



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

什么是中国特色估值体系？

银行

2023年02月23日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

银行

投资评级

上次评级

王舫朝 非银金融行业首席分析师
执业编号: S1500519120002
联系电话: 010-83326877
邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

廖紫苑 银行业分析师
执业编号: S1500522110005
联系电话: 16621184984
邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

什么是中国特色估值体系?

2023年02月23日

本期内容提要:

- **中国特色估值体系的核心是引导市场资源服务国家战略。**2022年11月21日,中国证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系”。这是继二十大报告定调“中国式现代化”总目标、易会满主席提出建设“中国特色资本市场”后的进一步细化,政策层层递进、中国特色贯穿始终,为我国资本市场未来的发展指明了方向。在近日召开的2023年证监会系统工作会议上,易主席再次提及中国特色估值体系,其重要性进一步凸显。我们认为海外成熟估值体系以股东价值为核心,更看重企业在当前所体现出的盈利能力和成长性,而建立“中国特色估值体系”的本质是对海外成熟估值体系进行本土化,引导资本市场在资源配置的过程中兼顾股东、员工和社会价值,将盈利和现金流以外的国家战略、政策导向、社会责任等外部因素纳入综合考量,从而为落实国家战略、实现“中国式现代化”添砖加瓦。
- **A股估值整体偏低且结构分化,国企估值具有较大重塑空间。**
 - 1) 内资主导定价:**目前内资持股占比超过95%,是A股的主要参与者。其中,个人投资者数量超过2亿,数量占比在99%以上,交易占比60%左右,是市场活力的重要来源和市场功能正常发挥的重要支撑。
 - 2) 整体估值偏低:**横向对比,沪深300指数的PE和PB均在9个主要国家和地区指数的估值中位居第7;纵向对比,沪深300指数的PE和PB分别处于近10年约36%和18%的分位数水平,其他主要指数估值也都位居历史低位。
 - 3) 估值结构分化:**①分行业来看,A股在消费、公用、信息等领域的估值优势较为突出,而且相较于美股,比较优势较为明显;但偏向于资源密集型、低附加值的通信、金融、能源等基础行业估值相对落后,相较于美股估值处于相对劣势。②分趋势来看,成长板块的估值往往更高。PE估值接近稳定风格指数的3倍、金融风格指数的7倍,此外,科创50、创业板指估值领先。③分企业性质来看,国企估值长期低于整体市场水平,其中央企低估值特征尤为突出。相较于民企,上市国企在交通运输、计算机、通信、传媒、汽车等领域的估值劣势较为明显,具有较大估值重塑空间,未来有望发力。
- **国企价值重估有望成为大势所趋和建设中国特色估值体系的重要落脚点。**因为①国企是我国国民经济的重要支柱,承担了大量国家战略和社会责任,未来将着力于打造原创技术策源地和担任现代产业链链长,实现高质量发展;②上市国企的盈利能力比民企更加稳健,ROE、分红率、股息率长期领先,具备较高的长期投资价值;③国企估值偏低甚至破净,不利于资本运作、优化产业布局和缓解财政压力,所以政府部门在推进国企改革的同时,早已将央企估值重塑提上日程。2022年5月,国资委推出《提高央企控股上市公司质量工作方案》,指出了央企价值实现与价值创造不匹配等问题。2022年12月,上交所制定了新一轮《推动提

高沪深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》，提出推动央企估值回归、专业化整合、完善中国特色现代企业制度三项举措。《计划》将推动央企估值回归放在首位，意味着随着国企改革三年行动收官，新一轮央企改革的政策重心或将向估值重塑倾斜。我们认为，监管部门在当前时点提出“探索建立中国特色估值体系”，或蕴含着助力国企价值重估的深意。

➤ **中国特色估值体系的建立需要监管部门和市场主体的共同努力。**估值体系是综合了政治、经济、文化等多方面影响的价值取向，由投资者自主选择、“用脚投票”。我们认为引导投资者达成共识、构建中国特色估值体系的核心要点是：

1) 价值创造——练好内功，包括加强公司治理，提升经营管理水平；优化股权结构，引入战略投资者；健全激励约束机制，加强人才队伍建设；通过重组整合、增减持等方式优化资源配置；深度布局国家重点战略方向等。

2) 价值实现——加强沟通，包括加强信息披露，提高上市公司透明度；科学运用市值管理方法，引导投资者发现与认同公司价值；提高分红比例和稳定市场预期等。

3) 价值投资——风格优化，包括引导中长期增量资金入市，提高机构投资者比例；给予长线资金更多政策红利；加强投资者教育，构建价值投资文化；探索建立ESG体系等。

➤ **建议关注国企估值重塑背景下的几条投资主线：**

1) 国企改革。建议关注有重组整合预期、提质增效有显著进展的国企。

2) 行业布局。建议关注发展方向契合国家战略（比如深度布局国家安全、科技、绿色环保等相关领域）、ESG评级较高且有增量发展空间的重点国企。

3) 市值管理。建议关注具有稳健高分红、低估值、高股息特征的上市央企，以及大幅强化投资者关系管理、调研次数显著增加、有高管增持或股份回购等市值管理动作的上市国企。

➤ **估值重塑叠加基本面好，银行有望受益。**A股上市银行盈利能力稳健，随着疫后复苏和房地产业风险处置推进，坏账担忧有望逐步下行。当前银行板块估值处于洼地，与其坚韧的基本面形成较大反差，具有估值修复空间。由于银行经营稳健且股息率较高，备受机构投资者的青睐，未来随着养老金等长线资金入市，银行板块有望迎来更多增量资金。我们认为，“中国特色估值体系”的建设有望促进投资者对上市银行的价值发现，有助于提振其估值水平。

➤ **风险因素：**宏观经济发展不及预期，政策出台和落地进展缓慢，风险集中暴露。

一、探索中国特色估值体系，优化市场资源配置功能	6
二、成熟市场的估值体系探究	7
三、我国资本市场的估值特征	9
3.1、A股市场由内资主导定价	9
3.2、A股估值整体偏低	9
3.3、A股估值结构分化	10
四、国企估值重塑是中国特色估值体系的要点	15
4.1、国企重要性显著	15
4.2、国企有望成为原创技术策源地和现代产业链链长	16
4.3、国企盈利能力稳健，分红率领先	19
4.4、国企估值重塑早已被提上日程	21
4.5、国企估值重塑的战略意义显著	21
五、中国特色估值体系的实现路径	23
5.1、价值创造——打铁还需自身硬	23
5.2、价值实现——酒香也怕巷子深	24
5.3、价值投资——优化结构和风格	25
六、投资建议：重点关注国企估值重塑	27
七、风险因素	29

表目录

表 1：常用估值方法	7
表 2：政策持续发力，推动国企打造原创技术策源地	17
表 3：产业链现代化早已被列入国家战略	18
表 4：推动中央企业“链长”建设提质深化	19
表 5：ESG 理念高度契合我国的国家发展战略	26

图目录

图 1：政策指引层层递进，“中国特色”一以贯之	6
图 2：DCF 估值法公式示意图	8
图 3：美股的分红率高于 A 股	8
图 4：美股的股息率远高于 A 股	8
图 5：A 股市场由内资主导定价	9
图 6：主要国家和地区股指 PE (TTM)	9
图 7：主要国家和地区股指 PB (LF)	9
图 8：A 股估值长期处于历史低位	10
图 9：A 股市场的资本逐步向消费和高科技创新领域倾斜（市值维度）	10
图 10：相较于美股，A 股市场上消费和科技类指数的 PE (TTM) 估值优势更为显著	11
图 11：A 股市场上各行业 PE (TTM) 对比	11
图 12：风格指数 PE (TTM) 对比	12
图 13：主要股指 PE (TTM) 对比	12
图 14：上市国企和民企 PE (TTM) 对比	12
图 15：上市国企和民企 PB (LF) 对比	12
图 16：上市国企和民企 PE (TTM) 历史变化	12
图 17：上市国企和民企 PB (LF) 历史变化	13
图 18：各行业 PE (TTM) 估值：上市国企 VS. 上市民企	13
图 19：各行业 PE (TTM) 估值比较优势：上市国企 PE (TTM) - 上市民企 PE (TTM)	14
图 20：各行业 PE (TTM) 估值比较优势：上市央企 PE (TTM) - 上市民企 PE (TTM)	14
图 21：各行业 PE (TTM) 估值比较优势：上市地方国企 PE (TTM) - 上市民企 PE (TTM)	14

图 22: A股市场各类型企业数量	15
图 23: A股市场各类型企业市值	15
图 24: A股各类型企业营业收入	15
图 25: A股各类型企业利润	15
图 26: 数量: 在重要能源、金融资源、国家安全、尖端科技等领域, 国企的数量占比较高	16
图 27: 市值: 在重要能源、金融资源、国家安全、尖端科技等领域, 国企的市值占比较高	16
图 28: 国企营收同比增速相对平稳.....	20
图 29: 国企业绩增速表现更优.....	20
图 30: 国企盈利能力改善, ROA 趋势向上, 但不及民企	20
图 31: 国企盈利能力长期领先, ROE 呈现改善趋势.....	20
图 32: 国企上市以来分红率高于民企	20
图 33: 国企 2019-2021 三年累计分红占比高于民企.....	20
图 34: 国企股息率高于民企&十年期国债收益率	21
图 35: 国企股息率分位数水平高于民企.....	21
图 36: 财政收支矛盾突出	22
图 37: 地方本级政府性基金收入主要依赖土地使用权	22
图 38: 2022 年以来土地收入大幅下降	22
图 39: 股权激励利好市场表现.....	23
图 40: 近年国有上市公司的基金调研次数均值偏低.....	24
图 41: 长期来看, 股份回购利好市场表现	25
图 42: 持续稳定分红的上市公司更受资本市场青睐.....	25
图 43: 港股市场也更青睐高分红企业	25
图 44: 上市央企分红金额显著提升	27
图 45: 上市央企的基金调研次数均值明显提升	27
图 46: 上市银行盈利能力稳健, ROE 长期高于市场整体	28
图 47: 纵向对比, 上市银行估值处于历史低位	28
图 48: 横向对比, A股银行估值偏低	28
图 49: A股上市银行破净率偏高	28
图 50: 银行股息率较高	28
图 51: 2022 年中报保险公司重仓流通股	28

一、探索中国特色估值体系，优化市场资源配置功能

两次提及中国特色估值体系。2022年11月，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上对中国资本市场建设和发展作了重要讲话，首次提出“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”，并且特别指出“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要练好内功，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，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”。自此，对中国特色估值体系的探索成为资本市场的重要议题。在近日召开的2023年证监会系统工作会议上，易主席再次明确“要推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能”，重要性进一步凸显。

政策指引层层递进，“中国特色”一以贯之。二十大报告定调要以“中国式现代化”全面推进中华民族伟大复兴，首要任务是实现高质量发展，并坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。因此，对资本市场从业者而言，学习贯彻党的二十大精神，需要努力建设“中国特色现代资本市场”，通过资本市场在资源配置、风险缓释、政策传导、预期管理等方面独特而重要的功能，服务实体经济高质量发展。易会满主席曾在《求是》杂志上发文，对“中国特色现代资本市场”进行详细诠释。在此基础上，易会满主席进一步提出探索建立“具有中国特色的估值体系”，既再次表明了建设中国特色资本市场的政策方向，又对发展方向做出了权威的细化指引。

图 1：政策指引层层递进，“中国特色”一以贯之



资料来源：证监会、中国政府网、信达证券研发中心

中国特色估值体系的核心要义或在于促进以央国企为首的上市公司价值重估，从而引导金融资源服务国家战略。资本市场的核心功能是资源配置，而估值可以理解为投资者对企业的未来定价，是影响资源配置的重要导向标准，其重要性不言而喻。当前，我国资本市场估值基本是沿用海外成熟市场的估值理论，但由于国内外市场在体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力、发展阶段等方面存在差异，直接套用并不契合，央国企等符合国家发展导向、产生较大社会效益的优势资产难以得到合理定价，普遍被低估。在这种情况下，建立中国特色估值体系是对中国特色优势资产重估、把握国家长期发展红利的重要选择，有助于完善资本市场的价值发现功能，契合经济高质量发展方向。我们认为，在中国式现代化进程中，引导资本市场把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节是大势所趋。因此，我们认为，相较于传统估值体系，中国特色估值体系在定价过程中，或将加入盈利以外的国家战略、政策导向、社会责任等因素，引导投资者关注长期可持续发展。

二、成熟市场的估值体系探究

中国特色估值体系是对海外成熟估值体系的本土化。可以明确的是，探索构建中国特色估值体系并非要完全推翻海外成熟市场的估值方法，而应该是在沿用“资本市场一般规律”的基础上，将“中国特色”的影响因素纳入考量，从而提高估值体系与我国资本市场的适配程度，使估值更为准确合理地反应上市公司的价值，更好地发挥资本市场“晴雨表”功能和资源配置功能。因此，在构建中国特色估值体系之前，应“深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑”。

常用的估值方法通常可分为相对估值法和绝对估值法。相对估值法通过各种估值乘数将标的公司与可比公司对比，从而确定标的公司的价值被相对高估或低估，其重点在于估值乘数和可比公司的选择。绝对估值法则主要是通过对反应公司未来经营状况的财务数据进行预测，从而获得上市公司股票的内在价值。相较于相对估值法，绝对估值法用模型直接计算公司的内在价值，一定程度上可以排除个人好恶和财务会计政策等方面的影响，但在参数选择方面更加困难，对未来的预估更考验使用者本人的能力。

相对估值法主要采用乘数方法，包括市盈率(PE)、市盈增长率(PEG)、市净率(PB)、市销率(PS)、企业价值比率估值法(EV/EBITDA)等。PE为每股价和每股收益的比例，适用于盈利稳定成熟的企业，而不适合净利润难以预测的初创、亏损或周期性行业的企业。PEG为市盈率与净利润增长率的比值，用于弥补市盈率对成长型公司估值的不足。PB为每股市价与每股净资产的比例，适用于资产价值容易衡量并且能长期保值的企业。PS为每股股价与每股销售额的比例，可以用于衡量亏损企业的价值。企业价值比率是公司价值与息税折旧摊销前利润的比例，相较于市盈率，有效地避免了不同公司税率、资本结构、折旧摊销方法的不同对估值产生的影响，使不同的公司更具可比性，因此适合资本支出较大和需要进行长期摊销的行业。

绝对估值法主要采用折现方法，其中现金流折现法(DCF)和净资产价值法(NAV)被广泛使用。在DCF估值法下，企业价值等于其未来现金流的现值之和，主要受到现金界定与计量、现金流增长方式、资金成本等方面的影响，更适合现金流预测准确度较高的行业。对于A股市场而言，由于企业分红并不固定，所以一般不采用股利贴现，而采用企业自由现金流(即企业经营活动产生的现金流量扣除资本性支出的差额)来进行贴现计算，贴现率采用加权平均资本成本(WACC)。NAV是目前地产行业的主流估值方法，估值逻辑是对房地产公司旗下各个项目进行现金流折现，计算出公司拥有份额，然后减去(加上)净负债(净现金)，得到公司的净资产值。该方法规避了房地产公司项目开发时间较长导致业绩波动较大的影响，并将对盈利情况影响较大的土地储备价值和在建项目价值纳入考量，能更为准确地体现房地产企业的价值。

表1：常用估值方法

类型	估值方法	公式	适用范围	优缺点
相对估值法	市盈率(PE)	每股价格/每股收益	适用于盈利稳定成熟的企业，需找到可比公司，且每股收益不能为负	能有效反应企业的盈利情况，可比公司之间容易比较，但分母必须为正
	市盈增长率(PEG)	市盈率/净利润增长率	适用于成长型企业，不适用于预期将出现负增长的企业	弥补了PE对成长型公司估值的不足
	市净率(PB)	每股市价/每股净资产	适用于重资产、强周期企业	净资产通常为正且稳定，但不同规模公司难以比较，受会计方法影响较大
	市销率(PS)	每股股价/每股销售额	适用于销售型企业以及亏损企业	销售额通常不宜操控，且比PE稳定，但高销售额不代表高盈利
	企业价值比率(EV/EBITDA)	公司价值/息税折旧摊销前利润	适用于资本支出较大和需要进行长期摊销的企业	EBITDA基本为正，弥补了PE的不足，但比PE复杂，且没考虑税收因素
绝对估值法	现金流折现法(DCF)	预测未来现金流的现值加总	适用于现金流预测准确度较高的企业	理论上有效性高，但现金界定与计量、现金流增长方式、资金成本等有主观性
	净资产价值法(NAV)	对房地产的相关项目进行现金流折现后计算出净资产价值	适用于房地产企业	规避了业绩波动较大的影响，并将对盈利情况影响较大的土地储备价值和在建项目价值纳入考量，但没考虑到管理能力、经营模式等差异

资料来源：信达证券研发中心

图 2: DCF 估值法公式示意图

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C_t F_t}{(1+r)^t}$$

 $t \rightarrow \infty$ 零增长状态下: $V=CF/r$
 $t \rightarrow \infty$ 稳定增长状态: $V=CF_1/(r-g)$

其中: n=某项资产的寿命

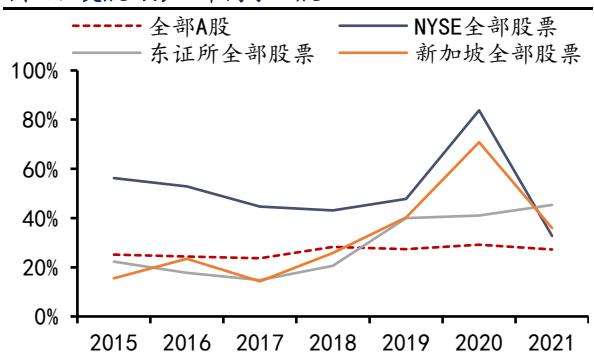
 CF_t=某项资产带来的第t期现金流

r=反映该估算现金流风险的贴现率(资本成本)

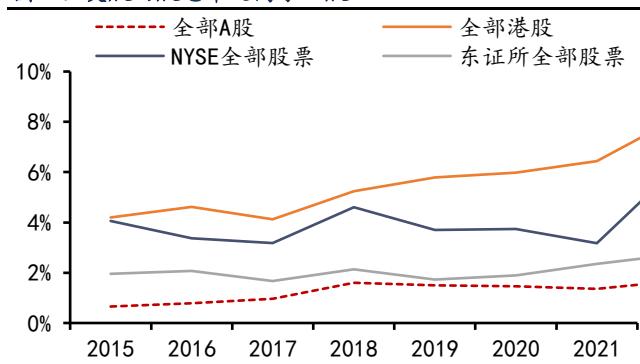
g=CF的稳定增长率

资料来源: 信达证券研发中心

从利益导向的角度出发，海外估值体系以股东价值为核心。以美国为例，从通用汽车公司于1952年设立第一个养老金开始，机构投资者（尤其是养老金投资者）逐渐成为美国许多大公司的控股股东，股东价值最大化成为了公司的主要利益诉求。在全球低利率环境下，美国公司通常采取高分红策略，美股的分红率和股息率均远高于A股水平，支撑了美股的高估值。但与此同时，高分红带来的资本开支下降，一定程度上会削弱其全球领先地位。

图 3: 美股的分红率高于 A 股


资料来源: 公司公告、Wind、信达证券研发中心

图 4: 美股的股息率远高于 A 股


资料来源: 公司公告、Wind、信达证券研发中心

除了着力于为股东提供丰厚回报外，为员工谋发展、为社会做贡献等因素也应被纳入企业价值的考量范围。一方面，站在长期可持续发展的角度来看，兼顾各方利益有助于取得稳健且长远的发展；另一方面，发展方向契合国家战略导向、为社会创造更多正外部性的企业有望获得国家更多政策支持和资源倾斜。我们认为中国特色估值体系应该兼顾股东价值、员工价值和社会价值，而且股东价值不能与社会公众价值背道而驰，应该要符合国家发展战略、社会发展趋势、人民发展需要。

从财务指标的角度出发，海外成熟估值体系更看重企业在当前所体现出的盈利能力和成长性。海外成熟估值体系主要聚焦于业绩、增速、现金流、贴现因子等财务指标，对未来经营状况的预测多基于历史表现和当前的基本面。中国特色估值体系不应局限于当前的财务指标，而应该充分考虑我国国情，将政策和政府对于资源的调配作用纳入其中，对于短期经营性现金流较差，但长期具有较大社会价值、国家急需发展的领域给予更高权重，因为从长期来看，具有社会价值的企业有望得到政府和社会的支持、享受更大发展空间，从而创造更大的商业价值。

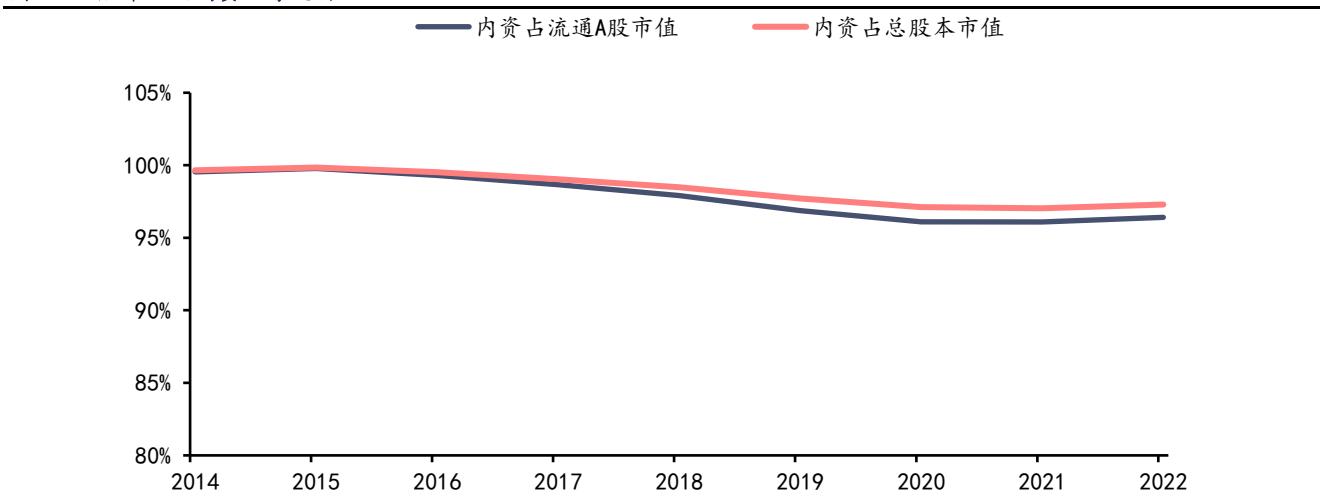
此外，分析过程不能简单搞“拿来主义”。一是横向来看，要考虑到我国经济体制、产业结构和发展阶段与海外各国有所不同，不能简单类比，而应该参考其相似发展阶段下的经营状况；二是纵向来看，不能忽视时代变化和发展进程而直接将企业历史情况线性外推，应充分考虑不同政策、经济、文化环境下的发展状况。例如，随着社会公平逐渐受到重视，反垄断、信息安全保护等因素对企业价值的影响日益提升等。

三、我国资本市场的估值特征

3.1、A股市场由内资主导定价

A股市场由内资主导定价，A股投资者结构散户化。易会满主席在2022年金融街论坛年会上提到“A股市场境内投资者持股占比超过95%”。具体来看，截至2022年12月30日，外资持股合计1172.72亿股、持股市值2.38万亿元，仅占流通A股市值的3.59%、占总股本市值的2.72%。由此可见，国内资金在市场定价中占据主导地位，外资对A股市场的定价权有限。从投资者结构来看，A股以个人投资者为主导。目前我国投资者数量合计约2.12亿人，其中，个人投资者数量超过2亿，数量占比在99%以上，交易占比60%左右，是市场活力的重要来源和市场功能正常发挥的重要支撑。

图 5：A股市场由内资主导定价

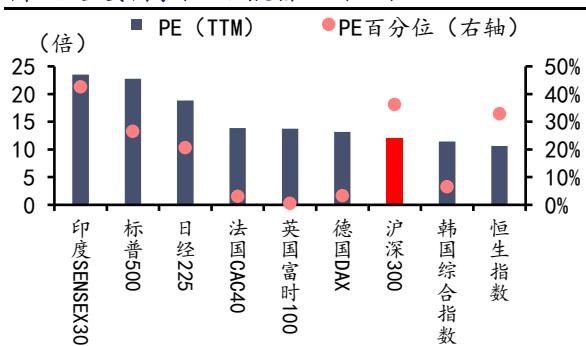


资料来源：WIND、信达证券研发中心

3.2、A股估值整体偏低

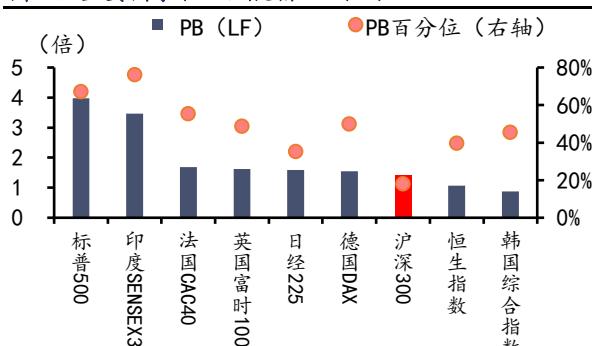
横向对比，A股估值在全球主要国家和地区中处于较低水平。从市盈率来看，在全球主要国家和地区的股指中，截至2023年2月3日，印度SENSEX30、标普500、日经225、法国CAC40、英国富时100、德国DAX、韩国综合指数、恒生指数的PE(TTM)分别为23.49倍、22.75倍、18.82倍、13.87倍、13.76倍、13.17倍、11.44倍、10.63倍。沪深300指数的PE(TTM)为12.00倍，在9个主要国家和地区股指中排名第7，处于较低估值水平。从市净率来看，沪深300指数的PB(LF)为1.41倍，远低于标普500指数3.98倍和印度SENSEX30指数3.47倍的水平，在9个主要国家和地区股指中排名第7。

图 6：主要国家和地区股指 PE (TTM)



资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至2023年2月3日，近10年百分位

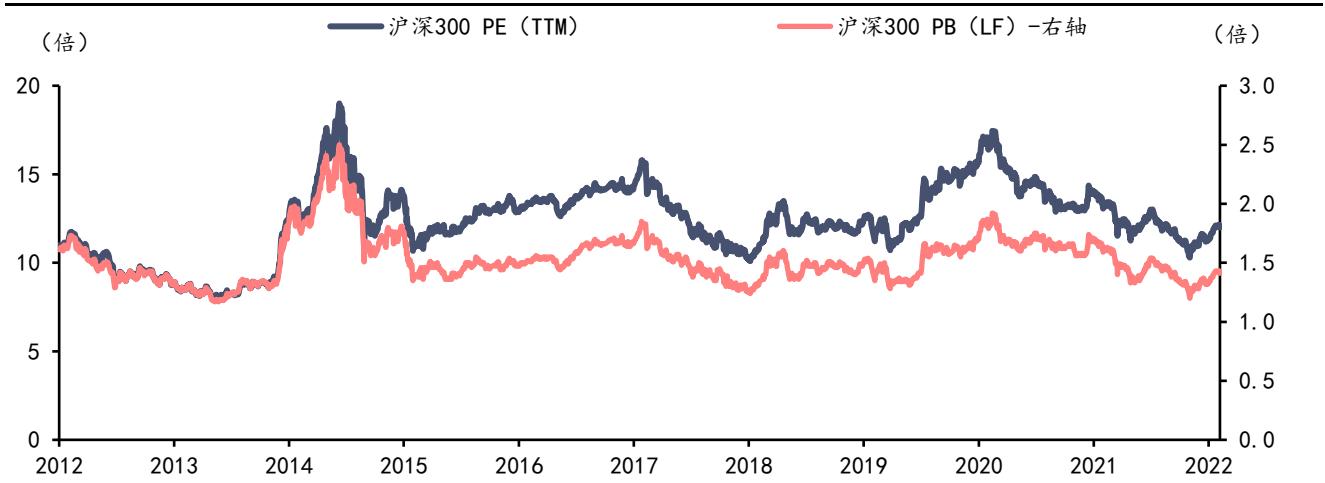
图 7：主要国家和地区股指 PB (LF)



资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至2023年2月3日，近10年百分位

纵向对比，A股估值处于历史低位。截至2023年2月3日，沪深300指数PE(TTM)为12.00倍，处于近10年约36.31%的分位数水平；沪深300指数PB(LF)为1.41倍，处于近10年约18.05%的分位数水平。此外，上证50、中证800、创业板指PE(TTM)估值也分别仅处于近10年以来约33.95%、30.69%、14.11%的分位数水平。

图 8：A股估值长期处于历史低位



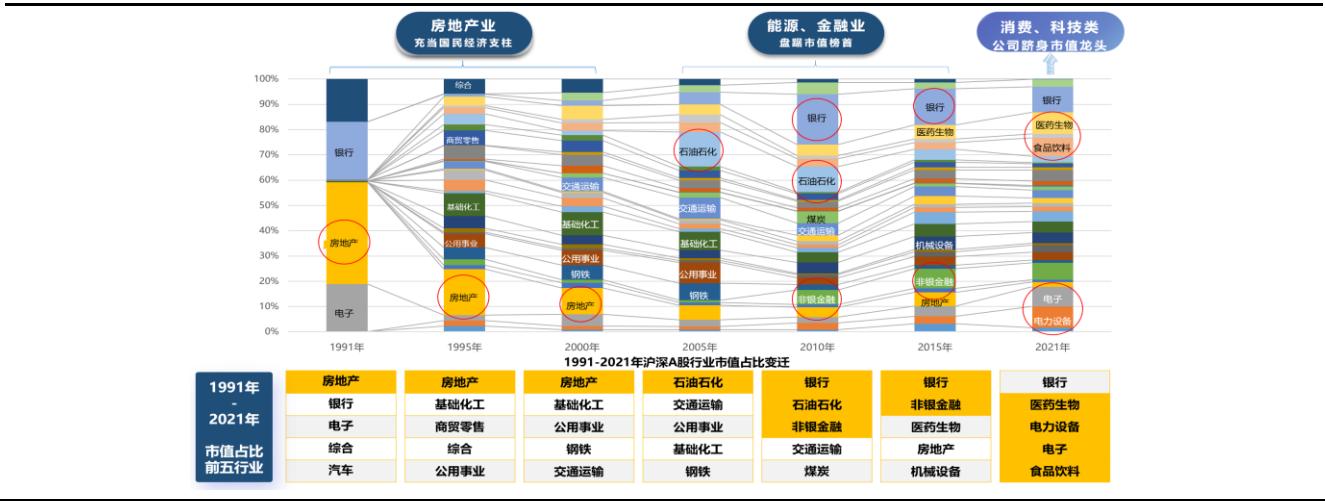
资料来源：WIND、信达证券研发中心

3.3、A股估值结构分化

3.3.1、行业：资本逐步向消费和高科技创新领域倾斜

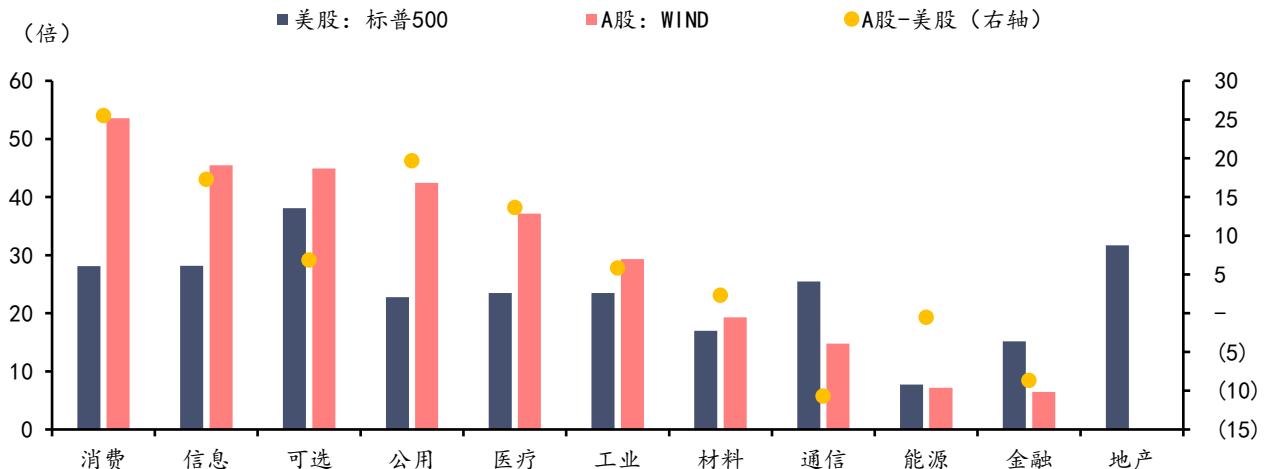
消费和科技类企业市值和估值优势显著。近三十多年以来，随着我国经济发展的重心逐渐由房地产业向消费和科技产业转变，资本市场也发生了相应变化——从市值占比来看，资本市场已由此前房地产、银行、电子、综合四分天下，转变为银行、医药、电力设备、电子和食品饮料领先，众多行业百花齐放的局面。从估值的角度出发，分行业对标美股市场，不难发现A股在消费、公用和信息领域的PE(TTM)估值优势更为显著，而偏向于基础行业的通信、金融、能源等行业估值相对落后。

图 9：A股市场的资本逐步向消费和高科技创新领域倾斜（市值维度）



资料来源：WIND、易董、信达证券研发中心

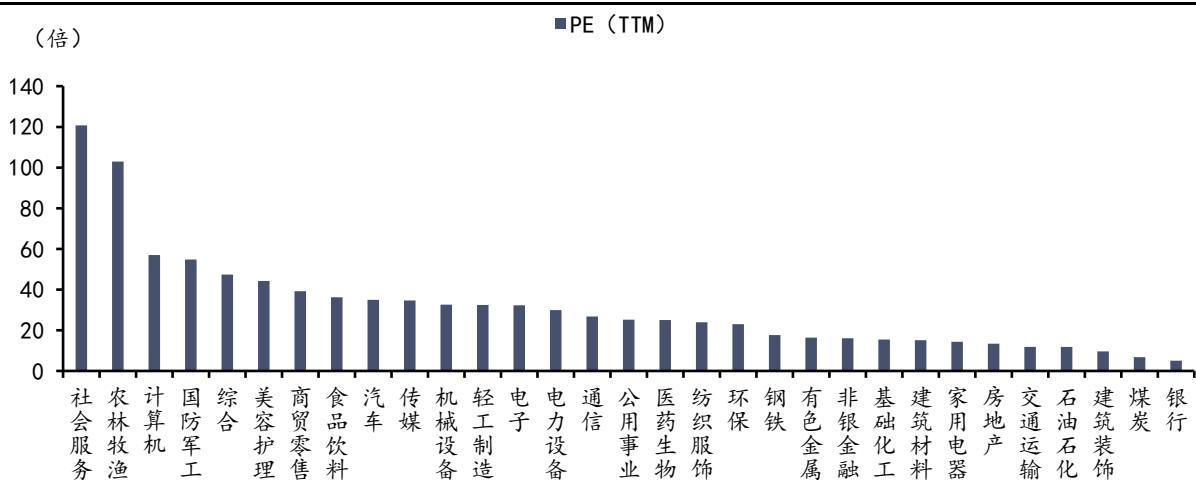
图 10：相较于美股，A股市场上消费和科技类指数的PE (TTM) 估值优势更为显著



资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：数据截至 2023 年 2 月 3 日，行业指数

传统行业市场估值往往较低。我们将 31 个行业指数按照 PE (TTM) 估值从高到低降序排列，可以发现，传统类行业往往难以有较高的估值。例如资源密集型特别是其中的重污染类行业，由于其已经不符合我国“双碳”政策发展要求，正面临转型，投资者通常不愿意为其支付溢价；而在我国整体产业结构转型升级的大背景下，低附加值轻工业的市盈率也普遍较低。

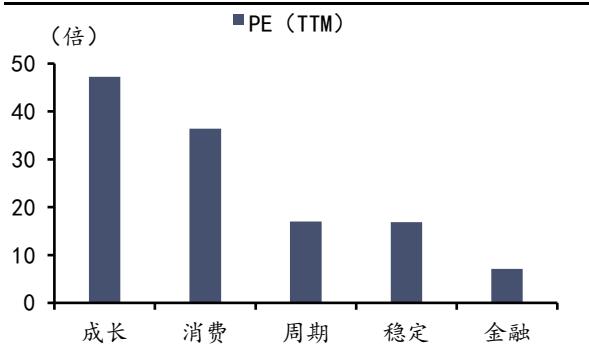
图 11：A股市场上各行业 PE (TTM) 对比



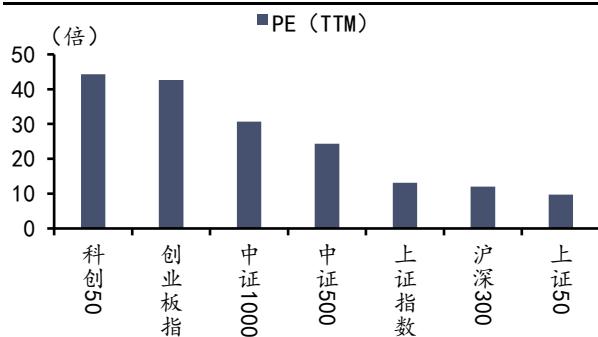
资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：申万一级行业，数据截至 2023 年 2 月 3 日

3.3.2、趋势：成长板块更受青睐

高盈利成长板块的估值往往更高。以风格指数为例，截至 2023 年 2 月 3 日，成长、消费、周期、稳定、金融风格指数的 PE (TTM) 分别为 47.24 倍、36.40 倍、16.97 倍、16.86 倍、7.10 倍，成长风格指数估值明显高于其他类型指数的估值水平，体现出在当前经济增长模式换轨、经济增长中枢整体下行阶段，投资者对高盈利成长性板块的偏好。此外，A 股主要指数的估值表现同样呈现出这一规律。即科创 50、创业板指（通常以具有高成长性的中小企业和高科技企业为主要成分）估值领先。

图 12：风格指数 PE (TTM) 对比


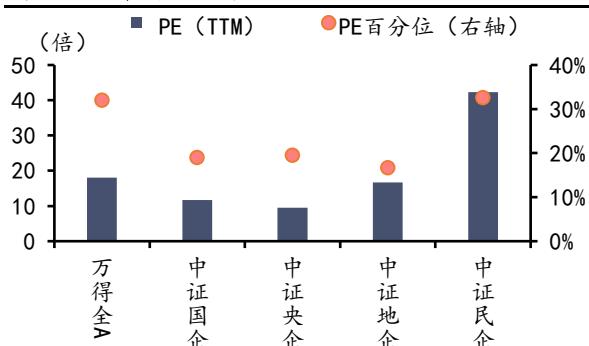
资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：中信风格指数，截至 2023 年 2 月 3 日

图 13：主要股指 PE (TTM) 对比


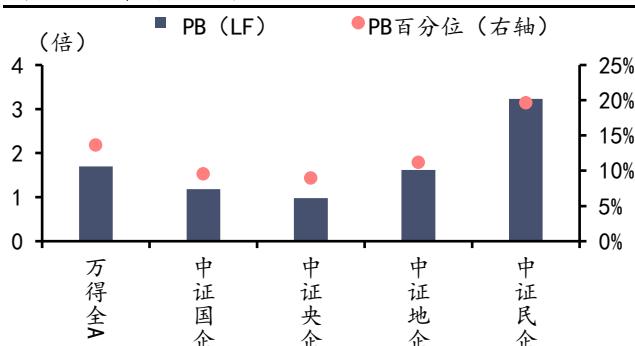
资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至 2023 年 2 月 3 日

3.3.3、企业性质：国企估值普遍偏低

整体来看，国企估值长期低于整体市场水平。国企可分为央企和地企（地方国有企业）。近十年以来，上市国企的 PE (TTM) 和 PB (LF) 估值均低于民企，其中央企低估值特征尤为突出。截至 2023 年 2 月 3 日，万得全 A、中证国企、中证央企、中证地企、中证民企的 PE (TTM) 分别为 18.00 倍、11.71 倍、9.52 倍、16.68 倍、42.26 倍，历史分位数水平分别为 32.00%、19.00%、19.51%、16.70%、32.63%；PB (LF) 估值分别为 1.70 倍、1.18 倍、0.98 倍、1.62 倍、3.23 倍，历史分位数水平分别为 13.64%、9.58%、8.97%、11.20%、19.63%。

图 14：上市国企和民企 PE (TTM) 对比


资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至 2023 年 2 月 3 日，近 10 年百分位，中证地企为中证地方国有企业综合指数

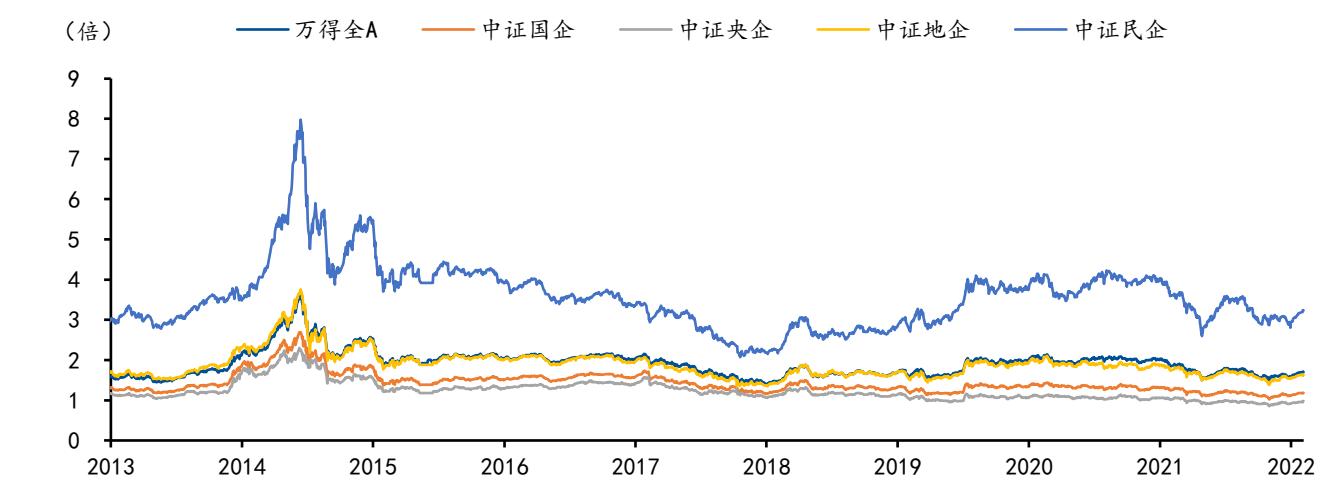
图 15：上市国企和民企 PB (LF) 对比


资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至 2023 年 2 月 3 日，近 10 年百分位，中证地企为中证地方国有企业综合指数

图 16：上市国企和民企 PE (TTM) 历史变化


资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：中证地企为中证地方国有企业综合指数

图 17：上市国企和民企 PB (LF) 历史变化

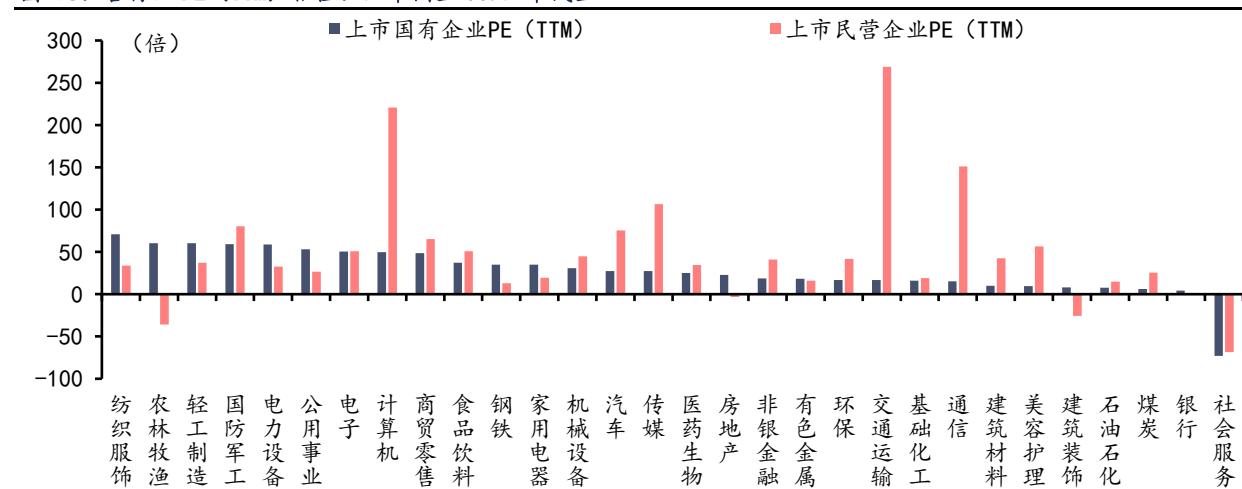


资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：中证地企为中证地方国有企业综合指数

分行业来看，我们采用市盈率 TTM（整体法）对申万一级行业的上市国企和民企估值进行分析，如图所示：

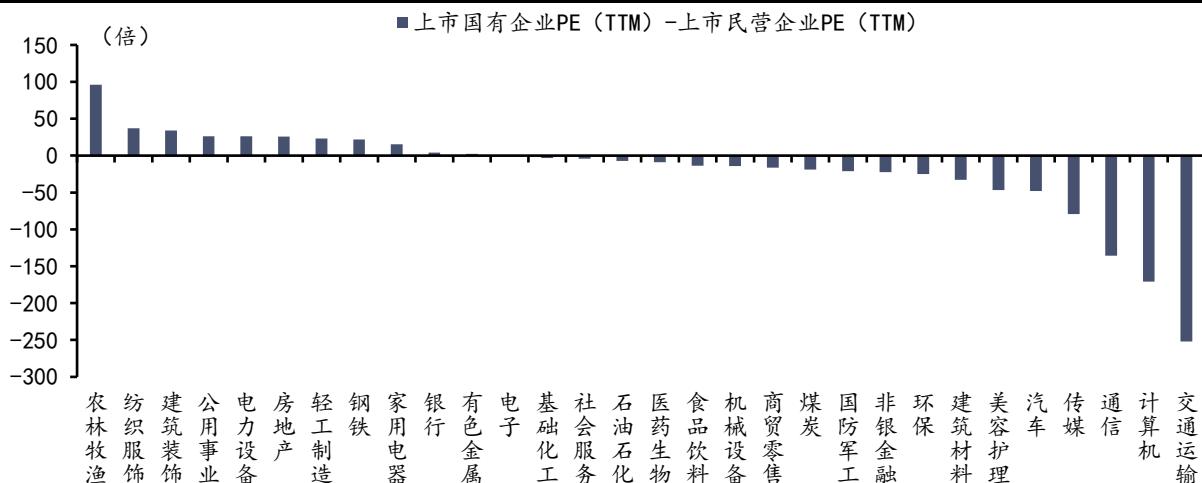
- 1) 上市国企估值靠前的 5 个行业（从高到低）：综合、纺织服饰、农林牧渔、轻工制造、国防军工。
- 2) 上市国企估值靠后的 5 个行业（从低到高）：社会服务、银行、煤炭、石油石化、建筑装饰。
- 3) 上市国企估值领先于上市民企估值的前 5 个行业（优势从大到小）：综合、农林牧渔、纺织服饰、建筑装饰、公用事业。
- 4) 上市国企估值落后于上市民企估值的前 5 个行业（劣势从大到小）：交通运输、计算机、通信、传媒、汽车。其中，上市央企估值劣势居前的 5 个行业分别是交通运输、计算机、通信、美容护理、社会服务；上市地方国企估值劣势居前的 5 个行业分别是电力设备、交通运输、计算机、传媒、汽车。我们认为，这些行业是上市国企估值重塑空间较大的领域，未来有望发力。

图 18：各行业 PE (TTM) 估值：上市国企 VS. 上市民企



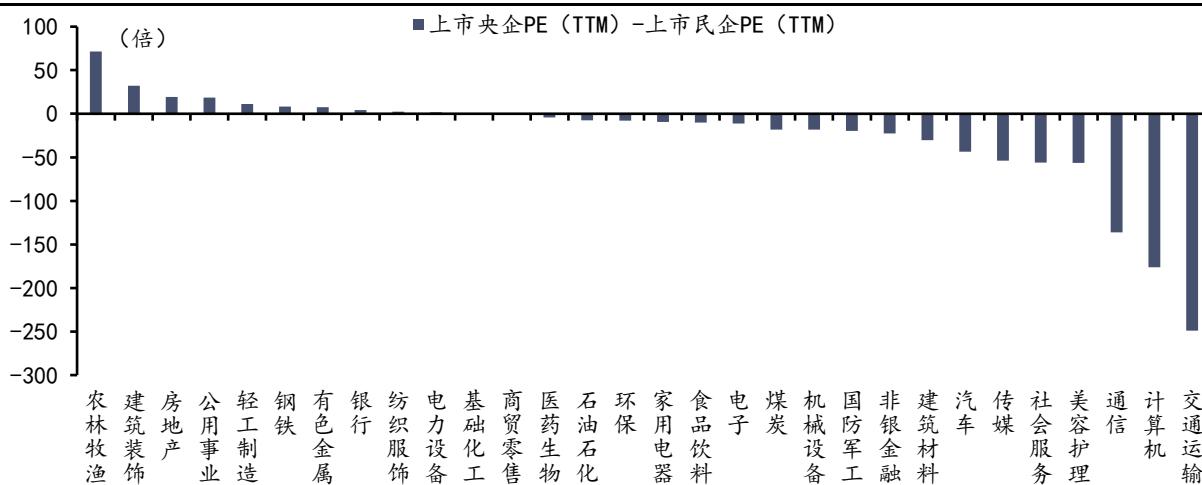
资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：申万一级行业，数据截至 2023 年 2 月 3 日，市盈率 TTM（整体法）= $\sum(\text{成份股. 总市值}) / \sum(\text{成份股. 归属母公司股东的净利润 TTM})$ ；上市国企“综合”因利润太低导致 PE (TTM) 高达 1076 倍，为便于显示图中予以剔除

图 19：各行业 PE (TTM) 估值比较优势：上市国企 PE (TTM) - 上市民企 PE (TTM)



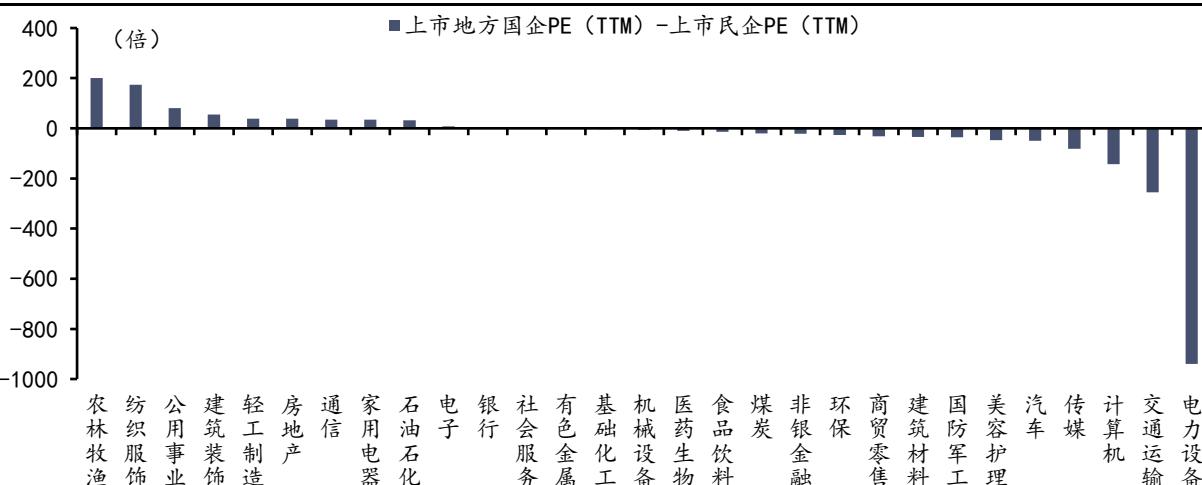
资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：申万一级行业，数据截至 2023 年 2 月 3 日，市盈率 TTM（整体法）= Σ （成份股·总市值）/ Σ （成份股·归属母公司股东的净利润 TTM）；上市国企“综合”因利润太低导致 PE (TTM) 高达 1076 倍，为便于显示图中予以剔除

图 20：各行业 PE (TTM) 估值比较优势：上市央企 PE (TTM) - 上市民企 PE (TTM)



资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：申万一级行业，数据截至 2023 年 2 月 3 日，市盈率 TTM（整体法）= Σ （成份股·总市值）/ Σ （成份股·归属母公司股东的净利润 TTM）；上市国企“综合”因利润太低导致 PE (TTM) 高达 1076 倍，为便于显示图中予以剔除

图 21：各行业 PE (TTM) 估值比较优势：上市地方国企 PE (TTM) - 上市民企 PE (TTM)



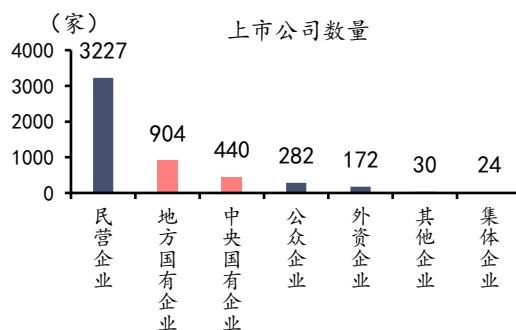
资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：申万一级行业，数据截至 2023 年 2 月 3 日，市盈率 TTM（整体法）= Σ （成份股·总市值）/ Σ （成份股·归属母公司股东的净利润 TTM）；上市地方国企“综合”“钢铁”因利润太低导致 PE (TTM) 高达上千倍，为便于显示图中予以剔除

四、国企估值重塑是中国特色估值体系的要点

4.1、国企重要性显著

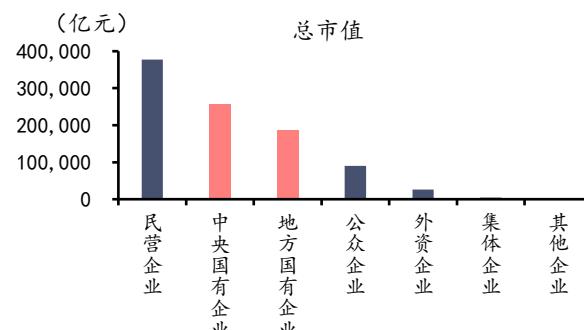
上市国企数量较少但市值庞大。截至 2023 年 2 月 3 日，A 股上市公司共 5079 家，其中国有企业、民营企业、公众企业、外资企业、集体企业和其他企业分别为 1344 家、3227 家、282 家、172 家、24 家和 30 家，占比 26.5%、63.5%、5.6%、3.4%、0.6%、0.5%；A 股上市公司总市值合计 94.38 万亿元，其中国有企业、民营企业、公众企业、外资企业、集体企业和其他企业分别占比 46.9%、39.9%、9.5%、2.8%、0.5% 和 0.3%，呈现出公有制为主体、多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构。

图 22：A 股市场各类型企业数量



资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至 2023 年 2 月 3 日，本报告所涉及的各类企业均指 A 股上市公司（下同）

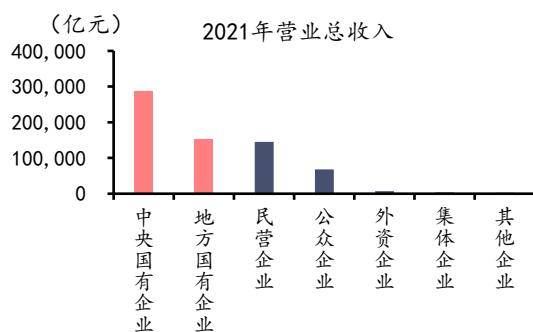
图 23：A 股市场各类型企业市值



资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至 2023 年 2 月 3 日

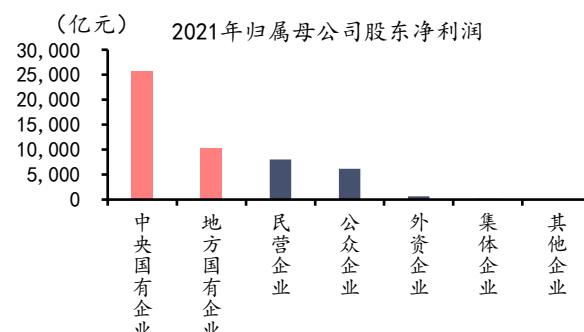
上市国企营收和利润规模大且占比高。以最近一个经审计的会计年度 2021 年为例，A 股上市公司营业总收入合计 66.66 万亿元，其中国有企业、民营企业、公众企业、外资企业、集体企业和其他企业分别占比 65.9%、21.8%、10.2%、1.1%、0.6% 和 0.4%；归母净利润合计 5.11 万亿元，其中国有企业、民营企业、公众企业、外资企业、集体企业和其他企业分别占比 70.6%、15.7%、12.1%、1.2%、0.3% 和 0.2%。此外，根据国资委披露数据，中央企业是稳定经济社会大局中的顶梁柱、压舱石，预计全年实现营业收入 39.4 万亿元、同比增长 8.3%，利润总额 2.55 万亿元、增长 5.5%，净利润 1.9 万亿元、增长 5%。

图 24：A 股各类型企业营业收入



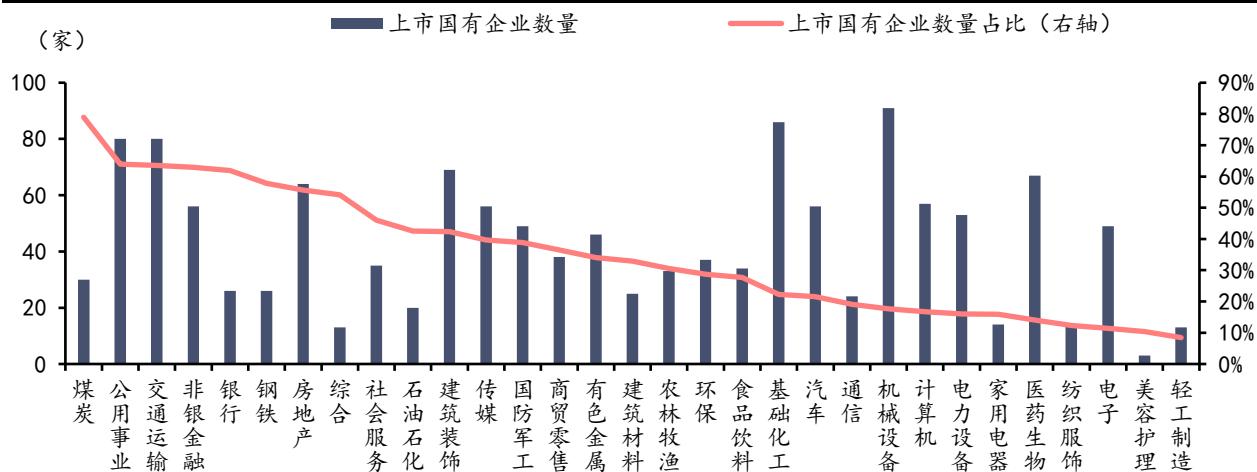
资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至 2023 年 2 月 3 日

图 25：A 股各类型企业利润

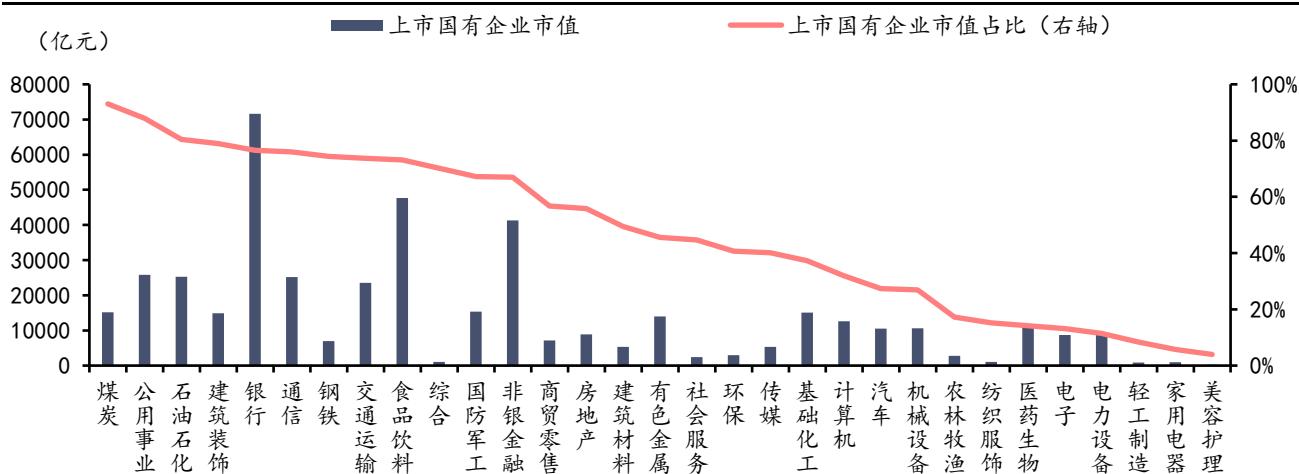


资料来源：Wind、信达证券研发中心，注：截至 2023 年 2 月 3 日

国企承担更多国家战略和社会责任，在重点行业的数量和市值占比相对较高。国企是我国国民经济的重要支柱，涵盖了有关国计民生、国家安全等重要领域，其中，央企涉及国家安全、国民经济命脉和国计民生领域营业收入占总体比重超过 70%。在 A 股上市公司中，国企在能源、公用事业、基础设施建设、金融地产、国防军工等重点行业的数量和规模优势明显。由于国有企业关系到国民经济的命脉，既承担着强大国家实力的责任和参与国际竞争的使命，也承担着保障经济供给和经济安全的重要责任，还担当了诸多的社会责任和政策执行等职能，对社会具有较强的正外部性，具有很高的战略意义，直接套用西方估值体系并不足以体现其在履行社会责任和助力国家战略等方面的重要程度，所以在当前国企估值普遍偏低的市场环境下，建设中国特色估值体系、引导资产合理定价的重要性和必要性不言而喻。

图 26：数量：在重要能源、金融资源、国家安全、尖端科技等领域，国企的数量占比较高


资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：国企包括中央和地方国企，申万一级行业，截至 2023 年 2 月 3 日

图 27：市值：在重要能源、金融资源、国家安全、尖端科技等领域，国企的市值占比较高


资料来源：WIND、信达证券研发中心，注：国企包括中央和地方国企，申万一级行业，截至 2023 年 2 月 3 日

4.2、国企有望成为原创技术策源地和现代产业链链长

发挥新型举国体制优势，引领原创技术和产业链发展。党的二十大明确指出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”。其中，显著提升科技自立自强能力、着力提升产业链供应链韧性和安全水平，是构建新发展格局的重要要求，事关国家长远发展和长治久安。其实，早在 2021 年 3 月，国资委便已明确指出打造原创技术策源地、现代产业链链长，最能充分彰显国资央企的责任担当和使命作用，是中央企业“十四五”期间加快实现高质量发展、建设世界一流企业的必然要求和重要路径。未来国企有望发挥新型举国体制优势，围绕国家安全、产业链安全，锁定关键核心技术、“卡脖子”领域，发挥引领支撑作用。

4.2.1、着力打造原创技术策源地

政策持续发力，推动国企打造原创技术策源地。2022 年 2 月中央全面深化改革委员会第二十四次会议审议通过了《关于推进国有企业打造原创技术策源地的指导意见》，提出要推动国有企业完善创新体系、增强创新能力、激发创新活力，促进产业链创新链深度融合，提升国有企业原创技术需求牵引、源头供给、资源配置、转化应用能力，打造原创技术策源地。同年 3 月和 7 月，国资委又多次明确要“打造原创技术策源地，更好发挥国有经济战略支撑作用”。2023 年 2 月国资委党委召开扩大会议，强调“要进一步提高政治站位，始终站在党和国家事业

发展全局高度思考谋划国资央企工作”，并“持续深化国资国企改革，加大科技创新工作力度，大力推进国有经济布局优化和结构调整”。国资央企在中国式现代化中的积极作用进一步凸显。

表 2：政策持续发力，推动国企打造原创技术策源地

时间	相关内容
2021-03-29	国资委党委和中央企业党委（党组）举行理论学习中心组联学会。会议指出，打造原创技术策源地、现代产业链链长，最能充分彰显国资央企的责任担当和使命作用，是中央企业“十四五”期间加快实现高质量发展、建设世界一流企业的必然要求和重要路径。
2021-11-24	中央全面深化改革委员会第二十二次会议审议通过了《科技体制改革三年攻坚方案（2021—2023年）》。方案提出要在完善科技创新体制机制中更好释放创新潜能，进一步推动一揽子创新支持政策落地。
2022-02-28	中央全面深化改革委员会第二十四次会议，审议通过了《关于推进国有企业打造原创技术策源地的指导意见》。会议强调，要推动国有企业完善创新体系、增强创新能力、激发创新活力，促进产业链创新链深度融合，提升国有企业原创技术需求牵引、源头供给、资源配置、转化应用能力，打造原创技术策源地。
2022-03-03	国资委党委认真传达学习中央全面深化改革委员会第二十四次会议精神，会议强调要坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业，推动国有企业聚焦主业，持续深化改革，强化创新驱动发展，努力打造原创技术策源地，加快建设具有全球竞争力的世界一流企业，实现高质量发展，更好发挥国有经济战略支撑作用。
2022-07-22	国资委召开地方国资委负责人年中工作视频会议，提出推进国有企业加快建设世界一流企业，打造原创技术策源地，更好发挥国有经济战略支撑作用。
2023-01-05	国资委召开中央企业负责人会议，强调着力深化国资国企改革，着力加大科技创新力度，着力推进国有经济布局优化和结构调整，着力防范化解重大风险，着力强化党建引领，进一步做强做优做大国有资本和国有企业，全面加快建设世界一流企业，充分发挥国有经济主导作用和战略支撑作用……
2023-02-13	国资委党委召开扩大会议。会议强调，要进一步提高政治站位，始终站在党和国家事业发展全局高度思考谋划国资央企工作。充分发挥国资央企在中国式现代化中的积极作用……持续深化国资国企改革，加大科技创新工作力度，大力推进国有经济布局优化和结构调整……更好发挥国有经济主导作用和战略支撑作用，为稳定社会预期、实现经济运行整体好转，全面建设社会主义现代化国家开好局起好步多作贡献。

资料来源：国资委，共产党员网，信达证券研发中心

原创技术策源地的内涵丰富，是国企改革的指南针。“原创技术”不仅仅可理解为原始创新技术，还可以理解为自主技术创新、首次得到应用的技术及重大创新技术等多重含义。而“策源地”一词则蕴含起源之意，可理解为发现、汇聚、创造、转化和引领等多重含义。因此，未来我国将推动国央企围绕增强自主创新能力，努力成为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，掌握技术进步和产业发展主动权，从而在关键领域避免被“卡脖子”，建立完整稳定的产业链供应链，更好地融入新发展格局。我们认为，这是对未来国企改革所提出的战略性、方向性要求，是国企改革的“指南针”。

国企打造原创技术策源地、引领创新的优势显著：

- 1) 国企资产规模庞大且资金实力雄厚，具备打造原创技术策源地的投入和产出能力。①以 2022 年为例，中央企业研发投入经费超 1 万亿元，工业企业研发投入强度超过 3%，重点企业研发投入强度超过 5.6%。②国资委于 2022 年 5 月发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》要求“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”。③“科改示范行动”成效显著。与 2019 年相比，2021 年 209 户“科改示范企业”研发投入强度提高了 6.5pct，新增发明专利授权数量增长了 69.5%，2022 年“科改示范企业”扩围至 440 户。
- 2) 国企尤其是央企控股平台往往统筹大量且多种类型的资金，可以以天使投资、创投、产业基金等多种形式对原创技术链条的不同环节进行投资布局。
- 3) 国企往往与高校、科研院所、境内外科创中心、高新技术园区等产学研结合的组织合作更为紧密，而且更加普遍地拥有独立的研发机构，能够获得更多人才优势和科研支持。初步统计，目前已有 7 个中央企业创新联合体集聚 58 户央企带动超过 180 家高校、科研院所等创新主体广泛参与，形成“大兵团作战”创新攻关合力。与科技部共同支持新建 3 个国家技术创新中心，与工业和信息化部共同支持新建 2 个国家制造业创新中心。
- 4) 国企已经在一些前沿技术自立自强上取得重大成果。例如中央企业聚焦自主可控，已经填补了一批关键核心技术空白，不同程度缓解了高速铁路、大飞机、集成电路、5G 通信、发动机、工业母机、能源电力等领域的“卡脖子”问题，此外，中央企业还取得了以载人航天、探月工程、北斗导航、5G 应用、深海探测、国产航母等为代表的一批具有世界先进水平的重大成果。

5) 国企往往具有原创技术的应用场景优势。在城市交通、市政、能源、园区等重要基础设施和产业空间上，国企往往承接了更多政府资源，沉淀了海量数据，能更好地发掘原创技术的应用需求，在应用环境方面具有引领发展的基础优势。

4.2.2、勇担现代产业链链长

“链长制”是一种强化产业链责任的创新制度。“链长制”着力于贯通上下游产业链条的关键环节，通过集聚内外部资源在产业链薄弱环节进行重点突破，推动“强链、补链、固链、延链”取得实质性进展，通常由地方政府领导担任“链长”，利用地方最高负责人的综合协调优势，在更高层面上保障产业链的安全、完整、稳定和长期可持续发展。在疫情冲击和地缘政治冲突加剧导致逆全球化的大背景下，“链长制”在加快复工复产、保障产业链供应链畅通和企业正常经营等方面发挥了重要作用，是我国产业政策的重大创新之举。

产业链重要性日益突出。在逆全球化的背景下，产业链供应链安全的重要性凸显，成为应对全球产业链供应链局部断裂、“卡脖子”问题的重要保障。我国政府早已将支持产业链供应链发展纳入国家战略，习近平总书记曾多次在重大会议和重要文件中强调要提升产业链供应链韧性，党的二十大报告也明确提出要“着力提升产业链供应链韧性和安全水平”、“推动创新链产业链资金链人才链深度融合”、“加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全”。

表 3：产业链现代化早已被列入国家战略

时间	相关内容
2019-08-26	习近平总书记在中央财经委员会第五次会议上提出“打好产业基础高级化、产业链现代化的攻坚战”。
2021-01-11	习近平总书记在省部级主要领导干部学习贯彻党的十九届五中全会精神专题研讨班上强调“要推动我国产业转型升级，增强我国在全球产业链供应链创新链中的影响力”。
2021-03-11	“十四五”规划中，加快发展现代产业体系单独成章，明确提出“产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高”的远景目标
2021-07-30	习近平总书记在主持召开的中共中央政治局会议上提出：要强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题。
2022-03-05	2022 年政府工作报告指出：要加强国有资产监管，促进国企聚焦主责主业、提升产业链供应链支撑和带动能力；要实施龙头企业保链稳链工程，维护产业链供应链安全稳定。
2022-05-27	国资委《提高央企控股上市公司质量工作方案》明确“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，可注入现有上市公司平台，必要的也可单独上市”。
2022-08-01	易会满主席《求是》发表标题为《努力建设中国特色现代资本市场》的文章，提出“发挥好资本市场并购重组主渠道作用，支持行业领军上市公司带动中小企业协同发展，促进产业链供应链贯通融合和经济转型升级”。
2022-10-16	党的二十大报告提出“着力提升产业链供应链韧性和安全水平”、“推动创新链产业链资金链人才链深度融合”、“加强重点领域安全能力建设，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全”。
2023-02-15	中央经济工作会议明确“要加快建设现代化产业体系”，“要切实提升产业链供应链韧性和安全水平，抓紧补短板、锻长板”。

资料来源：国资委，共产党员网，信达证券研发中心

推动央国企勇担现代产业链链长。因为一方面产业链发展事关中央企业高质量发展和国家民族利益，“链长”的政治站位突出，另一方面“链长”肩负积聚、协调内外部资源的职责，须在政企关系、产业链创新链安全和产业基础数据安全、资本、人才、技术等方面具备较强实力，所以央国企将当仁不让地要以党的二十大精神为指引，深入贯彻落实习近平总书记关于维护产业链供应链安全稳定、构建现代产业体系，特别是中央企业等国有企业要勇当现代产业链链长的重要指示，把产业链建设作为国资央企发挥战略支撑作用的具体路径，以“勇当现代产业链链长+原创技术策源地+资本+人才+政策”汇聚合力，更好推动产业链创新链资本链人才链深度融合。

表 4：推动中央企业“链长”建设提质深化

时间	相关内容
2021-03-29	国资委党委和中央企业党委(党组)举行理论学习中心组联学会，提出“推动中央企业加快打造原创技术策源地和现代产业链链长，着力打造国家战略科技力量，增强产业链稳定性和竞争力，促进实现高水平的自立自强，为党和国家事业发展作出更大贡献”
2021-12-11	国资委党委召开扩大会议，结合国资国企实际研究贯彻落实措施，强调“要打造原创技术“策源地”和现代产业链“链长”，进一步增强企业创新主体地位，深化产学研结合，为打造国家战略科技力量发挥更大作用”。
2021-12-18	国资委召开中央企业负责人会议，强调做好2022年国资央企工作责任重大，要“切实增强产业链供应链韧性和竞争力，深化跨行业跨领域跨企业专业化整合，积极打造现代产业链“链长”，促进上中下游、大中小企业融通创新、协同发展，培育一批国家级先进制造业集群，系统推进数字化转型，打造一批科技领军企业、“专精特新”企业和单项冠军企业”。
2022-02-11	《党建》杂志刊发郝鹏署名文章，提出“必须始终聚焦主业、做强实业，打造现代产业链链长，在建设制造强国、构建现代产业体系中发挥国资央企更大作用”。
2022-02-28	“国和一号”产业链联盟成立大会暨首届会员大会在上海举行。
2022-03-05	2022年政府工作报告指出“要加强国有资产监管，促进国企聚焦主责主业、提升产业链供应链支撑和带动能力；要实施龙头企业保链稳链工程，维护产业链供应链安全稳定”。
2022-03-14	国资委党委召开扩大会议，强调“要增强产业链供应链韧性和竞争力，进一步聚焦主责主业，着力发展实体经济，坚持高水平科技自立自强，加快打造原创技术策源地和现代产业链链长，更好支撑和服务党和国家工作大局”。
2022-03-29	国资委党委和中央企业党委(党组)以视频会议形式举行理论学习中心组联学会，提出“推动中央企业加快打造原创技术策源地和现代产业链链长，着力打造国家战略科技力量，增强产业链稳定性和竞争力，促进实现高水平的自立自强”。
2022-05-19	国资委召开中央企业现代产业链“链长”建设工作推进会，总结“链长”建设成效，部署下阶段重点工作，推动中央企业“链长”建设提质深化。
2022-11-03	中央企业产业链沙龙在京举办，国资委党委委员、副主任赵世堂表示，国资央企要以党的二十大精神为指引，深入贯彻落实习近平总书记关于维护产业链供应链安全稳定、构建现代产业体系，特别是中央企业等国有企业要勇当现代产业链链长的重要指示，把产业链建设作为国资央企发挥战略支撑作用的具体路径，以“勇当现代产业链链长+原创技术策源地+资本+人才+政策”汇聚合力，更好推动产业链创新链资本链人才链深度融合。

资料来源：国资委，共产党员网，信达证券研发中心

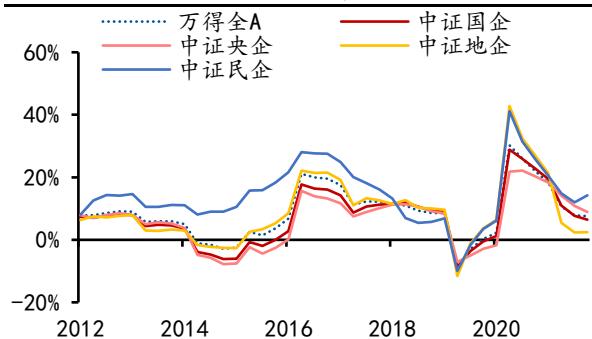
中央企业链长建设已取得积极成效。据国资委报道，2022年前三季度，中央企业围绕新一代信息技术、高端装备制造、粮食安全等产业链领域的卡点堵点，明确重点投资项目近300项，完成投资超过5000亿元，对于产业链供应链强链补链将发挥积极作用。链长建设工作的探索和实践取得了积极成效，中央企业正在逐步实现实由单一产品视角向产业链视角转变，从关注短期经济价值创造向夯实产业链基础逻辑转变等一系列转变，取得了一大批建设成果。目前国资委已遴选出两批“链长”企业。未来国资委将进一步研究政策清单，完善分类监管和差异化支持措施，营造深入推进“链长”建设的良好氛围。

未来央国企将聚焦主责主业。值得注意的是，日前，国务院国资委印发《关于做好2023年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》，明确要求企业进一步聚焦主责主业，这意味着央国企担任“链长”时也需要聚焦主责主业，而非跨界投资。

4.3、国企盈利能力稳健，分红率领先

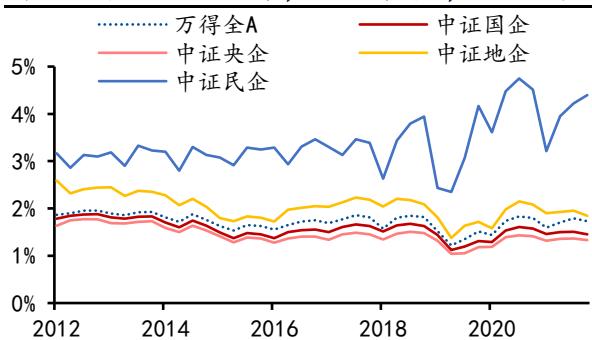
从收入端看，上市国营营收增速相对平稳，抗风险能力较强。自2016年以来的近7年间，中证国企指数营收同比增速平均为9.55%，低于中证民企指数平均15.93%、万得全A指数平均10.76%的增速水平。但从区间最低增速来看，中证国企指数营业收入同比下降8.65%，降幅小于中证民企指数同比下降9.95%、万得全A指数同比下降8.98%的降幅水平，表现更为稳健。

从利润端看，上市国企的业绩增速更为突出。除2020年以外，自2017年以来中证国企指数的归母净利润同比增速长期高于中证民企指数的增速水平和万得全A指数的整体表现。由此可见，国企板块整体业绩增速较为可观。此外，近年来国企板块业绩回撤和波动水平相对较小，具备长期配置价值。

图 28：国营营收同比增速相对平稳


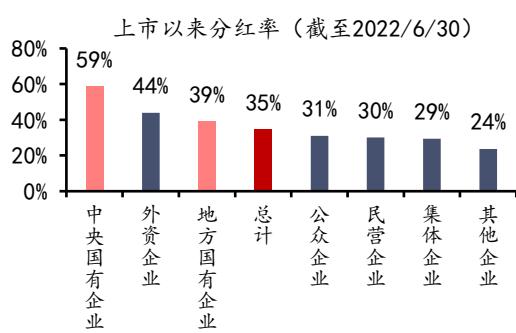
资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

从 ROE 来看，上市国企的 ROE 长期高于全部 A 股和民企。从历史上来看，中证央企指数和中证国企指数的 ROE 长期领跑，而中证民企指数的 ROE 则相对较低。疫情期间，各类企业的 ROE 经历阶段性调整，国企优势暂时收窄。随着疫情冲击逐渐缓解，各类企业的盈利能力均呈现改善趋势，中证国企指数 ROE 优势重新显现。

图 30：国企盈利能力改善，ROA 趋势向上，但不及民企


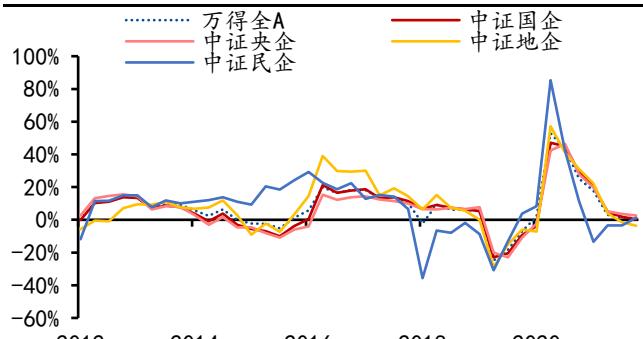
资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

从分红率来看，上市国企的回报能力明显优于市场平均水平。对比上市以来的分红率，截至 2022 年 6 月 30 日，央企和地方国企上市的算术平均值分别高达 58.68% 和 38.94%，高于 A 股整体 34.61% 的平均水平，显著超出民营企业 30.07% 的平均水平。对比 2019-2021 三年累计分红占比，央企和地方国企的算术平均值分别为 80.11% 和 66.46%，同样优于 A 股市场 57.77% 和民营企业 44.77% 的平均水平。

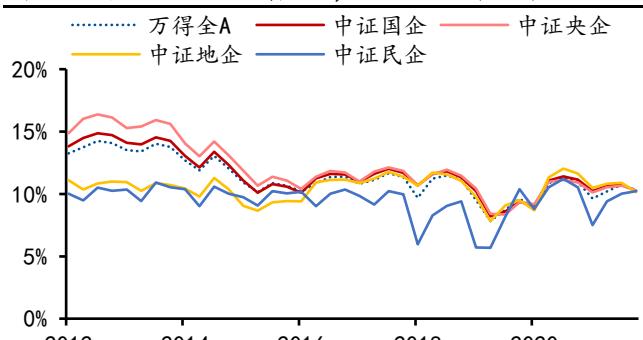
图 32：国企上市以来分红率高于民企


资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心，个股的算数平均值

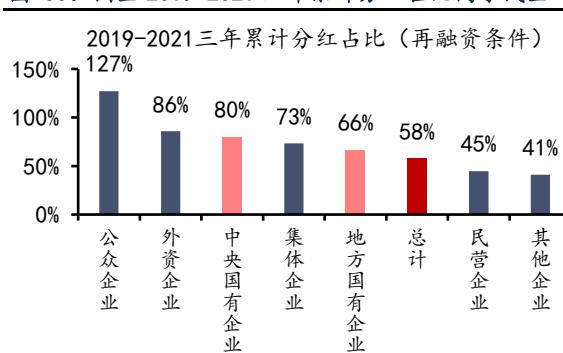
从股息率来看，上市国企的投资价值相对较高。截至 2023 年 2 月 3 日，万得全 A、中证国企、中证央企、中证地企、中证民企近 12 个月股息率分别为 1.91%、2.97%、3.60%、2.32%、0.93%，国企（尤其是央企）的优势非常突出。从近 10 年股息率分位数水平来看，国企同样处于相对较高的水平。

图 29：国企业绩增速表现更优


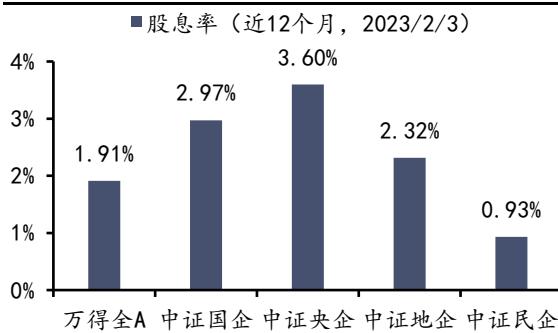
资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

图 31：国企盈利能力长期领先，ROE 呈现改善趋势


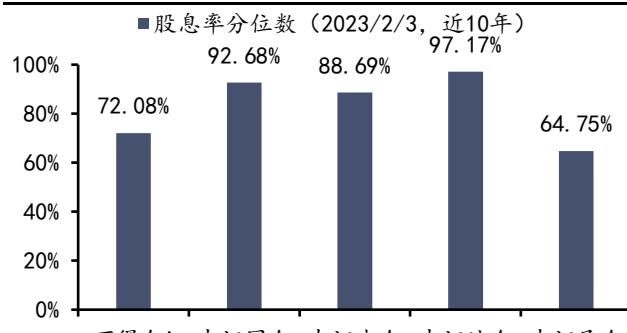
资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

图 33：国企 2019-2021 三年累计分红占比高于民企


资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心，个股的算数平均值

图 34：国企股息率高于民企&十年期国债收益率


资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

图 35：国企股息率分位数水平高于民企


资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

4.4、国企估值重塑早已被提上日程

央企估值重塑早已被提上日程。政府部门在推进国企改革的同时，也早已关注到并着手处理国企低估值的问题：

- 1) 早在 2022 年 5 月，国资委就推出了《提高央企控股上市公司质量工作方案》，指出一些央企控股上市公司“价值实现与价值创造不匹配等问题仍较突出”，并明确提出“中央企业、上市公司要提升处理应对资本市场复杂情况的能力，提高反应速度、决策效率和执行效率，依法依规、适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增减持等手段，引导上市公司价值合理回归，助力企业良性发展”。
- 2) 2022 年 12 月，上交所制定了新一轮《推动提高沪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》，涉及央企上市公司的主要举措有三方面：一是服务推动央企估值回归合理水平；二是服务助推央企进行专业化整合；三是服务完善中国特色现代企业制度。新一轮计划将推动央企估值回归放在三项措施之首，体现出随着国企改革三年行动收官，新一轮央企改革的政策重心或将向估值重塑倾斜。

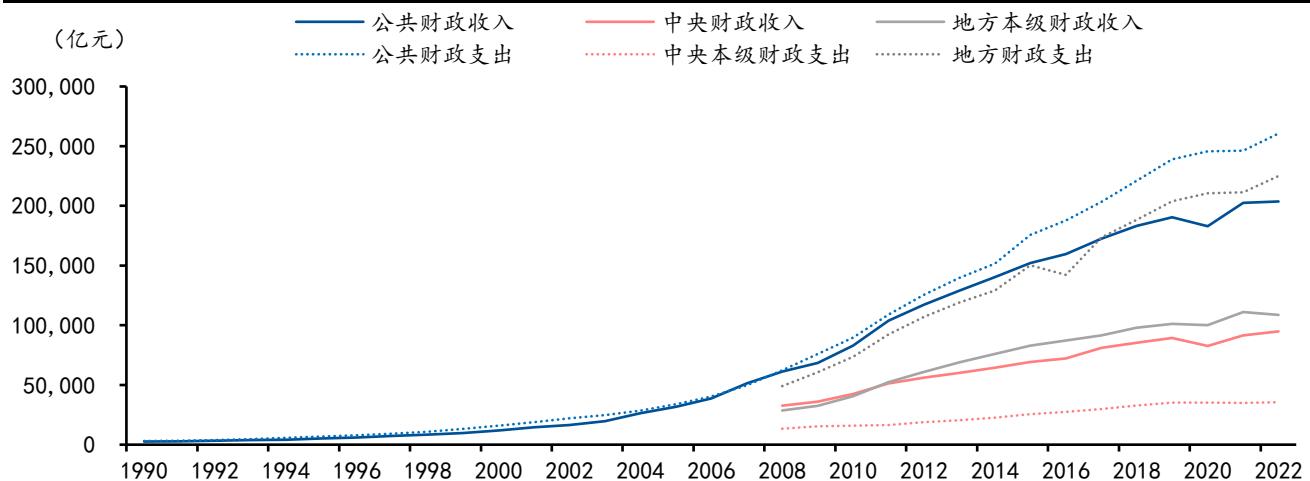
4.5、国企估值重塑的战略意义显著

我们认为，监管部门在当前时点提出“探索建立中国特色估值体系”，或蕴含着助力国企价值重估的深意，背后主要有以下几方面的原因：

一是促进国企打通融资渠道。截至 2023 年 2 月 3 日，上市国企中约 15.92% 破净，其中央企破净率 14.77%、地方国企破净率 16.48%，比例远高于 A 股的 7.30% 和上市非国企的 4.20%。上市国企估值偏低甚至破净，阻碍了上市公司通过再融资以及并购重组等资本运作方式发展壮大。此时，建设中国特色估值体系有助于提升国企估值水平、打通资本市场融资渠道、促进国企进一步做大做强。

二是助力国有资本优化布局。随着我国产业体系升级发展，国有企业需要加快锻长板、补短板。估值重塑有助于国有资本以合理的价格水平退出落后产业、培育壮大战略性新兴产业，在有序进退中推动国有资本向重要行业和关键领域集中。

三是盘活国有资本或有助于缓解财政压力。当前我国财政收支矛盾突出，公共财政支出长期大于公共财政收入，其中地方财政支出远大于地方本级财政收入。由于近六年以來地方本级政府性基金收入超 90% 来自于国有土地使用权出让收入，2022 年土地收入大幅下降进一步加剧了地方财政压力。与此同时，疫情三年以来，财政支出大幅提升，加大了财政收支的缺口。因此，在国企估值回归合理水平后，不排除国资委适当减持股份来充实财政收入，利用资本市场实现从“土地财政”向“股权财政”的转变。

图 36：财政收支矛盾突出


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 37：地方本级政府性基金收入主要依赖土地使用权


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 38：2022 年以来土地收入大幅下降


资料来源：Wind、信达证券研发中心

五、中国特色估值体系的实现路径

目前，我国提出“建设中国特色估值体系”只是从全局性、顶层设计的角度出发，高屋建瓴地指明资本市场未来的估值理论方向。但在资本市场的实际发展过程中，资本逐利的特性并未改变。估值体系是综合了政治、经济、文化等多方面影响的价值取向，由投资者自主决定、“用脚投票”，要想获得投资者认可、成为未来投资新范式，还需要经过不懈的投资者教育和时间的考验。我们认为引导投资者达成共识、构建中国特色估值体系的核心要点是：1) 价值创造——练好内功、2) 价值实现——加强沟通、3) 价值投资——风格优化，需要监管部门和市场主体的共同努力。

5.1、价值创造——打铁还需自身硬

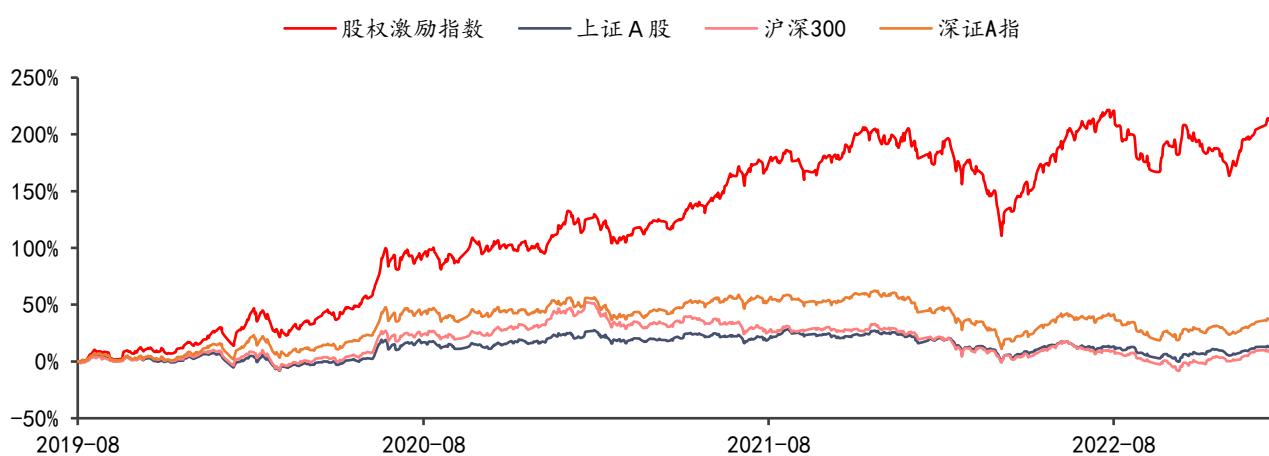
正如易会满主席所述，“估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度”。我们认为，上市公司要想获得投资者认可，具有投资价值是前提。因此，对上市公司尤其是国有上市公司而言，首要任务是提升核心竞争力。具体建议如下：

一是加强公司治理，提升经营管理水平。首先，上市公司应该以现代企业制度为指引，构建具有产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学等特征的新兴企业制度。其中，国有企业要加快推进党的领导和公司治理有机融合，建立完善党组织前置研究讨论事项清单，科学界定上市公司治理相关方的权责边界。其次，上市公司应该制定科学合理的长期业务发展战略，并在稳产增收、降本节支、资产盘活、科技创新、管理提升等方面持续发力，不断提高盈利能力经营效率，增强抗周期、抗波动、抗风险能力。

二是优化股权结构，引入战略投资者。在股权结构方面，上市公司应该科学分析，通过出让存量、引进增量、换股等多种方式，引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者作为积极股东，建立互利共赢的长期战略合作关系，在经营管理、科研、生产、销售、资本运营等各方面发挥协同作用，促进上市公司核心竞争力提升。

三是健全激励约束机制，加强人才队伍建设。上市公司应建立健全人才引进、培养、常态化培训和退出管理的制度体系，通过市场化的薪酬体制、股权激励、分红等措施充分调动员工的积极性和创造性，更好地吸引和留住人才。对于国企上市公司而言，应全面实行经理层成员任期制和契约化管理，科学合理设定年度和任期考核指标及目标，强化刚性激励约束，严格退出管理，建立管理人员能上能下、员工能进能出的市场化机制体制。目前，国资委已经提出“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”，我们认为这一举措将有效提高央企管理层的积极性，有助于央企提质增效。

图 39：股权激励利好市场表现



资料来源：WIND、信达证券研发中心

四是优化资源配置，有序进退调结构。上市公司应明确自身战略定位和发展方向，以上市平台为核心，在经过科学研判后，综合运用资产重组、吸收合并、股权置换、跨市场运作等方式进行战略性重组和专业化整合，推动成熟优质资源纳入上市主体、加强潜力资源孵化储备，同时以股权转让、减持等方式剥离协同性和盈利能力不足、风控压力较大的非优势业务，提升上市公司运营质量。2022年5月国资委印发的《提高央企控股上市公司质量工作方案》就明确指出要按照“做强做优一批、调整盘活一批、培育储备一批”的总体思路，将做优存量与做精增量相结合，促进上市平台完善产业布局、提升资产质量和运营效率，继续孵化和推动更多优质资产对接多层次资本市场。值得注意的是，在这个过程中，需警惕盲目并购所带来的规模不经济等问题。

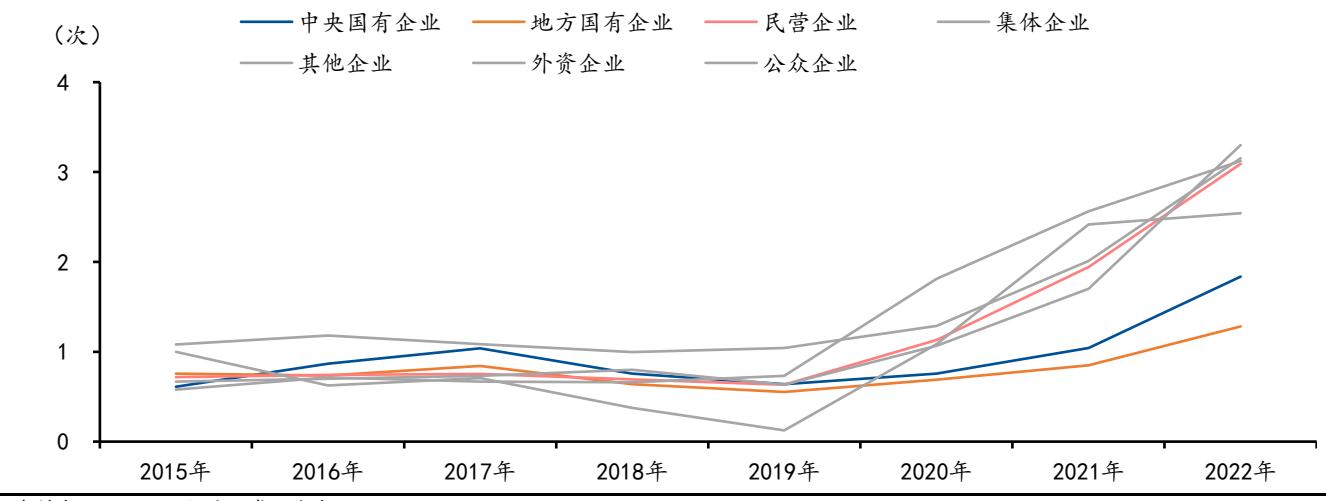
五是聚焦产业布局，重点关注国家战略方向。上市公司应积极关注科技创新、安全、绿色等二十大报告所重点提及的领域，把握新发展格局下产业转移中的智能化、绿色化、服务化趋势，深度布局专精特新、高端制造、绿色金融等关键领域，着力突破重点领域“卡脖子”关键核心技术，将企业发展与我国高质量发展相结合，更好地享受国家政策和经济发展的红利。日前，国资委党委书记张玉卓表示，国有企业要聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，加快打造现代产业链链长，积极开拓新领域新赛道，培育壮大战略性新兴产业，在建设现代化产业体系上发挥领头羊作用。

5.2、价值实现——酒香也怕巷子深

在价值创造的基础上，上市公司尤其是国有上市公司，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值。具体建议如下：

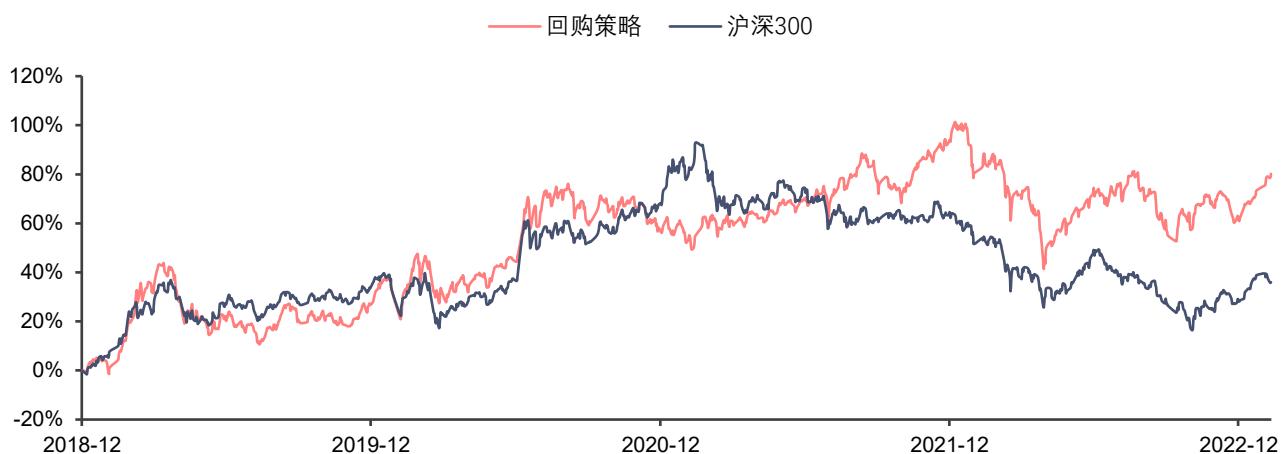
一是加强信息披露，提高上市公司透明度。①首先，上市公司应该健全信息披露制度，以投资者需求为导向，优化披露内容，真实、准确、完整、及时、公平披露信息，做到简明清晰、通俗易懂。②其次，上市公司应建立多层次良性互动机制，通过法定信息披露平台以及股东大会、投资者说明会、路演、反向路演（公司开放日）、分析师会议、接待来访、公司网站专栏、新媒体平台等多种途径与投资者加强交流，推动业绩说明会常态化召开。③此外，上市公司所组织的投资者交流活动应有较广覆盖面，广泛邀请投资者、行业分析师、媒体等相关方参会。以国有上市公司为例，其估值普遍偏低，或一定程度上源自市场关注度不高、信息沟通不畅。加强信息披露能有效帮助投资者了解上市公司运营情况和投资逻辑，提升投资者对公司战略和长期投资价值的认同感。

图 40：近年国有上市公司的基金调研次数均值偏低



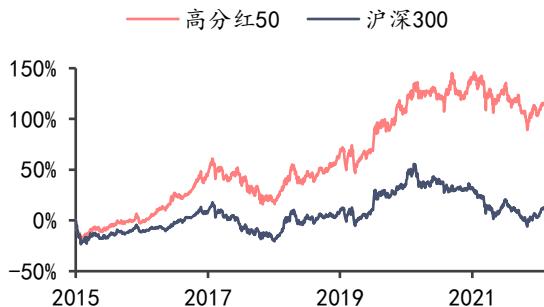
资料来源：WIND、信达证券研发中心

二是科学运用市值管理方法，引导投资者价值发现与认同。市值管理以价值创造为基础、价值经营为关键、价值实现为目的，当股票价值与内部价值存在背离时，上市公司应该在一定范围内，科学、合规、灵活适度地运用股份回购、高管持股、增减持等手段进行市值管理，向市场释放讯号，引导投资者正确衡量上市公司的内在实力和业绩表现，从而使股票价值回归合理水平。

图 41：长期来看，股份回购利好市场表现


资料来源：Wind、信达证券研发中心

三是提高分红比例、稳定市场预期。分红是上市公司回报投资者的重要方式之一，能在一定程度上反映出其股票的投资价值，是影响投资者偏好的重要变量。历史数据表明，无论在A股还是港股市场上，持续稳定分红的上市公司都更受资本市场青睐。因此，上市公司应该健全分红政策，稳定投资者的分红预期，提升投资者的获得感，从而得到投资者的价值认同。《提高央企控股上市公司质量工作方案》明确指出支持央企控股上市公司“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”，这意味着投资央企上市公司将有望获得持续稳定的高分红。

图 42：持续稳定分红的上市公司更受资本市场青睐


资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 43：港股市场也更青睐高分红企业


资料来源：Wind、信达证券研发中心

5.3、价值投资——优化结构和风格

资本市场的整体风格受到投资者结构变迁以及投资者投资习惯的影响，基于该判断，我们提出以下建议：

一是优化投资者结构，提高机构投资者比例。①首先，监管部门应该加快引导中长期增量资金（如险资、养老金、国家战略基金、公募基金、银行理财等）入市，优化投资者结构。由于这些资金的投资周期更长、短期业绩压力较小，通常树立了更加牢固的价值投资、长期投资理念，有助于增强投资资金的稳健性。事实上，自2022年3月国务院金融委会议提出“欢迎长期机构投资者增加持股比例”后，监管部门已多次出台相关政策。比如2022年11月人社部等五部门印发《个人养老金实施办法》，吹响了养老金入市的号角。近日，证监会召开2023年系统工作会议，明确提出要“引导更多中长期资金入市”，未来更多支持性政策有望出台。②其次，监管部门应该推进高水平对外开放，改善投资环境，吸引注重长期回报的境外机构投资者，稳步推进资本市场专业化与国际化。

③此外，监管部门和金融机构应加强投资者适当性管理，使其投资行为与风险承受能力相匹配，预防其非理性、短期化的行为。

二是给予长线资金更多政策红利。监管部门应注重资本市场长效机制的建设，为价值投资者行为理性化提供保障，并通过适当的政策红利，引导资金进行长线投资。比如为长线资金提供税收优惠、合理扩大长线资金的可投资范围等等。

三是加强投资者教育，构建价值投资文化。①监管部门和金融机构应该加强投资者教育。对于机构投资者，应引导其优化业绩评价方式、注重长期业绩，对于个人投资者，应引导其树立价值投资理念，提升自主思考能力和专业化水平，减少“追逐市场热点”等非理性、短期化的行为。②上市公司应坚守长期高质量发展的价值取向，并真实准确地展示自身的内在价值和发展潜力，避免“炒概念”“蹭热点”，助力投资者进行价值判断。③保荐中介机构应恪守“看门人”职责，筛选和挖掘符合中国特色发展道路的优秀公司，助力其上市融资和资本运作，为投资者提供更多“价值”选项。

四是探索建立 ESG 体系。ESG 是英文 Environment（环境）、Social（社会） 和 Governance（治理）的缩写，是一种关注环境、社会和治理绩效的可持续发展理念和价值观，和中国特色估值体系十分契合。自 2020 年以来，中国陆续公布了多个顶层发展战略，如碳中和、反垄断和共同富裕等，这些政策与 ESG 体系的部分指标高度一致，充分说明 ESG 体系在我国的重要性日益突出。在信息披露方面，ESG 在我国经历了自愿披露、半强制、强制性的转变。2022 年，国务院国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，要求央企控股上市公司积极披露 ESG 专项报告，力争到 2023 年相关专项报告披露“全覆盖”。未来，随着新发展理念贯彻落实，央企在资本市场中发挥带头示范作用，ESG 信息披露、绩效评价、投资指引体系有望逐步建立健全，利好中国特色估值体系的构建。

表 5：ESG 理念高度契合我国的国家发展战略

一级指标	二级指标	三级指标	相关重点政策或战略
环境 Environmental	气候变化	碳排放量	2020 年 9 月，中国国家主席习近平提出“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值， 努力争取 2060 年前实现‘碳中和’ ，并正式向世界递交了中国减排的时间表。
		产品碳足迹	
	环境保护	可再生能源发展情况	光伏、风电、水电和氢能等可再生能源均为纳入《十四五规划》重点发电产业同时也是中国实现碳达峰和碳中和目标的重要产业。
		清洁技术的发展情况	
	自然资源	水资源稀缺	《十四五规划》实施国家节水行动，建立水资源刚性约束制度，强化农业节水增效、工业节水减排和城镇节水，励再生水利用， 单位 GDP 用水量下降 16% 左右 。
		有毒排放物和废弃物	2020 年底，国务院办公厅发布的《控制污染物排放许可制实施方案》已完成登记企业排污行为纳入有效监管。
社会责任 Social	人力资本	劳动力管理	2021 年，中国人力资源社会保障部、最高人民法院联合发布《劳动人事争议典型案例》，对于切实提高劳动人事争议案件处理质效，及时纠正用人单位违法
		健康和安全	行为有效保障劳动者休息权及劳动报酬权 具有重要意义 2021 年 10 月 16 日，
		员工薪酬管理	中国国家主席习近平发表重要文章《扎实推动共同富裕》，对于企业薪酬制度
		供应链劳工标准	的公平性及合理性起到促进及优化作用。
公司治理 Governance	产品责任	隐私和数据安全	2021 年 9 月，《中华人民共和国数据安全法》正式实施。
	公司行为	反竞争措施	2021 年 2 月，国务院反垄断委员会引发《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》，针对平台经济加强监管

资料来源：易董、信达证券研发中心

六、投资建议：重点关注国企估值重塑

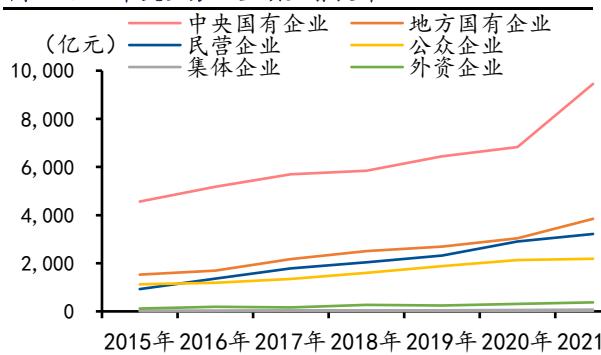
国企估值重塑是建设中国特色估值体系的重要落脚点。我们认为，“建立中国特色估值体系”是对“建设中国特色资本市场”的进一步细化，是“中国式现代化”总目标在资本市场的具体落实。在A股定价由内资主导、估值整体偏低、央国企估值劣势明显的情况下，其本质或是通过将盈利以外的国家战略、政策导向、社会责任等因素纳入估值体系，从而促进以央国企为首的上市公司估值提升，引导金融资源向国家战略倾斜，助力产业升级、缓解财政压力。结合国资委出台的《提高央企控股上市公司质量工作方案》以及沪深交易所制定的新一轮提升上市公司质量三年行动计划，我们建议重点关注国企估值重塑带来的投资机会，具体包括以下几条主线：

主线一：国企改革。一是建议关注有重组整合预期的上市国企，公司有望借助新一轮国企改革的东风，聚焦主业、去劣存优、加强对产业链上下游的把控，优化产业链布局，提升核心竞争力。二是建议关注提质增效的上市国企，比如在引入战略投资者、股权激励、科技创新和降本增收等方面有显著进展。

主线二：行业布局。一是建议关注发展方向契合国家战略的重点国企，比如深度布局国家安全、科技、绿色环保相关领域的上市国企，这类企业未来有望受益于国家政策红利和资金支持，长期向好发展。其中尤其是国企估值显著低于民企的细分赛道，具有较大优化空间。二是建议关注高ESG评级，且有增量发展空间的上市国企，高ESG意味着受关注程度有望日益提升，而增量空间意味着预期增速有望加速抬升。

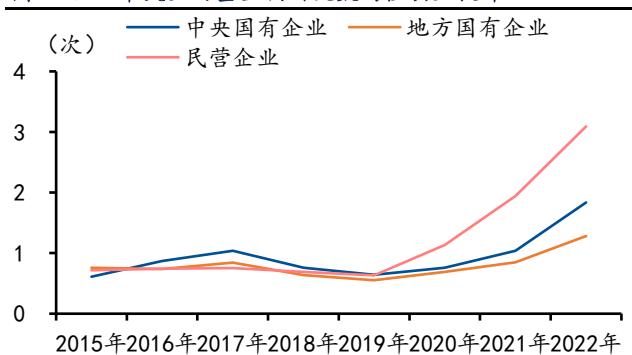
主线三：市值管理。一是建议关注稳健高分红、具有低估值高股息特征的上市央企。国企整体具备估值偏低、盈利能力稳健、分红率领先的特征，在风险提升的外部环境下，有望享受更高的“确定性溢价”。而且这一特征比较契合长线资金的风险收益需求，随着险资、养老金等中长期增量资金入市，国企估值有望抬升。其中，央企上市以来的分红率、股息率均显著高于其他类型的企业，在财政压力等多方诉求下，未来分红率还有望继续提升，具备较好的投资价值。二是建议关注大幅强化投资者关系管理、调研次数显著增加的上市央企，例如2022年央企的基金调研平均次数同比增长76%，涨幅大于民企59%的水平，或在一定程度上说明央企对投资者关系管理的重视度提升、加大了信息披露的力度，与此同时，也表明投资者对其关注度提升。三是建议关注有高管增持、股份回购等市值管理动作的上市国企，这些国企对政策的响应速度较快且具备运用市值管理工具的能力。

图 44：上市央企分红金额显著提升



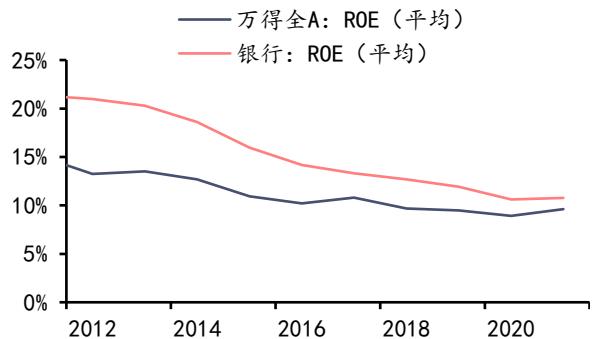
资料来源：Wind、信达证券研发中心

图 45：上市央企的基金调研次数均值明显提升

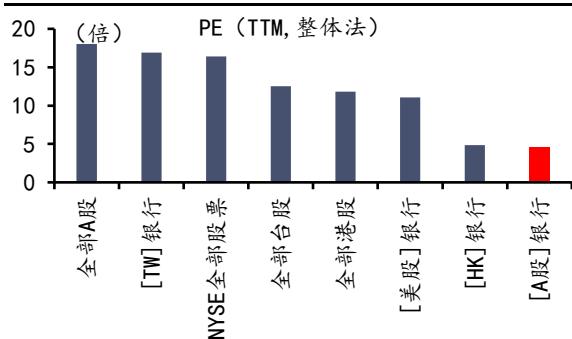


资料来源：Wind、信达证券研发中心

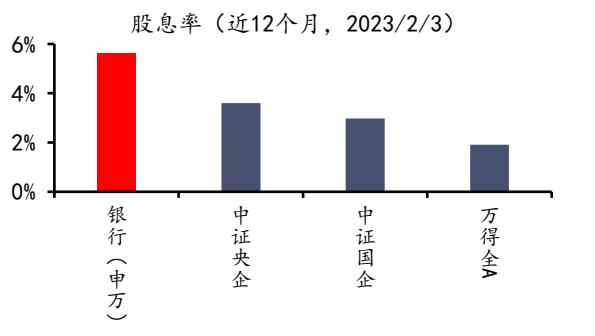
估值重塑叠加基本面好，银行有望受益。一是从基本面的角度来看，A股上市银行盈利能力稳健，ROE长期高于A股上市公司整体水平，而且随着疫后复苏和房地产业风险处置推进，市场对其坏账担忧有望逐步下行。二是当前银行板块估值处于洼地，纵向对比位居历史低位，横向对比也明显低于A股其他板块和海外可比同业，与其韧性较强的基本面形成明显反差，具有估值修复空间。三是银行经营稳健且股息率较高，备受保险等机构投资者的青睐，未来随着中国股市对外开放的程度不断提高、养老金等长线资金入市，银行板块有望迎来更多增量资金。我们认为，未来在“中国特色估值体系”的探索和建设过程中，投资者有望逐步加强对上市银行的价值发现和价值认同，促使上市银行价值回归。

图 46: 上市银行盈利能力稳健, ROE 长期高于市场整体


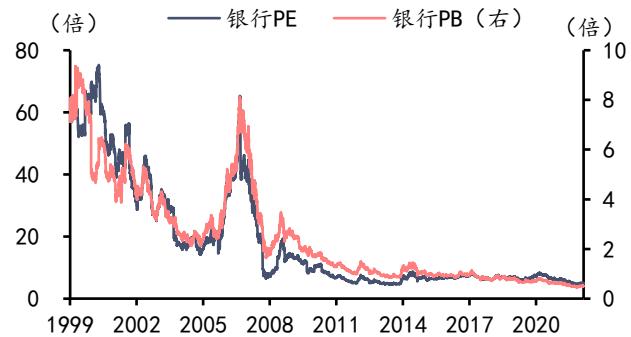
资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 48: 横向对比, A 股银行估值偏低


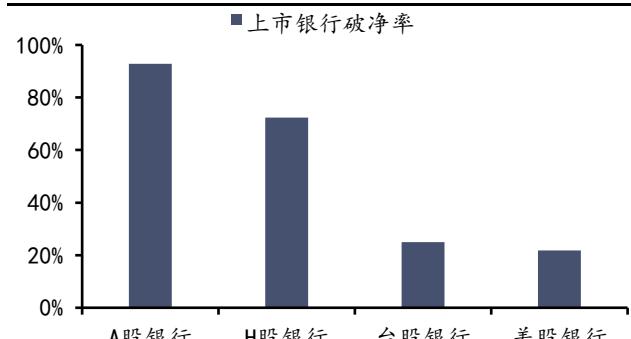
资料来源: Wind、信达证券研发中心, 截至 2023 年 2 月 3 日

图 50: 银行股息率较高


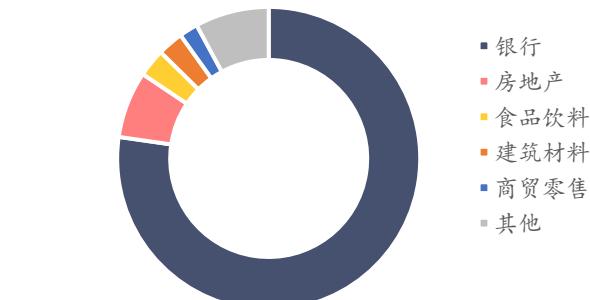
资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 47: 纵向对比, 上市银行估值处于历史低位


资料来源: Wind、信达证券研发中心

图 49: A 股上市银行破净率偏高


资料来源: Wind、信达证券研发中心, 截至 2023 年 2 月 3 日, 剔除市净率 PB (MRQ) 数据缺失的 11 家美股银行和 14 家 H 股银行

图 51: 2022 年报保险公司重仓流通股


资料来源: Wind、信达证券研发中心

七、风险因素

- 1、宏观经济发展不及预期。
- 2、政策出台和落地进展缓慢。
- 3、风险集中暴露。

研究团队简介

王舫朝，信达证券非银金融&中小盘首席分析师。硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。2020年“新浪金麒麟非银金融行业新锐分析师”。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾任职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看 好： 行业指数超越基准； 中 性： 行业指数与基准基本持平； 看 淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。