

证券研究报告



# 国企改革成效与中特估值下的投资思路

## 宏观经济2023年中期投资策略

姓名 何宁（分析师）

证书编号：S0790522110002

邮箱：hening@kysec.cn

2023年5月10日

# 核心观点

## 当今世界面临百年未有之大变局

世界力量对比发生变化，全球经济呈现“东升西降”；逆全球化思潮兴起；地缘政治局势动荡。

## 我国统筹发展与安全

2014年4月15日，习近平总书记首次提出“总体国家安全观重大战略思想”；2022年党的二十大报告中“安全”一词创历史之最多的91次。2021年全球安全指数小幅回升，美国、俄罗斯、中国排名居前，分别为0.57、0.55、0.46。中国经济、民生、外贸安全较高。

## 国企自身特点与国企改革成效

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，央企和地方国企改革完成率超98%。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；（2）除传统周期行业外，国企净利润率普遍低于民企；（3）央企与地方国企资产负债率偏高，不过近年已逐渐下行。

## 新一轮改革展望与中特估值

下一步国企改革将围绕以下展开：（1）聚焦主业，轻装上阵；（2）继续完善中国特色现代企业制度；（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。同时，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。“中特估值”应是在中国式现代化新征程下，脱胎于中国特色资本市场服务实体经济和国家战略，并区别于传统西方估值体系的资产定价体系。央国企不断深化改革进程使市场将其作为中特估值的“锚”。

## 中国特色估值体系下的国企投资思路

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国企或更具优势。

（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。

（3）企业层面，股息率是衡量央国企稳定性和分红能力的重要指标。除此之外，需关注“一利五率”中新增的利润总额、净资产收益率、营业现金比率等，ROE有明显改善的央国企估值回归的空间更大。

## 国央企全天候策略：选股优化、风格轮动

基于随机森林模型解构市场对国央企的审美迁移，以此构建多因子打分模型，并通过价值和成长风格轮控制回撤，提高年化收益率、夏普比至15.8%、93.3%。

**风险提示：**国内经济恢复不及预期；俄乌冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

# 目录

## CONTENTS

- 1 当今世界面临百年未有之大变局
- 2 我国统筹发展与安全
- 3 国企自身特点与国企改革成效
- 4 新一轮改革展望与中特估值
- 5 中国特色估值体系下的国企投资思路
- 6 国央企全天候策略：选股优化、风格轮动
- 7 风险提示

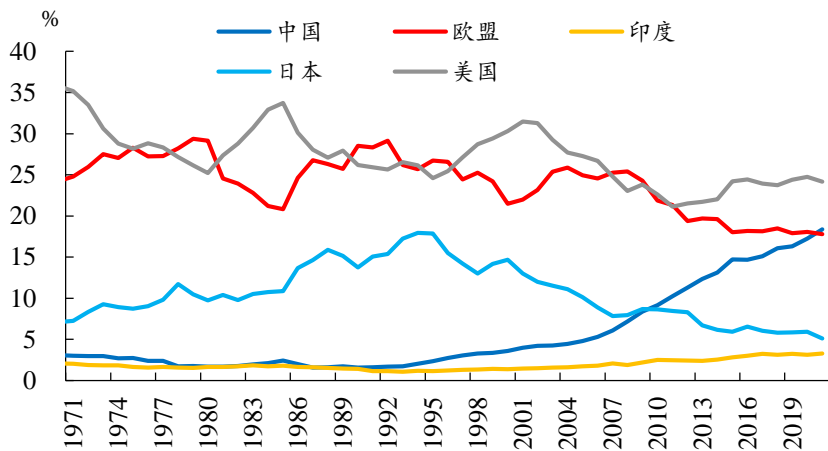


# 1.1 当今世界正面临百年未有之大变局

## 世界主要力量对比发生重要变化

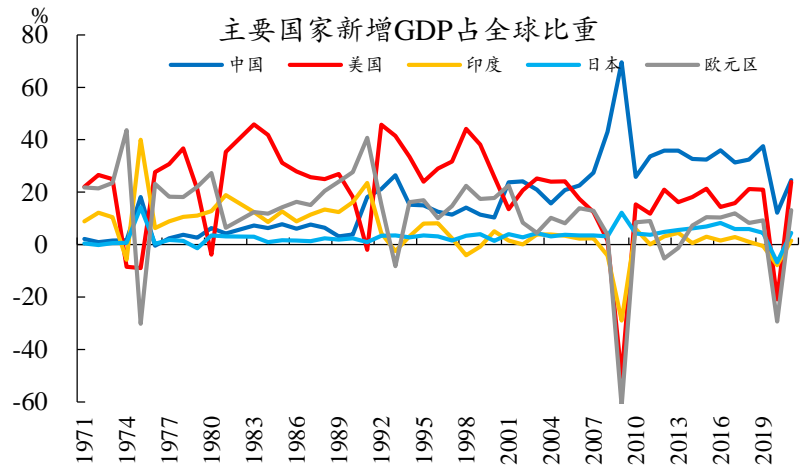
- 习近平总书记在2018年6月的中央外事工作会议讲话上指出：“当前，我们处于近代以来最好的发展时期，世界处于百年未有之大变局，两者同步交织、相互激荡。”在二十大报告中，习近平总书记又再次指出：“世界百年未有之大变局加速演进，新一轮科技革命和产业变革深入发展，国际力量对比深刻调整。”
- 百年未有之大变局，其背后是**世界主要力量对比发生变化**，即新兴经济体的经济快速发展与崛起，特别是中国经济的快速发展，带动全球经济增长引擎逐渐从传统的欧美发达国家转向亚太等新兴市场国家，全球经济发展呈现出“东升西降”的格局。经济力量相对强弱的变化，叠加欧美国民粹主义、单边主义等思潮兴起，其影响力已经逐渐趋下行，从而带动原有的世界格局发生深刻改变。

图1：主要国家占全球GDP比重对比图



数据来源：世界银行、开源证券研究所

图2：中国成为驱动全球经济增长的重要增量



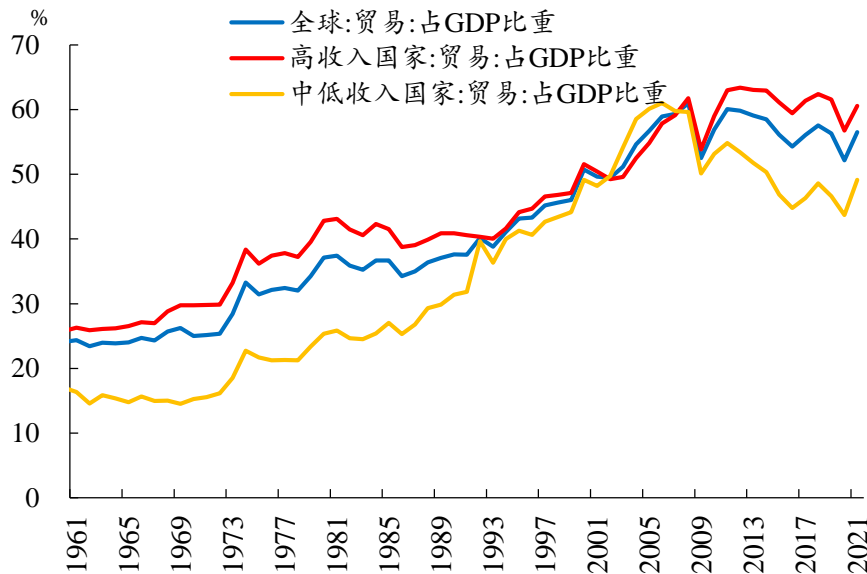
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2 当今世界正面临百年未有之大变局

### 逆全球化思潮逐渐兴起

- 百年前未有之大变局的另一表现则是逆全球化思潮的逐渐兴起，2008年国际金融危机后，英国脱欧、中美贸易摩擦等一系列事件，标志着逆全球化思潮在全球的逐渐兴起与发展。
- 我们以全球贸易额占GDP的比重来观察当前全球化的进程，可以发现自1960年代以来，全球主要国家贸易占GDP的比重始终在上升，且中低收入国家贸易占GDP的比重上升较高收入国家更快，并在2002年左右超过高收入国家。
- 但自2008年金融危机发生后，全球贸易额占GDP比重便开始下滑，其中中低收入国家下滑的速度较快，当前已经严重落后于高收入国家。事实上，全球贸易占GDP比重当前仍较2008年有一定程度的差距，反映出逆全球化正在切实发生。
- 为何逆全球化思潮逐渐兴起，我们认为**一是**经济全球化导致不同国家之间的收入分配并不一致，这加大了不同国家之间的贫富差距；**二是**参与经济全球化的国家，其国内不同经济部门获得的收益也不尽相同，导致国内不同群体间的矛盾激化（如美国的铁锈州等）；**三是**经济全球化需要政治治理的全球化，但当前的多边机构由于改革乏力，无法承担这样的职责，导致相关矛盾不断加深。

图3：全球贸易占GDP比重自2008年后开始下行



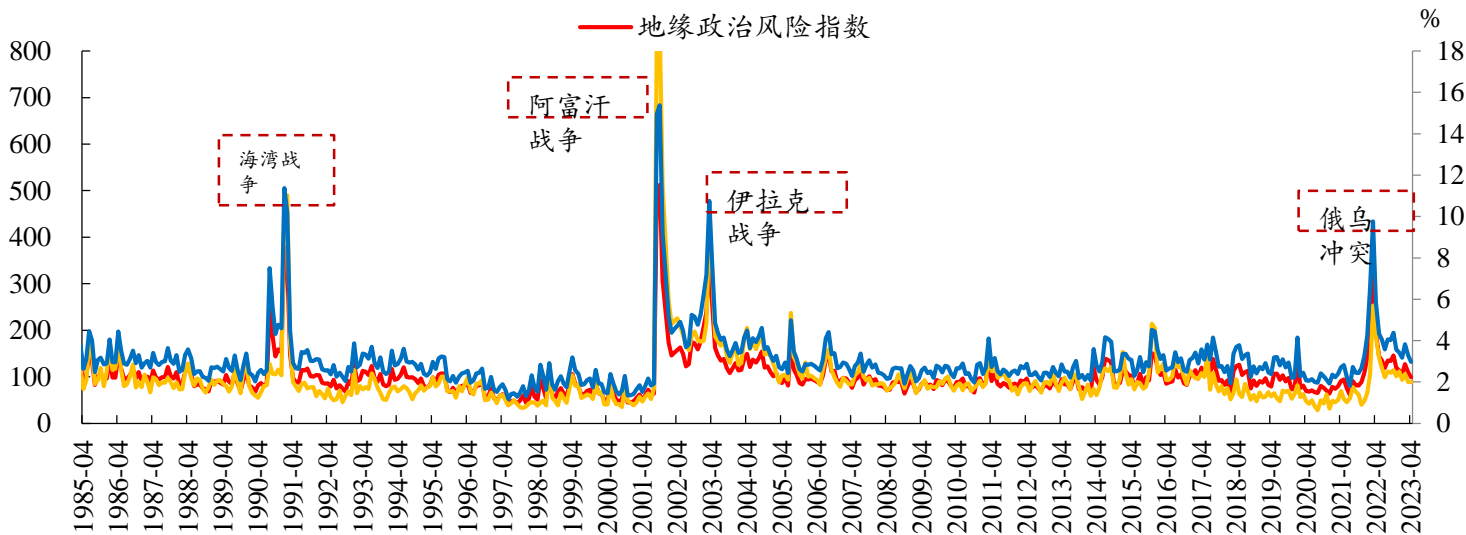
数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.3 当今世界正面临百年未有之大变局

