

## 中特估视角下看 ESG：ESG 因子阿尔法属性有望加强

### 核心内容：

- **“中特估”估值逻辑体现ESG特征** 我们试着分析了中特估的估值逻辑，发现中特估与ESG宏观内涵层面具有契合之处：一是，两者均注重企业的长期价值，关注非传统财务因素；二是，两者均秉持社会可持续发展理念，注重企业在环境保护、绿色发展等方面的表现与贡献；三是，两者均注重企业在安全发展、风险管理等方面的表现。中特估与ESG在微观指标层面也存在诸多契合之处，尤其是在E（环境）和S（社会责任）方面存在高度一致。综上，我们认为，中特估的提出不仅可以强化国内资本市场对ESG投资理念的重视程度，也将为ESG评价体系的本土化发展提供参考，有望带动ESG在我国取得新进展。
- **ESG成为挖掘“中特估”投资机会的重要工具** 投资实践中，中特估概念确实能够帮助筛选出在环境保护、社会责任等方面表现较好的企业。报告选取3只代表性中特估指数，指数构建均以沪深央企作为初始样本空间，行业配置主要集中于银行（36%）、石油石化（17%）和通信（15%）。中特估指数成分股ESG平均分明显高于中央国企、非中特估央国企、全部A股、地方国企等指数表现，从E、S、G分维度来看，中特估指数成分股同样表现突出，尤其是在E与S两个方面。**代表性中特估指数有显著的超额收益。**在2017年1月1日至2023年9月11日区间，三大中特估指数在对冲了以中证央企为基准的系统性风险收益后，超额收益仍然显著。万得中特估指数表现最为优异，在经过市场、规模、价值、ESG因子收益调整后，仍有显著超额收益。**超额收益归因：ESG因子成为中特估指数收益的重要解释元素，成为中特估概念投资的重要参考指标。**我们构建了多因子模型对中特估指数收益率进行归因检验，发现中特估指数的收益主要来自其高配ESG优质股（尤其社会责任方面优质股）、价值股，对大小盘股没有一致偏好。按照中特估提出前后分两个时间段观测检验，发现市场、规模和价值因子的解释程度前后差异不大，ESG因子呈现明显的变化，中特估提出前，只有万得中特估指数的ESG因子暴露为正，且在10%水平下才通过检验，其他两个指数均不显著，但在中特估提出后，三个指数的ESG因子暴露程度明显提高，且均在1%水平下显著，对指数收益的解释力度显著提高。
- **ESG投资价值凸显** ESG投资具有明显的抗风险性，在中特估概念持续发酵下，ESG优质标的配置价值凸显。我们以中证800指数为基准，分别基于富时罗素、商道融绿、盟浪数据库的评级评分，构建市值加权的动态ESG多空投资组合（Long-short Portfolio）。相对基准指数，ESG多空投资组合有超额收益且较为稳健，在2022年11至2023年3月中特估概念逐渐发酵后，二者累计收益率差距明显拉大。**ESG投资产品一般属于“长跑健将型”选手，收益水平不会太高，但长期稳健性突出，在中特估概念加持下，超额收益有望稳步提高，具备长期配置价值。**
- **风险提示：**中特估政策不及预期的风险；经济超预期下行的风险。

### 分析师

解学成

☎：010-80927601

✉：xiexuecheng@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090003

研究助理：肖志敏

马宗明

## 目 录

<b>一、中特估估值逻辑及重点要素的猜想.....</b>	<b>3</b>
(一) 中国式现代化背景下中特估体系应运而生 .....	3
(二) 中特估估值逻辑及重点要素 .....	7
<b>二、中特估反映 ESG 投资理念，估值逻辑体现 ESG 特征.....</b>	<b>12</b>
(一) ESG 评价体系估值逻辑及重点指标.....	12
(二) 中特估背景下，ESG 评价体系在资本市场的引导作用有望进一步提升.....	16
<b>三、中特估背景下，ESG 投资价值凸显.....</b>	<b>18</b>
(一) ESG 已成为“中特估”市场行情的关键因子.....	18
(二) ESG 投资表现出明显的抗风险性，在中特估概念持续发酵下收益明显向好.....	25

## 一、中特估估值逻辑及重点要素的猜想

### (一) 中国式现代化背景下中特估体系应运而生

#### 1. 中特估提出的背景及概念

中国特色估值体系是中国特色和估值体系的有机结合，是一套符合中国国情，具有中国特色的科学、有效估值方法。中国特色意味着该体系要适应中国的基本经济制度，适应当前经济发展阶段，并着重考虑我国庞大人口基数现状，契合中国式现代化发展目标等。其中最为核心的的是要与我国高质量发展阶段相适应。在具体评估中，需更加关注不同企业在经济转型中所处的状态和长期发展趋势，这就要求评级过程中对公司的长期经营能力进行更多考察，并将其是否符合国家战略作为评估的重点标准。此外，中国经济体系中不仅包括国有企业，还有许多民营、私营企业。因此，中国特色估值体系不仅适用于国有企业，也适用于其他所有属性的企业。中国特色估值体系既要考虑企业的盈利能力、成长性、资产收益率、分红水平等传统估值因素，也要将盈利以外的国家战略、产业安全、社会责任等非传统估值因素纳入评价体系。

表 1: 2022 年 10 月以来有关建立“中国特色估值体系”的政策及文章报道

时间	有关部门	政策及文章报道要点
2022 年 8 月	证监会	《求是》杂志上易会满主席撰写的题为《努力建设中国特色现代资本市场》的文章：建设中国特色现代资本市场，构建中国特色的估值体系，是中国式现代化发展应有之义。
2022 年 11 月	证监会、银保监会、北京市人民政府等	金融街论坛年会：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。
2023 年 2 月 2 日	证监会	证监会系统工作会议：建设中国特色现代资本市场是一项系统工程，强调要推动提升估值定价科学性有效性，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 6 日	全国人大、全国政协	两会期间，政协委员、上交所党委副书记蔡建森提出：推进中国特色估值体系建设的一个基本共识是，必须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估值体系。
2023 年 3 月 10 日	证券日报	证券日报发文《呼唤中国特色估值体系尽快落地》：中国特色估值体系的核心要义或在于促进以央企为首的上市公司价值重估，从而引导金融资源更好地服务国家战略，并为构建新发展格局、全面推进中国式现代化，提供坚实基础和战略支撑。

资料来源：全国人大，证监会，银保监会，证券日报，中国银河证券研究院

#### 2. “四稳”框架下中特估的现实意义

**契合中国式现代化发展特征，服务国家发展战略需要。**党的二十大报告首次系统阐述了“中国式现代化”的五个具体特征，是在综合我国国情的基础上提出的，具有重要的指导价值，也是我国今后发展方向的重要指引。**第一，中国式现代化是人口规模巨大的现代化。**二十大报告指出，我国十四多亿人口整体迈进现代化社会，规模超过现有发达国家人口的总和，艰巨性和复杂性前所未有。且在全球能源危机等时有加剧的国际环境下，我国应重点关注国计民生安全问题，增进民生福祉、提高民众生活质量，即稳民生。**第二，中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化。**当前，我国面临贫富差距日益扩大的两极分化现象，不利于社会稳发展，也由此带来了一系列严重的社会、政治问题。我国为持续推进现代化发展进程，必须注重多次分配，将工作重点放在构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制

度体系上。社会共享发展成果，积极增进民生福祉，促进共同平均富裕水平不断提升，即稳民生。**第三，中国式现代化是物质文明和精神文明高度协调的现代化。**我国在提升大众物质水平的同时，应大力弘扬与科学社会主义主张具有高度契合性的优秀传统文化，更加广泛地开展同各国的文化深度交流，满足大众精神需求，提升大众生活质量，即稳民生。**第四，中国式现代化是人与自然和谐共生的现代化。**目前全球气候变暖、水土流失等问题频发，我国此前为追求经济高速增长的粗放式经济发展模式也带来了温室气体排放、水土流失等一系列严重的环境污染问题。在“双碳战略”提出及绿色金融不断发展的背景下，我国应主动、积极部署绿色发展战略，不断推进污染防治攻坚战，实现经济与社会的绿色可持续发展，即稳生态。**第五，中国式现代化是走自主、稳定、和平发展道路的现代化。**在内外不断复杂化、多变化的环境下，我国应稳预期、提信心，深入结合供需双侧改革，增强国内大循环内生动力，通过自主研发、核心技术攻破等途径提升自主实现创新、稳定发展的能力，同时维护世界和平发展，即稳预期与稳安全。

中国特色估值体系的发展以“确立中国式现代化目标”为起点，其后为努力打造“中国特色现代资本市场”，中国特色估值体系内涵不断发展丰富，这表明建立中国特色估值体系是中国特色现代资本市场的重要内容。中国特色估值体系可以进行科学有效的资产定价，发挥资源配置的关键作用，更好地引导投资和资源流向符合国家战略和发展方向的行业、企业，充分利用金融力量高效服务于实体经济、国家战略和高质量发展，助力实现中国式现代化的宏伟目标。

图 1：“四稳”框架下，中特估评价体系契合中国式现代化发展特征，服务国家发展战略

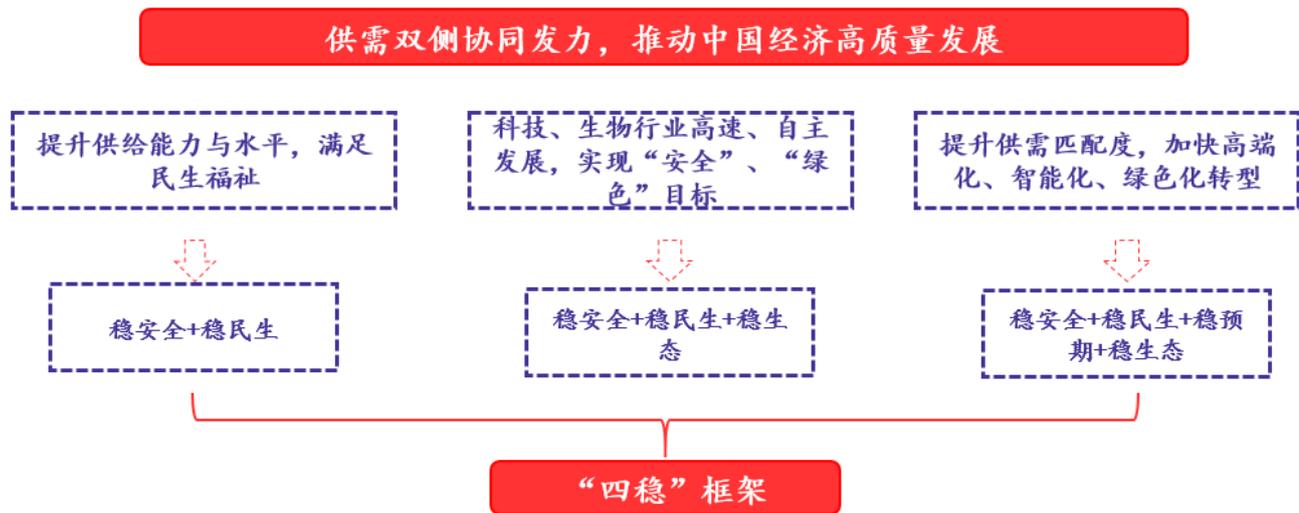


资料来源：中国银河证券研究院

**供需双侧协同发力，推动中国经济高质量发展。**党的二十大报告及 2022 中央经济工作会议等均提出我国应“坚持推动经济高质量发展，将实施扩大内需战略同深化供给改革有机结合，加快建设现代化经济体系”，当前制约我国经济发展的因素主要在供给侧，表现在供给不足且供需匹配程度较低。因此，目前我国供需双侧改革任务的重点有以下三方面。**第一，降低对外依赖，提升自主供给能力；关注国计民生问题，满足民生福祉。**首先，我国需要重点关注对外依赖度高、短期难以有替代来源，可能会出现断供断链的领域。主要包括粮食安全、能源及资源安全、产业链及供应链安全的三大类产业中的企业主体。此外，我国目前基本公共服务及普惠型非基本公共服务方面存在大众有效需求无法满足问题，未来应加大供给侧发展力度，提升大众生活质量，保证民生福祉。**第二，重点改善供给端的质量与效率，提**

升供需匹配程度。主要通过加快制造业高端化、智能化、绿色化的转型，提升制造业供给质量以及供给水平，提升制造业全球竞争力与科技化、可持续化的多重发展；以及提升供给质量，关注并适应民生需求变化；同时积极培育新消费增长点，在内外外部不稳定环境下大力保证经济稳定发展。第三，为适应全球产业变革及发展趋势，提升国际竞争力，应大力推进我国科技、生物等关键领域高速、自主发展。首先是加快以 5G、大数据为代表的科技技术与以太阳能光伏、生物燃料为代表的生物技术的自主发展，实现“安全”以及“绿色”的重要发展目标。其次是现代基础设施体系，重点在兼顾经济、社会、安全、生态等多重效益协调，适时超前发展。

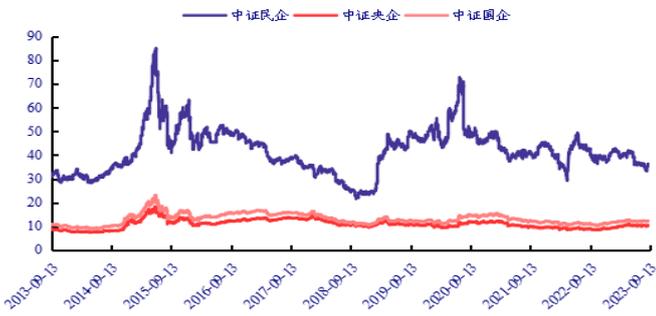
图 2：“四稳”框架下，供需双侧协同发力，推动中国经济高质量发展



资料来源：中国银河证券研究院

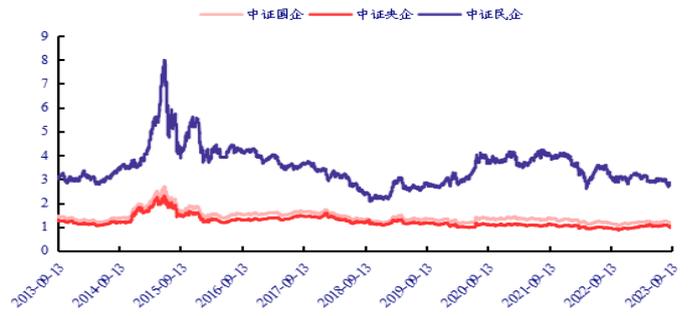
**服务推动央国企估值回归合理水平。**央国企作为国民经济的重要组成部分与国计民生重大安全领域的压舱石，是推动中国式现代化发展的重要力量。但由于央国企承担更多社会责任、业绩周期性较强、创新研发活动发展有限等原因，一直以来其在传统估值体系下存在明显的价值被低估、行业估值分布不平衡等问题，不利于央国企的良性发展与中国经济的高质量转型。具体表现为央国企盈利能力较强，但其市盈率、市净率、ROE 等指标明显低于民营企业，存在明显的盈利-估值不匹配现象。

图 3：央国企和民企市盈率对比



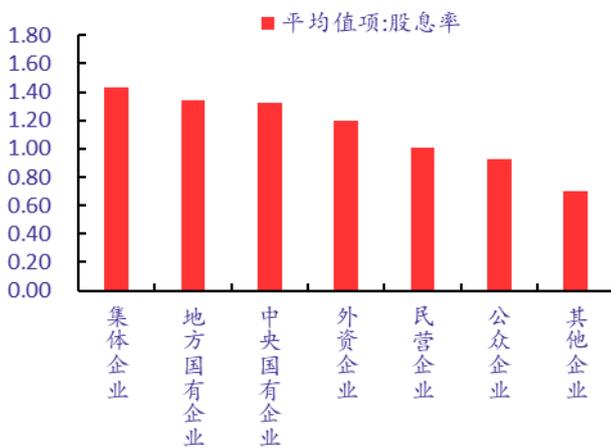
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：央国企和民企市净率对比



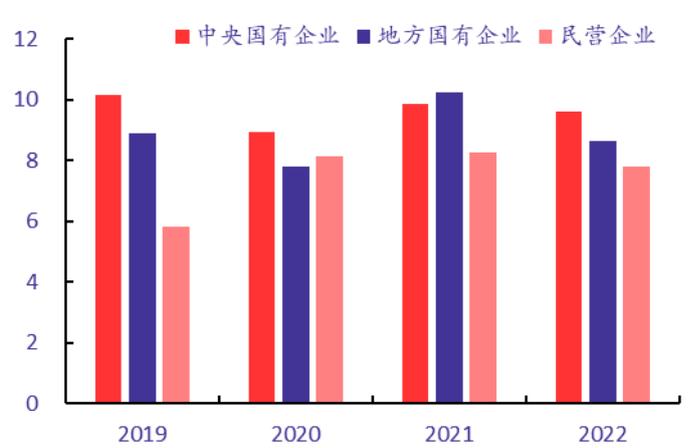
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：各类型企业平均股息率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：央国企 ROE 表现优于民企 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从全 A 央国企行业分布来看，在市值占比方面，央国企在银行、食品饮料、非银金融、石油石化、公用事业、交通运输、通信等行业内市值分布相对较高，房地产、电力设备、汽车、电子、机械设备等行业内央国企市值分布相对较低；在企业数量方面，央国企大多分布在机械设备、基础化工、公用事业、交通运输、医药生物、建筑装饰、房地产等行业，分布在银行、通信、建筑材料、钢铁、煤炭、农林牧渔等行业的数量较少。

图 7：央企市值行业占比情况

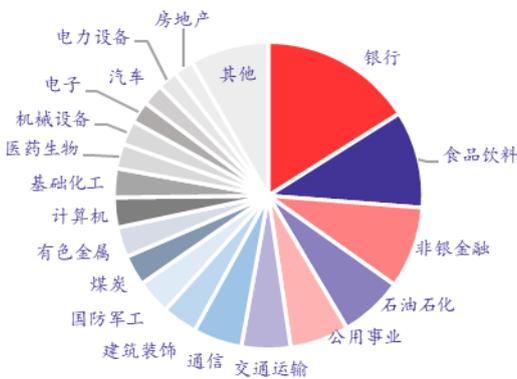
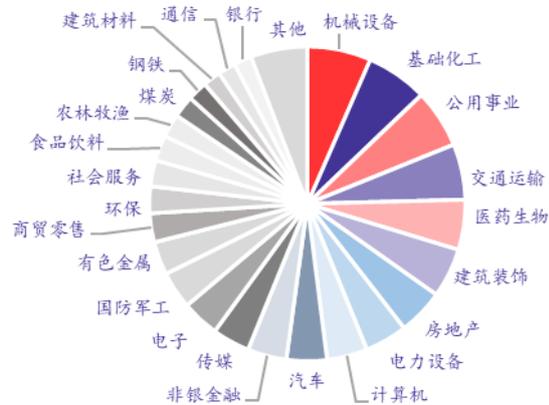


图 8：央企数量行业占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中国特色估值体系中强调企业的社会责任与战略意义，在“中特估”评价体系中，分布在国家命脉行业、关系国家安全发展的央国企的地位尤为突出。因此，未来市场有望对“中特估”达成共识，央国企有望充分利用估值修复空间，价值被低估现象有望得到改善，央国企的企业价值重估是构建中国特色估值体系的典型参考模板，其有望成为“中特估”体系的核心抓手。

## （二）中特估估值逻辑及重点要素

### 1. “中特估”评价重点

中国特色国情主要包括中国式现代化发展特征及目前经济高质量发展的内在需求两方面，因此在综合上述分析的基础上，并结合党的十八大以来，习近平总书记高度重视国家安全工作，多次提及“保证国家安全是头等大事”的特征事实，从宏观层面总结出当前中国特色国情主要有以下四个“求稳”维度，并以此作为“中特估”评价体系的重点。

**第一，稳民生。**稳民生即关注民生福祉与国计民生，提升居民生活质量，保证居民生活福利。目前，我国居民未能被充分满足的领域较多，主要包括医疗卫生、养老保障、住房保障、义务教育、就业保障、产业扶贫等传统领域。此外，绿色生态产品等非传统基本公共服务方面也存在供给短缺及供给质量较低等系列问题。未来，为进一步提升我国居民生活质量，努力应对与解决当前我国所面临的主要矛盾，即“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展”，努力完善、提高医疗、教育等基础设施投资与建设；积极进行产业扶贫，加大特定产业扶持力度；稳定员工就业问题，提升员工薪酬水平；完善养老保障体系，提高养老质量与水平。中国特色社会主义估值体系在稳民生的视角下，将引导投资者关注企业所属行业性质对未来人民美好生活的向往贡献、薪酬体系、员工关怀、产业扶贫等非财务定量与定性数据。

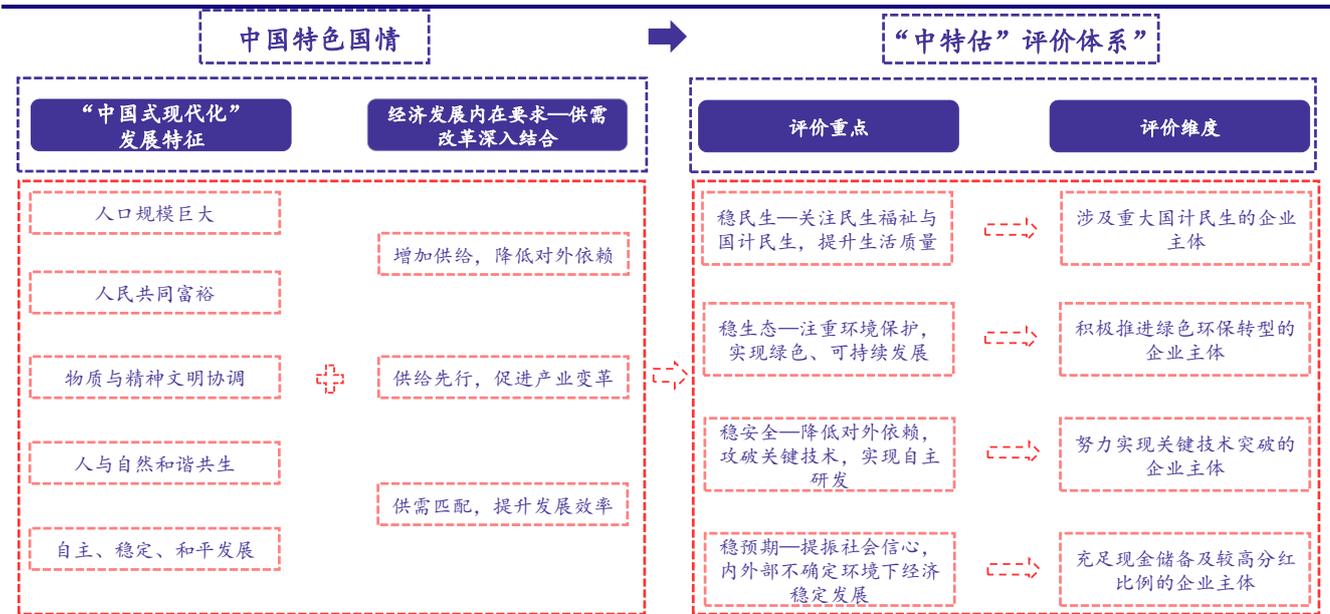
**第二，稳生态。**稳生态即注重环境保护，实现社会可持续发展。绿色是发展的普遍形态，也是社会可持续发展的基础与保障。“十四五”规划要求“实施以碳强度控制为主、碳排放总量控制为辅的制度”；要求“推进钢铁、石化、建材等行业绿色化改造”，“实施 8.5 亿吨水泥熟料、4.6 亿吨焦化产能和 4000 台左右有色行业炉窑清洁生产改造，完成 5.3 亿吨钢铁产能超低排放改造”；要求“构建集污水、垃圾、固废、危废、医废处理设施和监测监管能力于一体的环境基础设施体系，形成由城市向建制镇和乡村延伸覆盖的环境基础设施网络。”；

要求“完善节能家电、高效照明产品、节水器具推广机制。”中国特色社会主义估值体系在稳生态的视角下，将引导投资者关注企业在环境保护上做出的努力，例如碳排放、能源结构、机械能转换效率等非财务定量与定性数据。

**第三，稳安全。**稳安全即降低对外依赖，攻破关键技术，实现自主研发与发展。当今世界正在经历新一轮科技革命与产业变革深入发展，各国竞争的核心为高新技术与科技，因此实现科技自主、核心技术突破是未来我国发展的重点。目前，我国企业创新与科技研发能力相对较弱，研发成果相对缺乏国际竞争力，未来我国应充分发挥社会主义制度集中力量办大事的制度优势，不断推进高新技术企业在核心技术方面的突破，实现自主安全发展，如关系国家重大发展的芯片、半导体、工业软件等产业需实现技术突破。中国特色社会主义估值体系在稳安全的视角下，将引导投资者关注企业在科技研发与核心技术突破等方面做出的努力，例如参与关键核心技术开发程度、研发经费投入、企业研发核心技术的周期、创新专利内容及数量等非财务定量与定性数据。

**第四，稳预期。**稳预期即在目前全球经济波动与发展疲软的背景下，提振社会信心，稳定市场预期，实现经济良性向好发展。党的十九大以来，习近平总书记多次指出当今世界正经历百年未有之大变局，2020年的新冠疫情突然爆发、国际地缘政治冲突不断加剧、后疫情时代的需求疲软有待恢复等因素使得我国内外部发展环境不断复杂。在此大背景下，稳定市场预期、提振市场信心成为我国经济工作的重要任务。而经营稳定的企业将在复杂的发展环境中维持较充足的现金储备，同时具备将分红比例保持在较高水平的能力。中国特色社会主义估值体系在稳预期的视角下，将引导投资者关注企业在稳定经营状况、保持高水平现金存量以及积极实施分红政策等方面做出的努力，例如分红政策规定、分红水平及分红频率、经营现金流存量、营业现金比率等非财务定量与定性数据。

图9：“中特估”评价体系四稳框架



资料来源：中国银河证券研究院

## 2. 结合央国企改革，明确“中特估”评价维度与具体指标

央国企是中特估的锚，国企改革内容及高质量发展方向，是构建中特估评价体系的重要依据，国企考核指标体系是完善中特估评价体系的微观补充。因此，为更好明确“中特估”评估体系的评价指标与具体维度，我们认为在从服务国家战略发展需求视角考虑“中特估”评估体系主基调以外，应以“四稳”为主框架，并着重关注央国企改革方向和内容等，从微观视角进一步完善中特估评价维度与指标。

随着央国企 ESG 评级的有序推进，央国企在社会责任方面越来越注重反腐倡廉、依法纳税、共同富裕、社保扶贫、乡村振兴等国家战略任务的积极响应。在**稳民生方面**，“中特估”评价体系应关注企业是否为关系国计民生重大安全领域的头部大规模企业；关注其在乡村振兴、质量强国、高质量发展、科技强国、教育强国、人才强国、共同富裕、反腐倡廉、社保扶贫等方面的资源投入以及具体成果取得情况以衡量其国家战略任务积极响应情况；关注其在重大、突发公共危机和灾害事件中的资源投入以及成果取得等方面来衡量其公共危机应对能力。

早在 2018 年中央企业生态环境保护工作会议上国资委明确指出，中央企业要切实担负起生态文明建设政治责任，全力以赴打好污染防治攻坚战。2021 年 10 月，中华人民共和国国务院新闻办公室颁布《中国应对气候变化的政策与行动》白皮书，旨在以最大努力提高应对气候变化力度，建设人与自然和谐共生的现代化。2023 年 3 月 28 日，国家市场监督管理总局、国务院国资委发布《关于进一步加强中央企业质量和标准化工作的指导意见》。文件指出，中央企业要全面贯彻习近平生态文明思想，深入贯彻落实碳达峰碳中和重大战略决策，加快绿色低碳转型和高质量发展，牵头制定推广新能源、可再生能源、化石能源清洁高效利用。由此可见，央国企应在污染防治、资源消耗、气候变化等方面发挥积极带头作用。在 2023 年 3 月国资委发布的新一轮国改行动中再次明确指出，央国企应加大对绿色环保产业的投资力度，实现绿色化转型发展。在**稳生态方面**，结合中国政府网颁布的绿色指标体系，“中特估”评价体系应关注企业水资源及能源消耗情况以衡量企业资源消耗情况；关注企业废气、废物、废水防治情况来衡量其污染防治效果；关注企业温室气体排放及减排管理来衡量企业在气候变化方面做出的努力。

央国企在建设现代化产业体系，构建新发展格局中需发挥重大作用。2023 年国资委最新颁布的新一轮国改内容明确指出“央国企应加快原创性引领性科技攻关，构建以实效为导向的科技创新工作体系，强化以企业为主导的产学研深度融合，牵头建设更多搞效协同的创新联合体”，央国企科技创新的引领与主导地位能够保证国家科技独立与安全。此外，党的二十大明确指出，应深入贯彻落实习近平总书记关于维护产业链、供应链安全稳定、构建现代产业体系，特别是中央企业等国有企业要勇当现代产业链链长的重要指示，把产业链建设作为国资央企发挥战略支撑作用的具体路径。在**稳安全方面**，“中特估”评价体系应着重关注企业在研发资金、人员、设备方面的投入及研发投入强度以衡量企业创新投入情况；关注企业参与核心技术参与开发程度来衡量其创新参与度高低；关注企业专利授予数量、产品创新效率来衡量企业研发产出情况；关注企业全员劳动生产率、资源利用率来衡量企业经济效率；关注企业在产业链中是否处于“链长”位置来判断企业产业链安全情况。其中需重点说明的是，全员劳动生产率是 2023 年国资委提出的“一利五率”央企考核指标中的一率，要求企业的全员劳动生产率应进一步得到提升。此外，企业资源利用效率较高能够推动存量资源的有

效盘活和高效利用，打通部门间的资源互通渠道，从而拥有更高的经济效益，是创新活动的目标之一，应加以关注。

自党的十九大以来，习近平总书记多次指出，“当今世界正经历百年未有之大变局”，新冠疫情以及一系列地缘政治因素使得我国发展的内外部环境愈加复杂多变。在市场存在大幅度波动的情况下，市场整体偏好势必较低，因此稳定市场预期、提振市场信心成为我国经济工作的核心。作为国民经济的中坚力量，此时经营相对稳定的央国企能维持较充足的现金资产储备、较高的分红比率及较好的经营质量，能向资本市场释放积极信号，因此这样的企业应该拥有更高的“中特估”评级。事实上，在 2023 年初，国资委提出了中央企业“一利五率”的经营指标体系，新增营业现金比率作为经营评价指标，同时要求企业的营业现金比率应得到进一步提升，是相比此前“两利四率”央企考核指标中新增加的一率，体现出中央政府对央国企现金流稳定程度的高度重视。在稳预期方面，“中特估”评价体系应着重关注企业的现金存量营业现金比率来衡量其现金充足度；关注分红意愿及实际分红派息率来衡量其经营效益分红情况。

综上所述，我们在“四稳”框架下试着提出“中特估”评价体系，并从国企改革及高质量发展方向等微观视角进一步细化评价指标，如图 10 所示，“四稳”框架包括如下指标但不限于所列指标。

图 10：“中特估”评价体系重点指标



资料来源：中国银河证券研究院

图 11：“中特估”评价体系重点指标解释说明

四稳	一级指标	二级指标	三级指标	补充说明	
稳民生	国计民生重大安全领域		/	包括但不限于石油、天然气、煤炭、通信、能源、农产品等行业	
	国家战略响应	资源投入	/	包括乡村振兴、质量强国、高质量发展、科技强国、教育强国、人才强国、共同富裕、反腐倡廉、社保扶贫等国家战略响应情况	
		成果取得	/	包括乡村振兴、质量强国、高质量发展、科技强国、教育强国、人才强国、共同富裕、反腐倡廉、社保扶贫等国家战略成果取得	
	公共危机应对	资源投入	/	包括重大、突发公共危机和灾害事件的资源投入	
		成果取得	/	包括重大、突发公共危机和灾害事件的成果取得	
	稳生态	资源消耗	水资源消耗	循环用水总量/总耗水量	循环用水总量=循环用水量×循环利用次数 总耗水量=新鲜取水量+循环用水总量
水资源消耗强度				每单位销售额所消耗的用水量	
能源消耗			不可再生能源消耗量	包括煤炭、焦炭、汽油、柴油、天然气消耗量	
			可再生能源消耗量	包括但不限于太阳能、风能、水能、生物质能等清洁能源	
污染防治		废气防治	废气排放量	包括但不限于氮氧化物、硫化物气体排放量	
			废气排放强度	每单位销售额所排放的废气	
		固体废弃物防治	废物排放量	包括但不限于固体颗粒、垃圾、炉渣、污泥、残次品等固体废物	
			废物排放强度	每单位销售额所排放的废物	
		废水防治	废水排放量	包括工业和生活废水排放量	
			废水排放强度	每单位销售额所排放的废水	
气候变化		温室气体排放	温室气体排放量	包括但不限于二氧化碳、甲烷、一氧化二氮等气体	
			温室气体排放强度	每单位销售额所排放的温室气体	
		减排管理	温室气体减排投资额	/	
			温室气体减排量	/	
			温室气体减排强度	每单位销售额所减排的温室气体	
稳安全		研发投入	研发资金投入	R&D 经费占主营业务营业收入	/
			研发人员投入	研发人员/企业员工总人数	/
			研发设备投入	研发创新设备资产总额/固定资产总额	/
	研发投入强度		/	国资委提出的“一利五率”央企考核指标中的	

				一率，即提升研发经费投入强度
	研发参与度	参与核心技术开发程度	/	定性分析
	研发产出	专利授予数量	/	可以年度为单位进行统计
		产品创新效率	/	创新投入与创新产出的比较，定性分析
	经济效率	全员劳动生产率	/	全员劳动生产率=工业增加值/全部从业人员平均人数 国资委提出的“一利五率”央企考核指标中的一率，即进一步提升全员劳动生产率
		资源利用率	/	对存量资源的有效盘活、利用，提升经济效率和投入产出效率
产业链安全	是否处于产业链“链长”位置	/	“链长”是产业链倡导者、支持者、维护者，加快促进产业链上下游、产业供销、大中小企业协同发展，是推动产业迈向中高端的主要负责人。产业链“链长”可以将不同创新主体有机组合在一起，形成科技创新协同机制	
稳预期	现金充足度	现金存量	/	企业现金资产存量额
		营业现金比率	/	经营活动现金流量净额/营业收入×100% 国资委提出的“一利五率”央企考核指标中新增的一率，即提升营业现金比率
	经营效益分红	分红意愿	/	定性分析
		分红派息率	/	分红派息总数/同年每股总盈利
	经营质量	利润总额	/	国资委提出的“一利五率”央企考核指标中的一利，即确保利润总额增速高于全国GDP增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量，保障经济稳增长
		净资产收益率	/	国资委提出的“一利五率”央企考核指标中的一率，即进一步提升净资产收益率
		资产负债率	/	国资委提出的“一利五率”央企考核指标中的一率，即保持稳定的资产负债率

资料来源：中国银河证券研究院

## 二、中特估反映 ESG 投资理念，估值逻辑体现 ESG 特征

### （一）ESG 评价体系估值逻辑及重点指标

#### 1. ESG 评价体系发展现状

ESG 即 Environmental（环境）、Social（社会）和 Governance（公司治理）的缩写。ESG 评级主要由三大部分组成：第一，数据采集和信息汇总；第二，指标设置、评级进行和结果形成；第三，评级结果指数化，最终形成服务投资产品。从宏观层面看，ESG 试图将商业活动的外部性影响纳入市场价格机制；从微观层面看，ESG 则代表了衡量企业可持续发展水平的三个考察方面。ESG 评价体系的出现和成熟促进了 ESG 投资生态的规模化、标准化发展，同时也深刻塑造了 ESG 相关的市场实践和社会认知。ESG 评价体系发轫于欧美地区。近年来随着中国 ESG 投资市场的兴起，国内 ESG 评价领域也进入了成长快车道。

国内外 ESG 评级机构种类繁多，包括商业机构、非政府机构（如环境保护机构）等。1983 年，首家 ESG 评级机构 VigeoEiris 成立，随着 ESG 资产管理规模的不断扩大，ESG 评

级机构发展迅速。据不完全统计，目前全球有 600 多家 ESG 评级机构。具体来看，国际代表性 ESG 评级机构主要有 MSCI、富时罗素、汤森路透、晨星、穆迪等，国内代表性 ESG 评级机构主要有社投盟、商道融绿、妙盈科技、上海华证指数、嘉实基金、万得等。ESG 目前仍不具有全球性的统一定义，不同的 ESG 评级机构在评级方法、评级指标、评级目标、评级结果等方面具有多元化特征。具体来看，富时罗素指数涉及 3 个支柱指标，14 个主题以及 300 余个细分指标；汤森路透 ESG 评级涉及 10 个领域的 178 个指标；MSCI 指数涉及 3 个支柱的 10 个主题，以及 37 项 ESG 关键议题等。

与国外相比，国内各个机构推出的 ESG 评级体系通常是在借鉴国际机构 ESG 评价体系成熟框架的基础上，根据国内发展情况和资本市场特点，在指标设计上进行具有中国特色的相应改进。例如 2015 年，商道融绿推出了国内首个 ESG 评级体系，类似于国际普遍采用的金字塔结构，包括三级指标体系：一级指标是环境、社会、公司治理三个维度，二级指标是 13 个议题，三级指标是 200 多个细分议题，二级指标和三级指标都是根据我国实际情况进行设计的。不过需要注意的是，我国内地目前还没有明确的 ESG 报告体系。在“双碳”目标的推动下，ESG 评价体系的发展起步较晚，未来 ESG 评价体系在国内有望取得进一步统一发展。

## 2. 代表性评级机构 ESG 评价体系内容梳理

为充分展现国内外各机构推出的 ESG 评价体系指标内容，我们分别对国内外评级机构对应的 ESG 评级体系进行了详细梳理，并在此基础上进行对比分析与总结。

我们选取富时罗素、明晟、晨星、标普、穆迪、机构投资者服务公司共 6 家国外代表性机构的 ESG 评价体系进行对比分析。富时罗素 ESG 评价体系共有 14 个二级指标，E 一级指标下 5 个，S 一级指标下 4 个，G 一级指标下 5 个。明晟 ESG 评价体系共有 10 个二级指标，E 一级指标下 4 个，S 一级指标下 4 个，G 一级指标下 2 个。晨星 ESG 评价体系共有 20 个二级指标，E 一级指标下 8 个，S 一级指标下 7 个，G 一级指标下 5 个。标普 ESG 评价体系共有 19 个二级指标，E 一级指标下 4 个，S 一级指标下 8 个，G 一级指标下 7 个。穆迪 ESG 评价体系共有 15 个二级指标，E 一级指标下 5 个，S 一级指标下 5 个，G 一级指标下 5 个。ISS ESG 评价体系共有 17 个二级指标，E 一级指标下 5 个，S 一级指标下 6 个，G 一级指标下 6 个。各机构二级指标数量无显著差异，但 E、S、G 分项指标数量占比存在一定区别。

经对比分析后发现，国外各机构的 ESG 评价体系的内涵总体比较一致，但具体指标内容存在细节差异，具有多元化发展特征。在环境一级指标项下，各机构普遍关注气候变化、废弃物排放及管理议题；富时罗素和晨星更关注环境供应链等议题；晨星和 ISS 更关注产品、服务的环境影响；晨星更关注碳方面各类议题；穆迪更关注低碳转型等议题。在社会一级指标项下，各机构普遍关注客户、产品、员工等议题；晨星、标普和 ISS 更关注人权、健康与安全等议题；富时罗素更关注社会供应链议题；晨星更关注数据隐私与安全、社区关系等议题；标普更关注企业公民和慈善事业等议题。在公司治理一级指标项下，各机构普遍关注公司治理、风险管理等议题；穆迪和 ISS 更关注组织架构和股东结构等议题；富时罗素和晨星更关注贪污腐败议题；穆迪和 ISS 更关注合规性议题；富时罗素和标普更关注税务议题；晨星更关注 ESG-整合金融议题；标普更关注信息安全、网络安全等议题；ISS 更关注董事会独立性、股东民主等议题。

表 2：国外 ESG 评价机构概况

机构名称	成立时间	总部	评价体系	覆盖公司数量
明晟 (MSCI)	1968 年	美国	MSCI ESG Ratings	8500+家公司
晨星 (Morningstar)	1984 年	美国	Sustainalytics's ESG Risk Ratings	20000+家公司
标普 (S&P Global)	1917 年	美国	S&P Global ESG Score	11500+家公司
穆迪 (Moody's)	1909 年	美国	Moody's ESG Solutions	5000+家公司
机构投资者服务公司 (ISS)	1985 年	美国	ESG Corporate Ratings	5000+家公司

资料来源：各机构官网，10-K 报告，中国银河证券研究院

图 12：国外 ESG 评价机构概况

机构	环境	社会	公司治理
富时罗素	<ol style="list-style-type: none"> <li>生物多样性</li> <li>气候变化</li> <li>污染排放及资源利用</li> <li>水资源使用</li> <li>供应链：环境</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>客户责任</li> <li>产品健康与安全</li> <li>人权与团队建设</li> <li>劳动标准</li> <li>供应链：社会</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>反腐败</li> <li>公司治理</li> <li>风险管理</li> <li>纳税透明度</li> </ol>
明晟	<ol style="list-style-type: none"> <li>气候变化</li> <li>自然资本</li> <li>污染与废弃物</li> <li>环境机会</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>人力资本</li> <li>产品责任</li> <li>利益相关方反对</li> <li>社会机会</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>公司治理</li> <li>公司行为</li> </ol>
晨星	<ol style="list-style-type: none"> <li>三废排放</li> <li>碳-自身运营</li> <li>碳-产品和服务</li> <li>资源利用</li> <li>资源利用-供应链</li> <li>产品和服务的环境与社会影响</li> <li>土地利用和生物多样性</li> <li>供应链</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>人力资本</li> <li>职业健康与安全</li> <li>人权</li> <li>产品管理</li> <li>数据隐私与安全</li> <li>获得基础服务</li> <li>社区关系</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>公司治理</li> <li>商业伦理</li> <li>贿赂与腐败</li> <li>ESG-整合金融</li> <li>韧性（金融）</li> </ol>
标普	<ol style="list-style-type: none"> <li>环境信息披露</li> <li>环境政策管理体系</li> <li>经营的生态效率</li> <li>气候策略</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>社会信息披露</li> <li>劳工实践指标</li> <li>人权</li> <li>人力资本发展</li> <li>吸引和保留人才</li> <li>企业公民和慈善事业</li> <li>客户关系管理</li> <li>职业健康与安全</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>公司治理</li> <li>实质性</li> <li>风险和危机管理</li> <li>商业伦理</li> <li>政策影响</li> <li>税务政策</li> <li>信息安全/网络安全和系统可及性</li> </ol>
穆迪	<ol style="list-style-type: none"> <li>低碳转型</li> <li>物理气候风险</li> <li>水资源管理</li> <li>废弃物排放</li> <li>自然资本</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>客户关系</li> <li>人力资本</li> <li>人口与社会趋势</li> <li>健康与安全</li> <li>负责任生产</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>财务策略与风险管理</li> <li>管理可靠性和历史业绩</li> <li>组织架构</li> <li>合规与披露</li> <li>董事会架构、政策和程序</li> </ol>
ISS	<ol style="list-style-type: none"> <li>气候变化策略</li> <li>生态效率</li> <li>能源管理</li> <li>产品组合的环境影响</li> <li>环境管理</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>公平雇佣</li> <li>结社自由</li> <li>健康与安全</li> <li>人权</li> <li>产品责任</li> <li>产品组合的社会影响</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>商业道德</li> <li>合规</li> <li>董事会独立性</li> <li>薪酬</li> <li>股东民主</li> <li>股东结构</li> </ol>

资料来源：各机构官网，10-K 报告，中国银河证券研究院

我们选取中证指数、国证指数、商道融绿、盟浪、万得共五家国内代表性机构的 ESG 评价体系进行对比分析。中证指数于 2020 年发布 ESG 评价体系，其共有 13 个二级指标，E 一级指标下 5 个，S 一级指标下 3 个，G 一级指标下 5 个。国证指数于 2022 年发布 ESG 评价体系，其共有 15 个二级指标，E 一级指标下 5 个，S 一级指标下 4 个，G 一级指标下 6 个。商道融绿于 2015 年发布 ESG 评价体系，其共有 14 个二级指标，E 一级指标下 5 个，S 一级指标下 6 个，G 一级指标下 3 个。盟浪和万得 ESG 评价体系二级指标相对更为丰富。盟浪于 2021 年发布 ESG 评价体系，其共有 28 个二级指标，E 一级指标下 7 个，S 一级指标下 16 个，G 一级指标下 5 个。万得于 2021 年发布 ESG 评价体系，其共有 25 个二级指标，E 一级指标下 9 个，S 一级指标下 10 个，G 一级指标下 6 个。盟浪和万得二级指标数量明显多于其他机构。

经对比分析后发现，国内各机构的 ESG 评价体系在基本内涵上具有一致性，但具体指标内容具有多元化发展趋势，即二级指标在各机构之间存在一定差异，但相比国外评级机构差异相对较小。在环境一级指标项下，各机构普遍关注环境管理、气候变化、污废管理、资源利用等议题；盟浪和万得更关注生物多样性议题；盟浪更多关注绿色金融、碳减排等议题；万得更关注绿色金融、绿色建造等议题。在社会一级指标项下，各机构普遍关注员工、供应链供应商、客户等议题；商道融绿更多关注产品管理、数据安全、社区等议题；盟浪和万得的对应的议题最为丰富，盟浪关注隐私保护、食品安全、军民两用、医药伦理、普惠健康、普惠金融、资产捐赠、公共服务等议题，具有较强的覆盖性和个性化特征；万得关注研发与创新、职业健康与安全生产、信息安全与隐私保护、医疗可及性、可持续产品等议题，同样具有较强的个性化、多元化特征。在公司治理一级指标项下，各机构普遍关注股东结构治理、董监高、信息披露等议题；国证指数和万得更关注 ESG 治理等议题；中证指数、国证指数和盟浪更关注风险内控及管理议题；此外，万得还关注审计、贪污腐败、反垄断与公平竞争等多元化议题，具有较强的个性化特征及覆盖性。

表 3：国内各机构 ESG 评价体系基本信息

机构名称	发布时间	评价体系	覆盖全 A 股
中证指数	2020 年	中证 ESG 评价方法	是
国证指数	2022 年	国证 ESG 评价方法	未知
商道融绿	2015 年	商道融绿 ESG 评级	是
盟浪	2021 年	盟浪 ESG 评级	是
万得	2021 年	Wind ESG 评级	是

资料来源：中证指数、国证指数、商道融绿、盟浪机构官网，中国银河证券研究院

图 13：国内各机构 ESG 评价体系二级指标对比说明

机构	环境	社会	公司治理
中证指数	1. 气候变化 2. 污染与废物 3. 自然资源 4. 环境管理 5. 环境机遇	1. 利益相关方 2. 责任管理 3. 社会机遇	1. 股东权益 2. 治理结构与运作 3. 信息披露 4. 公司治理风险 5. 管理运营
国证指数	1. 资源利用 2. 气候变化 3. 污废管理 4. 生态保护 5. 环境机遇	1. 员工 2. 供应商 3. 产品与客户 4. 社会贡献	1. 股东治理 2. 董监高治理 3. ESG 治理 4. 风险管理 5. 信息披露 6. 治理异常

	<b>商道融绿</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 环境政策</li> <li>2. 能源与资源消耗</li> <li>3. 污染物排放</li> <li>4. 应对气候变化</li> <li>5. 生物多样性</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 员工发展</li> <li>2. 供应链管理</li> <li>3. 客户权益</li> <li>4. 产品管理</li> <li>5. 数据安全</li> <li>6. 社区</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 治理结构</li> <li>2. 商业道德</li> <li>3. 合规管理</li> </ol>	
	<b>盟浪</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 绿色金融</li> <li>2. 环境管理体系</li> <li>3. 环境保护实践</li> <li>4. 生态保护</li> <li>5. 污染物排放</li> <li>6. 资源消耗与利用</li> <li>7. 碳排放碳减排</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 质量管理</li> <li>2. 数据安全</li> <li>3. 隐私保护</li> <li>4. 食品安全</li> <li>5. 军民两用</li> <li>6. 医药伦理</li> <li>7. 普惠健康</li> <li>8. 普惠金融</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>9. 客户价值</li> <li>10. 公平雇佣</li> <li>11. 员工责任</li> <li>12. 安全生产</li> <li>13. 人力资本</li> <li>14. 供应链管理</li> <li>15. 慈善捐赠</li> <li>16. 公共服务</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 董事会治理</li> <li>2. 股东权利</li> <li>3. 风险内控</li> <li>4. 薪酬激励</li> <li>5. 信息披露</li> </ol>
	<b>万得</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 环境管理</li> <li>2. 能源与气候变化</li> <li>3. 生物多样性</li> <li>4. 废水</li> <li>5. 水资源</li> <li>6. 原材料与废弃物</li> <li>7. 废气</li> <li>8. 绿色金融</li> <li>9. 绿色建造</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 雇佣</li> <li>2. 发展与培训</li> <li>3. 研发与创新</li> <li>4. 客户</li> <li>5. 职业健康与安全生产</li> <li>6. 信息安全与隐私保护</li> <li>7. 社区</li> <li>8. 医疗可及性</li> <li>9. 可持续产品</li> <li>10. 供应链</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ESG 治理</li> <li>2. 董监高</li> <li>3. 贪污腐败</li> <li>4. 股权及股东</li> <li>5. 审计</li> <li>6. 反垄断与公平竞争</li> </ol>	

资料来源：中证指数、国证指数、商道融绿、盟浪、万得机构官网，中国银河证券研究院

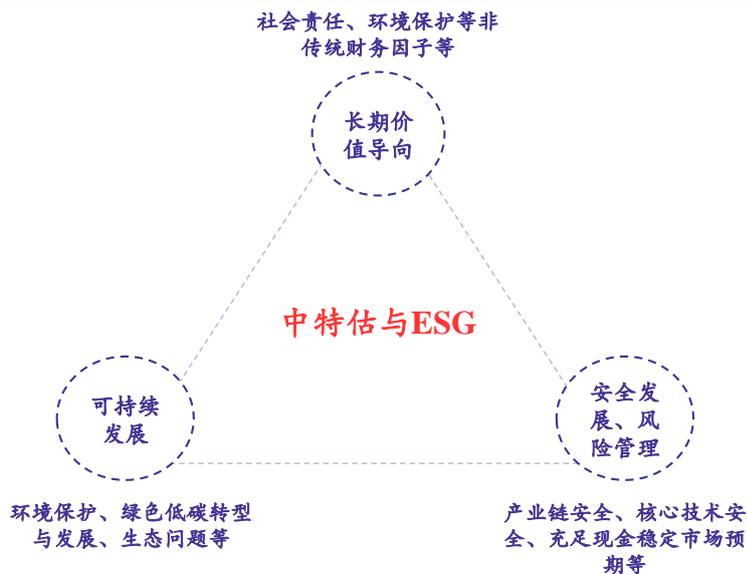
## （二）中特估背景下，ESG 评价体系在资本市场的引导作用有望进一步提升

### 1. 中特估与 ESG 在宏观内涵层面的契合之处

中特估与 ESG 在宏观内涵层面具有三方面契合之处。第一，两者均注重企业的长期价值，关注非传统财务因素。具体来看，“中特估”评价体系与 ESG 评级体系均考虑企业的环境影响、社会责任和良好的公司治理等非传统财务因素，追求长期、可持续的投资回报。值得注意的是，“中特估”评价体系更加注重企业社会责任承担情况，即我国的央国企相比民、私企承担着更多能源安全、粮食安全、产业链安全、环境保护等方面的社会责任，企业表现具有明显的“正外部性”，但是传统估值体系中仅包含财务因子，因此“中特估”评价体系可以通过加入社会责任、环境保护等非传统估值因子以修正央国企的偏低估值，这与 ESG 评价体系中环境保护（E）与社会责任（S）等方面具有高度一致性。第二，两者均秉持社会可持续发展理念，注重企业在环境保护、绿色发展等方面的表现与贡献。ESG 中 E 即环境保护，因此 ESG 估值与投资逻辑十分关注环境影响因素，重视企业在环境保护方面的成效以及社会贡献等，强调企业的可持续发展。而在我国“双碳”目标提出的时代背景下，绿色高质量发展成为国家发展重点任务之一，各企业需加大废水、废气、固废治理力度，减少温室气体排放，切实守牢生态安全底线，在绿色转型中增强发展的潜力和后劲，积极进行绿色转型与发展。而“中特估”评价体系具有鲜明的中国特色，与社会可持续发展的基本国策有契合之处，环境保护方面表现较好的企业会受到“中特估”评价体系的青睐，即上文“中特估”指标体系中的“稳生态”。因此，两者在企业环境保护与绿色发展方面具有高度一致性。第三，两者均注重企业在安全发展、风险管理等方面的表现。ESG 重视企业在环境保护、社会责任和公司治理方面的表现，尤其关注企业社会表现和公司治理等方面的风险情况，强调企业具有一定的安全发展、风险管控、资产管理能力。而“中特估”评级体系则重点强调对能够

保证国家安全、稳定市场预期的企业进行估值调整与重构，在国计民生重大领域的企业、能够保证产业链安全、核心技术安全的企业以及具备充足现金等安全资产来稳定市场预期的企业将受到“中特估”体系的青睐，即上文“中特估”指标体系中的“稳民生”、“稳安全”与“稳生态”。因此，两者在企业稳定国家发展、重点领域安全与市场预期等方面具有高度一致性。

图 14: ESG 与中特估宏观内涵层面契合之处



资料来源：中国银河证券研究院

## 2. 中特估与 ESG 在微观指标层面的契合之处

中特估与 ESG 在微观指标层面上同样具有契合之处。在 ESG 评价体系的 E 方面，国内外机构主要关注企业发展对自然环境的影响，国内外代表性机构的 ESG 评价体系均包括气候变化、污废排放管理、资源利用等普遍性议题。而“中特估”的提出考虑到我国作为发展中国家和制造业大国，国际产业分工格局以及贫油少气多煤的资源禀赋等因素使得资源利用、环境保护以及碳减排等工作迫在眉睫，重点关注企业的绿色低碳转型与可持续发展，即上文中的“稳生态”（包括资源消耗、污染防治、气候变化子议题）。由此可见，两者均关注社会绿色可持续发展与企业低碳转型与重视生态发展与环保问题，具有高度一致性。在 ESG 评价体系的 S 方面，国内外代表性评级机构主要关注员工、供应商供应链、客户等普遍性议题，部分代表性机构重点关注健康与安全、安全生产、研发与创新等议题。而“中特估”的提出主要考虑到我国国企因承担更多国计民生安全责任导致价值被低估的现象以及在我国新发展格局下企业应加快原创性引领性科技攻关的迫切需求，重点关注企业是否处于国计民生重大安全领域以及是否进行有利于大众的安全生产，和企业的研发投入情况以及产业链安全情况，即上文中的“稳民生”（包括国计民生重大安全领域、国家战略应对、公共危机应对子议题）与“稳安全”（包括研发投入、研发参与度、研发产出、经济效率、产业链安全子议题）。由此可见，两者均关注企业的安全责任表现情况及研发创新表现情况，具有高度一致性。在 ESG 评价体系的 G 方面，国内外代表性评级机构主要关注股东结构、公司治理等普遍性议题，部分代表性机构重点关注信息披露、纳税透明、股东民主、贪污腐败、审计等议

题。而“中特估”在公司治理层面主要关注现金及分红比例、独立董事建设、经营质量等财务指标，因此两者重合度相比环境与社会层面较少。

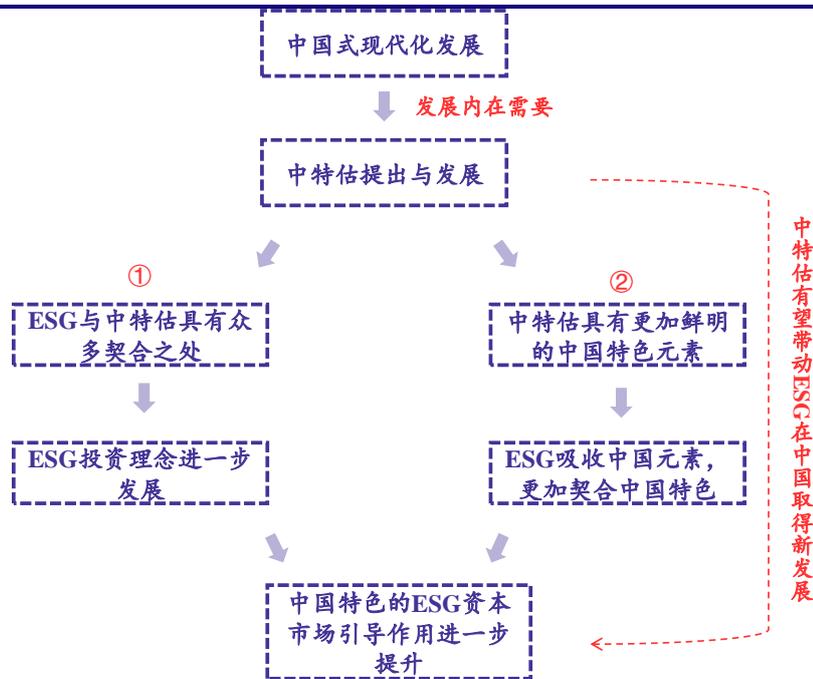
仍需注意的是，ESG 虽与“中特估”在环境和社会等指标层面具有众多契合之处，但“中特估”相比国内外 ESG 评价体系更具鲜明的中国特色，例如其核心要义在于促进以央企为首的上市公司价值重估，引导金融资源更好地服务国家战略，并为全面推进中国式现代化提供坚实基础。这也将为 ESG 评价体系的中国化发展道路提供指引方向。

### 3.中特估背景下，ESG 评级体系在资本市场引导作用有望进一步提升

虽然 ESG 投资理念在国内发展时间相对较短，ESG 投资发展也相对不成熟，但 ESG 在我国资本市场中正在逐步受到关注和重视。尤其是随着中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，以及碳达峰碳中和、共同富裕、双循环等中国特色发展策略的提出，若 ESG 能与“中国式现代化”的发展战略等有机结合，其将在中国迎来巨大的发展机遇，受到越来越多的企业和投资者的关注。因此，如何构建具有中国特色的 ESG 评价体系，既是企业挖掘内生动力促进其健康成长的需要，也是新时代下我国社会高质量发展的必然选择和重要发展方向。

中特估的提出强化了价值投资理念，有利于 ESG 投资理念的进一步发展。同时 ESG 有望吸收合并“中特估”评价体系中的“四稳”要点及中国特色元素，促进 ESG 评价体系的中国式发展，最终形成具备中国社会主义特色与中国式现代化发展特征的中国本土 ESG 评价体系。因此，我们认为，中特估的提出不仅可以强化国内资本市场对 ESG 投资理念的重视程度，也将为 ESG 评价体系的本土化发展提供参考，有利于具有中国特色的 ESG 评价体系完善与发展，有望带动 ESG 在中国取得新进展。

图 15：中特估有望带动 ESG 中国式新发展



资料来源：中国银河证券研究院

### 三、中特估背景下，ESG 投资价值凸显

#### （一）ESG 已成为“中特估”市场行情的关键因子

##### 1. 代表性中特估指数介绍

**万得中特估指数：**中国特色估值是指在考虑中国特色背景下的估值体系建设，该主题从市场认可、行业地位、盈利能力、税收贡献、股东回报以及社会责任等维度，对央企进行综合评分，选取评分居前的企业作为代表性样本。

**国金沪深中特估 50 指数：**国金沪深中特估 50 指数为国金证券股票指数体系的宽基策略指数之一，在借鉴海内外指数编制经验的基础上独立研究开发。国金沪深中特估 50 指数选取非金融地产板块的沪深央企 A 股，经打分筛选后采用排名前 50 的股票作为指数成分股，应用多因子加权计算指数点位并进行除数修正。

**申万宏源中特估精选指数：**申万宏源中特估精选指数选取沪深主板的中央国有企业，通过盈利能力、股东回报、现金流等多维度因子打分选取排名前 40 的股票作为指数成分股，采用自由流通市值加权计算指数点位。

表 4：代表性中特估指数基本信息

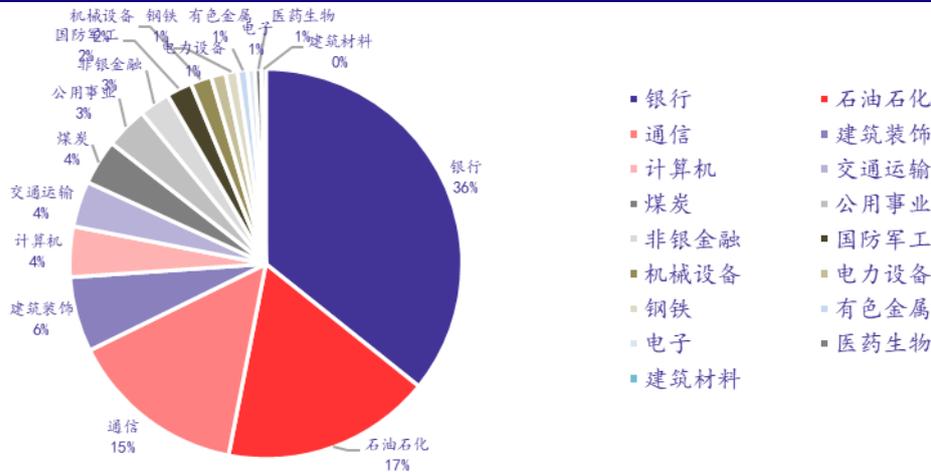
指数代码	指数简称	发布日期	基期	成分个数	初始样本空间	构建策略
8841681.WI	万得中特估指数	2023/3/21	1999/12/30	79	沪深中央国有企业 A 股	从市场认可、行业地位、盈利能力、税收贡献、股东回报以及社会责任等维度，进行综合评分，选取评分居前的央企作为代表性样本
GI009011.WI	国金沪深中特估 50 指数	2023/3/14	2016/12/30	50	选取非金融地产板块的沪深央企 A 股	经打分筛选后采用排名前 50 的股票作为指数成分股，应用多因子加权计算指数点位并进行除数修正
802603.WI	申万宏源中特估精选指数	2023/6/1	2016/12/30	40	选取沪深主板的中央国有企业	通过盈利能力、股东回报、现金流等多维度因子打分选取排名前 40 的股票作为指数成分股，采用自由流通市值加权计算指数点位

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

##### 2. 中特估指数成分股主要分布在银行、石油石化和通信三大行业

万得中特估指数成分股按市值统计发现，万得中特估指数成分股分布在以申万一级行业划分下的银行、石油石化和通信的比重分别为 36%、17% 和 15%，明显高于其他行业。其次是建筑装饰、计算机、交通运输和煤炭行业，市值占比分别为 6%、4%、4% 和 4%，而分布在公用事业、非银金融、国防军工、机械设备等行业比重均不足 3%。值得注意的是，在建筑材料、医药生物、电子、有色金属、钢铁、电力设备等行业分布比重处于相对最低水平，均未超过 1%。

图 16: 万得中特估指数成分股行业分布情况



注：这里只选了万得中特估指数，因为该指数披露了成分股信息，便于行业统计。  
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 3. 中特估指数的 ESG 表现明显较优

为客观评价中特估指数成分股 ESG 评分情况，该部分根据 Wind ESG 评级数据，通过比较分析万得中特估指数成分股 ESG 评分数值与其他指数成分股 ESG 整体评分数值的差异，检验万得中特估指数的 ESG 表现。Wind ESG 综合得分由管理实践得分（总分 7 分）和争议事件得分（总分 3 分）组成，能综合反映公司 ESG 管理实践水平以及重大突发风险。

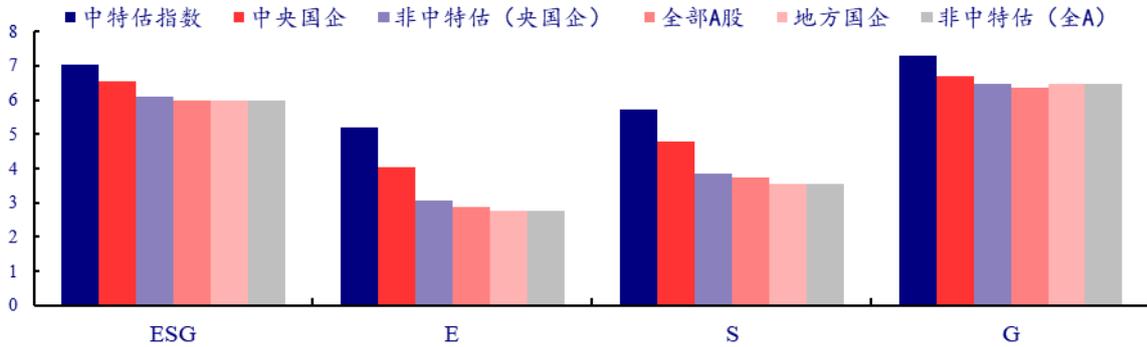
万得中特估指数与其他指数成分股 ESG 评分比较发现，中特估指数成分股 ESG 综合表现明显优于中央国企、非中特估央国企、全部 A 股、地方国企等指数表现，从 E、S、G 分维度来看，中特估指数成分股同样表现突出，尤其是在 E 与 S 两个方面。表明中特估概念一定程度上能够帮助筛选出在环境保护、社会责任等方面表现较好的企业，中特估与 ESG 在筛选企业标的上具有一定的重合性。

表 5: 万得中特估指数及其他指数成分股 ESG 平均分统计情况

指数	ESG	E	S	G	样本数
中特估指数	7.05	5.21	5.74	7.30	79
中央国企	6.55	4.04	4.77	6.68	450
非中特估（央国企）	6.11	3.04	3.84	6.48	1299
地方国企	5.98	2.75	3.55	6.46	928
全部 A 股	5.99	2.53	3.74	6.36	5109
非中特估（全 A）	5.97	2.48	3.71	6.35	5030

注：因无法获得其他机构 E、S、G 分项评分的公开数据，该部分仅采用 wind 的 ESG 评分数据。  
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17: 中特估指数及其他指数成分股 ESG 平均分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 4. 代表性中特估指数市场表现亮眼

考虑到上述的 3 个中特估指数的历史表现最早可共同追溯到 2017 年 1 月 1 日, 因此这里我们测算市场表现的观测区间设定在 2017 年 1 月 1 日至 2023 年 9 月 13 日, 具体观察区间内历史累计收益率、年化平均收益率、波动率、Sharpe 比例和最大回撤。

如表 6 所示, 相对基准指数, 代表性中特估指数收益表现突出, 体现超额收益属性, 在观测区间中特估投资理念能够在一定程度上降低投资组合的风险, 提高投资表现。具体来看, 万得中特估指数、国金沪深中特估 50、申万宏源中特估的区间累计收益率分别是 54.65%、36.86%、36.22%, 明显高于同期沪深 300、中证全指、中证国企、中证央企、中证民企。中特估三大代表性指数夏普比率也明显高于基准指数。其中万得中特估指数的综合表现最优, 无论是累计收益率、年化日均收益率还是夏普比率排序均第一, 且具有最低的最大回撤。

表 6: 代表性中特估指数市场表现

指数	累计收益率	年化日均收益率	年化日均波动率	Sharpe 比例	最大回撤
万得中特估指数	54.65%	8.71%	18.14%	0.40	-26.29%
国金沪深中特估 50	36.86%	6.76%	18.53%	0.30	-30.38%
申万宏源中特估	36.22%	6.39%	16.99%	0.31	-31.02%
沪深 300	12.99%	3.71%	18.77%	0.12	-39.59%
中证全指	-0.03%	1.38%	18.93%	-0.01	-34.78%
中证国企	9.88%	3.10%	17.89%	-0.08	-31.84%
中证央企	6.42%	2.55%	17.64%	0.10	-30.75%
中证民企	-14.94%	-0.15%	21.56%	-0.03	-43.10%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 5. 代表性中特估指数相对表现也较为突出

根据三大中特估指数的定义及筛选策略, 我们认为三大中特估指数的样本空间均为央企, 因此选用中证央企作为基准指数, 来检验中特估指数相对中证央企指数的市场表现, 同时选取代表大盘行情的沪深 300 作为另一基准指数, 检验中特估指数相对大盘行情的市场表现。

表 7 显示，三大中特估指数与对应基准指数构造的对冲组合，除了申万宏源中特估与中证央企的对冲组合外，其他指数的对冲组合均呈现显著的超额收益。万得中特估指数与沪深 300、中证央企的对冲组合的累计收益率水平最高，分别为 44.22% 和 29.69%，其次是国金沪深中特估 50 分别与沪深 300、中证央企的对冲组合，累计收益率为 27.48%、15.11%。然而申万宏源中特估的对冲组合的累计收益较低，其与中证央企对冲组合的累计收益率仅为 3.99%。

从平均收益率来看，t 统计量检验的是观测指数的日收益率是否显著大于 0，结果显示，除了申万宏源中特估与沪深 300 的对冲组合外，其他指数的对冲组合均显著有正收益。相对中证央企，万得中特估指数和国金沪深中特估 50 超额收益率在 1% 统计水平下显著大于 0，申万宏源中特估超额收益率在 10% 统计水平下显著大于 0，即三大中特估指数平均收益明显高于中证央企。

从波动率来看，三大中特估指数与对应基准指数构造的对冲组合的波动率均小于三大中特估指数本身的波动率，尤其是与中证央企对冲后的波动率降幅明显，万得中特估指数、国金沪深中特估 50、申万宏源中特估对冲后波动率分别由原来的 18.14%、18.53%、16.99% 降低为 6.48%、7.70% 和 8.01%。

从最大回撤来看，三大中特估指数与中证央企构造的对冲组合的收益回撤明显小于三大指数本身收益的回撤幅度，说明三大指数与中证央企的差异不大，因此对冲后超额收益的波动较低。

在综合考虑风险和收益的情况下，万得中特估指数、国金沪深中特估 50 与中证央企的对冲组合的夏普比率表现远超中特估指数本身水平，说明这两大指数对冲掉中证央企的系统性风险程度要大于对冲掉的收益。综上，可以看出，相对中证央企，万得中特估指数、国金沪深中特估 50 在风险调整后仍然具有显著超额收益。

表 7：代表性中特估指数相对表现

相关指数	对冲指数	累计收益率	年化日均收益率	年化日均波动率	Sharpe 比例	最大回撤	t 统计量
万得中特估指数	中证央企	29.69%	6.01%	6.48%	0.93	-14.22%	5.70
国金沪深中特估 50	中证央企	15.11%	4.11%	7.70%	0.30	-19.15%	3.30
申万宏源中特估	中证央企	3.99%	2.44%	8.01%	0.53	-18.75%	1.90
万得中特估指数	沪深 300	44.22%	4.82%	11.96%	0.40	-42.73%	2.49
国金沪深中特估 50	沪深 300	27.48%	2.94%	12.16%	0.11	-42.64%	1.51
申万宏源中特估	沪深 300	14.58%	1.29%	11.71%	0.24	-44.42%	0.69

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 6. 各因子市场表现差异明显

我们对中特估指数的收益率进行归因分析，分析其在规模因子、价值因子、市场因子、E 因子、S 因子、G 因子和 ESG 因子上的暴露情况。这里市场因子采用中证全指收益率，规模因子采用国证 1000 与国证 2000 的对冲组合，价值因子采用国证价值与国证成长的对冲组合，ESG 因子采用 ESG 评分多空组合，即全部 A 股 wind ESG 评分排序前 30% 样本按市值加权组合与排序后 30% 样本按市值加权组合的对冲组合，且每年重新排序调仓一次，E 因子采

用沪深 300 wind E 评分排序前 30%按市值加权与排序后 30%按市值加权的对冲组合，每年重新排序调仓一次；S 因子与 G 因子的构建方式如 E 因子。

表 8 汇报了各大因子的市场表现，观测时间区间同中特估指数一致。在观测时间范围内，市场因子收益率为负，累计收益率为-19.73%，而规模因子和价值因子的收益率均为正，累计收益率分别为 13.04%和 37.74%。背后反映的是在观测区间内，大市值规模股票、价值型股票的市场收益表现相对更好。综合年化日均收益率和 t 统计量大小来看，大规模股票、价值型股票的相对优势较为显著。而 E、S、G、ESG 四因子的年化日均收益率很低。

从因子收益率的波动来看，规模因子、价值因子和市场因子收益率的波动率并不低，尤其是市场因子，其年化日均波动率和区间最大回撤幅度最大，分别为 17.82%和 28.00%。E、S、G、ESG 因子的波动率均较小，E、S、G、ESG 四因子的最大回撤同样很小。

**表 8：因子市场表现**

因子	累计收益率	年化日均收益率	年化日均波动率	Sharpe 比例	最大回撤	t 统计量
规模因子	13.04%	8.08%	13.08	0.52	12.47%	3.82
价值因子	37.74%	21.62%	17.31	1.20	18.40%	7.33
市场因子	-19.73%	-10.33%	17.82	-0.66	28.00%	-3.91
E 因子	0.20%	0.11%	0.10	-12.32	0.11%	6.98
S 因子	0.04%	0.02%	0.08	-16.93	0.09%	1.67
G 因子	0.19%	0.11%	0.08	-16.25	0.07%	8.15
ESG 因子	0.07%	0.04%	0.21	-6.03	0.25%	1.17

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**7.代表性中特估指数因子回归结果：中特估提出后，ESG 因子成为中特估指数收益的重要解释元素，成为中特估概念投资的重要参考指标。**

为客观分析代表性中特估指数收益原因，这里我们构建了计量模型对中特估指数收益率进行归因检验。

模型构建： $r_t = \alpha + \beta_1 SCALE + \beta_2 VALUE + \beta_3 MARKET + \beta_4 ESG + \varepsilon_t$ ，其中 SCALE 为

规模因子，VALUE 为价值因子，MARKET 为市场因子，ESG 为 ESG 因子， $r_t$  为中特估指数日均收益率，各因子计算规则同上。该部分时间区间选取 2021 年 11 月 18 日至 2023 年 9 月 11 日，再以 2022 年 11 月 21 日为界，将其分为前后两个时间段分别检验。中国证监会主席易会满在 2022 年 11 月 21 日的金融街论坛年会上表示探索建立具有中国特色的估值体系，对资本市场的影响较为明显，鉴于此，我们选取该时间点前一年至今作为观测区间，便于对比中特估提出前后的结果异同，之所以未选取与前文一致的时间区间，是为了避免过多的市场噪音干扰结果。

表 9 为代表性中特估指数收益率对市场因子、规模因子、价值因子、ESG 因子收益率的回归结果，各组结果的拟合优度基本超过 80%，证明我们选取的以上四因子对中特估指数收益率的解释能力非常高，我们构建的四因子模型较为合适。

从四因子模型超额收益的估计值和显著性水平可以看出，万得中特估指数超额收益的估计值为 4.1%，且在 5%统计水平下显著，说明在控制市场、规模、价值和 ESG 影响效应后，

万得中特估指数的年化收益率仍然有 4.1%。而申万宏源中特估和国金沪深中特估 50 则没有显著的超额收益。

从四个因子暴露程度来看，所有指数的 ESG 因子暴露为正，且在 1% 水平下显著，说明所有指数倾向于投资 ESG 优质股，从系数绝对值比较发现，万得中特估指数和国金沪深中特估 50 投资 ESG 优质股的倾向性更强；所有中特估指数市场因子暴露的估计值均在 1 附近，且在 1% 统计水平下显著，说明所有指数与市场组合风险收益相当；除万得中特估指数的规模因子暴露为正外，其他中特估指数的规模因子暴露均为负，且均通过显著性水平检验。这表明，中特估指数成分股在大小市值规模上的分布较不均衡，不存在一致偏好，即万得中特估指数偏向投资于大规模股票，申万宏源中特估与国金沪深中特估 50 指数偏向于投资小规模股票；所有指数的价值因子暴露为正，且显著，说明所有指数均主要倾向于投资价值股。

按照中特估提出前后分两个时间段回归检验，发现在中特估提出前，只有万得中特估指数的 ESG 因子暴露为正，且在 10% 水平下才通过检验，其他两个指数均不显著，但在中特估提出后，三个指数的 ESG 因子暴露程度明显提高，且均在 1% 水平下显著。

通过比较三个时间段的四个因子暴露程度和显著性水平的差异，不难发现，在中特估概念提出前后，市场、规模和价值因子的结果前后差异不大，只有 ESG 因子有明显的不同，反映了自中特估提出后，ESG 因子成为中特估指数收益的重要解释元素，成为中特估概念投资的重要参考指标，符合中特估的内在要求。

表 9：代表性中特估指数的四因子模型回归结果

	超额收益		市场因子暴露		规模因子暴露		价值因子暴露		ESG 因子暴露		可决系数
	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	
全时间段：2021 年 11 月 18 号-2023 年 9 月 11 号											
万得中特估指数	4.10%	5%	0.973	1%	0.136	1%	0.576	1%	13.527	1%	0.854
申万宏源中特估	2.70%	不显著	0.928	1%	-0.210	1%	0.744	1%	9.195	1%	0.852
国金沪深中特估 50	2.80%	不显著	0.994	1%	-0.069	5%	0.601	1%	13.712	1%	0.813
中特估提出前：2021 年 11 月 18 号-2022 年 11 月 20 号											
万得中特估指数	5.00%	5%	0.937	1%	0.053	不显著	0.501	1%	4.332	10%	0.905
申万宏源中特估	5.00%	10%	0.910	1%	-0.282	1%	0.708	1%	0.244	不显著	0.863
国金沪深中特估 50	4.00%	不显著	0.976	1%	-0.181	1%	0.552	1%	1.897	不显著	0.837
中特估提出后：2022 年 11 月 20 号-2023 年 9 月 11 号											
万得中特估指数	2.60%	不显著	1.007	1%	0.174	1%	0.668	1%	18.573	1%	0.794
申万宏源中特估	0.10%	不显著	0.929	1%	-0.204	5%	0.754	1%	16.260	1%	0.875
国金沪深中特估 50	1.50%	不显著	0.987	1%	-0.023	不显著	0.623	1%	22.497	1%	0.795

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理计算

为从 ESG 更细维度上寻找中特估指数收益率的解释元素，我们构建了  $r_t = \alpha + \beta_1 SCALE + \beta_2 VALUE + \beta_3 MARKET + \beta_4 E + \beta_5 S + \beta_6 G + \varepsilon_t$  六因子模型，观测时间段的选择及处理均同上，重点关注中特估指数对 E、S、G 因子收益率回归结果。其中，规模因子、价值因子、市场因子选取及处理均与四因子模型完全相同。各组结果的拟合优度均超过 80%，证明我们选取的六因子模型较为合适。

从 E 因子暴露的估计值来看，申万宏源中特估指数 E 因子暴露值为正，而中特估指数与国金沪深中特估 50 指数 E 因子暴露值均为负，说明中特估概念指数在环境保护方面的选股偏好存在分歧，与前文对 ESG 和中特估评价指标差异的理论部分的讨论不一致。

从 S 因子暴露的估计值来看，代表性中特估指数 S 因子暴露值均为正，且通过 1% 统计水平检验，说明中特估指数在社会责任方面的选股偏好高度一致，均倾向于投资在社会责任方面表现较好的股票，符合中特估的内在要求。

从 G 因子暴露的估计值来看，代表性中特估指数 G 因子暴露值均为负，但申万宏源中特估与国金沪深中特估 50 均未通过显著性水平检验，说明中特估概念指数在公司治理方面尚未形成明显的选股偏好。

综合参考三个代表性指数的回归结果，可以发现，在控制了市场、规模和价值因子后，S 社会责任因子和 E 环境因子的暴露程度依然较高，但环境方面的方向不一致，一定程度上反映了当前中特估概念指数在投资决策时对社会表现好的股票的关注程度较高，而对于环境方面的考量尚未形成统一标准，需重点关注。

表 10：代表性中特估指数的六因子模型回归结果

2021 年 11 月 18 号-2023 年 9 月 11 号

	超额收益		市场因子暴露		规模因子暴露		价值因子暴露		E 因子暴露		S 因子暴露		G 因子暴露		可决系数
	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	估计值	显著性水平	
中特估指数	5.70%	1%	0.972	1%	-0.089	1%	0.603	1%	-13.53	1%	34.973	1%	-14.54	1%	0.860
申万宏源中特估	3.10%	不显著	0.999	1%	-0.344	1%	0.681	1%	20.79	1%	35.510	1%	-6.45	不显著	0.874
国金沪深中特估 50	4.00%	10%	1.004	1%	-0.288	1%	0.624	1%	-14.35	1%	44.634	1%	-4.60	不显著	0.825

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理计算

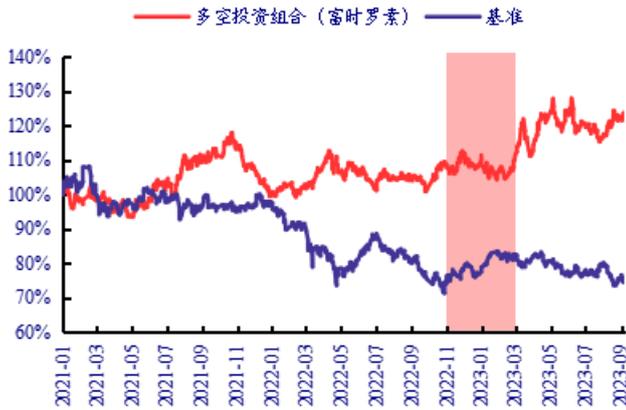
## （二）ESG 投资表现出明显的抗风险性，在中特估概念持续发酵下收益明显向好

为进一步考察中特估概念提出后资本市场对 ESG 因子的关注度及 ESG 投资回报是否有所改变，我们构建了 ESG 多空投资组合，重点观察中特估提出前后投资组合的收益变化。这里我们以中证 800 指数为基准，分别基于富时罗素、商道融绿、盟浪数据库的评级评分，构建市值加权的动态 ESG 多空投资组合（Long-short Portfolio），需说明的是，在构建多空投资组合时，富时罗素采取滚动调仓，按照富时罗素 ESG 评分买前 30%，卖后 30% 的组合计算回测；商道融绿采取滚动调仓，按照商道融绿 ESG 评级买 A 类与 B 类，卖 C 类的组合计算回测；盟浪采取滚动调仓，按照盟浪 ESG 评级买 A 类，卖 C 类的组合计算回测。其中，商道评级 A 得标的过少，C 类标的多，因此加入评级为 B 类标的平衡买入组合。时间区间为 2021 年 1 月至 2023 年 9 月 11 日。

结果显示，相对基准指数，ESG 多空投资组合有超额收益且较为稳健，在 2022 年 11 月至 2023 年 3 月中特估概念逐渐发酵后，二者累计收益率差距明显拉大，说明 ESG 投资市场行情在中特估概念持续发酵下明显向好，ESG 优质标的逐渐具备投资价值。具体来看，2022 年 11 月首次提出建立“中国特色估值体系”，2023 年 2 月，2023 年证监会系统工作会议中再

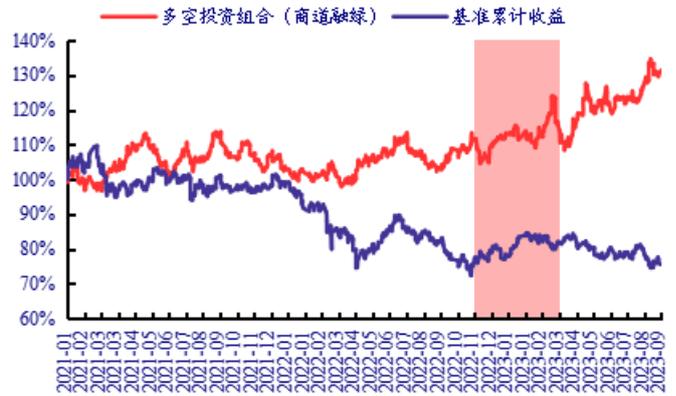
次强调逐步完善中国特色估值体系，2023 年 3 月政府工作报告中提出，要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。一系列政策的演化助推中特估的市场行情，而与此同时基于 ESG 投资策略的多空组合累计收益明显上扬，我们可以认为在中特估催化下，ESG 策略逐渐具有较好的表现，呈现一定的投资价值。

图 18: 富时罗素 ESG 多空投资组合累计收益情况



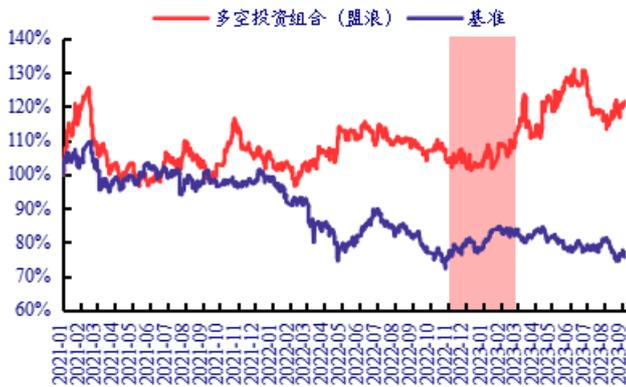
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 商道融绿 ESG 多空投资组合累计收益情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 盟浪 ESG 多空投资组合累计收益情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: “四稳”框架下, 中特估评价体系契合中国式现代化发展特征, 服务国家发展战略.....	4
图 2: “四稳”框架下, 供需双侧协同发力, 推动中国经济高质量发展.....	5
图 3: 央国企和民企市盈率对比 .....	6
图 4: 央国企和民企市净率对比 .....	6
图 5: 各类型企业平均股息率 .....	6
图 6: 央国企 ROE 表现优于民企 .....	6
图 7: 央国企市值行业占比情况 .....	7
图 8: 央国企数量行业占比情况 .....	7
图 9: “中特估”评价体系四稳框架 .....	8
图 10: “中特估”评价体系具体指标 .....	10
图 11: “中特估”评价体系具体指标解释说明.....	10
图 12: 国外 ESG 评价机构概况.....	14
图 13: 国内各机构 ESG 评价体系二级指标对比说明.....	15
图 14: ESG 与中特估宏观内涵层面契合之处.....	17
图 15: 中特估有望带动 ESG 中国式新发展.....	18
图 16: 万得中特估指数成分股行业分布情况 .....	20
图 17: 中特估指数及其他指数成分股 ESG 平均分.....	21
图 18: 富时罗素 ESG 多空投资组合累计收益情况.....	26
图 19: 商道融绿 ESG 多空投资组合累计收益情况.....	26
图 20: 盟浪 ESG 多空投资组合累计收益情况.....	26

## 表格目录

表 1: 2022 年 10 月以来有关建立“中国特色估值体系”的政策及文章报道.....	3
表 2: 国外 ESG 评价机构概况.....	13
表 3: 国内各机构 ESG 评价体系基本信息.....	15
表 4: 代表性中特估指数基本信息 .....	19
表 5: 万得中特估指数及其他指数成分股 ESG 平均分统计情况.....	20
表 6: 代表性中特估指数市场表现 .....	21
表 7: 代表性中特估指数相对表现 .....	22
表 8: 因子市场表现 .....	23
表 9: 代表性中特估指数的四因子模型回归结果 .....	24
表 10: 代表性中特估指数的六因子模型回归结果 .....	25

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**解学成：**研究院副院长，中国人民大学财政金融学博士，先后在中国证券市场研究设计中心（联办）、西南证券、宏源证券和申万宏源、中材国信投工作，具有多年证券研究、机构服务、投资及管理方面的经验。工科背景、数量经济学硕士，金融学博士。现兼任孙冶方经济科学基金会监事，中国上市公司协会第一届学术委员会委员，亚洲金融合作协会第二届绿金委办公室主任，中国金融学会第八届理事会常务理事、副秘书长。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)  
程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)  
陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)  
唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)