

2023年01月30日

## 国企改革成效与中特估值下的投资思路

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

### ● 国企在国民经济中扮演重要作用，改革至今已取得实质成效

国有企业是国民经济的压舱石，在公用事业、基建、房地产、能源等领域占主导地位。凭借自身特点，国有企业在稳定性、技术能力等方面具备领先优势，且在危机时刻能发挥助企纾困作用。国企改革三年行动收官，企业增质提效取得重大进展。国企改革已从创新试点期过渡到纵深推进期。央企和地方国企改革完成率超98%。中国特色现代企业制度更加成熟定型，混合所有制改革成效显著。传统估值体系下国企估值偏低，主要有三点原因：（1）市场不看好其盈利能力和成长性，或与国企创新和风险承担能力有限、组织结构复杂等有关；（2）除传统周期行业外，国企净利润率普遍低于民企。尽管营收规模较大，但仅有特定行业优势的央企盈利能力强于民企。央企中，煤炭、交通运输、有色金属、公用事业、金融等行业企业普遍盈利能力更强。地方国企中，金融业、房地产、交通运输、建筑材料、煤炭、食品饮料等行业企业强于民企。此外，传统行业的龙头国有企业盈利能力具备优势；（3）央企与地方国企承担一定稳增长任务，举债必要性高于普通企业，导致其资产负债率偏高，不过近年已逐渐下行。

### ● 新一轮国企改革聚焦扩大主业优势、完善管理制度、实现市场化运营

下一步国企改革将围绕以下四点主要任务展开：（1）聚焦主业，轻装上阵。进一步剥离非优势业务资产，聚焦主业，扩大企业优势资产的比重，扩大竞争优势。加强央企之间产业生态圈合作；（2）继续完善中国特色现代企业制度。完善董事会制度，做好员工股权激励、员工持股等激励制度，激发企业内生性动力，增强决策的灵活性和效率，避免层层审批；（3）完善中国特色国有企业现代公司治理；（4）进一步实现国企市场化运营。

新时代中国式现代化对国有企业也提出了新要求。在传统向新型产业转化方面，央企国企被赋予更高要求。央企将更加致力于现代化产业体系升级、有效防范重大风险。在新能源和数字化转型领域，政策对央企有明确的指引。

### ● 中特估值下具有行业优势、改革力度、盈利成长性的央企有估值重构空间

央企作为国民经济的最主要组成部分，与国家安全等产业领域联系紧密，是具备“中国特色”优势的一类企业。中国特色估值溢价从行业、政策、企业三个维度得以反映：（1）行业方面，主要关注三条主线：绿色低碳、发展安全与科技创新。与以上主线相关的电力、新能源、新型基础设施、汽车、国防军工、半导体、信创、人工智能、生物科技、高端装备等行业上市央企或更具优势。（2）政策层面，新一轮国企改革着力推动央企专业化整合，资源优化整合后的央企将提升自身竞争力。我们梳理2022年以来国资委组织的央企专业化整合项目，其中涉及的央企上市公司或具备竞争优势。（3）企业层面，央企分红意愿和能力也是估值重构的重要因素，股息率较高且持续增长体现企业分红意愿强、高净利润增长率是国有上市公司盈利能力的保证，满足以上两点的央企可能更具估值重构空间（正文附相关企业列表）。

● **风险提示：**国内疫情反复超预期；经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

### 相关研究报告

《政策将“加力扩消费”——宏观周报》  
-2023.1.29

《地方两会：高质量“温补”——宏观经济专题》-2023.1.29

《寻找消费超预期——春节海内外要闻——宏观深度报告》-2023.1.28

## 目 录

1、 透视国企——自身特点&改革成效 .....	
1.1、 国有企业是国民经济的压舱石 .....	
1.2、 国企改革三年行动后，国企提质增效成果明显 .....	
1.3、 传统估值体系下国企估值偏低 .....	
2、 前景远眺——新一轮改革激发国企活力 .....	1
2.1、 近期政策表述明确国企做优做强做大目标 .....	1
2.2、 国家战略目标对国企提出新要求新任务 .....	1
3、 中国特色估值体系下的国企投资思路 .....	1
3.1、 行业维度：关注绿色、安全、科技三条主线 .....	1
3.1.1、 战略新兴行业受到产业和金融政策支持 .....	1
3.1.2、 关注绿色、安全和科技创新相关领域央国企 .....	1
3.2、 政策维度：专业化整合有效提升国企竞争力 .....	1
3.3、 企业维度：从财务指标识别高分红与盈利成长性国企 .....	1
4、 风险提示 .....	1

## 图表目录

图 1： 国有资产总额占 GDP 比重达 70% .....	
图 2： 国企营业总收入逐年增长 .....	
图 3： 国企改革主要历经五个阶段 .....	
图 4： 2022 年国新央企综指在股市下行时具有韧性 .....	
图 5： 上市央企中国防军工、机械行业占比最高 .....	
图 6： 上市地方国企中化工、交运等占比最高 .....	
图 7： 民营企业整体估值高于央企和国企 .....	
图 8： 传统行业央企净利率高于民营企业 .....	
图 9： 央企 ROE 总体低于行业平均值 .....	
图 10： 非国企资产负债率低于央国企 .....	
图 11： 国有企业杠杆率呈下行趋势 .....	
图 12： 央国企与非国有企业财务指标综合对比 .....	1
图 13： 2022 年共有 62 家央企公布数字化转型方案 .....	1
图 14： 新能源、安全、科技领域部分央国企 .....	1
图 15： 2022 年部分央企专业化整合项目 .....	1
图 16： 高盈利成长性且持续分红央国企 .....	1
表 1： 国企改革三年行动方案包括八方面重点任务 .....	
表 2： 2022 年下半年国企改革相关的政策表述 .....	1
表 3： 2021-2022 年战略新兴产业相关扶持政策梳理 .....	1

## 1、透视国企——自身特点&改革成效

2023年，是国资委成立的第20年，也是国企改革三年行动方案收官后的首年。国家对国企改革提出了新要求和新任务。从二十大报告的“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”，到2022年11月证监会提出“探索建立具有中国特色的估值体系”、出台《推动高质量上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，都标志着新一轮上市公司特别是国企高质量发展改革的工作已然开始。

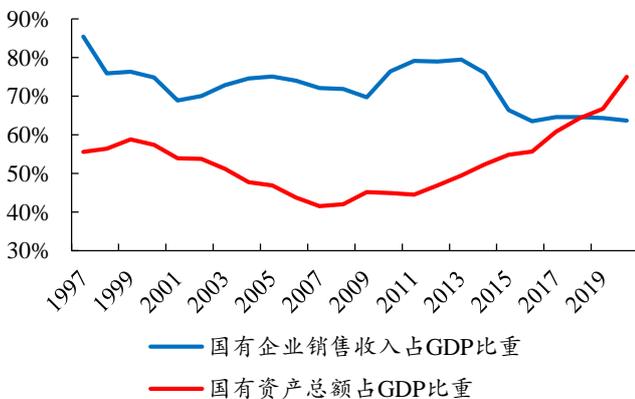
本文从国企自身的经营和财务特点出发，剖析国企在市场上拥有低估值的理由，讨论在以往改革取得进展以及今后新一轮改革的推动下，国企前景如何，以及从行业、政策、企业等维度提供中国特色估值体系下的国企投资策略。