## 地缘政治局势持续动荡

- 当今世界并不安宁，地缘政治冲突始终存在。特别是俄乌冲突发生以来，全球地缘政治风险指数开始大幅提升，地缘政治风险报道占比也迅速提升。当前俄乌冲突仍在持续进行当中，和平曙光尚未到来，热点问题（阿富汗、朝核问题）还尚未解决，促使全球地缘政治局势始终成为各国关心的重要议题与政策制定的重要变量。
- 地缘政治不稳定还会使得不同国家/地区之间的矛盾面临激化。需要关注我国与周边国家/地区潜在的领土主权争端、气候变化问题、公共卫生安全等问题。

图4：地缘政治风险始终存在



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.4 当今世界正面临百年未有之大变局

## 中美摩擦不断

- 奥巴马政府时期开始提出重返亚太。到特朗普政府时期，其在2017年的首份国家安全战略报告中，将中国确定为战略竞争对手，并推动“印太”构想的实施，希望通过链接印度与日本等盟友来弱化中国的影响力<sup>1</sup>，并且对我国相关商品征收高额关税，造成中美贸易摩擦。
- 拜登政府上台后，更是推出了“印太经济框架”（Indo-Pacific Economic Framework for Prosperity, IPEF），包含供应链、数字经济、应对气候变化、反腐败与反贿赂等4大支柱，希望加强与区域内国家的合作，从而削弱中国的经济影响力。此外，还通过一系列法案，推动供应链本土化与制造业回流。

表1：印太经济框架成员国GDP占全球比重

国家名称	占全球GDP比重（2021年，%）
澳大利亚	1.61
文莱	0.01
印度	3.30
印度尼西亚	1.23
日本	5.14
韩国	1.87
马来西亚	0.39
新西兰	0.26
菲律宾	0.41
新加坡	0.41
泰国	0.53
越南	0.38
美国	23.93
合计	39.50

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.黄大慧、毕海东：“亚太百年变局：动力、形态与中国方位”，《中国人民大学学报》，2020年第4期，第109页。



# 目录

## CONTENTS

- 1 当今世界面临百年未有之大变局
- 2 我国统筹发展与安全
- 3 国企自身特点与国企改革成效
- 4 新一轮改革展望与中特估值
- 5 中国特色估值体系下的国企投资思路
- 6 国央企全天候策略：选股优化、风格轮动
- 7 风险提示

## 2.1 统筹发展与安全：百年未有之大变局的主动应对

发展与安全是国家治理的两件大事，两者的关系随着局势的发展动态演化

图5：统筹发展与安全的概念演化



新中国成立至改革开放前

- ▶ **战争与革命**是当时的时代主题，20世纪上半叶，世界经历了两次世界大战，随后又进入美苏冷战，战争根源并未消除，国家安全长期面临严重威胁。
- ▶ 我国实施**积极防御的国防战略**，彼时国防建设是国家治理中的重点，安全在国家治理中的地位非常重要，经济建设在很大程度上需要服从于国防建设的需要。

改革开放至党的十八大

- ▶ **和平与发展**成为当时的时代主题，20世纪80年代后，世界政治格局发生了重大变化，冷战的结束更是使得全球局势由“战争与革命”转向“和平与发展”。
- ▶ 我国以**经济建设为中心**，利用和平环境加快自身的发展，此时发展是国家治理的首要目标，经济建设取得了巨大成就，但安全的重要性也开始变得更加突出。

党的十八大以来

- ▶ **世界经历百年未有之大变局**，和平与发展仍然是时代主题，同时全球不确定性明显增强。我国发展过程中面临的机遇和挑战都有新的发展变化。
- ▶ 更好的**统筹发展与安全**，发展仍是解决我国一切问题的基础和关键，破解各种突出矛盾和问题，防范化解重大风险，归根到底要靠发展。**强调国家安全在党和国家工作大局中具有重要地位**，要坚持总体国家安全观，做到发展和安全并重，推动高质量发展和高水平安全良性互动与动态平衡。

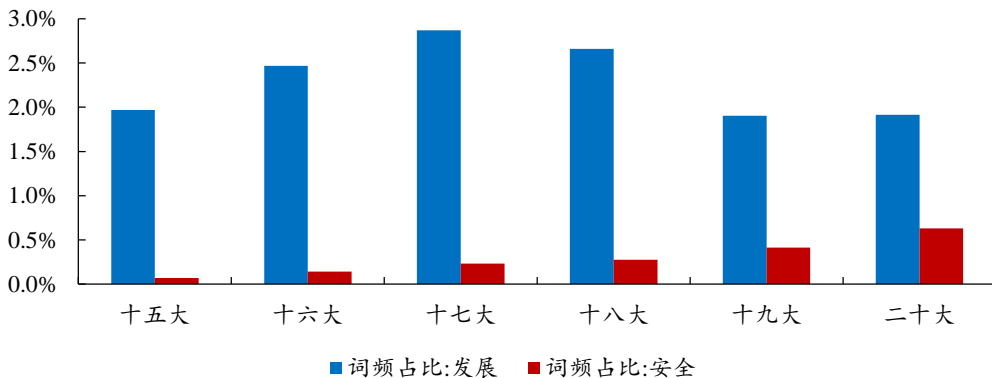
资料来源：钟开斌《统筹发展和安全：概念演化与理论转化》、开源证券研究所

## 2.2 全球安全指数：统筹发展与安全

2014年4月15日，习近平总书记首次提出“总体国家安全观重大战略思想”和11个领域的安全；2021年《十四五规划和2035年远景目标纲要》把**维护国家安全放在更加突出的位置**，列出专章“统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国”；2022年党的二十大报告中“安全”一词创历史之最高的91次，**并作出推进国家安全体系和能力现代化的新部署**。

我们对全国代表大会报告进行NLP分词，**数据显示“安全”词频从十五大的0.1%上升至二十大的0.6%，“发展”词频在十七大见顶后持续回落**。目前，中国已进入中华民族伟大复兴关键阶段，要实现中国式现代化，实现中华民族伟大复兴、构建新发展格局，需要更好统筹发展和安全。**如何测度国家安全水平并衡量在全球所处水平，其必要性和迫切性趋于上升**。

图6：全国代表大会报告，“安全”词频持续上升



数据来源：人民政府网、开源证券研究所

## 2.3 全球安全指数：如何构建和测度？

在总体国家安全观的基础上，我们根据数据可得性和横纵向可比性，筛选了经济、技术、能源、外贸、粮食、军事、民生7个维度的指标，归一化后加权计算国家安全指数。权重方面，经济、技术、能源为20%，其余四项为10%。

目前，国家安全指数可覆盖11个国家，时间序列从1989年至2021年。

表2：安全指数及指标计算

大类指标	指标计算	方向	权重
经济安全	实际GDP增长率除以该年份之前四年至之后四年实际GDP增长率的标准差	正向指标	20%
技术安全	国内研发支出/GDP	正向指标	20%
能源安全	能源进口/能耗总量	负向指标	20%
外贸安全	贸易差额/进出口总额	正向指标	10%
粮食安全	单位粮食产量	正向指标	10%
军事安全	军费支出/GDP	正向指标	10%
民生安全	失业率	负向指标	10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

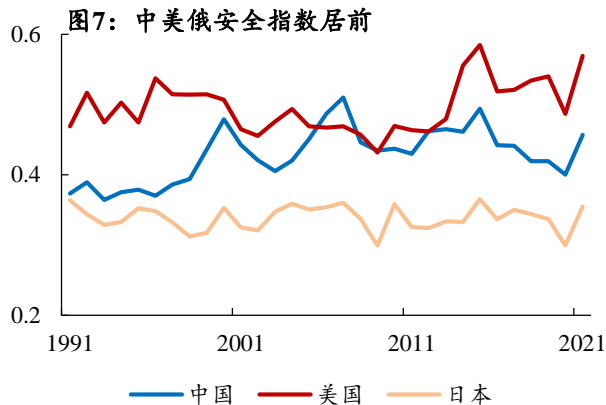
## 2.4 全球安全指数：中美俄居前，欧洲偏低

2021年全球安全指数小幅回升，美国、俄罗斯、中国排名居前，分别为0.57、0.55、0.46。

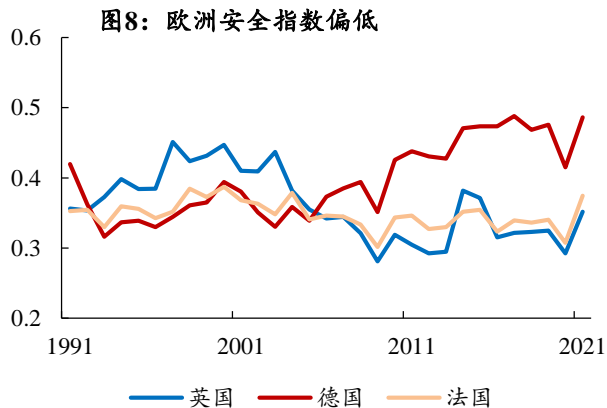
(1)经济和外贸两大驱动下，我国安全指数自1991年以来持续上升，2007年见顶后逐步回落，技术安全改善，经济、外贸、能源、民生等分项下滑。

(2)欧洲国家安全指数普遍不高，能源、粮食、外贸对外依赖度较高。其中，德国安全指数显著上行。

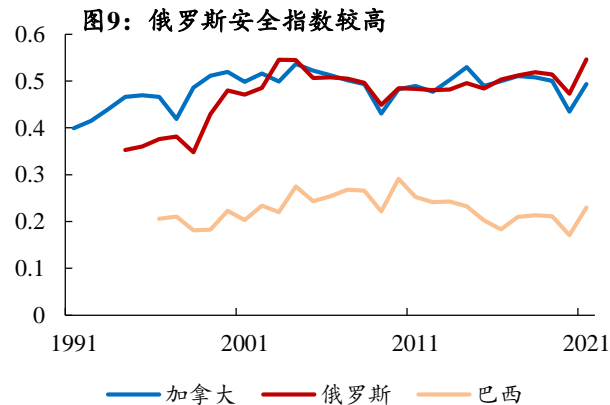
(3)有趣的是，俄罗斯安全指数较高，紧握能源和粮食两大资源，具备较好的外贸竞争优势，在一定程度上解释了欧美对俄多轮制裁收效不佳，欧洲大幅受创。



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

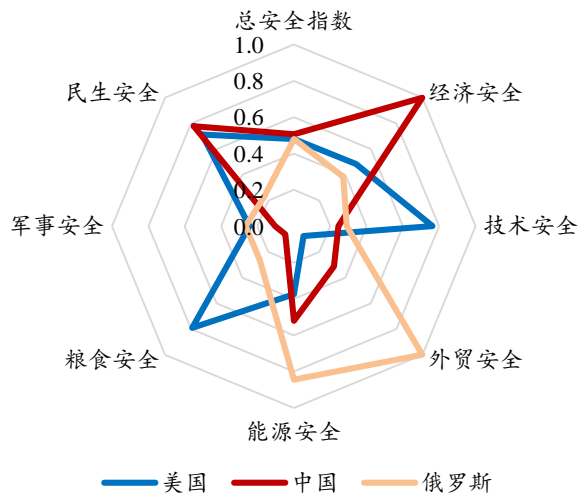


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.5 全球安全指数：中美俄居前，欧洲偏低

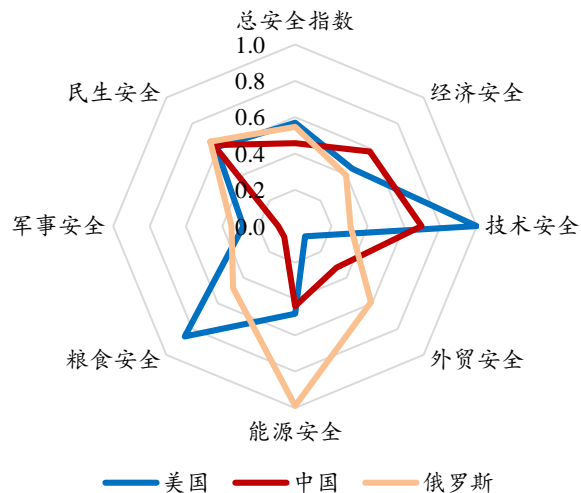
- (1)美国：2021年技术、粮食安全占优，外贸安全较差；与2000年相比，技术优势进一步扩大，能源对外依赖度改善。
- (2)俄罗斯：2021年能源、外贸、军事、民生、粮食均处于较高水平；与2000年相比，能源优势扩大、外贸优势收窄。
- (3)中国：2021年经济、民生、外贸安全水平较高；与2000年相比，技术安全改善，经济安全、能源安全趋弱。

图10：2000年中国经济能源安全极强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021年中国经济、民生、外贸安全水平较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

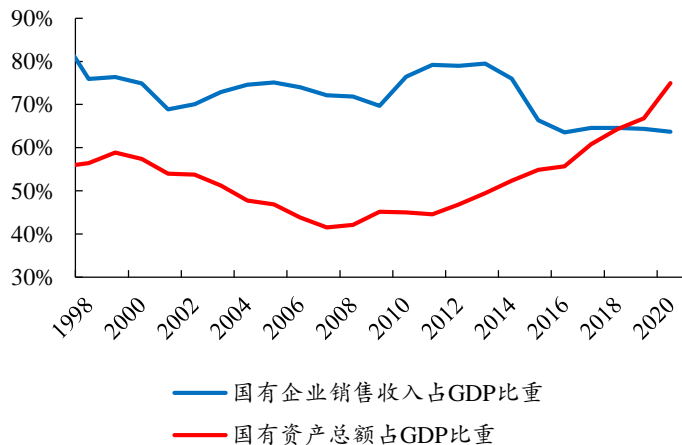
- 1 当今世界面临百年未有之大变局
- 2 我国统筹发展与安全
- 3 **国企自身特点与国企改革成效**
- 4 新一轮改革展望与中特估值
- 5 中国特色估值体系下的国企投资思路
- 6 国央企全天候策略：选股优化、风格轮动
- 7 风险提示

## 3.1 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。

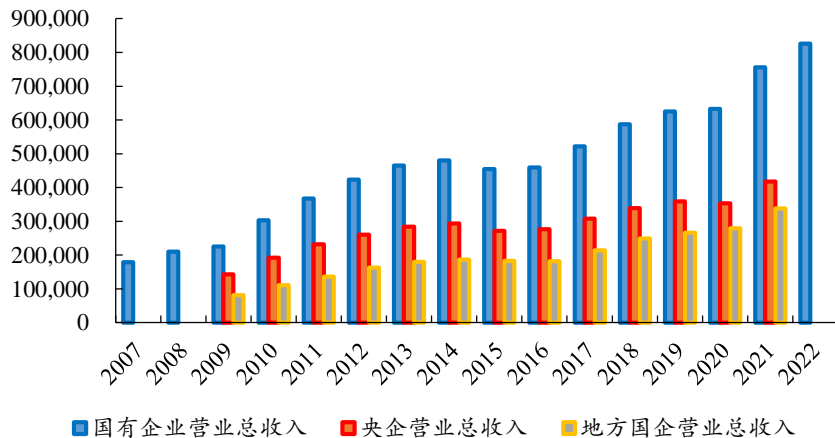
国有企业凭借自身特点，在稳定性、技术能力等方面具备领先优势，且在危机时刻能发挥助企纾困作用。中央企业2022年全年实现营业收入39.4万亿元、同比增长8.3%，利润总额2.55万亿元、增长5.5%。有效支撑了我国经济发展保持稳中向好。

图12：国有资产总额占GDP比重达70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

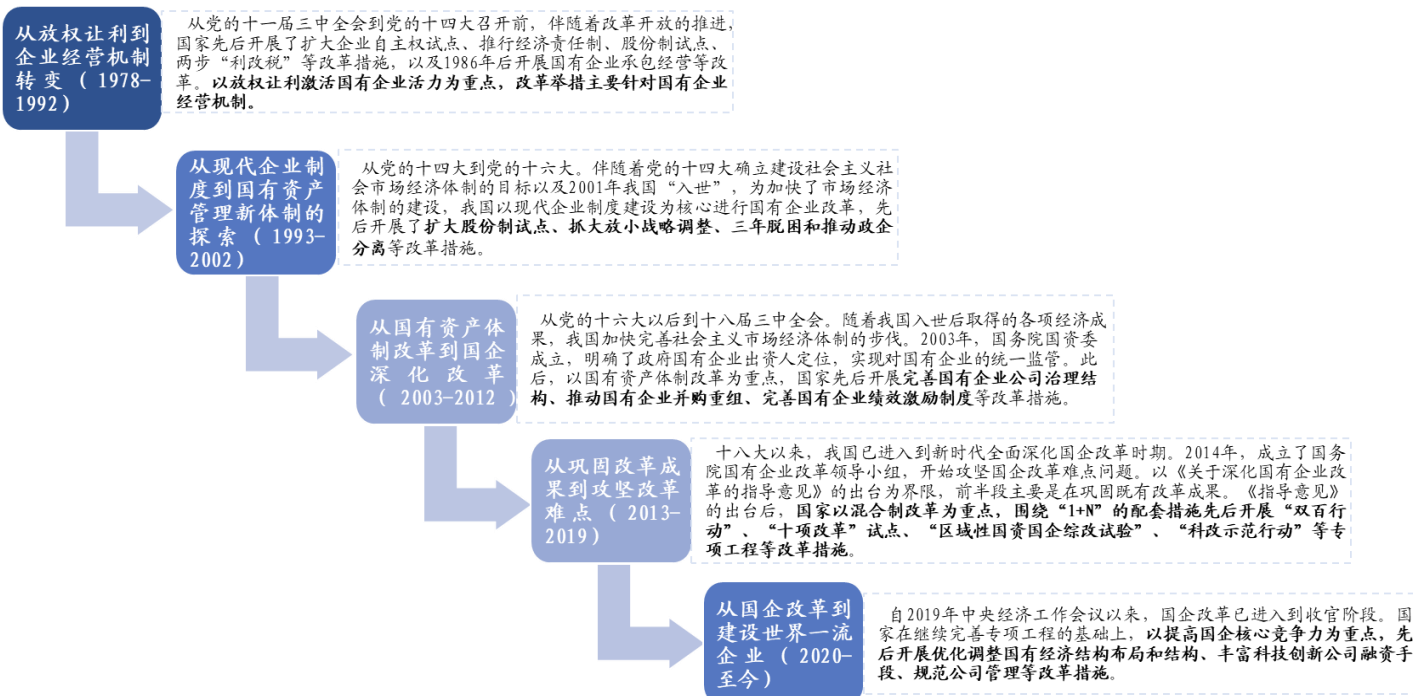
图13：国企营业总收入逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所



图14：我国的国企改革可以大致分为五个阶段



资料来源：国资委、开源证券研究所

### 3.3 国企改革三年行动后，国企提质增效成果明显

#### 央企改革三年行动方案的完成情况

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。

中国特色现代企业  
制度更加成熟定型

有效推进国有经济  
布局优化和结构调  
整

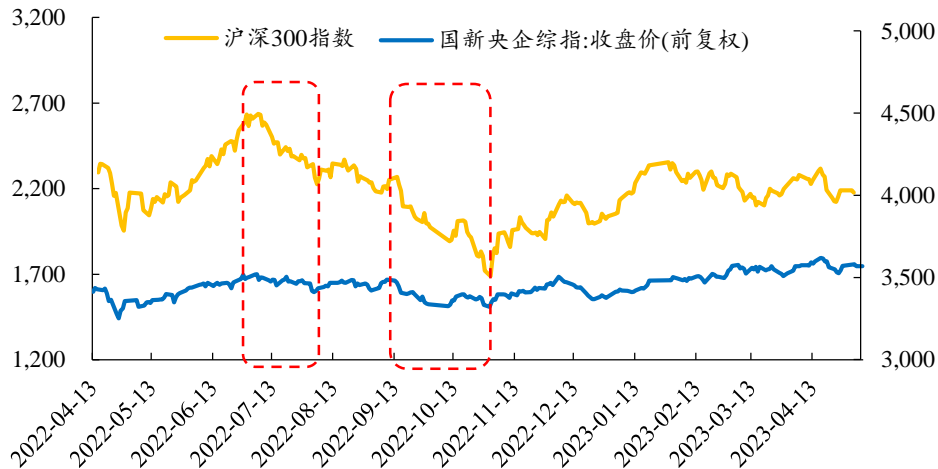
市场化经营体制逐  
步健全

混合所有制改革成  
效显著

## 3.4 国企改革三年行动后，国企提质增效成果明显

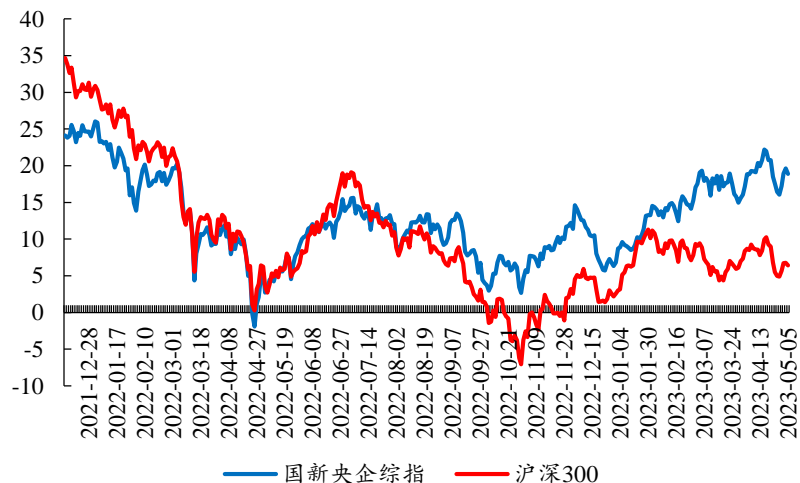
央企的稳定性和抗风险能力在资本市场也有所体现，观察央企2022年市场表现，在多数市场指数下跌的过程，央企综合指数保持了较好的韧性。

图15：央企指数市场波动性远低于大盘指数



数据来源：Wind、开源证券研究所；单位：点

图16：2022年以来央国企投资回报优于大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：数据为2018年以来累计涨跌幅（%）

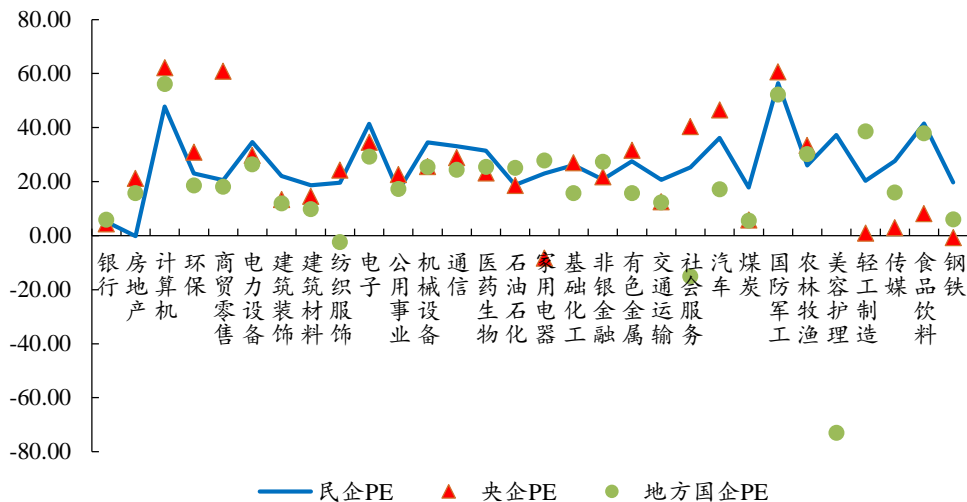
## 3.5 传统估值体系下国企估值偏低

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。

(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。

图17：多数行业民营企业估值高于央国企



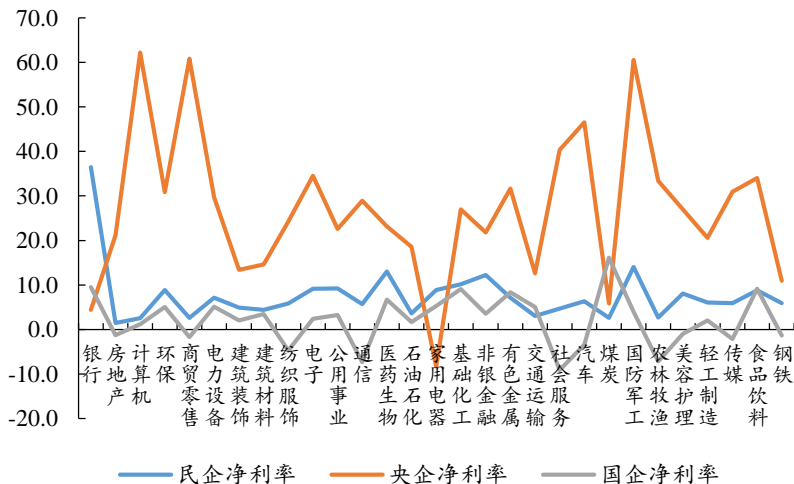
数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据来自2023Q1财报

## 3.6 传统估值体系下国企估值偏低

### (2) 除传统周期行业外，央企ROE普遍低于民企。

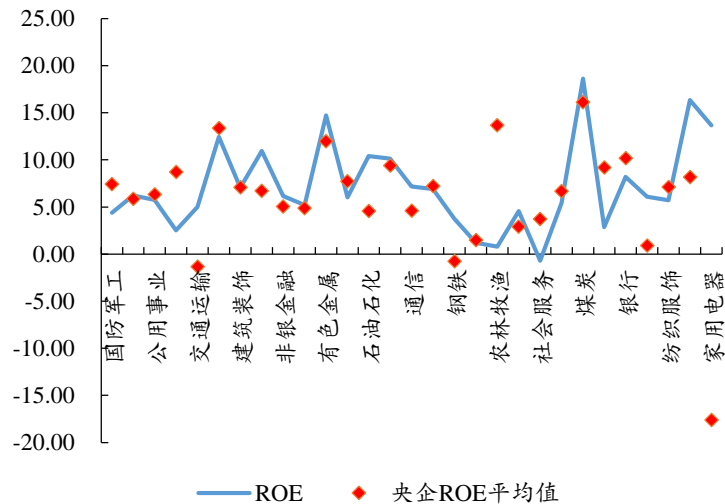
我们用各行业企业的销售净利率中位数来代表三类企业在各行业的平均盈利水平，除传统行业以外，国有企业的平均净利润率低于非国企。央企大多以重资产为主，规模体量大，在营收的绝对体量上占据优势。在营收规模最大的前100家上市公司中，央企和国企占76家，且平均总市值高于民营企业。

图18：2022年央企净利率总体表现较好，国企较差



数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据来自2022年报

图19：央企ROE总体低于行业平均值



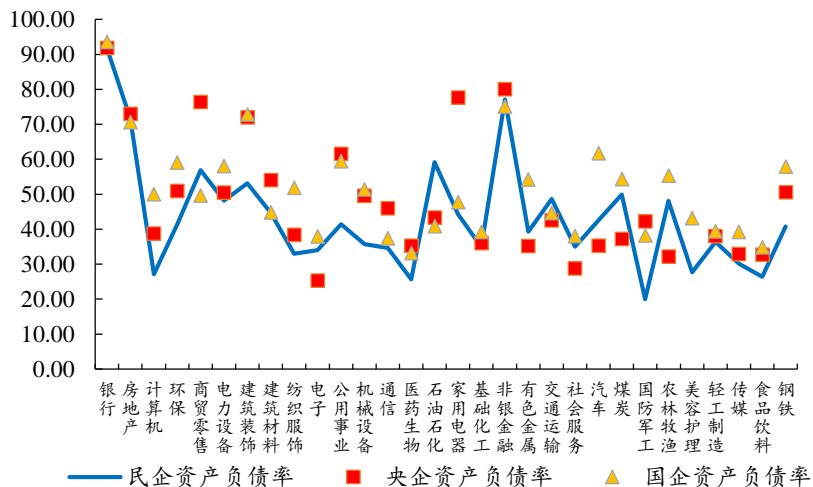
数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据来自2022年报

## 3.7 传统估值体系下国企估值偏低

### (3) 国有企业杠杆率偏高，但近年逐渐下行。

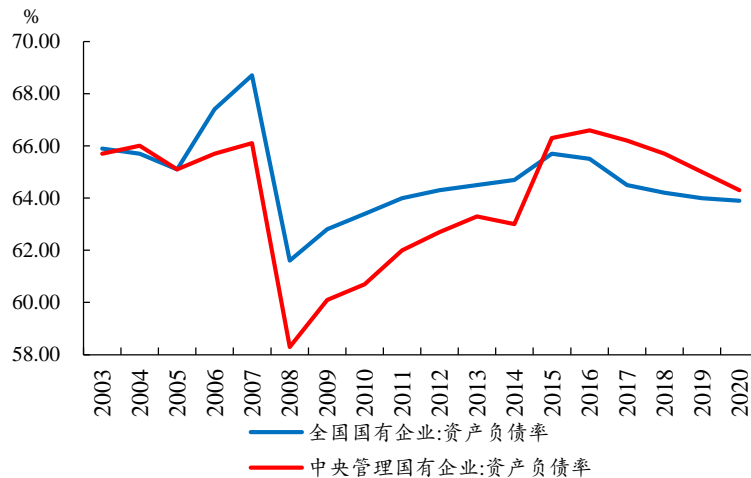
我们采用资产负债率来衡量杠杆水平。一方面，国企承担社会民生职能，存在预算软约束，举债时可能需要考虑对国民经济的承托以及配合产业、社会政策的落实等，增减债务的决策不如民企灵活。另一方面，在政府或国资委的背景下，国企具备较好的信誉和流动性，违约风险低。相对民企，国企更容易得到债务融资。

图20：民营企业负债率总体低于央国企



数据来源：Wind、开源证券研究所注：数据来自2022年报

图21：近年来央国企负债率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

央国企与非国有企业财务  
指标综合对比

表3：央国企财务指标比非国有企业偏低

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	5.10	4.37	5.90	36.5	4.4	9.5	91.88	91.91	93.62
房地产	-0.17	21.18	15.70	1.4	21.2	-1.3	71.72	73.00	70.68
计算机	47.77	62.24	56.11	2.5	62.2	1.1	27.18	38.80	50.10
环保	23.01	30.89	18.61	8.9	30.9	5.1	41.40	51.00	59.14
商贸零售	20.55	60.83	18.16	2.6	60.8	-1.8	56.90	76.46	49.69
电力设备	34.70	29.73	26.42	7.1	29.7	5.1	48.19	50.55	58.14
建筑装饰	22.11	13.41	11.96	4.9	13.4	2.0	53.16	72.07	72.88
建筑材料	18.64	14.60	9.77	4.4	14.6	3.5	44.71	54.13	44.85
纺织服装	19.62	24.27	-2.36	5.8	24.3	-4.8	33.04	38.45	51.91
电子	41.44	34.56	29.24	9.1	34.6	2.3	34.00	25.35	37.97
公用事业	16.47	22.57	17.29	9.2	22.6	3.3	41.46	61.55	59.53
机械设备	34.54	25.57	25.45	10.9	25.6	3.6	35.70	49.59	51.46
通信	33.11	28.91	24.37	5.7	28.9	-7.3	34.62	46.05	37.43
医药生物	31.47	23.19	25.52	13.0	23.2	6.7	25.68	35.36	33.25
石油石化	18.79	18.60	25.07	3.6	18.6	1.7	59.21	43.35	40.92
家用电器	23.06	-8.33	27.79	8.9	-8.3	5.3	44.30	77.74	47.77
基础化工	26.08	26.98	15.79	10.1	27.0	9.0	34.90	36.02	39.24
非银金融	20.83	21.79	27.32	12.2	21.8	3.5	77.10	80.08	75.18
有色金属	27.55	31.65	15.78	7.1	31.7	8.4	39.30	35.26	54.24
交通运输	20.68	12.59	12.36	3.0	12.6	5.0	48.62	42.53	44.66
社会服务	25.30	40.39	-15.02	4.7	40.4	-9.1	34.98	28.80	38.08
汽车	36.17	46.55	17.15	6.4	46.5	-3.4	42.48	35.32	61.78
煤炭	17.87	5.85	5.61	2.6	5.8	16.1	49.89	37.24	54.39
国防军工	56.39	60.60	52.19	14.0	60.6	4.0	20.04	42.24	38.30
农林牧渔	26.04	33.38	30.26	2.6	33.4	-7.2	48.12	32.24	55.33
美容护理	37.30		-72.98	8.0		-1.0	27.64		43.21
轻工制造	20.35	20.57	38.57	6.1	20.6	2.0	36.37	38.11	39.44
传媒	27.65	30.94	15.99	5.9	30.9	-2.2	30.15	32.96	39.27
食品饮料	41.50	34.06	37.89	8.8	34.1	9.1	26.44	32.79	34.91
钢铁	19.67	10.94	6.03	5.9	10.9	-1.4	40.77	50.66	57.92

数据来源：Wind、开源证券研究所，单位：倍、%

注：数据来自2022年报、2023一季报

# 目录

## CONTENTS

- 1 当今世界面临百年未有之大变局
- 2 我国统筹发展与安全
- 3 国企自身特点与国企改革成效
- 4 **新一轮改革展望与中特估值**
- 5 中国特色估值体系下的国企投资思路
- 6 国央企全天候策略：选股优化、风格轮动
- 7 风险提示



## 4.1 近期政策表述明确国企做优做强做大目标

- 二十大报告强调“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”，为国企改革定下了政策基调。
- **国企未来改革方向**：第一，聚焦主业，轻装上阵。第二，继续深化混合所有制改革。第三，完善中国特色国有企业现代公司治理。第四，进一步实现国企市场化运营。

表4：近期国企改革相关政策内容

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。 <b>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。</b>
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) <b>服务推动央企估值回归合理水平。</b> 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) <b>服务助推央企进行专业化整合。</b> 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。 <b>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</b> ，不断完善实现高质量发展的体制机制。
2023.2.2	中国证监会召开2023年系统工作会议	易主席指出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。
2023.3.3	国资委	国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动。
2023.3.6	上交所总经理蔡建春	共同推动央企用好资本市场的融资优势和资产配置功能，促进央企估值水平合理回归，推动央企上市公司质量提高、价值挖掘和提升。要逐步完善适应不同类型的估值定价逻辑和估值体系。

资料来源：中国政府网、新华社等、开源证券研究所

## 4.2 国家战略目标对国企提出新要求新任务

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。

国资委提出要求，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。

### 央企主要行业分布

- 国防军工
- 机械设备
- 公用事业
- 计算机
- 交运
- 化工

### 地方国企主要行业分布

- 化工
- 交通运输
- 房地产
- 公用事业
- 医药生物
- 汽车

2022年62家央企公布  
数字化转型方案

表5：多行业领域央企正在进行数字化转型

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		林业领域	中国电子
中煤集团	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

## “中国特色估值体系”开启资本市场对央国企业的价值重估

- 2022年11月易会满主席表示“探索建立具有中国特色的估值体系”，2023年2月2日证监会表示“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”。近年来，随着国际局势日益复杂，中央对统筹发展与安全的重视度提升，而中特估值的提出便体现出中央加强资本市场服务国家战略和实体经济的目的。
- 综合来看，“中特估值”应是在中国式现代化新征程下，脱胎于中国特色资本市场服务实体经济和战略目标的过程，产生的区别于传统西方估值体系的资产定价体系。央国企不断深化改革进程使市场将其作为中特估值的“锚”。

### 高质量发展

- **一利五率考核：**利润总额、资产负债率、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

### 服务国家战略

- **战略新兴产业、自主可控、产业转型：**新一代信息技术、人工智能、集成电路、工业母机等战略性新兴产业布局力度，加快实现自主可控，推动传统产业数字化、智能化、绿色化转型升级

### 深化改革

- **受益于国企改革成效：**市场化改革、组织架构变革、科研模式改革创新等

### 统筹发展与安全

- **服务国家发展大局、承担保障性、公益类业务**

资料来源：中国政府网、新华社等、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 当今世界面临百年未有之大变局
- 2 我国统筹发展与安全
- 3 国企自身特点与国企改革成效
- 4 新一轮改革展望与中特估值
- 5 **中国特色估值体系下的国企投资思路**
- 6 国央企全天候策略：选股优化、风格轮动
- 7 风险提示

## 5.1 行业维度：关注绿色、安全、科技三条主线

央国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。

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。

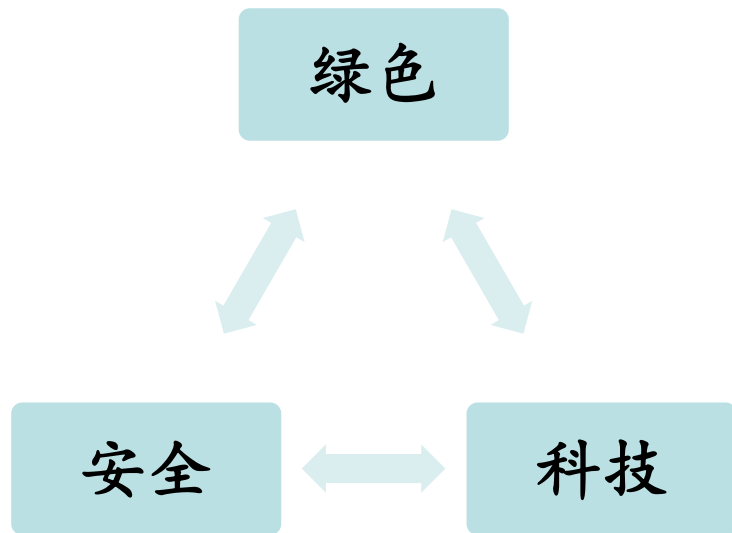


表6：2021-2022年战略新兴产业相关扶持政策梳理

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

## 传统产业转型：

在政策引导下，传统行业的龙头央企正在积极进行数字化、绿色化、智能化转型。原材料、工业、公共事业等领域央企有一定的估值重构空间。

## 战略性新兴布局：

- 党的二十大提出“推动战略性新兴产业融合集群发展”。
- “十四五”发展规划中，多领域提出引导金融机构优化对特定产业的金融服务链条，加强财政资金支持力度。



# 5.3 关注绿色、安全和科技创新相关领域央企

表7：主营业务或产品处于优势赛道标的或受益

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 2022	净利润 CAGR
中科创光	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	1.00	21.61	37.53
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	2.24		46.33
长安汽车	000625.SZ	国资委	汽车	轿车、客车、轻型卡车、专用车	1.81	28.54	70.39
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	0.22	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、机电设备、压力容器、冶金机械、重型卡车与专用车、专机	2.94	24.97	12.90
魏桥科技	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	0.22	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	0.46	27.11	1.74
吉电股份	000075.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	3.80	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	1.45	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	1.74	18.69	3.90
普北化工	600727.SH	地方政府	基础化工	风电、复合(混)肥、水泥、无机化工原料		15.23	73.71
电气风电	688660.SH	地方国资委	电力设备	风电		30.24	126.97
立新能源	001258.SZ	地方国资委	公用事业	风电	0.59		37.55
节能风电	601016.SH	国资委	公用事业	风电	2.43	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、风机机械、工控机械、国防产品、卫星制造及应用、专用车	0.39	41.99	39.18
东安动力	600178.SH	国资委	汽车	发动机设备	0.83	43.97	117.22
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	0.70	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	2.01	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		59.85	-339.80
中光学	002189.SZ	国资委	国防军工	电子元器件、光学辅料、光学设备、国防产品、专用设备与零部件		36.85	-223.62
德赛西威	002920.SZ	地方国资委	计算机	电子设备及加工、行业专用软件、汽车及零配件经销、专用设备与零部件	0.48	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	0.93	35.08	79.99
中兴红箭	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	0.28	9.62	11.81
三峡能源	600905.SH	国资委	公用事业	变电设备、风电	1.38	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	2.77	51.11	0.20
甘肃能源	000791.SZ	地方国资委	公用事业	半导体太阳能光伏、风电、水电	1.18	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、风机机械			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	0.72	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	1.00	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、	2.00	48.83	1.12
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	2.61	21.67	9.54
有研新材	600206.SH	国资委	电子	半导体材料、磁性材料、光学辅料、合金、进出口贸易、无机化工原料、医用耗材	0.75	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	1.12	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	0.69	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	1.98	60.60	35.46
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	0.30	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、洗眼用品、血液制品、植物类中	1.27	20.96	5.89

