

2023年5月23日

政策助力估值回归，关注四大投资方向

中国特色估值体系专题报告

投资策略

专题策略

证券研究报告

投资要点：

分析师：费小平
SAC 执业证书编号：
S0340518010002
电话：0769-22111089
邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：刘爱诗
SAC 执业证书编号：
S0340523010001
电话：0769-22118627
邮箱：liuaishi@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺
SAC 执业证书编号：
S0340522120001
电话：0769-22118627
邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn

- **发现央企投资价值，推动央企估值回归。**经过多年国企改革行动的持续推进演绎，虽国企基本面持续改善，但国有企业估值长期、普遍偏低，难以体现多年来国企改革行动的成效。国企长期低估值的状态，一方面损害其股权融资功能，收窄多元融资渠道，提高国企对债务融资依赖，难以平衡国资财务风险；另一方面也不利于盘活国有资产，难以对国企改革、补充社保基金及财政收入起到正向作用。中国特色估值体系的构建或能解决价值实现与价值创造不匹配的问题，引导国有企业估值中枢抬升，推动国有企业市场价值回归内在价值。
- **政策助力行情，低估值、高股息加大投资吸引力。**从近10年的走势来看，中国特色估值体系板块的走强离不开政策推动，在流动性合理充裕的环境下，较为积极的市场交投热情助推板块上行。在正式提出中国特色估值体系这一概念之前，国企改革的系列政策促使央企、国企上市公司走强。国有上市公司具有市值大、盈利贡献突出、低估值和高股息的特点，背后也反映出国有企业处于成熟期。而且，国有企业的所属行业多与民生、经济周期和国家安全相关。
- **考虑到当前政策导向、市场资金热度，以及行业发展前景，我们后续将关注四大投资方向：一带一路、数字经济、国家安全，以及行业龙头。**
- **一带一路：**2023年是倡导一带一路建设的十周年，十年来中国与“一带一路”沿线国家货物贸易额翻了一番，对中国出口拉动效果显著。可以从估值和海外业务收入两个角度出发，筛选合适的一带一路标的。
- **数字经济：**国有企业积极参与数字化转型，在发展数字经济，推动数字化转型层面取得重大成果。根据“十四五”规划，我国数字经济将成为国内经济发展的核心引擎。近年来，数字经济指数估值震荡下行，而且国企研发支出稳步上涨，具有较大的吸引力。
- **国家安全：**逆全球化大背景下，二十大报告重点强调科技和安全，中央企业在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，“国家安全+央国企”主题有望维持较高景气度，建议关注科技安全、国防安全、能源资源安全和粮食安全的四大主线。
- **行业龙头：**央国企在各自的行业拥有较高的市场份额和稳定的盈利能力，不过当前部分央国企的估值偏低。中国特色估值体系的构建或能引导国有企业市场价值回归内在价值，相关行业龙头的央国企或能受益。
- **风险提示：**国企改革政策及中国特色估值体系的构建推进不及市场预期；市场风格再度切换导致相关指数表现承压；统计结果可能存在误差。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

一、中国特色估值体系背景及内涵：发现央企投资价值，推动央企估值回归	4
二、中国特色估值体系走势及其特征：政策助力行情，低估值、高股息加大投资吸引力	6
1、中国特色估值体系走势复盘	7
2、中国特色估值体系板块特征	9
三、中国特色估值体系投资方向	13
1、一带一路+央国企	13
2、数字经济+央国企	16
3、国家安全+央国企	19
4、行业龙头+央国企	22
四、风险提示	24

插图目录

图 1：国企改革时间轴	4
图 2：2016 年以来，国企营收增速中枢小幅提升	4
图 3：23Q1 国企归母净利润增速好于民企	4
图 4：国企 ROE 超过民营企业	5
图 5：央企资产负债率稳中有降	5
图 6：中央国有企业/地方国企/民营企业 PE 估值 (TTM, 整体法) 对比	6
图 7：2016 年-2017 年国企混改指数与国企改革指数走势	7
图 8：2012 年至今中特估指数走势	9
图 9：各类公司属性家数与市值占比	9
图 10：各类公司属性 23Q1 归母净利润	9
图 11：国有企业所属行业市值占比前十位	10
图 12：民营企业所属行业市值占比前十位	10
图 13：国企与民企市盈率走势情况	10
图 14：指数股息率走势情况	11
图 15：一带一路贸易稳中上涨	14
图 16：中国对外承包工程活跃	14
图 17：一带一路指数央国企成分股行业占比前七	15
图 18：一带一路指数估值持续回落	15
图 19：数字经济持续高速增长	17
图 20：数字经济渗透率逐年上涨	17
图 21：数字经济指数估值震荡下行	18
图 22：国企研发支出逐年增长	18
图 23：国家安全+央国企投资方向	20
图 24：国证国家安全指数成分股的企业属性	20
图 25：国证国家安全指数估值持续回落	20
图 26：23Q1 地方及中央国企占行业净利比例情况	22
图 27：行业龙头企业表现强劲	22
图 28：行业龙头指数成分股企业属性	22
图 29：行业龙头指数估值震荡回落	22

表格目录

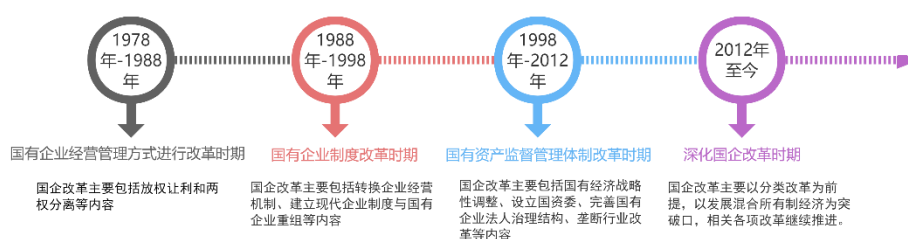
表 1：近期国企改革相关政策或会议梳理	5
---------------------------	---

表 2: 国有企业市净率后二十位	10
表 3: 中特估指数成份股股息率前二十位	12
表 4: 一带一路十周年大事记	13
表 5: 一带一路指数海外业务收入占比前二十位的国有企业成分股	15
表 6: 近年部分数字经济政策文件	16
表 7: 央企科技引领指数研发支出占比前二十位的成分股	18
表 8: 国证国家安全指数 ESG 得分排名前二十位的国有企业成分股	21
表 9: “一利五率”与“两利四率”的指标体系差异	23
表 10: 综合得分排名前二十的行业龙头央国企	23

一、中国特色估值体系背景及内涵：发现央企投资价值，推动央企估值回归

光明日报于 2018 年 12 月刊登的《改革开放 40 年国企改革的基本逻辑与宝贵经验》指出，改革开放以来，国企改革大致可分为四个阶段，国有企业经营管理方式改革时期（1978 年-1988 年）、国有企业制度改革时期（1988 年-1998 年）、国有资产监督管理体制改革时期（1998 年-2012 年）和深化国企改革时期（2012 年党的十八大召开至今）。

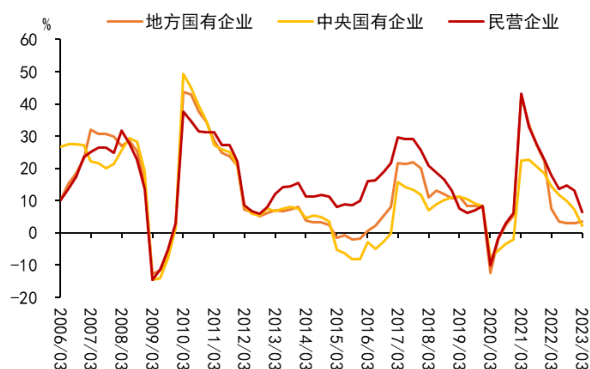
图 1：国企改革时间轴



数据来源：光明日报、东莞证券研究所

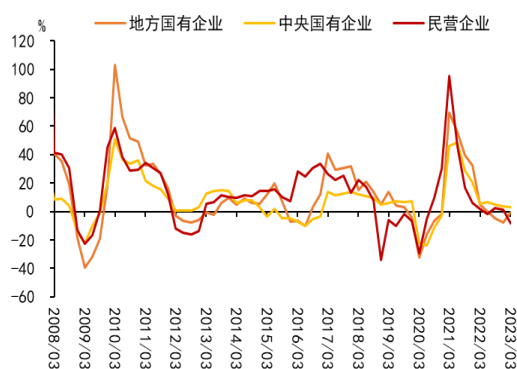
2012 年党的十八大后，国企改革主要以分类改革为前提，加强顶层设计，出台了以一部指导意见为引领、以若干配套文件为支撑的关于深化市属国企国资改革方面的整体设计方案（即为国企改革“1+N”政策体系）。不过随着国有企业改革的持续推进，改革不平衡、落实不到位的情况依然存在，一些重点难点问题没有完全攻克。为更好推动“1+N”政策体系落地，党中央决定实施国企改革三年行动，提升国资国企改革成效。“三年行动”期间（2020 年-2022 年），中央企业在提高企业活力和效率、推动国有经济布局优化和结构调整等方面不断取得新成效。随着国企改革行动的推进演绎，国企营收和利润情况不断改善、ROE 高于民营企业、央企资产负债率稳中有降，国企基本面持续改善。

图 2：2016 年以来，国企营收增速中枢小幅提升

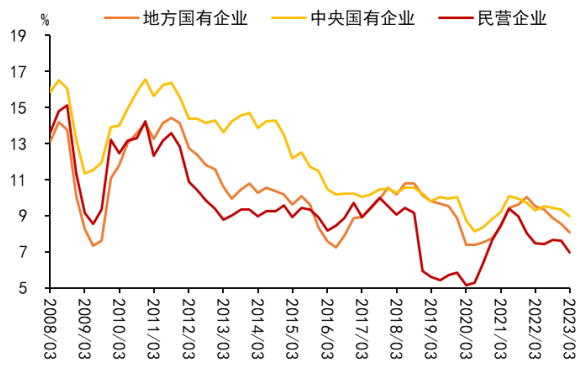


数据来源：Wind，东莞证券研究所

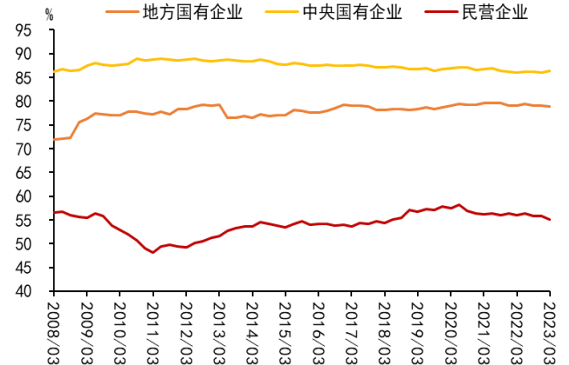
图 3：23Q1 国企归母净利润增速好于民企



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：国企 ROE 超过民营企业


数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：央企资产负债率稳中有降


数据来源：Wind，东莞证券研究所

如果说过往的国企改革成效或重点体现在国企基本面改善，那么中国特色估值体系的构建或是本轮国企改革行动的关键一环。近期，重要会议和文件就国企改革、中国特色估值体系等内容频频发声。2022 年 11 月，证监会提出“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”；2022 年 12 月，上交所发布《中央企业综合服务三年行动计划》指出，将“服务推动央企估值回归合理水平”；2023 年 3 月国务院的《政府工作报告》指出，“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”。中国特色估值体系的相关政策及会议频出，带动 2023 年相关板块维持较高景气度。

表 1：近期国企改革相关政策或会议梳理

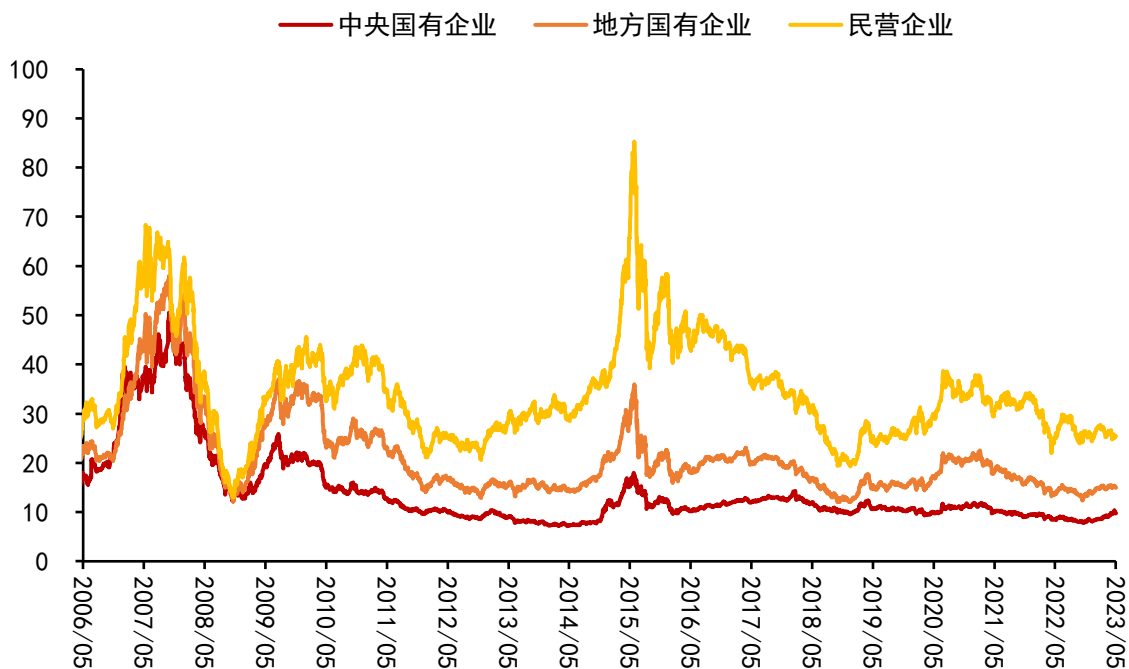
日期	部门/会	政府文件及会议	政策内容
2022 年 5 月	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	从四个方面提高央企控股上市公司质量：一是推动上市平台布局优化和功能发挥；二是促进上市公司完善治理和规范运作；三是强化上市公司内生增长和创新发展； 四是增进上市公司市场认同和价值实现。
2022 年 11 月	证监会	2022 金融街论坛年会	要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑， 探索建立具有中国特色的估值体系 ，促进市场资源配置功能更好发挥。
2022 年 12 月	上交所	《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。
2023 年 2 月	证监会	2023 年系统工作会议	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。
2023 年 3 月	国资委	启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动	牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径， 以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展 ，加

			快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑。
2023年3月	国务院	《政府工作报告》	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。

资料来源：各部门官网，东莞证券研究所

估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，中国资本市场上部分银行及国有企业估值长期偏低。而国企长期低估值的状态，一方面损害其股权融资功能，收窄多元融资渠道，提高国企对债务融资依赖，难以平衡国资财务风险；另一方面也不利于盘活国有资产，难以对国企改革、补充社保基金及财政收入起到正向作用。

图 6：中央国有企业/地方国企/民营企业 PE 估值(TTM, 整体法)对比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2023 年作为国企改革三年行动方案收官后的首年，国企改革或已迈向解决更深层次问题的新阶段。中国特色估值体系的构建或能解决价值实现与价值创造不匹配的问题，引导国有企业估值中枢抬升，推动国有企业市场价值回归内在价值。

二、中国特色估值体系走势及其特征：政策助力行情，低估值、高股息加大投资吸引力

上述我们已经对中国特色估值体系的政策背景和内涵进行了解释，接下来将复盘过去十年来中国特色估值体系板块走势，以及分析当时宏观环境、政策引导的板块走强原因。此外，发掘中国特色估值体系自身的特征，寻找投资吸引力。

1、中国特色估值体系走势复盘

(1) 2014. 06-2015. 06: 国企改革落地

从宏观环境来看，2014 年整体经济指标增速下滑，原油价格暴跌。资本市场政策方面举措较多，2014 年初重启 IPO，随后出台“国新九条”和沪港通获批；年中定向降准 0.5 个百分点后，下调正回购利率 20 个基点并降息，从而降低融资成本；并且出台了退市制度。股市对资本市场政策反映强烈，一方面，降准降息维护市场流动性；另一方面，沪港通获批推动 A 股市场进一步开放，打开外资投资渠道。行情走势上，2014 年上半年，A 股市场走势平稳。7 月份开始，市场强力拉升，迎来了大牛市，并在 2015 年 6 月初见顶。具体来看，一带一路主题表现亮眼，年底意外降息助推金融板块走强，但是 2014 年下半年油价大跌使周期板块大幅回落。值得注意的是，从 2014 年下半年起，融资融券市场明显升温，也为 2015 年的“股灾”埋下风险种子。

在国企改革方面，十八届三中全会提出积极发展混合所有制经济，加强国有资产监管，随后国资委公布“四项改革”企业名单。2015 年国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，成为国企改革的纲领性文件。本次国企改革行情主要由政策预期驱动，资本市场对国企改革反应较为积极，国企改革指数涨幅明显超过大盘。