### 1.1、国有企业是国民经济的压舱石

国有经济在公用事业、基建、房地产、能源等领域占重要比重，经营效益稳步增长，成为我国宏观经济大盘的支柱力量。据国资委，预计中央企业2022年全年实现营业收入39.4万亿元、同比增长8.3%，利润总额2.55万亿元、增长5.5%，净利润1.9万亿元、增长5%。国企有效支撑了我国经济发展保持稳中向好。同时，国有企业在投资、工业生产等方面也占据重要地位。2021年，国有企业营业总收入755543.6亿元，占当年国民生产总值的66%。根据广西省国资委，2022年1-10月，自治区国资委监管企业完成固定资产投资1445亿元，同比增长13.7%；实现工业总产值2737亿元，占全区比重达14%。

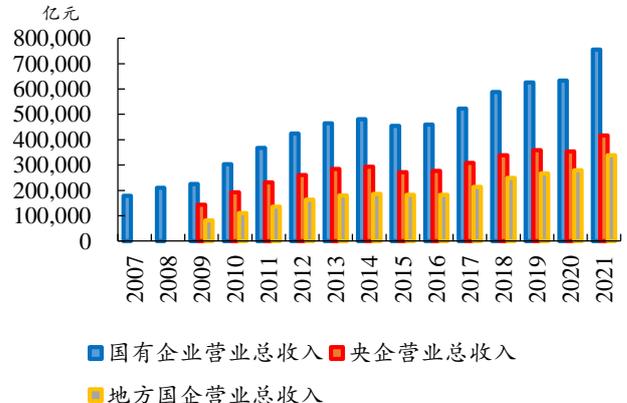
国有企业凭借自身特点，在稳定性、技术能力等方面具备领先优势，且在危机时刻能发挥助企纾困作用。背靠国有资本，国企具备高稳定性、且风险较低，在面临系统性风险事件时有较强的抵御能力。央国企持有的现金规模、资金链稳定性要总体强于非国有企业，因此在行业发生系统性风险或经济急速下行时，往往国企能够在保障自身风险可控的前提下，进而通过帮扶、产业链合作等方式对民营企业给予支撑，起到经济“压舱石”作用。技术质量方面，由于国有企业在创新要素集聚、资源整合等方面具备优势，能够率先攻克关键核心技术、在原始创新领域取得重大突破，也为非国有企业科技创新提供基础性的支持。

图1：国有资产总额占GDP比重达70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：国企营业总收入逐年增长

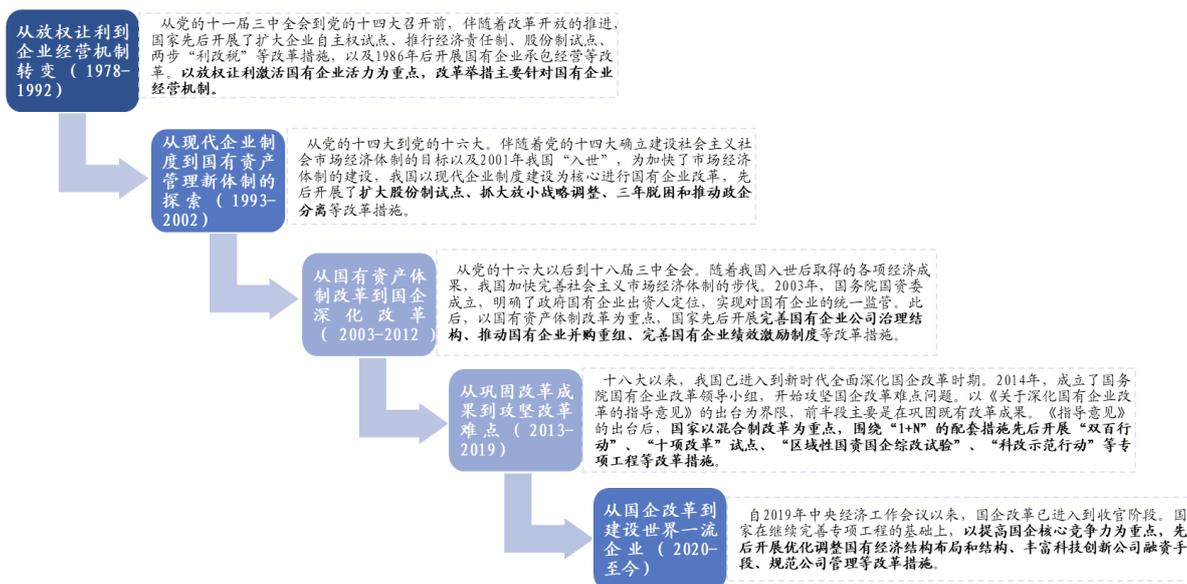


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、国企改革三年行动后，国企提质增效成果明显

我国的国企改革可以大致分为五个阶段。2003 年开始，国企改革逐步探索国有资产改革、逐步完善公司制、股份制，建立现代产权制度，完善公司治理结构，建立一套新的国有资产管理体制；2013 年至今转向完善产权保护制度、积极发展混合所有制经济,培育具有全球竞争力的世界一流企业，国企改革已从创新试点时期过渡到纵深推进期。2019 年中央经济工作会议、2020 年《政府工作报告》均提出“实施三年行动，提升改革成效”的要求，2020 年 6 月，中央全面深化改革委员会发布《国企改革三年行动计划方案（2020-2022）》，提出了五大目标和八方面重点任务，成为新一轮国企改革的核心要求。

图3：国企改革主要历经五个阶段



资料来源：国资委、开源证券研究所

表1：国企改革三年行动方案包括八方面重点任务

目标要求	改革重点任务
	1. 完善中国特色现代企业制度，坚持“两个一以贯之”，形成科学有效的公司治理机制。
	2. 推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济，推动高质量发展，提升国有资本配置效率。
	3. 积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展。
做强做优做大国有资本和国有企业，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。	4. 要激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度，也由此提高效率。
	5. 形成以管资本为主的国有资产监管体制，着力从监管理念、监管重点、监管方式、监管导向等多方位实现转变，进一步提高国资监管的系统性、针对性、有效性。
	6. 推动国有企业公平参与市场竞争，强化国有企业的市场主体地位，营造公开、公平、公正的市场环境。
	7. 推动一系列国企改革专项行动落实落地。
	8. 加强国有企业党的领导党的建设，推动党建工作与企业的生产经营深度融合。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

2022年是国企改革三年行动方案的决战收官之年。2022年1月，国务院国企改革领导小组办公室召开国企改革三年行动专题推进会，总结在收官决战之前，已取得了重大阶段性成果。通过分析国资委披露的部分央企改革三年行动方案的完成情况，我们归纳如下：

**(1) 中国特色现代企业制度更加成熟定型。**保障权力运行清单化透明化，修订权责清单，制定完善前置研究讨论重大经营管理事项清单；加强董事会建设，保证全面实现董事会应建尽建，实现董事会建设规范化、制度化，落实董事会职权；充分激发经理层活力，积极建设股权董事队伍等。

**(2) 有效推进国有经济布局优化和结构调整。**通过内部资源整合提高资源配置效率，提质增效，退出低效投资项目，剥离亏损资产；利用外部专业化整合、市场化并购、股权合作等提升行业引领能力；加力培育发展战略性新兴产业，部分央企充分发挥国有资本投资公司平台作用，例如组建央企“两非”“两资”资产管理处置平台等。截至2022年3月，中央企业地方国有企业的“两非”“两资”剥离清退率完成超过了85%。国有资本结构调整达到一定成效。

