

国资委启动国企对标，银行“重估之路”开启

2023年03月07日



分析师：余金鑫

执业证号：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理：于博文

执业证号：S0100122020008

邮箱：yubowen@mszq.com

➤ **中国特色估值体系在探索中加速推进。**22年11月，中国证监会主席易会满首次提出“中国特色的估值体系”概念，表示“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，**让市场更好认识企业内在价值。**”；同月，证监会印发《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》。进入23年，国资委加快落实行动。2月召开中央企业提高上市公司质量工作专题会，提出让市场和投资者看到实实在在的成效；3月启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，会上提出“聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，**有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平**”、“着力构建有利于企业价值创造的良好生态”。

➤ **银行板块“重估”可望亦可及。**首先，我们需要认识中国特色估值体系之下，银行行业相对受益的程度，以主板上市公司为例，银行行业中国企数量的占比排名7/31，国企市值占比排名10/31，这表明银行有望较好受益。

第二，银行的核心竞争力如何体现？一方面，监管鼓励拨备较高的大型银行及其他优质上市银行将实际拨备覆盖率逐步回归合理水平，这意味着银行业绩可以更充分得反映经营景气度，过去几年，对比各行业，银行ROE处于较好水平，同时拨备对利润的反哺在22年已有显现。另一方面，相比国际将逾期90天以上认定为不良资产的标准，国内趋于严格，部分银行收缩至60天。

第三，银行的内在价值如何？稳健的资产质量构筑内在价值的基础，尽管经历三年疫情，上市银行不良率仍保持较低水平，伴随经济复苏、地产风险缓释、平台风险可控，23年不良净生成率有望保持低位。**高股息是内在价值的重要体现，**A股上市银行的股息率多数在5%以上，部分达到6%-8%。自2018年以来我国A股上市银行平均股息率逐渐提升，22年已高于美日欧三个经济体。

➤ **国内上市银行估值水平如何？**过去十二年里，我国银行板块估值从约2.0倍落到如今的0.5倍，从领先欧盟和日本到逐渐不及其估值水平，当前美国1.6倍，欧盟0.8倍，日本0.6倍。考虑到国内上市银行红利价值、净息差、资产质量等方面均普遍占优，当前的估值水平的确有可观提升空间。

➤ **哪些银行国资占比高、估值水平低？**从银行类型看，国有行、股份行该特征相对显著；**从个股来看，**国有行中农业和工商银行，股份行中华夏、中信和光大银行，城商行中江苏和齐鲁银行，以及沪农商行相对突出，有望更多受益中国特色估值体系之下的估值重塑。

推荐

维持评级

相关研究

1. 银行视角看 2023 年政府工作报告：复苏周期渐近，让利逻辑淡化-2023/03/05
2. 《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评：风险权重有升有降，引导银行资产转型-2023/02/19
3. 1 月社融数据点评：企业中长贷“一枝独秀”，后续传导打开复苏前景-2023/02/12
4. 11 家银行 2022 业绩快报汇总：利润保持高增，优质区域农商行投放强、质量优-2023/01/28
5. 12 月社融数据点评：信贷超预期且结构优化，社融受债券融资拖累-2023/01/11

投资建议：国资委启动国企对标，银行“重估之路”开启

中国特色估值体系之下，需重点关注国企核心竞争力及内在价值被认知，对应到银行，核心竞争力主要体现在业绩释放和严格不良认定，内在价值主要表现为稳健资产质量和较高股息率。上市银行“国资”背景浓厚，有望在中国特色估值体系之下，获得估值重塑。继续看好银行板块，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济下行；货币政策转向；资产质量恶化。

图1：中国特色估值体系建设

时间	会议	内容
2022.11	2022金融街论坛年会	易会满首次提出“中国特色的估值体系”概念，表示“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，让市场更好认识企业内在价值。”
2022.11	/	证监会印发《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》。
2023.2	中央企业提高上市公司质量工作专题会	提出要以“落实机制、抓好进度、干出成效”为重点落实下阶段工作，让市场和投资者看到实实在在的成效。
2023.3	国有企业对标世界一流企业价值创造行动	提出“聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平”、“着力构建有利于企业价值创造的良好生态”。

资料来源：新华社，财联社，中国电力网，民生证券研究院整理

图2：各行业上市公司国企数量及国企市值占比

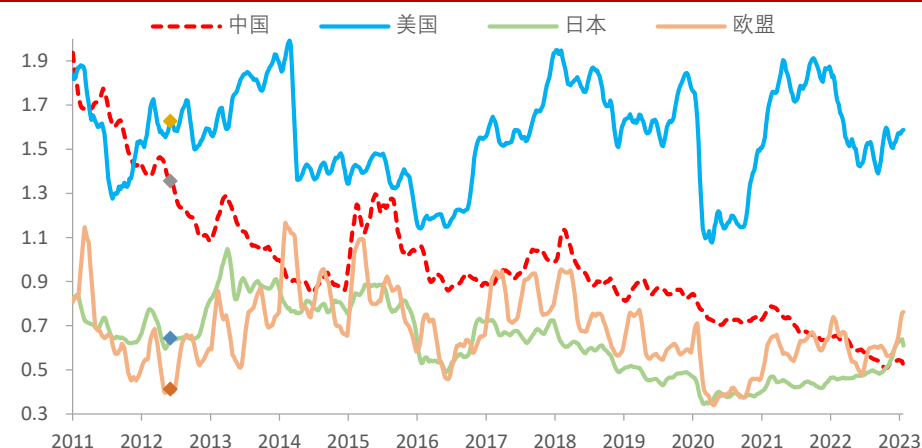
行业	国企数量占比	国企市值占比
煤炭	79%	92%
公用事业	68%	88%
建筑装饰	50%	84%
国防军工	63%	83%
钢铁	62%	76%
交通运输	67%	74%
石油石化	48%	74%
非银金融	65%	74%
食品饮料	30%	73%
银行	62%	72%
综合	52%	68%
通信	27%	66%
社会服务	60%	66%
商贸零售	41%	59%
房地产	55%	58%
计算机	30%	52%
建筑材料	35%	51%
环保	46%	50%
有色金属	39%	48%
传媒	53%	46%
基础化工	30%	43%
机械设备	28%	37%
汽车	27%	32%
医药生物	23%	26%
农林牧渔	38%	24%
电子	19%	19%
电力设备	21%	19%
纺织服饰	14%	18%
美容护理	19%	12%
轻工制造	10%	8%
家用电器	18%	6%

资料来源：Wind，民生证券研究院

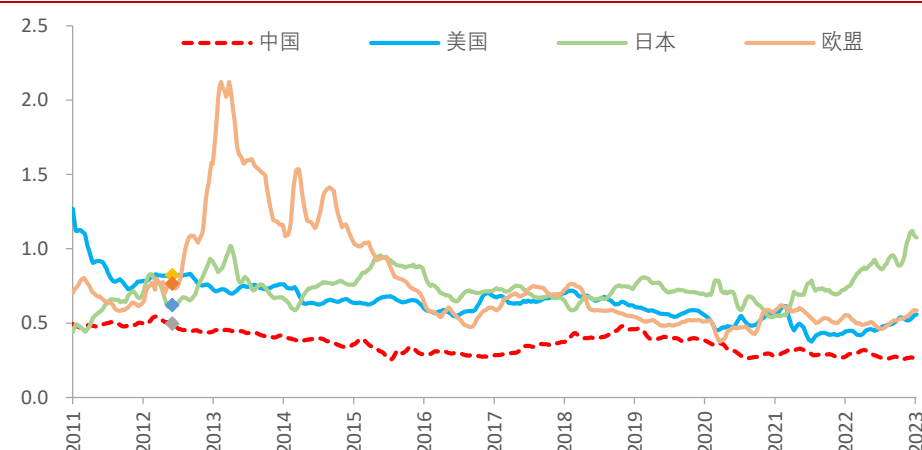
图3：截至 2021 年各行业 ROE 水平 (TTM, 整体法)

行业	2017	2018	2019	2020	2021
食品饮料	18.1%	20.3%	20.4%	21.1%	20.6%
基础化工	9.9%	11.3%	4.6%	9.3%	17.3%
煤炭	12.4%	12.5%	11.5%	10.2%	17.2%
家用电器	18.9%	15.3%	17.1%	16.0%	15.9%
建筑材料	12.7%	17.1%	15.2%	15.0%	15.4%
钢铁	13.8%	15.9%	8.4%	8.0%	13.8%
有色金属	6.4%	2.7%	1.8%	5.7%	13.1%
医药生物	12.3%	10.0%	8.5%	9.4%	11.9%
美容护理	6.5%	7.5%	10.2%	0.3%	11.6%
电子	6.3%	5.5%	5.8%	6.6%	10.8%
银行	13.3%	12.6%	11.9%	10.6%	10.7%
非银金融	10.6%	8.2%	11.8%	9.6%	10.1%
电力设备	8.5%	4.6%	5.6%	8.2%	10.1%
交通运输	10.4%	8.0%	8.1%	1.0%	9.5%
石油石化	4.5%	6.7%	6.0%	3.2%	9.5%
轻工制造	12.5%	10.0%	9.8%	9.1%	9.1%
机械设备	7.0%	3.5%	5.4%	8.4%	8.5%
建筑装饰	10.6%	10.1%	9.2%	8.8%	7.7%
纺织服饰	9.4%	4.1%	1.4%	1.4%	7.1%
汽车	12.9%	9.6%	6.5%	6.6%	7.0%
环保	9.5%	5.4%	5.5%	6.2%	6.3%
计算机	10.2%	6.6%	6.3%	6.5%	6.0%
传媒	10.0%	-2.1%	0.0%	1.0%	6.0%
国防军工	3.1%	1.7%	2.6%	4.4%	5.1%
通信	3.4%	1.4%	-0.4%	3.5%	4.1%
公用事业	6.4%	7.0%	7.3%	8.9%	3.1%
房地产	13.1%	13.3%	12.5%	9.8%	2.6%
商贸零售	7.4%	7.3%	6.6%	2.5%	-1.5%
综合	5.1%	1.8%	-0.3%	-0.7%	-2.6%
社会服务	8.9%	4.5%	7.6%	-0.6%	-4.6%
农林牧渔	8.3%	5.5%	15.0%	16.8%	-6.2%

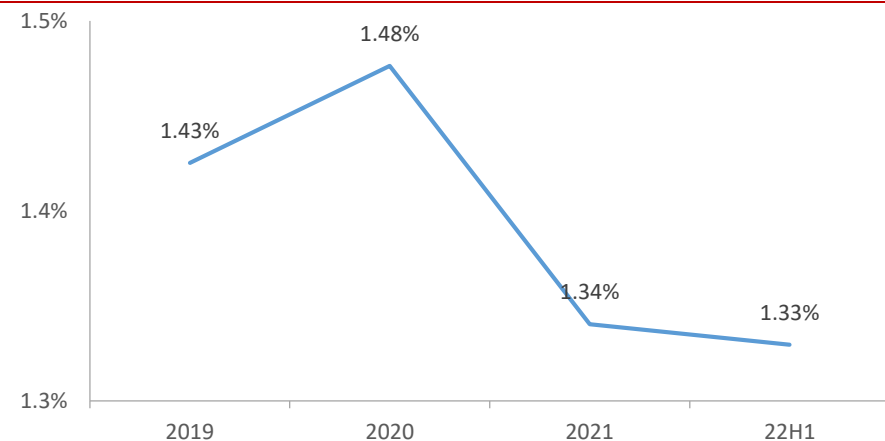
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：2010 年以来中美日欧银行板块 PB 对比（截至 2023.3.3）


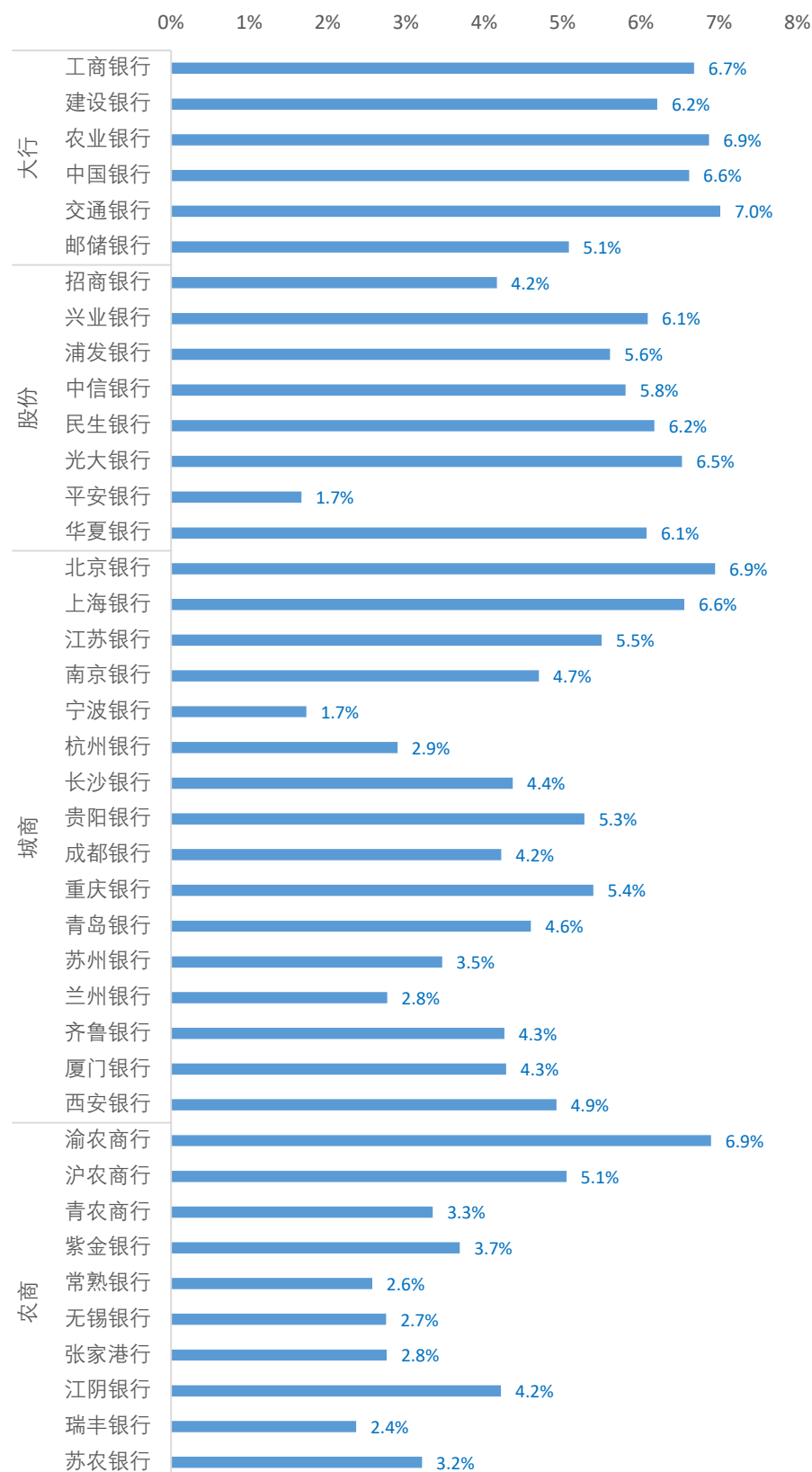
资料来源：Wind，民生证券研究院 注：23 年 3 月 3 日是国企对标的起点，因此选取该日期为截止日，下同。

图5：中美日欧银行板块 PE 相当于大盘的倍数（截至 2023.3.3）


资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：截至 22H1 上市银行不良贷款率


资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：上市银行股息率（按 2023.3.7 收盘价）


资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：上市银行国资持股比例（22Q3）及 PB 估值

银行类型	银行名称	前十大股东中 国资股东持股比例	前十大股东中 国资直接持股比例	PB-LF
国有行	农业银行	84.23%	82.04%	0.47
国有行	邮储银行	71.07%		0.65
国有行	工商银行	70.63%	69.31%	0.51
国有行	中国银行	67.56%	64.02%	0.48
国有行	建设银行	59.32%	57.11%	0.55
国有行	交通银行	37.16%	29.95%	0.45
股份行	华夏银行	73.39%		0.33
股份行	中信银行	72.96%		0.46
股份行	光大银行	63.18%		0.42
股份行	浦发银行	53.06%		0.37
股份行	兴业银行	40.89%		0.55
股份行	招商银行	35.32%		1.13
股份行	浙商银行	16.45%		0.46
股份行	平安银行	3.14%		0.74
股份行	民生银行	0.00%		0.30
城商行	杭州银行	40.18%	11.86%	0.91
城商行	江苏银行	39.73%		0.65
城商行	南京银行	37.11%		0.82
城商行	齐鲁银行	36.57%	9.22%	0.66
城商行	西安银行	36.39%		0.56
城商行	上海银行	35.89%	2.05%	0.44
城商行	长沙银行	35.13%	16.82%	0.60
城商行	成都银行	34.64%		1.03
城商行	贵阳银行	32.30%	16.75%	0.41
城商行	重庆银行	30.86%		0.56
城商行	厦门银行	26.82%		0.71
城商行	北京银行	22.77%	8.63%	0.40
城商行	宁波银行	22.36%		1.28
城商行	郑州银行	21.66%	7.23%	0.46
城商行	兰州银行	20.74%	11.81%	0.77
城商行	苏州银行	20.04%		0.78
城商行	青岛银行	13.37%		0.66
农商行	沪农商行	56.16%	8.36%	0.56
农商行	紫金银行	25.55%	2.55%	0.59
农商行	青农商行	25.35%		0.54
农商行	渝农商行	22.01%		0.39
农商行	张家港行	15.33%		0.81
农商行	常熟银行	14.89%		1.01
农商行	无锡银行	14.38%		0.75
农商行	苏农银行	7.95%		0.62
农商行	瑞丰银行	6.72%		0.77
农商行	江阴银行	0.00%		0.70

资料来源：Wind，民生证券研究院 注：国资持股比例根据 22Q3 财报及后续权益变动公告测算

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐
		相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐
		相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	行业评级	中性
		相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避
		相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐
		相对基准指数涨幅 5%以上
		中性
		相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避
		相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026