(2) 2016. 02-2017. 09: 混合所有制改革加速

在全球经济恢复，以及供给侧结构性改革的带动下，这一时期的宏观环境有所好转，国内 PMI 指数小幅回升，规上工业企业利润同比转正，而且 2017 年 GDP 同比增速达到 6.95%，是 2010 年以来的首次增速回升。而且 2017 年在重点防范金融风险的背景下，非金融企业宏观杠杆率出现绝对水平下降。资本市场方面，2016 年 2 月底降准，带动大盘拉升，随后三大期货交易所出台降温政策，市场有所回落；下半年深港通获批，证监会修订并购重组规则，缩短停牌时间。2017 年，证监会出台再融资新规和定增新规；6 月，A 股正式加入 MSCI 新兴市场指数。整体来看，这一阶段资本市场的对外开放和国际化步伐有所加快。市场走势上，2016 年年初两次熔断，再加上原油价格暴跌，市场出现恐慌性抛售。随后两融业务恢复、降准，以及北向资金政策完善，市场交投情绪好转，带动大盘反弹。2017 年，管理层加强监管维护市场秩序，叠加 A 股国际化进程加快，引导市场上行。

国企改革方面，2016 年提出积极发展混合所有制经济，2017 年 3 月发改委发布第一批、第二批混改企业试点名单，为进一步扩大并规范混合所有制改革工作积累了丰富的经验。2016 年底召开的中央经济工作会议，重点提及混改加速，并将混改作为当时国企改革的重要方向，率先在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等七大领域推进。2017 年，多家大型央企正式实施混改方案。市场走势上，国企混改指数上行力度明显强于国企改革指数。

图 7：2016 年-2017 年国企混改指数与国企改革指数走势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

(3) 2020. 06-2021. 09：国企改革三年行动方案正式实施

宏观环境上，疫情爆发对经济产生较大干扰，2020 年一季度出现经济衰退。不过，在宏观政策刺激下，随后经济快速回升，大宗商品价格明显上涨。海外国家为了对抗疫情对经济的影响，开启“大放水”模式，而中国货币政策和财政政策以我为主，稳中偏松。资本市场政策方面，2020 年开年全面降准 0.5 个百分点，随后宣布适当提高财政赤字率并发行特别国债，再对中小银行定向降准 1 个百分点；年中，创业板注册制落地，出现一波炒作行情。2020 年四季度，国家加大反垄断力度，平台经济强监管走向完善。从市场走势来看，2020 年年初疫情爆发，市场恐慌大跌，随后一系列政策出台，拉动大盘稳步上行。

2019 年的中央经济工作会议要求国企改革三年行动方案制定实施，2020 年的政府工作报告、中央深改委第十四次会议推进方案发展，以及全国国有企业改革三年行动动员部署电视电话会议标志着国企改革三年行动方案的落地。先前的国企改革主要以零碎的通知为依据，没有一揽子的政策性文件，而此次的三年行动方案，把这几年在“十项改革试点”、“双百行动”、“双百行动”、区域综改试验”、“科改示范行动”、三去一降一补、供给侧结构性改革、高质量发展、国企现代企业制度建设等改革内容融会贯通，促进公司治理体系更加市场化。

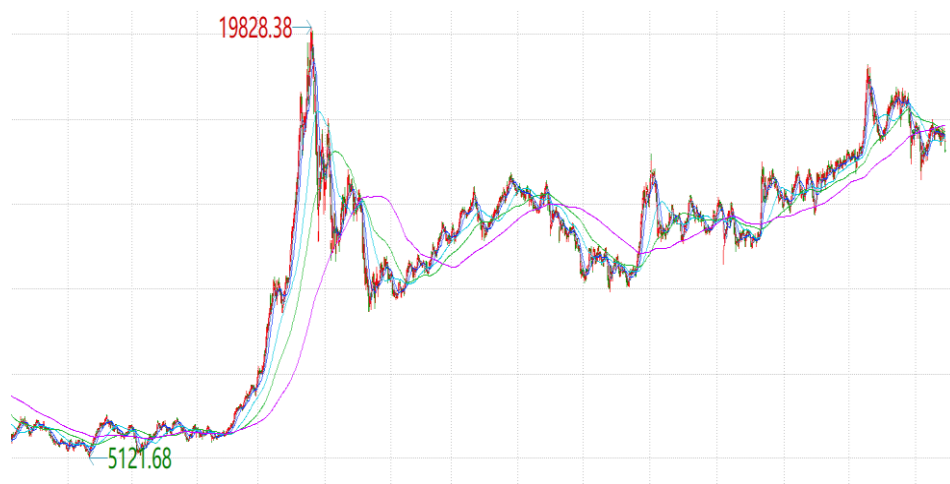
(4) 2023. 01-至今：提出“中国特色估值体系”概念

宏观方面，2023 年年初以来，国内经济稳步修复，但恢复仍不牢固，结构性问题突出。3 月央行降准释放积极维稳信号，管理层出台多项稳外贸、扩大需求政策，助推经济稳步恢复。而且，证监会主席在 2022 年年末的金融界论坛首次提出“中国特色估值体系”概念，随后开启该概念行情，带动大盘走强。

在国企改革政策上，2023 年国有企业开启新一轮深化改革行动，截至目前本轮改革有三个主要方向，一是国有企业经营考核将重点考察综合盈利能力及质量，“一利五率”、“一增一稳四提升”的调整将有效激发国企经营活力；二是强调建设“中国特色估值体系”，央国企迎来价值重估；三是持续推进专业化重组将打造现代化产业链。目前重组行业集中在能源资源、粮食供应保障、战略性物资储备等领域，未来进

进一步提升科技创新能力，突破在军工等关键领域核心技术，持续提高核心竞争力是延续国企改革的重点。

图 8：2012 年至今中特估指数走势



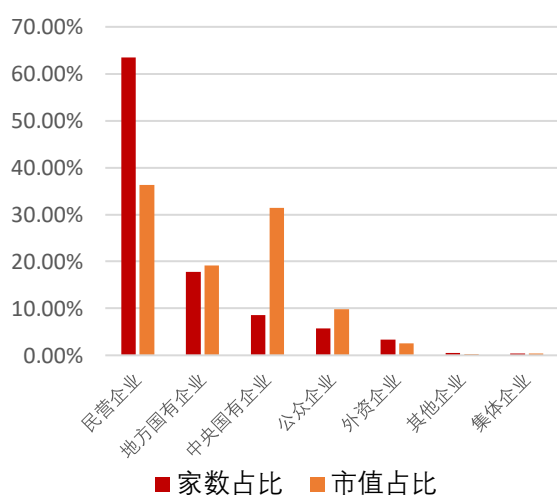
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2、中国特色估值体系板块特征

(1) 权重大，利润贡献多

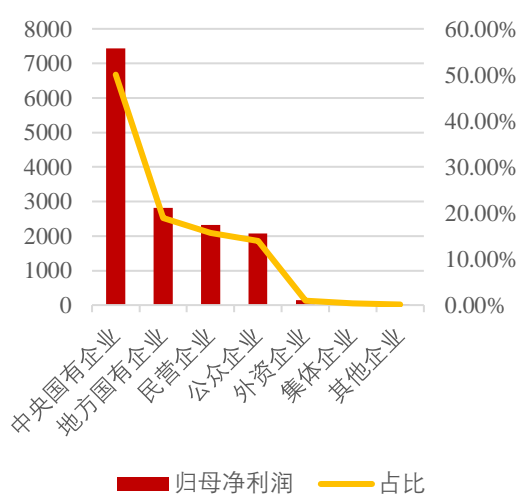
截至 5 月 12 日，全部 A 股共有国有企业（中央和地方，下同）1366 家，占比仅为 26.4%。但从市值来看，国有企业总市值达到 47.57 万亿元，占比略超 50%。而且，国有企业贡献了 A 股市场的大部分盈利。以 2023 年一季度归母净利润计算，国有企业归母净利润达到 1.03 万亿元，占比为 69.01%，远超国有企业的市值占比和家数占比。行业分布方面，国有企业主要集中在金融、能源、电信、公用、交运、军工等传统行业，而民企则主要分布在制造、科技、医药等新兴产业。国有经济应对关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域保持绝对控制力，包括军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运等行业。

图 9：各类公司属性家数与市值占比



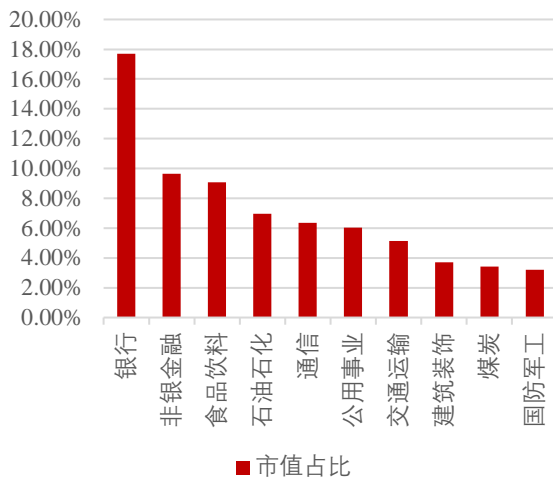
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：各类公司属性 23Q1 归母净利润



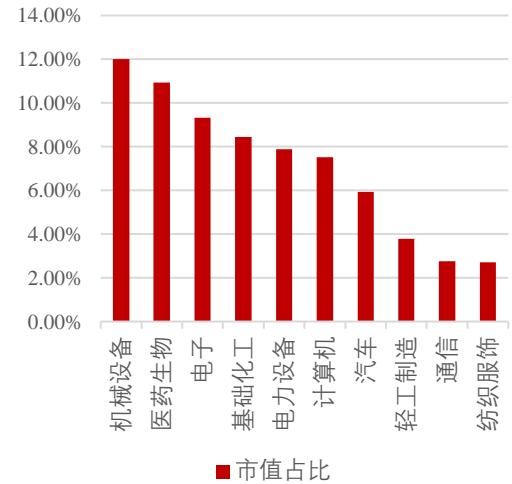
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：国有企业所属行业市值占比前十位



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：民营企业所属行业市值占比前十位



数据来源：Wind，东莞证券研究所

(2) 低估值

从估值来看，A股国有企业估值趋势下滑，中央国企市盈率从2010年初的24倍左右持续回落至目前的10倍左右，地方国企市盈率从2010年初的50倍左右下滑至目前的19倍左右。而且，与民企和全部A股估值相比，国企估值明显更低。具体来看，目前中央国企估值在10倍左右，但民企已高达42倍，而且也远低于全A的18倍市盈率。截至5月16日，1366家国企上市公司除去市净率为负数的个股共有183只破净股。一般来说市净率较低的股票，投资价值较高，反之，则投资价值较低。此外，市净率较低的国企主要集中在银行、房地产、钢铁、建材等行业。

图 13：国企与民企市盈率走势情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 2：国有企业市净率后二十位

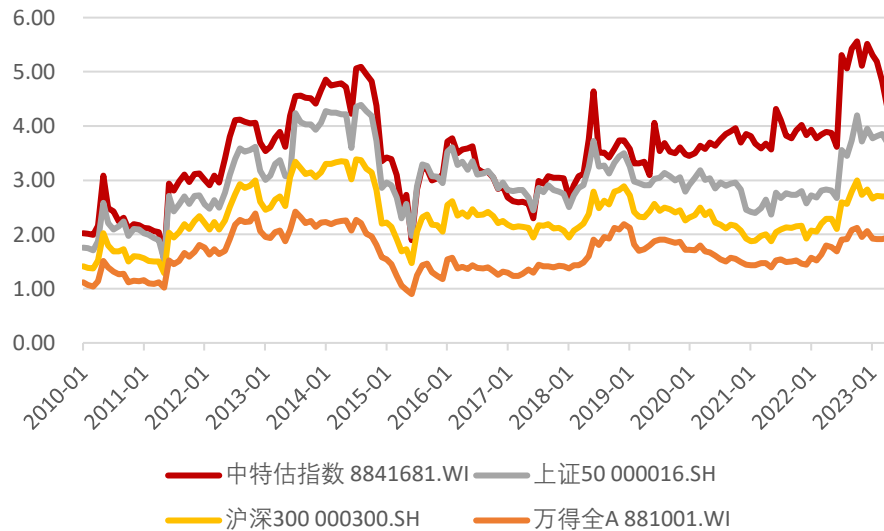
证券代码	证券简称	市净率	市盈率	所属行业
600015.SH	华夏银行	0.37	3.86	银行
000402.SZ	金融街	0.38	16.99	房地产
600000.SH	浦发银行	0.38	4.40	银行
601997.SH	贵阳银行	0.42	3.54	银行
601077.SH	渝农商行	0.44	4.61	银行
600376.SH	首开股份	0.45	-24.12	房地产
601169.SH	北京银行	0.45	4.23	银行
601229.SH	上海银行	0.45	4.09	银行
600708.SH	光明地产	0.47	99.23	房地产
600782.SH	新钢股份	0.48	12.10	钢铁
000709.SZ	河钢股份	0.48	17.86	钢铁
002936.SZ	郑州银行	0.49	8.33	银行
000898.SZ	鞍钢股份	0.50	185.01	钢铁
601818.SH	光大银行	0.50	4.43	银行
600649.SH	城投控股	0.51	13.41	房地产
601328.SH	交通银行	0.52	4.75	银行
601992.SH	金隅集团	0.53	20.78	建筑材料
600269.SH	赣粤高速	0.54	13.05	交通运输
002110.SZ	三钢闽光	0.54	83.06	钢铁
600266.SH	城建发展	0.54	-11.84	房地产

资料来源：Wind，东莞证券研究所

（3）高股息

2022年《提高央企控股上市公司质量工作方案》明确提出制定合理持续的利润分配政策，并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。因此，企业分红成为“中国特色估值体系”的一个重要考量指标。从股息率来看，与上证50、沪深300、万得全A等大盘宽基指数相比，中特估指数在股息上长期稳定占优。具体来看，过半的中特估指数成分股近12月的股息率超过2%。而且，股息率前十的成分股主要集中在交运、钢铁、石油石化、煤炭、银行等垄断性质强烈的行业。与民企相比，中央国企和地方国企的股息率更高。2022年，中央国企和地方国企的股息率分别达到4.03%和2.72%，是民企股息率1.21%的二到三倍。

图 14：指数股息率走势情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 3：中特估指数成份股股息率前二十位

证券代码	证券简称	股息率	所属行业
601919.SH	中远海控	25.78	交通运输
000761.SZ	本钢板材	14.81	钢铁
601866.SH	中远海发	8.80	交通运输
600938.SH	中国海油	8.52	石油石化
601088.SH	中国神华	8.15	煤炭
600028.SH	中国石化	7.37	石油石化
000898.SZ	鞍钢股份	7.20	钢铁
600019.SH	宝钢股份	6.81	钢铁
601006.SH	大秦铁路	6.12	交通运输
601328.SH	交通银行	6.03	银行
601398.SH	工商银行	5.85	银行
601288.SH	农业银行	5.74	银行
601598.SH	中国外运	5.70	交通运输
601939.SH	建设银行	5.47	银行
601818.SH	光大银行	5.33	银行
601988.SH	中国银行	5.27	银行
601728.SH	中国电信	4.75	通信
601998.SH	中信银行	4.34	银行
601658.SH	邮储银行	4.24	银行
601919.SH	中远海控	25.78	交通运输

资料来源：Wind，东莞证券研究所

总的来说，中国特色估值体系板块的走强离不开政策推动，在流动性合理充裕的环境下，较为积极的市场交投热情助推板块上行。在正式提出中国特色估值体系这一

概念之前，国企改革的系列政策促使央企、国企上市公司走强。国有上市公司具有市值大、盈利贡献突出、低估值和高分红的特点，背后也反映出国有企业处于成熟期。而且，国有企业的所属行业多与民生、经济周期和国家安全相关。其中，公用事业、交通运输可视为与民生相关的基础保障行业；银行、非银金融、房地产与经济周期有一定程度的相关性；煤炭、石油石化、钢铁等资源品行业与经济周期相关性较大；军工、通信行业则是与国家安全相关。

三、中国特色估值体系投资方向

1、一带一路+央国企

政策方面，一带一路概念最早是在 2013 年提出，“一带一路”是指“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的简称，2023 年是倡导一带一路建设的十周年。“一带一路”沿线从中国分别经中亚、俄罗斯延伸至欧洲构建亚欧大陆桥，经中亚至波斯湾、地中海形成路上丝绸之路国际经济合作走廊，经东南亚、南亚延伸至南太平洋、印度洋、非洲的海上丝绸之路国际经济合作走廊。截至 2023 年 1 月，中国已同 151 个国家和 32 个国际组织签署了 200 余份共建“一带一路”合作文件。共建“一带一路”国家已占中国建交国 83%、占联合国成员国的 78%，中国对外投资工程承包劳务合作和对外援助的项目已覆盖所有共建国。

表 4：一带一路十周年大事记

时间	事件
2013 年	首次提出“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”；推进丝绸之路经济带、海上丝绸之路建设写入《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》；中央经济工作会议提出“推进丝绸之路经济带建设，建设 21 世纪海上丝绸之路”
2014 年	提出打造中蒙俄经济走廊；宣布成立丝路基金——“一带一路”专项投资基金
2015 年	国家发展改革委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，这是中国发布的首份关于“一带一路”的政府白皮书；上合组织表态支持“一带一路”——“一带一路”倡议获得政府间合作组织的支持；亚投行成立——首个由中国倡议设立的多边金融机构
2016 年	统一品牌的中欧班列首抵欧洲；《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》签署——首个“一带一路”框架下的多边合作规划纲要；联合国开发计划署与中国签署“一带一路”合作文件——联合国成为首个加入“一带一路”倡议的国际组织；“一带一路”倡议首次写入联合国大会决议——得到国际社会广泛支持；中老铁路全线开工——推动中国与东盟铁路互联互通
2017 年	提出共建人类命运共同体——全球发展的中国方案；中国与世界卫生组织签署“一带一路”合作协议——携手打造“健康丝绸之路”；《“一带一路”建设海上合作设想》发布——首提“一带一路”海上合作中国方案；首次提出“冰上丝绸之路”——开展北极航道合作；七国共同发起《“一带一路”数字经济国际合作倡议》——数字经济合作开启新篇章
2018 年	发布《中国的北极政策》白皮书——中国政府发表的首份北极政策文件；《罗马宣言》发布——“一带一路”国际商事调解重要文件；中国与东盟 10 国全部签署共建“一带一路”政府间合作文件

2019 年	“一带一路”新闻合作联盟成立——各国媒体交流合作的重要平台；“一带一路”国际智库合作委员会成立——“一带一路”国际智库合作迈上新台阶；首届中国—非洲经贸博览会开幕——中非深化经贸合作重要平台
2020 年	“一带一路”银行间常态化合作机制倡议支持抗疫；“一带一路”减贫与发展联盟在云南成立；中老铁路最大车站万象站封顶
2021 年	中方正式提出申请加入《数字经济伙伴关系协定》；中国首条直通中越边境口岸高铁全线隧道贯通
2022 年	“一带一路”沿线国家特色文化展示活动在京举行；哈萨克斯坦谢列克风电项目投产发电；东亚合作经贸部长系列会议举行
2023 年	中国城市规划设计研究院撰写的《“一带一路”倡议下的全球城市报告（2022）》发布；中国港湾中标新加坡八珊顿道混合用途大楼改建项目；中建八局签约印尼浮法玻璃制造厂项目

资料来源：中国一带一路网，东莞证券研究所

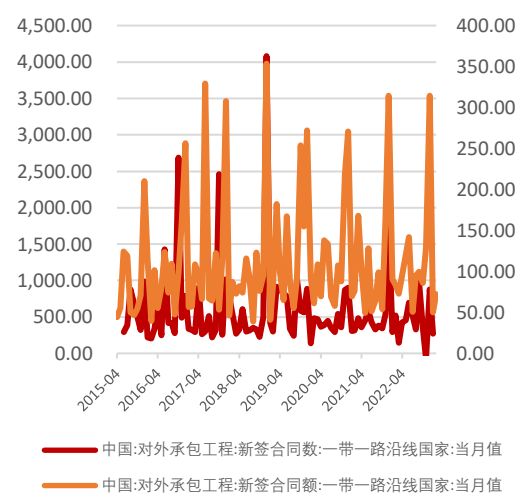
在扩大贸易规模方面，2013 年至 2022 年中国与“一带一路”沿线国家货物贸易从 1.06 万亿美元增加至 2.07 万亿美元，翻了一番。“一带一路”倡议对中国出口拉动效果显著。十年间，中国对“一带一路”沿线国家进出口规模占全国总额比重从 2013 年的 25% 提升至 2022 年的 32.9%。其中，东盟占比最大，2022 年我国出口东盟金额比重为 15.79%。2023 年一季度我国与“一带一路”沿线国家外贸增速高于整体，进出口 3.43 万亿元，同比增长 16.8%，较同期我国外贸整体增速高 12 个百分点。对外承包工程方面，2022 年我国企业在“一带一路”沿线国家的新签对外承包工程项目合同共 5514 份，合同额达 1296.2 亿美元，同比下降 3.3%，占我国对外承包工程新签合同额的比重达 51.2%，占比过半。

图 15：一带一路贸易稳中上涨



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 16：中国对外承包工程活跃

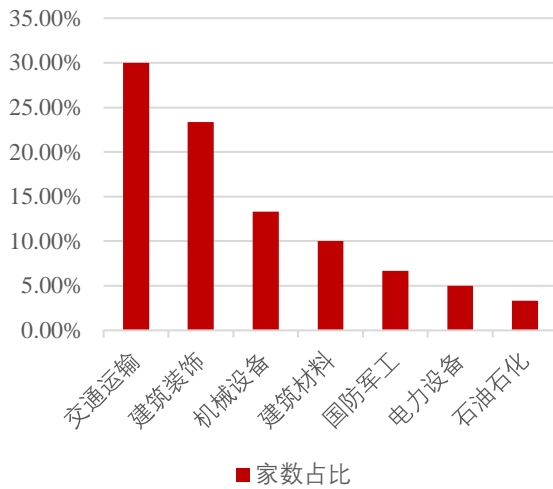


数据来源：Wind，东莞证券研究所

可以从估值和海外业务收入两个角度出发，筛选合适的一带一路标的。一带一路指数共有 79 只成分股，所涉及的行业有交运、建筑建材、上游原材料（石油石化、有色金属、钢铁等）、电力设备等。而且这 79 只成分股中，有 60 家是国企。估值方面，一带一路指数估值持续回落，从 2015 年初的 18 倍降至当前的 12 倍。

其中，有 57 只成分股的近十年市盈率分位数不及 20%，投资性价比较高。此外，从海外业务收入来看，2022 年中国建筑、潍柴动力、中国电建、中国中铁和中国铁建的海外业务收入额均超 500 亿元，中远海特、潍柴动力、北方国际、中工国际和振华重工的海外业务占比较高，均超 45%。

图 17：一带一路指数央企成分股行业占比前七



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：一带一路指数估值持续回落



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 5：一带一路指数海外业务收入占比前二十位的国有企业成分股

证券代码	证券简称	市盈率	近十年市盈率分位数	2022 年 ROE (%)	所属行业	2022 年海外业务收入占比
600428.SH	中远海特	16.31	0.35	8.08	交通运输	67.03%
000338.SZ	潍柴动力	18.84	51.44	6.81	汽车	56.70%
000065.SZ	北方国际	22.59	22.01	9.11	建筑装饰	52.47%
002051.SZ	中工国际	39.71	5.47	3.08	建筑装饰	49.91%
600320.SH	振华重工	42.04	5.84	2.47	机械设备	48.93%
600970.SH	中材国际	14.57	2.08	15.90	建筑装饰	43.92%
600150.SH	中国船舶	821.95	45.75	0.37	国防军工	40.24%
600176.SH	中国巨石	10.15	8.20	26.35	建筑材料	34.25%
000425.SZ	徐工机械	16.69	1.91	9.60	机械设备	31.05%
000928.SZ	中钢国际	17.22	16.24	9.92	建筑装饰	29.71%
000528.SZ	柳工	22.57	0.76	3.85	机械设备	28.02%
601117.SH	中国化学	10.18	16.09	10.71	建筑装饰	20.19%
601179.SH	中国西电	45.07	23.53	2.94	电力设备	15.24%
601669.SH	中国电建	10.50	16.22	8.26	建筑装饰	14.12%
600495.SH	晋西车轴	186.79	21.69	0.33	机械设备	12.03%
601766.SH	中国中车	15.62	2.25	7.68	机械设备	11.24%
600021.SH	上海电力	56.14	8.57	1.65	公用事业	10.93%
600057.SH	厦门象屿	8.27	0.85	15.37	交通运输	9.21%
600875.SH	东方电气	20.19	14.20	8.46	电力设备	8.97%

600820.SH	隧道股份	6.57	0.46	10.76	建筑装饰	5.85%
-----------	------	------	------	-------	------	-------

资料来源：Wind，东莞证券研究所

2、数字经济+央国企

数字经济指的是直接或间接利用数据来引导资源发挥作用，推动生产力发展的经济形态。从政策来看，《“十四五”数字经济发展规划》，明确了“十四五”时期推动数字经济健康发展的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施。近几年，数字经济发展呈现速度快、辐射范围广、影响程度深的特点，正在成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量。2022年是数字经济全面发力的一年，在经济下行压力加大的情况下，我国推动数字产业化、产业数字化和数字化应用、完善数字经济治理体系、加快新型基础设施建设、推动数字经济与实体经济的融合发展等系列改革实施，数字经济作为国民经济的“加速器”作用凸显，成为实现经济恢复向好的关键力量。

此外，国有企业积极参与数字化转型，近年来国企在发展数字经济，推动数字化转型层面取得重大成果，主要体现在产品创新数字化、生产运营智能化、用户服务敏捷化、产业体系生态化等方面。考虑到以人工智能为代表的数字经济是2023年全年政策支持力度较大，确定性较强的产业趋势，根据“十四五”规划，我国数字经济将成为国内经济发展的核心引擎。规划提出，到2025年，我国数字经济核心产业增加值占GDP比重从2020年的7.8%提高到10%。因此，数字经济+央国企的投资机会不容忽视。

表 6：近年部分数字经济政策文件

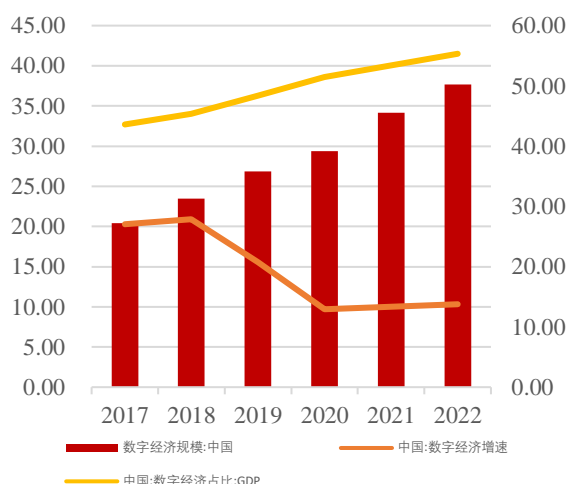
时间	文件名称	文件内容
2020年9月	《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	从产品创新数字化、生产运营智能化、用户服务敏捷化、产业体系生态化等四个方面对国有企业数字化转型进行战略部署
2022年1月	《“十四五”数字经济发展规划》	分别对优化升级数字基础设施、充分发挥数据要素作用、大力推进产业数字化转型、加快推动数字产业化、持续提升公共服务数字化水平、健全完善数字经济治理体系、着力强化数字经济安全体系和有效拓展数字经济国际合作八个方面提出具体要求和措施，并提出了加强统筹协调和组织实施、加大资金支持力度、提升全民数字素养和技能、实施试点示范、强化监测评估等保障措施
2022年1月	《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》	重点强调积极发展产业数字金融、大力推进个人金融服务数字化转型、大力推进个人金融服务数字化转型、建设数字化运营服务体系、构建安全高效、合作共赢的金融服务生态和着力加强数字化风控能力建设
2022年6月	《关于加强数字政府建设的指导意见》	要构建协同高效的政府数字化履职能力体系、数字政府全方位安全保障体系、科学规范的数字政府建设制度规则体系、开放共享的数据资源体系和智能集约的平台支撑体系，以数字政府建设全面引领驱动数字化发展，不断加强党对数字政府建设工作的领导
2022年11月	《中小企业数字化转型指南》	从增强企业转型能力、提升转型供给水平、加大转型政策支持等三个方面分别为地方政府支持中小微企业数字化转型提供方向引导。要发

		挥地方政府专项资金作用，支持对中小企业转型带动作用明显的“链主”企业和转型成效突出的“链星”中小企业
2023年2月	《数字中国建设整体布局规划》	夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”

资料来源：各部门官网，东莞证券研究所

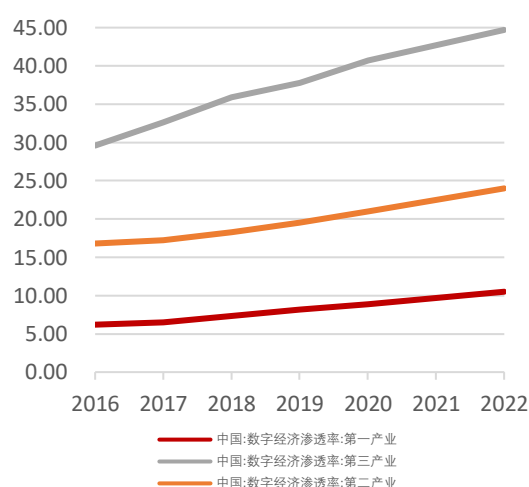
根据中国信通院发布的《中国数字经济发展研究报告（2023年）》，2022年我国数字经济规模首次突破50万亿元，达到50.2万亿元，同比名义增长10.3%，已连续11年显著高于同期GDP名义增速，数字经济占GDP比重相当于第二产业占国民经济的比重，达到41.5%，也印证了数字经济成为稳增长的重要引擎。而且数字经济在各产业的渗透率持续上涨，其中数字经济在第三产业的渗透率最高，2022年达到44.7%，较2016年上涨15.1个百分点。

图 19：数字经济持续高速增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 20：数字经济渗透率逐年上涨



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从估值来看，数字经济指数市盈率震荡下行，从2017年的50倍左右回落至当前的27倍左右。数字经济包括通信行业、计算机基础技术行业、软件行业、互联网行业、电子商务行业等。数字经济指数有53只成分股，其中有11家是国有企业，考虑到国企占比较小，因此选择央企科技引领指数作为数字经济+央国企的参考标的。央企科技引领指数成分股中，近十年市盈率分位数较低的有振华科技、电科网安、深南电路、中航光电、内蒙一机等。在分红方面，近12个月股息率较高的有海康威视、内蒙一机、万润股份、宝信软件、中国海防等。

而且，国有企业非常注重研发投入，近五年国企上市公司研发支出逐年增长，2022年更是达到8053.73亿元，同比上涨17.07%。2022年海康威视、烽火通信、科大讯飞、航天信息和中航光电的研发支出均超15亿元。根据国资委数据，10年来，国资央企坚持把科技创新摆在突出位置，研发投入不断加大，中央企业累计投入研发经费6.2万亿元，超过全国的三分之一，2022年研发投入首次突破1万亿

元；创新平台加快建设，打造国家级研发平台 764 个，拥有全国重点实验室 91 个；创新成果也很丰硕，在电网、通信、能源等领域攻克了一批关键核心技术。

图 21：数字经济指数估值震荡下行



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：国企研发支出逐年增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 7：央企科技引领指数研发支出占比前二十位的成分股

证券代码	证券简称	近十年市盈率分位数	2022 年 ROE (%)	所属行业	2022 年研发支出合计 (亿元)	2022 年研发支出占营业收入比例
002063.SZ	远光软件	54.57	10.24	计算机	5.58	26.25%
300188.SZ	美亚柏科	99.42	3.52	计算机	4.58	20.08%
002230.SZ	科大讯飞	99.59	3.42	计算机	33.55	17.83%
600877.SH	电科芯片	53.36	10.33	电子	2.34	14.95%
600498.SH	烽火通信	76.10	3.34	通信	43.94	14.21%
003031.SZ	中瓷电子	93.03	11.84	通信	1.80	13.78%
600171.SH	上海贝岭	22.62	9.44	电子	2.58	12.63%
688586.SH	江航装备	34.66	10.33	国防军工	1.39	12.43%
600764.SH	中国海防	33.53	7.52	国防军工	5.19	12.09%
002415.SZ	海康威视	53.27	18.77	计算机	98.14	11.80%
002268.SZ	电科网安	7.90	5.86	计算机	3.98	11.58%
600845.SH	宝信软件	55.49	21.99	计算机	14.32	10.89%
600372.SH	中航电子	85.19	7.16	国防军工	11.91	10.65%
002025.SZ	航天电器	71.39	9.77	国防军工	6.25	10.38%
002281.SZ	光迅科技	29.58	9.94	通信	7.07	10.24%
002179.SZ	中航光电	9.83	15.61	国防军工	15.97	10.09%
002389.SZ	航天彩虹	31.39	3.89	国防军工	3.84	9.96%
300747.SZ	锐科激光	100.00	1.34	机械设备	3.09	9.69%
688396.SH	华润微	34.23	13.10	电子	9.21	9.16%
002017.SZ	东信和平	11.39	6.06	通信	1.14	8.84%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3、国家安全+央国企

逆全球化大背景下，外围环境的日趋严峻复杂强化了我国对粮食安全、科技安全、国防安全、能源资源安全、产业链供应链安全可控等领域的重视。二十大报告重点强调科技和安全，提出“以新安全格局保障新发展格局”的重大要求。中央企业在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，是国民经济的重要支柱。我们预计后续相关产业政策或将密集出台，提升我国产业链供应链韧性和安全水平，“国家安全+央国企”主题有望维持较高景气度，建议关注以下四条主线。

1、科技安全。当前国际形势加速演变，逆全球化趋势加强，我国面临多元安全威胁。面对渐趋复杂的外部环境，二十大报告就“安全”的相关内容作出深入论述，并提出“科技自立自强”。随着“安全”、“科技自立自强”的战略地位进一步提升，作为国民经济的支柱，央国企肩负“科技创新国家队”重任，创新型国企未来更具成长性。

计算机行业方面，信创、网络安全等领域有望成为计算机行业发展的重要主线。信创方面，目前我国已基本建立起从上游芯片到下游应用的替代链条，关键环节如国产CPU、操作系统、办公软件等已经崭露头角。从节奏来看，党政信创率先启动，金融、电信等关键行业积极推进，国产CPU、OS、办公软件等相关厂商业绩也陆续迎来释放期，整体市场空间更值得期待，产业链相关公司有望充分受益。网络方面，“没有网络安全就没有国家安全”，近年支持行业发展政策密集出台，同时相较于其他国家的网络安全预算占比，我国仍有较大提升空间，行业需求释放前景可期。

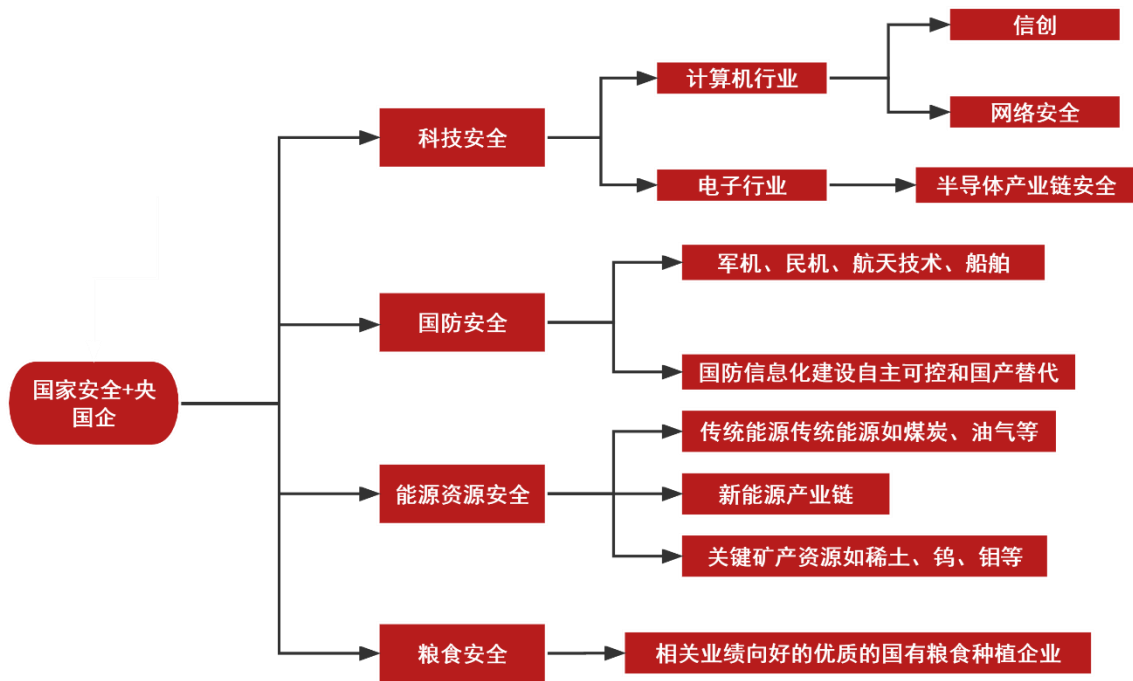
电子行业方面，关注半导体产业链安全，把握国产替代和下游创新两方面的机遇。国产替代是长期趋势，内资晶圆厂扩产节奏受短期行业景气度影响较小，利好国内半导体设备与材料环节；行业增量主要来自汽车“三化”带来的下游创新，建议关注功率半导体、模拟芯片、MCU等兼具市场规模扩张与国产替代逻辑的环节。

2、国防安全。当前，中国已发展成为世界第二大经济体，国防实力与经济实力不匹配。面对日趋严峻的地区安全风险，二十大报告强调“如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队”，在新时代下，特别是中美博弈加剧、国际环境日趋复杂情况下，加强国防实力建设是保证自身发展安全的关键，国防军工行业有望保持较高景气度。军机方面，长期看好行业“十四五”期间装备更新换代需求下的高景气；民机方面，看好国产大飞机后续发展。从国产替代出发，后续会有越来越多国产飞机换装“中国心”，国产化渗透率将逐步提升。军队作战会逐步向信息化和无人化发展，国防信息化建设自主可控和国产替代将成为另一主线，无人机在军事和工业中的应用值得期待。另一方面，航天技术向商业应用转移的投资机会值得期待，看好卫星导航和卫星通信等产业发展。可持续关注造船周期下，船舶更新换代情况。

3、能源资源安全。二十大报告强调，将深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用，加大油气资源勘探开发和增储上产力度，加快规划建设新型能源体系，统筹水电开发和生态保护，积极安全有序发展核电，加强能源产供储销体系建设，确保能源安全。而在2023年政府工作报告再次强调国家能源资源安全问题，加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产，在能源供应端保障国家能源安全。建议关注传统能源如煤炭、油气等、新能源产业链、关键矿产资源如稀土、钨、钼等。

4、粮食安全。二十大报告中强调，将全方位夯实粮食安全根基，全面落实粮食安全党政同责，牢牢守住十八亿亩耕地红线，确保中国人的饭碗牢牢端在自己手中。“二十大”后的首个中央“一号文件”发布，为种业和粮食种植板块提供强有力的政策支持，粮食供给有望得到有效保障，同时还强调将大力推动农业关键核心技术攻关。另外，政府工作报告强调，将强化粮食和重要农产品稳产保供，始终不懈地把 14 亿多中国人的饭碗牢牢端在自己手中。建议关注相关业绩向好的优质国有粮食种植企业。

图 23：国家安全+央国企投资方向

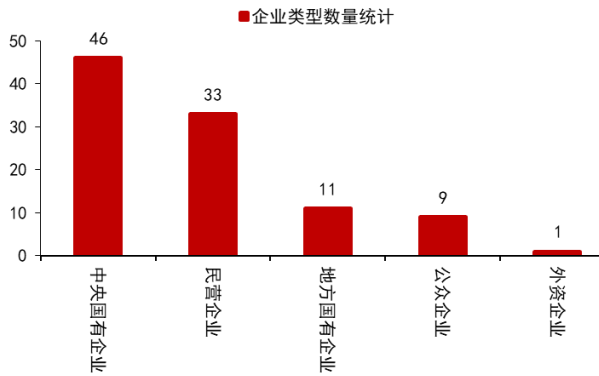


数据来源：东莞证券研究所

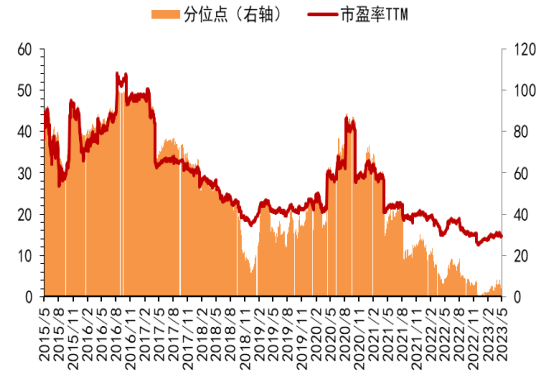
我们以国证国家安全指数的成分股为基础，并从估值和 ESG 两个维度出发，去筛选合适的“国家安全+央国企”标的。首先，国证国家安全指数立足于总体国家安全观，综合考察能源安全、军事安全、社会安防、信息安全、农业与粮食安全五个国家安全相关产业的发展情况，根据市值和流动性综合指标从中精选出 100 家具有代表性的上市公司股票组成样本股，反映了沪深两市国家安全产业相关上市公司的整体表现。其次，估值方面，国证国家安全指数估值震荡回落，从 2015 年初的 20 倍左右下降至 2023 年 5 月的 14.6 倍左右。从分位数的角度来看，2023 年 5 月国证国家安全指数市盈率 TTM 分位数已落至近十年以来的 3% 左右，具有较高的投资价值及安全边际。

图 24：国证国家安全指数成分股的企业属性

图 25：国证国家安全指数估值持续回落



数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：Wind，东莞证券研究所

另外，我们从 ESG 的角度来考虑标的的选择。我们认为，中国特色估值体系、“国家安全+央国企”主题和 ESG，这三者强调的内容具有较高的重合性。首先，中国特色估值体系不仅强调估值能够体现国有企业的“硬实力”，还强调估值能够体现国有企业的“软实力”，即国企的社会责任，对社会的“正外部性”等。而这部分的内容难以被传统的财务估值模型所定价，但 ESG 本身便关注企业的长期可持续性和社会责任，其得分能够一定程度上能够反映国有企业的“软实力”。

其次，国家安全建设是一个长期的过程，相关企业的业绩短期内或难以兑现。统筹发展与安全是构建中国特色估值体系的特点之一。中国特色估值体系或将会对能够兼顾发展与安全的国有企业给予一定的估值溢价。而在 ESG 体系中，环境、社会和公司治理因素是重要考虑因素，与国家安全主题存在一定的重合。因此，我们尝试从国证国家安全指数的成分股中出发，去筛选出 ESG 得分靠前的国有企业。

表 8：国证国家安全指数 ESG 得分排名前二十位的国有企业成分股

证券代码	证券简称	市盈率	近十年市盈率率分位数	所属行业	Wind ESG 综合得分
601088.SH	中国神华	8.84	44.00	煤炭	8.95
600941.SH	中国移动	15.79	90.33	通信	8.89
000977.SZ	浪潮信息	29.55	20.35	计算机	8.69
600938.SH	中国海油	6.53	46.95	石油石化	8.47
001289.SZ	龙源电力	32.17	83.96	公用事业	8.45
603019.SH	中科曙光	43.27	15.70	计算机	8.40
003816.SZ	中国广核	15.20	62.17	公用事业	8.36
002230.SZ	科大讯飞	348.35	99.51	计算机	7.93
002179.SZ	中航光电	31.01	8.31	国防军工	7.89
000519.SZ	中兵红箭	52.40	57.95	国防军工	7.72
601985.SH	中国核电	14.46	20.99	公用事业	7.70
000768.SZ	中航西飞	118.44	66.08	国防军工	7.62
600583.SH	海油工程	14.89	31.60	石油石化	7.53
600188.SH	兖矿能源	5.76	13.22	煤炭	7.51
002415.SZ	海康威视	27.17	54.40	计算机	7.47
600760.SH	中航沈飞	48.03	25.94	国防军工	7.45
600050.SH	中国联通	21.02	22.82	通信	7.40
600372.SH	中航电子	77.80	84.91	国防军工	7.39

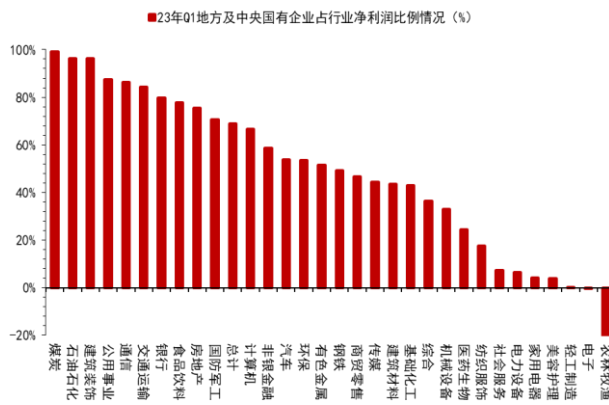
600893.SH	航发动力	86.41	61.76	国防军工	7.39
601728.SH	中国电信	19.01	85.99	通信	7.36

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4、行业龙头+央国企

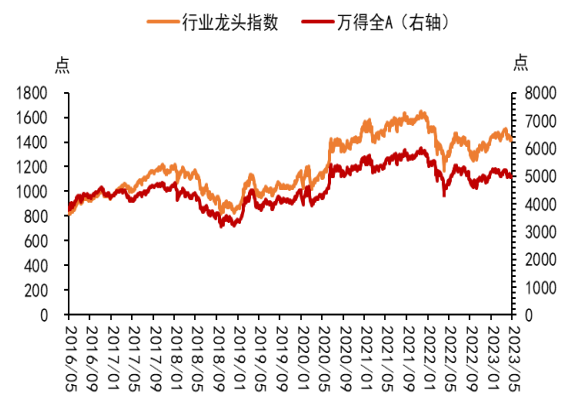
央国企作为国民经济的重要支柱，在各自的行业中具有竞争力和优势，拥有较高的市场份额和稳定的盈利能力，不过当前部分央国企的估值偏低，存在价值实现与价值创造不匹配的问题。中国特色估值体系的构建或能引导国有企业估值中枢抬升，推动国有企业市场价值回归内在价值。另外，3月国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，加强对龙头央国企的重视程度。相关行业龙头的央国企或能在本轮中国特色体系的构建的过程中受益。

图 26：23Q1 地方及中央国企占行业净利润比例情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 27：行业龙头企业表现强劲



数据来源：Wind，东莞证券研究所

我们以行业龙头指数的成分股为基础，并以“一利五率”为代表的财务考核指标为基础，去筛选合适的“行业龙头+央国企”标的。首先，行业龙头指数指的是按照行业分类，总市值规模排名在各自行业前 10% 的股票。

从估值来看，行业龙头指数震荡回落，从 2017 年 8 月的 17.6 倍左右下降至 2023 年 5 月的 15.3 倍左右。从分位数的角度来看，2023 年 5 月，行业龙头指数市盈率 TTM 分位数已落至近六年以来的 42% 左右，估值处于适中区间。

图 28：行业龙头指数成分股企业属性

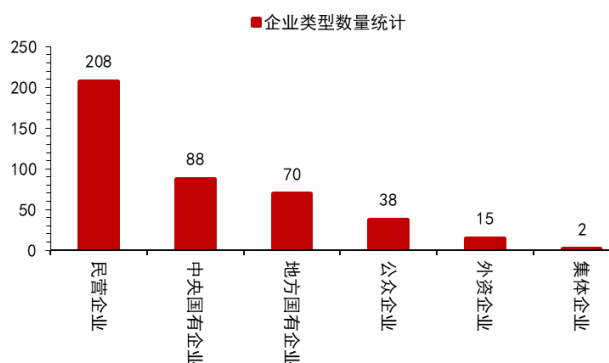
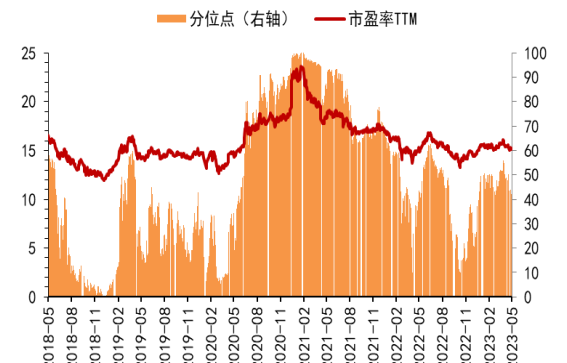


图 29：行业龙头指数估值震荡回落



数据来源：Wind，东莞证券研究所

数据来源：Wind，东莞证券研究所

其次，为推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展，建设世界一流企业，国资委将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。“一利五率”的指标体系将引导企业增强自生能力、积累能力、可持续发展能力和价值创造能力，提升投入产出的效率，优化企业经营业绩。我们认为可适度关注“一利五率”综合排名靠前的央企。

表 9：“一利五率”与“两利四率”的指标体系差异

	2023 年	2022 年
指标体系	一利五率	两利四率
考核目标	一增一稳四提升	两增一控三提高
具体指标	利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、净资产收益率、营业现金比率	净利润、利润总额、资产负债率，营业收入利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
要求	一增：利润总额增速要高于国民经济增速	两增：利润总额和净利润增速要高于国民经济增速
	一稳：资产负债率稳定在 65%左右	一控：资产负债率要控制在 65%以内
	四提升：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升	三提高：营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高。

资料来源：各部门官网，东莞证券研究所

表 10：综合得分排名前二十的行业龙头央国企

证券代码	证券简称	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	研发经费 投入强度 (%)	净资产收益 率(TTM) (%)	营业现金 比率 (%)	所属行业
000661.SZ	长春高新	10.47	18.98	12.06	20.38	33.72	医药生物
600519.SH	贵州茅台	287.00	12.36	0.06	30.36	13.53	食品饮料
600436.SH	片仔癀	9.40	16.17	3.53	21.08	24.13	医药生物
000858.SZ	五粮液	174.24	19.09	0.25	22.45	30.62	食品饮料
600845.SH	宝信软件	5.74	45.89	12.89	21.23	14.95	计算机
601225.SH	陕西煤业	130.73	32.93	0.06	32.87	20.00	煤炭
000568.SZ	泸州老窖	49.30	34.79	0.33	29.55	19.83	食品饮料
002304.SZ	洋河股份	76.91	20.46	0.44	19.07	9.32	食品饮料
600809.SH	山西汾酒	64.51	34.06	0.15	35.21	27.07	食品饮料
601919.SH	中远海控	98.57	48.09	0.44	43.12	12.99	交通运输
600111.SH	北方稀土	11.19	32.41	0.52	25.76	10.28	有色金属
600426.SH	华鲁恒升	9.16	22.48	2.85	16.73	13.22	基础化工
601088.SH	中国神华	250.79	24.91	0.28	16.68	33.55	煤炭
603369.SH	今世缘	16.70	35.10	0.24	22.37	23.60	食品饮料
688396.SH	华润微	4.51	23.16	11.39	11.66	21.09	电子
600188.SH	兖矿能源	94.86	55.30	0.18	29.61	19.41	煤炭

600486.SH	扬农化工	8.89	38.97	2.61	17.69	33.80	基础化工
002920.SZ	德赛西威	3.90	51.90	10.09	17.46	4.84	计算机
000625.SZ	长安汽车	69.07	57.60	3.94	14.74	9.79	汽车
601899.SH	紫金矿业	81.10	58.51	0.44	20.21	10.45	有色金属

资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：以 2022 年 12 月 31 日的样本股为基础，按“一增一稳四提升”的考核要求进行初步筛选，再分别计算个股 2023Q1 财报中的利润总额、资产负债率、研发投入强度、净资产收益率(TTM)和营业现金比率的排名，并将各项指标的单项排名列出并加总，最终得到综合排名靠前的央国企。

四、风险提示

国企改革政策及中国特色估值体系的构建推进不及市场预期；市场风格再度切换导致相关指数表现承压；统计结果可能存在误差。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
增持	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
持有	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
标配	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深300指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路1号金源中心24楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn