



宏观专题

证券分析师

陈梦洁

资格编号: S0120524030002

邮箱: chenmj3@tebon.com.cn

研究助理

戴琨

资格编号: S0120123070006

邮箱: daikun@tebon.com.cn

相关研究

理解国有经济增加值 (EVA)

投资要点:

- 核心观点:** 三中全会关于“国有经济增加值”的提法值得重视与跟踪, 经济增加值 (EVA) 或将成为国资国企改革的重要指引, EVA 考核可能是后续国企经营考核指标的关键落脚点, 也或将成为央企“一利五率”财务指标体系的重要补充。近年来, 央企和地企的 EVA 规模及增速明显优于民企, 在国民经济体系中优势明显, 但亦处在下行过程中, 国家对 EVA 核算的重视或意在引导央企重视“先算再投”, 注重包含债务资本和股权资本在内的资本成本率 (WACC) 的优化, 完善国有资产考核制度, 引导国央企资本投向合理化、资本结构最优化、资本纪律严格化, 并最终促进国有经济资本效率的提升, 推动国有资本和国有企业做强、做优、做大, 进一步增强国企的核心功能与核心竞争力。
- 开展国有经济增加值核算:** 《决定》提及“开展国有经济增加值核算”, 且将其作为一项关键考核指标放在了“建立国有企业履行战略使命评价制度, 完善国有企业分类考核评价体系”之后, 我们认为, 这可能是后续国企经营考核指标的关键落脚点, 也或将成为央企“一利五率”财务指标体系的重要补充。
- 国有经济增加值的内涵及意义:** 经济增加值 (Economic Value Added, EVA) 是一个基于价值的经济方法, 用于计算企业真实经济利润, 通过税后营运净利润减去资本的机会成本计算。与利润总额、净利润等指标相比, 经济增加值能够更加客观真实反映企业的价值创造能力。“国有经济增加值”即基于国有经济或国有企业计算出的 EVA, 国有经济增加值反映国有企业在生产过程中新创造的价值, 能够直观体现国有经济对整体国民经济的增量贡献。“开展国有经济增加值核算”的表述意味着, 随着国企改革的分推进与全面深化, 国有企业经营考核体系或将迎来新的边际变化, EVA 对于国企绩效评价的重要性或将日益上升。
- 国企经营考核指标体系沿革:** 1978 年以来, 我国国企经营考核指标大致经历了从 92 年前的单一型绩效评价到 02 年前的综合型绩效评价、再到 13 年后分类绩效评价的三轮变化。特别地, 对于中央企业而言, 2019 年以来央企的经营指标体系也经历了从“两利一率”到“一利五率”、“一企一策”的变化, 三中全会对经济增加值 (EVA) 核算的强调有望为国企经营考核带来全新的评价维度, 国企 EVA 评价的重要性或迎来强化。
- 国企 EVA 考核变迁与上市国企 EVA 现状:** 国资委对国企的 EVA 考核试点最早从 2007 年开始, 并自 2010 年起开始全面推行, 但其目前并不属于“一利五率”中央企业经营指标体系, 目前国资委对国企尤其是央企的综合考核以传统的财务类指标为核心, EVA 更像是国企经营的一种“最终目标”。2010-2022 年间, 中央企业经济增加值从 714 亿元增长到 8420 亿元, 12 年间 CAGR 达 22.83%。但与世界一流企业相比, 总体上看, 我国国有资本回报水平仍有待提升。借助上市国央企的数据来初步把握国有经济的 EVA 现状, 我们发现, 从总量上看, 非金融上市公司的经济增加值集中于央企、国企、民企中, 2005 年至今, 中央企业经济增加值的绝对量相对其他企业具有绝对优势; 从增速上看, 近年来, 对于 EVA 规模靠前的央企、地企、民营企业来说, 2020 年之后央国企的 EVA 改善程度要明显好于民企, 且在近两年的回落过程中, 央国企年度 EVA 的回调程度较民企而言也相对缓和; 从结构上看, 几个主要行业主导了国央企上市公司的 EVA 规模。
- 风险提示:** (1) 经济增加值考核方法在我国的应用尚不成熟, 对于国有经济来说, 在具体的实践层面可能仍有较多的限制和困难; (2) 随着国企改革三年行动的收官, 国企改革进入更加复杂的“深水区”, 其向纵深推进的进度可能不及预期; (3) 国有资本的强化可能对民营资本形成一定的“挤出效应”, 这对推动民营经济实现高质量发展可能造成影响。

内容目录

1. 三中全会提出，要开展国有经济增加值核算	4
2. 国有经济增加值的内涵及意义	5
3. 国企经营考核指标体系沿革	6
3.1. 国企绩效评价指标体系的演进	6
3.2. 2019 年以来中央企业经营指标体系变化	9
4. 国企 EVA 考核变迁与上市国企 EVA 现状	11
5. 风险提示	15

图表目录

图 1:《决定》为深化国资国企改革指明方向	4
图 2: 综合型绩效评价形成时期所涉及的重要文件	6
图 3: 企业综合绩效评价&央企负责人经营业绩考核	7
图 4: 中央企业功能分类考核	8
图 5: 2019 年以来中央企业主要经营指标体系变化	10
图 6: 国资委在对央企负责人考核中关于经济增加值的要求变化	11
图 7: 各类非金融上市公司 EVA 总量趋势	12
图 8: 2023 年各类非金融上市公司 EVA 总量	12
图 9: 按公司属性划分的各板块 EVA 年同比增速（非金融）	12
图 10: 非金融上市中央国有企业 EVA 规模	13
图 11: 非金融上市地方国有企业 EVA 规模	13

1. 三中全会提出，要开展国有经济增加值核算

7月19日，中共中央举行新闻发布会，介绍和解读党的二十届三中全会精神。中央财办分管日常工作的副主任、中央农办主任韩文秀在发言中强调，“要深化国资国企改革，推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力，要开展国有经济增加值核算”。我们认为，其将“开展国有经济增加值核算”作为此句的结束意味深长，这或预示着经济增加值将成为国资国企改革的重要指引。

7月21日，《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》（下称《决定》）发布，《决定》提出300多项重要改革措施，结构上分为共15部分、60条、分三大板块。在进一步全面深化改革贯彻六条原则的总纲下，分出关于经济和民生领域、关于深化教育科技人才体制机制、关于党的领导和党的建设制度三大改革。其中，在第二部分“构建高水平社会主义市场经济体制”第5条中，深化国资国企改革的重点任务得以明确：

“深化国资国企改革，完善管理监督体制机制，增强各有关管理部门战略协同，推进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，增强核心功能，提升核心竞争力。进一步明晰不同类型国有企业功能定位，完善主责主业管理，明确国有资本重点投资领域和方向。推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中。健全国有企业推进原始创新制度安排。深化国有资本投资、运营公司改革。建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系，开展国有经济增加值核算。推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制。”

在各项国资国企改革措施中，《决定》同样提及了“开展国有经济增加值核算”，且将其作为一项关键考核指标放在了“建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系”之后，我们认为，这可能是后续国企经营考核指标的关键落脚点，也或将成为央企“一利五率”财务指标体系的重要补充。

图1：《决定》为深化国资国企改革指明方向



资料来源：中国政府网，德邦研究所

2. 国有经济增加值的内涵及意义

经济增加值（Economic Value Added, EVA）是 20 世纪 80 年代美国思腾思特（Stern Stewart）公司所推行的一种财务管理体系、决策机制和激励性补偿体系，其是一种以税后净收益为基础，对公司业绩进行财务评价的方法。与传统会计核算的利润相对比而言，EVA 可以更加全面地衡量企业生产经营的真实盈利或价值创造。EVA 的核心思想是，公司只有在创造的价值超过其资本成本时，才算真正为股东创造了价值。EVA 的基本公式为：

$$\begin{aligned} EVA &= NOPAT - WACC \times TC \\ &= (ROIC - WACC) \times TC \end{aligned}$$

其中，NOPAT 表示息前税后净经营利润（Net Operating Profit After Tax），WACC 表示加权资本成本（Weighted Average Cost of Capital），ROIC 表示资本回报率（Return on Invested Capital），TC 表示占用的经济资本（包括股权资本和债务资本）。NOPAT 以会计净利润为基础进行调整得到，调整的项目主要包括：商誉摊销、研发费用、递延所得税、先进先出存货利得、折旧、资产租赁等。

对于特定企业的 EVA 而言，当 $EVA > 0$ 时，表示企业为股东创造了价值；当 $EVA = 0$ 时，表示企业当期的利润只能够弥补所有的资本成本，企业没有新增价值；当 $EVA < 0$ 时，表示企业当期的利润无法弥补资金的投入成本，企业的价值出现了下滑。根据国资委在 2023 年中央企业负责人会议上的表述，经济增加值是一个基于价值的经济方法，用于计算企业真实经济利润，通过税后营运净利润减去资本的机会成本计算。与利润总额、净利润等指标相比，经济增加值能够更加客观真实反映企业的价值创造能力。

“国有经济增加值”即基于国有经济或国有企业计算出的 EVA，国有经济增加值反映国有企业在生产过程中新创造的价值，能够直观体现国有经济对整体国民经济的增量贡献。我们认为，三中全会对于“开展国有经济增加值核算”的表述意味着，随着国企改革分类推进与全面深化，国有企业经营考核体系或将迎来新的边际变化，EVA 对于国企绩效评价的重要性或将日益上升。国有企业作为中国特色社会主义经济发展的“顶梁柱”，不仅为中国经济稳定发展提供了必要的支撑，同时也是维护中国经济独立和国家安全的重要保障，国有资本与国有企业已成为经济社会健康发展的“稳定器”和改善民生福祉的“压舱石”。国有企业改革是中央实施做强做大国有企业方针的重大战略步骤，作为经济体制改革的中心环节，国企改革也在持续影响和推动着其他领域的重要变革，我们认为广义上的“国企改革”其实是“国有经济改革”。《决定》中对于“开展国有经济增加值核算”的表述对国有企业经营考核体系的进一步优化做出指引，随着国企改革分类推进与全面深化，国有企业经营考核体系或将迎来新的边际变化。

3. 国企经营考核指标体系沿革

我们在本小节对国企经营考核指标体系的沿革进行简要回顾：1978 年以来，我国国企经营考核指标大致经历了从 92 年前的单一型绩效评价到 02 年前的综合型绩效评价、再到 13 年后分类绩效评价的三轮变化。特别地，对于中央企业而言，2019 年以来央企的经营指标体系也经历了从“两利一率”到“一利五率”、“一企一策”的变化，三中全会对经济增加值（EVA）核算的强调有望为国企经营考核带来全新的评价维度，国企 EVA 评价的重要性或迎来强化。

3.1. 国企绩效评价指标体系的演进

1) 单一型绩效评价（1978-1992）：在国企改革的“放权让利”时期，以利润创造为导向的承包指标构成了绩效评价的主要内容。虽然与改革开放前以单一实物量导向的评价体系相比而言，改革开放后对国营企业的绩效评价开始纳入收入、利润等指标，但仍未建立起较为科学的评价体系，评价指标较为单一、计划经济的色彩依旧浓厚。

2) 综合型绩效评价（1993-2002）：在国企改革的“产权改革”时期，建立现代企业制度成为国有企业改革的方向，对国有企业的绩效评价也由单一转向综合，以企业财务指标为核心的综合型绩效评价体系逐步建立。具体而言，1992 年 12 月财政部颁布的《企业财务通则》为建立企业绩效评价体系提供了基础，此后的多项文件从不同方面涉及了企业层面的考核指标。到了 1997 年，财政部颁布《关于改进工业经济效益评价考核指标体系的内容及实施方案（修订）》，以国有资本金为基础的国有企业绩效评价体系初步建立。2002 年，这一体系进一步完善，财政部颁布《企业效绩评价操作细则（修订）》，综合型的绩效评价体系逐步形成，企业经营效绩评价体系得到进一步规范化和标准化。

图 2：综合型绩效评价形成时期所涉及的重要文件

时间	文件	涉及指标/体系
1992	《企业财务通则》	资产负债率、流动比率、速动比率、应收账款周转率、存货周转率、资本金利润率、销售利税率、成本费用利润率等
1992	《关于改进工业生产评价考核指标的报告》	工业企业资金利润率、工业产品成本利润率、工业增加值或净产值、实物劳动生产率、每百元销售产值占用流动资金和流动资金周转次数
1995	《企业经济效益评价指标体系（试行）》	销售利润率、总资产报酬率、资本收益率、资本保值增值率、资产负债率、流动比率（或速动比率）、应收账款周转率、存货周转率、社会贡献率、社会积累率
1997	《关于改进工业经济效益评价考核指标体系的内容及实施方案（修订）》	总资产贡献率、资本保值增值率、资产负债率、流动资产周转率、成本费用利润率、全员劳动生产率和产品销售率
1999	《国有资本金绩效评价规则》	企业效绩评价指标体系由基本指标、修正指标、评议指标三个层次构成。采取以定量分析为基础，以定性分析为辅助，实行定量分析与定性分析相互校正，以此形成企业效绩评价的综合结论
2002	《企业效绩评价操作细则（修订）》	企业效绩评价指标由反映企业财务效益状况、资产营运状况、偿债能力状况和发展能力状况四方面内容的基本指标、修正指标和评议指标三个层次共 28 项指标构成。企业效绩评价的主要计分方法是功效系数法，用于计量指标的评价计分；辅助计分方法是综合分析判断法，用于评议指标的评价计分。根据评价指标体系的三次结构，企业效绩评价的计分方法分为基本指标计分方法、修正指标计分方法、评议指标计分方法和定量与定性结合计分方法

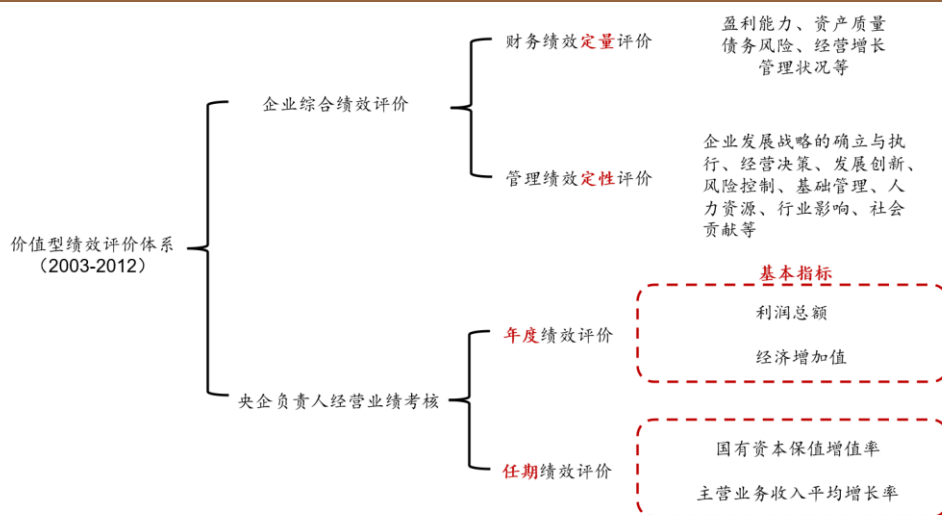
资料来源：中国政府网，国资委，财政部，深圳市统计局，中智咨询等，德邦研究所整理

3) 价值型绩效评价（2003-2012）：在国企改革的“国资监管”时期，如何实现国有资产的保值增值成为重点，相应地，国资委对国有企业的绩效评价在基本财务考核的基础上进一步增加了价值增值导向，并且同时增加了对企业负责人的评价。2006 年 4 月，国务院国资委出台《中央企业综合绩效评价管理暂行办法》，将企业综合绩效评价分为财务绩效定量评价和管理绩效定性评价两部分，文件中的“效益性原则”将国企的投资回报水平视作重点，考察资产运营效率和资本保

值增值水平。

2009 年 12 月，国资委出台《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法（第二次修订）》，对企业负责人的评价逐步形成体系，国有资产保值增值和股东价值最大化以及可持续发展成为经营业绩的首要考核基础，对企业负责人的任期绩效评价也成为国企绩效评价的一大关键要素。对企业负责人的经营业绩考核分为年度考核与任期考核，考核指标包括基本指标和分类指标。其中，**年度经营业绩考核的基本指标包括利润总额和经济增加值指标**；任期经营业绩考核的基本指标包括国有资本保值增值率和主营业务收入平均增长率。2010 年 1 月，国资委在央企负责人业绩考核会议上表示，国资委决定从 2010 年开始在中央企业全面推行经济增加值考核。2010 年 1 月 1 日起施行的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》首次将经济增加值指标纳入，并且规定该指标在竞争行业中占业绩指标的权重为 40 分，这一比例在此后的修订中有所变动¹，但国资委对 EVA 重要性的强调一如既往，促进国央企 EVA 的提升始终是企业经营业绩的总体目标之一。

图 3：企业综合绩效评价&央企负责人经营业绩考核



资料来源：《中央企业综合绩效评价管理暂行办法》，《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法（第二次修订）》，德邦研究所绘制

4）分类绩效评价（2013 年至今）：2013 年后，国企改革进入全面深化改革时期，《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》将国有企业划分为三类，对于这三类国有企业的绩效评价方法也逐渐产生差异，适合**企业功能定位实际**的分类绩效评价体系逐步形成。

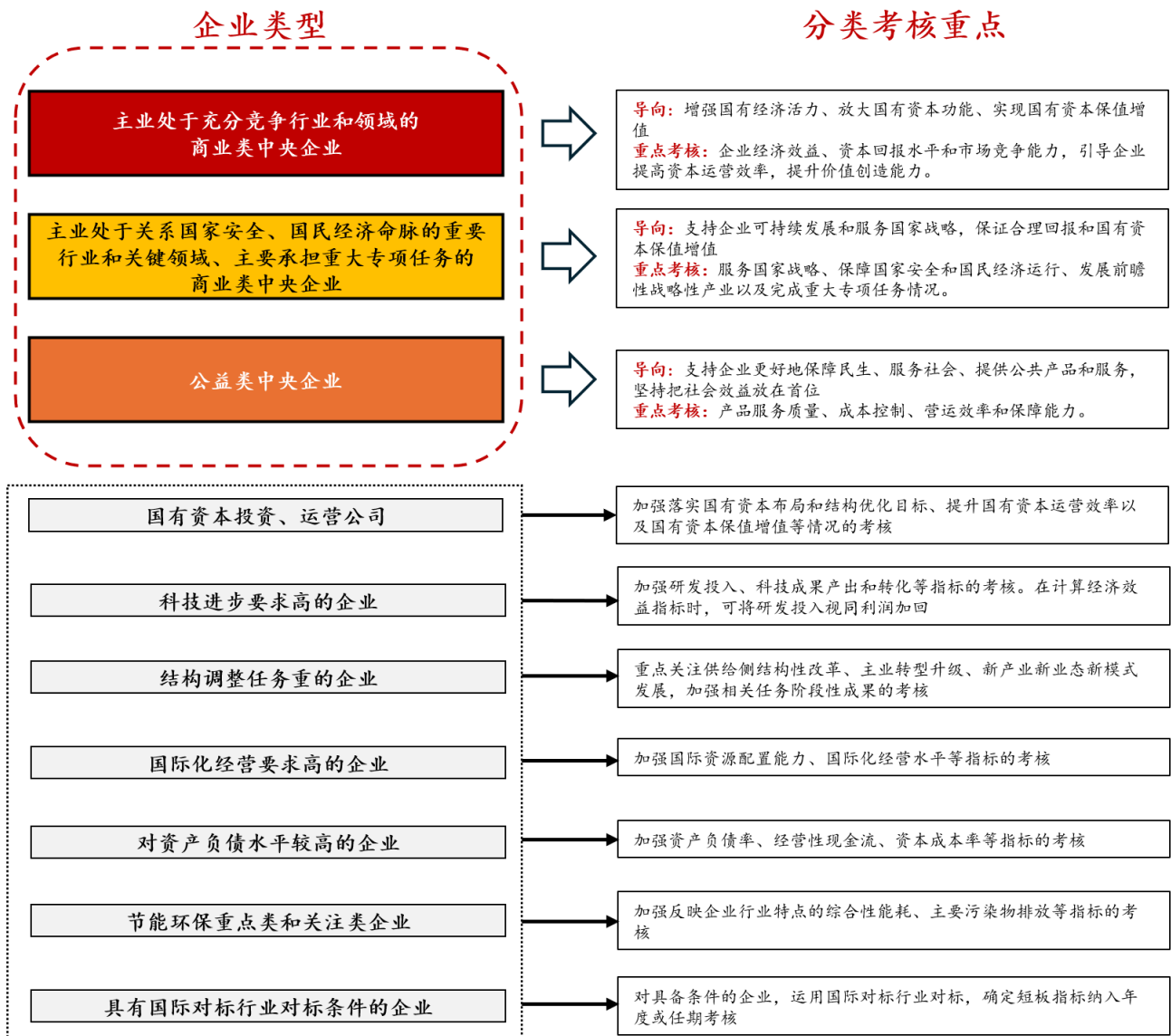
2016 年 8 月，为进一步加强和改进中央企业分类考核工作，《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》出台，对中央企业主要分为 3 类实施考核，同时建立特殊事项管理清单制度，将企业承担的对经营业绩有重大影响的特殊事项列入管理清单，作为考核指标确定和结果核定的重要参考依据。

2019 年，国务院国资委修订出台《中央企业负责人经营业绩考核办法》，根据国有资本的战略定位和发展目标，对不同功能和类别的企业进行了更为细致的分类。在三大类央企的基础上，增设了国有资本投资、营运公司、科技进步要求较高的企业、结构调整任务重的企业、国际化经营要求高的企业、资产负债水平

¹ 见第 4 节图 6 梳理。

较高的企业、节能环保重点类和关注类企业、具有国际对标行业对标条件的企业等。

图 4：中央企业功能分类考核



资料来源：《中央企业负责人经营业绩考核办法》（国资委令第 40 号），德邦研究所绘制

3.2. 2019 年以来中央企业经营指标体系变化

近年来，为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系。2019 年以来，国资委对中央企业主要经营指标的考核逐步细化，对央企盈利质量的要求日益提升，指标体系也经历了一系列变化：

1) “两利一率” (2019): 2019 年前，国资委对央企主要采用“两利一率”指标进行考核，包括净利润、利润总额、资产负债率。

2) “两利三率” (2020): 2020 年，新增营业收入利润率和研发经费投入强度两个指标，逐步形成“两利三率”指标体系，包括净利润、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，引导央企关注经营效率，同时加大科技创新投入力度。

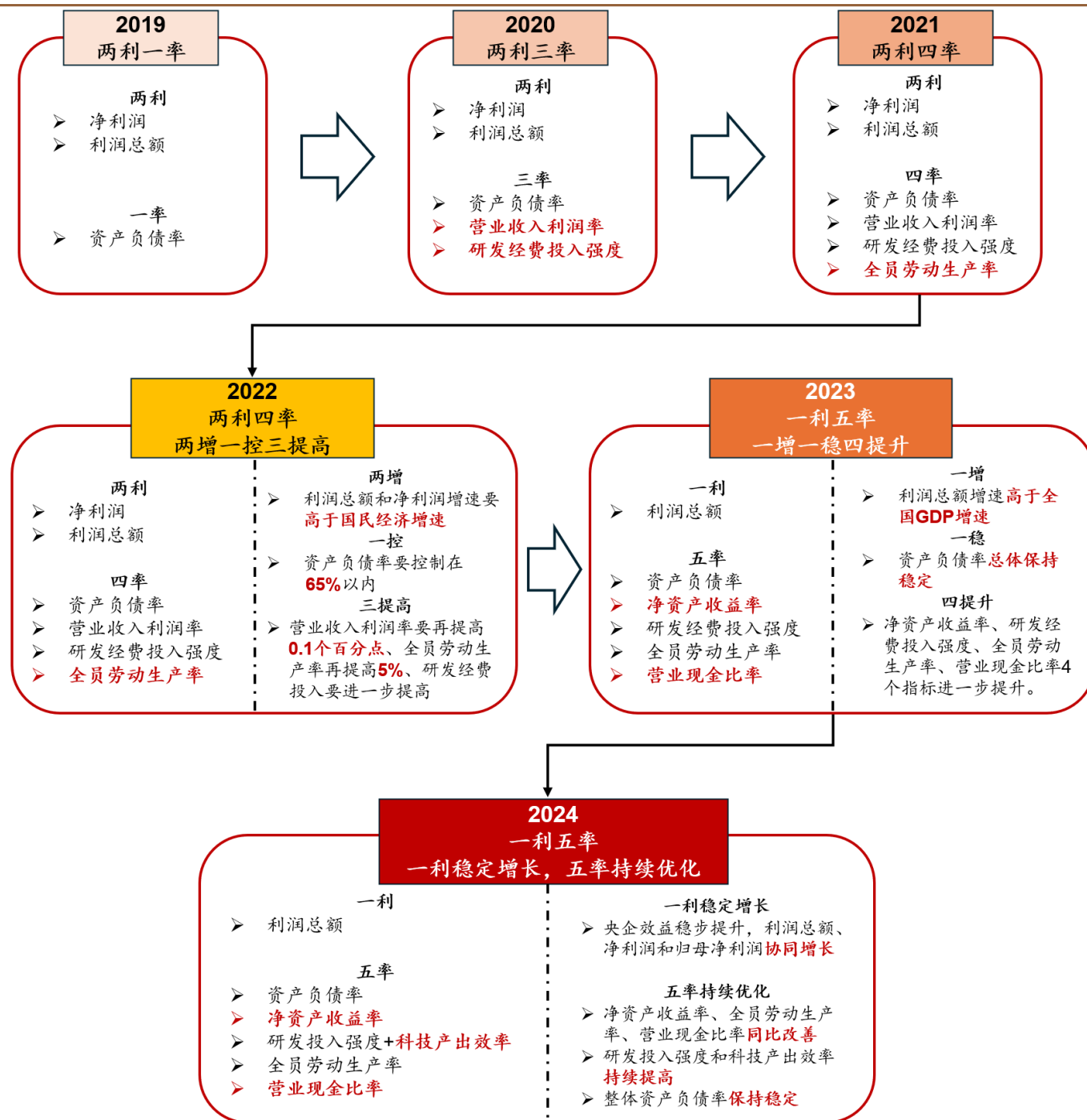
3) “两利四率” (2021-2022): 2021 年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022 年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增一控三提高”的总体要求，并通过预算管理和业绩考核等工作将指标分解到每一家中央企业，统领和推进各项重点工作。

4) “一利五率” (2023 至今): 2023 年 1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，中央企业经营指标体系进一步优化调整，“两利四率”调整为“一利五率”：一是用净资产收益率替换净利润指标；二是用营业现金比率替换营业收入利润率指标；三是继续保留资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标。目标上：

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。

2024 年，“一利五率”目标为“一利稳定增长，五率持续优化”。相比于 2023 年“一利五率”考核体系，今年的考核体系不仅要求利润总额保持增长，净利润与归母净利润也需协同增长。此外，在科技创新上，不仅通过研发强度考核投入情况，还以结果为导向新增科技产出效率指标，引导重视科研产出。

图 5：2019 年以来中央企业主要经营指标体系变化



资料来源：国资委，中华网，德邦研究所绘制

4. 国企 EVA 考核变迁与上市国企 EVA 现状

从上述对国企经营考核的历史回顾来看，在国企改革的进程中，国资委对国企的 EVA 考核试点最早从 2007 年开始，并自 2010 年起开始全面推行，但其目前并不属于“一利五率”中央企业经营指标体系，目前国资委对国企尤其是央企的综合考核以传统的财务类指标为核心，EVA 更像是国企经营的一种“最终目标”。我们认为，本次二十届三中全会提出的“开展国有经济增加值核算”可能意味着，今后一段时间国资委对于国企 EVA 的量化核算要求将有所提升，这是对国有资产考核制的进一步完善，国企的长期价值创造能力将逐步成为国有经济的一大关键。

2023 年 12 月，国务院国资委召开中央企业负责人会议，国务院国资委党委书记、主任张玉卓在讲话中提出，“要更加注重提升增加值、功能价值、经济增加值、战略性新兴产业收入和增加值占比和品牌价值五个方面的价值，进一步增强核心功能、提高核心竞争力，更好推动中央企业高质量发展。”根据国资委披露的数据，2010-2022 年间，中央企业经济增加值从 714 亿元增长到 8420 亿元，12 年间 CAGR 达 22.83%。但国资委也同时指出，与世界一流企业相比，总体上看，我国国有资本回报水平仍有待提升。

图 6：国资委在对央企负责人考核中关于经济增加值的要求变化

时间	事件	国资委令号	EVA 相关内容
2003/11/25	《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》发布	第2号令	并未提及EVA概念
2006/12/30	第一次修订	第17号令	着手推进EVA普及
2009/12/28	第二次修订	第22号令	正式引入EVA指标
2012/12/29	第三次修订	第30号令	分类考核
2016/12/8	第四次修订 《中央企业负责人经营业绩考核办法》正式颁布	第33号令	分类考核
2019/3/1	《中央企业负责人经营业绩考核办法》修订	第40号令	分类考核

资料来源：中国政府网，德邦研究所

限于国资委对 EVA 的数据披露并不连续和常规，我们可以借助上市国央企的数据来初步把握国有经济的 EVA 现状。CSMAR 研发的中国上市公司 EVA 研究数据库提供了上市公司 EVA 计算的参数信息、上市公司的年度、半年度和季度 EVA 数据信息。为量化观测国央企 EVA 的历史与现状，下面我们借助国泰安 CSMAR 经济数据库对上市公司 EVA 作简单考察。需要指出，CSMAR 公布的 EVA 数据有两个口径，其中口径一参考《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》将 WACC 恒定为 5.5%，这一点忽略了各国企上市主体资本成本率的异质性，似乎显得不太合理，故我们主要采用口径二进行观察。其计算过程如下：

(1) NOPAT 税后净营业利润=营业利润-所得税费用+[利息支出（非金融机构）+资产减值损失+开发支出]*（1-企业所得税税率）+递延所得税负债增加额-递延所得税资产增加额；

(2) 资本总额=所有者权益合计+资产减值准备-在建工程减值准备-在建工程净额+递延所得税负债-递延所得税资产+短期借款+交易性金融负债+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款；

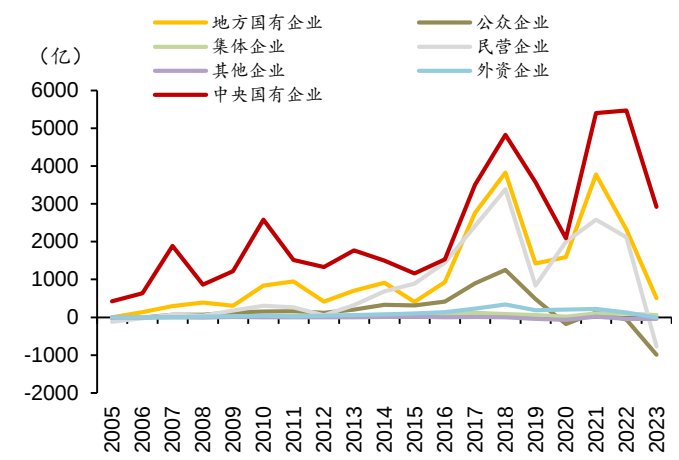
(3) 加权平均资本成本=债券资本成本*（1-企业所得税税率）*（债务资本/总资本）+股权资本成本*（股权资本/总资本）股权资本成本=无风险利率+风险因子*市场风险溢价。

在 CSMAR_EVA2² 的口径下，剔除 B 股、退市股后，在非金融³上市公司中：

首先，从总量上看，非金融上市公司的经济增加值集中于央企、国企、民企中，2005 年至今，中央企业经济增加值的绝对量相对其他企业具有绝对优势。2023 年，EVA 总量层面，在非金融上市公司中，央企>地企>集体>外资>其他>民营>公众，且只有央企、地企、集体的 EVA 合计录得正值。

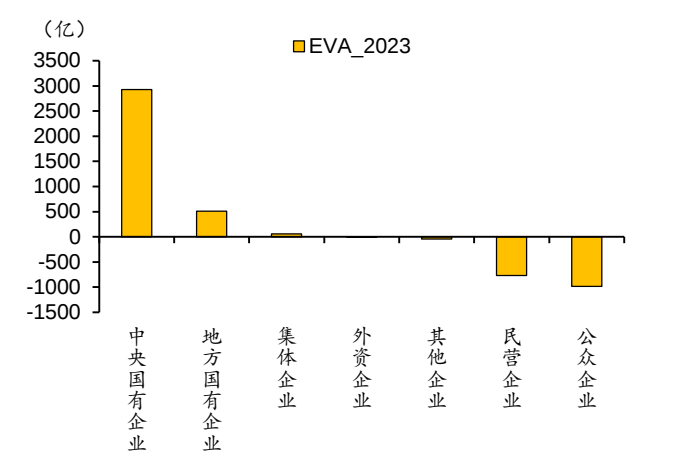
其次，从增速上看，我们自下而上计算了各企业类型板块可比口径⁴下的 EVA 增速，近年来，对于 EVA 规模靠前的央企、地企、民营企业来说，2020 年之后央国企的 EVA 改善程度要明显好于民企，且在近两年的回落过程中，央国企年度 EVA 的回调程度较民企而言也相对缓和。

图 7：各类非金融上市公司 EVA 总量趋势



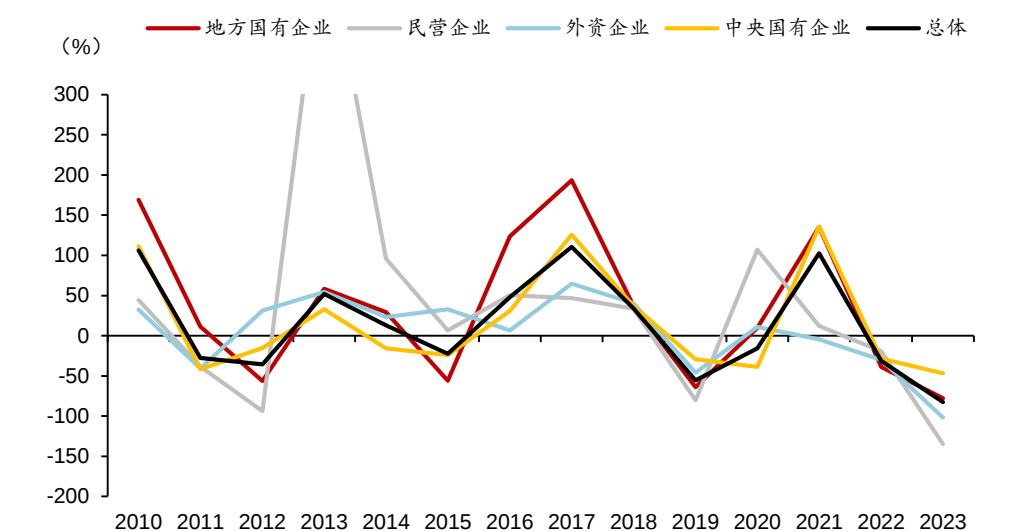
资料来源：CSMAR, Wind, 德邦研究所测算；公司属性依据 Wind, 下同。

图 8：2023 年各类非金融上市公司 EVA 总量



资料来源：CSMAR, Wind, 德邦研究所测算

图 9：按公司属性划分的各板块 EVA 年同比增速（非金融）



资料来源：CSMAR, Wind, 德邦研究所测算；可比口径，剔除 B 股、退市股，未展示增速波动过大的企业类型。

² 其中，债券资本成本使用一年期银行贷款利率；无风险收益率使用银行一年期存款利率；风险因子使用沪深市场股票 250 交易日流通市值加权的 BETA 值；市场风险溢价使用 4%。上市公司企业所得税税率采用上市公司年报所披露的数值，若该公司当年适用于多档税率，则采用最高档税率，但不得高于税率上限。2008 年及之后的税率上限为 25%，2008 年之前的税率上限为 33%。若本年内尚未出年报，则沿用上年度企业所得税税率，直到该年度年报披露准确税率。

³ CSMAR 数据库对“金融机构”的定义与申万银行、非银金融两个板块并不完全重合，故非金融机构中也包含个别申万非银金融公司。

⁴ 首先进行年度滚动定基，剔除本期或上年同期 EVA 为空的成分股，EVA 年同比增速 = $(\sum \text{成分股.本期 EVA} - \sum \text{成分股.上年同期 EVA}) / \sum \text{成分股.上年同期 EVA} \times 100\%$ 。

此外，从结构上看，几个主要行业主导了国央企上市公司的 EVA 规模，对于中央企业而言，主要的上游行业、基础设施行业以及房地产等行业的 EVA 显著高于其它，房地产行业 EVA 近两年明显收缩。另外，近年来央企在计算机、通信行业的 EVA 呈现增长态势；对于地方国企而言，除了主要的上游行业、基础设施行业之外，汽车、食品饮料两个行业的 EVA 规模也相对较大，汽车行业 EVA 近两年明显收缩。

图 10：非金融上市中央国有企业 EVA 规模

风格	板块	行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	走势	
周期	上游资源	煤炭	2.8	3.3	113.2	295.0	234.5	313.3	396.6	436.4	381.9	206.8	7.4	164.5	472.1	502.1	446.5	373.9	568.1	778.6	732.5		
		石油石化	235.2	315.6	1225.1	688.4	1299.9	1761.2	1414.4	1129.6	895.8	574.2	265.2	198.2	649.0	1248.1	894.6	-105.3	1446.1	2300.2	1895.4		
		有色金属	5.9	30.3	76.5	-49.8	-121.5	-36.4	-18.0	-142.0	-63.4	-166.4	-94.5	-53.1	-40.7	-0.9	-47.7	-66.6	45.1	74.8	61.2		
	中游材料	钢铁	144.1	184.9	135.8	67.5	-127.1	44.9	-114.9	-223.1	-46.0	-124.0	-352.0	-11.7	254.4	520.5	165.9	181.0	517.5	-55.2	-179.8		
		基础化工	6.9	3.6	8.1	6.6	-3.1	-1.3	-3.8	-9.1	-10.7	3.5	14.1	-5.1	43.2	99.3	17.0	24.3	140.3	58.3	-92.5		
		建筑材料	-2.0	-5.1	0.9	3.6	1.0	9.8	6.7	-9.4	-1.7	5.4	-1.0	8.1	22.7	53.4	54.1	63.5	172.7	98.6	-24.2		
	中游制造	机械设备	8.7	13.3	8.5	23.8	10.0	0.3	-1.2	-9.7	-19.7	-11.2	18.3	-2.2	66.5	85.4	14.1	41.3	31.2	82.3	-6.1		
		轻工制造	0.4	-0.8	-3.2	-0.3	-2.8	-4.4	-5.7	-5.1	-5.9	-7.8	-9.7	-8.4	-5.1	-2.8	-3.9	-1.7	-4.5	-2.4	-12.0		
		国防军工	-4.2	-8.6	20.4	32.0	3.5	16.4	-5.6	-38.1	-50.7	-75.8	-91.3	-58.8	-68.9	-20.8	-57.0	-44.1	-57.8	-47.3	-72.7		
	消费	可选消费	汽车	0.5	5.9	8.0	11.3	31.5	44.9	11.8	-4.0	35.9	77.0	107.6	83.6	54.1	-5.2	-43.3	-22.5	40.7	22.0	67.8	
家用电器			-1.5	-0.9	-0.4	0.7	-1.3	-4.4	-6.6	-3.9	-3.3	-4.8	-15.1	-5.1	49.3	-1.2	-7.0	-3.9	4.9	-27.9	-40.6		
社会服务			0.5	-1.0	1.4	0.4	1.5	2.7	9.8	1.2	-2.3	-1.1	-4.1	-0.4	4.1	16.6	3.1	-4.8	-15.9	-12.9	-8.1		
必选消费		食品饮料	-7.7	-10.6	-3.2	-2.3	-4.9	-3.5	-2.2	2.2	-3.1	-3.0	-0.5	-0.8	-1.1	-1.6	1.3	1.8	6.6	-8.2	3.7		
		纺织服装	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.0	-4.3	-0.5	-0.9	-1.4	-6.6	-13.3	-12.3	-10.0	-7.3	-8.4	-9.6	-3.5	-2.7	0.2		
		医药生物	0.7	2.3	4.7	12.5	20.9	21.7	21.5	31.0	40.7	42.5	56.6	67.2	92.1	107.7	75.1	71.3	50.1	92.3	111.8		
		农林牧渔	-7.5	-8.4	-10.8	-6.0	-9.0	-16.9	-6.7	-16.2	-13.4	0.4	-10.6	1.8	16.0	21.0	5.5	5.7	12.5	0.6	-3.8		
		商贸零售	0.0	4.9	8.0	16.3	-2.8	2.2	2.0	-11.9	1.1	7.9	-18.0	23.6	36.1	48.8	55.1	51.9	118.2	34.0	42.8		
		金融	银行																				
		金融地产	非银金融	-0.2	0.0	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.6	0.3	-0.3	-0.3	0.1	-0.6	-0.5	-2.2	-2.0	-0.8	-1.6	-1.3	
成长	新能源	房地产	-1.0	6.6	-2.3	14.3	22.7	14.1	9.3	30.2	44.9	49.4	92.1	179.5	211.0	402.1	357.4	424.7	198.5	-319.2	-557.3		
		电力设备	3.5	8.4	12.0	17.6	18.1	22.0	-4.6	-13.8	8.2	22.7	30.4	-0.8	22.6	47.5	-10.2	17.4	26.6	46.5	43.1		
	TMT	计算机	2.1	1.1	1.0	2.5	2.0	16.4	10.0	7.7	20.8	47.1	65.9	103.5	112.0	127.1	142.2	152.3	150.9	131.9	3.9		
		传媒	-0.1	1.4	0.7	-0.6	0.3	-3.3	-5.3	-6.4	-5.4	-1.1	-3.7	-1.3	10.2	19.4	5.4	-20.3	-1.0	-15.0	-11.2		
		通信	3.1	10.9	9.5	37.8	3.4	-56.7	-69.1	-50.2	10.5	38.7	-3.9	-58.9	-66.9	38.9	2.4	-47.3	414.5	1011.5	835.3		
		电子	-4.7	-3.9	1.9	-6.1	-11.8	-2.2	-13.4	-14.2	-14.2	-15.9	-19.8	-29.4	-2.5	-9.7	-143.9	35.0	46.2	2.7	-51.4		
稳定	基础设施及运营	交通运输	-10.1	25.2	248.6	-86.6	-216.8	235.9	-98.8	-177.8	-136.7	-145.9	-96.7	-128.8	209.3	126.3	287.4	-518.8	530.4	94.3	-28.7		
		公用事业	54.2	55.2	58.2	-222.5	-49.2	9.0	-92.3	212.2	385.7	461.9	573.0	436.8	378.8	521.7	497.3	611.3	-83.1	200.8	352.8		
		建筑装饰	-2.6	-0.4	-32.2	13.3	118.3	199.3	82.5	212.7	315.8	518.6	657.5	634.5	891.2	885.6	872.8	882.9	1048.4	939.8	-120.9		
其它	环保综合	环保	-0.5	0.4	-1.3	-1.8	0.0	-0.9	-1.1	4.7	7.0	6.0	7.6	5.8	8.2	5.9	-1.5	-1.6	-4.0	-7.1	-15.5		
		综合																					

资料来源：CSMAR，Wind，德邦研究所测算；申万一级行业分类，下同。

图 11：非金融上市地方国有企业 EVA 规模

风格	板块	行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	走势
周期	上游资源	煤炭	37.5	44.6	45.5	238.0	45.6	163.7	172.5	39.2	-19.1	-48.1	-227.3	-8.1	263.5	420.0	322.2	343.3	886.1	1569.8	883.5	
		石油石化	-3.9	-1.4	1.7	1.9	0.5	1.3	-0.3	-9.7	-13.3	-13.2	-23.0	-3.2	6.6	8.8	8.7	-0.6	18.2	-6.3	-31.1	
		有色金属	26.9	62.7	57.2	94.6	6.0	68.7	148.6	30.0	-25.7	-21.0	-105.3	-25.2	67.7	97.2	-27.5	33.4	209.0	304.7	243.2	
	中游材料	钢铁	31.6	33.1	42.2	24.5	-78.3	-53.2	-41.8	-173.1	-81.2	-39.0	-314.0	-48.6	188.1	291.4	123.4	107.8	279.0	-158.6	-223.1	
		基础化工	8.4	2.0	20.3	9.0	-27.3	2.5	14.7	-30.4	-37.2	-23.9	-6.1	-65.0	112.6	236.6	-573.9	44.3	525.7	582.6	111.9	
		建筑材料	-3.8	4.1	2.4	2.9	17.4	31.4	68.5	-39.4	29.6	40.3	-21.7	27.5	102.3	341.7	347.9	328.0	316.8	5.6	-175.0	
	中游制造	机械设备	-2.0	4.5	10.1	5.3	23.0	53.4	31.2	-16.5	-16.8	-18.4	-32.3	-52.1	9.5	21.7	-48.1	-17.3	22.6	-17.5	-51.3	
		轻工制造	-4.3	-0.4	-4.7	-0.8	-3.4	3.5	-17.2	-16.9	-6.2	-9.3	-1.4	9.8	19.2	27.3	11.4	-0.1	10.6	-16.6	-56.6	
		国防军工	-1.9	0.8	-1.1	-0.7	-0.7	-1.7	-2.6	-3.7	-2.9	-2.1	-0.4	-4.2	-3.8	-0.2	-43.7	-25.1	-2.6	-1.3	-2.4	
	消费	可选消费	汽车	-20.2	-13.3	50.0	0.7	128.2	298.0	346.1	277.0	334.7	421.5	380.4	450.0	663.0	646.5	377.8	192.9	269.1	-75.8	-97.9
家用电器			-6.2	-3.3	-9.4	-2.7	3.0	-3.2	-7.0	-5.2	-3.3	-4.6	-15.4	3.9	0.7	7.9	2.8	-7.5	-6.1	-3.5	0.8	
社会服务			-3.9	1.8	10.2	-6.1	10.2	0.7	1.9	5.0	-2.7	6.8	4.8	1.6	1.7	0.9	0.3	-97.0	-54.4	-145.7	26.5	
必选消费		美容护理	-3.2	-6.2	2.1	-5.6	1.4	-1.1	-2.8	-0.5	-2.3	-2.9	-7.2	-7.5	-5.7	-4.4	-1.6	-42.6	17.7	-7.1	-2.9	
		食品饮料	9.6	19.6	30.7	53.4	99.5	130.9	195.8	297.7	286.0	232.4	245.0	266.3	401.7	575.3	634.8	752.5	753.8	997.5	1230.1	
		纺织服装	-4.5	-1.7	-3.9	-4.4	-2.9	7.4	-5.8	-0.8	3.5	8.4	8.6	6.3	12.3	14.5	-3.6	-54.5	4.3	-29.7	26.8	
		医药生物	-10.1	0.8	19.6	7.2	16.4	29.5	34.2	23.1	34.5	50.9	59.4	54.2	134.8	146.8	99.1	179.2	290.9	207.0	128.8	
		农林牧渔	-5.8	-1.1	-7.5	-6.1	-4.6	-9.1	-17.3	-22.8	-20.2	-26.4	-29.7	-30.9	-16.3	-9.5	-12.0	-0.2	-25.9	-29.4	-65.5	
	商贸零售	-6.2	-0.2	17.7	9.9	20.7	71.9	27.8	16.9	20.0	23.1	18.6	4.4	35.5	101.1	80.0	0.6	32.8	-71.5	-103.3		
金融	金融地产	银行																				
		非银金融	-0.4	-0.1	-0.1	-1.0	0.3	-0.2	-1.0	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-2.0	-1.2	1.3	2.5	3.2	7.1	6.2	3.3	
成长	新能源	房地产	-14.2	-17.3	-19.5	-19.7	20.2	-1.1	-47.4	-21.9	-54.0	-7.7	2.8	-37.3	65.4	130.0	50.8	-67.0	-70.5	-346.5	-629.8	
		电力设备	-4.1	-7.4	-6.1	21.0	6.6	16.5	14.5	3.6	5.2	2.5	17.7	17.9	30.8	31.7	-114.6	-71.5	-220.5	-72.7	-107.9	
	TMT	计算机	-11.5	-7.9	-11.1	-9.3	-2.5	-2.1	-2.0	-6.1	-7.6	-1.6	-3.7	-11.6	7.0	6.9	-38.6	-86.0	15.3	-21.7	-50.0	
		传媒	-18.5	-15.0	-13.7	-16.6	-12.0	6.7	4.4	8.4	12.5	32.6	64.4	55.8	110.0	82.3	-37.9	-130.9	77.2	-33.5	-48.8	
		通信	-3.4	-3.6	-1.0	-0.1	-0.4	-0.5	2.5	0.0	-0.6	-1.5	0.7	1.0	6.1	8.2	-47.9	-16.3	0.4	-29.1	-24.5	
稳定	基础设施及运营	电子	-27.9	-32.7	-2.8	-15.8	-35.7	-42.0	-19.4	-44.7	13.5	-18.9	-26.9	-44.0	4.5	-29.7	-254.3	-205.8	149.2	-300.6	-441.6	
		交通运输	45.5	76.7	71.9	81.9	77.7	93.4	99.1	92.3	101.5	136.0	167.9	211.3	337.9	424.0	358.6	203.4	497.4	263.0	186.8	
		公用事业	20.9	21.1	13.8	-52.3	17.4	-20.3	-51.5	16.1	154.4	166.6	216.6	135.2	36.4	69.3	123.0	165.5	-260.1	-175.7	9.4	
其它	环保综合	建筑装饰	-6.7	-14.0	-4.2	-8.8	-9.6	-2.5	0.4	6.7	15.9	29.1	29.1	31.7	96.6	125.3	34.8	36.7	-45.8	-77.5	-74.9	
		环保	-6.6	-5.4	-9.2	-3.7	-10.5	-0.3	3.4	-3.2	-0.9	8.2	24.3	13.6	51.0	55.0	57.7	41.8	100.5	58.6	-30.8	
		综合	-8.3	-3.3	-5.1	-2.9	-0.9	-0.2	-1.7	-8.5	-15.0	-6.7	-16.1	-21.5	19.3	2.7	-6.5	-20.0	-20.8	-55.3	-121.6	

总结来看，三中全会关于“国有经济增加值”的提法值得重视与跟踪，经济增加值（EVA）或将成为国资国企改革的重要指引，EVA 考核可能是后续国企经营考核指标的关键落脚点，也或将成为央企“一利五率”财务指标体系的重要补充。近年来，央企和地企的 EVA 规模及增速明显优于民企，在国民经济体系中优势明显，但亦处在下行过程中，国家对 EVA 核算的重视或意在引导央企重视“先算再投”，注重包含债务资本和股权资本在内的资本成本率（WACC）的优化，完善国有资产考核制度，引导国央企资本投向合理化、资本结构最优化、资本纪律严格化，并最终促进国有经济资本效率的提升，推动国有资本和国有企业做强、做优、做大，进一步增强国企的核心功能与核心竞争力。

5. 风险提示

(1) 经济增加值考核方法在我国的应用尚不成熟，对于国有经济来说，在具体的实践层面可能仍有较多的限制和困难；

(2) 随着国企改革三年行动的收官，国企改革进入更加复杂的“深水区”，其向纵深推进的进度可能不及预期；

(3) 国有资本的强化可能对民营资本形成一定的“挤出效应”，这对推动民营经济实现高质量发展可能造成影响。

信息披露

分析师与研究助理简介

陈梦洁，硕士，德邦证券研究所资深宏观研究员。

戴琨，上海财经大学经济学学士、金融硕士，德邦证券宏观研究助理。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。