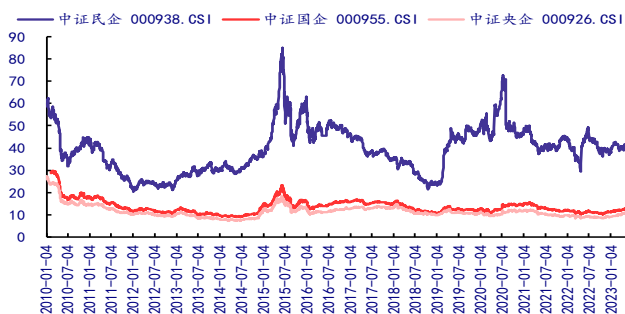


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）央国企估值提升空间可观

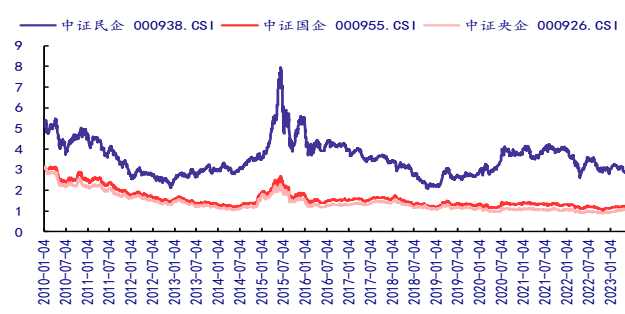
从估值角度来看，央国企估值提升空间可观。国企和央企市盈率中枢（2010 年以来）分别为 13.6 倍和 11.4 倍，对比民企市盈率中枢为 39.4 倍；国企和央企的市净率中枢（2010 年以来）分别为 1.6 倍和 1.4 倍，对比民企市净率中枢为 3.5 倍，估值差距较大。但从盈利角度来看，截至 2023 年一季报，央国企市值占比为全 A 的 48.2%，但央国企利润占比为全 A 的 69.4%，估值性价比显著，从估值-盈利匹配度来看，央国企上行空间可观。中国特色估值体系也将推动央企估值回归合理水平，实现股价与上市公司内在价值的逐步匹配。

图 4：民企和央国企市盈率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：市净率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）经营考核标准变化，央企业绩改善确定性提升

从 1978 年起，中国国企改革经历了四十余年：第一阶段为 1978 年至 1992 年，以放权与分离为主要任务，解决国有企业经营权问题，提升企业活力；第二阶段为 1993 年至 2002 年，中央提出法人财产权的概念，并对国企提出了建立现代企业制度的目标，“抓大放小”，提质增效；第三阶段为 2003 年至 2013 年，以股份制改革为主要任务，深化国有企业产权制度改革；第四阶段为 2014 年至 2020 年，国企改革“1+N”政策陆续出台，搭建国企改革大框架，国企改革开始以 2-3 年为一周期的阶段性跨越；第五阶段为 2020 年至 2022 年，国企改革进入攻坚期，2020 年出台《国企改革三年行动方案(2020—2022 年)》，改革依据股权激励、企业转型、集团注资三大主线继续深入开展。

经营考核标准变化，央企业绩改善确定性提升。在央企经营目标考核方面，近年来国资委也逐步形成了较为成熟的考核体系，从“两利三率”到“两利四率”，逐步引入净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度和全员劳动生产率等指标。2023 年新一轮国企改革正在进行，2023 年 1 月 5 日，国资委将“两利四率”的中央企业考核指标转变为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”，强调对盈利和现金流的考核：

“一利五率”：利润总额、资产负债率、营业现金比率（新增）、净资产收益率（新增）、研发经费投入强度、全员劳动生产率。对比之前的“两利四率”，本次调整有两点值得注意：1) 用净资产收益率替换了净利润，且强调要实现净资产收益率的进一步提升。净资产收益率 $ROE = \text{净利润} / \text{净资产}$ ，是反应上市公司盈利能力的重要指标，ROE 在体现了净利润的同时还反映了企业的资本使用效率，即回报率水平，意味着在新的考核体系中，国资委对央企的盈利能力考核提升，更加注重投资回报水平，对上市公司的盈利水平考核逐渐实现从“量”到“质”的转变。2) 用营业现金比率替换了营业收入利润率。营业现金比率 = $\text{经营现金净流入} / \text{营业收入} * 100\%$ ，分子端的转变体现了国资委对央企现金流的重视，从账面利润转向关注可持续盈利能力。且用营业现金比率这一指标，更强调经营活动产生的现金，体现对央企业务经营“含金量”的重视，强调企业实现真正高质量发展。

“一增”：利润总额增速高于国民经济增速。央国企在稳定宏观经济中的作用将逐步加大。

“一稳”：资产负债率稳定在 65% 左右。在不断的国企改革中，央企的资产负债率逐步下降，2023 年一季度全 A 中央国有企业资产负债率平均值为 49.5%。

“四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率实现进一步提升。

总体来看，新一轮国企改革通过国资考核的标准变化，更加强调央企真实经营业绩和资本使用效率，央企本身净资产规模较大，ROE 的提升将带来较大的利润增长空间，经营现金流的改善也将提升央企可持续盈利能力。可以关注 ROE 和营业现金比率相对较高但估值仍处低位的航运港口、通信、金融、煤炭等板块。

表 1：国企改革指标体系对比

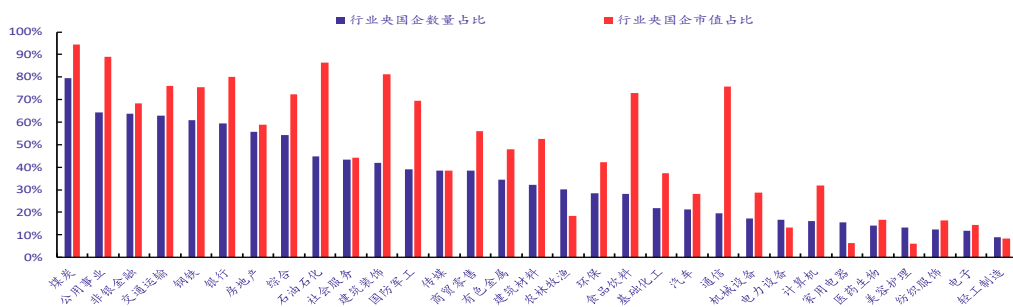
年份	考核指标体系	具体内容
2020	“两利三率”	“两利三率”：净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度
2021	“两利四率”	新增全员劳动生产率
2022	“两利四率”、“两增一控三提高”	“两增”：利润总额和净利润增速高于国民增速； “一控”：控制好资产负债率； “三提高”：营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高
2023	“一利五率”、“一增一稳四提升”	“一利五率”：利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率 “一增”：利润总额增速高于国民经济增速； “一稳”：资产负债率稳定在 65%左右； “四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率实现进一步提升

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）重新认识国有企业的核心竞争力

国有企业是实现国家发展战略的重要载体，承载着经济责任和社会责任，是我国国民经济的重要支柱。行业央企数量占比来看，煤炭(79.5%)、公用事业(64.3%)、非银金融(63.6%)、交通运输(63%)、钢铁(60.9%)、银行(59.5%)和房地产(55.7%)等行业中央企数量占比较高。行业央企市值占比来看，煤炭(94.4%)、公用事业(88.9%)、石油石化(86.3%)、建筑装饰(81.4%)、银行(80.1%)、交通运输(75.9%)、通信(75.7%)和钢铁(75.4%)等行业中央企市值占比靠前。涉及到的能源、金融、房地产、科技等均是重要的产业，在这些关系到战略安全、国计民生、公共服务、新型产业等的领域国有企业占据着重要位置，体现出央国企在夯实经济根基中的重要作用和构建新发展格局中的企业内在价值。在中国特色估值体系下，央国企的社会属性作为国有企业特色的核心竞争力的一部分，逐渐受到更多重视。

图 6：全 A 各行业央国企市值和数量占比

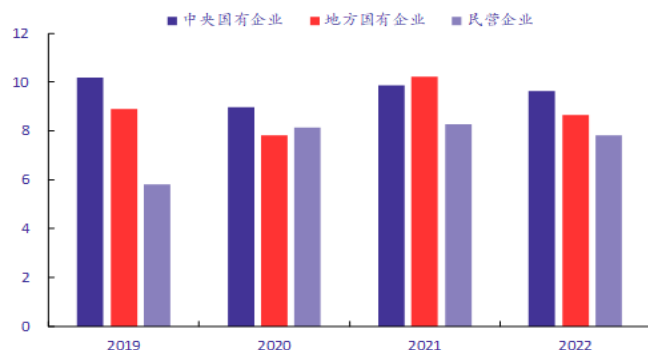
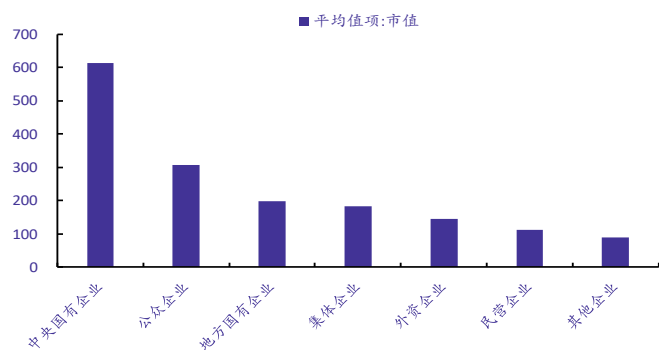


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

国有企业经营稳定，具有韧性。央国企上市公司普遍市值相对民企偏大，在很多行业中占据龙头地位，在目前经济较弱的环境下，坐拥宝贵的龙头资源，有更强的经营韧性，在持续经营能力上也有更好的表现。疫情冲击期间，这一点体现的更加明显，中小公司现金流偏弱，投资萎缩，且在产业链上话语权较小，经营受冲击更大。从 ROE 表现来看，央国企 ROE 表现明显好于民营企业。因此在当前经济弱势修复的环境下，国营企业经营稳定的特点更加突出，成为央国企企业价值重估的重要优势因素。

图 7：央国企上市公司市值较大

图 8：央国企 ROE 表现好于民营企业



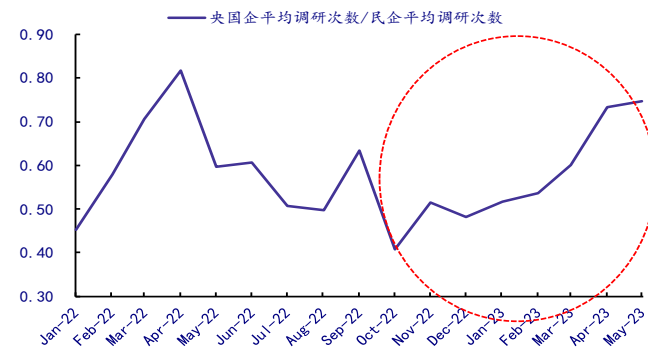
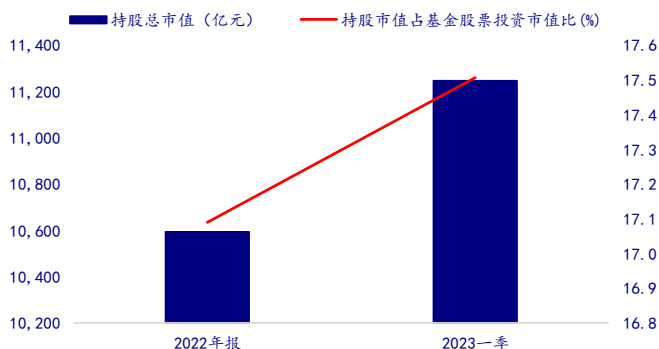
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资者对国有企业核心竞争力认知转变，机构资金对央国企关注度明显提升，央国企内在价值逐步得到资本市场重视。从基金持仓和机构对央国企调研次数来看，资金对央国企关注度逐渐抬升。2022 年年报，基金对央国企上市公司持股总市值为 1.06 万亿元，2023 年一季报就增加到了 1.12 万亿元，持股市值占基金股票投资市值比也从 2022 年年报的 17.09% 上升到了 2023 年一季报的 17.51%，机构资金对央国企上市公司的配置明显提升。从机构调研情况来看，央国企上市公司 2022 年 10 月平均调研次数仅 0.13 次，到 2023 年 5 月（截至 5 月 27 日）平均调研次数达 0.45 次，央国企平均调研次数/民企平均调研次数比值也从 2022 年 10 月的 0.41 快速攀升至 2023 年 5 月的 0.75，由此可见机构资金对央国企的关注度相较于民企持续抬升，对国有企业的内在价值和核心竞争力的认知有了新的转变，这也将促使更多长线资金进入配置优质国有资产。

图 9：基金对央国企上市公司持股总市值和持仓占比提升

图 10：机构对央国企关注度明显提升



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

（五）风格轮动角度：价值风格回归

市场风格向价值回归。从风格轮动角度来看，市场风格从 2018 年中开始转向成长，之后一直到 2022 年初均处于成长占优阶段，价值与成长指数比值持续下降。从 2018 年 10 月 17 日高点至 2021 年底，国证成长收益率达 132%，而国证价值收益率仅 24%。风格的切换从 2022 年开始，成长风格在持续三年后终于从 2022 年初开始向价值回归，目前仍处于回归通道中，带动相关价值板块上行。

图 11：市场风格从成长向价值回归



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

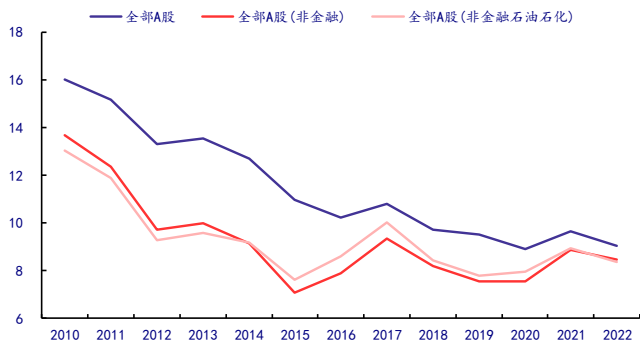
（六）主题投资的崛起

2023 年是主题投资的大年，各投资主题崛起，包括人工智能、一带一路、中特估、国企改革等等。因为从经济修复程度来看，目前国内经济复苏进程较缓，经济面修复仍偏薄弱，但 A 股市场整体流动性充足，投资者倾向于选择将资金配置在多个赛道，此时覆盖行业广、空间大的主题投资赛道是比较好的选择。在经济弱复苏的环境下，行业盈利面还未出现太大改善，在业绩修复确定性不强或增速不高的情况下，没有基本面的支撑，投资者更倾向于选择故事或政策推动的主题行情。近年来新兴产业崛起也为主题投资的崛起奠定了基础，以 AI+ 为例，ChatGPT 引领的新一轮信息革命浪潮来临，AIGC 赋能全产业链，新兴产业的崛起也为主题投资带来了更多机会。中特估作为主题投资的一个特色板块，在主题投资崛起的环境下，将受到更多关注。

（七）实体经济投资回报率下降提升蓝筹股吸引力

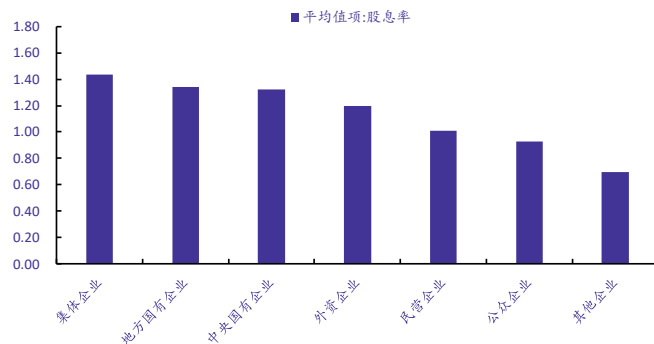
实体经济投资回报率下降提升大盘蓝筹股吸引力。我国经济在经历了前期持续高速发展后，目前实体经济投资回报率进入下行通道，2022 年年报全 A 净资产收益率为 9.05%，仍处于下行区间，相较于 2010 年年报的 16% 有大幅下降，也导致了整体利率中枢的下行。在此环境下，投资者转向选择风险资产中的估值低且股息率高的大盘蓝筹股，从股息率来看，2022 年地方国有企业和中央国有企业的股息率平均值分别为 1.34% 和 1.32%，民营企业为 1.01%，央企吸引力逐步抬升。

图 12: 全社会投资回报率 (用全 A ROE 替代) 下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 央国企股息率相对民企更高



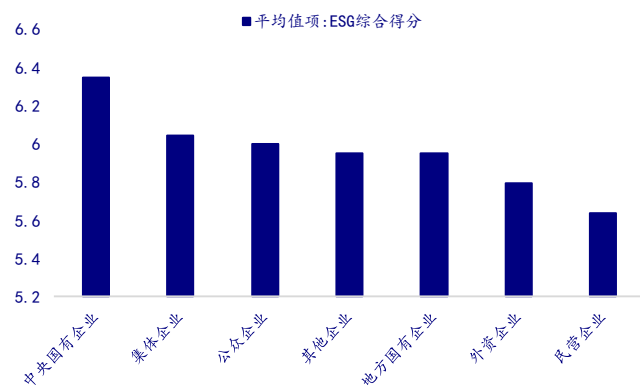
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(八) 央国企 ESG 评级相对更好, 吸引海内外投资者关注

ESG 关注度提升, 央国企优势凸显。ESG 概念最早由联合国环境规划署在 2004 年提出, 由 Environmental (环境)、Social (社会)、Governance (公司治理) 组成, 近年来逐步在全球普及和发展。中国特色估值体系在社会和公司治理方面与 ESG 指标体系有着相似之处, 尤其是在社会和公司治理方面, 越来越多的国内投资者开始关注 ESG 指标体系并将其与中国特色估值体系理念相结合。对于外资来说, 欧洲、美国等国家投资者对于 ESG 指标体系接受度更高, 应用也更加广泛, 外资在对 A 估标的进行配置时, ESG 指标也将成为更加重要的一个考核点。

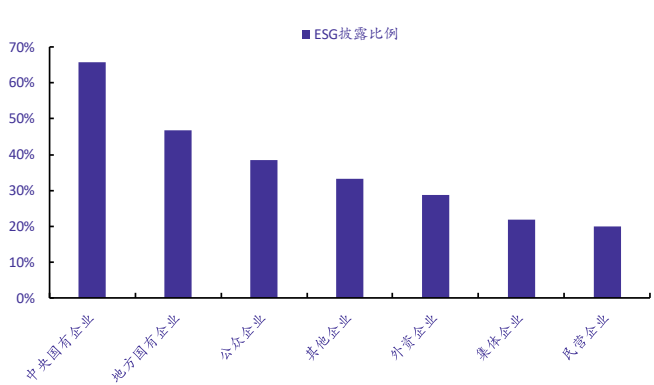
央国企 ESG 优势凸显。从 ESG 综合得分来看, 中央国有企业和地方国有企业 2022 年的 Wind ESG 综合得分平均值分别为 6.3 和 5.9, 显著高于民营企业的平均值 5.9。从披露情况来看, 截至 2023 年 5 月 27 日, 2022 年央国企 ESG 报告 (包括 ESG 报告、可持续发展报告、社会责任报告) 的披露远高于民企, 中央国有企业和地方国有企业 ESG 报告的披露率达 66% 和 47%, 民营企业披露率仅 20%。更好的 ESG 综合得分和 ESG 披露情况将使央国企得到更多海内外投资者的关注。

图 14: 央国企 ESG 综合得分相对较高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 央国企 ESG 披露明显高于民企



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、投资者共识角度看中特估行情阶段演绎

（一）中特估行情演绎三阶段

本轮中特估行情从2022年11月21日证监会主席易会满提出开始，经历较大幅度的上涨后从2023年5月10日开始下跌，截至5月26日收盘已下跌9.1%。对于后市行情如何演绎，我们想通过一个新的视角——投资者共识视角来推演中特估行情可能会出现的三个阶段（目前第一阶段已经出现）：

第一阶段——试探，分歧（投资者共识还未形成，“中特估”概念+行业/产业上涨逻辑）。

第一阶段，新的投资主题——中国特色估值体系出现，投资者初期并未形成投资共识，而是对中特估是否能够真正成为一条长期投资主线存在分歧。此时部分资金开始潜伏入场，但大部分投资者仍持观望犹豫态度。主题投资本身涉及行业广泛，产业链上下游广阔，资金会先选择与主题相关性最高或本身有其他上涨逻辑驱动的一些行业进行试探，若试探结果较好，即相关板块涨势强劲，则将带来更多资金入场布局。

因此我们可以看到本轮从2022年11月份开始的“中字头”轮番上涨逻辑各不相同，即不同产业/行业在本身具有上涨逻辑的情况下，叠加中特估概念实现更快速更高幅度的上涨，是多点开花的行情，包括盈利确定性高+成品油景气度上行带来的石油板块上涨、数字经济浪潮带动的通信运营商上行、一带一路带对建筑板块的催化、业绩高增+估值修复带来金融板块的反弹等。此番上涨并非中特估整体有一个上涨逻辑，而是中特估概念+产业/行业上涨。

第一阶段行情将一直持续到资金将所有可炒作行情试探完为止，这一阶段可以关注本身具有行业逻辑，同时又与中特估概念相关的标的。

第二阶段——强化，博弈。（投资者共识强化，大逻辑逐步形成，深入投资探索）

第二阶段，进入投资者共识强化阶段。这一阶段投资者对中特估的认知强化，中特估不再仅仅是一个概念，投资者开始进一步理解中特估的真正内涵，近日央媒对中特估的纠偏也在逐步引导市场理解，中特估是更完善的公司治理、更有效的盈利模式、更可持续性的发展前景，而非简单直接拔高国企估值水平。这一阶段的启动将从更多政策面支撑+增量资金入场开始，在这期间中特估主题的新逻辑不断涌现，大逻辑也将会逐步形成，从而带来中特估整体板块的上行。会有几个特点：

1. 增量资金入场启动新一轮上涨行情。增量资金入场实际上是投资者共识强化的结果，更多资金意识到中国特色估值体系的内在价值，认同中特估行情的可持续性，从而参与到配置中来。中特估板块的增量资金可来源于其他新能源、TMT、消费等板块，但仅仅这些不够，还需要有更多新入场资金，伴随着经济逐步修复和盈利面的企稳回升，更多长线资金及外资等将逐步流入。增量资金的进入也将启动新一轮上涨行情。
2. 有更多政策面的支撑。本身中特估就是政策类的主题行情，回顾之前一带一路、国企改革等政策类主题行情的催化，一般后续都有来自政策面的支撑，从而实现行情的持续。不管是新政策的出台还是高层的表态，都将进一步深化投资者对中

国特色估值体系的理解，新的上涨逻辑不断出现，最终中特估主题上涨的大逻辑也将会在这一阶段形成。

3. 深入投资探索。有了对中国特色估值体系更加深入的理解，投资者将展开探索，不再是第一阶段的试探+快速拔估值，而是深挖各类相关标的，寻找真正具有内在价值且估值低位的优质资产进行配置。
4. 投资者的博弈带来行业/个股分化。行情演绎到中期阶段，买卖双方力量开始博弈，此时部分标的估值已经到达投资者预期水平，这部分股票持有者将选择卖出，还有部分标的前期拔估值过高或者单纯随板块跟涨，实际公司价值不能匹配股价，当板块交易开始出现拥挤时或业绩不能兑现时，也将被股票持有者卖出。但此时流动性充裕，资金会不断寻找新的机会，转而配置其他仍处估值低位的优质标的，带来行业/个股的分化。

第二阶段行情将一直持续至个股的持续分化带来赚钱效应的下降/部分板块交易热度较高带来调整压力/其他利空因素引发投资者情绪悲观为止。这一阶段可以深度挖掘，从真正体现中特估理念，有内在价值的优质企业入手，逢低配置。

第三阶段——共振，确立（估值锚确立，估值体系重塑完成，实现戴维斯双击）

第三阶段，投资共识确立，估值锚确立。第三段行情的启动将从中特估相关标的业绩的真正抬升开始，在行情的不断演绎中，部分上市公司开始真正实现高质量发展，无论是从盈利的可持续性还是盈利模式的有效性上来看，都出现实质性的提升，并在业绩上反映出来，上市公司基本面抬升。此时第三阶段开启，基本面与估值共振，共同推动板块上涨，中特估主题投资实现戴维斯双击。这一阶段中特估相关标的的估值锚逐步确立，央国企估值全面提升，投资者对中特估体系的建立达成共识，越来越多的人相信中国特色估值体系，到这中国特色估值体系的建立逐步实现。资金会更多去挖掘底部相关标的，行情可能会扩散至地方国企。

在乐观假设下，我们认为以上三个阶段大概率都将实现，中性假设下，前两个阶段也将实现，主要基于第一部分所解释的中特估行情上涨原因：1) 短期催化剂来看，数字经济和一带一路热度仍高，且上行逻辑强劲，短期仍会对中特估相关标的产生催化。2) 市场角度来看，央国企估值与民企差距过大带来的估值回升动力、主题投资的崛起以及价值风格的回归，都将市场层面对中特估行情的演绎有所支持。3) 中期视角，央国企经营考核标准的变化将带来相关企业业绩的确定性提升，投资者对国有企业核心竞争力的重新认识也将进一步引导长线资金入场布局，从而带来行情中期的支撑。4) 长期视角，实体经济投资回报率下降提升蓝筹股吸引力、ESG关注度提升凸显央国企企业价值都将从长期层面为行情的持续演绎带来动力。在这些因素的交叠支撑下，中特估是可以贯穿全年的投资主线，我们坚定看好后市行情。但板块的上行必然是曲折的，震荡的，所有主题投资的上行都是如此，是市场周期所带来的波动，可以把握好阶段行情，寻找优质标的低位布局。

(二) 目前中特估行情所处阶段及后市关注点

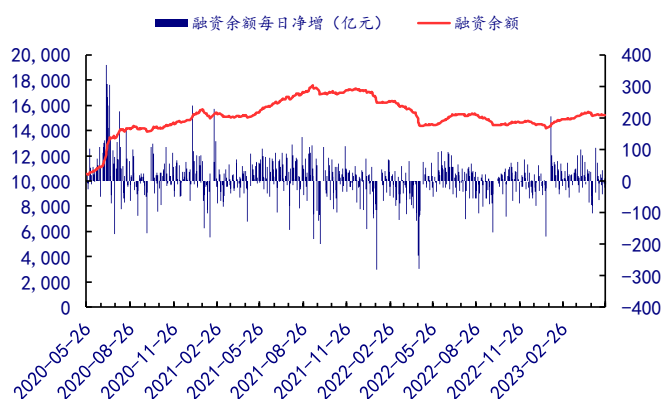
我们认为目前中特估行情正处于**第一阶段尾声，向第二阶段过渡的过程中**。可以看到，资金最后试探的板块是金融板块，银行板块在 5 个交易日快速上行 9.7% 后于 2023 年 5 月 9 日下跌，引发中特估整体板块的回调，截至 5 月 26 日，中特估指数已回调 14 个交易日，回调幅度约 9%，最近两个交易日有所企稳。

短期：第二阶段行情是否启动需要关注是否有新的相关政策出台或者高层是否有新的表态，观察是否有增量资金进入。

1. 若没有，市场仍是存量资金博弈。在行业风格快速轮动后，TMT 和中特估主线风险释放，估值吸引力提升，交易拥挤度下行，市场会再次回归主线。但存量资金的博弈将使两条主线跷跷板效应凸显，主要看两条主线之间的强弱。对于中特估主线来讲，投资者会寻找新的行业上涨逻辑来对不同的相关行业继续进行试探，以震荡上行为主。
2. 若出现政策面的持续支撑，增量资金入场，中特估第二段行情大概率会开始启动，开始新一轮上涨。

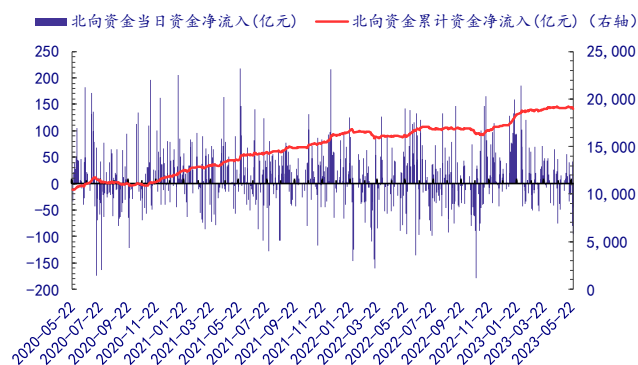
中长期：关注宏观货币政策的传导、央国企内在价值的变化以及估值锚的确立。

图 16: 融资余额变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 北向资金变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 中特估指数中标的行业市值和数量占比	4
图 2: 建筑和通信板块上行带动中特估指数上涨	4
图 3: 中国移动和贵州茅台市值表现 (亿元)	4
图 4: 民企和央国企市盈率	5
图 5: 市净率	5
图 6: 全 A 各行业央国企市值和数量占比	6
图 7: 央国企上市公司市值较大	7
图 8: 央国企 ROE 表现好于民营企业	7
图 9: 基金对央国企上市公司持股总市值和持仓占比提升	7
图 10: 机构对央国企关注度明显提升	7
图 11: 市场风格从成长向价值回归	8
图 12: 全社会投资回报率 (用全 A ROE 替代) 下降	9
图 13: 央国企股息率相对民企更高	9
图 14: 央国企 ESG 综合得分相对较高	9
图 15: 央国企 ESG 披露明显高于民企	9
图 16: 融资余额变动情况	12
图 17: 北向资金变动情况	12

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确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。

分析师：王新月，曼彻斯特大学经济学硕士，2020 年加入银河证券研究院策略团队。

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 tangmanling_bj@chinastock.com.cn