**(3) 市场化经营体制逐步健全。**国企深化推进市场化用工选聘制度，包括市场化员工招聘、考核、市场化退出等。市场化薪酬分配机制日渐完善。在激励机制、薪酬分配制度上进一步创新，企业内生活力得到激发。

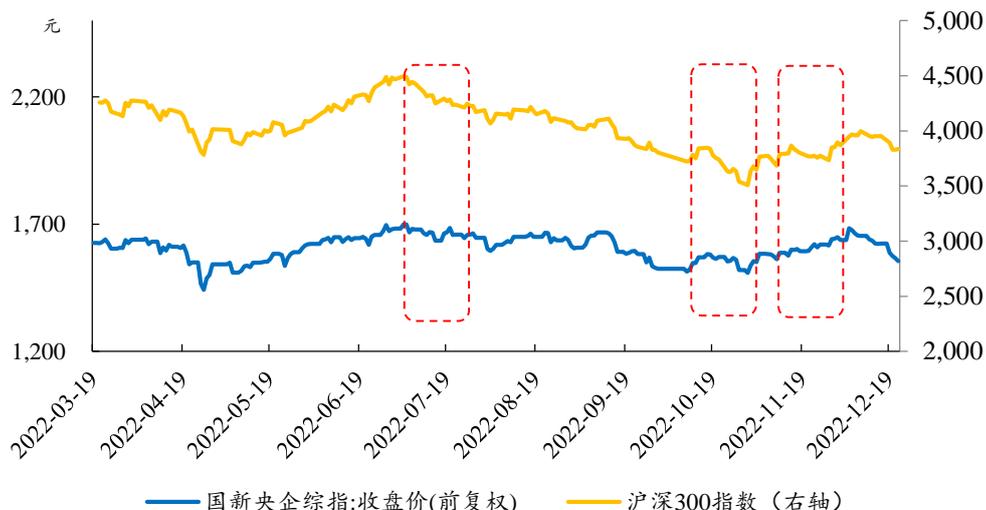
**(4) 混合所有制改革成效显著。**国央企多利用改制重组、吸引战投、基金、运作上市等手段，实现股权多元化。各类资本得以参与国有企业混改。同时，混合所有制企业在经营管理上也有优化升级，开展中长期经理人激励、探索差异化管理等。

国企通过经营管理上的改革，得到国有资本和业务方面的全面升级优化，实现高质量发展。整体盈利能力有较大提升，央企积极参与“科改示范行动”，努力提高自主创新能力，大力投入研发，构建更加完善的科研体系。

总体看，三年收官之时，**国有企业逐步完善市场化经营管理、积极推动混合所有制改革、达成实质性“瘦身”提效。**截至2022年9月初，各中央企业和各地改革工作台账完成率均超过98%。99家国有企业进入2022年世界500强。科技和研发方面，央企在发电、航运、船舶等行业逐步提升效率水平；在航天、深海、能源、交通等领域也不断实现世界级创新。

**经营管理方面也取得较显著的成效。**国务院国资委11月6日发布的《中央企业高质量发展报告（2022）》显示，截至2021年底，97.3%的中央企业子企业经理层成员签订契约，覆盖经理层成员11万人，管理人员竞聘上岗比例达42.9%；中央企业新进员工99.5%采用公开招聘方式，末等调整和不胜任退出比例达到4.5%；2021年实行全员绩效考核的中央企业占比99.3%。

央企的稳定性和抗风险能力在资本市场也有所体现，观察央企2022年市场表现，在多数市场指数下跌的过程，央企综合指数保持了较好的韧性。

**图4：2022年国新央企综指在股市下行时具有韧性**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、传统估值体系下国企估值偏低

我们选用 A 股上市公司的全部 429 家央企和 865 家地方国企作为样本，分析对比国有企业和非国有企业的估值、财务特点（其中，央企分类标准为实控人是中央机关、国资委、中央国有企业；地方国企分类标准为实控人是地方政府、地方国资委、地方国有企业）。

#### (1) 国企央企估值偏低，主因市场不看好其盈利能力和成长性。

在基础化工、机械设备、电力设备、电子、通信、建筑建材、煤炭、钢铁、农林牧渔、交通运输、食品饮料等行业，国企与央企的市盈率中位数普遍低于同行业的民营企业。

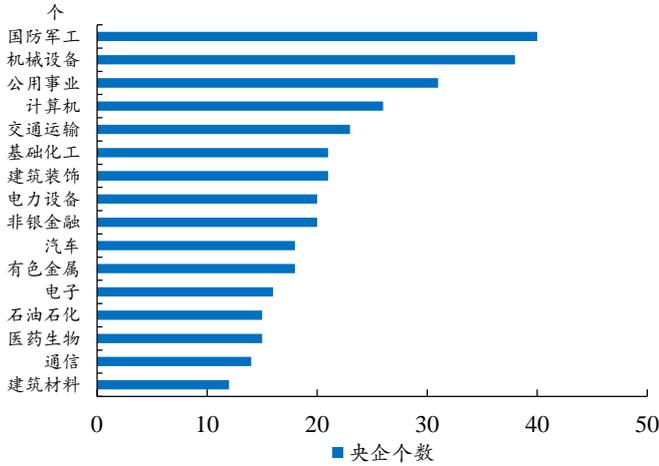
**首先，国企创新能力和风险承担能力有限。**由于国企大多处于较为稳定的支柱产业，比如工业生产上游、能源、基础设施、银行业等，行业本身周期性较强，且已处于成熟期，发展潜力有限。国企本身有服务于民生、公用事业的天然属性，在业务创新、产品迭代升级方面风险承担能力不高，盈利能力和利润率不及民营企业。

**其次，组织结构复杂，经营决策缺乏灵活性。**国央企普遍规模较大，包含众多子公司和分公司。在组织架构方面，管理层级过多。管理经营方面，因架构繁琐导致运作效率较低，进而公司业务经营缺少灵活性。例如，业务管理部门试图达成扩张、降本增效等决策，但国企通常需要层层审批，业务开展存在滞后性。

**最后，央国企股东对业绩的要求或较为宽松，侧重于完成社会责任。**由于国企控股股东大多为国资委、中央机关、地方国资委和地方政府等，相较于民营企业，股东对业绩的诉求较为宽松，更多是要求企业完成社会责任，业绩和财务指标层面留有一定空间。而民营企业股东对于企业的盈利能力提出更高要求。

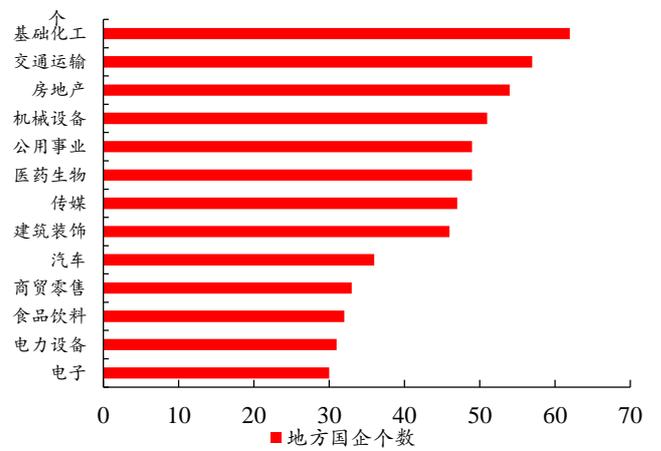
总体来看，在传统的市场估值体系下，国企估值偏低的原因是多方面的，更多是市场对其盈利能力和成长性并不乐观。而这种印象也有一定历史因素，近年来国企改革后的积极变化并未被市场充分考虑。

图5：上市央企中国防军工、机械行业占比最高



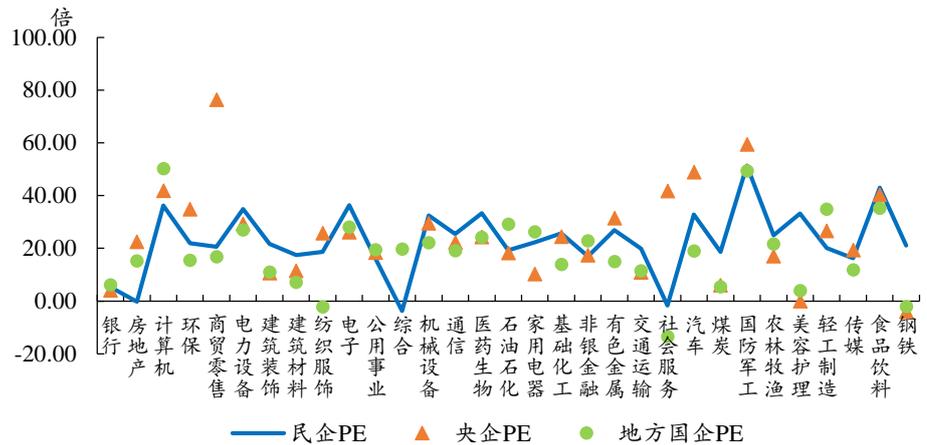
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：上市地方国企中化工、交运等占比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：民营企业整体估值高于央企和国企



数据来源：Wind、开源证券研究所

## (2) 除传统周期行业外，国企净利润率普遍低于民企。

我们将 A 股上市公司分为央企、地方国企、民营企业三类样本，用各行业企业的销售净利率中位数来代表三类企业在各行业的平均盈利水平。报告期间为 2022 年中报。

分行业来看，央企的净利率水平整体高于地方国企，但总体弱于民营企业。

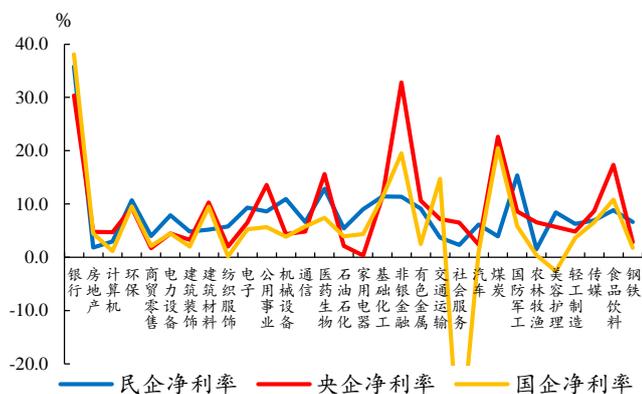
然而，部分行业央国企盈利能力强于民企。对于央企，煤炭、交通运输、有色金属、公用事业、金融、农业、食品饮料等行业的盈利能力强于民企。对于地方国企，银行、非银金融、房地产、交通运输、建筑材料、煤炭、食品饮料等行业的平均净利率高于民营企业平均水平。

央国企大多为重资产、规模体量大，在营收的绝对体量上占据优势。在营收规模最大的前 100 家上市公司中，央企和国企占 76 家，且平均总市值高于民营企业。

营收前一百的企业中国有企业的盈利能力也整体强于民营企业。

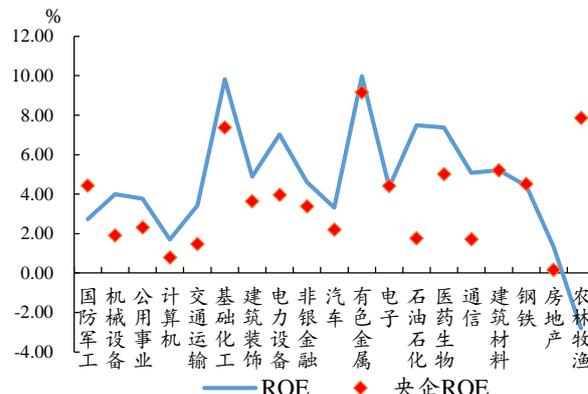
因此，尽管营收规模较高，但国企和央企仅在特定优势行业或企业在行业中具备绝对竞争力的情况下，盈利能力才相对强于民营企业。

图8：传统行业央企净利率高于民营企业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：央企 ROE 总体低于行业平均值



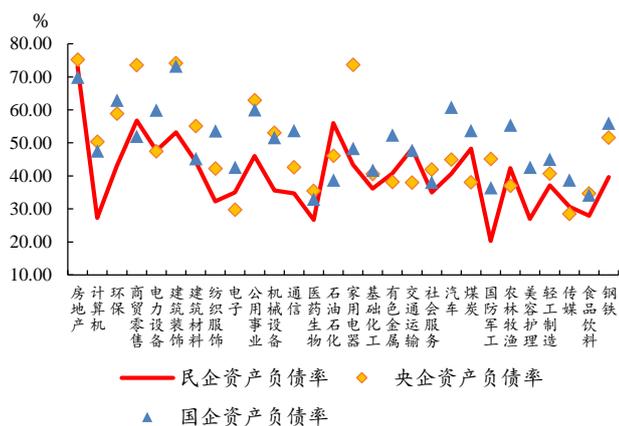
数据来源：Wind、开源证券研究所

### (3) 国有企业杠杆率偏高，但近年逐渐下行。

我们采用资产负债率来衡量杠杆水平。可以看到，非金融国企和央企的资产负债率整体高于非国企。原因来看，一方面，国企承担社会民生职能，存在预算软约束，举债时可能需要考虑对国民经济的承托以及配合产业、社会政策的落实等，增减债务的决策不如民企灵活。另一方面，在政府或国资委的背景下，国企具备较好的信誉和流动性，违约风险低。相对民企，国企更容易得到债务融资。

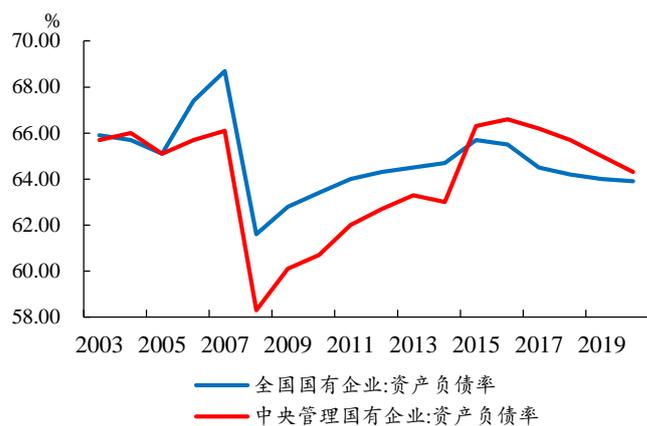
过去经历的几轮经济下行周期，国企积累了较多的债务，但多年国企改革也充分重视对国有企业的降杠杆、减负债。根据财政部数据，2015 年开始国有企业杠杆率已逐渐降低。

图10: 非国企资产负债率低于央国企



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 国有企业杠杆率呈下行趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12：央企与非国有企业财务指标综合对比

行业	民企PE	央企PE	地方国企PE	民企净利率	央企净利率	国企净利率	民企资产负债率	央企资产负债率	国企资产负债率
银行	5.37	4.11	6.18	35.8	30.4	38.1	92.00	92.04	93.85
房地产	-0.21	22.48	15.22	1.8	4.8	4.4	73.14	75.22	69.90
计算机	36.25	41.79	50.20	2.9	4.7	1.1	27.31	50.37	47.56
环保	21.98	34.79	15.42	10.7	9.3	9.6	43.05	58.84	62.92
商贸零售	20.56	76.36	16.80	4.0	1.7	2.1	56.77	73.56	52.00
电力设备	34.82	29.24	26.94	7.9	4.5	4.5	47.65	47.47	59.94
建筑装饰	21.62	10.63	10.96	4.8	3.2	2.0	53.19	74.08	73.27
建筑材料	17.45	11.50	7.05	5.2	10.3	9.5	44.42	55.05	45.21
纺织服装	18.59	25.73	-2.28	5.8	2.0	0.2	32.33	42.17	53.66
电子	36.33	26.04	27.98	9.3	6.5	5.2	35.05	29.70	42.60
公用事业	16.04	18.30	19.41	8.6	13.6	5.6	46.06	62.93	60.04
综合	-3.69	1222.46	19.65	-1.8	89.2	1.4	33.61	8.06	66.16
机械设备	32.46	29.49	22.12	10.9	4.3	3.9	35.62	53.04	51.59
通信	25.40	22.22	19.11	6.6	4.8	5.8	34.71	42.65	53.71
医药生物	33.30	24.23	24.12	12.9	15.6	7.4	26.70	35.50	32.96
石油石化	19.29	18.25	29.07	5.4	2.1	3.9	56.00	46.05	38.69
家用电器	22.34	10.19	26.23	9.0	0.3	4.3	43.42	73.59	48.34
基础化工	25.69	24.41	13.89	11.4	11.3	11.3	36.13	40.57	41.75
非银金融	16.92	17.34	22.78	11.3	32.8	19.5	77.74	79.37	76.65
有色金属	26.85	31.46	14.99	9.1	10.7	2.5	40.74	38.12	52.34
交通运输	19.81	10.85	11.48	3.7	7.1	14.7	48.29	37.95	47.78
社会服务	-1.72	41.76	-13.49	2.3	6.5	-37.7	34.98	41.96	38.04
汽车	32.83	48.88	18.90	6.2	2.4	1.1	40.68	44.88	60.82
煤炭	18.59	6.03	5.40	3.9	22.6	20.5	48.29	38.01	53.70
国防军工	51.35	59.41	49.29	15.4	8.6	5.9	20.33	45.07	36.41
农林牧渔	24.96	17.03	21.67	1.5	6.5	0.4	42.34	37.00	55.33
美容护理	33.24		3.90	8.4		-2.6	27.03		42.63
轻工制造	20.14	26.62	34.80	6.2	4.8	3.6	37.17	40.70	45.01
传媒	16.19	19.36	11.79	6.9	8.7	6.5	30.69	28.50	38.73
食品饮料	42.99	40.30	35.23	8.9	17.4	10.8	28.00	34.69	34.19
钢铁	21.13	-4.03	-2.08	6.6	2.9	1.7	39.67	51.61	55.95

数据来源：Wind、开源证券研究所，单位：倍、%

## 2、 前景远眺——新一轮改革激发国企活力

### 2.1、 近期政策表述明确国企做优做强做大目标

党的二十大报告提出“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”。具体来看，我们认为未来央企的工作重心在于深化混合所有制改革、推动市场化经营管理、完善现

代化企业制度、加大技术研发投入等。

2023年1月5日，国资委召开中央企业负责人会议，会议提出，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。

**表2：2022年下半年国企改革相关的政策表述**

时间	会议/主题	主要内容
10.16	党的二十大报告	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
12.16	2022年中央经济工作会议	要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系。完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营。
11月底	《推动高质量上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》	优化制度规则体系，提升监管规则的科学性；聚焦公司治理深层次问题；完善信息披露制度；优化上市公司整体结构；推动上市公司稳健发展；健全打击重大违法长效机制；加快上市公司监管转型，提升监管效能；加强协作联动，形成推动上市公司高质量发展的强大合力。
12.03	《推动提高沪/深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》	(1) 服务推动央企估值回归合理水平。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。 (2) 服务助推央企进行专业化整合。配合国务院国资委开展央企专业化整合，为央企整合提供更多工具和通道，推动打造一批旗舰型央企上市公司。 (3) 服务完善中国特色现代企业制度。积极引导央企上市公司用好股权激励、员工持股等各类资本工具，不断完善实现高质量发展的体制机制。

资料来源：中国政府网、新华社等、开源证券研究所

**我们认为，未来的国企改革将主要围绕以下几个方向：**

### **第一，聚焦主业，轻装上阵。**

进一步加力处置“两非”“两资”、以及国有企业发展潜力不足的子公司，剥离非优势业务资产等，重点聚焦主业，扩大企业优势资产的比重。扩大竞争优势。做好相同业务的整合工作，避免同质化竞争，打造全产业链竞争优势。加强央企之间产业生态圈合作。

7月12日13组中央企业专业化整合项目集中签约后，10月31日，11组专业化整合项目落地。专业化整合，是指企业间通过资产重组、股权合作、资产置换等方式，将资源向优势企业和主业企业集中。由于央企大多拥有一定数量的子公司、分公司，专业化整合能够使央企轻装上阵，更有利于做优做强主业，提高自身产品和业务的国际竞争力。

### **第二，继续深化混合所有制改革。**

竞争类企业要积极引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化，推进市场化经营机制，国计民生、国家战略类企业要保持国有资本控股地位的基础上积极推进股权多元化改革，自然垄断行业企业要放开竞争性业务，促进公共资源配置市场化。“以改革机制为中心”推动企业提质增效，聚焦健全市场化经营机制，着力

推动“三能”机制在各层级企业普遍化、常态化运行。

### 第三，完善中国特色国有企业现代公司治理。

在国企较为薄弱的管理领域继续加大力度改革，进一步完善治理机制、用人机制、激励机制。支持积极股东参与公司治理与公司决策，推进职业经理人制度，有效发挥经理层执行作用，在有效权力范围内扩大经理层经营自主权。做好员工股权激励、员工持股等激励制度，激发企业内生性动力。

### 第四，进一步实现国企市场化运营。

实现政企分开、政资分开，最大限度减少政府对市场活动的直接干预。全面完善产权、市场准入、公平竞争等制度，逐步理清废除妨碍全国统一市场和公平竞争的存量政策。推进分类核算、分类考核，建立科学合理、稳定可靠、公开透明的企业公共服务支出补偿机制。

## 2.2、国家战略目标对国企提出新要求新任务

通过分析上市公司样本，央企最主要分布在国防军工、机械设备、公用事业、计算机、交运、化工等领域；地方国企则更多处于化工、交通运输、房地产、公用事业、医药生物、汽车等行业。国有企业大多分布在重要传统行业，除了提供基础保障外，央国企近年来也响应国家号召积极产业转型。这不仅可以推动中国式现代化目标的实现，也是对自身企业实现创新和高质量发展的重要激励。

在传统向新型产业转化方面，央国企被赋予更高要求。央国企要着眼现代化产业体系升级、有效防范重大风险。国资委要求，一是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。二是更好统筹发展和安全，有效防范化解重大风险，压实企业主体责任，切实提升企业安全生产水平。三是坚决服务“国之大大者”，更好促进加快构建新发展格局，切实增强重要能源资源支撑托底能力，充分发挥基础保障和带动作用，助力促进双循环。意味着央国企要积极服务国家战略规划，做好现代产业转型，扶持培育新兴产业；同时，要发挥国有经济的稳定器作用，为国家战略安全提供保障。

在新能源和数字化转型领域，政策对央企有明确的指引。《“十四五”中央企业发展规划纲要》中部署央企推进绿色低碳发展。赋能产业绿色转型升级，加快实施低碳工艺革新和数字化转型；印发《国有企业数字化转型行动计划》，促进数字技术与实体经济深度融合。

**图13：2022年共有62家央企公布数字化转型方案**

行业领域	央企名称	行业领域	央企名称	行业领域	央企名称
能源领域	中国电建	交通基础设施领域	航天科技	材料领域	中钢集团
	中国大唐		中国航发		宝武钢铁
	国家电网		中国中车		中国稀土
	国家电投		东风汽车		鞍钢集团
	中广核		中国一汽		中国黄金
	中核集团		中国南方航空		中国盐业
	华润集团		中远海运		中国建材
	中国华能		中国商飞		中国钢研
	南方电网		中国航天科工		有研集团
	中国石油		航空工业		中国建筑
	中国石化	中国通号	综合领域	保利集团	
	国家管网	中国中铁		中咨公司	
	中国节能	中国铁建	金融领域	招商局集团	
	中国海油	中国交建		中国诚通	
	中国化工	中国物流	信息领域	中国电信	
	哈电集团	生命领域		中国移动	
	中国能建			中国医药集团	中国联通
	国家能源集团	装备机械领域		国机集团	中国电科
	中国华电			兵器装备集团	中国信科
	三峡集团	中国一重		中国电子	
中煤集团	林业领域	中林集团			
中国煤科					

资料来源：中国工业报、全国能源信息平台、数字国资、开源证券研究所

### 3、中国特色估值体系下的国企投资思路

目前市场上常用的估值方法更看重企业的盈利能力和成长性，而中国特色估值体系的提出，意味着鉴于我国经济制度和结构与西方有较大差异，因而有着某种特定优势的公司应当得到市场给予的估值溢价。基于上文的论述，**央企作为国民经济最大的组成部分、与国家安全等产业领域联系紧密，是具备“中国特色”优势的一类企业。**我们从行业、政策、企业三个维度筛选出具有中国特色估值溢价的央企。

#### 3.1、行业维度：关注绿色、安全、科技三条主线

##### 3.1.1、战略新兴行业受到产业和金融政策支持

近年来，国家针对战略新兴产业出台了多样化的扶持政策，主要包括产业资源倾斜和财税金融补贴两方面。扶持政策也将有助于领域内的国企充分利用资源、提升自主创新能力。

**各类产业和财政金融政策大力扶持新兴领域发展。**一方面，党的二十大提出“推动战略性新兴产业融合集群发展”，近年来国家致力于赋能产业转型升级，通过建立市场化机制、推动企业技术攻关、建设平台化产业融合发展、培育新业态新模式等，为新兴领域的企业提供良好的创新环境，也加大企业与市场主体的协同合作。另一方面，在“十四五”发展规划中，针对可再生能源、原材料工业、医药生物等多个领域，均提出引导金融机构优化创新对特定产业的金融服务链条，加强财政资金支

持力度等。具体政策举措中，国常会和各类政府文件相继出台，包括加大金融机构信贷投放、专项再贷款等精准滴灌；发挥政府引导基金作用、中央财政对部分领域采取贴息；出台并扩容税收政策优惠等，在财税资金领域对产业发展提供了充足的支持与协同。

**表3：2021-2022 年战略新兴产业相关扶持政策梳理**

领域	文件/项目/会议	时间	主要扶持政策
绿色	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	2022.02	1、完善支持能源绿色低碳转型的多元化投融资机制。加大对清洁低碳能源项目、能源供应安全保障项目投融资支持力度； 2、完善能源绿色低碳转型的金融支持政策。探索发展清洁低碳能源行业供应链金融。
绿色	《国务院办公厅转发国家发展改革委 国家能源局 关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知》	2022.05	1、优化财政资金使用。加强央地联动，按照以收定支原则用好可再生能源发展基金；2、完善金融相关支持措施。支持符合条件的金融机构提供绿色资产支持（商业）票据、保理等创新方案，解决新能源企业资金需求；3、丰富绿色金融产品服务。加大绿色债券、绿色信贷对新能源项目的支持力度。研究探索将新能源项目纳入基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点支持范围。
新能源	《“十四五”可再生能源发展规划》	2022.06	1、加大可再生能源发展基金征收力度，央地联动，根据“以收定支”的原则，研究完善深远海风电、生物质能、地热能等对于碳达峰有重要作用的可再生能源支持政策。
高端制造	《“十四五”智能制造发展规划》	2021.12	1、加强国家重大科技项目、国家重点研发计划等对智能制造领域的支持。落实首台套重大技术装备和研发费用加计扣除等支持政策。2、鼓励国家相关产业基金、社会资本加大对智能制造的投资力度。
高端制造	《关于支持集成电路产业和软件产业发展进口税收政策的通知》	2021.03	对于部分集成电路与软件产业相关进口产品实施税收优惠政策。
高端制造	《关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》	2022.01	1、加大资金支持力度。加大对数字经济薄弱环节的投入，拓展多元投融资渠道，鼓励引导社会资本设立市场化运作的数字经济细分领域基金，支持符合条件的数字经济企业进入多层次资本市场进行融资，鼓励银行业金融机构创新产品和服务，加大对数字经济核心产业的支持力度，加强对各类资金的统筹引导，提升投资质量和效益；2、扩大优质数字资源供给，鼓励公共数字资源更大范围向社会开放。
新能源汽车	国务院常务会议	2022.08	1、将已两次延期实施、2022 年底到期的免征新能源汽车购置税政策，再延期实施至 2023 年底，预计新增免税 1000 亿元；2、建立新能源汽车产业发展协调机制，坚持用市场化办法，促进整车企业优胜劣汰和配套产业发展。充电桩建设纳入政策性开发性金融工具支持范围。
材料	《“十四五”原材料工业发展规划》	2021.12	1、加强政策协同，加强财税、金融、投资、进出口、能源、生态环境、自然资源、价格等政策与产业政策的协同配合；2、强化人才保障，引导高校根据原材料工业发展需要优化学科专业布局，扩大矿山开采、冶金、材料、化学等学科专业人才培养规模。

资料来源：中国政府网、发改委官网、财政部等、开源证券研究所

### 3.1.2、关注绿色、安全和科技创新相关领域央企

从行业的角度，主要关注三条主线：绿色低碳、发展安全与科技创新。主营业务涵盖相关领域的国有企业在现代化产业转型的背景下有更广阔的发展前景。

**绿色：**党的二十大报告强调积极稳妥推进碳达峰碳中和。推动能源清洁低碳高效利用，推进工业、建筑、交通等领域清洁低碳转型。碳中和与碳达峰战略目标推动传统电力向新能源转型，利好新能源相关行业。传统电力行业、新型基础设施建设、汽车行业也会因能源转型和政策扶持受益。因此传统电力、新能源、新型基础设施类，汽车行业的国有企业投资价值有上升空间。

**安全：**统筹发展与安全将成为未来中国经济发展重要方向。二十大报告指出，要确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。在特定国家安全领域，央国企占据主导性地位，因此我们筛选国家战略安全相关的三个受益赛道--国防军工、半导体、信创，相关领域国有企业后续将迎来发展利好。

**科技：**科技创新将是经济高质量发展和中国特色现代化重要引擎。从国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，到二十大强调的“推动战略性新兴产业融合集群发展，新兴产业领域的重要突破和成果将带来行业内企业估值的提升。我们认为信息技术、人工智能、生物科技、高端装备行业具备较高的成长性。

