

中国特色估值体系下的国企重估之路

投资要点：

2022年11月21日，证监会主席易会满在2022年金融街论坛年会上表示，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”。

“中国特色”之一体现于主权资本定价的自主性。1) 比较海内外股票市场估值情况，当前A股核心资产处于明显低估的状态；2) 北向资金在沪深300上具有相当的筹码优势，若大幅流出能在短时间内引发市场波动。系统重要性股票的资本定价是否自主合理事关国家经济金融安全。稳定国家主权资产资本定价首先取决于国内投资者对本国核心资产的价值信念，对自身制度、发展道理和民族文化的信心。新估值体系下国内市场参与者需把握核心上市公司资本定价的安全与有效性。

构建契合“中国式现代化”特征的估值体系。一是突出“人民性”，对惠及更多人民群众利益的、利于共享发展的商业模式和商业行为给予价值认可；二是强调“协调可持续”，突出对绿色的、可持续发展领域的支持；三是支持“安全与发展”，对能更好融入国家安全大局、融入现代化产业体系建设的领域和环节倾斜更多资源要素。简单套用传统估值模型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，新估值体系中需摒弃单一的利润价值取向，结合更多因素综合定价：1) 纳入ESG要素；2) 关注政策导向；3) 重视股东回报。

“价值创造+价值实现”双管齐下，国央企价值重塑在望。国有企业带有鲜明的中国特色标识，其在资源配置中起更关键作用符合当前时代背景下的“安全诉求”。国央企估值重塑底层逻辑：1) 央企改革激发内生动力：央企改革新方案出台，瞄准核心竞争力提升，存量做优、增量做精，以科技创新驱动央企价值创造能力；2) 市值管理增进市场认同：建立多层次良性互动机制，传递公司价值，提升公司战略和长期投资价值认同；适度运用回购、增减持等手段引导公司价值合理回归。

关注国央企四大投资主线：1) 国家安全力量：国防军工领域；煤炭/油气/电力等能源保障领域；2) 稳经济持续推进：新签高增基建央企板块、困境反转的金融地产板块；3) 数字化与低碳转型：智慧能源、智慧交通、电网升级、传统产业低碳改造相关领域；4) 科技高水平自强自立：半导体、高端装备、信创、新材料等自主可控环节。

风险提示：疫情反复超预期；国企改革推进不及预期；国企盈利不及预期；经济修复不及预期；海外流动性超预期

分析师

分析师：李立峰

邮箱：lilf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090003

分析师：张海燕

邮箱：zhanghy5@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521040002

分析师：张玮

邮箱：zhangwei3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522030001

研究助理：冯逸华

邮箱：fengyh@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西策略】1月月报：震荡中前行，“困境反转”行业股价修复仍有空间
2023-01-02
2. 【华西策略】最新A股&港股&美股估值如何看？——估值周报（1226-1230）
2022-12-31
3. 【华西策略】复兴新起点，下一个“2019年”——2023年年度A股策略报告
2022-11-03

正文目录

1. “中国特色的估值体系”特征几何？	3
1.1. 提高主权资产资本定价的自主性	3
1.2. 构建契合“中国式现代化”特征的估值体系	5
2. 国企重估之路：价值创造、价值实现双管齐下	6
2.1. 国央企价值再认知	6
2.2. 国央企估值重塑路径	9
3. 风险提示	12

图表目录

图 1 主要国家股指 PE-TTM 比较（倍）	3
图 2 主要国家股指 PB（LF）比较（倍）	3
图 3 陆股通与公募基金持股规模和持股数量比较	4
图 4 陆股通与公募基金在沪深 300 上的筹码分布	4
图 5 北向资金在钢铁、机械设备、银行等多个行业有筹码优势	4
图 6 中国特色的估值体系是契合“中国式现代化”特征的估值体系	5
图 7 个人投资者是 A 股市场最大的参与主体（持有流通股市值占比，截至 2022Q3）	6
图 8 主要机构投资者持有流通股市值占比趋势上升	6
图 9 国企、央企市盈率低于整体市场（倍）	7
图 10 国企、央企市净率处于历史最低区间（倍）	7
图 11 2020 年以来国企估值处于大幅折价区间	7
图 12 国企上市公司 ROE 长期高于全部 A 股和民企	7
图 13 国有企业市值占比近半，在重要资源领域、基础设施领域、尖端产业率先布局 and 投入	7
图 14 2022 年以来土地出让收入大幅下降（%）	8
图 15 国企主要通过税金缴纳和利润上缴等方式补充财政（2021 年）	8
图 16 多数年份国有企业（非金融类）资产增速高于营收和利润增速（同比增速，%）	8
图 17 国有企业资产收益率偏低（亿元）	8
图 18 改革开放以来国企改革发展历程	10
图 19 上市央企的研发投入占比仍有待提高（2022 年前三季度）	10
图 20 16%的央企上市公司处于破净状态（家）	11
图 21 央企上市公司回购数量增多（个）	11
图 22 央企分红次数和金额逐年增加	12
图 23 央行上市公司分红稳定、股息率中枢抬升	12

1. “中国特色的估值体系”特征几何？

2022 年 11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 年金融街论坛年会上表示，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”。中国进入新发展阶段，如何构建适配于我国多种所有制经济并存的经济体制、产业结构升级转型特征的估值体系，成为重要的现实命题。

1.1.提高主权资产资本定价的自主性

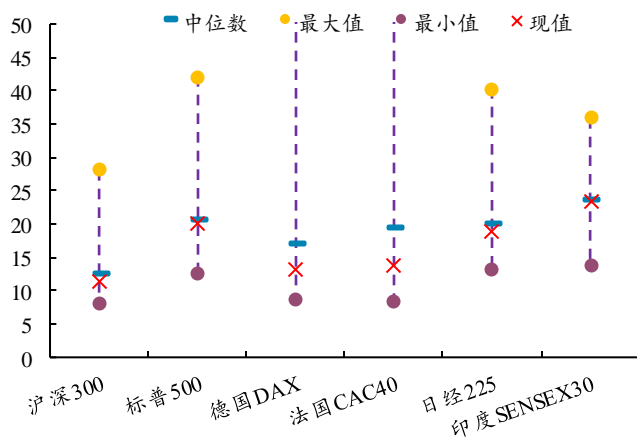
“中国特色”之一体现于主权资本定价权的自主性。股票市场承载着国家的核心资产，代表中国核心利益的上市公司定价是否自主合理，事关国家经济金融安全。

比较全球股市估值情况，当前 A 股核心资产处于低估的状态。从市盈率看，当前标普 500 指数、日经 225 指数、印度 SENSEX30 指数的 PE-TTM 分别为 20 倍、19 倍、23 倍，处于 2010 年以来的 46%、35%、48%分位点，沪深 300 指数当前 PE-TTM 仅 11 倍，处于 2010 年以来的 29%分位点。从市净率来看，沪深 300 指数（1.3 倍，11%分位点）对比标普 500（3.8 倍，84%分位点）等海外指数低估更为明显。

从筹码分布来看，北向资金在沪深 300 上具有相当的筹码优势。截至 2022H1，北向资金持有 A 股市值为 2.49 万亿元，占全部公募基金、主动权益类基金持股市值的 39%、43%。持有筹码上，北向资金在沪深 300 的持股数量是公募基金、主动权益类基金的 0.72 倍、1.36 倍，在沪深 300 前十大公司的持股数量更是公募基金、主动权益类基金的 1.16 倍、3.50 倍；从行业看，北向资金在钢铁、机械、家电、银行等板块掌握了更多的筹码。可见北向资金沪深 300 上有相当的筹码优势，若外资大量流出权重股，有能力在短期内造成市场大幅波动。

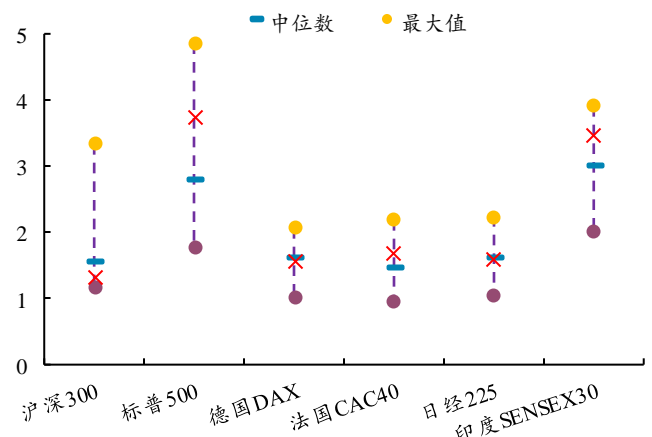
当前国内经济处于转轨时期，企业竞争力和增长活力持续改善，国内资产估值具备长期稳定向上的基础。稳定国家主权资产资本定价，吸引全球资本进入中国市场，首先取决于国内投资者对本国核心资产的价值信念，对自身制度、发展道理和民族文化的信心。新估值体系下国内市场参与者需把握核心上市公司资本定价的安全与有效性。

图 1 主要国家股指 PE-TTM 比较（倍）



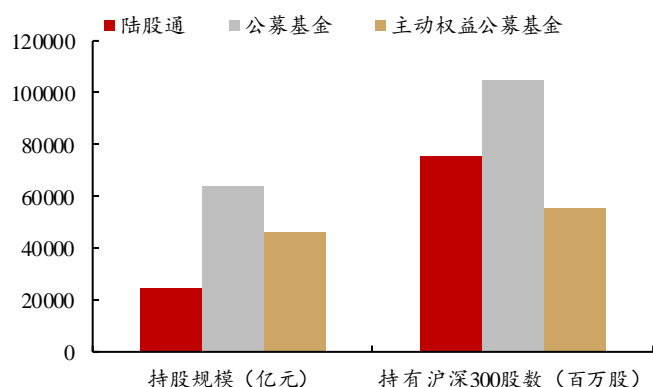
资料来源：Wind，华西证券研究所；截至 2022 年 12 月 30 日

图 2 主要国家股指 PB (LF) 比较（倍）



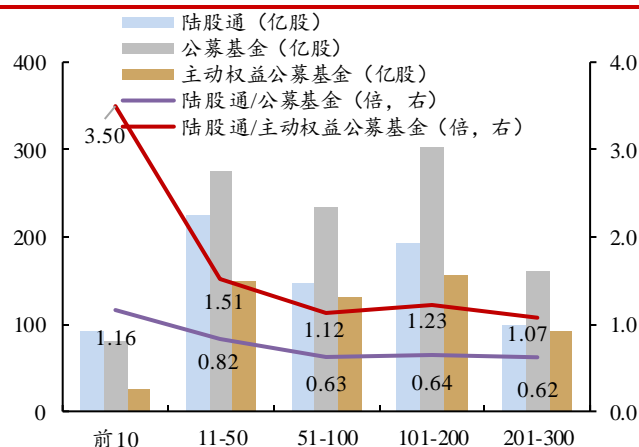
资料来源：Wind，华西证券研究所；截至 2022 年 12 月 30 日

图3 陆股通与公募基金持股规模和持股数量比较



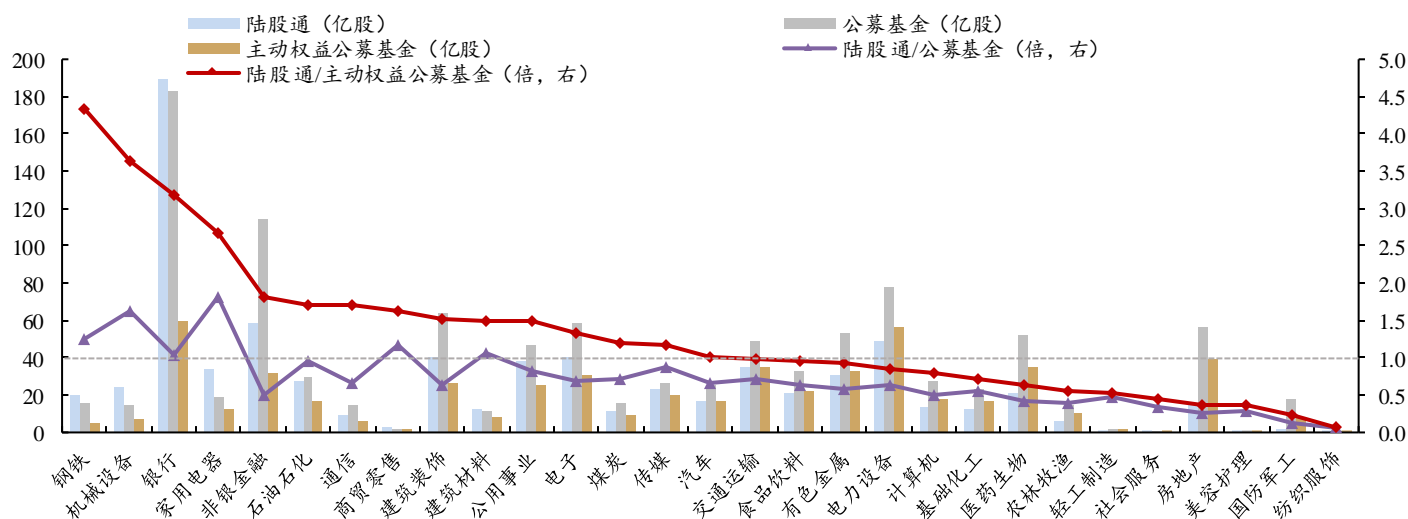
资料来源：Wind，华西证券研究所；截至2022年6月30日；主动权益公募基金以普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型基金为口径

图4 陆股通与公募基金在沪深300上的筹码分布



资料来源：Wind，华西证券研究所；按照流通市值排序，截至2022年6月30日；主动权益公募基金以普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型基金为口径

图5 北向资金在钢铁、机械设备、银行等多个行业有筹码优势



资料来源：Wind，华西证券研究所；截至2022年6月30日；主动权益公募基金以普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型基金为口径

1.2.构建契合“中国式现代化”特征的估值体系

中国特色的估值体系是契合“中国式现代化”特征的估值体系。根据二十大报告，“中国式现代化”有五个重要特征，即人口规模巨大、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。资本市场发挥着资源配置枢纽功能，具有中国特色的估值体系将服务于“中国式现代化”之路，引导资源更高效配置：**一是突出“人民性”**，对惠及更多人民群众利益的、利于共享发展的商业模式和商业行为给予价值认可；**二是强调“协调可持续”**，突出对绿色的、可持续发展领域的支持；**三是支持“安全与发展”**，向能更好融入国家安全大局、融入现代化产业体系建设的领域和环节倾斜更多资源要素。

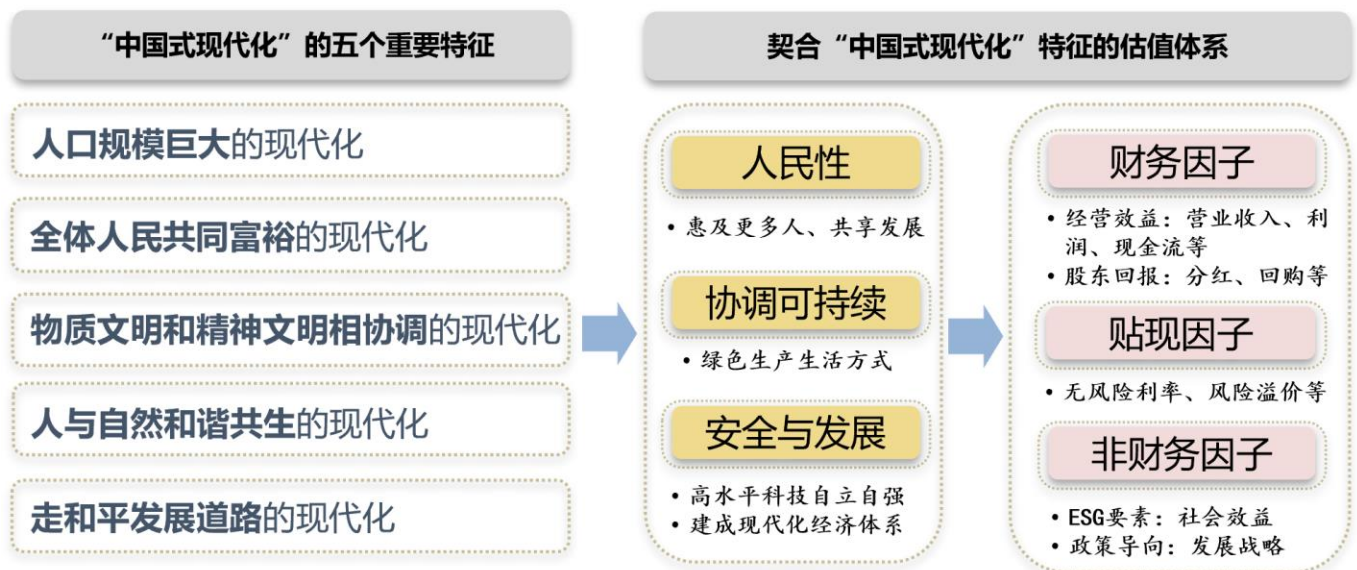
综合定价企业价值，重塑估值模型。传统的估值模型分子端重视财务因子，尤其关注利润、现金流等变量的变化，简单套用难以反映出我国市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素。新估值体系中需摒弃单一的利润价值取向，结合多个因素综合定价：

1) **纳入 ESG 要素：**强化环境、社会责任和公司治理要素在估值体系中的权重，引导市场参与主体在投资决策、公司经营、业务流程中积极践行新发展理念，重视企业社会价值，更好实现收益需求和社会发展需要的有机结合。

2) **关注政策导向：**保持战略思维，重视政策支持对企业基本面的长期影响，对处于不同行业、不同生命周期、不同环节的企业采用多样化估值方式。

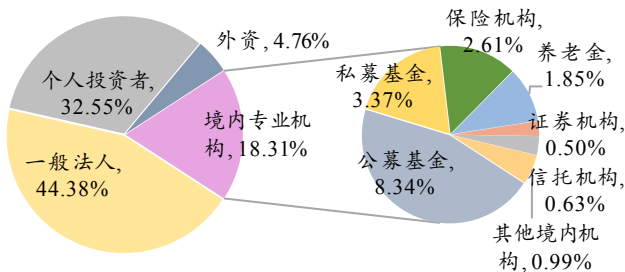
3) **重视股东回报：**“个人投资者高占比+机构化大趋势”是当下 A 股投资者结构最显著的特征，上市公司现金分红、股票回购等是中小投资者分享经济增长成果的重要渠道，也是吸引养老金、保险资金、银行理财等中长期投资力量入市的重要方式，有利于培育资本市场长期投资理念。

图 6 中国特色的估值体系是契合“中国式现代化”特征的估值体系



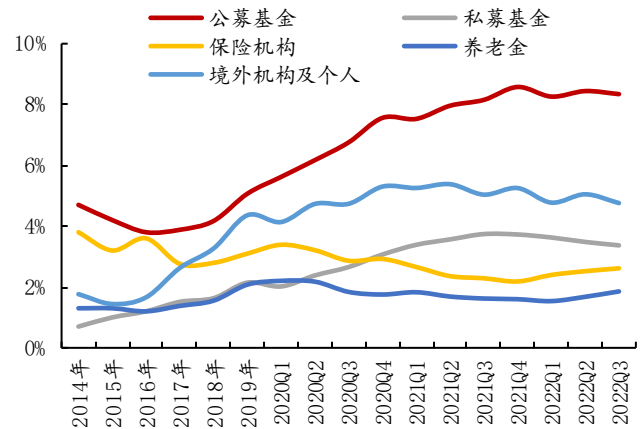
资料来源：中国政府网，华西证券研究所

图7 个人投资者是A股市场最大的参与主体（持有流通股市值占比，截至2022Q3）



资料来源：Wind，华西证券研究所测算；保险机构流通股持股市值不含通过基金持股

图8 主要机构投资者持有流通股市值占比趋势上升



资料来源：Wind，华西证券研究所测算；保险机构流通股持股市值不含通过基金持股

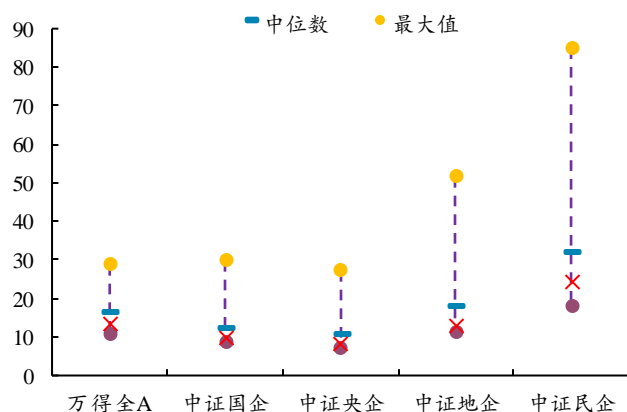
2. 国企重估之路：价值创造、价值实现双管齐下

2.1. 国央企价值再认知

国企上市公司的高折价与其稳定盈利能力相背。相比万得全A指数13.3倍的市盈率水平，当前国企、央企上市公司的动态市盈率仅为9.6倍、8.0倍，均处于2010年以来10%以下的分位点水平（5.6%、6.9%）；从市净率看，当前国企、央企PB分别为1.1倍、0.9倍，处于历史最低区间。2020年以来国企估值处于大幅折价的状态，平均来看国企PE、PB仅为民企的38%、36%。而在资产质地方面，多年来国企ROE水平均高于整体A股和民企，2021年起国企ROE与整体A股的差距有所扩大，国企在对抗特殊情形和经济下行环境中的稳定盈利能力未被市场充分认知。

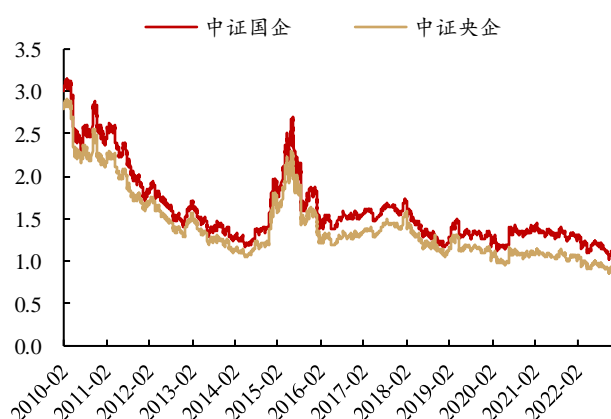
国企在资源配置中起更关键作用是当前大安全时代背景下的必要选择。国有企业带有鲜明的中国特色标识。国有上市公司近半的市值占比体现国企作为国民经济重要支柱的地位。在经济定位上，国有企业通常在重要资源领域、基础设施领域、尖端产业率先布局 and 投入，对内确保能源、电力、交运、通信等领域供给的安全和稳定，对外担纲“走出去”，发挥要素禀赋优势融入世界经济。在国家安全诉求提升的时代背景下，国有上市公司的“系统重要性”需获得再认知，引导资源更高效配置。

