

2023年06月02日

ESG视角下央国企估值回归的合理性探究

——宏观经济专题

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 如何理解中特估值，央国企在长期能否进行估值回归？

2022年底以来，央国企已演绎三轮跑赢大盘的行情。向后看，在缺乏具体催化的情况下，市场对“中特估”后续走势仍持不确定看法。对此我们认为，借鉴国际经验，ESG作为全球市场主流的“将非财务因素纳入价值分析”投资评价体系，可以为我们理解和实践中特估值提供重要的借鉴意义。

我国的产业发展特征、市场体制机制、上市主体可持续发展能力等方面与成熟经济体不同，因此市场对资产的定价也应与西方成熟体系有所差异。“中特估值”应是在中国式现代化新征程下，中国特色资本市场服务实体经济和国家战略的过程中产生的区别于传统西方估值体系的资产定价体系。在这个定价体系下，资产价值评估不仅依赖于市场化的、可量化的账面会计指标，也要考虑我国特有国情、市场体制、国家战略等难以反映在账面上的指标。以央国企为“锚”的中特估值体系与ESG投资有较多相似性和可比性，进而可以认为，长期来看央国企估值将回归合理水平。

● ESG的历史演变、特征；ESG投资标的享有高估值

ESG的发展历程分为几个阶段：道德与伦理投资；社会责任投资；随着国际社会对可持续发展的重视，ESG投资的全球影响力逐渐扩大。

ESG投资有正向社会效应，但初期反对者认为短期成本大于回报、对股东财富无显著提高。ESG投资对于社会的可持续发展和企业长期的价值提升有益。海外社会责任投资初期的反对者认为企业顾及ESG的成本高于回报，且公司难以同时兼顾社会责任和对股东的责任。众多实践研究表明，海外市场上ESG投资标的享有估值溢价，也展现良好回报。ESG评级高的企业面临的各类风险较低，在长期有更高的潜在收益，或者具备更低的资本成本，因此估值较高。MSCI和标普数据均显示，以高社会责任评级作为编撰标准的ESG指数在近20年的时间维度里回报率基本高于市场基准。综合全球主流价值观引导、公司永续经营溢价、长期隐含增长等因素，ESG投资策略有一定可持续性。ESG投资得以在传统财务估值体系为主的西方资本市场取得一席之地。

● 基于ESG投资逻辑的中特估值方法构建和发展路径推演

构建基于四个维度的“中特估”估值评价体系：（1）央国企财务基本面；（2）企业或所在行业服务国家战略能力；（3）受益于国企改革成效；（4）企业的股东回报表现。每个维度下涵盖多个指标进行评价，并赋予相应的权重，最终得出综合估值溢价。参考ESG因素估值整合方法，从相对和绝对估值法两方面，将央国企估值溢价融入估值模型，便可以构建出中特估值的估值调整模型。

此外，借鉴ESG，我们可以对未来央国企价值重估发展路径进行推演：第一，完善的企业社会责任数据有利于市场投资者做出判断和定价，各国监管部门也加强了对于ESG披露的规定。因此，央国企将增加对专业化整合、战略产业带动效果、内部治理等其他信息的披露，并加强与市场投资者的交流。第二，中特估值发展的初期，央国企的估值重构或面临一定阻碍，此时需要国家政策和资本进行扶持和引导。全国社保基金、保险资管作为政府控股机构投资者，是长线投资的风向标，一般会选取稳定的行业龙头，且受政策导向影响。下一步的央国企估值重建，社保基金、保险资管等机构或将成为主要参与者。第三，关注中特估的全球定价逻辑。外资对央国企的定价主要考虑四个方面：国企改革能否催化企业价值实质性提升；企业盈利能力可持续性；是否属于政策支持的战略行业；外资投资限制等。

● 风险提示：经济超预期下行；政策力度不及预期；改革执行力度不及预期。

相关研究报告

《消费K型修复，经济动能暂弱，政策窗口将近——兼评5月PMI数据——宏观经济点评》-2023.5.31

《美国两党就债务上限达成协议——宏观周报》-2023.5.28

《“战略相持”待破，政策窗口将近——4月企业利润点评——宏观经济点评》-2023.5.28

目录

1、 如何理解中国特色估值体系？	3
1.1、 回归“中特估”最初的定义，寻找估值的“锚”	3
1.2、 全球视角下，中特估值的定价逻辑可借鉴 ESG 投资	4
2、 ESG 概述及其演变背景	6
2.1、 以宗教为主的道德投资	6
2.2、 伦理投资与社会责任投资的发展	6
2.3、 联合国正式提出 ESG 投资概念	6
2.4、 ESG 投资的全球影响力扩大	7
3、 ESG 投资的特征及估值的特殊性	8
3.1、 ESG 投资特征：关注企业社会责任带来的潜在价值	8
3.2、 ESG 投资对估值的影响：享有估值溢价	10
3.3、 ESG 投资对“中特估”的启示：三大相似点	11
4、 基于 ESG 投资逻辑的中特估值方法构建	14
4.1、 基于四个维度的“中特估”估值评价体系	14
4.2、 中特估估值调整 1：相对估值模型	16
4.3、 中特估估值调整 2：DCF 估值	18
5、 未来发展推演：更多主体参与，制度更趋完善	19
5.1、 央国企或将加强国企改革相关信息披露	19
5.2、 养老金、保险等机构或成为中特估主要参与者	19
5.3、 中特估的全球定价逻辑	19
6、 风险提示	20

图表目录

图 1： 我国第三产业增加值比重低于发达国家	3
图 2： 国有控股企业资产占比接近 6 成	3
图 3： 美国交易所退市公司数量高于持续经营公司	4
图 4： 成熟资本市场退市公司数量普遍高于新兴市场	4
图 5： 央企已演绎 3 轮超越大盘行情	5
图 6： 部分中特估相关行业估值有所提高	5
图 7： 2003-2015 年碳排放限制定价对汽车企业息税前利润的影响预测	7
图 8： MSCI ESG 评级体系分为 3 个层面、10 个议题、37 个核心指标	8
图 9： 全球不同国家可持续投资策略选择有一定差异	9
图 10： 公司价值受到社会责任因素显著影响	10
图 11： 义利 99 指数累计涨跌幅优于沪深 300	11
图 12： 注重社会责任的企业具有更好的财务表现	11
图 13： MSCI 发达国家 ESG 指数收益跑赢基准指数	11
图 14： 标普 ESG 指数在近五年跑赢市场指数	11
图 15： 中央企业 ESG 得分总体高于其他企业	12
图 16： 中央企业上缴税收占税收收入 17%	12
图 17： 近两年政策对发展与安全的重视增加	13
图 18： 高股息央国企表现强于央企和市场指数	14
图 19： 高研发强度央国企回报优于央企和市场指数	14
图 20： 央国企独有估值因子包括四个方面	15
图 21： 基于四个维度的“中特估”估值评价体系	16
图 22： 中特估估值评价体系应用实例	17
图 23： 自由现金流贴现模型估值调整	18
图 24： 美国 2020 年 ESG 投资者以养老金、保险为主	19
图 25： 社保基金重仓指数成分股以传统行业居多	19
表 1： ESG 投资策略包括整合、正面筛选和负面排除	9

任何为了提高股票价值的投资者激进行为都应该基于科学合理的依据。2022 年底以来的中字头央企主题上涨和“中特估值”的理论基础暂无定论。后续投资逻辑和估值回归走向如何？我们认为，中特估值可类比海外 ESG 投资，二者都具有正外部性、政策属性，估值回归逻辑相似。在 A 股市场已逐步为中特估值进行重定价之时，我们参考海外成熟的 ESG 定价体系，讨论央国企的独特定价模型和全球定价逻辑。

1、如何理解中国特色估值体系？

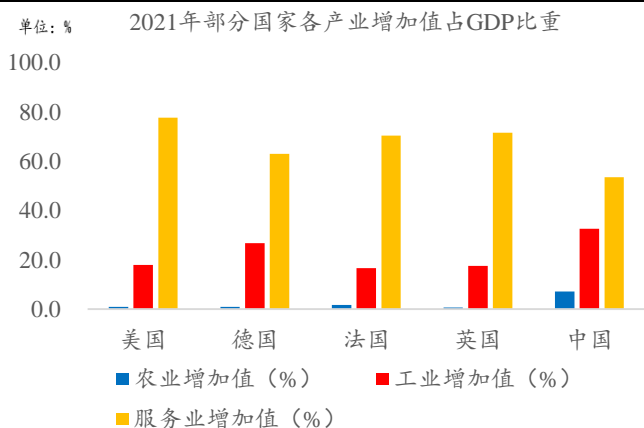
1.1、回归“中特估”最初的定义，寻找估值的“锚”

2023 年 2 月 2 日，中国证监会召开 2023 年系统工作会议，表示“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，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”，这是中央第二次阐述“中特估值”的具体内容。2022 年 11 月易会满主席首次提出时也提及“要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体可持续发展能力所体现的鲜明中国元素”。

可以理解为，我国的产业发展特征、市场体制机制、上市主体可持续发展能力与成熟经济体存在不同，因此市场对资产的定价也应与西方成熟体系有所差异，“中特估值”应运而生。我国经济、产业和市场有以下特征：

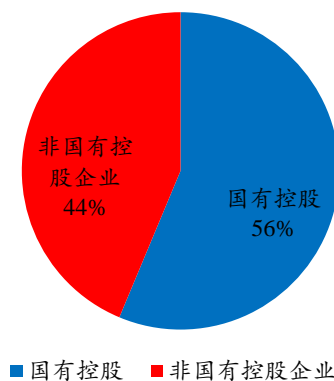
首先，我国仍是工业化国家，产业结构正逐渐优化且受政策指引影响较大，同时国有资产占重要地位。我国产业结构近年来不断升级，逐步向发达国家“三二一”的结构演化。但目前我国仍是工业主导的国家，第二产业占 GDP 的比重仍然高于发达国家。我国产业发展受国家战略规划 and 政策指引影响较大。“二十大”提出新时代中国式现代化，包括推动产业绿色化智能化高端化转型、创新驱动战略和碳达峰碳中和等国家重点战略规划，将会影响新一代产业结构的演变。此外，我国国有资产在产业内占重要地位。根据第四次经济普查年鉴数据，2018 年国有控股企业占全国企业资产总额 859.6 万亿元的 56.3%。

图1：我国第三产业增加值比重低于发达国家



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：国有控股企业资产占比接近6成



数据来源：Wind、开源证券研究所注：2018 年经济普查数据

其次，在市场体制方面，我国资本市场发展阶段与海外国家存在差异，需要建设服务于国家战略的中国特色现代资本市场。2023年，我国A股全面注册制开始启动，此前A股市场上市效率和市场化程度不高。此外，我国资本市场与海外的不同点在于，在二十大的新征程上，中国特色现代资本市场要坚持党的全面领导，坚持服务实体经济和国家战略规划。具体来说，是要发挥好资本市场功能，支持诸如中国式现代化、科技创新、产业升级、共同富裕等国家长期发展战略，推动新发展格局建立，服务实体经济高质量发展。

最后，国有资本永续经营能力更强。我国市场退市制度并不完善，过去几年A股退市数量远远少于美股，因此A股市场难以客观反映出企业的可持续发展能力。

图3：美国交易所退市公司数量高于持续经营公司

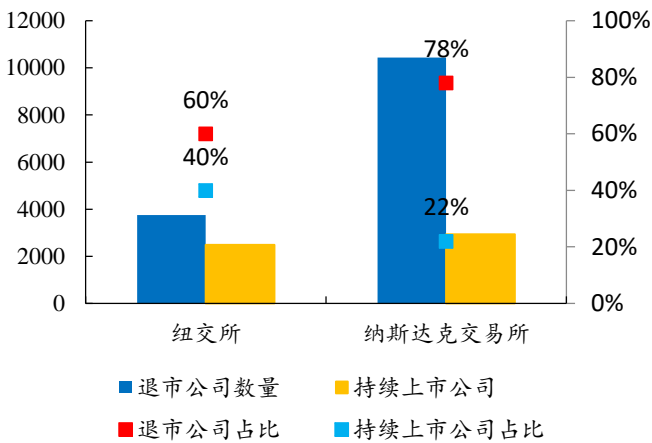
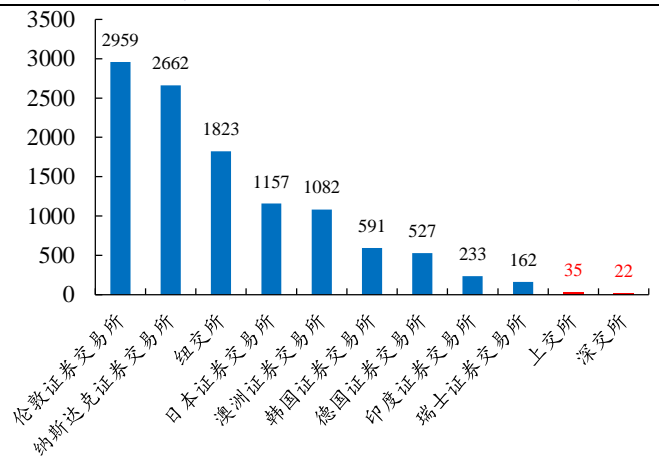


图4：成熟资本市场退市公司数量普遍高于新兴市场



数据来源：WRDS、开源证券研究所 注：数据为1980年至2017年期间

数据来源：WFE、开源证券研究所

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国家战略的过程，而产生的区别于传统西方估值体系的资产定价体系。在这个定价体系下，资产价值评估不仅依赖于市场化的、可量化的账面会计指标，也要考虑我国特有国情、市场体制、国家战略等难以反映在账面上的指标。

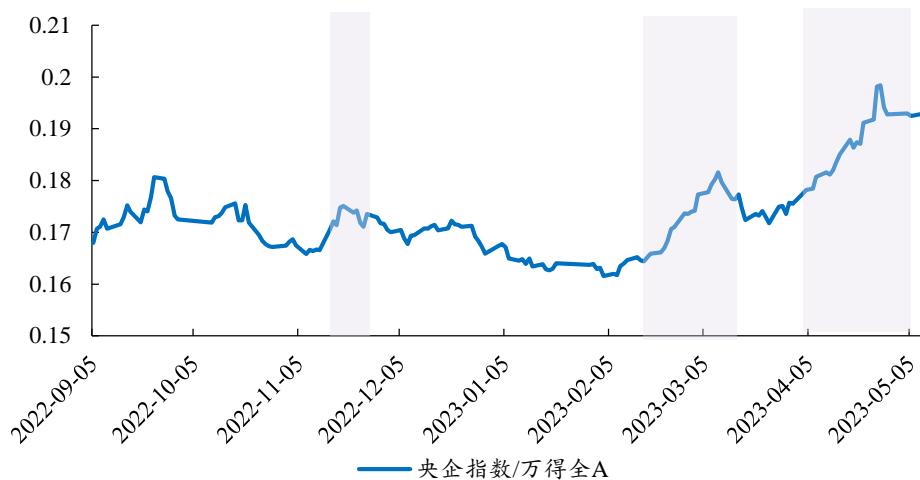
中央和国有企业在我国经济占重要地位，新一轮国企改革蓄势待发。同时，传统估值体系下国企估值偏低（参见前序报告《国企改革与中特估值下的投资思路》）。市场对于“中特估值”具象的理解落于央国企。那么，以央国企为“锚”的估值体系具备怎样的科学性和合理性？

1.2、全球视角下，中特估值的定价逻辑可借鉴ESG投资

2022年底至今，“中特估”主题备受市场关注，央国企已演绎了三轮行情。中特估相关行业估值提升主要从第二、三轮行情开启，二、三轮估值上升最明显。钢铁、建筑材料、石油石化行业市盈率提升4-8（倍），非银金融行业PE小幅上升1.3（倍），煤炭PE有所下行。向后看，在缺乏具体催化的情况下，市场对“中特估”后续走势仍持不确定看法。对此我们认为，可以从全球视角解释中特估值下央国企估值提升的科学性和可持续性，进而试图搭建具有我国特色的“中特估值”定价体

系。海外最为典型的具备制度属性提升估值的例子便是以 ESG 为代表的社会责任投资。

图5：央企已演绎3轮超越大盘行情



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：部分中特估相关行业估值有所提高

	第一轮			第二轮			第三轮			三轮整体PE变化
	前	后	变化	前	后	变化	前	后	变化	
农林牧渔	97.15	94.33	-2.82	101.51	100.42	-1.09	97.58	30.10	-67.48	-67.05
基础化工	14.76	14.66	-0.10	15.86	15.05	-0.81	15.32	16.87	1.55	2.11
钢铁	16.74	16.84	0.10	17.96	18.15	0.19	17.99	24.15	6.16	7.41
有色金属	15.54	14.92	-0.62	16.10	15.04	-1.06	14.23	14.07	-0.16	-1.47
电子	31.38	30.00	-1.38	32.58	31.69	-0.89	33.66	41.49	7.83	10.11
家用电器	13.33	12.88	-0.45	14.46	14.01	-0.45	14.73	13.61	-1.12	0.28
食品饮料	30.96	29.75	-1.21	37.09	34.81	-2.28	36.12	30.78	-5.34	-0.18
纺织服饰	22.25	22.07	-0.18	24.36	24.06	-0.30	23.91	25.69	1.78	3.44
轻工制造	30.24	29.71	-0.53	33.66	31.46	-2.20	30.96	29.87	-1.09	-0.37
医药生物	24.62	24.10	-0.52	25.17	24.12	-1.05	23.85	28.30	4.45	3.68
公用事业	24.77	25.32	0.55	25.88	25.58	-0.30	24.60	24.73	0.13	-0.04
交通运输	11.46	11.29	-0.17	12.14	12.05	-0.09	11.86	13.65	1.79	2.19
房地产	13.25	12.95	-0.30	13.49	12.57	-0.92	12.60	15.31	2.71	2.06
商贸零售	36.94	36.16	-0.78	38.66	36.03	-2.63	36.31	39.74	3.43	2.80
社会服务	110.44	104.93	-5.51	123.79	117.10	-6.69	121.55	85.51	-36.04	-24.93
综合	46.38	45.41	-0.97	48.32	45.47	-2.85	44.17	42.94	-1.23	-3.44
建筑材料	14.21	13.91	-0.30	15.45	14.62	-0.83	16.97	19.51	2.54	5.30
建筑装饰	9.21	9.38	0.17	9.79	10.57	0.78	9.97	10.84	0.87	1.63
电力设备	29.07	28.42	-0.65	29.77	26.34	-3.43	26.09	21.33	-4.76	-5.74
国防军工	54.93	54.01	-0.92	54.99	55.23	0.24	53.91	56.19	2.28	1.26
计算机	51.92	50.03	-1.89	57.56	59.70	2.14	62.16	69.83	7.67	17.91
传媒	30.68	30.02	-0.66	35.50	35.78	0.28	40.38	49.72	9.34	19.04
通信	25.71	25.38	-0.33	27.55	29.85	2.30	30.36	29.92	-0.44	4.21
银行	4.67	4.65	-0.02	4.95	4.83	-0.12	4.78	5.23	0.45	0.56
非银金融	14.73	14.25	-0.48	16.05	15.30	-0.75	16.25	16.04	-0.21	1.31
汽车	33.42	32.31	-1.11	34.89	31.68	-3.21	30.63	27.52	-3.11	-5.90
机械设备	31.61	31.23	-0.38	33.96	32.51	-1.45	31.74	29.44	-2.30	-2.17
煤炭	6.92	6.81	-0.11	6.64	6.69	0.05	6.80	6.75	-0.05	-0.17
石油石化	11.29	11.38	0.09	12.05	12.08	0.03	11.68	15.30	3.62	4.01
环保	22.49	22.35	-0.14	23.62	22.95	-0.67	22.51	22.26	-0.25	-0.23
美容护理	41.23	39.49	-1.74	46.51	46.57	0.06	48.12	47.64	-0.48	6.41

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：加粗行代表 2022 年底至今估值有明显提升的行业，标黄代表国企占比较多行业；单位：倍

2、ESG 概述及其演变背景

ESG 在西方的发展历史已久，回顾其产生与演变，可以分为以下几个阶段：

2.1、以宗教为主的道德投资

18 世纪，美国的部分宗教组织会限制教徒将钱投在不符合宗教道德标准的领域，例如避免投资奴隶贸易、赌博、军火、污染环境的工厂等。由宗教教义和道德标准引发的投资限制和偏好随后逐渐演变为主流做法，这也是社会责任投资(Socially Responsible Investing, SRI)的最初雏形。

2.2、伦理投资与社会责任投资的发展

20 世纪 60 年代，西方国家愈发关注环保、反战及和平议题。道德投资逐渐转向增强社会责任感，例如强调促进工人平等、商业道德、种族与性别平等，反对越战等等。1971 年，美国本土成立第一支伦理基金¹，标志着社会责任投资（SRI）正式对主流资本市场产生影响。

进入 20 世纪 90 年代，随着社会的稳定和道德水平的提升，SRI 的内核演变成注重长期价值的“可持续”投资。1987 年联合国明确了“可持续发展”定义——“既满足当代人的需要，又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展”。而可持续投资基于此原则，追求长期持续地取得收益。因此，社会责任投资决策从伦理转向环境、社会和公司治理等评判标准。

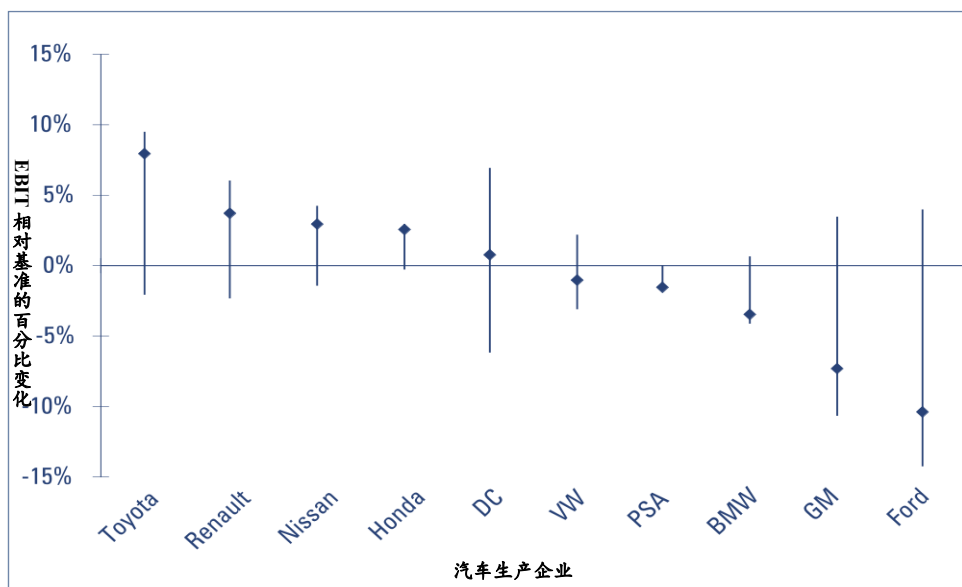
2.3、联合国正式提出 ESG 投资概念

2000 年，联合国发起的全球最大的企业可持续发展倡议组织（联合国全球契约组织，UNGC）正式启动。UNGC 以实现可持续发展为目标，致力于动员全球的企业围绕人权、劳工、环境和反腐败等十项原则调整其业务和战略，积极推动企业负责任商业行为和构建促进积极变化的生态系统。2004 年，时任联合国秘书长安南首次提出 ESG 概念，试图寻求环境、社会、治理与资本市场的结合。报告《Who Cares Wins——Connecting Financial Markets to a Changing World》²（下称“报告”）提出 ESG 投资，建议分析师在他们的研究中酌情更好地纳入环境、社会和治理（ESG）因素。ESG 投资的概念可以理解为机构或个人投资者通过对企业的环境保护、社会责任和公司治理等方面指标进行审查和筛选，最终做出投资部署的一种投资决策模式。

报告通过案例说明了 ESG 因素对企业价值和收益产生影响，整合 ESG 要素的企业会有更加出色的财务表现。报告显示，可持续资产管理和世界资源研究所（SAM/WRI）使用传统的股东估值技术，展示了应对气候变化的新政策如何改变全球十大汽车公司的贴现未来收益。分析表明，气候变化政策影响的定价可能会显著影响收益。

¹ Pax World Fund（PWF “和平世界基金”）是美国第一个具有社会责任感的共同基金。PWF 在投资决策过程中使用社会和财务标准作为决策依据，拒绝投资利用越南战争获利的公司，并强调劳工权益问题。

² 由联合国全球契约组织（United Nations Global Compact）于 2004 年发布。

图7：2003-2015年碳排放限制定价对汽车企业息税前利润的影响预测


资料来源：SAM/WRI, Changing Drivers, 2003、开源证券研究所。注：论文将车企控制碳排放导致的成本增加、低碳排放技术对企业的竞争优势、品牌价值提升等因素纳入 EBIT 预测模型，得出与未控制碳排放的 EBIT 基准相对的变化。竖线表示调整后 EBIT 变化的可能范围；点表示“最可能”预测 EBIT。

2.4、ESG 投资的全球影响力扩大

在 UNGC 的支持下，2006 年联合国社会责任投资原则组织（UNPRI）诞生。UNPRI 旨在帮助投资者理解环境、社会和公司治理（ESG）等要素对投资价值的影 响，并支持各签署机构将这些要素融入投资战略、决策及所有权中³。截至 2022 年 底，UNPRI 签署机构数量已超过 5000 家，覆盖全球多地区与国家，体现全球投资者对 ESG 投资的日益重视。近年来，可持续发展基金、ESG 指数投资的规模与种 类日益增加。为统一衡量上市公司 ESG 基准，ESG 评价体系应运而生，并对投资 标的的筛选产生直接影响。目前全球主流 ESG 评级机构包括 DJSI、CDP、 Sustainalytics MSCI ESG 指数（摩根士丹利资本国际公司 ESG 指数）等。

ESG 的评级方法一般由环境、社会、公司治理三个主要支柱及其分类下的细分 议题和量化指标构成。我们可以将 ESG 的评级指标分为外部因素和内部因素。外部 因素包括环境维度，具体来说涵盖环境管理、废弃物/水排放、绿色原料、生物多样性、关注能源与气候变化等；以及社会维度，包括人力管理、就业机会创造、职业 健康与安全生产、供应链、社区等。内部因素包括公司治理维度的商业道德、薪酬 制度、会计与审计质量、反垄断等等。

³ <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>

图8: MSCI ESG 评级体系分为 3 个层面、10 个议题、37 个核心指标

MSCI ESG Score									
Environment Pillar				Social Pillar				Governance Pillar	
Climate Change	Natural Capital	Pollution & Waste	Env. Opportunities	Human Capital	Product Liability	Stakeholder Opposition	Social Opportunities	Corporate Governance	Corporate Behavior
Carbon Emissions	Water Stress	Toxic Emissions & Waste	Clean Tech	Labor Management	Product Safety & Quality	Controversial Sourcing	Access to Communication	Board	Business Ethics
Product Carbon Footprint	Biodiversity & Land Use	Packaging Material & Waste	Green Building	Health & Safety	Chemical Safety	Community Relations	Access to Finance	Pay	Tax Transparency
Financing Environmental Impact	Raw Material Sourcing	Electronic Waste	Renewable Energy	Human Capital Development	Consumer Financial Protection		Access to Health Care	Ownership	
Climate Change Vulnerability				Supply Chain Labor Standards	Privacy & Data Security		Opportunities in Nutrition & Health	Accounting	
					Responsible Investment				
					Insuring Health & Demographic Risk				

● Key Issues selected for the Soft Drinks Sub Industry (e.g. Coca Cola)
 ● Universal Key Issues applicable to all industries

资料来源: MSCI

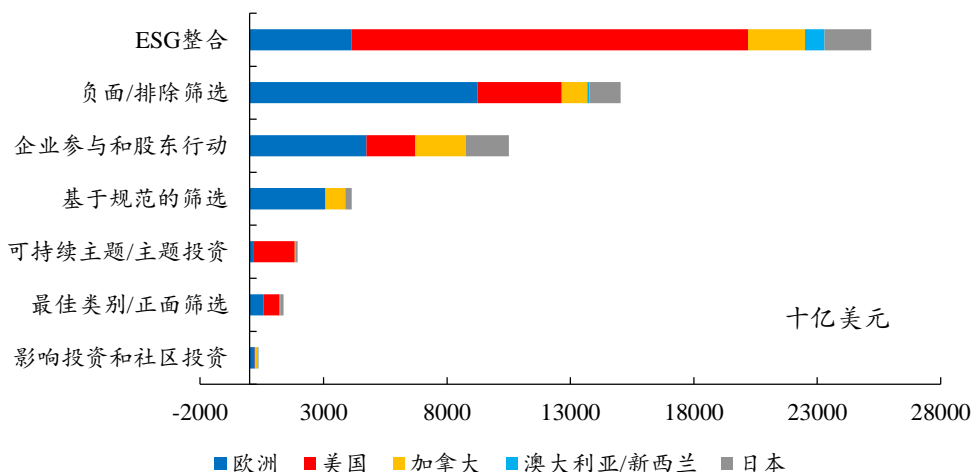
3、ESG 投资的特征及估值的特殊性

3.1、ESG 投资特征: 关注企业社会责任带来的潜在价值

如上文所述, ESG 投资起源于社会责任投资 (SRI), 并内嵌于全球可持续发展体系下。投资策略的选择关注企业在环境、社会、公司治理三大层面的表现。而在商业社会, 企业的社会责任带来的潜在价值是难以被传统方法估量的。因此, ESG 投资的估值方式有其独特的特征。

从海外实践来看, ESG 投资策略有以下几种;可分为正向筛选、反向排除、参与公司治理、主题投资、ESG 整合等。根据 GSIA 的统计, 截至 2020 年, 全球所有可持续投资中将 ESG 因素整合进财务分析的投资策略占最大规模。ESG 的投资策略若得到推广, 会直接或间接提高上市公司对于环境、社会的积极作用。因此 ESG 投资对于社会的可持续发展和企业长期的价值提升有一定益处。

然而无论是何种投资策略, 都很难直接关系到公司的盈利能力或现金流量。甚至某些公司对于社会责任的承担会提高企业运营成本, 放弃股东财富。海外社会责任投资刚兴起时, 反对者认为概念过于模糊, 且公司难以同时兼顾社会责任和对股东的责任。但众多实践研究表明, 企业重视社会责任, 与企业主要财务目标并不冲突, 这些企业起初会被市场低估, 但后期大多会经历价格的修复。

图9：全球不同国家可持续投资策略选择有一定差异


数据来源：GSIA、开源证券研究所；原文注：欧洲可持续投资策略的数据基于2018年GSIR报告的历史数据推算。美国SIF的数据是基于其2020年趋势报告所提供的数字推算而来。

表1：ESG投资策略包括整合、正面筛选和负面排除

投资策略	具体含义
ESG整合	投资经理系统性和明确地将环境、社会和治理因素纳入金融分析。
企业参与和股东行动	利用股东权力影响企业行为，包括直接与公司高管和/或董事会沟通、提交或联合提交股东提案以及根据全面的ESG指南指导的委托投票。
基于规范的筛选	根据联合国、国际劳工组织、经济合作与发展组织和非政府组织（如透明国际）发布的国际规范等最低业务或发行人实践标准筛选投资。
负面/排除筛选	基于不可投资活动排除某些行业、公司、国家或其他发行人的基金或组合。排除标准（基于规范和价值观）可以涉及产品类别（如武器、烟草）、公司行为（如动物实验、侵犯人权、腐败）或争议。
最佳类别/正面筛选	投资于相对于行业同行具有积极ESG表现并获得高于定义阈值的评级的行业、公司或项目。
可持续主题/主题投资	投资于专门为可持续解决方案做出贡献的主题或资产-环境和社会-（如可持续农业、绿色建筑、低碳倾向组合、性别平等、多样性）。
影响投资和社区投资	影响投资是为实现积极的社会和环境影响而投资，需要针对这些影响进行测量和报告，并展示投资者和基础资产/被投资者的意向以及投资者的贡献。社区投资是将资本特别指向传统上服务不足的个人或社区，以及为具有明确社会或环境目的的企业提供的融资。一些社区投资是影响投资，但社区投资更广泛，并考虑其他形式的投资和有针对性的贷款活动。

资料来源：GSIA、开源证券研究所

ESG投资相当于在传统的财务估值基础上，赋予企业在环境保护、提供积极社会影响、以及治理的有效性的优势额外权重。其理论基础是认为那些提供积极社会效益和内部治理平等的企业拥有稳定性和永续经营能力，其价值和盈利水平大概率持续增长，给投资者带来超额收益。

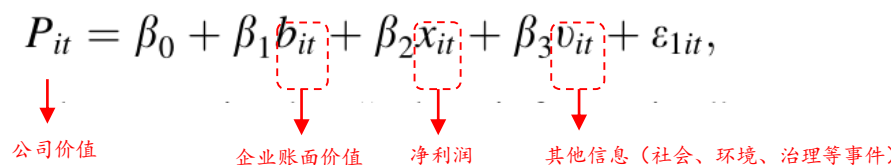
3.2、ESG 投资对估值的影响：享有估值溢价

1、海外市场上，ESG 投资标的享有估值溢价

实证研究⁴表明，更高的企业社会责任意味着公司具有更高估值。在传统的注重股票收益的估值方法以及市净率下得到的市场价值会忽略企业社会责任对价值的提升。社会责任投资的特殊估值理论模型考虑了公司账面价值、收益和“其他信息”对股价的影响，其中“其他信息”是公司社会责任相关的衡量。回归得出的结论为市场积极评价企业社会责任的表现，高 CSP(企业社会表现)的企业被市场高估。

该研究还指出，社会责任高的企业具备高估值源于这些公司在短期或长期预计会更有利可图，或者具备更低的资本成本。具体来说，高估值的原因是高企业社会责任(CSR)的公司一般具有更低的风险因素。在控制行业资本成本不变的情况下，CSR 更高的企业有更高的长期增长率，进而相比 CSR 更低的企业享有可持续性更强的竞争优势。但该研究也指出，尽管高社会责任的企业普遍具有更低的股权资本成本，但更多是行业因素导致，ESG 投资策略的增长效应强于低成本效应。

图10：公司价值受到社会责任因素显著影响

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 b_{it} + \beta_2 x_{it} + \beta_3 v_{it} + \varepsilon_{1it}$$


↓
↓
↓
↓

公司价值
企业账面价值
净利润
其他信息（社会、环境、治理等事件）

资料来源：《Exploring the Valuation of Corporate Social Responsibility—A Comparison of Research Methods》、开源证券研究所

2、ESG 投资在海外及国内市场表现——回报高、公司更具竞争力

据 MSCI 统计，ESG 投资的规模从 1995 年的 6390 亿美元增长到 2018 年的 30.7 兆美元。在追求股东回报率的资本市场，ESG 投资规模能够逐渐扩大，也归功于其超额收益的实现。MSCI 和标普数据均显示，以高社会责任评级作为编撰标准的 ESG 指数在近 20 年的时间维度里回报率基本高于市场基准。

在国内，以社会、经济、环境综合效益量化价值得分筛选上市公司的“义利 99⁵”指数可被视为本土化的 ESG 投资指数。从指数收益表现，和成分股盈利能力、成长性等财务指标来看，高 ESG 评分的 A 股上市公司也具备显著优势。

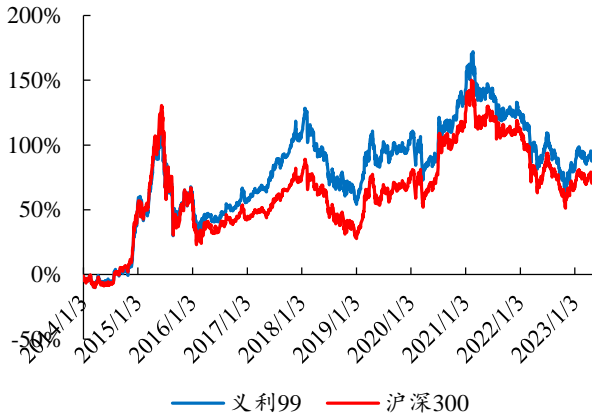
综合全球主流价值观引导、公司永续经营溢价、长期隐含增长等因素，ESG 投资已经成功地在以传统财务估值体系为主的西方资本市场取得一席之地。而在实

⁴ Exploring the Valuation of Corporate Social Responsibility—A Comparison of Research Methods

⁵ 全称是“A 股上市公司社会价值义利 99”，由社会价值投资联盟创办，指以“上市公司社会价值评估模型”为工具、以沪深 300 成分股为对象、以经济、社会和环境综合效益为内容、其价值量化得分居前 99 位的 A 股上市公司。

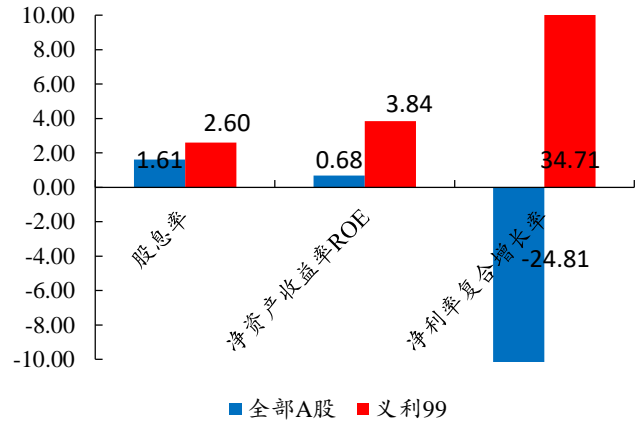
践中，投资者也在积极尝试将 ESG 因素纳入估值模型中。主要有三种方法：调整折现率、调整 DCF 企业现金流、相对估值法中调整目标倍数。

图11: 义利 99 指数累计涨跌幅优于沪深 300



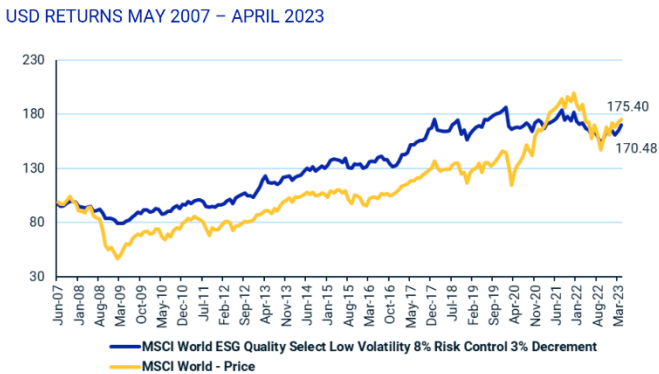
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 注重社会责任的企业具有更好的财务表现



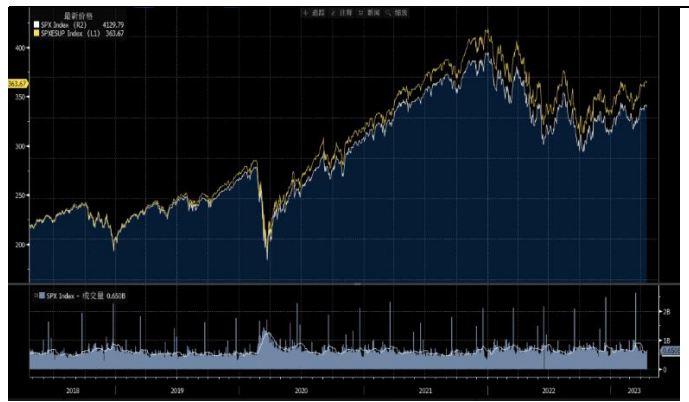
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: MSCI 发达国家 ESG 指数收益跑赢基准指数



资料来源: MSCI 注: 数据为累计收益

图14: 标普 ESG 指数在近五年跑赢市场指数



资料来源: Bloomberg

3.3、ESG 投资对“中特估”的启示: 三大相似点

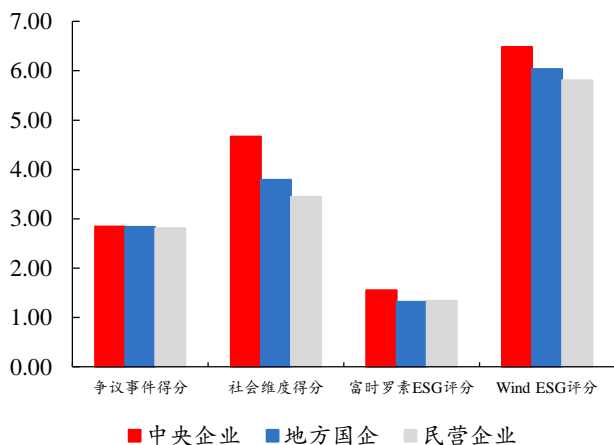
“中特估值”试图革新市场存在多年的估值规则，但却过于抽象，难以把握估值回归的抓手。我们认为，以央国企为“锚”的中特估值体系与 ESG 投资有以下几点相似性，可以通过 ESG 投资估值体系证明中特估值的合理性，进而帮助搭建中特估值的框架体系：

(1) 对于社会/国家带来正向外部性

与企业社会责任 (CSR) 类似，央国企也存在“企业国家责任”。一方面，我

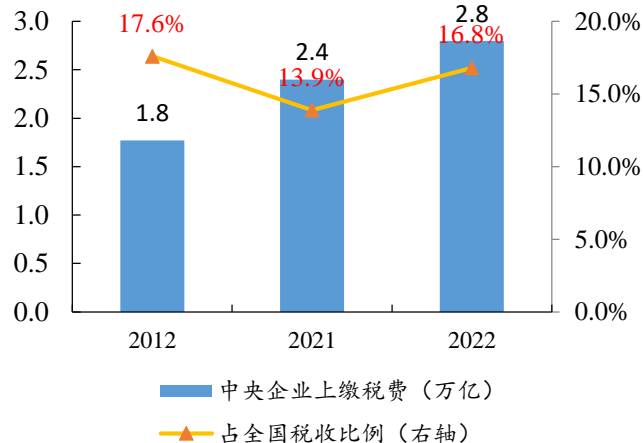
国的央国企是党和政府直接领导的商业部门，拥护和履行党中央、国务院的决策部署，承担了重要的社会民生职能，例如生产公共产品、建设重大工程项目、提供大量就业岗位。此外，统筹发展与安全，实现中国式现代化的大背景要求央国企积极服务国家战略。另一方面，央国企对外部的负面效应相对较少。对于大气污染、废弃物污染、员工风险、供应链风险、产品质量风险等对社会和国家有害的事件，央国企相对受到更严格的约束。因此，央国企符合 ESG 评级筛选投资标的特征。

图15：中央企业 ESG 得分总体高于其他企业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：中央企业上缴税收占税收收入 17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 制度性因素介入——国企改革、统筹发展与安全

“中特估值”存在官方或制度性力量的推动。ESG/社会责任投资的提出顺应了联合国可持续发展的长远目标。而中特估值的催化因素为新一轮国企改革，预计从市场化改革、专业化整合、产业绿色智能化转型等方面加强央国企的核心竞争力。宏观背景来看，党的二十大着重对国家安全观的完善。近年来，随着国际局势日益复杂，地缘摩擦频发，逆全球化趋势凸显，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加强资本市场服务国家战略和实体经济的目的。

图17：近两年政策对发展与安全的重视增加

年度	会议	内容	年度次数
2023	二十届中央国家安全委员会第一次会议	习近平主持召开二十届中央国家安全委员会第一次会议，强调正确把握重大国家安全问题，加快推进国家安全体系和能力现代化，以新安全格局保障新发展格局，努力开创国家安全工作新局面。	5次
	2023年政府工作报告	更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展；更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来；产业政策要发展和安全并举。	
2022	2022中央经济工作会	统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全；产业政策要发展和安全并举。	12次
	12月中央政治局会议	统筹发展和安全，加大宏观调控力度，应对超预期因素冲击；更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全；产业政策要发展和安全并举。	
	二十大	牢牢掌握了我国发展和安全主动权；统筹发展和安全，明确我国社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾；统筹发展和安全，全力战胜前进道路上各种困难和挑战；提高各级领导干部统筹发展和安全能力。	
	7月中央政治局会议	要统筹发展和安全，坚持总体国家安全观，切实扛起防范化解风险的政治责任，牢固树立底线思维，提高对重大风险的预见、应对、处置能力。	
	2022年政府工作报告	统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作。	
2021	12月中央政治局会议	统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，统筹推进“五位一体”总体布局、协调推进“四个全面”战略布局。	9次
	2021中央经济工作会议	统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全。	
	11月中央政治局会议	要加强国家安全意识教育，自觉推进发展和安全深度融合。	
	3月中央政治局会议	坚持统筹发展和安全，以推动高质量发展为主题。	
	2021年政府工作报告	统筹发展和安全，建设更高水平的平安中国；更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务。	
	2月中央政治局会议	统筹发展和安全，加快建设现代化经济体系；更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务。	
2020	12月中央政治局会议	更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务；着力解决制约国家发展和安全的重大难题；要抓好发展和安全两件大事，有效防范化解各类经济社会风险。	4次
	7月中央政治局会议	统筹发展和安全，推进国家治理体系和治理能力现代化。	
2019			0次
2018			0次
2017	十九大	统筹发展和安全，增强忧患意识，做到居安思危，是我们党治国理政的一个重大原则。	1次

资料来源：中国政府网、开源证券研究所；注：“年度次数”指当年重要会议或文件强调“安全”、“发展与安全”的总次数

(3) 永续经营可能性高，长期隐含增长率高

除此之外，从财务表现来看，央国企存在承担过多社会和民生职能提高运营成本、组织架构复杂、治理效率偏低等问题，导致盈利能力和成长性偏弱，估值偏低。这点与注重企业社会责任的公司初期需要大量投入，但短期财务指标并不会展现高回报类似。但正如上文所述，由于ESG评分高的公司风险因素更少，永续经营的可能性更高，长期隐含增长率高于其他公司，市场从而给予高ESG企业更高的估值，历史表现也印证了这类企业的高收益回报。这也意味着，在中特估值下，永续经营概率更高的央国企有望回归长期价值，估值也具备提升空间。

综上，以央国企为主的中特估值具备与ESG投资相似的特征及交易逻辑，我们判断央国企价值重估不是“昙花一现”，而是新时代国家战略下的长期选择。然而，也需要注意，ESG因素整合的估值是对传统财务估值的优化和修正，其本质还是财务估值方法，与中特估值的真正内涵或许并不完全吻合，但ESG作为全球市场主流的“将非财务因素纳入价值分析”体系，可以为我们理解和实践中特估值提供重要的借鉴意义。

4、基于 ESG 投资逻辑的中特估值方法构建

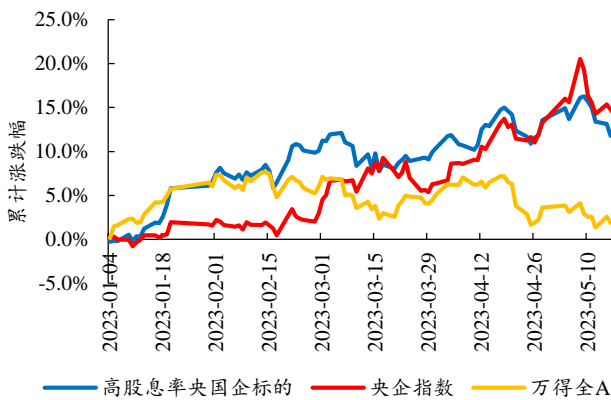
本章我们试图借鉴海外 ESG 资产定价方法，对“中特估值”可能的估值重建进行演绎。需要注意，尽管估值调节的理论方法是普适的，但 ESG 估值的实践是针对个体的特殊规则。由于 ESG 因素对不同行业企业的影响程度存在差异，ESG 要素对估值的调节并没有统一的方案，需要识别单项 ESG 因子并进行对不同企业分别量化，从而避免过度调整。

4.1、基于四个维度的“中特估”估值评价体系

对于中特估值的估值调整，我们构建了基于行业、基本面、政策倾向、公司治理等因素的央国企独特评级标准，从而将其整合进估值模型。

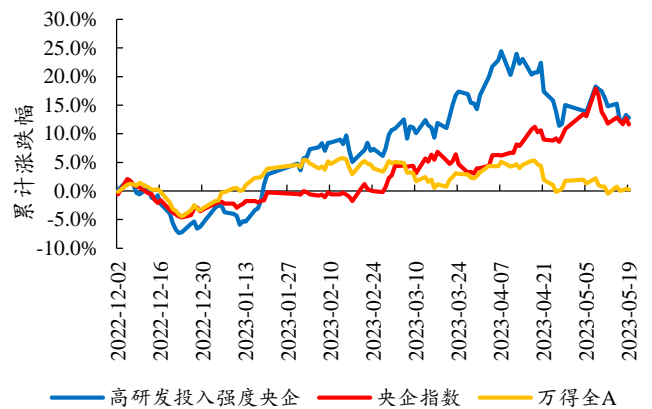
(1) 高质量发展——企业财务基本面。2023 年中央企业负责人会议上，国资委将央企考核体系优化为“一利五率”，分别为利润总额、资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率。财务考核标准的改变，以及研发投入、资产负债率等指标总体体现了国资委要求中央企业承担高质量发展的领头作用，提高权益资本的投入产出效率，并且更加重视现金流安全。因此，我们将一利五率中的净资产收益率、研发经费投入强度、营业现金比率、资产负债率指标纳入评级，从而反映中央企业研发投入，以及能否产生高额稳定投资回报。

图18：高股息央国企表现强于央企和市场指数



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：高股息央国企口径为2021-2022年股息率增长最高的前30家央企

图19：高研发强度央企回报优于央企和市场指数



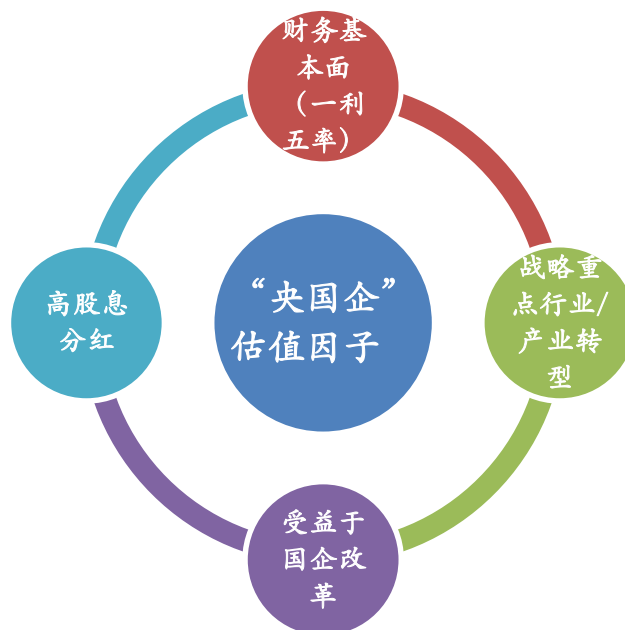
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：高研发投入强度央国企口径为2022年研发费用占营收比例最高的30家央企

(2) 服务“国之大者”，行业和企业战略符合未来发展方向。响应二十大精神，国资委要求央国企加大新一代信息技术、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。因此具有战略意义和社会意义的行业企业应具有更高的估值溢价。一方面，处于安全、科技、共同富裕等国家重点扶持行业；另一方面，涉及战略性新兴产业布局、关键领域自主可控技术、产业转型的企业也更符合中特估值的内涵，以上两类企业将得到更高评分。

(3) **受益于国企改革成效：并购重组&公司治理。**市场化改革、组织架构变革、科研模式改革创新等。国企在改革中实质性提升自身经营水平、提高盈利能力，将是其估值回归的主要动力。若标的企业在近三年的国企改革行动中积极进行市场化改革，参与专业化整合、战略重组项目等，将给予较高评分。此外，管理层激励计划也是市场化和公司治理改革的体现。

(4) **股东回报——高股息高分红。**央国企的股利支付率和分红增长情况是股东回报率的重要体现。

图20：央国企独有估值因子包括四个方面



资料来源：开源证券研究所

通过以上四个指标，可以定量地为企业进行“中特估”评级。通过不同维度的各个指标表现，并对不同维度赋予相应权重，可以估算出标的企业的估值提升空间。

图21：基于四个维度的“中特估”估值评价体系

主要方向	指标	中特估评级因子	市盈率溢价系数	市盈率溢价
财务表现	ROE	若高于行业中位数，积1分	1X	所有分项 加总
	资产负债率	若低于行业中位数，积1分	1X	
	研发投入比例	若高于行业中位数，积1分	1X	
	营业现金比率	若高于行业中位数，积1分	1X	
股东回报	股息率	若高于行业中位数，积1分	1X	
产业因素	主营业务是否为战略性新兴产业	若符合，积1分	1X	
	企业是否进行产业转型（智能化/绿色化/数字化）	若符合，积1分	1X	
	主营产品或业务是否符合自主可控战略	若符合，积1分	1X	
国企改革因素	央国企企业属性区分	若实控人为中央机关/国资委，积2分，实控人为地方国资委积1分	1X	
	管理层激励计划	若符合，积1分	2X	
	集团是否参与专业性整合/战略重组等	视程度加1-3分	1X	
	是否启动组织架构改革	视程度加1-3分	1X	
	是否进行科技创新改革（“双百”“科创”、创新平台建设、中央企业科技创新成果等）	视程度加1-3分	1X	

资料来源：开源证券研究所

4.2、中特估估值调整 1：相对估值模型

在海外估值实践中，ESG 得分高的公司会被给予较高的目标倍数溢价，而社会责任表现不佳的公司会在倍数上打折扣。A 股市场最常见的相对估值方法为市盈率法和市净率法。借助我们构建的中特估评价体系，可以得出央国企或有的估值溢价，进而提升企业 PE 估值。作为举例，我们选取 2022 年底以来涨幅居前的 30 家上市央企，展示中特估评价体系的应用，部分标的得到了 2%-103% 程度的估值提升。此外，在投资中还应考虑估值较低的因素。处于较低估值分位点的企业是重点的估值回归对象。需要注意，以下模型假设中不同维度的权重和衡量标准具有一定主观性，假设可以进行个性化调整。

图22：中特估值评价体系应用实例

公司	ROE	资产负债率	研发投入比例	营业现金比率	是否有管理层激励计划	主营业务	行业	是否为战略新兴产业/自主可控/产业转型	股息率 %	最新市盈率 (TTM)	中特估值因子	市盈率溢价	估值提升比例
央企													
中航电测	8.71	35.92	8.43	2.60	0	发动机设备	国防军工	1	0.0623	149.46	6	6	4.0%
中国科传	9.99	28.02	0.16	16.29	1	出版	传媒	1	0.7522	59.33	7	7	11.8%
中科曙光	10.40	44.23	7.32	8.65	1	行业专用软件、系统集成服务、专业咨询服务	计算机	2	0.4767	43.27	8	8	18.5%
科大讯飞	3.38	48.73	16.53	3.35	1	CTI语音软件、电信增值服务、行业专用软件	计算机	2	0.1699	348.35	8	8	2.3%
太极集团	12.08	80.10	0.75	12.82	1	保健食品、动物类中药制剂、呼吸系统用制剂、解热镇痛制剂、抗生素类抗感染制剂、抗肿瘤制剂、神经系统用制剂、循环系统用制剂、植物类中药制剂	医药生物	1	0.7522	62.11	5	5	8.0%
同方股份	-5.01	63.12	3.20	0.20	1	存储设备、电脑整机、电子测试和测量仪器、电子设备加工、行业专用软件、环保机械、集成电路、监控器材及系统、燃气、污水处理、运营平台系统	计算机	1	0.1699	485.45	4	4	0.8%
人民网	8.95	28.57	4.71	18.94	1	互联网服务	传媒	1	0.8446	60.76	7	7	11.5%
深科技	6.54	56.99	1.94	5.56	1	存储设备、电脑配件、电气仪器仪表、电子测试和测量仪器、电子设备加工	电子	1	0.6455	60.69	6	6	9.9%
新华网	7.52	36.67	3.59	27.38	1	广告代理、互联网服务、专业咨询服务	传媒	1	0.6878	56.98	6	6	10.5%
国药股份	14.55	46.44	0.15	5.26	1	解热镇痛制剂、抗生素类抗感染制剂、抗肿瘤制剂、连锁药店、五官科用制剂、循环系统用制剂、药品经销、原料药	医药生物	1	1.9604	15.01	6	6	40.0%
中国石油	11.34	42.47	0.62	12.16	1	成品油、氮肥、复合(混)肥、高分子聚合物、加油站、勘探采油设备及配件、溶剂油、润滑油、塑料包装制品、天然气勘探与生产、液化气、有机化工原料、原油勘探与生产、钻井设备及配件	石油石化	1	5.6419	8.90	7	7	78.6%
中国石化	8.50	51.91	0.38	3.50	0	成品油、氮肥、高分子聚合物、合成纤维、加油站、燃气、润滑油、石油焦、特种纤维、天然气勘探与生产、有机化工原料、原油勘探与生产	石油石化	1	5.6171	11.88	6	6	50.5%
中国卫通	6.79	14.39	2.51	53.82	1	通信系统与平台、专业咨询服务	国防军工	2	0.2538	77.46	8	8	10.3%
宝信软件	23.06	45.56	10.89	19.18	1	ERP软件、OA软件、行业专用软件	计算机	2	1.5137	47.45	9	9	19.0%
中国电信	6.41	45.97	2.22	28.89	1	互联网服务	通信	1	3.3277	19.01	7	7	36.8%
中金黄金	8.35	42.43	1.16	9.93	1	白银、黄金、铜、无机化工原料	有色金属	1	2.61	23.56	6	6	25.5%
中国中铁	10.85	73.77	2.41	3.78	1	工业建筑、公路建设、轨道交通、建筑钢结构、民用建筑、住宅楼盘、专用设备与零部件	建筑装饰	1	2.59	6.05	6	6	99.2%
东阿阿胶	7.68	18.06	3.41	53.07	1	保健食品、动物类中药制剂、植物类中药制剂	医药生物	1	2.34	36.14	6	6	16.6%
中国重工	-2.68	55.49	6.25	-8.15	0	船舶(配件)及其维修、发动机设备、钢管类、涂料与油漆、污水处理、重型卡车与专用车	国防军工	1	0.7522	-48.34	4	4	-8.3%
中国铁建	9.53	74.67	2.28	5.12	1	工业建筑、建筑钢结构、民用建筑、住宅楼盘、专用设备与零部件	建筑装饰	1	2.71	5.22	5	5	95.8%
铁建重工	12.44	34.81	9.19	10.60	1	重型建筑工程机械、专用设备与零部件	机械设备	1	1.91	15.43	6	6	38.9%
中船防务	4.43	59.66	4.50	15.75	1	船舶(配件)及其维修、建筑钢结构、民用建筑、轻型工程机械、散货航运	国防军工	1	0.03	62.66	6	6	9.6%
中国移动	10.31	33.37	1.93	29.95	1	互联网服务、寻呼通信服务	通信	1	4.11	15.79	5	5	31.7%
农业银行	10.20	92.12	182.38		1	存贷款业务、电子银行业务、机构业务、结算业务、人民币理财、托管业务、银行卡、证券业务、中间业务	银行	1	6.16	4.86	5	5	102.9%
中国铝业	7.51	58.67	2.19	9.56	1	超硬材料、电解铝、发电机及附属设备、铝合金及制品、氧化铝、原煤、重有色金属	有色金属	1	0.64	21.73	6	6	27.6%
天坛生物	10.46	12.24	2.86	26.42	0	血液制品、疫苗	医药生物	1	0.19	43.71	6	6	13.7%
岳阳纸业	6.86	44.40	3.09	7.77	1	工业用纸、新闻用纸、印刷用纸、纸包装制品	轻工制造	1	2.08	20.67	5	5	24.2%
中国中车	7.68	56.80	5.89	10.74	0	横向附件、重型卡车与专用车	机械设备	1	3.04	15.65	5	5	32.0%
中国通号	8.18	59.52	4.20	5.18	1	系统集成服务、专用设备与零部件	机械设备	1	2.98	16.51	6	6	36.4%
深桑达A	-2.80	80.84	2.99	-0.48	0	变电设备、电话机及配件、电子测试和测量仪器、电子元器件、民用建筑、移动通讯设备与配件、住宅楼盘	建筑装饰	1	0.26	-391.34	3	3	-0.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：标红上市公司表示其当前估值较低（分位数低于50%）

模型假设及注解：中特估值因子计算公式如下： $1 * \sum$ 四类财务比率（0，1）+1*股息率（0，1）+2*管理层激励（0，1）+1*产业因素（0-3）+1*国企改革因素

（1）**基本假设：**ROE/资产负债率/研发投入比率/营业现金比率表现超过行业中位数记1，未超过记0；股息率超过行业中位数记1，未超过记0；有管理层激励计划记1，无则记0；产业因素符合战略新兴产业/自主可控/产业转型中的n项则记数值n。鉴于中特估值的价值体现在央国企的特殊性和国企改革带来的竞争力提升，

且传统估值难以体现央国企业的优势，此模型主要应用于央国企。

(2) 国企改革因素：由于央国企本身在行业中的领先甚至垄断地位，应给予估值的基础溢价——央企+2，地方国企+1；近3年重组或专业化整合+1，其他国企改革举措酌情加分，包括组织架构变革、激励制度市场化改革、创新机制改革等。

(3) 市盈率溢价：1倍中特估评级因子，当前市盈率基础上加溢价为重估后市盈率。

(4) 估值提升比例：市盈率溢价/当前市盈率*100%。

4.3、中特估估值调整 2：DCF 估值

DCF（自由现金流折现）估值是另一种国际常用的估值方法。海外投资者在考虑 ESG 因素后，基于 DCF 估值模型的估值调整有两种方式。一是调整贴现率，在贴现率的计算中增加特殊因子，从而衡量企业社会责任对公司价值的影响。例如，ESG 评分高的企业整体风险状况较低，则贴现率可以适当降低以得到较高的估值。

二是调整自由现金流量。包括环境、治理、社会等因素的企业社会表现的高低，会以某种形式体现在企业未来现金流上。例如，2010 年英国石油公司由于环保意识和措施不完善，在墨西哥湾发生漏油事件，导致其面临惩罚、生产和运营的中断，在此后几年公司只能采取更加严格的安全措施，从而被动提高成本，影响其未来现金流。

我们构建的中特估评价体系也可以应用于现金流折现法的两种调整方式。现金流溢价可以体现在对公司未来的盈利预测中，而贴现率的调整因子应与中特估评级因子反向相关。

图23：自由现金流贴现模型估值调整

$$\begin{aligned}
 DCF &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \\
 DCF_{cash} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t + \varepsilon}{(1+WACC)^t} \\
 DCF_{df} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC * \textit{discount factor})^t}
 \end{aligned}$$

现金流溢价

贴现率调整因子

资料来源：开源证券研究所

值得注意的是，这两种估值调整方法都各有其利弊。对于折现率和相对估值的调整主观性较强，难以达成统一标准；而自由现金流的调整相对易于操作，但不是所有企业都能够产生稳定自由现金流，此方法缺乏普适性。“中特估值”的最终表现形式难有定论，我们提供了借鉴国际经验的估值重定价思路，以期提升中特估值实践的科学性和合理性。

5、未来发展推演：更多主体参与，制度更趋完善

5.1、央国企或将加强国企改革相关信息披露

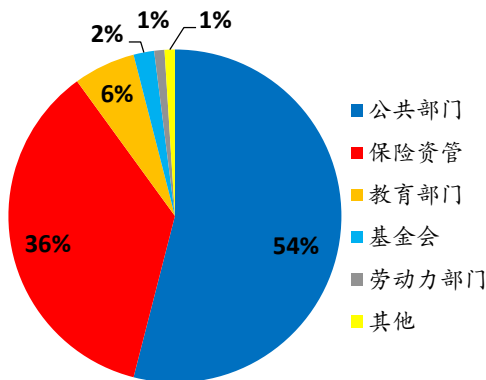
借鉴海外经验，ESG 投资的普及要求上市公司准确透明地进行环境、社会、治理相关信息披露，各国监管部门也逐步加强对于 ESG 披露的规定。完善的企业社会责任数据有利于市场投资者做出判断和定价。随着国企改革的不加深，政府和市场对于央国企的考核都将趋于多元。因此，未来监管部门应强化信息披露，提升透明度，建立一个健全的信息披露制度，要求上市公司提供准确、全面和及时的财务和非财务信息。透明度的提高可以帮助投资者更好地了解企业状况，从而更准确地进行估值分析。此外，央国企需要披露更多关于市场化改革、专业化整合、战略产业带动效果、外部环境和社会效应等信息，并加强企业与投资者的交流。

5.2、养老金、保险等机构或成为中特估主要参与者

中特估值发展的初期，央国企的估值重构或面临一定阻碍，此时需要国家政策和资本进行扶持和引导。ESG 投资在海外起步时，并不受大部分投资者青睐和认可。但其特有的稳定、长期性、社会性等属性，吸引了养老金、保险机构等投资者。养老金/退休储蓄基金管理资产的公共、长期、避险属性与 ESG 价值投资相契合，叠加各国监管政策的鼓励引导，使其成为 ESG 投资的主要参与者。在我国，全国社保基金、保险资管作为政府控股机构投资者，是长线投资的风向标、一般会选取稳定的行业龙头，并且会受政策导向影响。由此，监管部门可引导社保基金、保险资管等机构成为央国企估值重建的主要参与者，对其他市场投资者起到带动作用。此外，多家公募基金已发行中特估相关 ETF 或主题基金，预计后续更多主题基金的参与也会为行情助力。

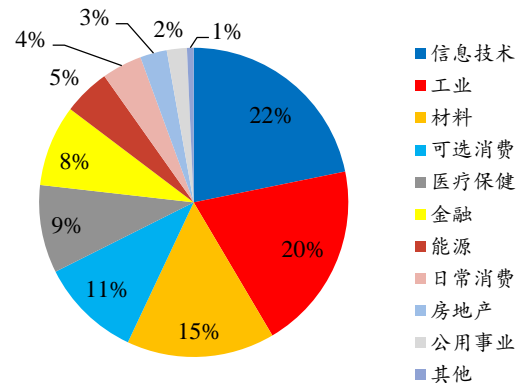
投资者角度，政府或监管部门应加强对其他投资者和市场参与者的宣传和培训，提高他们对中特估值方法和原理的认知和理解，有助于转换市场投资者的估值思维。

图24：美国 2020 年 ESG 投资者以养老金、保险为主



数据来源：US SIF Foundation、开源证券研究所注：公共部门中大部分为养老金基金

图25：社保基金重仓指数成分股以传统行业居多



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、中特估的全球定价逻辑

中特估值与 ESG 的相似性为全球投资者提供了走近中国央国企的途径。对于中国国有企业股权资产，外资的定价逻辑与国内投资者大体相似，但存在一定差异。外资主要关注四个方面：第一，国企改革能否催化企业价值实质性提升：从筛选的角度需要体现出公司市场化运作的完善、ROE 等盈利能力的潜在改善。第二，企业盈利能力可持续性：具备稳定的收益能力，未来收入/利润预期稳定增长或研发投入占比较高。第三，是否处于政策支持的战略行业。第四，外资投资限制：外资的投资范围框定在不属于美国划分的外资投资限制名单内的行业企业。

向后看，我们认为随着深化国资国企改革的落地，外资对中特估主题的关注度将不断提升，全球市场对于中国央国企的定价或将成为中特估值主题行情的有力支撑。

6、风险提示

经济超预期下行；政策力度不及预期；改革执行力度不及预期。

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。

分析师承诺

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
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	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	预计行业弱于整体市场表现。

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。

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，已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

地址：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

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn