



宏观研究

【粤开宏观】关于中国特色估值体系的思考

2023年05月17日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001
电话：010-83755576
邮箱：lixing@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】“美元霸权”与“去美元化”：国际货币体系视角》2023-05-03

《【粤开宏观】大类资产分析手册之一：黄金的定价逻辑与常见误区》2023-05-08

《【粤开宏观】银行协定存款和通知存款自律上限下调点评》2023-05-11

《【粤开宏观】大起大落金融数据的背后：4月金融数据解读》2023-05-12

《【粤开宏观】资本市场表现与宏观经济的两大背离》2023-05-16

摘要

我们认为中特估将是长期行情，后续有望迎来政策加码和业绩增长的戴维斯双击，行情走势将从当前热门行业向其他低估值方向扩散，进而带动 A 股整体估值提升和指数上行。具体可以关注估值折价幅度较大且有持续政策支持的行业，包括稳增长政策发力、安全发展、自主可控领域相关国企的长期投资机会，同时也要注意前期涨幅较高以及 AH 股溢价较大个股回调风险。

风险提示：政策力度不及预期



目 录

一、长期来看我们认为中特估行情有望持续演绎.....	3
二、国有上市公司是 A 股不可或缺的重要组成部分	3



一、长期来看我们认为中特估行情有望持续演绎

从资本市场角度来看,今年以来中特估行情表现亮眼,万得中特估指数年内上涨 27%, 远超同期大盘指数涨幅。但近期中特估行情有所分化, 部分板块迎来调整, 主要受到经济数据偏弱和前期涨幅较高等因素影响。长期来看我们认为中特估行情有望持续演绎, 主要有以下五方面原因。

一是国有企业具备较强稳定性。国有企业是我国经济发展的重要支柱, 在保障民生、国家安全相关的关键行业占据主导地位, 这些特点使国有企业具备较强稳定性, 大幅度调整概率较低。

二是国有企业分红比例相对较高。央企上市公司分红水平显著高于 A 股整体, 国新央企综指 2022 年股息率超过 3%, 相对于同期中证全指高出 1 个百分点。在当前经济复苏分化背景下, 国有企业较高的分红率将为投资者带来更强的投资确定性。

三是国有企业整体估值仍处低位。虽然今年以来中特估指数大幅上涨, 远超同期大盘指数涨幅。但国有企业整体估值仍处低位, 截至 5 月 11 日, 国有上市公司整体估值为 13.19 倍市盈率, 远低于 A 股整体 18.19 倍市盈率, 未来国企估值还有较大上升空间。

四是央企 ETF 发行带来增量资金入场。上周首批央企股东回报 ETF 发行, 其一为相关板块带来增量资金, 有望推动央企板块估值提升; 其二 ETF 更有利于投资者的参与, 对指数内标将会起到价格支撑作用; 其三有助于提升中特估板块的市场影响力, 增强板块流动性。

五是国企改革政策持续推动国企估值向上。2023 年初监管层将中央企业主要经营考核指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”, 主要增加了净资产收益率和营业现金比率, 体现了监管层对于国有企业盈利能力和现金流重视程度提升。叠加政策推动国企分红比例提升, 优化股东回报, 有望进一步推动国企估值向上。

总体来看, 我们认为中特估将是长期行情, 后续有望迎来政策加码和业绩增长的戴维斯双击, 行情走势将从当前热门行业向其他低估值方向扩散, 进而带动 A 股整体估值提升和指数上行。

具体可以关注估值折价幅度较大且有持续政策支持的行业, 包括稳增长政策发力、安全发展、自主可控领域相关国企的长期投资机会, 同时也要注意前期涨幅较高以及 AH 股溢价较大个股回调风险。

二、国有上市公司是 A 股不可或缺的重要组成部分

对于资本市场而言, 国有上市公司是 A 股不可或缺的重要组成部分。截至 5 月 11 日, 国有上市公司数量占全部 A 股比重为 26%, 而市值占比却达到 50%, 净利润 (2022 年报数据) 占比更是超过 65%。建立具有中国特色的估值体系有望对 A 股上市国企进行价值重估, 后续行情将从当前期热门行业向其他低估值方向扩散, 进而带动 A 股整体估值提升和指数上行, 有利于提升资本市场流动性和价值发现效率。

对于各大央企来说, 建立具有中国特色的估值体系有助于上市央企价值发现, 提高估值便于再融资。市值提升有利于企业通过资本市场进行增发等一系列融资行为, 通过资本助力企业快速发展。

当前影响央企估值的因素主要有三方面, 一是传统行业企业占比较高, 业务创新性和未来成长性相对较低; 二是部分央企组织结构较为复杂, 导致经营效率偏低; 三是宣传力度相对较低, 机构调研央企上市公司频率明显低于 A 股整体。



中特估的本质就是通过一系列央国企改革措施，结合配套金融政策，促进央企降本增效，达到经营效率改善和盈利能力提升的目的，叠加较高分红比例和适当激励回购，提升相应估值水平，最终实现央企整体估值中枢提升的效果。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016年加入粤开证券，现任首席市场分析师，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com