图9 国企、央企市盈率低于整体市场（倍）



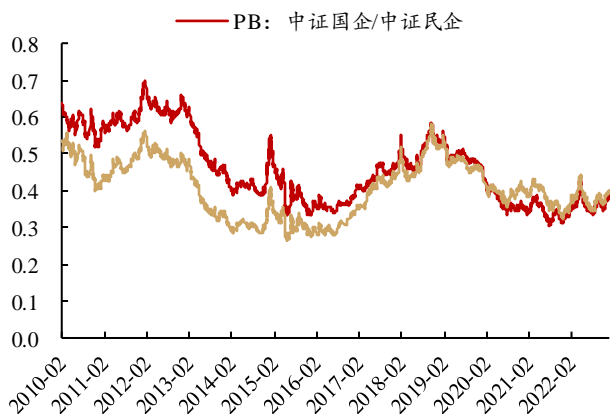
资料来源：Wind，华西证券研究所；截至2022年12月30日

图10 国企、央企市净率处于历史最低区间（倍）



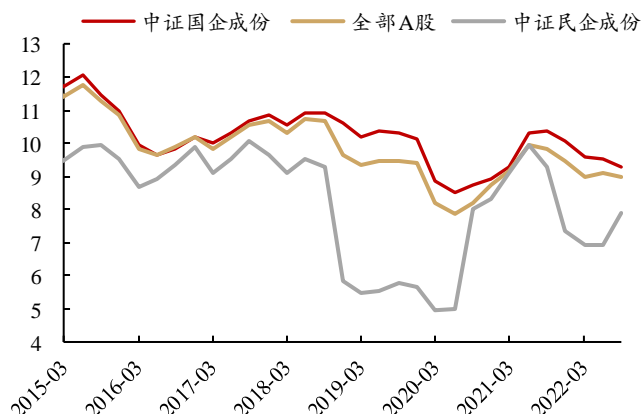
资料来源：Wind，华西证券研究所；截至2022年12月30日

图11 2020年以来国企估值处于大幅折价区间



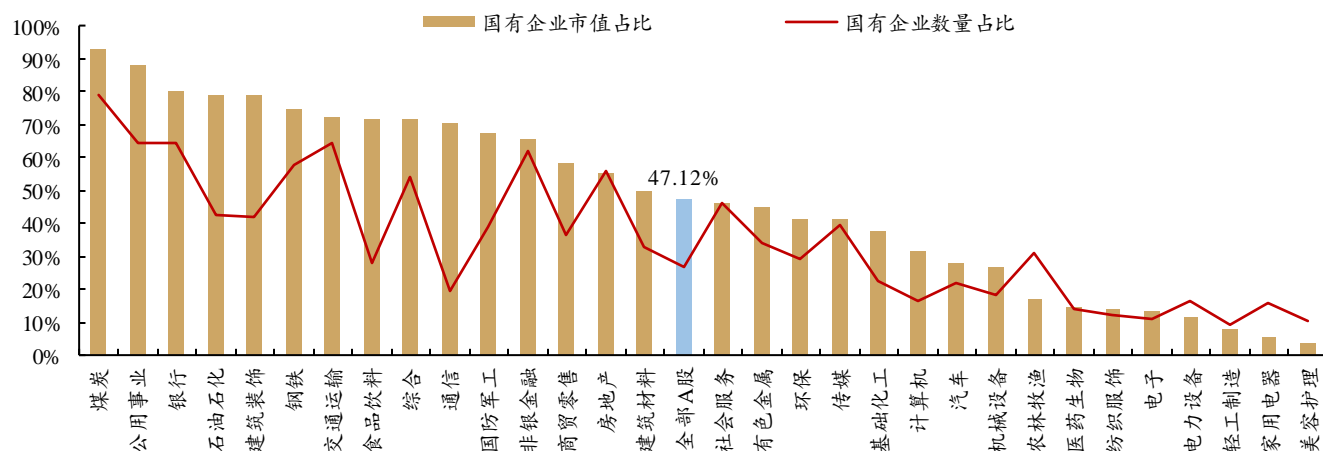
资料来源：Wind，华西证券研究所；截至2022年12月30日

图12 国企上市公司ROE长期高于全部A股和民企



资料来源：Wind，华西证券研究所

图13 国有企业市值占比近半，在重要资源领域、基础设施领域、尖端产业率先布局和投入



资料来源：Wind，华西证券研究所；截至2022年12月30日

从财政的角度看，盘活国有资本补充财政收入具有长期动力。数年来地方政府依靠“土地财政”维持地方财政支出，2017 年以来国有土地使用权出让收入对地方本级政府性基金收入的贡献在 90%以上。经济潜在增速下行、人口加速老龄化大背景下，土地财政消减趋势难以逆转，2022 年 1-11 月地方本级的土地出让收入和政府性基金收入增速已累计下降 24.40%、22.80%。从十八届三中全会的《全面深化改革若干重大问题的决定》可以看出，中央政府已有意逐步摆脱“土地财政”，通过国企改革盘活庞大的国有资本，提高经营效率和分红，作为补充财政收入的重要来源。

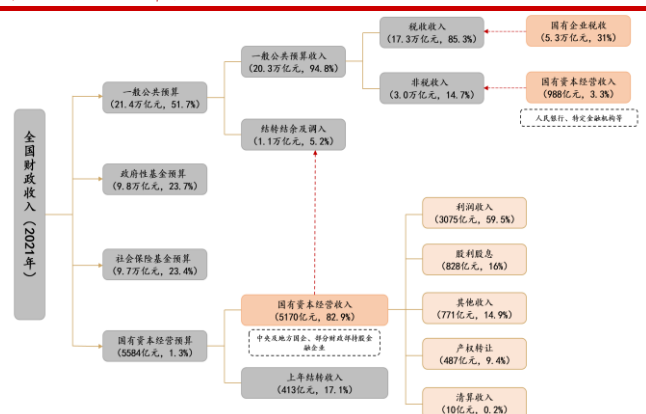
国企主要通过税金缴纳和利润上缴等方式补充财政。2021 年国有企业应交税费达 5.36 万亿元，国有资本经营预算收入仅有 5170.43 亿元。从全国国有及国有控股企业经济运行情况看，2010 年至今的多数年份中，国有企业（非金融类）资产总额的增速高于营收增速和利润增速，整体经济效益有待提高。疫情前 2019 年非金融类全国国有企业税后净利润为 26318.4 亿元，仅占当年总资产的 1.13%，2021 年国有企业（非金融类）资产总额达到 308.3 万亿元，若国企资产收益率提高 1 个百分点，将增加 3.08 万亿利润收益，约可贡献 6430 亿元的财政支持。

图 14 2022 年以来土地出让收入大幅下降 (%)



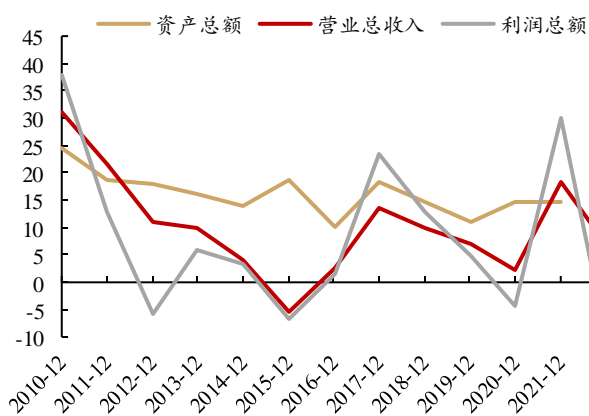
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 国企主要通过税金缴纳和利润上缴等方式补充财政 (2021 年)



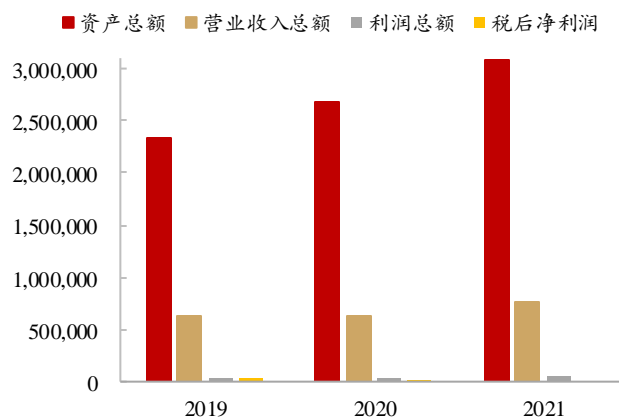
资料来源：财政部，华西证券研究所

图 16 多数年份国有企业（非金融类）资产增速高于营收和利润增速（同比增速，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所；2022 年截至 10 月

图 17 国有企业资产收益率偏低 (亿元)



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 国央企估值重塑路径

估值重塑路径之一：国企改革激发内生动力

央企改革进入提质新阶段，瞄准核心竞争力提升。党的十八届三中全会后，国企改革逐渐形成了以若干配套文件为支撑的“1+N”政策体系，改革从局部试点到“双百行动”展开，广泛落地；2020年起，国企改革三年行动启动，国企混改、重组整合、国资监管体制改革等进入快速推进阶段。三年国改行动临近收官，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”。国资委提出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，该举措将进一步提高央企管理层积极性，强化方案落实。

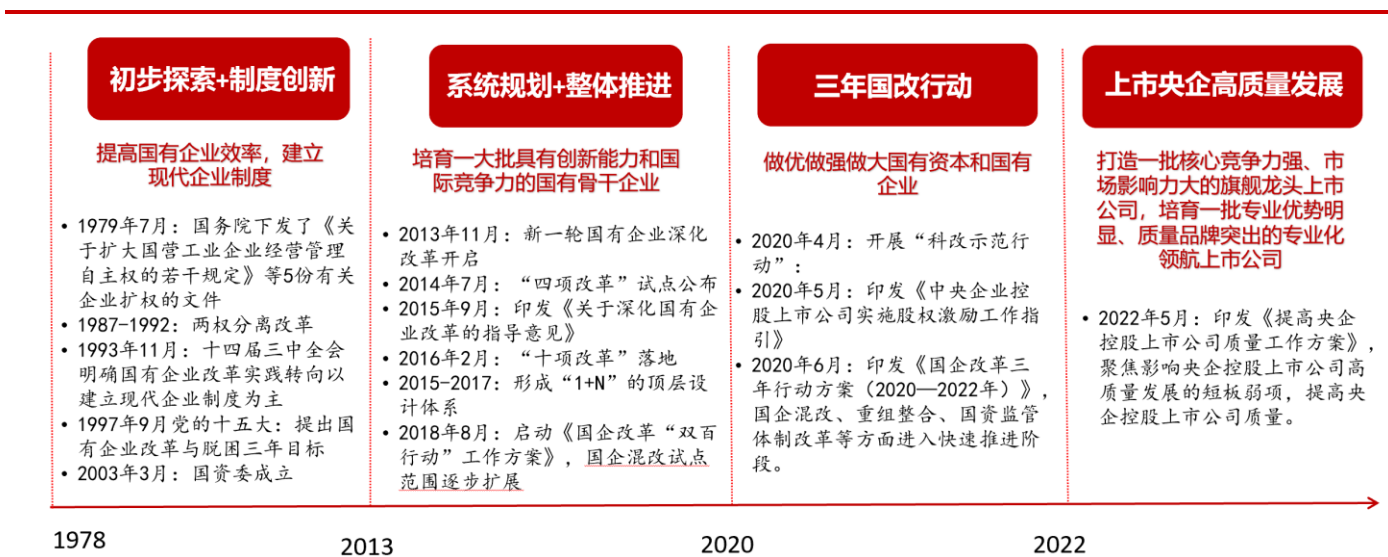
产业优化上，做优存量与做精增量并举，分类推进上市平台建设。《方案》提出分类推进上市平台建设，“做强做优一批、调整盘活一批、培育储备一批”：①加大优势上市公司专业化整合力度，汇聚优质资源；②调整盘活弱势央企上市公司，2024年底前因企制宜完成调整，聚焦主业和优势领域；③培育储备优质上市公司，支持各类纳入改革试点和改革专项工程的重点企业，以及在产业链、供应链关键环节和中高端领域布局的企业到相应层次资本市场上市。央企上市平台的分类建设，将帮助央企上市公司进一步理顺架构，聚焦主业和优势领域，促进整体资产质量和运营效率的提升。

创新发展上，深度布局补链强链关键领域，强化科技驱动能力。央企是新型举国科技创新生态体系中的牵头力量，从近年国企改革趋势可以看出，中央企业正在逐步实现由单一产品视角向产业链视角转变。根据国资委数据统计，2022年前三季度，中央企业围绕新一代信息技术、高端装备制造、粮食安全等产业链领域的卡点堵点，明确重点投资项目近300项，完成投资超过5000亿元，对产业链供应链强链补链发挥积极作用。科技投入上，比较2022年前三季度研发费用占收入比，从行业整体和行业均值看，多数领域上市央企的科技投入仍有提升空间。《方案》提出，2024年央企控股上市公司科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司平均水平。

经济效益上，提质增效，进一步显现“压舱石”作用。央企改革下一阶段将继续“修炼内功”，推动上市公司在稳产增收、降本节支、资产盘活、科技创新、管理提升等方面持续发力。指标上，中央企业已构建起以“两利四率”¹为主的高质量发展目标管理。2022年国资委要求央企要努力实现“两增一控三提高”目标，即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，控制资产负债率，提高营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入。对于上市央企，《方案》进一步提出“力争效率效益类指标进一步提升且优于市场同行业可比上市公司平均水平”的要求。

¹ “两利”即净利润、利润总额，“四率”即营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率。

图 18 改革开放以来国企改革发展历程



资料来源：中国政府网，华西证券研究所

图 19 上市央企的研发投入占比仍有待提高（2022 年前三季度）

一级行业	整体法			平均值		
	央企	全A（除央企）	央企-全A（除央企）	央企	全A（除央企）	央企-全A（除央企）
通信	1.92%	9.47%	-7.55%	19.34%	8.94%	10.40%
社会服务	4.15%	3.67%	0.48%	9.95%	6.58%	3.36%
农林牧渔	1.14%	0.63%	0.51%	2.95%	1.92%	1.03%
钢铁	2.65%	1.92%	0.73%	2.28%	2.41%	-0.12%
交通运输	0.30%	0.16%	0.14%	0.56%	0.77%	-0.21%
基础化工	2.07%	2.41%	-0.33%	3.23%	3.53%	-0.30%
建筑材料	2.16%	1.83%	0.32%	3.03%	3.36%	-0.33%
有色金属	1.02%	1.00%	0.02%	2.21%	2.55%	-0.34%
石油石化	0.51%	1.10%	-0.59%	1.41%	2.10%	-0.69%
房地产	0.18%	0.25%	-0.07%	0.23%	0.81%	-0.58%
公用事业	0.42%	0.81%	-0.39%	0.41%	1.10%	-0.68%
煤炭	0.47%	0.83%	-0.36%	0.35%	1.03%	-0.68%
电力设备	3.71%	3.58%	0.14%	4.23%	5.03%	-0.79%
食品饮料	0.42%	0.73%	-0.31%	0.55%	1.39%	-0.84%
商贸零售	0.22%	0.43%	-0.21%	0.46%	1.38%	-0.91%
汽车	3.99%	3.50%	0.49%	4.08%	5.01%	-0.94%
建筑装饰	2.19%	2.13%	0.07%	2.88%	3.94%	-1.07%
机械设备	4.51%	4.90%	-0.39%	5.71%	6.75%	-1.04%
轻工制造	2.49%	2.92%	-0.43%	2.37%	3.42%	-1.05%
纺织服装	0.58%	1.54%	-0.95%	1.04%	2.63%	-1.60%
环保	2.24%	2.65%	-0.41%	2.24%	4.31%	-2.06%
电子	4.51%	5.23%	-0.72%	7.50%	9.72%	-2.22%
家用电器	1.48%	3.56%	-2.08%	1.48%	4.33%	-2.86%
非银金融	1.62%	4.94%	-3.32%	2.54%	7.26%	-4.72%
传媒	1.86%	3.43%	-1.57%	2.14%	5.65%	-3.51%
国防军工	4.08%	10.04%	-5.96%	5.17%	14.02%	-8.85%
计算机	10.61%	9.40%	1.21%	10.17%	19.20%	-9.03%
医药生物	1.22%	4.68%	-3.45%	3.23%	2315.04%	-2311.81%

资料来源：Wind，华西证券研究所

估值重塑路径二：市值管理增进市场认同

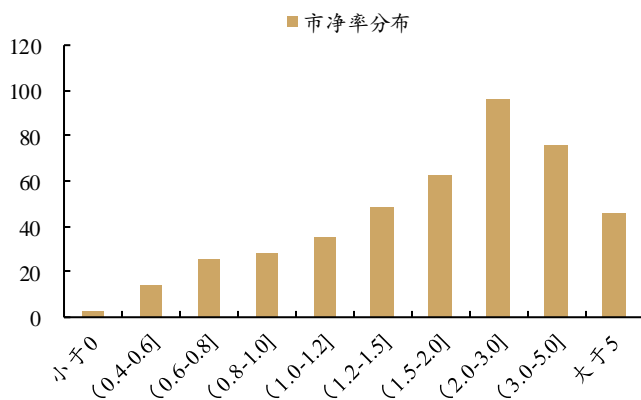
“让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义”。缺乏与市场的良性互动是部分上市央企价值实现与价值创造不匹配的重要原因。《方案》将“增进上市公司市场认同和价值实现”作为未来三年央企改革的重要任务，鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系。2022年12月上交所同步制定了《中央企业综合服务三年行动计划》，推动央企上市公司主动与投资者沟通交流，有望增进市场对央企的了解和认同。

1) 强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理。《方案》要求上市央企建立多层次良性互动机制，如多途径强化投资者关系管理、推动业绩说明会常态化召开、加强与分析师定期互动等，传递公司价值，提升各方投资者对公司战略和长期投资价值的认同感。

2) 合理引导预期，适度运用回购、增减持等手段。当前央企上市公司有68家企业（占比16%）处于破净状态，对上市公司再融资等资本运作形成阻碍，政策提倡央企上市公司适时通过回购、控股股东及董事和高级管理人员增减持等手段来引导上市公司价值合理回归。2018年以来央企股票回购事件明显增多，2022年初至今已发起回购计划共104次，其中92%的计划以股权激励注销和市值管理为目的。

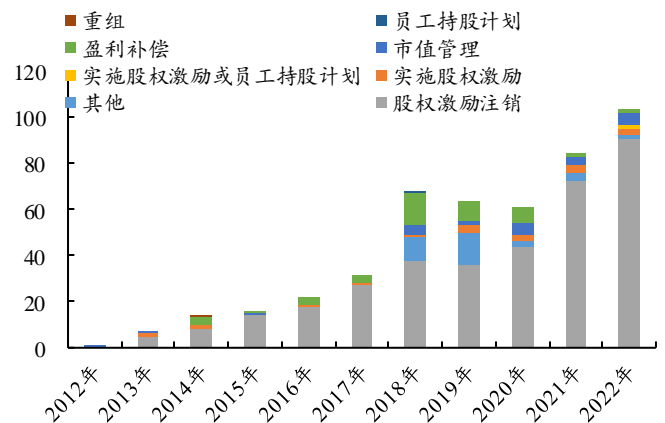
3) 优化利润分配，强化股东回报。央企上市公司通常具有稳定的盈利能力和现金流，积极实施分红激励、提高股息率是其吸引投资者、实现保值增值的重要手段之一。政策鼓励下，2015年来央企上市公司的分红次数和分红总额逐年增多，年度分红比率中位数稳定在30%-31%之间，股息率中枢上移。《方案》继续表态支持央企“制定合理持续的利润分配政策，鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报”，持续稳定的高分红将成为央企上市公司投资收益中的重要部分。

图 20 16%的央企上市公司处于破净状态（家）



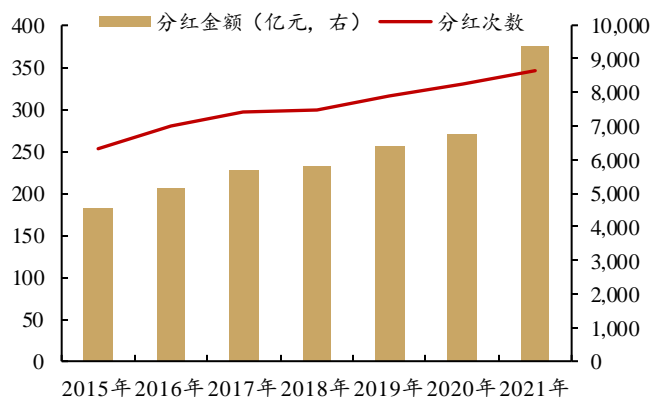
资料来源：Wind，华西证券研究所；截至2022年12月30日

图 21 央企上市公司回购数量增多（个）



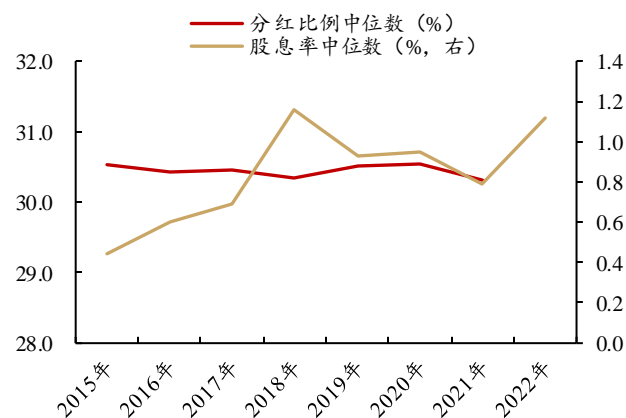
资料来源：Wind，华西证券研究所；剔除未通过和停止实施

图 22 央企分红次数和金额逐年增加



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 央行上市公司分红稳定、股息率中枢抬升



资料来源：Wind，华西证券研究所；股息率为近 12 月股息率

关注国央企四大投资主线：

- 1) 国家安全力量：国防军工领域；煤炭/油气/电力等能源保障领域；
- 2) 稳经济持续推进：新签高增基建央企板块、困境反转的金融地产板块；
- 3) 数字化与低碳转型：智慧能源、智慧交通、电网升级、传统产业低碳改造相关板块；
- 4) 科技高水平自强自立：聚焦半导体、高端装备、信创、新材料等自主可控环节。

3. 风险提示

国企改革推进不及预期；国企盈利不及预期；疫情反复超预期；经济修复不及预期；海外流动性超预期

分析师与研究助理简介

李立峰：华西证券研究所副所长，策略首席分析师。硕士研究生，10 年证券从业经验。四大行总行A 股策略培训核心专家库成员，分别连续荣获“第九届、十届、十一届”水晶球策略最佳分析师团队，公募组第一名。先后任职东方证券研究所宏观策略组、银河基金宏观、策略及金融& 家电研究员，国金证券研究所首席策略分析师。

张玮：华西证券研究所策略分析师，曾任昆仑健康保险资管首席宏观研究员，兼研究部负责人。擅长宏观策略、大类资产配置、利率债及股票二级市场研究。毕业于中国社会科学院金融系，具有中国社会科学院金融研究所10年工作经验，主修货币政策。同时被《银行家》、《英大金融》等聘为特约撰稿人；任《经济观察报》《证券日报》等多家主流媒体外聘专家；以及新浪金融、网易金融、凤凰金融等财经智库成员。

张海燕：华西证券研究所策略分析师，东华大学世界经济硕士，曾任东方财富证券研究所策略研究员，2021年3月加入华西证券研究所策略团队。

冯逸华：中国社会科学院研究生院金融硕士，2021年7月加入华西证券研究所策略团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。