

中国经济高质量发展系列研究

数字经济：新型举国体制与央企的引领作用



中国银河证券首席经济学家，研究院院长：章俊

总量组分析师：高明、杨超、吴京

分析师助理：王雪莹、聂天奇、吕雷

数字经济：新型举国体制与央企的引领作用

核心观点：

- **政府主导产业政策来推动创新和经济转型已成为各国共识。** 全球经济在2008年次贷危机之后陷入了人口加速老龄化和债务无限扩张的困局中，而新冠疫情又让各种结构性问题愈加恶化。虽然近年来全球在人工智能、新能源、生物科技层面都取得了重大突破，但由于经济危机和衰退的阴影持续笼罩，企业层面进行大规模研发和投资的意愿低迷。有鉴于此，各国政府纷纷启动相关产业政策来推动新兴产业的发展，例如《美国创新和竞争法案》，其中包括《关键核心领域（芯片和5G）拨款》《无尽的前沿法案》。“欧洲地平线”（2021-2027年）投资额相比2014-2020年“地平线2020”增长30%。英国2020年《研发路线图》，加强对基础研究的长期支持力度以及在国家战略层面的引导和统筹。日本岸田政府在安倍经济学的基础上又推动发展以绿色和数字产业为核心的新资本主义。
- **新型举国体制体现了集中力量办大事的独特政治优势和制度优势。** 党的二十大报告明确提出“完善党中央对科技工作统一领导的体制，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”的重要任务。2022年9月6日，中央深改委第27次会议审议通过了《关于健全社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制的意见》，对“新型举国体制”给出了系统性定义：要把政府、市场、社会有机结合起来，科学统筹、集中力量、优化机制、协同攻关。加强战略谋划和系统布局，坚持国家战略目标导向，瞄准事关我国产业、经济和国家安全的若干重点领域及重大任务，明确主攻方向和核心技术突破口，重点研发具有先发优势的关键技术和引领未来发展的基础前沿技术。
- **央企的引领作用对中国数字经济发展具有重要意义。** 目前中国经济处于新旧动能切换的关键时期，一方面是以基建和房地产为代表的旧动能减弱，另一方面以数字经济为代表的新动能路径依然在摸索过程中，经济和社会效益的显现是一个长周期过程。民企投资具有一定的顺周期属性，但当下发展数字经济需要进行超前的产业布局和投资，在此过程中需要央企扮演极为重要的角色来配合新型举国体制的实施和落地，来加大相关的科研和投资力度。
- **数字经济之央企投资价值分析：** 央企积极布局数字化转型，在数字经济高质量发展中发挥着引领作用。在经营指标体系优化调整下，央企盈利能力相对占优。相对于数字经济板块整体，央企高股息特性显著，具备更高安全边际，低估值状态下中长期配置价值凸显。行业视角下，央企在数字经济板块多数行业中占据重要地位，尤其在通信、传媒、计算机和机械设备行业优势明显，后续估值修复空间也相对较大。2023年以来，数字经济重点行业中，央企指数累计收益率状况均优于全行业，进一步印证国有企业的投资价值。在数字经济六大重点行业中，依据盈利、估值和股息率指标，分别筛选出五只央企个股，以供参考。

分析师

首席经济学家章俊：S0130523070003

高明：S0130522120001

杨超：S0130522030004

吴京：S0130523080001

研究助理：

王雪莹、聂天奇、吕雷

风险提示

1. 历史收益不代表未来业绩的风险
2. 市场存在短期波动的风险
3. 对政策理解不到位的风险
4. 政策时滞的风险
5. 地缘政治冲击的风险

目 录

一、新型举国体制是实现数字技术突破的主要路径	4
（一）新型举国体制的内涵与数字经济的大国经济特征	4
（二）政府支持战略性基础研究的国际经验	6
（三）新型举国体制在创新驱动发展战略中的地位.....	8
（四）新型举国体制的金融支持与主要着力点	10
二、国有企业是推动数字经济发展的主要主体	12
（一）数字中国建设需要有为政府与有效市场的更好结合	12
（二）国有企业能结合逆周期调节与战略性新兴产业投资	12
（三）国有企业具有规模优势与高研发投入强度	13
（四）加快建设世界一流企业，推进国有企业打造原创技术策源地.....	15
三、数字经济央国企投资价值分析	16
（一）指数视角下央国企配置凸显	16
（二）重点行业央国企占比情况	17
（三）央国企盈利能力占优	19
（四）央国企低估值、高股息特性	21
（五）央国企市场表现回顾	22
（六）政策助力央国企科技创新	23
四、重点关注央国企标的	24
五、风险提示	26

一、新型举国体制是实现数字技术突破的主要路径

（一）新型举国体制的内涵与数字经济的大国经济特征

政府主导产业政策来推动创新和经济转型已成为各国共识。举国体制是指由政府统筹协调全国资源力量，达成相应目标任务的特殊资源配置与组织方式。2011年提出的新型举国体制概念是在原有举国体制基础上的继承与创新，主要聚焦于关键核心技术攻关，其背景主要有两方面：一是百年变局之下，地缘政治冲突频发，前沿科技领域竞争加剧，中国面临关键核心技术的“卡脖子”问题；二是进入信息时代，网络效应导致技术创新的前期投入高、风险大、“赢家通吃”特征显著，全球市场竞争加剧。尤其是在数字经济领域，由于涉及国家安全、隐私保护、监管执法等国际竞争，制度与标准之争极度激烈。

新型举国体制理念提出和发展的重要时间节点如表 1 所示，主要的推进方式包括：国家科技重大专项、产业技术创新战略联盟，关键共性技术的突破，技术创新平台和产业化示范基地；重大战略产品，具有国际竞争力的创新型产业；国家技术创新工程，产业技术创新联盟，市场导向的新型研发机构，跨领域跨行业协同创新；以国家实验室为引领的战略科技力量；使国家科研资源聚焦重点领域、重点项目、重点单位；加强基础研究；学科交叉融合，共性基础技术供给体系；具有全球竞争力的开放创新生态；教育科技人才一体推进等。

2022年9月6日，中央深改委第27次会议审议通过《关于健全社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制的意见》，对“新型举国体制”给出了完整的定义：要把政府、市场、社会有机结合起来，科学统筹、集中力量、优化机制、协同攻关。加强战略谋划和系统布局，坚持国家战略目标导向，瞄准事关我国产业、经济和国家安全的若干重点领域及重大任务，明确主攻方向和核心技术突破口，重点研发具有先发优势的关键技术和引领未来发展的基础前沿技术。

数据要素具有典型的大国经济特征。要实现数字技术的突破，特别是硬件技术、还是核心算法、以及国际标准与制度竞争等方面，都需要新型举国体制的支撑。首先，数据作为新型的生产要素，可复制而且边际成本为零，具有非竞争性特征；可以持续形成、无限积累、且不会衰减，具有非稀缺性与非消耗性特征；规模越大、种类越丰富，蕴含价值越大，规模报酬递增。大型经济体更有可能凭借市场空间优势获得数据资源禀赋并产生“正反馈效应”，在数字经济时代获得相对竞争优势。但与此同时，全球各国对数据安全的重视程度与日俱增，近年来涉及数据跨境流动的规则不断出台。因此数字经济具有明显的地域限制，全球范围自由流动受限，这形成了数字经济发展的“多极化”格局，意味着大型经济体更有可能在本轮数字技术革命中胜出。数字经济的三大基础要素为数据、算力和算法。数据方面，中国具备市场规模优势，且应用场景快速升级。算力是综合信息计算力、网络运载力、数据存储力于一体的新型生产力，中国在超级计算机中心、大数据中心、新能源供应等重要基础设施建设方面具备优势，但核心技术“卡脖子”难题需要集中优势突破。算法方面，中国核心算法与算法创新体系需要突破。

工业革命开启之后，人类历史上每一次新的科技革命所需要的资本投入都是前一次革命的指数级增长。特别是在第三次技术革命之后，各类科学技术发展的复杂度加速提升，失败的风险加速上升。数字经济更是典型：根据克拉克定律，当前存储记录密度每13个月提高一倍，比摩尔定律每18个月提高一倍的速度还要快。面对数字时代的大规模投资、高技术门槛，由政府、科学共同体、社会资助机构联合支持战略性基础研究、共性技术突破已经成为国际共识。可以看到，类似于“新型举国体制”的科研支持架构已成为主要经济体实现技术突破与领先的主要路径，第二节将专题介绍各国政府主导战略性基础研究的经验。

表1：新型举国体制政策的重要时间节点

时间	政策/会议/文章	相关内容
2023年 12月11-12日	中央经济工作会议	以科技创新引领现代化产业体系建设。要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。完善 新型举国体制 ，实施制造业重点产业链高质量发展行动，加强质量支撑和标准引领，提升产业链供应链韧性和安全水平。要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。加强应用基础研究和前沿研究，强化企业科技创新主体地位。鼓励发展创业投资、股权投资。
2023年 1月31日	中央政治局第二次集体学习	要加快科技自立自强步伐，解决外国“卡脖子”问题。健全 新型举国体制 ，强化国家战略科技力量，优化配置创新资源，使我国在重要科技领域成为全球领跑者，在前沿交叉领域成为开拓者，力争尽早成为世界主要科学中心和创新高地。实现科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略有效联动，坚持教育发展、科技创新、人才培养一体推进，形成良性循环；坚持原始创新、集成创新、开放创新一体设计，实现有效贯通；坚持创新链、产业链、人才链一体部署，推动深度融合。
2022年 12月15-16日	中央经济工作会议	科技政策要聚焦自立自强。要有力统筹教育、科技、人才工作。布局实施一批国家重大科技项目，完善 新型举国体制 ，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位。提高人才自主培养质量和能力，加快引进高端人才。
2022年 10月16日	党的二十大	完善科技创新体系。坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。完善党中央对科技工作统一领导的体制，健全 新型举国体制 ，强化国家战略科技力量，优化配置创新资源，提升国家创新体系整体效能。扩大国际科技交流合作，加强国际化科研环境建设，形成具有全球竞争力的开放创新生态。
2022年 9月6日	中央深改委第27次会议审议通过 《关于健全社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制的意见》	健全关键核心技术攻关 新型举国体制 ，要把政府、市场、社会有机结合起来，科学统筹、集中力量、优化机制、协同攻关。要加强战略谋划和系统布局，坚持国家战略目标导向，瞄准事关我国产业、经济和国家安全的若干重点领域及重大任务，明确主攻方向和核心技术突破口，重点研发具有先发优势的关键技术和引领未来发展的基础前沿技术。
2021年 11月30日	《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》	党坚持实施创新驱动发展战略，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，健全 新型举国体制 ，强化国家战略科技力量，加强基础研究，推进关键核心技术攻关和自主创新，强化知识产权创造、保护、运用，加快建设创新型国家和世界科技强国。
2020年 12月16-18日	中央经济工作会议	强化国家战略科技力量。要充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用，坚持战略性需求导向，确定科技创新方向和重点，着力解决制约国家发展和安全的重大难题。发挥 新型举国体制 优势，发挥好重要院所高校国家队作用，推动科研力量优化配置和资源共享。抓紧制定实施基础研究十年行动方案，重点布局一批基础学科研究中心，支持有条件的地方建设国际和区域科技创新中心。发挥企业在科技创新中的主体作用，支持领军企业组建创新联合体，带动中小企业创新活动。加强国际科技交流合作。加快国内人才培养。完善激励机制和科技评价机制。规范科技伦理。
2020年 10月29日	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下 新型举国体制 ，打好关键核心技术攻坚战，提高创新链整体效能。加强基础研究、注重原始创新，优化学科布局和研发布局，推进学科交叉融合，完善共性基础技术供给体系。
2020年 5月11日	中央深改委第12次会议审议通过 《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	加强国家创新体系建设，编制新一轮国家中长期科技发展规划，强化国家战略科技力量，构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关 新型举国体制 ，使国家科研资源进一步聚焦重点领域、重点项目、重点单位。
2019年 11月5日	十九届四中全会	会议审议通过了《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》。要求弘扬科学精神和工匠精神，加快建设创新型国家，强化国家战略科技力量，健全国家实验室体系，构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关 新型举国体制 。
2016年 3月17日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（2016—2020）》	明确各类创新主体功能定位，构建政产学研用一体的创新网络。强化企业创新主体地位和主导作用，鼓励企业开展基础性前沿性创新研究，深入实施创新企业百强工程，形成一批有国际竞争力的创新型领军企业，支持科技型中小企业发展。推进科教融合发展，促进高等学校、职业院校和科研院所全面参与国家创新体系建设，支持一批高水平大学和科研院所组建跨学科、综合交叉的科研团队。在重大关键项目上发挥市场经济条件下 新型举国体制 优势。实施国家技术创新工程，构建产业技术创新联盟，发展市场导向的新型研发机构，推动跨领域跨行业协同创新。
2011年 7月4日	《国家“十二五”科学和技术发展规划》	实施国家科技重大专项是科技工作的重中之重。将实施国家科技重大专项作为深化体制改革、促进科技与经济紧密结合的重要载体，加快建立和完善社会主义市场经济条件下政产学研用相结合的 新型举国体制 ，加强围绕产业链的系统部署和产业技术创新战略联盟建设，集中力量突破一批关键共性技术，研发一批具有自主知识产权和市场竞争力的重大战略产品，建设一批技术水平高、带动性强的技术创新平台和产业化示范基地，培育一批具有国际竞争力的创新型企业。

资料来源：中国政府网，新华社，科学技术部，中国银河证券研究院

（二）政府支持战略性基础研究的国际经验

全球经济在 2008 年次贷危机之后陷入了人口加速老龄化和债务无限扩张的困局中，而新冠疫情又让各种结构性问题愈加恶化。虽然近年来全球在人工智能、新能源、和生物科技层面都取得了重大突破，但由于经济危机和衰退的阴影持续笼罩，企业层面进行大规模研发和投资的意愿低迷。鉴于此，各国政府纷纷启动相关产业政策来推动新兴产业的发展。

中国科学院院刊 2022 年 4 月《战略性基础研究的由来及国际实践研究》^①一文详细分析了美国、欧洲、日本关于战略性基础研究的管理与资助实践。可以看到，战略性基础研究是基础研究自身不断演化发展的产物，是政府、科学共同体、社会资助机构在对基础研究分类管理和支持的实践中逐步形成的概念。各国政府都有支持战略性基础研究的部署。

1. 美国政府对基础研究的战略性引导

（1）美国联邦政府对科技的分布式资助、与联邦部门职能相结合的特点，有利于实现基础研究服务于部门使命的目标。1953 至 2019 年，联邦政府基础研究投入占全美国基础研究投入总量的年平均占比为 60.12%。这其中，美国卫生与人类服务部（HHS）、国家航空航天局（NASA）、能源部（DOE）、国防部（DOD）和农业部（DOA）和国家科学基金会（NSF）六大机构投入总量约占美国联邦政府投入总量的 97.1%（2020 年数据）。其中 HHS 和 DOE 的投入分别占 49.3%和 12.4%，超过美国联邦政府投入总量的 60%。

（2）对高水平国立科研机构、国家实验室的稳定支持也是美国联邦部门开展战略性基础研究资助较为通用的做法。以美国国立卫生研究院（NIH）为例，其经费总量的 20%用于资助包括美国国家癌症研究所（NCI）在内的内部研究机构。DOE 下属的 17 家国家实验室 80%以上的经费来自 DOE 各部门的委托研究，仅有少量经费来自 DOE 以外的战略合作伙伴。

（3）针对大型科学研究计划开展跨部门跨学科的联合攻关。以“脑科学计划”的组织和实施为例，2013 年 NIH 响应时任总统奥巴马的号召，创建了“脑科学计划”工作组，“推动前所未有的跨学科研究”。“脑科学计划”作为一项独立的大型综合性战略研究，涵盖了研究（R 系列）、人才（K、P、T 系列）、官学企合作（U 系列）等多个类型。2014 至 2021 年，“脑科学计划”资助的项目超过 1100 项，资助总量达 24 亿美元。

（4）《无尽前沿法案》和《美国创新和竞争法案》。2021 年 4 月，为应对来自中国等潜在竞争对手的挑战，提升全球领域范围内美国核心竞争力，保持美国科技创新领先水平，美国参议院通过了《无尽的前沿法案》（Endless Frontier Act），在 NSF 设立技术和创新理事会（DTI），以加强在关键技术重点领域的基础研究，确保在关键技术领域中美国的领导地位，并解决美国地缘战略中面临的技术难题。

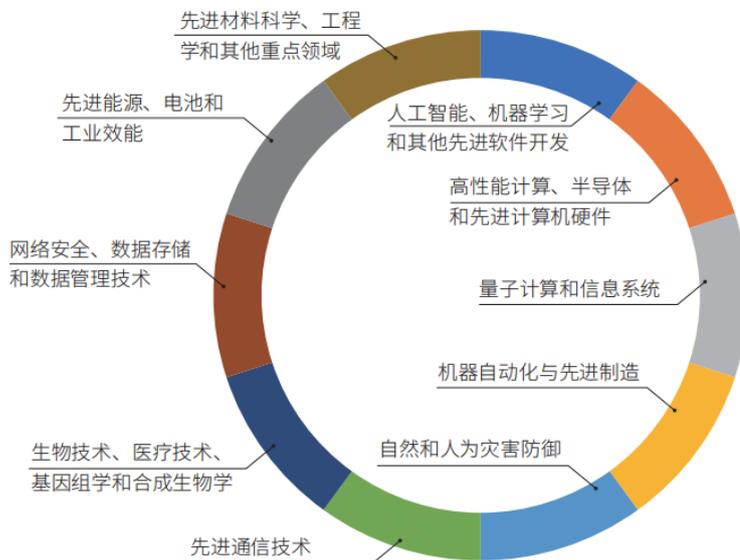
2021 年 5 月，美国参议院在《无尽前沿法案》的基础上通过了《美国创新和竞争法案》，法案包括《关键核心领域（芯片和 5G）拨款》《无尽的前沿法案》《2021 战略法案》《国土安全和政府事务委员会规定》《2021 年应对中国挑战法案》等一揽子政策。在基础研究的战略布局方面，《美国创新和竞争法案》明确 5 年内将给 NSF 拨款 810 亿美元，其中 290 亿美元将专项用于 DTI 以推动上述 10 个关键技术领域的发展。2022 年 2 月，美国众议院又通过了《2022 年美国竞争法案》，旨在减少美国对东亚半导体产业链的依赖，保证美国当前和未来数十年的“世界最强地位”。该法案为 DOE 科学办公室增加约 40 亿美元预算，使其预算总量达到 110 亿美元，以为聚变研究等领域物理科学提供资金。

数字技术和标准更是美国重点布局的领域。美国政府通过直接高强度支持基础研究，以及

^① 来源：中国科学院院刊，日期：2022 年 4 月，作者：阿儒涵、杨可佳、吴丛、李晓轩。

全面利用企业、科学共同体与社会资助机构力量，形成技术优势。之后在技术优势和本土市场规模优势的基础上实现商业化和产业化的领先。再通过跨国公司和国际组织实现全球化布局，进一步形成全球标准，控制全球市场，通过网络效应获得极大商业利润，最终又强化技术优势，形成正反馈。这正是中国需要学习和借鉴的科技创新和商业模式。

图1：美国《无尽前沿法案》提出的 DTI 重点支持的 10 个重点研究领域



资料来源：中国科学院院刊；中国银河证券研究院

2. “欧洲地平线”计划与英国的《研发路线图》

欧盟在其新一轮的“欧洲地平线”（2021-2027 年）计划中，预计投资 1000 亿欧元，较 2014-2020 年“地平线 2020”计划增长近 30%；其中，基础研究比此前的“地平线 2020”增加 20%以上。并且，新一轮“欧洲地平线”计划部署多项行动计划，涉及数字化、人类健康、粮食安全、自然资源等领域，并设定了一些以使命为导向的优先资助领域。气候变化、癌症、海洋和其他水体、智慧城市、土壤和粮食五大重点领域，将获得 45 亿欧元资助。这些大型资助计划具有跨部门、跨领域的资助特点。

英国在 2020 年出台《研发路线图》，加强对基础研究的长期支持力度和在国家战略层面的引导和统筹，以保持并持续提高基础研究能力，建设高水平的基础研究机构和设施。此外，英国还效仿美国国防部高级研究计划局（DARPA）成立专门资助高风险高回报的独立科研资助机构——先进研究发明署（ARIA），预计其成立的最初 4 年将投资 8 亿英镑。此外，英国成立新的机构，科学技术委员会和科技战略办公室，用于协调各政府部门之间的协同，促使科学研究和创新能够跨越各个政府部门的利益分割，服务于国家的战略需求和经济增长。科技战略办公室设定的一些优先领域包括：净零碳排放、治愈癌症、保障国家安全、发展数字驱动的经济体等。

3. 日本政府对战略性基础研究的支持

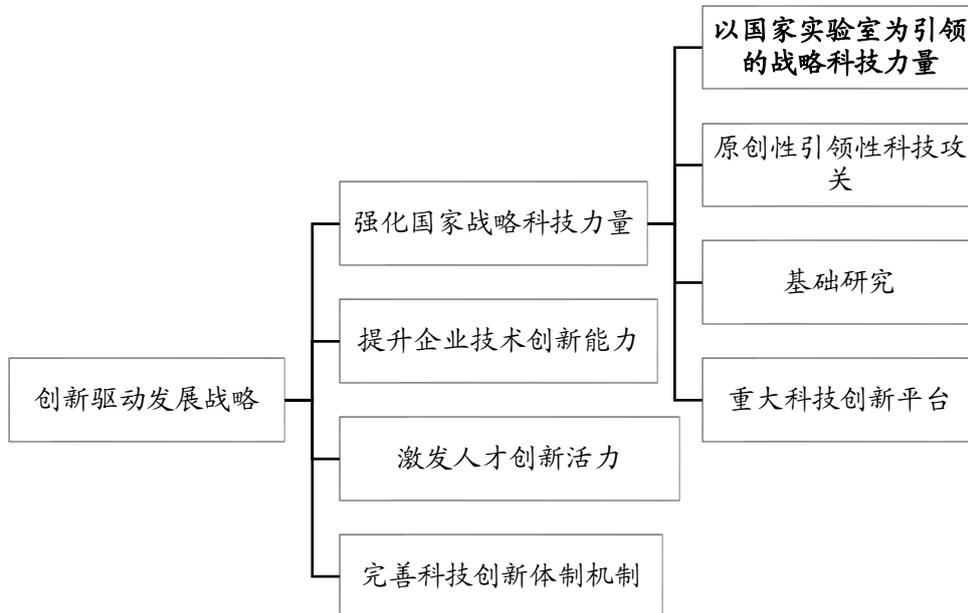
日本岸田政府在安倍经济学的基础上又推动发展以绿色和数字产业为核心的新资本主义。日本政府对战略性基础研究的布局与组织实施主要有 3 个方面。第一，政府对国立科研机构的支持和政府委托的研究经费是国立科研机构的主要经费来源。以文部科学省下属 8 家机构为例，机构的稳定支持与政府委托研究的经费占机构经费总量的平均值达到 98.1%。第二，对“世界顶级研究基地计划”（WPI）的资助。2007 年，日本政府为发展优势基础研究领域，保持其优势领域的国际领先地位，发起了 WPI 建议与资助。WPI 研究中心创新运营和管理模

式，拥有高度的自主权，采用日本政府主导、公私伙伴联合资助。根据加入 WPI 时间，各研究中心每年可获得 7 亿至 14 亿日元之间的政府资助，资助周期为 10 年或 15 年。第三，对重点领域的战略性基础研究项目的资助。日本文部科学省预算资金总量的 62% 用于组织实施与国家战略需求相关的科技创新活动。其中，与国家战略需求相关的科技创新活动中，明确提出的战略性基础研究项目约占 1/4，以用于支持与国家战略需求相关的信息、生物、材料、环境等多领域的战略性基础研究。

（三）新型举国体制在创新驱动发展战略中的地位

新型举国体制体现了集中力量办大事的独特政治优势和制度优势。党的二十大报告明确提出“完善党中央对科技工作统一领导的体制，健全新型举国体制，强化国家战略科技力量”的重要任务。《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出了**创新驱动发展战略的总体要求、目标与政策架构**。总体要求是“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善国家创新体系，加快建设科技强国”。目标是“十四五”时期实现“创新能力显著提升，全社会研发经费投入年均增长 7% 以上、力争投入强度高于‘十三五’时期实际（根据国家自然科学基金委数据，为 2.4%）”。2035 年远景目标则是“关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列”。整体架构涵盖国家战略科技力量、企业技术创新能力、人才创新活力、科技创新体制机制四个层面，如图 2 所示。其中，以国家实验室为引导的战略科技力量、企业是两大实施主体；人才是核心要素，而体制机制是基础保障。本文主要从投资视角研究战略科技力量和企业创新能力。

图 2：《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中创新驱动发展战略的总体政策架构



资料来源：新华网；中国银河证券研究院

其中，**强化国家战略科技力量是首要任务。**要求“制定科技强国行动纲要，健全社会主义市场经济条件下新型举国体制，打好关键核心技术攻坚战，提高创新链整体效能”，具体包括以国家实验室为引领整合优化科技资源配置、原创性引领性科技攻关、持之以恒加强基础研究、建设重大科技创新平台四个方面。

1. 以国家战略性需求为导向推进创新体系优化组合，加快构建以国家实验室为引领的战略

科技力量。聚焦量子信息、光子与微纳电子、网络通信、人工智能、生物医药、现代能源系统等重大创新领域组建一批国家实验室，重组国家重点实验室，形成结构合理、运行高效的实验室体系。优化提升国家工程研究中心、国家技术创新中心等创新基地。推进科研院所、高等院校和企业科研力量优化配置和资源共享。支持发展新型研究型大学、新型研发机构等新型创新主体，推动投入主体多元化、管理制度现代化、运行机制市场化、用人机制灵活化。

2.加强原创性引领性科技攻关。在事关国家安全和发展的基础核心领域，制定实施战略性新兴产业科学计划和科学工程。瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。从国家急需和长远需求出发，集中优势资源攻关新发突发传染病和生物安全风险防控、医药和医疗设备、关键元器件零部件和基础材料、油气勘探开发等领域关键核心技术。

3.持之以恒加强基础研究。强化应用研究带动，鼓励自由探索，制定实施基础研究十年行动方案，重点布局一批基础学科研究中心。加大基础研究财政投入力度、优化支出结构，对企业投入基础研究实行税收优惠，鼓励社会以捐赠和建立基金等方式多渠道投入，形成持续稳定投入机制，基础研究经费投入占研发经费投入比重提高到8%以上。建立健全符合科学规律的评价体系和激励机制，对基础研究探索实行长周期评价，创造有利于基础研究的良好科研生态。

4.建设重大科技创新平台。支持北京、上海、粤港澳大湾区形成国际科技创新中心，建设北京怀柔、上海张江、大湾区、安徽合肥综合性国家科学中心，支持有条件的地方建设区域科技创新中心。强化国家自主创新示范区、高新技术产业开发区、经济技术开发区等创新功能。适度超前布局国家重大科技基础设施，提高共享水平和使用效率。集约化建设自然科技资源库、国家野外科学观测研究站（网）和科学大数据中心。加强高端科研仪器设备研发制造。构建国家科研论文和科技信息高端交流平台。

从近期进展来看，过去几年建设新型举国体制的进展主要在国家实验室和体制机制层面。

自从2017年科技部等三部门印发了《国家科技创新基地优化整合方案》，将国家实验室定义为“体现国家意志、实现国家使命、代表国家水平的战略科技力量，是面向国际科技竞争的创新基础平台，是保障国家安全的核心支撑，是突破型、引领型、平台型一体化的大型综合性研究基地”。同时明确要按照“成熟一个、启动一个”的原则，在重大创新领域启动组建国家实验室。目前各省已相继以“国家实验室”预备队为目标，组建省实验室。截至2022年4月，全国各地已有近百家“省实验室”正式揭牌或启动筹建，其中有超过50%依托高校筹建（如表2所示）。

2022年1月1日新修订的《科学技术进步法》正式实施。新修订的《科学技术进步法》重点从基础研究、区域科技创新、国际科技合作和科技监督管理四个方面全面升级我国科技治理体系，并增加了规制科技创新应用可能产生负面影响的安全机制。中国科学院科技战略咨询研究院研究员肖尤丹（2021）认为^②，此次修订有利于厘清长期影响我国科技创新发展的四对关键性制度关系：基础研究与应用开发、产业化在创新体系中的优位关系，中央与地方在促进和保障科技创新上的事权关系，本国科技创新与对外开放、国际合作的关系，以及促进科技创新与维护国家社会安全的关系。

2023年3月16日《党和国家机构改革方案》落地。组建中央科技委员会，加强党中央对科技工作的集中统一领导，统筹推进国家创新体系建设和科技体制改革，研究审议国家科技发展重大战略、重大规划、重大政策，统筹解决科技领域战略性、方向性、全局性重大问题，研究确定国家战略科技任务和重大科研项目，统筹布局国家实验室等战略科技力量，统筹协调军

^②来源：中国经济时报，新《科学技术进步法》有三大亮点 https://jjsb.cet.com.cn/show_521443.html

民科技融合发展等。重新组建科学技术部。加强推动健全新型举国体制、优化科技创新全链条管理、促进科技成果转化、促进科技和经济社会发展相结合等职能,强化战略规划、体制改革、资源统筹、综合协调、政策法规、督促检查等宏观管理职责。将国家知识产权局调整为国务院直属机构,加快推进知识产权强国建设,全面提升知识产权创造、运用、保护、管理和服务水平。组建国家数据局,由国家发展改革委管理,负责协调推进数据基础制度建设,统筹数据资源整合共享和开发利用,统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等。

表2: 各省“国家实验室”候选名单(截止 2022 年 4 月)

省份	方向	国家实验室名称	省份	方向	国家实验室名称
北京	生命健康	昌平国家实验室	江苏	网络通信	紫金山实验室: 网络通信与安全紫金山实验室
	能源科学	怀柔国家实验室		材料科学	姑苏实验室: 材料科学姑苏实验室
上海	信息技术	中关村国家实验室	海洋科学	太湖实验室: 深海技术科学太湖实验室	
	光子科技	张江国家实验室	深地科学	云龙湖实验室: 深地科学与工程院云龙湖实验室	
浙江	生命健康	临港国家实验室	福建	能源科学	嘉庚创新实验室: 中国福建能源材料科学与技术创新实验室
	人工智能	之江实验室: 智能科学与技术浙江省实验室		光电信息	闽都创新实验室: 中国福建光电信息科学与技术创新实验室
	医学	良渚实验室: 系统医学与精准诊治浙江省实验室		化学工程	清源创新实验室: 中国福建化学工程科学与技术创新实验室
	生物/医学	西湖实验室: 生命科学与生物医学浙江省实验室		能源科学	宁德时代创新实验室: 中国福建能源器件科学与技术创新实验室
	大数据	湖畔实验室: 数据科学与应用浙江省实验室		生物学	翔安创新实验室: 生物制品科学与技术福建省创新实验室
	医学	瓯江实验室: 再生调控与脑健康浙江省实验室	电子信息	海峡创新实验室: 福建省柔性电子科学与技术创新实验室	
	材料科学	甬江实验室: 海洋新材料与应用甬江实验室	天津	材料科学	物质绿色创造与制造海河实验室
	海洋科学	东海实验室: 智慧海洋浙江省实验室		生命科学	细胞生态海河实验室
	能源科学	碳中和浙江省实验室(筹): 浙江省能源集团联合浙江大学		现代中医药	天津现代中医药海河实验室
	广东	医学		广州国家实验室	信息系统
网络通信		鹏城国家实验室		生物学	合成生物学海河实验室
生命科学		深圳湾实验室: 生命信息与生物医药广东省实验室	河南	信息技术	高山实验室
医学		生物岛实验室: 广州再生医学与健康广东省实验室		黄河保护	河南省黄河实验室
先进制造		季华实验室: 佛山先进制造科学与技术广东省实验室		种业科技	神农种业实验室
材料科学		松山湖材料实验室: 东莞材料科学与技术广东省实验室		智能装备	龙门实验室
化学工程		汕头实验室: 化学与精细化工广东省实验室		关键金属	中原关键金属实验室
海洋科学		广州海洋实验室: 南方海洋科学与工程广东省实验室(广州)		公共卫生	龙湖现代免疫实验室
海洋科学		南方海洋实验室: 南方海洋科学与工程广东省实验室(珠海)		能源科学	龙子湖实验室(筹)
海洋科学		湛江湾实验室: 南方海洋科学与工程广东省实验室(湛江)		量子	河南省量子实验室(筹)
农学	岭南现代农业科学与技术: 广东省实验室	生物		河南省生物合成与先进生物制造实验室(筹)	
能源科学	东江实验室: 先进能源科学与技术广东省实验室	食品		河南省食品实验室(筹)	
人工智能	琶洲实验室: 人工智能与数字经济广东省实验室(广州)	四川	碳中和	天府永兴实验室	
人工智能	人工智能与数字经济广东省实验室(深圳)		光电科学	天府兴隆湖实验室	
湖北	光电信息		光谷实验室	电子科技	天府锦溪实验室
	空天科技	珞珈实验室	生命科学	天府锦城实验室	
	生物安全	江夏实验室	山东	粒子科学	济南粒子科学与应用技术山东省实验室
	农学	洪山实验室		网络空间安全	泉城实验室
	集成电路	江城实验室		生物医学	济南微生态生物医学山东省实验室
	现代化工	三峡实验室		能源科学	青岛新能源山东省实验室
	材料科学	九峰山实验室		农学	潍坊现代农业省实验室
	磁能装备	东湖实验室		材料科学	八角湾实验室: 烟台先进材料与绿色制造山东省实验室
	环境科学	长江实验室(筹)		生物医药	烟台新药创制山东省实验室
	材料科学	隆中实验室(筹)		材料科学	齐都实验室: 淄博绿色化工与功能材料山东省实验室
安徽	物理	合肥国家实验室		医疗器械	威海先进医用材料与高端医疗器械山东省实验室
	空天信息	孔径阵列与空间探测安徽省实验室		山西	综合性
	物理	磁约束聚变安徽省实验室	全息光存储技术		光存储山西省实验室
	物理	先进光子科学技术安徽省实验室	集成电路		半导体信息器件与系统山西省实验室
	物理	强磁场安徽省实验室	黄河保护		山西省黄河实验室
	物理	微尺度物质科学安徽省实验室	高速飞车		高速飞车山西省实验室
	农学	茶树生物学与资源利用安徽省实验室	智慧交通	智慧交通山西省实验室(筹)	
	材料科学	硅基材料安徽省实验室	陕西	空天动力	空天动力陕西实验室
	机械工程	压缩机电技术安徽省实验室		湖南	生物育种
	能源科学	深部煤矿采动响应与灾害防控安徽省实验室	综合性		岳麓山工业创新中心
材料科学	先进激光技术安徽省实验室	先进计算	湘江实验室		
医学	炎症免疫性疾病安徽省实验室	生命健康	芙蓉实验室		
材料科学	信息材料与智能感知安徽省实验室	海南	种业科技		崖州湾实验室
人工智能	智能互联系统安徽省实验室		广西	信息技术	数智技术广西实验室(筹)
生物医学	生物医学与健康安徽省实验室	新能源汽车		龙城实验室: 新能源汽车科学与新技术广西壮族自治区实验室	

资料来源: 青塔数据; 中国银河证券研究院

(四) 新型举国体制的金融支持与主要着力点

从我国一般公共预算及专项债的主要投向可以看出,其中公共财政支出中科技支出占比仅为 3.9%,而目前专项债资金用途也主要用于产业园区、交通基础设施、农林水利、能源等传统行业。当社会资源无法集中在科技创新突破,推动经济向高附加值行业转型。近年来,在土地财政面临转型的压力下,各地政府先后成立了诸多政府引导基金,通过地方国资参与投资科创企业的方式,以引导产业转型升级,不可否认过去例如合肥、深圳等城市案例确实起到了

积极作用，成为各地政府参考学习的样板间。但我们也注意到，当前“股权财政”的发展存在明显的资金集中、空间部分不均的特征。截止 2022 年，已认缴的政府性引导基金中，广东、江苏、北京资金规模排名前三，其余省份目前均在 3,000 亿以下，如图 4 所示。而私募股权和创投基金更是主要集中在京津冀、长三角和珠三角地区，其中仅北京、上海、深圳三地就占了基金总数量的 50.6%，总金额的 52.6%。

无论是地方政府引导基金还是全国私募股权及创投基建，其资源的高度集中化反映出科技创新所需要的环境是“集中力量办大事”，而非“摊大饼”式的简单复制。随着现代化体系的建设，优势资源向头部城市集中是全球科技时代不可避免的潮流，这点无论是美国还是日本的发展经验均是如此。因此，中西部地区及二、三线城市受制于技术积累、专业人才和资金规模的约束，通过股权投资推动产业升级时往往面临可投资项目及收益率不足的问题，在过去的执行中不可避免地出现项目退出难和“明股实债”的现象。如不加以管理，未来很可能产生新的风险，造成有限政策空间的浪费。对此，中央经济工作会议在提到优化财政支出结构时也强调要“强化国家重大战略任务财力保障”。我们理解重大战略任务除了保障经济稳定的“三大工程”之外，关键领域的科技创新攻关亦是重要一环。而科技创新的研发天然要求社会资源的集中化投入以及规模经济的应用场景，从二战后的美国军事科研的民用化、到日本、韩国的汽车和半导体产业崛起，均是通过大规模资金的集中研发投入而实现的技术革新。

图3：公共财政支出中科学技术绝对值及占比

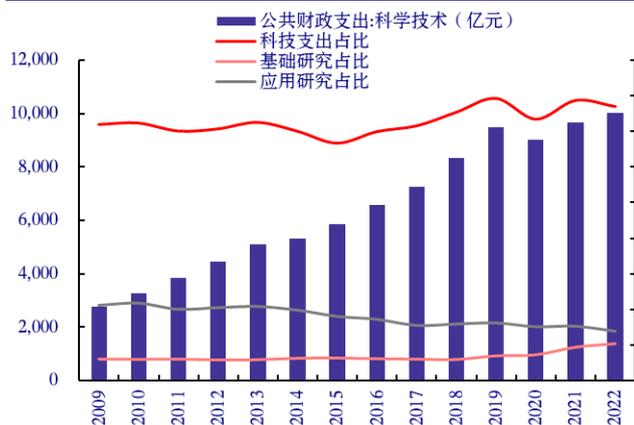
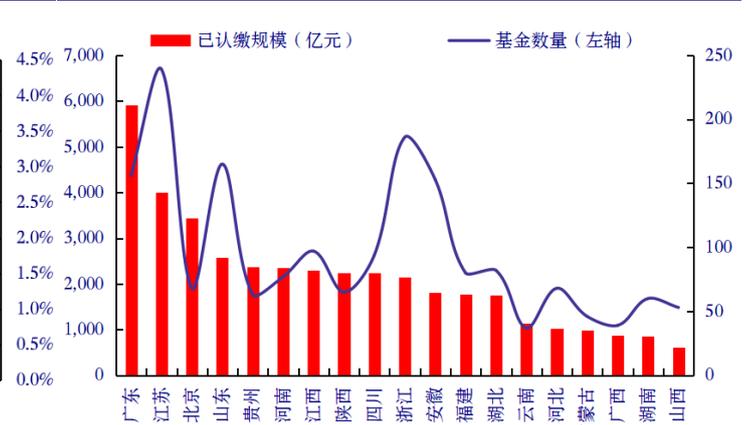


图4：各地政府引导基金数量及已认缴规模（数量：只）



资料来源：财政部、中国银河证券研究院

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

我们综述了近年来面向广东、江苏、湖北等地区新经济企业的调研结果，可以发现新经济企业在金融需求之外，对于政策、产业链资源、地方政府配套、人才资源等等多方面资源都有高度的需要，这也是地方政府、国有企业等发挥作用的着力点，也是新型举国体制要求有机整合政府、市场、社会资源的应有之义。第一，新经济企业发展进程中关注的因素主要包括市场成长空间、行业准入、调控与反垄断政策、技术创新或技术瓶颈、人才可得性、融资难融资贵、产业链配套、成本（房租、劳动力、税负）因素等。第二，从企业所处的发展阶段来看，种子期、初创期、成长期、成熟期企业的融资需求指数分别是 10.7%、31.0%、51.2%、7.1%，融资难度指数分别为 3.6%、15.7%、48.2%、32.5%。初创期企业面临的资金缺口最严重。第三，从资金来源来看，多年以来新经济企业普遍过度依赖内源资金；外源融资方面，规模越小的企业融资渠道越单一，且普遍以银行贷款或政策性贷款为首选；直接融资渠道发展还不充分不平衡，仍有较大提升空间。第四，从资金用途来看，新经济企业最重要的支出包括技术研发或新产品开发、增加投资扩大现有产品生产规模、开拓国内国外的新市场、延长产业链如增设售后服务环节等、补充流动性等。第五，难以获得银行贷款的原因主要包括抵押不足、难以找到担保、资产负债率偏高或其他财务原因、成本过高或银行服务方面的原因等。第六，尚未考虑上市的原因主要是尚未达到上市标准、上市成本过高（包括中介费、等待期及其他隐性成本）、考虑

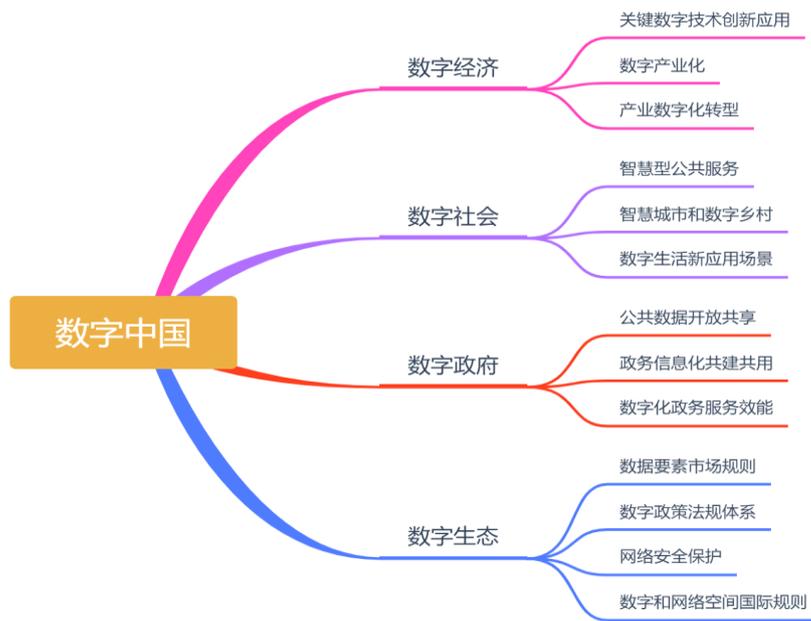
信息披露与公司治理等要求而不愿上市、企业自身存在产权或财务问题等。第七，债券融资的问题主要包括无法达到发行债券的标准、成本过高、不了解操作方法、中介费过高、企业自身的产权或财务问题。第八，在引入风险投资（PE 与 VC）时担心的问题主要包括分散控制权、核心技术或人才流失、费用过高、定价困难、操作程序不规范或效率偏低等。

二、国有企业是推动数字经济发展的主要主体

（一）数字中国建设需要有为政府与有效市场的更好结合

《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出了建设数字中国的整体设计，包括打造数字经济新优势、加快数字社会建设步伐、提高数字政府建设水平、营造良好数字生态四方面内容。可以看到，数字中国建设需要有为政府与有效市场的更好结合，而国有企业是实现这种结合的有效载体。在数字经济领域，市场发挥作用的空間更大，但基础研究与核心技术的突破需要国有企业作为引领。在数字社会、数字政府、数字生态方面，需要有为政府发挥作用。但企业参与特别是国有企业的参与又不可或缺。

图 5：《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中建设数字中国的总体政策架构



资料来源：新华网；中国银河证券研究院

（二）国有企业能结合逆周期调节与战略性新兴产业投资

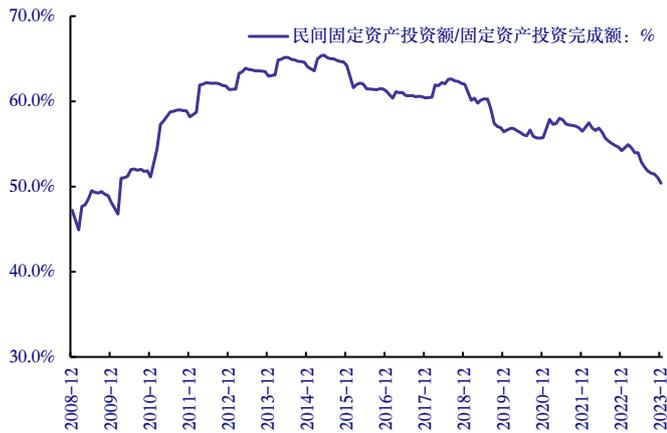
新型举国体制的更重要作用机制是引导固定资产投资方向，特别是国有及国有控股企业的投资方向，在战略性行业和领域适度超前投资，既能引领未来的产业发展，尽快实现科技成果转化，也能结合逆周期调节拉动当期需求。2022 年 4 月 26 日，十九届中央财经委第 11 次会议要求优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，调动全社会力量，构建现代化基础设施体系。重点投向有五个方面，一是交通、能源、水利等网络型基础设施建设，把联网、补网、强链作为重点；二是信息、科技、物流等产业升级基础设施建设，布局建设新一代超算、云计算、人工智能平台、宽带基础网络等设施，推进重大科技基础设施布局建设；三是城市基础设施建设，打造高品质生活空间；四是农业农村基础设施建设，完善农田水利设施。五是国家安全

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

全基础设施建设，加快提升应对极端情况的能力。

数据显示，从 2018 年至 2023 年，全社会固定资产投资复合年均增速为 4.5%，民间投资的复合年均增速为 3.6%，这导致民间投资占固定资产比重从 2018 年的峰值 62% 降至 2023 年的 50.4%（图 6），国有及国有控股企业再次期间充分发挥了逆周期调节的作用。从行业来看，2018 年至 2023 年制造业投资复合年均增速为 6.5%，高于固定资产投资整体增速。而与制造业投资增速相比，信息技术行业、新能源与新材料、能源保供稳价、高端装备制造、科技教育、卫生与医药制造等民生领域的投资增速也更高（图 7），又体现了固定资产投资的战略导向。

图6：民间投资占固投比重从 2018 年的 62% 降至 2023 年的 50.4%



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图7：2018 年至 2023 年固定资产投资增速超过 6.5% 的行业：%



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（三）国有企业具有规模优势与高研发投入强度

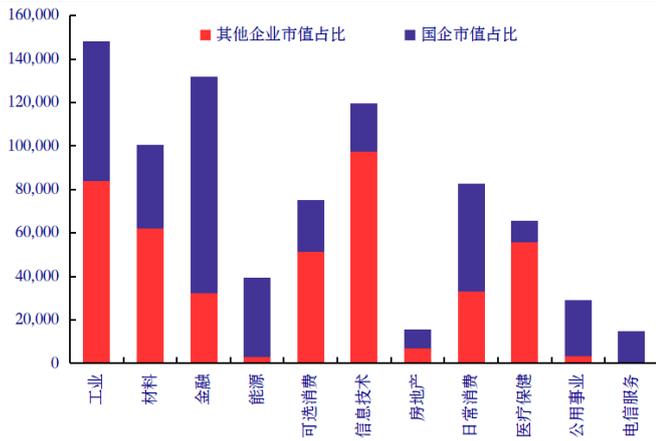
国有资本同时兼具足够的资产规模、逆周期下较高的利润率以及较低的融资成本，加以适当的考核激励引导，有望通过科技创新的集中投入助力现代化产业体系的构建。与此同时，国有企业还可以通过委托研发、生产的方式，带动相关产业链条中的民营企业发展。

1. 国有企业资产及营收规模庞大，符合高技术投入所需的规模经济。截止 2022 年，我国国有企业资产规模合计 339.5 万亿元，是 2022 年我国 GDP 总规模的 2.8 倍，其中中央企业 109.4 万亿元，地方国有企业 230.1 万亿元，总规模优势显著。从上市公司层面来看，国有控股企业在多个行业的市值及营业收入占比显著高于民营企业。其中国有控股总市值占整体市值比例为 47.9%，总营业收入占比 66.4%，且在大多数行业中占有绝对规模优势，如图 8、图 9 所示。庞大的市值占比及营业收入占比意味着国有企业所投入的科技研发支出具备规模经济的优势，其投入产出比远高于民营和中小企业。

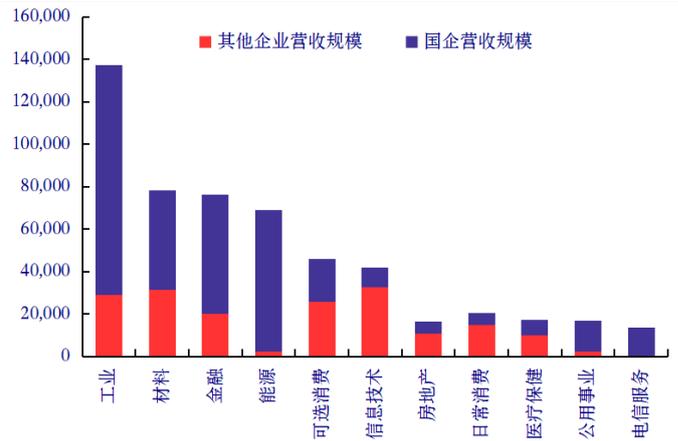
2. 逆周期条件之下，国有企业的高利润率及低融资成本足以支撑研发投入。自 2017 年经济增速逐渐放缓以来，我国规上企业经营指标中，国有企业的营收利润率长期高于私营企业。截止目前，我国国有控股企业营收利润率为 6.8%，显著高于私营企业的 4.3%，如图 10 所示。其次，从上市公司的净资产收益率（TTM）来看，央企指标相对稳健，特别是央企近两年表现突出。截至 2023 年三季度，中证央企和中证国企的 ROE（TTM）分别为 9.34% 和 9.02%，高于市场整体水平，且显著高于民企，如图 11 所示。与此同时，在融资成本方面，无论是债务融资还是商业贷款利率，国有企业均显著低于非国有企业。在科技创新投入和扩大再生产方面，我国国有资本具备天然优势。

图8：不同行业央企与民营企业的市值对比：亿元

图9：不同行业央企与民营企业的营业收入对比：亿元

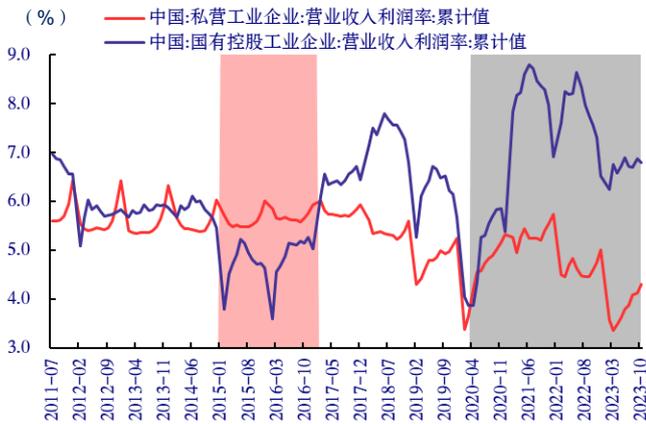


资料来源: Wind、中国银河证券研究院



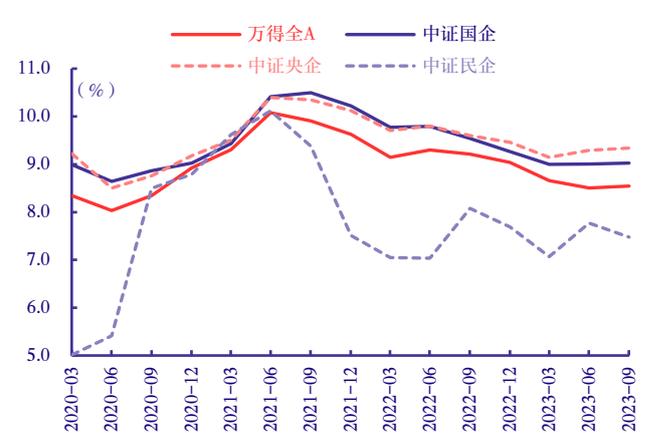
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图10: 央国企与民营企业营收利润率对比



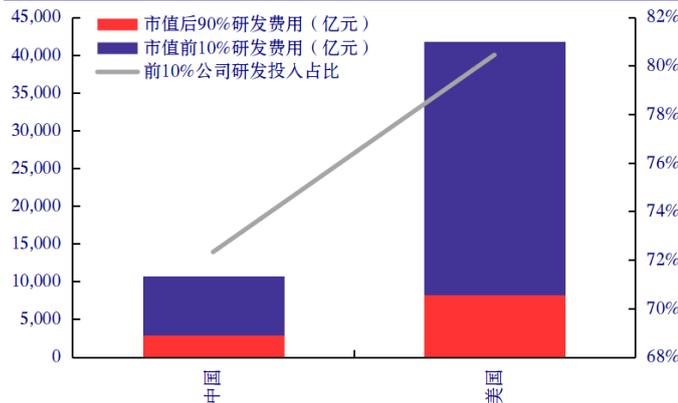
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图11: 央国企与民营企业净资产收益率 (TTM) 对比



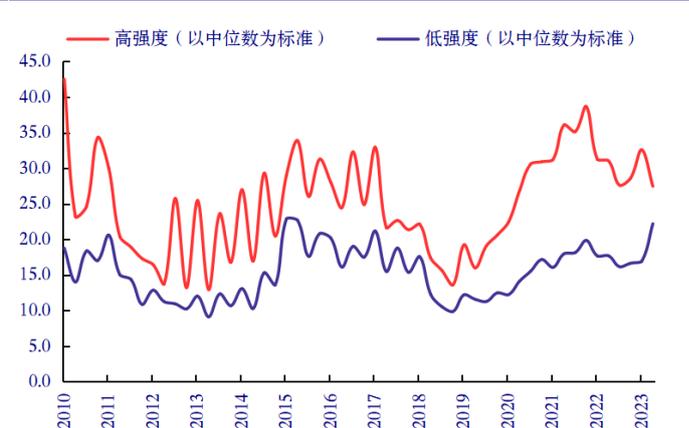
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图12: 中美头部市值公司研发投入占比



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图13: 高研发强度和低研发强度公司收益率 (单位: %) 对比



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

3. 研发投入具有典型的头部效应，且投入强度与市场表现显著相关。对比中美两国上市公司研发费用来看，研发投入均呈现典型的头部效应，但当前无论是总体研发费用规模还是头部公司的研发投入占比，国内上市公司均低于美股上市公司水平。其中全美交易所上市公司研

发总费用折合人民币为 4.18 万亿元，市值前 10% 的公司研发费用占全市场比重为 80.4%，而国内市场研发费用总规模为 1.06 万亿元，头部公司占比为 72.3%，如图 12 所示。并且，中国市值前 10% 的上市公司中国央企数量占比为 46.5%，而研发费用占比仅为 42%。其次，从研发投入与市值的历史表现来看，高研发投入强度的公司市值表现显著高于低强度公司，如图 13 所示。因此，无论是从国企研发投入还是从市值回报的角度来看，我国头部企业尤其是头部国有企业具备较大的提升空间。

（四）加快建设世界一流企业，推进国有企业打造原创技术策源地

2022 年 2 月 28 日，中央深改委第二十四次会议召开，审议通过《关于加快建设世界一流企业的指导意见》、《关于加强基础学科人才培养的意见》、《关于推进国有企业打造原创技术策源地的指导意见》等重要文件，从人才、企业、国有企业三个逐级上升的层面上部署了新技术包括数字经济在内的发展路线图。人才是基础，世界一流企业是引领，国有企业原创技术策源地是成为或服务于世界一流企业的主力。

基础学科人才培养：全方位谋划、科学确定人才培养的规模，优化结构布局，在选拔、培养、评价、使用、保障等方面进行体系化、链条式设计，大力培养造就一大批国家创新发展急需的基础研究人才。具体三点要求：要走好基础学科人才自主培养之路，坚持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康。要坚持正确政治方向。要优化人才发展制度环境，打好基础、储备长远，发挥高校特别是“双一流”大学培养基础研究人才主力军作用。

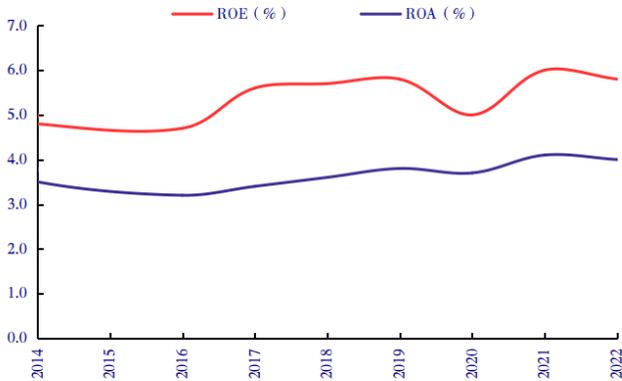
加快建设世界一流企业：加快建设一批产品卓越、品牌卓著、创新领先、治理现代的世界一流企业。具体六点要求：要支持引导行业领军企业和掌握关键核心技术的专精特新企业深化改革、强化创新，加大培育力度。要强化企业创新主体地位，促进各类创新要素向企业集聚，推动企业主动开展技术创新、管理创新、商业模式创新。要坚持壮大实体经济，推进产业基础高级化、产业链现代化，打造具有全球竞争力的产品服务。要支持企业充分利用国际国内两个市场、两种资源，增强面向全球的资源配置和整合能力，将我国超大规模市场优势转化为国际竞争优势。要推动有为政府和有效市场更好结合，提高政府监管和服务效能，保护和激发企业活力，注重维护好公平竞争的市场环境，推动更多优秀企业在市场竞争中脱颖而出。要统筹发展和安全，引导企业积极稳妥开拓国际市场。

推进国有企业打造原创技术策源地：要推动国有企业完善创新体系、增强创新能力、激发创新活力，促进产业链创新链深度融合，提升国有企业原创技术需求牵引、源头供给、资源配置、转化应用能力，打造原创技术策源地。要把准战略方向，围绕事关国家安全、产业核心竞争力、民生改善的重大战略任务，加强原创技术供给，超前布局前沿技术和颠覆性技术，在集聚创新要素、深化创新协同、促进成果转化、优化创新生态上下功夫，全方位培养、引进、用好人才。强化责任链条，加强协同配合。

2023 年启动的新一轮国企改革深化提升行动以打造创新型国企，加快建设世界一流企业为重要主题。2023 年 1 月 5 日，国务院国资委召开中央企业负责人会议，组织开展新一轮国企改革深化提升行动，会议确定央企考核体系从“两利四率”调整为“一利五率”，具体目标定为“一增一稳四提升”。2 月 15 日，《求是》发表习近平总书记《当前经济工作的几个重大问题》的文章，强调要坚持“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”毫不动摇，并进一步指出：“要根据形势变化，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划新一轮深化国有企业改革行动方案。”7 月 18 日，全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议在北京召开。会议强调要以服务国家战略为导向，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，扎实

推进国企改革深化提升行动。10月19日，国务院国资委召开国有企业对标世界一流企业价值创造行动推进会，会议强调：“国有企业要在提质增效、强化创新、优化布局、深化改革、防范风险等五个方面狠下功夫，加快提升核心竞争力、增强核心功能，实现高质量发展。”

图14：国企盈利能力稳步提升



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图15：国企研发投入强度与营业收入增速向好



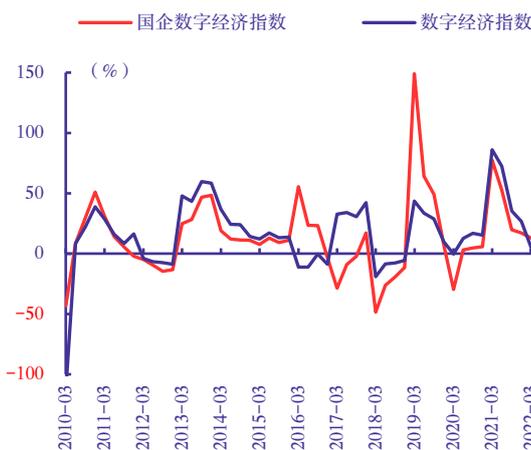
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

三、数字经济央企投资价值分析

(一) 指数视角下央企配置凸显

央企是国家的重要经济支柱和经济发展压舱石，在经济增长、产业升级、科技创新等方面都发挥着重要作用。2020年9月，《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》发布，旨在践行新发展理念，推动新一代信息技术与国有企业的融合创新，加速传统产业全方位、全角度、全链条的数字化转型。央企积极布局数字化转型，在新一轮科技革命和产业变革浪潮中发挥引领作用，中长期配置价值提升。

图16：国企数字经济归母净利润累计同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：国企数字经济 ROE (TTM)

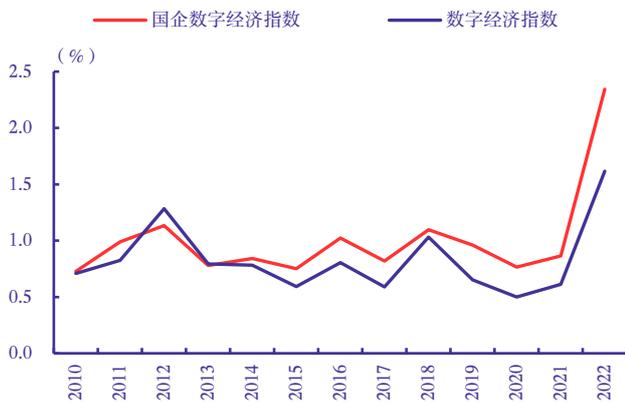


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从盈利能力来看，用数字经济（中证）和数字经济（万得）的成分股构建数字经济指数，与国企数字经济指数比较。2022年以来，国企数字经济指数的盈利增速持续高于数字经济指数。2023年前三季度，国企数字经济指数归母净利润同比增长 2.17%，高于数字经济指数的 2.02%。ROE 方面，2023 年“一利五率”的提出，引入了“净资产收益率”这一指标，国企数

数字经济指数与数字经济指数的差距逐步收窄，国企表现相对稳健。2023 年前三季度，国企数字经济指数 ROE 为 7.80%，仅小幅低于数字经济指数的 7.95%。在“一利五率”的持续引导下，央国企的 ROE 指标有望抬升。从股息率的角度看，数字经济概念中，国有企业的投资价值超出整体水平。自 2014 年以来，国企数字经济指数的股息率持续高于数字经济指数。截至 2022 年 12 月 31 日，国企数字经济指数当报告期的股息率为 2.34%，数字经济指数对应 1.62%。

图18：国企数字经济股息率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：国企数字经济 PE (TTM) 估值



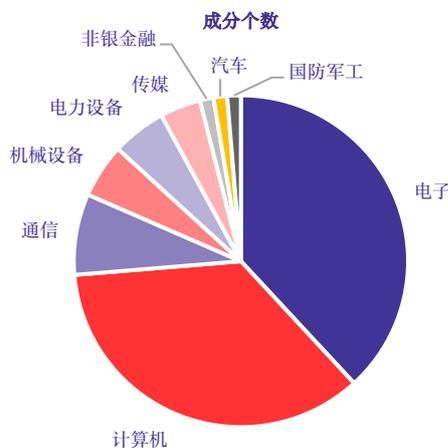
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从估值来看，截至 1 月 31 日，国企数字经济指数的 PE (TTM) 估值为 22.78 倍，略低于数字经济指数的 23.64 倍，更远低于数字经济 (中证) 的 42.37 倍。可见，在数字经济主题中，存在国有企业估值偏低的现象。随着国有企业积极参与数字化转型，对于数字经济高质量发展的引领作用进一步显现，板块估值有望持续抬升。

(二) 重点行业央国企占比情况

从数字经济指数的成分股来看，一级行业主要分布在以电子、计算机、通信和传媒为代表的 TMT 板块，以及机械设备、电力设备为代表的制造领域，成分股个数均在 3 个及以上，上述行业将作为重点展开分析。此外，非银金融、汽车和国防军工行业也涉及数字经济概念。

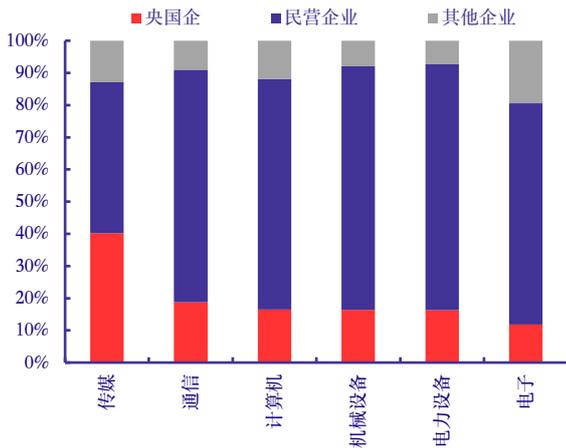
图20：数字经济行业分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

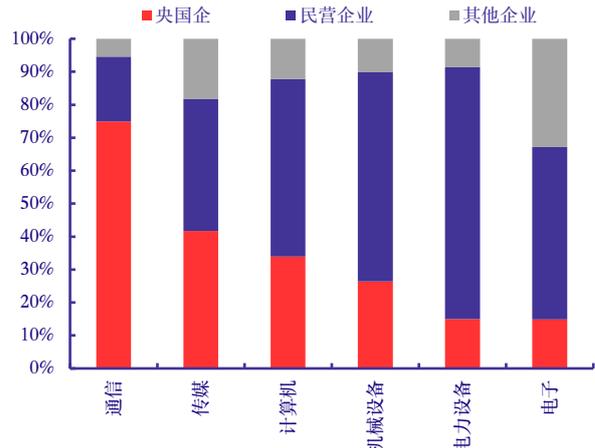
从央企占行业成分个数的比重来看，截至 2023 年末，数字经济重点行业中，央企上市公司占行业所有上市公司的个数比例在 10%到 40%区间,其中,传媒行业央企占比为 40%。以总市值占比来衡量，通信行业央企上市公司占行业所有上市公司的总市值比例达 75%，远超成分个数占比的 19%，表明通信行业央企市值体量相对较大，传媒、计算机和机械设备行业央企总市值占比分别为 42%、34%和 26%，同样大于相应的成分个数占比，而电力设备和电子行业央企总市值占比在 15%左右。

图21：一级行业央企成分个数占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

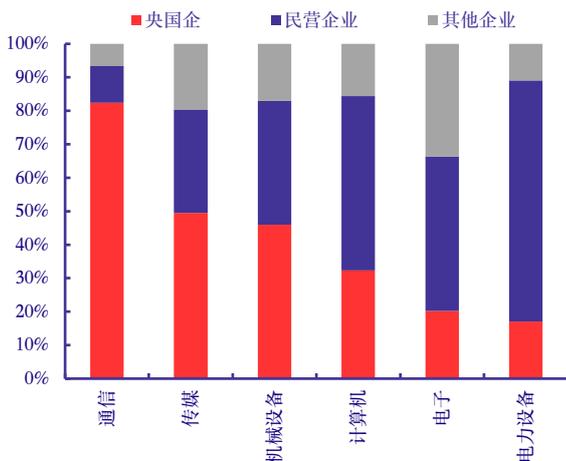
图22：一级行业央企总市值占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

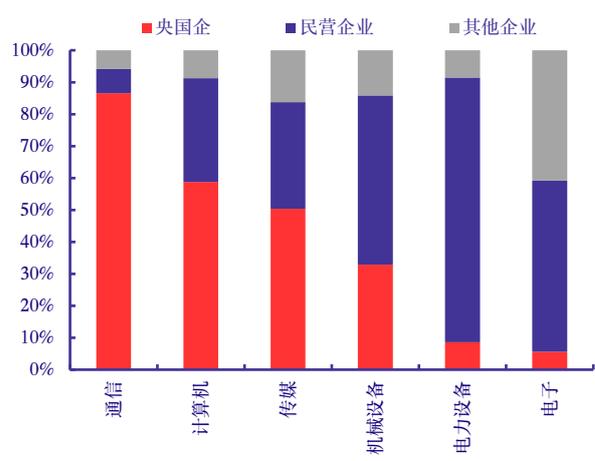
从营收规模来看，2023 年前三季度，通信行业央企上市公司占行业所有上市公司的营收比例超八成，传媒和机械设备行业央企营收占比在 50%左右。从盈利指标来看，通信行业央企上市公司占行业所有上市公司的归母净利润比例达 87%，行业中央企盈利能力突出，传媒和计算机行业央企归母净利润占比同样超五成，机械设备行业央企归母净利润占比为 33%，均高于相应的成分个数占比。

图23：一级行业央企营业收入占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

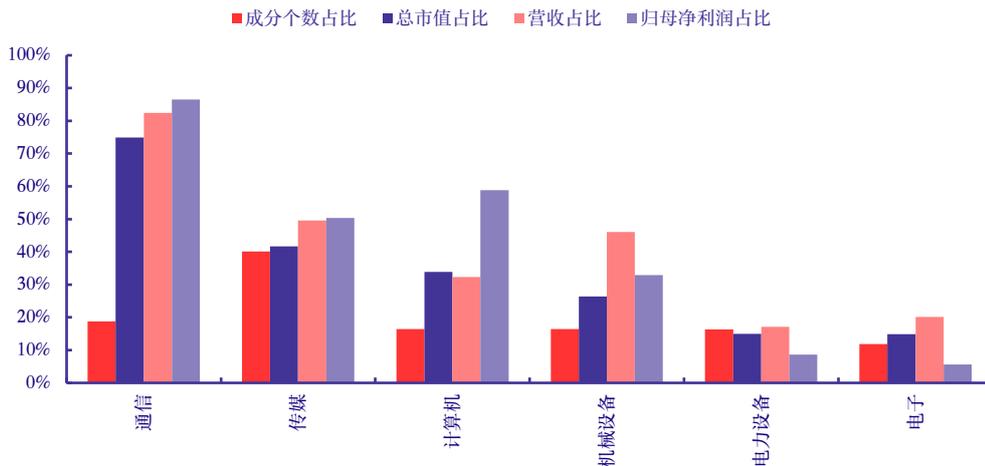
图24：一级行业央企归母净利润占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

综合上述指标来看，央企在数字经济板块多数行业中占据重要地位，尤其在通信、传媒、计算机和机械设备行业优势明显，有望作为推动数字经济发展的主体，在数字经济高质量发展中发挥引领作用。

图25：一级行业央国企占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）央国企盈利能力占优

2023 年前三季度，TMT 板块来看，通信行业央国企归母净利润同比增速维持稳健，较上年末提升 0.46 个百分点；ChatGPT 引发人工智能浪潮带动下，传媒行业央国企盈利改善显著，计算机行业央国企归母净利润同比降幅较上年末有所收窄；而半导体周期处于调整阶段，电子行业央国企盈利未见明显修复。机械设备行业央国企归母净利润同比增速持续回暖，较上年末提升 2.51 个百分点，受产业链价格波动剧烈影响，电力设备行业央国企盈利相对低迷，归母净利润同比小幅下降。

对比央国企和行业的盈利水平来看，2023 年前三季度，通信和机械设备行业央国企归母净利润同比增速好于行业增速。综合 2015 年以来的表现，通信、计算机和机械设备行业央国企盈利水平整体占优。

表3：央国企与行业归母净利润同比增速比较（%）

		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/9/30	占优概率
通信	央国企	7.80	-25.46	2.40	39.44	-10.28	2.01	13.21	7.67	8.13	
	央国企-行业	-6.85	26.72	0.34	118.35	260.31	-41.49	76.76	-32.94	1.29	66.67
传媒	央国企	22.35	9.26	0.58	-17.95	-1.48	-47.37	107.59	-21.05	19.09	
	央国企-行业	-5.45	0.00	31.78	138.34	-80.79	-176.91	-396.77	46.33	-2.27	33.33
计算机	央国企	22.47	34.51	-2.69	-11.01	37.27	-2.28	28.13	-12.16	-4.76	
	央国企-行业	4.39	8.02	1.31	52.71	39.22	8.68	46.49	34.20	-15.62	88.89
电子	央国企	3.82	38.82	97.49	-91.69	-1,245.81	290.62	289.28	-55.75	-74.72	
	央国企-行业	0.01	-8.96	81.79	-63.75	-1,276.64	265.63	198.65	-22.04	-46.78	44.44
机械设备	央国企	38.41	-62.95	135.40	-17.36	12.82	11.74	1.90	2.29	4.80	
	央国企-行业	68.17	-40.75	10.29	13.56	19.05	-60.73	4.39	14.27	4.54	77.78
电力设备	央国企	-2.87	-2.65	12.41	-21.51	-12.74	38.98	-42.23	154.87	-1.74	
	央国企-行业	-6.36	-14.26	-13.33	21.36	-57.63	-24.92	-61.89	75.35	-10.58	22.22

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

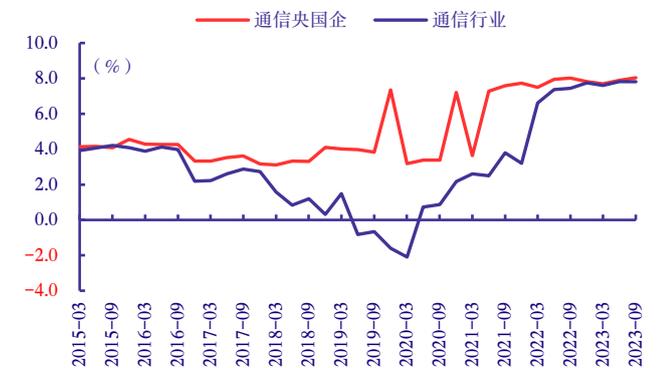
从 ROE (TTM) 指标来看, 2023 年前三季度, 通信和传媒行业央国企净资产收益率均较上年末有所提升, 同时, 通信、传媒和计算机行业央国企净资产收益率优于行业同期水平。从 2015 年以来的表现来看, TMT 板块多数央国企净资产收益率水平具备优势, 通信和计算机行业央国企盈利水平持续占优, 传媒行业央国企净资产收益率指标自 2017 年以来高于行业整体。且在行业整体净资产收益率水平下跌时, 央国企相对稳健。

表4: 央国企与行业 ROE (TTM) 比较 (%)

		2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/9/30	占优概率
通信	央国企	4.55	3.32	3.16	4.10	7.35	7.21	7.74	7.82	8.04	
	央国企-行业	0.46	1.13	0.42	3.77	8.95	5.04	4.54	0.06	0.22	100
传媒	央国企	11.13	9.32	8.20	6.62	6.20	3.18	6.39	4.87	5.50	
	央国企-行业	-1.08	-1.68	1.34	10.12	8.70	2.37	0.69	2.88	2.26	77.78
计算机	央国企	11.92	12.94	10.99	8.88	11.33	9.77	11.02	8.61	7.83	
	央国企-行业	1.40	2.60	1.40	2.88	5.59	3.86	5.56	5.64	4.57	100
电子	央国企	2.91	3.38	6.02	0.02	-2.32	2.95	9.63	3.68	1.15	
	央国企-行业	-2.98	-3.28	-0.11	-5.59	-8.51	-3.70	-0.34	-2.48	-2.88	0.00
机械设备	央国企	5.33	1.65	6.05	4.97	5.19	5.97	5.65	5.70	5.57	
	央国企-行业	0.67	-1.24	-0.05	2.00	0.64	-1.93	-2.25	-1.37	-1.00	33.33
电力设备	央国企	5.47	4.70	5.19	3.81	3.52	4.00	2.16	5.13	4.86	
	央国企-行业	-1.12	-1.70	-2.08	0.39	-1.52	-3.65	-7.26	-8.37	-6.88	11.11

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 通信央国企与行业 ROE (TTM) 比较



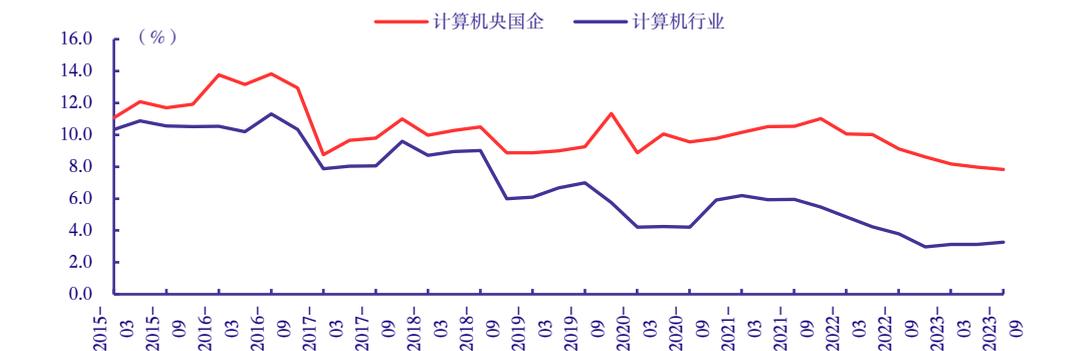
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 传媒央国企与行业 ROE (TTM) 比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 计算机央国企与行业 ROE (TTM) 比较

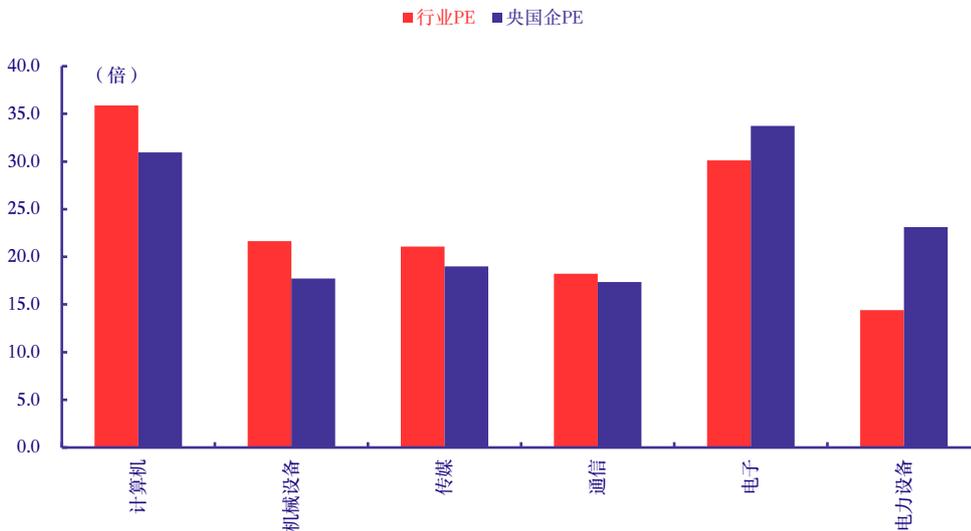


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（四）央企低估值、高股息特性

用整体法计算 PE (TTM) 估值，多数行业的央企市盈率低于行业市盈率，后续估值修复空间较大。其中，计算机行业 PE 为 35.88 倍，对应的央企仅为 30.94 倍；机械设备行业 PE 为 21.64 倍，对应的央企仅为 17.74 倍。

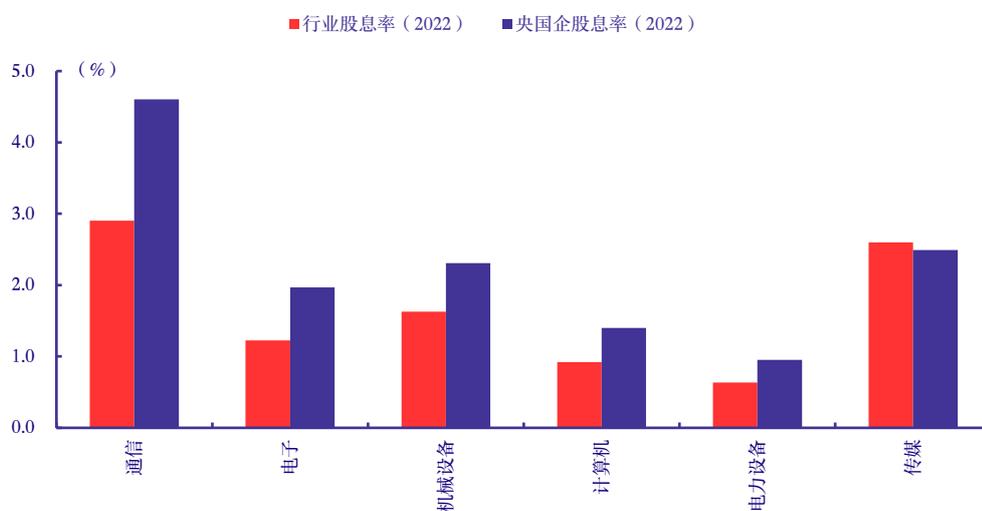
图29：央企与行业 PE (TTM) 比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

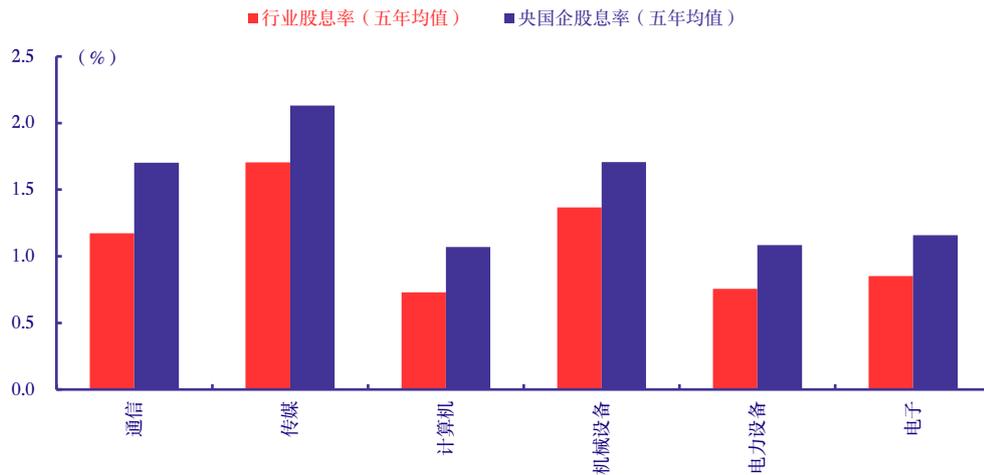
对比股息率来看，2022 年，通信、电子、机械设备、计算机和电力设备行业央企股息率均高于行业整体。其中，通信行业股息率为 2.90%，对应的央企股息率达 4.60%。用近五年均值（2018-2022）来衡量股息率水平，数字经济重点行业的央企股息率全部高于行业股息率。在经济修复偏缓的宏观环境下，高股息策略分红回报较为稳定，具备更高安全边际，叠加近年来上市公司分红制度不断完善，为行情上涨提供逻辑支撑，数字经济央企具备较高的配置价值。

图30：央企与行业 2022 年股息率比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：央企与行业近五年平均股息率比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）央企市场表现回顾

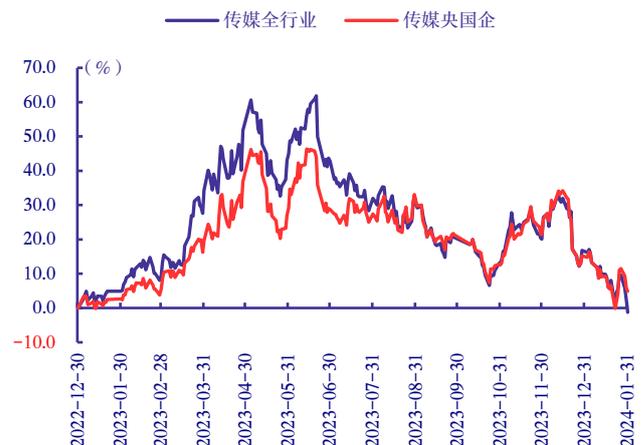
从累计涨跌幅的角度看，在当前经济缓步修复的背景下，央企表现出坚韧与稳健的掌舵特性。按照一级行业分类标准提取行业内央企，定义企业流通股本占比为指数权重，形成各行业的央企指数，并绘制各行业的涨跌走势图。从2023年1月1日起，截止2024年1月31日，累计涨跌幅结果显示：在数字经济重点行业中，央企指数的累计收益率状况均优于全行业指数。其中，计算机、电子、机械设备和电力设备行业在整体表现下跌的情况下，央企跌幅较窄，在板块下行中表现出较好的防御性。传媒行业小幅收跌，央企在2023年下半年以来走势相近，2024年1月相对抗跌。通信行业央企在2023年一季度和2024年初表现显著占优，累计上涨20.62%，相对行业整体的超额收益达13.96%。这一现象的出现也得益于央企在数字经济产业中占据重要地位，进一步反映出央企的投资价值。

图32：通信央企与行业累计涨跌幅比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：传媒央企与行业累计涨跌幅比较



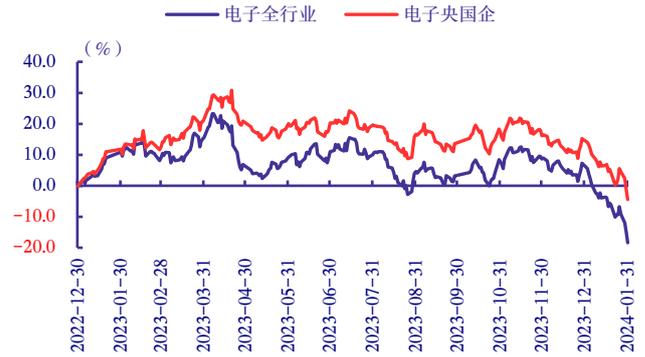
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：计算机央企与行业累计涨跌幅比较



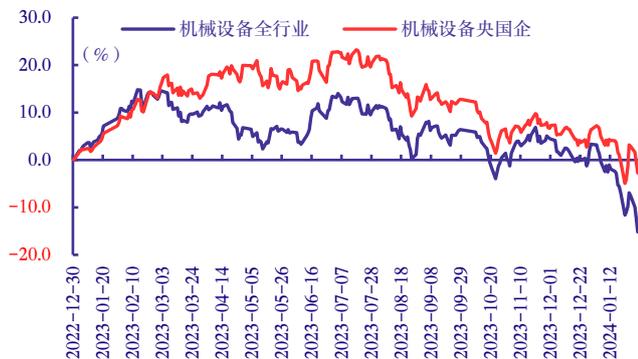
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：电子央企与行业累计涨跌幅比较



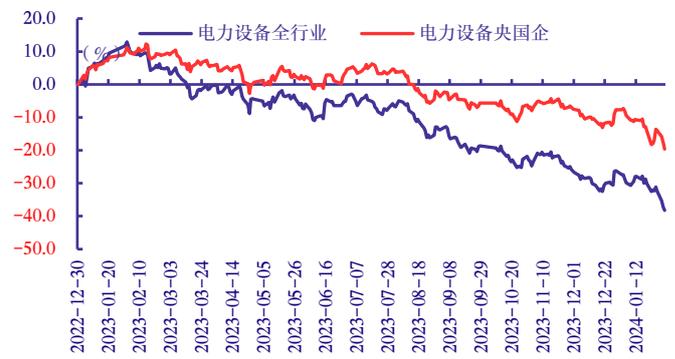
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：机械设备央企与行业累计涨跌幅比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图37：电力设备央企与行业累计涨跌幅比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（六）政策助力央国企科技创新

2023 年以来，随着国企改革三年行动圆满收官，国资国企开启新一轮国企改革深化提升行动，多角度多方面开展改革方案，有助于央国企提高核心竞争力，推动央国企在科技创新领域发挥主体作用。

图38：近年来央国企科技创新政策梳理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

一是优化经营指标体系。2023年1月5日，国资委召开中央企业负责人会议，优化完善中央企业经营指标体系，将“两利四率”调整为“一利五率”。会议明确，2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”。2024年对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。强化内在、长期价值导向的考核评价体系有助于国企内在价值的提升和核心竞争力的培育。

二是强调市值管理。2024年1月24日，国务院国资委表示，将进一步推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入上市公司的绩效评价体系中，把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，将央企负责人与央企市值深度挂钩，有助于提升央企的核心竞争力。同时，国资委强调及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，在增强投资者回报的同时向市场释放积极讯号，有利于引导投资者正确衡量上市公司的内在价值。

三是强化央国企科技创新。2023年12月，中央经济工作会议将“以科技创新引领现代化产业体系建设”列为九项重点任务之首。2024年1月24日，国务院国资委在新闻发布会上介绍，2024年，将围绕强化企业科技创新主体地位、充分发挥中央企业国家战略科技力量作用。对于央国企而言，科技创新能力的提升有助于解决阻碍其发展和竞争力的技术瓶颈和制约因素，摆脱发展“掣肘”，更好地发挥在科技创新中的引领作用。未来政策力度或持续加大，助力央国企全力发挥出“国家队”的重要作用，央国企配置价值有望抬升。

四、重点关注央国企标的

综合上述表现来看，央国企积极布局数字化转型，在数字经济高质量发展中发挥着引领作用。在经营指标体系优化调整下，央国企盈利能力相对占优。相对于数字经济板块整体，央国企高股息特性显著，具备更高安全边际，低估值状态下中长期配置价值凸显。

因此，在数字经济六大重点行业中，依据盈利、估值和股息率指标，分别筛选出五只央国企个股，以供参考。行业内个股排序时按重要性依次考虑归母净利润增速、净资产收益率、估值分位数和股息率，同时剔除归母净利润同比增速和净资产收益率显著下滑的个股。

表5：通信行业央国企个股重点关注

股票代码	股票名称	归母净利润同比		ROE (TTM)		PE (TTM)		股息率	
		2023Q1至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2023Q1至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2024/1/31 (倍)	近五年分位数 (%)	2022年 (%)	近五年平均 (%)
600941.SH	中国移动	7.08	-1.31	10.35	0.22	16.55	94.05	3.78	1.17
601728.SH	中国电信	10.42	0.24	6.86	0.25	17.45	70.62	3.41	1.27
600050.SH	中国联通	10.92	-2.82	5.00	-0.01	17.87	19.69	2.41	1.67
600498.SH	烽火通信	10.67	-4.92	3.48	-0.02	36.61	9.47	0.82	1.42
835640.BJ	富士达	2.07	-16.59	17.53	-2.20	22.07	26.99	1.76	1.64

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表6：传媒行业央企个股重点关注

股票代码	股票名称	归母净利润同比		ROE (TTM)		PE (TTM)		股息率	
		2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2024/1/31 (倍)	近五年分位数 (%)	2022 年 (%)	近五年平均 (%)
601900.SH	南方传媒	22.00	3.25	14.68	-0.53	9.37	29.65	4.16	2.80
601811.SH	新华文轩	21.76	15.58	11.91	0.91	10.13	44.48	2.65	2.44
603888.SH	新华网	10.64	0.55	7.74	0.05	41.52	43.74	0.91	0.90
601921.SH	浙版传媒	8.61	2.02	11.59	0.06	10.95	1.06	4.79	1.84
300413.SZ	芒果超媒	5.21	0.17	9.39	-0.11	20.93	0.08	0.61	0.46

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表7：计算机行业央企个股重点关注

股票代码	股票名称	归母净利润同比		ROE (TTM)		PE (TTM)		股息率	
		2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2024/1/31 (倍)	近五年分位数 (%)	2022 年 (%)	近五年平均 (%)
002439.SZ	启明星辰	196.72	22.77	14.92	0.61	20.34	2.39	1.08	0.37
688475.SH	萤石网络	83.27	12.97	10.11	1.23	42.56	1.88	0.77	0.15
301339.SZ	通行宝	45.39	2.01	7.83	0.57	30.39	0.00	1.13	0.23
002920.SZ	德赛西威	38.70	22.24	20.02	1.53	32.52	1.15	0.65	0.40
603019.SH	中科曙光	14.78	-0.32	9.38	0.14	27.96	7.33	0.70	0.51

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表8：电子行业央企个股重点关注

股票代码	股票名称	归母净利润同比		ROE (TTM)		PE (TTM)		股息率	
		2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2024/1/31 (倍)	近五年分位数 (%)	2022 年 (%)	近五年平均 (%)
603078.SH	江化微	20.37	15.12	7.20	0.68	37.16	0.00	0.59	0.90
000045.SZ	深纺织 A	17.75	32.18	2.89	0.54	54.39	19.37	0.67	0.31
300319.SZ	麦捷科技	12.06	-0.78	5.33	0.09	28.00	6.34	1.79	0.53
688146.SH	中船特气	-9.26	7.30	6.84	0.07	41.72	1.57	0.77	0.15
002643.SZ	万润股份	-10.62	10.07	9.77	0.25	18.28	3.38	2.30	1.77

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表9：机械设备行业央企个股重点关注

股票代码	股票名称	归母净利润同比		ROE (TTM)		PE (TTM)		股息率	
		2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2024/1/31 (倍)	近五年分位数 (%)	2022 年 (%)	近五年平均 (%)
601038.SH	一拖股份	36.36	6.67	14.29	1.07	15.04	2.57	1.74	0.64
600262.SH	北方股份	24.72	17.52	9.52	0.79	19.59	0.00	1.33	1.04
600582.SH	天地科技	23.23	2.11	10.28	0.32	10.20	13.39	3.49	2.37
601177.SH	杭齿前进	19.48	2.18	10.44	0.28	13.21	0.00	0.91	0.39
000988.SZ	华工科技	12.40	9.12	11.11	0.52	26.06	15.57	0.39	0.26

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表10：电力设备行业央企国企个股重点关注

股票代码	股票名称	归母净利润同比		ROE (TTM)		PE (TTM)		股息率	
		2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2023Q1 至 Q3 (%)	2023Q3-2023Q2 (pct)	2024/1/31 (倍)	近五年分位数 (%)	2022 年 (%)	近五年平均 (%)
600312.SH	平高电气	209.78	24.68	5.99	1.50	28.50	16.56	0.45	0.35
688663.SH	新风光	49.28	9.96	13.78	0.94	17.44	0.00	1.91	1.05
300457.SZ	赢合科技	44.74	31.94	10.53	1.71	14.85	0.00	1.49	0.64
300129.SZ	泰胜风能	41.82	23.89	8.14	1.11	22.09	35.21	0.61	0.96

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

市场可能存在的风险：历史收益不代表未来业绩的风险，市场存在短期波动的风险，对政策理解不到位的风险，政策时滞的风险，地缘政治冲击的风险。

图表目录

图 1: 美国《无尽前沿法案》提出的 DTI 重点支持的 10 个重点研究领域.....	7
图 2: 《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中创新驱动发展战略的总体政策架构.....	8
图 3: 公共财政支出中科学技术绝对值及占比.....	11
图 4: 各地政府引导基金数量及已认缴规模（数量：只）.....	11
图 5: 《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中建设数字中国的总体政策架构.....	12
图 6: 民间投资占固投比重从 2018 年的 62%降至 2023 年的 50.4%.....	13
图 7: 2018 年至 2023 年固定资产投资增速超过 6.5%的行业：%.....	13
图 8: 不同行业央国企与民营企业的市值对比：亿元.....	13
图 9: 不同行业央国企与民营企业的营业收入对比：亿元.....	13
图 10: 央国企与民营企业营收利润率对比.....	14
图 11: 央国企与民营企业净资产收益率（TTM）对比.....	14
图 12: 中美头部市值公司研发投入占比.....	14
图 13: 高研发强度和低研发强度公司收益率（单位：%）对比.....	14
图 14: 国企盈利能力稳步提升.....	16
图 15: 国企研发投入强度与营业收入增速向好.....	16
图 16: 国企数字经济归母净利润累计同比增速.....	16
图 17: 国企数字经济 ROE（TTM）.....	16
图 18: 国企数字经济股息率.....	17
图 19: 国企数字经济 PE（TTM）估值.....	17
图 20: 数字经济行业分布.....	17
图 21: 一级行业央国企成分个数占比.....	18
图 22: 一级行业央国企总市值占比.....	18
图 23: 一级行业央国企营业收入占比.....	18
图 24: 一级行业央国企归母净利润占比.....	18
图 25: 一级行业央国企占比.....	19
图 26: 通信央国企与行业 ROE（TTM）比较.....	20
图 27: 传媒央国企与行业 ROE（TTM）比较.....	20
图 28: 计算机央国企与行业 ROE（TTM）比较.....	20
图 29: 央国企与行业 PE（TTM）比较.....	21
图 30: 央国企与行业 2022 年股息率比较.....	21
图 31: 央国企与行业近五年平均股息率比较.....	22
图 32: 通信央国企与行业累计涨跌幅比较.....	22
图 33: 传媒央国企与行业累计涨跌幅比较.....	22
图 34: 计算机央国企与行业累计涨跌幅比较.....	23
图 35: 电子央国企与行业累计涨跌幅比较.....	23
图 36: 机械设备央国企与行业累计涨跌幅比较.....	23
图 37: 电力设备央国企与行业累计涨跌幅比较.....	23
图 38: 近年来央国企科技创新政策梳理.....	23

表格目录

表 1: 新型举国体制政策的重要时间节点.....	5
表 2: 各省“国家实验室”候选名单（截止 2022 年 4 月）.....	10
表 3: 央国企与行业归母净利润同比增速比较（%）.....	19
表 4: 央国企与行业 ROE（TTM）比较（%）.....	20
表 5: 通信行业央国企个股重点关注.....	24
表 6: 传媒行业央国企个股重点关注.....	25
表 7: 计算机行业央国企个股重点关注.....	25
表 8: 电子行业央国企个股重点关注.....	25
表 9: 机械设备行业央国企个股重点关注.....	25
表 10: 电力设备行业央国企个股重点关注.....	26

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。

章俊：中国银河证券研究院院长、首席经济学家。

高明：宏观分析师、宏观组组长；

杨超：策略分析师、策略组组长；

吴京：政策分析师。

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。

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

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：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671liyongyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722tangmanling_bj@chinastock.com.cn