数据来源：Wind、开源证券研究所，单位：%  
注：数据来自2022年报



# 5.4 政策维度：战略重组与专业化整合有效提升国企竞争力

参与重组、专业化整合的央国企将受益

进——产业链协同，固链、补链、强链、塑链

退——退出无效和非主业项目

整——医疗、装备制造、矿产等领域资源整合

合——内部资源整合

右表为2022年以来国资委组织的央企战略重组与专业化整合项目及其中涉及的上市公司。

表8：2022年以来央企战略重组与整合项目及涉及的上市公司

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、湖南天雁、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

表9：股息率与盈利成长性较强的上市公司估值回归空间较大

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
连云港	601008.SH	地方政府	交通运输	35.90	10.70	1.17	28.73	185.72
杭齿前进	601177.SH	地方国资委	机械设备	28.82	9.93	0.88	17.56	119.74
国机精工	002046.SZ	国资委	机械设备	41.57	6.94	1.60	40.84	103.92
四川长虹	600839.SH	地方国资委	家用电器	63.68	1.23	1.50	25.33	97.69
北新建材	000786.SZ	地方政府	建筑材料	14.46	15.77	2.53	30.21	92.29
普天科技	002544.SZ	中央国有企业	通信	118.30	3.18	0.93	35.08	79.99
厦门钨业	600549.SH	地方国资委	有色金属	19.81	4.53	1.77	40.65	77.03
雪天盐业	600929.SH	地方政府	基础化工	12.90	13.01	3.11	48.02	73.61
山西焦煤	000983.SZ	国资委	煤炭	6.16	20.30	10.16	42.72	71.76
华仁药业	300110.SZ	国资委	医药生物	27.33	11.20	0.47	26.63	62.59
西部黄金	601069.SH	地方国资委	有色金属	75.06	5.48	0.50	31.90	62.49
中科三环	000970.SZ	地方国资委	有色金属	18.78	10.36	0.79	24.83	61.57
东阿阿胶	000423.SZ	地方国资委	医药生物	44.43	19.28	2.78	43.15	54.88
新集能源	601918.SH	中央国有企业	煤炭	4.93	19.46	2.63	28.22	53.03
酒鬼酒	000799.SZ	地方国资委	食品饮料	36.69	25.89	0.91	40.03	51.86
首创环保	600008.SH	地方政府	环保	6.01	19.74	4.68	52.77	48.74
中国石化	601857.SH	国资委	石油石化	7.25	5.06	8.49	47.69	48.43
中煤能源	601898.SH	地方国资委	煤炭	5.74	11.51	4.77	30.84	47.98
佛塑科技	000973.SZ	国资委	基础化工	34.11	6.86	0.98	35.52	46.50
陕西煤业	601225.SH	国资委	煤炭	5.61	31.82	11.66	51.69	44.50
厦门港务	000905.SZ	国资委	交通运输	21.72	1.44	0.82	22.77	42.20
中钢天源	002057.SZ	国资委	有色金属	20.85	15.54	2.37	39.17	41.63
中金黄金	600489.SH	中央国有企业	有色金属	25.18	4.38	3.69	38.62	38.75
招商轮船	601872.SH	地方国资委	交通运输	11.20	17.06	3.35	32.32	38.06
中科曙光	603019.SH	地方国资委	计算机	37.04	12.43	1.00	21.61	37.53
中航光电	002179.SZ	地方政府	国防军工	32.46	18.32	0.96	22.83	36.38
宝信软件	600845.SH	地方国资委	计算机	60.28	17.12	1.98	60.60	35.46
陕西建工	600248.SH	地方国资委	建筑装饰	5.30	2.41	2.38	11.63	32.67
冠豪高新	600433.SH	国资委	轻工制造	20.34	5.86	6.25	56.43	31.48
中牧股份	600195.SH	地方国资委	农林牧渔	33.88	9.34	1.58	35.70	30.17
浙江交科	002061.SZ	地方国资委	建筑装饰	8.82	3.77	3.21	20.62	29.75
中国卫通	601698.SH	地方国资委	国防军工	123.66	39.66	0.39	20.27	27.29
东方创业	600278.SH	地方国资委	商贸零售	16.00	1.15	1.84	33.38	26.52

数据来源：Wind、开源证券研究所，单位：倍，%  
注：数据来自2022年报

股息率是衡量央企国企稳定性和分红能力的重要指标。央企、地方国企的股息分红率普遍高于民营企业：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%。

- 2020-2022三个年度连续发放股利分红
- 股息率连续增长
- 净利润三年复合增长率CAGR由高到低排序

除此之外，需关注“一利五率”中新增的利润总额、净资产收益率、营业现金比率等，ROE有明显改善的央企国企估值回归的空间更大。

# 目录

## CONTENTS

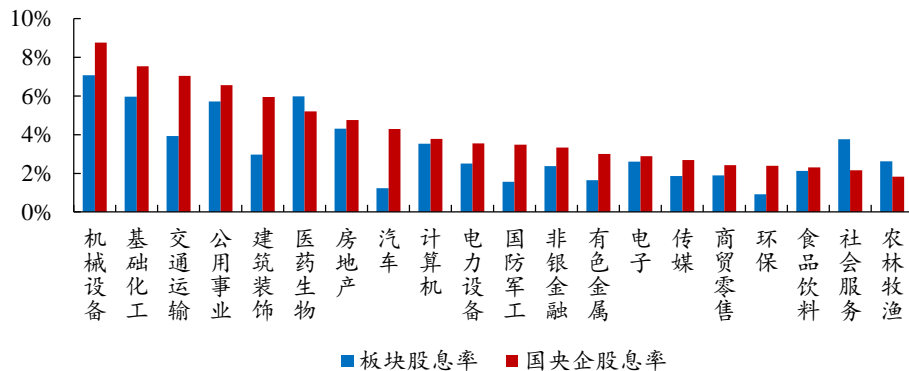
- 1 当今世界面临百年未有之大变局
- 2 我国统筹发展与安全
- 3 国企自身特点与国企改革成效
- 4 新一轮改革展望与中特估值
- 5 中国特色估值体系下的国企投资思路
- 6 **国央企全天候策略：选股优化、风格轮动**
- 7 风险提示

## 6.1 国央企全天候： $\alpha$ 收益——股息率单因子

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》，“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”；2023年3月12日，中国移动、中国电信发布公告“以现金方式分配的利润提升至当年公司股东应占利润的70%以上”，高股息和国央企属性较为契合，因而近期市场广泛讨论股息率策略。

截至2022年A股上市国央企约为1258家，央企和地方国企分别为429、865家。央企指数、中证国企指数的年度股息率为5.1%、4.3%，几近倍增于万得全A的2.4%。分板块来看，国央企在建筑材料、电子、通信、汽车、煤炭等行业存在“超额股息率”，较板块均值分别提高了3.1、3.1、3.0、1.9、1.7个百分点。传统观点认为，国央企更多代表价值风格，高股息可能是国央企的单因子占优策略。

图22：国央企股息率显著高于板块平均水平



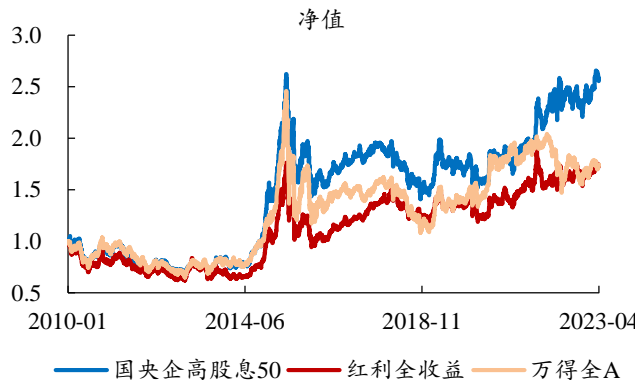
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.2 国央企全天候： $\alpha$ 收益——股息率单因子

我们简单编制测试了高股息策略在国央企上的应用：区间限定于2010年1月1日至2023年3月31日，季度调仓，选取当季末股息率最高的50只国央企股票作为下一季度的组合。回测结果显示，国央企高股息50累计收益率为157.8%、对应年化收益率为7.4%，高于万得全A的4.3%和红利全收益的4.5%，表明国央企高股息策略具有一定的有效性。

超额收益主要来自于两个阶段：(1)2016-2018年，棚改货币化推升新一轮地产周期，叠加供给侧改革化解过剩产能，银行地产、周期、消费白马等板块表现较好；(2)2021-2022年，疫后供需错配、海外央行“大放水”、国内能耗双控、俄乌冲突等多重要素交织下，能源股迎来牛市，煤炭、石油化工、电力等板块为高股息策略贡献丰厚收益。综合来看，国央企的股息率单因子提升了收益率，但在降低波动率和回撤方面尚有不足。

图23：国央企高股息50跑赢万得全A、红利指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：超额收益主要来自于2016-2018、2021-2022



数据来源：Wind、UNdata、开源证券研究所

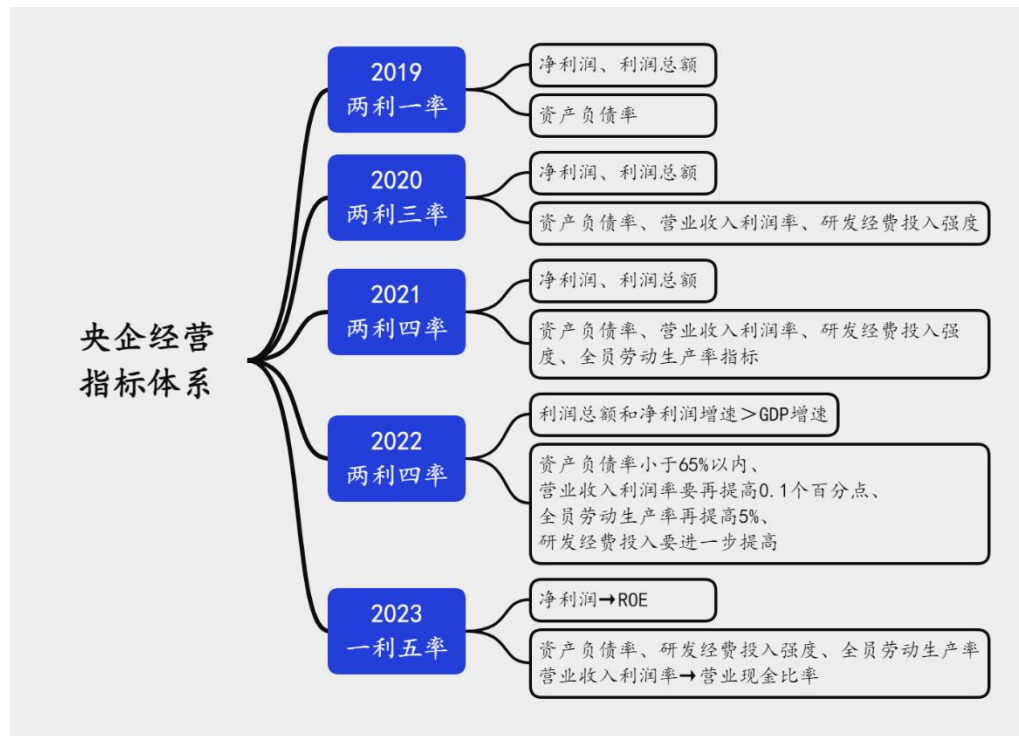
## 6.3.1 国央企全天候： $\alpha$ 收益——随机森林多因子

股息率=分红率/PE，高股息既可能来自于高分红也可能来自于低PE，而后者隐含了价值陷阱，即盈利能力偏弱而缺乏持续的利润增长。因此高股息因子需要结合其他因子进一步优化。

需要指出的是，多因子打分模型的弊端在于指标选择和权重设置上存在较大的人为干预空间，基于反复调试因子、打分模型从而获得较好的回测表现，泛化能力可能略显不足。我们更关心的是，对于“市场”——这个最大的投票机器而言，国央企的核心定价因子是什么？定价因子在过去几年是否发生了变化？如何确定因子权重并实现国央企择优？

此处引入随机森林中的“特征重要性”概念，简单理解就是随机森林中使用哪些特征最能够有效地区分样本的类别或预测目标变量，从而减少特征数量、提高模型性能效率。

图25：央企经营考核指标从“两利一率”到“一利五率”



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.3.2 国央企全天候： $\alpha$ 收益——随机森林多因子

(1)特征构造：以“一利五率”经营指标体系为主，增加了估值、成长、市值、杠杆等维度共13个因子。

(2)特征预处理：(a)中位数绝对偏差去极值MAD：计算当期因子 $x$ 与中位数之间的距离 $MD$ ，以 $|MD|$ 的中位数记为 $MAD$ ，将偏离大于3倍 $MAD$ 的重设为 $MD \pm 3MAD$ ；(b)缺失值处理：股息率和研发强度因子缺失率较高，不适合用SW一级的均值进行填充，此处直接删除缺失值；(c)标准化：将横截面上的因子进行标准化处理。

(3)回测区间：2014年1月1日至2023年3月31日。

(4)训练集和交叉验证集合成：随机分割样本，70%为训练集、30%为测试集，采用5折交叉验证。

(5)交叉验证调参：对5折交叉验证基于TPE贝叶斯优化。TPE (Tree-structured Parzen Estimator) 贝叶斯优化是一种常用于超参数调优的方法，基于概率模型的序贯模型优化算法，不断地构建模型来对超参数空间寻优。与随机搜索、网格搜索等方法相比，它在相同的迭代次数下通常能找到更好的超参数组合，此处则是获取最大树深、决策树棵数等随机森林模型参数的最佳组合。

表10：模型涉及因子及其构建过程

大类	小类	Wind Code	处理
估值	股息率	dividend	ttm
估值	市净率	pb	
估值	市盈率	pe	ttm
估值	市销率	ps	ttm
成长	利润增速	yoyprofit	
财务质量	净资产收益率	roe	ttm
财务质量	净利率	profitogr	ttm
财务质量	毛利率	grossprofitmargin	ttm
财务质量	资产周转率	turnover	ttm
杠杆	资产负债率	debttoassets	
杠杆	现金比率	cashtocurrentdebt	
其他	市值	ev	取对数
其他	研发强度	stmnote_Rdexp_costtosales	

数据来源：Wind、开源证券研究所



### 6.3.3 国央企全天候： $\alpha$ 收益——随机森林多因子

2014至2022年，市场对国央企的定价要素top5分别为净利润增速、市值、pb、股息率、研发强度，特征重要性分别为0.103、0.099、0.093、0.091、0.090，有趣的是研发投入强度排名靠前、甚至高于roe等因子，与常规的认知有一定出入；

我们进一步细化，以3年为窗口期滚动构建随机森林模型，数据显示，市场对国央企的定价有所异化，盈利因子（利润增速、净资产收益率）的重要性在不断上升，市值、pb的重要性下降，且2016年以来市场高度关注国央企的研发支出（创新因子）。

图26：市值和市净率的重要性在下降

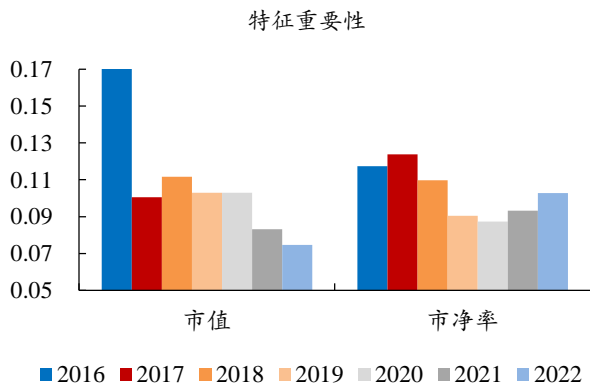
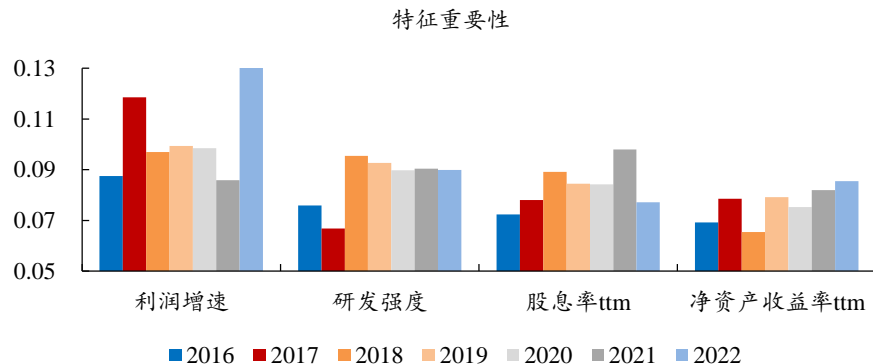


图27：盈利因子、创新因子的重要性持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所



## 6.3.4 国央企全天候： $\alpha$ 收益——随机森林多因子

2014至2022年，市场对国央企的定价要素top5分别为净利润增速、市值、pb、股息率、研发强度，特征重要性分别为0.103、0.099、0.093、0.091、0.090，有趣的是研发投入强度排名靠前、甚至高于roe等因子，与常规的认知有一定出入；

我们进一步细化，以3年为窗口期滚动构建随机森林模型，数据显示，市场对国央企的定价有所异化，盈利因子（利润增速、净资产收益率）的重要性在不断上升，市值、pb的重要性下降，且2016年以来市场高度关注国央企的研发支出（创新因子）。

表11：窗口滚动随机森林显示，市场对国央企的定价有所异化

特征重要性	2014-2016	2015-2017	2016-2018	2017-2019	2018-2020	2019-2021	2020-2022
利润增速	0.0875	0.1185	0.0970	0.0993	0.0985	0.0858	0.1420
市净率	0.1173	0.1239	0.1098	0.0904	0.0873	0.0933	0.1028
研发强度	0.0759	0.0668	0.0954	0.0927	0.0898	0.0904	0.0899
净资产收益率ttm	0.0693	0.0786	0.0654	0.0792	0.0753	0.0819	0.0855
股息率ttm	0.0724	0.0780	0.0892	0.0845	0.0843	0.0980	0.0771
市盈率ttm	0.0854	0.0823	0.0768	0.0751	0.0743	0.0739	0.0760
市值	0.1753	0.1006	0.1116	0.1029	0.1029	0.0831	0.0746
市销率ttm	0.0624	0.0653	0.0652	0.0732	0.0826	0.0789	0.0733
毛利率ttm	0.0640	0.0707	0.0801	0.0848	0.0929	0.0791	0.0674
现金比率	0.0650	0.0822	0.0784	0.0772	0.0710	0.0712	0.0634
净利率ttm	0.0549	0.0588	0.0535	0.0536	0.0591	0.0697	0.0627
资产负债率	0.0348	0.0379	0.0396	0.0441	0.0414	0.0463	0.0460
资产周转率ttm	0.0358	0.0364	0.0379	0.0428	0.0408	0.0483	0.0392

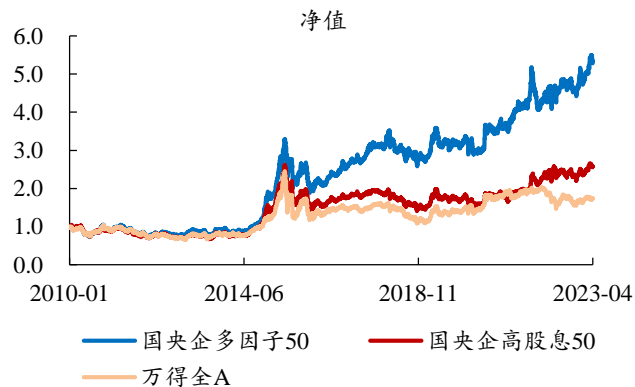
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.3.5 国央企全天候： $\alpha$ 收益——随机森林多因子

我们筛选了top5影响力因子（利润增速、市值、市净率、股息率、研发强度），并将随机森林的特征重要性确定为权重、构建打分模型，挑选上季末得分最高的50只国央企股票作为下个季度的组合。

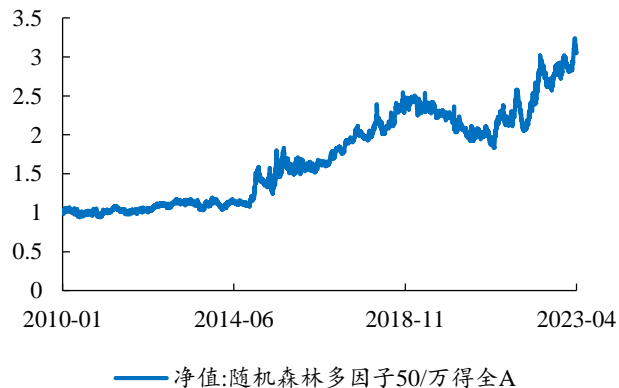
回测结果显示，2010年1月1日至2023年3月31日，国央企多因子50的累计收益率大幅提高至534.1%、对应年化收益率为13.5%，较高股息50、万得全A分别提高了6.1、9.2个百分点。

图28：多因子策略大幅提高收益率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2015-2018、2021-2023年多因子表现优异



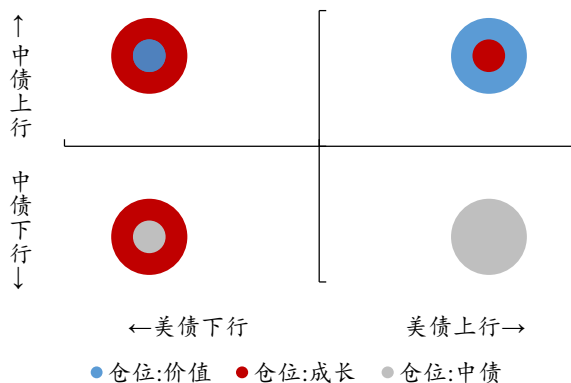
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.4 国央企全天候： $\beta$ 收益——基于中美利率周期的风格轮动

单因子和多因子主要是筛选国央企个股以增厚收益，实际上多数策略存在有效性边界，需要根据宏观环境组合进行风格轮动、大类资产轮动。

资产价格是未来现金流的永续贴现，DDM模型简化来看，分母对应美债利率（全球资产机会成本之锚）、分子对应实际需求（国内利率），我们在国央企 $\alpha$ 收益优化的基础上，基于中美利率周期构造价值-成长风格轮动。

图30：风格轮动思路



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.4.1 国央企全天候： $\beta$ 收益——基于中美利率周期的风格轮动

- (1)美债下行、中债下行：利好全球风险资产尤其是成长股的估值修复，仓位配置70%成长、30%中债；
- (2)美债下行、中债上行：成长和价值均有利好，但对分母更敏感，成长和价值分别配置70%、30%；
- (3)美债上行、中债下行：美债利率上行推动美元进入强势通道而国内经济不振，呈现“东落西升”、资本回流美元资产，国内债市表现好于权益，典型的是2015Q3-2016Q1、2018、2022Q2-2022Q3，因此满仓配置中债；
- (4)美债上行、中债上行：全球经济共振复苏，权益市场好于债券市场，因此满仓权益，价值风格和成长风格分别配置70%、30%。典型为2010Q4-2011Q1（强复苏）、2013全年（弱复苏）。

表12：基于中美利率周期进行风格轮动

起点	终点	美债利率	中债利率	价值比例	成长比例	国债比例
2010/01/01	2010/07/14	↓	↓	0%	70%	30%
2010/07/15	2010/10/14	↓	↑	30%	70%	0%
2010/10/15	2011/02/08	↑	↑	70%	30%	0%
2011/02/09	2012/08/22	↓	↓	0%	70%	30%
2012/08/23	2013/01/14	↓	↑	30%	70%	0%
2013/01/15	2013/12/24	↑	↑	70%	30%	0%
2013/12/25	2014/01/06	↓	↑	30%	70%	0%
2014/01/07	2015/04/17	↓	↓	0%	70%	30%
2015/04/18	2016/01/21	↑	↓	0%	0%	100%
2016/01/22	2016/10/21	↓	↓	0%	70%	30%
2016/10/22	2018/02/05	↑	↑	70%	30%	0%
2018/02/06	2018/11/08	↑	↓	0%	0%	100%
2018/11/09	2020/04/29	↓	↓	0%	70%	30%
2020/04/30	2020/12/11	↓	↑	30%	70%	0%
2020/12/12	2021/11/09	↓	↓	0%	70%	30%
2021/11/10	2022/09/05	↑	↓	0%	0%	100%
2022/09/06	2022/12/28	↑	↑	70%	30%	0%
2022/12/29	2023/03/31	↓	↑	30%	70%	0%

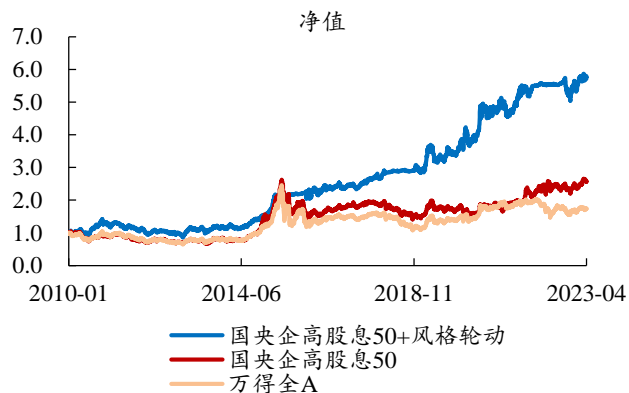
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6.4.2 国央企全天候： $\beta$ 收益——基于中美利率周期的风格轮动

回测区间同样限定于2010年1月1日至2023年3月31日，中信成长指数代表成长，中债国债总全价指数代表债券，价值则分别使用单因子国央企50和多因子以观察风格轮动效果，根据中美利率周期切换信号进行调仓。

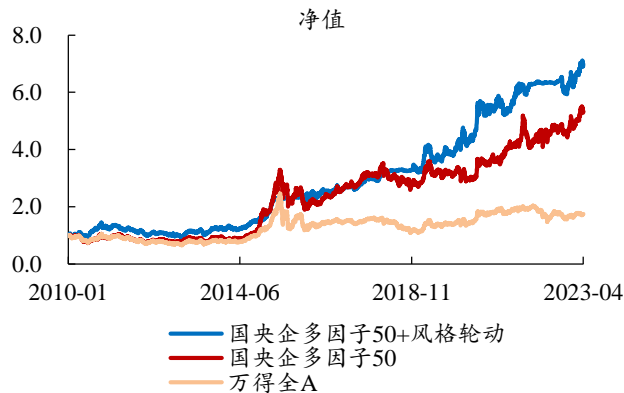
风格轮动策略兼具“固收+”属性。回测结果显示，国央企单因子和随机森林多因子在结合风格轮动后，年化收益率分别提高了6.7、2.3个百分点至14.2%、15.8%，同时年化波动率和夏普比率显著改善，其中随机森林多因子+风格轮动的夏普比率高达93.3%，主要在于较好控制了三轮回撤，分别是2015年股市回调、2018年中美贸易摩擦、2022年美联储加息资本外流，但2022年满仓国债损失了大量的能源股收益。

图31：轮动策略具备“固收+”属性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：轮动策略有效控制了2016、2018、2022年回撤



数据来源：Wind、开源证券研究所

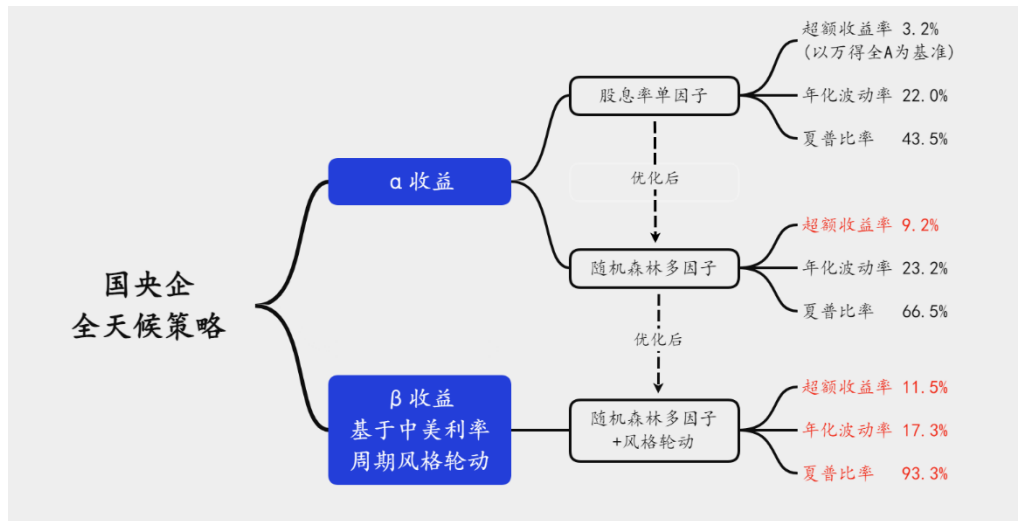
## 6.5 全天候策略表现优异，2023Q2关注海外滞胀风险

首先，股息率是国央企择优的一个简洁有效的单因子，但存在价值陷阱和风险控制不佳的弊端；

其次，我们发现，2014年以来市场对国央企的定价明显异化，高度关注其盈利因子和创新因子，与国央企考核体系的演变具有共性，我们以此将股息率单因子优化为随机森林多因子模型、大幅增厚收益，年化收益率和超额收益率提高至13.5%、9.2%；

再次，针对策略有效性边界，我们构造了价值-成长的风格轮动框架，有效控制了2015年股市回调、2018年中美贸易摩擦、2022年美联储加息资本外流的三轮较大回撤，超额收益率和夏普比率提高至15.8%、93.3%，兼具“固收+”属性。

图33：国央企全天候策略表现优异



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：超额收益率以万得全A为基准

## 6.6 全天候策略表现优异，2023Q2关注海外滞胀风险

关于2023Q2风格轮动方面，美联储快速加息下美国2023Q1 GDP不及预期，经济增长动能逐渐减弱，但通胀水平的韧性或超出预期，经济面临“滞胀”风险。美联储按照原计划5月份再次加息，随着经济回落，对应实际利率（10年期TIPS）延续下行；国内4月政治局会议内容总体略超市场预期，“Q1经济数据超预期，政策不需再发力”的猜想被证伪，利率有一定的上调风险。2023Q2的宏观组合可能为美债下行、中债上行。

我们提示一点风险，通胀水平目前仍远高于联储的目标水平，特别是核心通胀下降较为缓慢。衰退来临前，海外阶段性滞胀风险仍在积聚，对应实际利率下行偏慢，价值、红利资产的防御属性有望凸显。

# 目录

## CONTENTS

- 1 当今世界面临百年未有之大变局
- 2 我国统筹发展与安全
- 3 国企自身特点与国企改革成效
- 4 新一轮改革展望与中特估值
- 5 中国特色估值体系下的国企投资思路
- 6 国央企全天候策略：选股优化、风格轮动
- 7 风险提示



- 1.国内经济恢复不及预期：如果国内经济恢复不及预期，则中债利率可能持续下行。
- 2.俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
- 3.美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

## 分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

## 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，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：**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  
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券