

赋能现代化，把握国企重估机遇

——国企改革系列专题之一

摘要

- **承上启下，新一轮国企改革深化行动开启。**国有企业改革在历史发展的不同阶段，承担着不同的时代任务，1978年改革开放以来，我国国有企业大致经历了五轮重要改革。2023年新一轮国企改革深化提升行动开启，国有企业将围绕国之所需，服务于中国式现代化战略，进一步提升企业的核心竞争力，科技创新、产业控制、安全支撑将成为未来国企改革的关键词。
- **宏观维度：新一轮国改的三大重点部署。**一是，以科技创新为核心，更大力度布局战略新兴产业，国有企业布局战略性新兴产业的方式包括：（1）“两类公司”加大对战略性新兴产业的投资布局，（2）专业化整合资源，集中布局战略性新兴产业，（3）培育战略新兴产业公司分拆上市；二是，强化新旧安全支撑，打造现代化产业链长，在产业链安全方面，培育中央企业成为现代产业链“链长”，在能源和粮食安全方面，国有企业将做好“保供”的压舱石，同时加快能源结构转型升级、完善粮食产业链布局、突破育种技术；三是，强化国企市值管理，进一步完善 ESG 评价体系，进一步提升资本市场对国有企业的预期可以从改善企业自身经营业绩，加强市值管理、加快注入优质资产，以及探索建立健全 ESG 体系三方面入手。
- **微观维度：新一轮国改下国有企业的新变化。**中央企业：首先，从内在价值来看，随着央企的考核目标调整为“一利五率”，央企在日常经营中将更加注重 ROE 和现金流状况。其次，提高市值的方式包括吸收合并、资产重组、跨市场运作等，将资源向央企集团旗下优势企业和主业企业集中，逐步形成“一业一企、一企一业”的新格局；地方国企：除了按照央企的改革方式来做强做优做大之外，地方政府出于财政开源，对于国企改革的意愿也较为强烈，“第三财政”或成为地方政府的重要抓手。通过提升国企利润上缴规模增加财政收入；设立政府引导基金吸引社会资本投资，提高资产证券化程度；盘活地方存量国有资产，回收资金投向重大工程。
- **四维视角下区域国有上市公司的价值评估。**2023年，随着市场资金对“中国特色估值体系”热度提升，央企率先迎来了一波上涨行情，但市场对于地方国资的价值挖掘有待进一步深入。我们在此后的系列报告中，将以省级行政区为单位，从区域经济与产业环境，资本运作，科创、价值引导及实现，以及财务优化四个维度对各地区的国有控股上市公司进行定量分析，筛选出估值提升潜力较大的企业，作为投资参考。
- **风险提示：**国内经济复苏不及预期，海外经济超预期下行，地缘政治影响超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 找工 or 招工？中美劳动力市场对比 (2023-08-07)
2. 波浪式前行下的调控与部署——7月中央政治局会议解读 (2023-07-26)
3. 反以观往，覆以验来——复盘日本经济泡沫破灭后的政策应对 (2023-07-12)
4. 他山之石：美国、日本财政政策对比 (2023-07-05)
5. 全球央行“购金热”的驱动与影响——国际货币体系演变解析之二 (2023-06-08)
6. 蓄力前行，识变应变——复苏二阶段的变奏与政策展望 (2023-05-26)

目 录

1 承上启下，新一轮国企改革深化行动开启	1
2 宏观维度：新一轮国改的三大重点部署	3
2.1 以科技创新为核心，更大力度布局战略新兴产业.....	3
2.2 强化新旧安全支撑，打造现代化产业链长.....	5
2.3 强化国企市值管理，进一步完善 ESG 评价体系.....	6
3 微观维度：新一轮国改下国有企业的新变化	8
3.1 中央企业：并购重组、分拆上市及再融资等进程或将加快.....	8
3.2 地方国企：三条路径用好地方“第三财政”.....	11
4 四维视角下区域国有上市公司的价值评估	12

图 目 录

图 1: 改革开放以来, 国有企业的改革历程	2
图 2: 按标的方行业分, 今年以来央企收购事件数量	5
图 3: 2023 年以来央国企科创板上市企业行业分布	5
图 4: A 股上市央国企市盈率低于同期民营企业市盈率	7
图 5: 2017 年以来 A 股上市公司发布 ESG 报告数量逐年增加	7
图 6: 提高央企控股上市公司质量工作方案	7
图 7: 不同类型企业 ROE 对比	8
图 8: 不同类型企业营业现金比率对比	8
图 9: 央企在 A 股不同上市板块 IPO 情况	10
图 10: 不同类型 A 股上市企业再融资规模变化	10
图 11: 地方国有企业利润上缴比例变化	11
图 12: 2023 年一季度国资主导基金数量及规模情况	11

表 目 录

表 1: 中共二十大以来, 国家重要会议对于国有企业改革的表述	3
表 2: 2023 年以来涉及国有企业加大力度布局战略性新兴产业的重要表述	4
表 3: 2023 年以来, 国务院国资委对于国有企业发挥“安全支撑”作用的表述	6
表 4: 截至 7 月末, 年内中央控股上市公司重大重组事件梳理	9
表 5: 截至 2023 年 8 月 4 日, 年内央国企发布关于分拆附属子公司上市的公告事件	10

随着新一轮国企改革拉开序幕，国有企业在经济增长中将发挥更为重要的作用。2023年以来，“中国特色估值体系”逐渐得到资本市场的认可。我们梳理了国企改革的历程并明确了当前国改的任务，指出新一轮国改的三大方向以及国有企业面临的新变化，最后根据我们对新一轮国企改革的解读，构建起国有上市企业的评价指标体系。后续，我们将通过系列报告对不同区域的优质国有企业进行梳理，为您提供投资参考。

1 承上启下，新一轮国企改革深化行动开启

国有企业改革在历史发展的不同阶段，承担着不同的时代任务，1978年改革开放以来，我国国有企业大致经历了五轮重要改革，2023年新一轮国企改革深化提升行动开启，聚焦于提高国有企业核心竞争力和增强核心功能，更好地服务于中国式现代化战略。

1978-1987年：拉开序幕，两步实现“利改税”。改革开放后民营经济迅速壮大，国营企业也开始探索改革的途径。1978年党的十一届三中全会上，国企改革的序幕拉开。1983年，先后对国营企业进行了两步“利改税”改革，从上缴利润改为缴纳所得税，打破政企不分。这阶段属于改革探索期。

1988-1992年：两权分离，实行承包租赁制。随着1986年国务院提出推行多种形式的经营承包责任制，国企所有权和经营权开始分离。承包和租赁的模式开始调动起企业和员工的积极性。直至1988年底，绝大部分国营工业企业实行了承包经营制。但同时也产生了承包/租赁者行为短期化等问题，造成国有资产流失，此间产生的“三角债”问题成为后续清理的重点。

1993-2002年：股份制改造，抓大放小。1992年党的十四大明确建立社会主义市场经济体制，1994年《公司法》正式施行，国有企业股份制改造的浪潮掀起，现代企业制度不断扩大试点，推动了1990年代初中国资本市场的建立。同时，在“抓大放小”的战略指引下国有经济加快战略重组，国有大型企业和企业集团重组整合，提高对经济的控制力，国有中小企业逐步私有化或者退出。2000年国有企业改革与脱困的三年目标基本实现。

2003-2013年：国资委成立推进政企分离。为解决政府过度干预的问题，2003年国家成立国有资产监督管理委员会，统一行使国有资产所有权的职能，指导推进国有企业改革和重组，机构设置上实现了政企、政资分离。另外，2005年在资本市场上启动了股权分置改革试点，国有股权开始进入市场流通，消除了同股不同权、同股不同利等问题。

2013-2022年：国企混改成为改革重点。十八届三中全会提出积极发展混合所有制，2014年国资“四项改革”试点启动，2015年国企混合所有制改革的顶层文件体系陆续出台，分类、分层推进国企混改成为改革重点。混改使得国有经济和其他所有制经济相互融合、共同发展。2020年，国企改革三年行动开启，实施“双百行动”、“科改示范行动”、“区域性综改试验”等专项行动，国企改革进一步深化。

图 1：改革开放以来，国有企业的改革历程


资料来源：中国政府网、新华社、共产党员网，西南证券整理

过去 40 多年的国有企业改革已经取得了显著成效，随着三年国改行动收官，未来在百年未有之大变局下将开启新一轮国企改革深化提升行动。近年来，全球秩序开始发生变化，逆全球化趋势愈发明显，同时新一轮科技革命和产业变革掀起，在新时代背景下，国有企业作为中国特色社会主义经济的重要支柱，将被赋予新的时代定位和任务。从党的二十大召开以来高层表述来看，**未来国有企业将围绕国之所需，服务于中国式现代化战略，进一步提升企业的核心竞争力**。2023 年 7 月，张国清在全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议上强调国企改革深化要“以服务国家战略为导向，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点”，包括五方面要求：一是完善国企考核评价机制，更好服务实现高水平科技自立自强；二是优化国有经济布局结构更好服务建设现代化产业体系；三是强化国企在能源、资源、粮食等重点领域布局，更好服务保障国家战略安全；四是健全以管资本为主的国资监管体制；五是全面加强国企党的领导和党的建设。**新一轮国企改革深化行动就此拉开序幕，科技创新、产业控制、安全支撑将成为未来国企改革的关键词。**

表 1：中共二十大以来，国家重要会议对于国有企业改革的表述

时间	重要会议	涉及国有企业改革主要内容
2023 年 7 月	全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议	以 服务国家战略为导向，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点 ，扎实推进国企改革深化提升行动，坚定不移做强做优做大国有企业，切实发挥国有经济主导作用，为构建新发展格局、推动高质量发展、推进中国式现代化作出更大贡献。
2023 年 7 月	国务院国资委举办中央企业负责人研讨班	要 充分发挥科技创新、产业控制、安全支撑“三个作用” ，以 科技创新为根本 ，短期内强化关键核心技术攻关，中长期聚焦构建未来发展领先优势，努力做原始创新和核心技术的需求提出者、创新组织者、技术供给者、市场应用者；以 产业控制为关键 ，培育产业链龙头企业，打造自主可控、安全可靠、竞争力强的现代化产业体系；以 安全支撑为底线 ，聚焦重点领域提升产业链韧性，在国防、粮食、能源、资源、产业安全等方面发挥托底作用，更好服务党和国家事业大局。
2023 年 4 月	国资委党委召开扩大会议	要强化国有经济功能使命，加快推进高水平科技自立自强，加快国有经济布局优化和结构调整，坚定不移推动中央企业做强做优做大，不断提高核心竞争力、增强核心功能，积极服务国家重大战略， 更好发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用，更好发挥国资国企在中国式现代化建设中的战略支撑作用。
2023 年 4 月	二十届中央全面深化改革委员会第一次会议	加强和改进国有经济管理， 要立足新时代新征程国有经济肩负的使命任务和功能定位 ，从服务构建新发展格局、推动高质量发展、促进共同富裕、维护国家安全的战略高度出发，完善国有经济安全责任、质量结构、资产和企业管理，深化国有企业改革，着力补短板、强弱项、固底板、扬优势，构建顶层统筹、权责明确、运行高效、监管有力的国有经济管理体系。
2022 年 10 月	中国共产党第二十次全国代表大会	深化国资国企改革， 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。

资料来源：国务院国资委、新华社、中国人民政府网，西南证券整理

2 宏观维度：新一轮国改的三大重点部署

2.1 以科技创新为核心，更大力度布局战略新兴产业

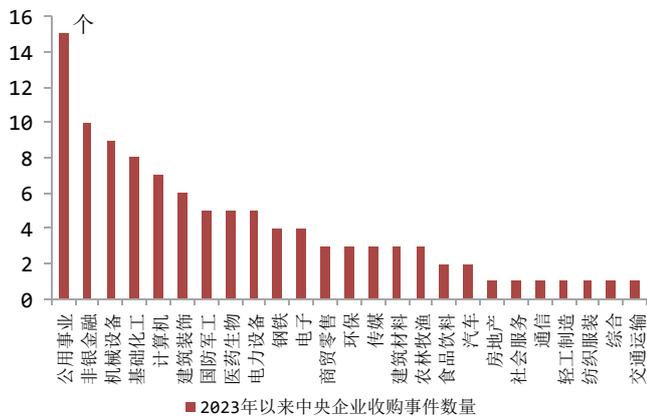
国务院国资委主任张玉卓于今年 2 月提出“加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用”，将以市场化方式推进战略性重组和专业化整合，更大力度布局前瞻性、战略性新兴产业等。同时，央企在 2023 年的投资要聚焦培育壮大战略性新兴产业等方面。7 月，国资委再次强调国有企业要向前瞻性战略新兴产业集中。2022 年，中央企业战略性新兴产业投资总投资规模比重超过 20%。2023 年上半年，央企战略性新兴产业完成投资同比增长超过 40%，主要覆盖新一代移动通信、人工智能、生物技术、新材料等 15 个重点产业领域方向。按照国资委提出的目标，2023 年中央企业战略性新兴产业布局比重提高 2 个百分点以上，加大新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、绿色环保等布局力度，强化航空航天、轨道交通、海洋工程、智能装备、芯片等高端制造业布局。

表 2：2023 年以来涉及国有企业加大力度布局战略性新兴产业的重要表述

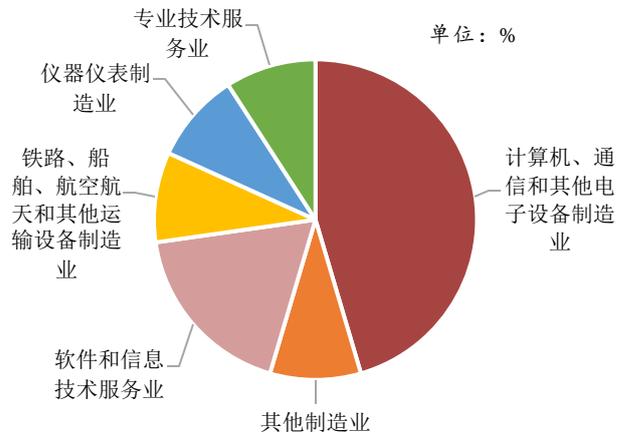
时间	重要文章/会议	涉及国有企业布局战略性新兴产业主要内容
7 月 25 日至 26 日	国务院国资委举办地方国资委负责人国有企业改革深化提升行动研讨班	突出抓好国有经济布局结构调整，突出主业、聚焦实业，坚持专业化发展，推动国有资本投向实体经济、具备发展基础的战略性新兴产业，加快传统产业高端化智能化绿色化发展。
5 月 24 日	国资委召开中央企业加快发展战略性新兴产业部署会	中央企业发展战略性新兴产业，要在产业布局优化上不断取得新的实质性突破，坚持战略更聚焦、方式更灵活、视野更开放，及时把握产业演化发展新业态新模式，打造世界一流的产品、服务和品牌，加快培育“专精特新”和“单项冠军”企业，尽快形成体系化布局。
5 月 1 日	《求是》杂志刊发国资委党委书记署名文章《深学细悟笃行为强国建设贡献国资央企力量》	国资央企要充分发挥产业发展引领作用，加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度，在集成电路、工业母机等领域加快补短锻长，增强标准、品牌、商业模式、产业生态塑造能力，加快高端化智能化绿色化转型，优化全球产业链布局，更好支撑带动产业链循环畅通。
2 月 17 日	张玉卓署名文章《为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步作出国资央企更大贡献》	加大新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、绿色环保等布局力度，强化航空航天、轨道交通、海洋工程、智能装备、芯片等高端制造业布局，力争 2023 年中央企业制造业新增投资比重达到 13%，战略性新兴产业布局比重提高 2 个百分点以上。
1 月 12 日	国务院国资委召开地方国资委负责人会议	着力加快推动现代化产业体系建设，鼓励地方监管企业积极承担现代产业链链长建设，推动战略性新兴产业融合集群发展，加快推动产业优化升级，培育壮大战略性新兴产业，推动绿色化数字化智能化转型发展，建设现代化产业体系。
1 月 5 日	国务院国资委召开中央企业负责人会议	着眼加快实现产业体系升级发展，深入推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，加快打造现代产业链链长，积极开拓新领域新赛道，培育壮大战略性新兴产业，在建设现代化产业体系上发挥领头羊作用。

资料来源：国务院国资委，西南证券整理

国有企业布局战略性新兴产业的方式主要有直接投资、基金投资、专业化整合、分拆上市等。后续，国有企业加大战略性新兴产业的布局途径或包括：**其一，“两类公司”加大对战略性新兴产业的投资布局。**以国投集团为例，国投采用了“直投+基金”双轮联动的方式，一方面，加大对生态环保、新材料、检验检测等领域的高新技术企业的直接投资力度，截至 2022 年底，国投共有高新技术企业 51 家，较 2020 年初新增 27 家。另一方面，成立了国投创益、国投创新等股权投资基金，培育发展战略性新兴产业，2022 年底，国投管理基金认缴规模合计 2101 亿元，投资的 116 个项目在科创板上市；**其二，专业化整合资源，集中布局战略性新兴产业。**国资委提出围绕提升产业链整体竞争力开展市场化并购重组，努力在集成电路、工业母机、人工智能等领域完善布局，加快在重要领域和关键节点实现自主可控，着力打造一批创新型国有企业。3 月，17 家中央企业、4 家地方国有企业就 11 组专业化整合项目进行集中签约，签约项目涉及清洁发电、矿产资源、生态环保、医疗康养等领域。同花顺数据显示，截至 7 月 27 日，中央企业并购事件约 104 项，标的方为公用事业、非银金融、机械设备、基础化工、计算机等行业的数量居前，涉及新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备制造等战略性新兴产业领域；**其三，培育战略新兴产业公司分拆上市。**分拆上市是国有企业为优质资产拓展融资渠道、培育战略性新兴产业的有效途径。Wind 数据显示，截至 7 月末，年内共有 7 家央企控股、4 家地方国资控股子公司在科创板上市，募集总额 320 亿元左右，基本来自战略性新兴产业，分布于新一代信息技术、高端装备制造等领域。另外，中国联通、中国交建、南方航空、宝钢股份、海康威视等多家央企也正在计划将孵化或并购重组的战略性新兴产业公司分拆出来单独上市。

图 2：按标的方行业分，今年以来央企收购事件数量


数据来源：iFinD，西南证券整理。注：截止到7月27日

图 3：2023 年以来央企科创板上市企业行业分布


数据来源：Wind，西南证券整理。注：截止到7月27日

2.2 强化新旧安全支撑，打造现代化产业链长

二十大报告中将国家安全方面的内容单独成章，提出推进国家安全体系和能力现代化，“安全”将成为未来党和国家工作的重要关键词之一。总体国家安全观统筹传统和非传统安全，涵盖政治、军事、国土、经济、文化、社会、科技、网络、生态、资源、核、海外利益、太空、深海、极地、生物等诸多领域。7月17日，国务院国资委党委召开扩大会议，提出“坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业，为服务保障国家安全、能源安全、粮食安全、电力安全、科技安全等提供强有力支撑”。目前，国有企业大多分布于关系国家安全和国家经济命脉的重要行业和关键领域，除了维护军事、政治、能源、粮食等传统领域的安全以外，还需要履行好保障产业链安全、技术安全、数据安全等职责。

产业链安全方面，国资委提出要培育中央企业成为现代产业链“链长”，为其他企业提供联结条件或者技术支撑，组织协同攻关和共性技术研发。成为链长企业需要在技术、资源和人才等方面拥有硬核实力。2022年以来国资委已经遴选出两批共16家“链长”央企，16家链长企业完成强链补链投资近1万亿元。经过国资委网站信息梳理，目前央企“链长”涉及的产业链包括但不限于：高端材料、核级锆材、核工程、光电玻璃、工业母机、高铁施工装备、智慧电气装备、汽车、中医药等领域。**地方层面的“链长制”**最初出现于2017年的湖南长沙，目前绝大部分省市已经开始实行“链长制”，由地方党政主要官员担任产业链运行负责人，对区域内一条或多条主要产业链内的企业活动进行协调管理；**能源和粮食安全方面，国有企业将做好“保供”的压舱石，同时加快能源结构转型升级、完善粮食产业链布局、突破育种技术。**能源上，中央企业承担了90%以上的油气供应，60%以上的电力供应，25%以上的煤炭供应。今年以来，央企加快能源领域的专业化整合，一方面是为进一步解决同质化竞争、重复建设等问题，另一方面通过专业化整合进入新能源领域。粮食上，2022年粮食央企专业化整合不断取得新进展，中企联合粮食储备有限公司、中企联合油脂有限公司相继组建成立，未来或继续通过战略性重组、专业化整合、产业链协同等方式，完善布局粮食的生产、储备、流通、加工、贸易等全产业链。另外，央企或加大力度通过产业基金等途径来布局生物育种。

表 3：2023 年以来，国务院国资委对于国有企业发挥“安全支撑”作用的表述

日期	国务院国资委文章/会议	涉及“安全支撑”的表述
2023 年 8 月 7 日	《学习时报》刊发张玉卓署名文章：在推进中国式现代化建设中谱写国资央企新篇章	安全支撑是底线，必须聚焦重点领域，提升产业链“韧性”、释放科技创新“活力”，筑牢“防”的底线、打造“攻”的实力，在国防安全、粮食安全、能源安全、资源安全、产业安全等方面发挥兜底托底作用，提升国家战略安全保障能力，推动国资央企真正成为堪当时代重任的大国重器、强国基石。
2023 年 7 月 17 日	国务院国资委党委认真传达学习习近平总书记在中央全面深化改革委员会第二次会议上的重要讲话精神	以进一步深化国有企业改革为契机，坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业，为服务保障国家安全、能源安全、粮食安全、电力安全、科技安全等提供强有力支撑
2023 年 5 月 1 日	《求是》杂志刊发国资委党委署名文章：深学细悟笃行为强国建设贡献国资央企力量	国资央企要充分发挥安全支撑保障作用，加强国防科技工业能力建设，推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产，提升种子自主可控和粮源掌控能力，加大通信等新型基础设施建设投入力度，强化对主干电网、主干管网和国家水网等网络的布局，加快关键大通道和重要枢纽建设，有效发挥支撑托底作用。
2023 年 2 月 6 日	国资委党委召开会议认真学习贯彻党中央国务院决策部署	争做服务国家重大战略的主力军，积极推进重点区域产业合作，加大国防军工、粮食能源资源、骨干网络等重点安全领域布局，提升支撑保障能力

资料来源：国务院国资委，西南证券整理

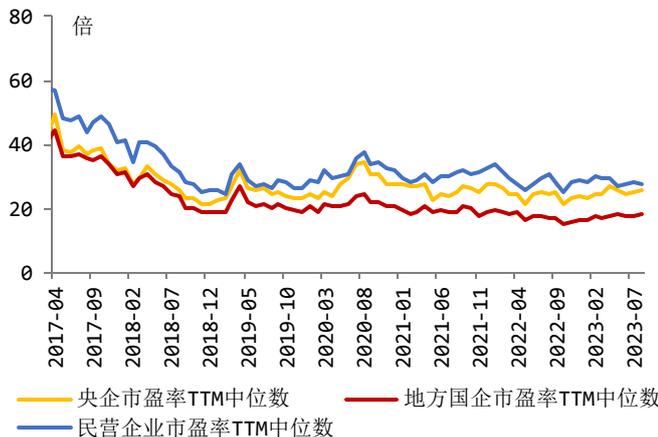
2.3 强化国企市值管理，进一步完善 ESG 评价体系

现阶段，国有企业改革发展的总目标是“做强做优做大”、“提高核心竞争力”、“对标世界一流企业价值创造”。资本市场已经成为推动国企改革、提升国企核心竞争力的重要平台。去年易会满在金融街论坛年会上不仅强调国有上市公司要“练好内功”，还提出要“探索建立具有中国特色的估值体系”。截至 8 月 10 日，A 股市场上，央企、地方国企、民营企业的市盈率 TTM 中位数分别为 25.8、18.1 和 27.9 倍，考虑到国有企业的行业分布和自身经营等多方面的因素，目前市场对于国有企业未来盈利的预期仍有较大提升空间。

要进一步提升资本市场对国有企业的预期，我们认为可以从以下三方面着手：一是，**改善企业自身经营业绩**。2023 年年初，国资委对央企的考核目标由过去的“两利四率”调整为“一利五率”，将此前对央企“净利润”、“营业收入利润率”的考核调整为“净资产收益率”和“营业现金比率”，更加注重考核企业的盈利质量和现金流的情况，年度经营目标由“两增一控三提高”改为“一增一稳四提升”，资产负债率由“控制在 65% 以内”改为“总体保持稳定”，体现出监管对于国有企业实际经营质量的重视。由于资本市场对于 ROE 的关注度正在持续提升，在新的监管要求下，国有企业的经营质量的综合改善更能得到资本市场的肯定；二是，**加强市值管理，加快注入优质资产**。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》，围绕上市公司四大方面提出 14 条举措。其中，试点将上市公司发展质量纳入中央企业负责人经营业绩考核。同月国资委也指出将继续加大优质资产注入上市公司力度。未来随着国有企业上市公司加快并购整合，不断注入优质资产，央企控股上市公司估值有望迎来提振。另外，随着央国企对市值的重视程度提高，有望逐步提高与投资者沟通的频率和效率，增强认可度；三是，**探索建立健全 ESG 体系**。由于国有企业承担了更多的社会职能，传统的估值体系难以全面体现国有企业真正的价值。ESG 评价体系既关注了企业的经济价值，同时也关注社会价值，代表企业发展的可持续性。Wind 数据显示，近年来，A 股上市公司发布 ESG 报告的数量逐年增加，2023 年以来共有 1773 家公司披露了 2022 年度 ESG 独立报告，披露率为 34.2%。2023 年 4 月，首个央企发布的

中国国新 ESG 评价体系成果发布，包括 ESG 评价通用体系和 31 个行业模型，在环境、社会、治理三大议题下，设置 120 余个指标、400 余个底层数据点，覆盖 A 股 4720 家上市公司主体。此外，国资委也要求在 2023 年前央企控股上市公司要全部实现 ESG 信息披露。若将 ESG 评价纳入现有的估值体系中，国有企业的估值有望改变整体偏低的现状。

图 4：A 股上市央企市盈率低于同期民营企业市盈率



数据来源：Wind，西南证券整理；注：截至 2023 年 8 月 10 日

图 5：2017 年以来 A 股上市公司发布 ESG 报告数量逐年增加



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：提高央企控股上市公司质量工作方案



资料来源：国务院国资委，西南证券整理

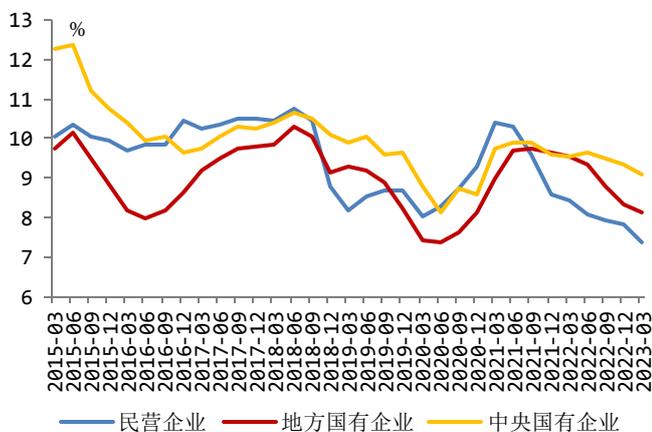
3 微观维度：新一轮国改下国有企业的新变化

3.1 中央企业：并购重组、分拆上市及再融资等进程或将加快

中央企业发展的主要目标是建设“具有全球竞争力的世界一流企业”，2020年国务院国资委启动国有重点企业对标世界一流管理提升行动。2023-2025年的侧重点则在于“价值创造”，2023年3月，国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，将加快实现从数量型规模型向质量型效益效率型转变。

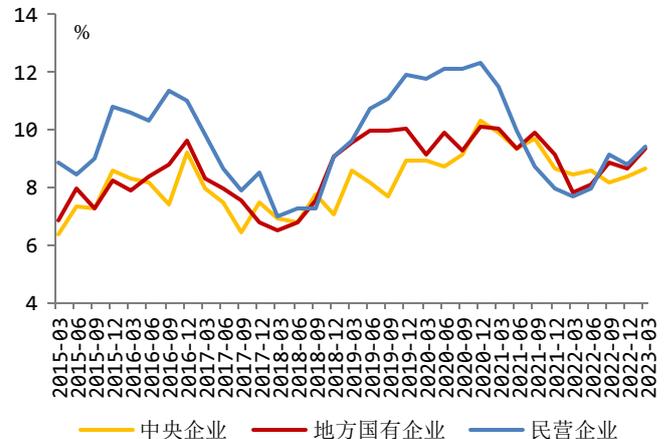
首先，从内在价值来看，随着央企的考核目标调整为“一利五率”，央企在日常经营中将更加注重 ROE 和现金流状况。以央企控股上市公司为例，2023年一季度央企的 ROE 约为 9.1%，同期民营企业 and 地方国有企业 ROE 分别为 7.4% 和 8.1%，而一季度央企的营业现金比率中位数仅为 8.7% 左右，低于同期地方国有企业和民营企业。未来随着净资产收益率、营业现金比率成为央企考核的重点，有望带动央国企经营质量的进一步提升。此外，国资委在 8 月份再次强调中央企业要“强化企业科技创新主体地位，以科技创新开辟发展新领域新赛道”，未来中央企业将继续加大研发投入，向数字化、绿色化、科技化方向发展。2023 年一季度 A 股央企控股上市公司的研发费用投入强度中位数为 3.0%，高于地方国有企业的 2.3%，但低于民营企业的 4.8%。整体来看，2022 年，中央企业研发投入经费同比增长 9.8%，其中新能源汽车、通信电子制造等领域保持两位数增速，未来在政策要求下，央企研发经费投入强度将持续提升。

图 7：不同类型企业 ROE 对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：不同类型企业营业现金比率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

其次，央企的价值创造不仅包括内在价值，还包括市场价值。截至 2023 年 8 月 1 日，我国中央企业共有 98 家，旗下控股 A 股上市公司约 450 家，占 A 股全部上市公司 5242 家的比重约 8.6%，总市值的比重约为 28.7%。提高市值的方式包括吸收合并、资产重组、跨市场运作等，将资源向央企集团旗下优势企业和主业企业集中，逐步形成“一业一企、一企一业”的新格局。

一、从并购重组角度来看，Wind 数据显示，截至 8 月 2 日，央企控股上市公司年内累计发布 175 起并购事件，其中仍处于董事会预案阶段的有 109 起。央企控股上市公司年内发起的并购事件中属于重大重组事件的有 8 起，有 7 起仍在预案阶段。其中，在重大重组事件

中，主要分为四类：一是解决同业竞争问题，可以关注同一集团下或者集团间，在相同领域存在内部同业竞争问题的上市公司的并购重组机会；二是拓展业务领域、完善产业链等，国资委要求央企要聚焦新一代移动通信、人工智能、生物技术、新材料等 15 个重点产业领域方向，加快布局和发展战略性新兴产业。后续或通过并购属于战略性新兴产业的企业来拓展自身的业务领域。另外，还可以完善上下游产业链，强化对于产业链的控制能力；三是剥离无效、低效资产和非主业、非优势业务，更加专注主业，并提高上市公司的盈利水平；四是非上市企业通过改制上市融资，后续航天系、电科系、兵装系等资产证券化率相对较低的央企可能继续通过改制上市模式加大融资力度。

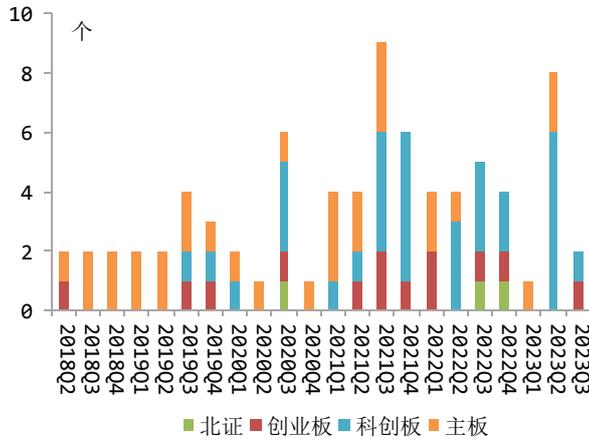
表 4：截至 7 月末，年内中央控股上市公司重大重组事件梳理

首次披露日	交易竞买方	事件标题	最新事件进度	事件类型
20230731	隆平高科(000998.SZ)	隆平高科收购隆平发展 7.14%股权	董事会预案	同业合并、业务互补
20230719	佳电股份(000922.SZ)	佳电股份购买哈电动装 51.00%股权	董事会预案	同业合并、拓展核电领域
20230523	中水渔业(000798.SZ)	中水渔业收购农发远洋 72.08%股权,中渔环球 51%股权,舟渔制品 100%股权	完成	同业合并、完善产业链
20230425	华电辽宁能源有限公司	*ST 金山出售铁岭公司 100%股权和阜新热电公司 51%股权	董事会预案	剥离亏损资产
20230410	节能铁汉(300197.SZ)	节能铁汉定增收购大地修复 72.60%股权和杭州普捷 100%股权	董事会预案	消除同业竞争、修复利润、扩展业务
20230321	本钢板材 (200761.SZ,000761.SZ)	本钢板材资产置换收购本钢矿业 100%股权	董事会预案	解决同业竞争问题
20230210	昊华科技(600378.SH)	昊华科技筹划定增收购中化蓝天 100%股权	董事会预案	解决同业竞争问题
20230112	中航电测(300114.SZ)	中航电测定增收购成飞集团 100%股权	董事会预案	改制上市

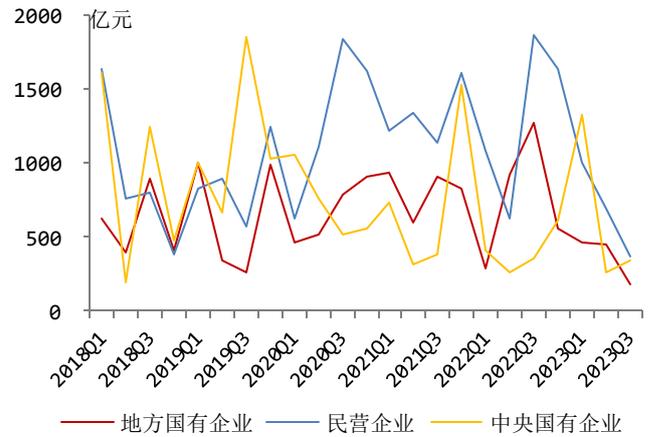
资料来源：wind，西南证券整理；注：首次披露日期截止到 2023 年 7 月 31 日

二、从上市角度来看。2023 年以来，共有 18 家央企 IPO 上市融资，融资规模约为 401 亿元，其中在科创板上市有 11 家，融资规模达到 297.5 亿元，其中有 16 家属于战略性新兴产业，5 家是专精特新企业，央企或将继续加快旗下属于战略性新兴产业的企业上市融资的节奏。另外，截至 8 月 4 日，根据 Wind 资讯梳理，剔除终止分拆上市，约有 18 家央国企公布分拆上市的进度公告，央企有 9 家，“港拆 A”也在不断涌现，其中有 5 家港股央国企完成或计划分拆子公司到 A 股上市。预计央企控股上市公司通过分拆上市可以提高公司估值并扩大资本市场影响力。

三、从再融资角度来看，2023 年以来中央控股上市公司再融资节奏有所加快，发行日期截至 7 月 21 日，2023 年中央企业再融资规模约为 1929.4 亿元，占全部 A 股融资总额的 34.8%左右。央企上市公司加快再融资步伐，有助于推动优质资产逐步向上市公司集中，并优化国有经济布局结构，有效提升央企专业化整合的效果。

图 9：央企在 A 股不同上市板块 IPO 情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：不同类型 A 股上市企业再融资规模变化


数据来源：Wind, 西南证券整理

表 5：截至 2023 年 8 月 4 日，年内央国企发布关于分拆附属子公司上市的公告事件

代码	名称	属性	分拆上市公告事件
601800.SH	中国交建	中央国有企业	拟分拆下子公司中交公路规划设计院有限公司、中交第一公路勘察设计研究院有限公司、中交第二公路勘察设计研究院有限公司通过与甘肃祁连山水泥集团股份有限公司进行重组的方式实现重组上市。
600029.SH	南方航空	中央国有企业	拟分拆下子公司南方航空物流股份有限公司至上海证券交易所主板上市。
600050.SH	中国联通	中央国有企业	拟分拆旗下的车联网子公司联通智网科技股份有限公司至科创板上市。
601669.SH	中国电建	中央国有企业	拟筹划分拆控股子公司电建新能源至境内证券交易所上市
601868.SH	中国能建	中央国有企业	完成分拆所属子公司中国葛洲坝集团易普力股份有限公司重组上市
0267.HK	中信股份	中央国有企业	完成中信金属分拆及 A 股发行上市
0836.HK	华润电力	中央国有企业	筹划分拆华润新能源控股有限公司于 A 股上市
3899.HK	中集安瑞科	中央国有企业	建议分拆旗下液态食品业务并让其于 A 股独立上市
4621.HK	CINDA 21USDPRF	中央国有企业	完成分拆信达证券并于上海证券交易所上市
000338.SZ	潍柴动力	地方国有企业	分拆旗下潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司至创业板上市
000933.SZ	神火股份	地方国有企业	拟筹划分拆控股子公司神隆宝鼎至境内证券交易所上市
002396.SZ	星网锐捷	地方国有企业	拟分拆下属控股子公司德明通讯(上海)股份有限公司至深圳证券交易所创业板上市
600018.SH	上港集团	地方国有企业	拟分拆所属子公司上海锦江航运(集团)股份有限公司至上海证券交易所主板上市, 上市申请获得审核通过
600141.SH	兴发集团	地方国有企业	发布关于分拆所属子公司湖北兴福电子材料股份有限公司至科创板上市的预案
600362.SH	江西铜业	地方国有企业	分拆所属子公司江西省江铜铜箔科技股份有限公司在创业板上市获深圳证券交易所上市审核委员会审议通过
600459.SH	贵研铂业	地方国有企业	拟分拆控股子公司昆明贵研催化剂有限责任公司至境内证券交易所上市
0152.HK	深圳国际	地方国有企业	考虑将本公司位于中国浙江省杭州市及贵州省龙里县之二个物流港项目于中国一家证券交易所独立上市
0604.HK	深圳控股	地方国有企业	建议分拆深业物业运营集团股份有限公司股份于香港联合交易所有限公司主板独立上市; 旗下间接非全资附属公司晶华公司已向深交所提交于深交所创业板的建议 A 股上市申请

资料来源：ifind, 西南证券整理

3.2 地方国企：三条路径用好地方“第三财政”

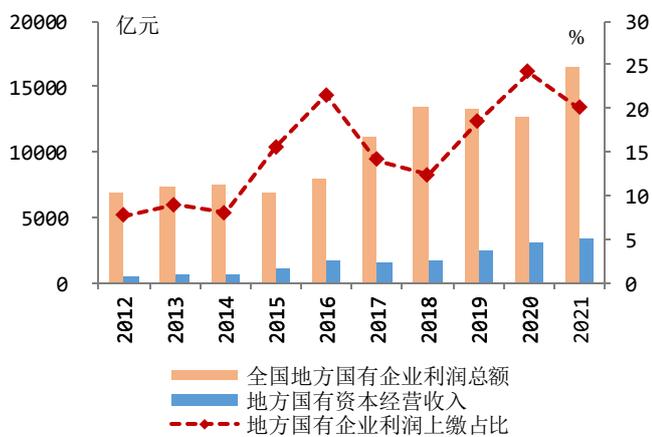
地方国资国企在新一轮国企改革中也将承担重要作用，从具体改革路径来看，除了按照上述央企的改革方式来做优做大之外，地方政府出于财政开源，对于国企改革的意愿也较为强烈。“第三财政”或成为地方政府的重要抓手，地方国企对于财政的贡献或将有所提升，路径上或主要通过引入各类社会资本共同做强做大国有资产等方式实现。

一、通过提升国企利润上缴规模来增加财政收入。 国企对于财政的贡献主要包括上缴“税”和“利”两个方面，“税”直接进入一般公共预算收入中，“利”方面，金融类国企上缴分红进入非税收入，非金融类国企利润上缴进入第三本帐。实现国企利润上缴增加地方财政收入有以下途径：一是增加国企利润基数，通过加强公司治理水平、并购优质资产等方式；二是直接提高国企上缴利润的比例。非金融国企利润上缴财政包括两个步骤：上缴国有资本经营预算、调入一般公共预算收入。大部分中央国有独资企业上缴利润的比例约为 10%-25%，地方国企通常参考央企也在 20%左右，2020 年财政部将国有资本收益上缴公共财政的比例提高至 30%，但是与海外国家对比，我国国企利润上缴的比例相对偏低，如美国国企上缴税后利润比例在 30-50%左右。

二、设立政府引导基金吸引社会资本投资，提高资产证券化程度。 从一级市场来看，地方政府持续通过“两类公司”设立政府引导基金，引入社会资本共同投资地区产业项目，领域上更加倾向于战略性新兴产业。2023 年以来，多只千亿元级别的地方产业母基金宣布成立。华兴资本数据显示，2023 年二季度，大规模基金中国资主导基金占比持续提升至 75%，地方政府 GP 募资已占国资主导基金的 67%，相比上季度 50%有大幅提升。更多地方企业在政府引导基金的帮助下能够尽快做强做大，尤其是战略性新兴产业，而后进入资本市场融资并实现国有资本增值，从而增加地方政府的税收及分红。

三、盘活地方存量国有资产，回收资金投向重大工程。 2022 年国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，盘活存量资产的方式包括：发行 REITs、推进 PPP 模式、发行债券、处置低效闲置非主业资产等。但盘活存量资产只是方式方法，扩大有效投资才是工作目的。发改委指出地方政府或国有企业对盘活存量资产的回收资金，要确保主要用于重点领域项目建设，精准有效支持 102 项重大工程等，形成有效投资。

图 11：地方国有企业利润上缴比例变化



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 12：2023 年一季度国资主导基金数量及规模情况



资料来源：华兴资本, 西南证券整理

4 四维视角下区域国有上市公司的价值评估

2023年，随着市场资金对“中国特色估值体系”热度提升，央企率先迎来了一波上涨行情，国资央企的市场价值得到重估和修复。但地方国有企业的涨幅相对而言小于央企，市盈率仍处于较低位置。由于地方政府强化国企改革、培育第三财政的意愿将持续增强，市场对于地方国资的价值挖掘有待进一步深入。我们在此后的系列报告中，将以省级行政区为单位，从区域经济与产业环境，资本运作，科创、价值引导及实现，财务优化四个维度对各地区的国有控股上市公司进行定量分析，筛选出估值提升潜力较大的企业，作为投资参考。

维度一：区域经济与产业环境，衡量该地区国有企业的发展空间，以及该地方政府推动国企改革的意愿是否强烈。主要通过地区经济增速、地区财政收支差额、中央政策关注度、地区国有企业数量、国有资本产业集中度、资产证券化程度来进行衡量。

维度二：资本运作，其有助于做强做大国有企业，推动优质资产向国有上市公司集中。主要通过资本运作落地数量、集团资产证券化率、股东股权集中度、股权激励落地次数等指标来衡量国有企业资产运作的能力及空间。

维度三：科创、价值引导及实现，由于国有资本后续将在推进中国式现代化中发挥更大作用，包括加强科技创新、布局战略性新兴产业以及强化产业链控制能力等，相关上市公司的估值有望加快提升。通过分红、ESG导向、是否属于国改行动重点企业及产业链链长、研发费用率等指标来衡量企业发挥经济战略支撑的作用。

维度四：财务优化。随着考核目标调整为“一利五率”，未来国有企业需要进一步提升经营质量，实现做强做优做大的目标。因此我们主要采取归母净利润三年复合增速、ROE、资产负债率、营业现金比例、净利率及主营业务比率等指标来衡量企业的财务和经营状况。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