从上市央国企的主营业务来判断，如下企业的主营业务或产品处于上述优势赛道（图片仅展示部分上市公司）：

**图14：新能源、安全、科技领域部分央国企**

公司名称	股票代码	实际控制人	行业	主营业务范围	股息率	分红率 2021	净利润 CAGR
中科曙光	603019.SH	中央国家机关	计算机	行业专用软件、系统集成服务、专业咨询服务	0.40	21.91	39.05
中科江南	301153.SZ	地方国资委	计算机	行业专用软件、互联网服务			46.33
长安汽车	000625.SZ	国资委	汽车	轿车、客车、轻型卡车、专用车		28.33	73.45
长城军工	601606.SH	地方国资委	国防军工	国防产品、专用设备与零部件	0.30	27.38	11.67
内蒙一机	600967.SH	国资委	国防军工	国防产品、横向附件、输电设备、压力容器、冶金机械、重型卡车与专用车、专用	1.52	20.28	11.83
航锦科技	000818.SZ	地方国资委	基础化工	高分子聚合物、国防产品、氢气、无机化工原料、有机化工原料	0.59	22.49	13.31
云南能投	002053.SZ	地方国资委	基础化工	风电、燃气、调味品、无机化工原料、有机化工原料	0.21	27.11	1.74
吉电股份	000875.SZ	国资委	公用事业	风电、火电、热力		28.79	57.80
京能电力	600578.SH	地方国资委	公用事业	风电、火电、热力		58.57	-252.32
湖北能源	000883.SZ	国资委	公用事业	风电、国内贸易、核电、火电、燃气、水电、专业咨询服务	2.81	35.57	8.90
中国电建	601669.SH	国资委	建筑装饰	风电、工业建筑、火电、民用建筑、商业地产、水电、专用设备与零部件	1.22	18.69	3.90
鲁北化工	600727.SH	地方政府	基础化工	风电、复合(混)肥、水泥、无机化工原料	1.01	15.23	73.71
电气风电	688660.SH	地方国资委	电力设备	风电	0.97	30.24	126.97
立新能源	001258.SZ	地方国资委	公用事业	风电			37.55
节能风电	601016.SH	国资委	公用事业	风电	0.79	38.88	14.21
北方导航	600435.SH	国资委	国防军工	纺织机械、飞机制造、风泵机械、工控机械、国防产品、卫星制造及应用、专用车	0.24	41.99	39.18
东安动力	600178.SH	国资委	汽车	发动机设备		45.72	153.45
浙江新能	600032.SH	地方国资委	公用事业	发电机及附属设备、风电、水电	0.28	20.57	44.59
新天绿能	600956.SH	地方国资委	公用事业	发电机及附属设备、风电、燃气	0.96	33.31	19.22
动力新科	600841.SH	地方国资委	汽车	发电机及附属设备、发动机设备	0.58	34.00	73.16
中光学	002189.SZ	国资委	国防军工	电子元器件、光学辅材、光学设备、国防产品、专用设备与零部件	1.05	27.49	-3.26
德赛西威	002920.SZ	地方国资委	计算机	电子设备加工、行业专用软件、汽车及零配件经销、专用设备与零部件	0.65	29.89	26.03
普天科技	002544.SZ	中央国有企业	通信	传输设备、电信增值服务、电子测试和测量仪器、电子元器件、行业专用软件、集	0.24	32.05	117.39
中兵红箭	000519.SZ	国资委	国防军工	超硬材料、发动机设备、国防产品、轻型工程机械、重型卡车与专用车	0.19	9.62	11.81
三峡能源	600905.SH	国资委	公用事业	变电设备、风电	0.76	29.95	27.71
华能水电	600025.SH	国资委	公用事业	半导体太阳能光伏、水电	2.55	51.11	0.20
甘肃电投	000791.SZ	地方国资委	公用事业	半导体太阳能光伏、风电、水电	0.56	30.19	-18.74
川能动力	000155.SZ	地方国资委	公用事业	半导体太阳能光伏、风电		1,132.18	4.15
保变电气	600550.SH	国资委	电力设备	半导体太阳能光伏、变电设备、低压电器类、风泵机械			27.10
上海电气	601727.SH	地方国资委	电力设备	半导体太阳能光伏、包装机械、船舶(配件)及其维修、低压电器类、动力机械、发		35.49	-249.05
国星光电	002449.SZ	地方政府	电子	半导体分立器件、电子元器件、集成电路、显示设备、照明器具	0.47	42.33	-23.16
振华科技	000733.SZ	国资委	国防军工	半导体分立器件、电话机及配件、电子元器件、集成电路、交换设备	0.25	12.68	69.57
海康威视	002415.SZ	国资委	计算机	半导体分立器件、存储设备、电子测试和测量仪器、服务器与工作站、光学设备、	1.78	48.51	13.96
中国中冶	601618.SH	国资委	建筑装饰	半导体材料、工业建筑、公路建设、民用建筑、铜、有色金属矿产、重型建筑工程	1.97	21.67	9.54
有研新材	600206.SH	国资委	电子	半导体材料、磁性材料、光学辅材、合金、进出口贸易、无机化工原料、医用耗材	0.53	31.85	44.60
上海贝岭	600171.SH	中央国有企业	电子	半导体材料、半导体分立器件、电话机及配件、电脑配件、集成电路	0.80	32.73	71.30
浪潮信息	000977.SZ	地方国资委	计算机	ERP软件、存储设备、打印机、电脑整机、电子测试和测量仪器、服务器与工作站	0.23	11.81	44.88
宝信软件	600845.SH	国资委	计算机	ERP软件、OA软件、行业专用软件	1.21	56.96	60.48
科大讯飞	002230.SZ	中央国有企业	计算机	CTI语音软件、电信增值服务、行业专用软件	0.56	28.20	42.13
博通股份	600455.SH	地方政府	计算机	CRM软件、EMRP软件、ERP软件、MRP-II软件、PDM软件、SCM软件、工业建筑			
湘邮科技	600476.SH	中央国家机关	计算机	CRM软件、CTI语音软件、打印机、行业专用软件、网管软件、卫星制造及应用、			34.23
诚志股份	000990.SZ	地方国资委	基础化工	CAPP软件、PDM软件、半导体材料、基因制品、洗漱用品、血液制品、植物类中		20.96	5.89

数据来源：Wind、开源证券研究所，单位：%

### 3.2、政策维度：专业化整合有效提升国企竞争力

正如上文论述，新一轮国企改革的主线将围绕专业化整合、深化混合所有制改革、推动国企市场化运营等方面。专业化整合是国企改革三年行动的重要措施，能有效解决央企之间的同质化竞争、重复建设等问题。企业内部的整合能够集中资源配置，提高核心竞争力；传统产业间的聚力整合有利于央企更好保障我国重要领域安全；央企对新兴产业的并购重组将强化创新研发力量、合力打造原创技术“策源地”。我们梳理 2022 年以来国资委组织的央企专业化整合项目，其中涉及的上市公司或受益于重组等资源整合，从而提升自身竞争力。

图15：2022年部分央企专业化整合项目

项目	涉及央企控股上市公司
中国稀土集团与广晟控股集团在稀土产业、科研、人才等多个领域开展合作	中国稀土，中金岭南，广晟有色，风华高科，国星光电，佛山照明，东江环保等
航空工业集团与沈阳航空产业集团智能制造合作项目	中航股份，洪都航空，中航电子，成发科技，中航黑豹，中航动控，中航飞机，中航重机，航空动力，中航机电，贵航股份，成飞集成，中航光电等
中国宝武与中粮集团推动的专业化整合及产业链协同	宝武钢铁、宝信软件、八一钢铁、韶钢松山、宝钢包装，中粮生化、中粮地产、中粮糖业、酒鬼酒、中国粮油、中国食品、中粮包装、蒙牛乳业、大悦城地产、中粮肉食、福田实业等
中国电气装备与国家电网、兵器装备集团在业务、科技等领域开展多种方式合作协同	长安汽车、保变电气、江铃汽车、中国嘉陵、建摩B、湖南天涯、东安动力、利达光电、西仪股份、中原特钢、平高电气、国电南自、许继电气、国电南瑞、置信电气、涪陵电力等
航天科技、中国电信将非主业、非优势企业参股股权交由国启资产管理公司进行处置优化	中国卫星、航天机电、航天动力、航天电子、四维图新、乐凯胶片、航天工程、康拓红外，号百控股、中国电信等
中国电子与中国国新拟设立平台公司	上海贝岭、深桑达A、深科技、中国长城、中国软件、华东科技、南京熊猫、振华科技、彩虹股份、中电控股、冠捷科技等
南方电网与云南农垦集团电力供应资源整合项目	文山电力
中国中化与海南地方国企开展专业化战略资源合作	中华国际、扬农化工、英特集团、江山股份
国家开发投资集团与航天科技集团	国投电力、国投中鲁、国投安信、中成股份
国家开发投资集团与中国电信集团	
国投设立国启资产管理公司	
中国电子和中国物流数字科技平台合作项目	
中国航材和海南省通航业务合作项目	
航天科工和东方电气集团能源装备企业划转项目	航天信息、航天通信、航天晨光、航天长峰、贵航股份、航天发展、航天科技
招商局集团和厦门象屿供应链服务合作项目	招商银行、招商轮船、中集集团、山东高速、五洲高速、深赤湾A、宁沪高速、楚天高速、招商蛇口、招商证券、华北高速、吉林高速、中原高速、深赤湾B、南山控股、福建高速、龙江交通、宁波港
中煤集团与国家电投煤电项目专业化整合	上海能源、中煤能源、新集能源
中国中检与通用技术集团所属检验检测企业实施专业化整合	

资料来源：国资委、人民网、开源证券研究所

### 3.3、企业维度：从财务指标识别高分红与盈利成长性国企

股息率反映了企业的分红意愿，高股息率也是上市公司拥有较强经营水平的体现，央国企由于业绩稳定、营收规模高，普遍会更多地给予投资者股利分红。2021年上市公司样本中，央企股息率中位数为0.96%，地方国企股息率中位数为1.32%，民营企业股息率中位数为0.82%。股利分红率方面，央企、国企中位数分别为32%、33.1%，民营企业为31.6%。此外，净利润年复合增长率CAGR能够衡量企业盈利能力的提升程度。如下企业为2019-2021三个年度连续发放股利分红、且股息率连续增长的国有企业，同时，净利润三年复合增长率CAGR在国有企业中领先：

**图16：高盈利成长性且持续分红央国企**

公司名称	股票代码	实际控制人	行业	市盈率	销售净利率	股息率	分红率	净利润CAGR
达安基因	002030.SZ	地方政府	医药生物	4.07	54.04	5.65	31.56	229.02
连云港	601008.SH	地方国资委	交通运输	35.96	9.63	0.78	27.33	214.20
国睿科技	600562.SH	国资委	国防军工	32.73	19.92	0.72	31.85	140.51
陕西建工	600248.SH	地方国资委	建筑装饰	5.23	2.72	2.31	12.25	131.19
新乡化纤	000949.SZ	地方政府	基础化工	-23.78	0.24	1.81	19.48	129.45
普天科技	002544.SZ	中央国有企业	通信	93.38	2.84	0.45	32.05	117.39
厦门港务	000905.SZ	地方国资委	交通运输	23.82	1.49	0.73	23.12	111.82
杭齿前进	601177.SH	地方政府	机械设备	23.36	8.83	0.26	19.77	111.40
新集能源	601918.SH	国资委	煤炭	4.66	22.23	1.46	33.07	110.40
中金黄金	600489.SH	国资委	有色金属	19.03	5.79	2.72	33.65	106.56
西部黄金	601069.SH	地方国资委	有色金属	73.61	-4.44	0.29	32.55	96.27
京东方A	000725.SZ	地方国资委	电子	12.28	3.51	4.24	34.63	95.91
民丰特纸	600235.SH	地方国资委	轻工制造	105.38	2.67	0.33	60.83	79.85
国机精工	002046.SZ	中央国有企业	机械设备	42.69	6.94	0.66	41.17	77.17
动力新科	600841.SH	地方国资委	汽车	-29.30	-4.02	1.12	34.00	73.16
中晟高科	002778.SZ	地方政府	环保	320.37	-0.70	0.87	18.76	67.64
海油工程	600583.SH	国资委	石油石化	39.39	4.06	1.76	26.71	66.74
铜陵有色	000630.SZ	地方国资委	有色金属	13.70	2.54	2.82	30.59	63.93
中远海发	601866.SH	国资委	交通运输	6.07	20.39	6.89	66.75	63.79
宝信软件	600845.SH	国资委	计算机	41.66	20.43	1.61	56.96	60.48
酒鬼酒	000799.SZ	国资委	食品饮料	39.02	28.30	0.57	39.95	58.90
中煤能源	601898.SH	国资委	煤炭	5.76	15.64	4.47	31.05	58.23
辽港股份	601880.SH	中央国有企业	交通运输	24.17	14.02	1.55	44.51	54.13
富春环保	002479.SZ	地方国资委	公用事业	23.23	6.09	3.45	47.08	51.88
龙溪股份	600592.SH	地方国资委	机械设备	30.57	-1.29	1.32	40.69	50.34
华仁药业	300110.SZ	地方政府	医药生物	44.92	10.53	0.40	29.45	49.80
首创环保	600008.SH	地方国资委	环保	5.85	12.29	2.96	57.81	47.05
冀中能源	000937.SZ	地方国资委	煤炭	4.45	14.79	17.21	47.22	46.46
招商轮船	601872.SH	国资委	交通运输	8.84	21.12	2.70	32.99	45.69
豫光金铅	600531.SH	地方国资委	有色金属	16.14	1.83	2.00	37.71	44.86
粤桂股份	000833.SZ	地方国资委	综合	15.53	15.48	2.13	35.50	43.19
华特达因	000915.SZ	地方国资委	医药生物	20.54	46.57	2.98	24.13	43.13
雪天盐业	600929.SH	地方国资委	基础化工	13.30	15.29	2.89	48.10	41.31
辽宁成大	600739.SH	地方国资委	医药生物	14.04	16.29	1.16	7.93	41.24
广哈通信	300711.SZ	地方国资委	通信	44.12	0.73	0.82	31.48	40.92
西部建设	002302.SZ	国资委	建筑材料	11.12	3.87	1.15	18.17	40.68
中科曙光	603019.SH	中央国家机关	计算机	25.15	10.10	0.59	21.91	39.05
珠海港	000507.SZ	地方国资委	交通运输	14.77	10.02	1.88	20.56	38.24

数据来源：Wind、开源证券研究所，单位：倍，%

总结来看，国有经济是中国宏观大盘的重要组成力量，但因其固有的社会民生属性，以及多年来积攒的复杂组织架构、资产数量繁多等问题，杠杆率和盈利能力等指标表现不及民营企业，因此估值偏低。但也要看到，国家始终坚持进行国企改革，二十大更是规划了未来的新目标、新思路，并提出“中国特色估值体系”。多年改革效果已逐步显现，国企正在完善中国特色现代企业制度、努力“瘦身”提效、加强科研投入，在后续的政策举措推动下，国企本身会持续聚焦主业、更注重产业间的战略合作、提升市场化经营效率。在重要战略产业方面有多重财政、金融等政策利好的基础上，部分央国企在行业、政策、企业维度分别具备竞争优势。我们认为，国企发展前景乐观，短期内国企的改革成效难以体现在财务层面，但中国特色估值体系为特定央国企的优势赋予溢价，会带来国企估值重构。

#### 4、风险提示

国内疫情反复超预期；经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn