策略周思考
从估值环境改善到国央企突围

核心观点

估值与流动性边际变化：低利率环境为估值提供修复契机，流动性定价机制从外部转为内部

2021年以来，社融同比增速回落，同时股票三因子拆分中估值贡献对全A持续形成大幅拖累，2024Q4社融同比修复后，估值贡献项才转正。而考虑居民部门和实体企业部门融资需求的人民币贷款的增速，还未见到触底回升的迹象，结构问题仍待修复。随着国债收益率下行，流动性处在较为宽松的环境，叠加2024年9月下旬快速反弹行情，股票市场资金结构由持续净流入逐渐变为整体净流入。当前流动性环境从海外定价（美债利率反弹、利差锚倒挂带来的资金外流压力）切换为国内定价（国内利率下行带来估值偏好修复）未来一段时间市场波动更取决于年报/一季报的业绩对市场情绪、风险偏好产生的指引。

2025年国央企突破的五大逻辑：制度供给、风格研判、增量资金、筹码结构、盈利分红。

1）政策呵护：《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》将市值管理制度涉及范围从指数成份股央企扩大至所有央企，国央企后续市值管理相关进展空间大。2）风格研判：大盘风格并不差。长期看，发达投资市从成长到价值，大市值企业在股市中的权重和涨幅贡献都在增加，价值型龙头崛起；3）增量资金：险资频举牌、回购再贷款。4）筹码结构：并未触及止盈区间。 5）基本面：国央企盈利稳定性更强，具体体现在ROE反超、国央企与民企净利率中枢剪刀差到达最高位；国央企分红倾向更明显，分红金额上国央企占比超过2/3，除偏消费属性的行业外，其余大类行业分红主要由央企贡献。

2025年国央企投资实战五大方向：现金奶牛、港股红利、并购重组、低估待涨、前瞻高息。

1）国央企现金奶牛：按自由现金流率由高到低筛选，按“市值/企业自由现金流”剔负由低到高筛选；2）港股央企红利：基于累计收益率之差适时增加投资组合里港股央企的暴露；3）并购重组下的国央企投资机遇：上市状态中止的标的，注入到同一实控人对应的上市平台；4）低估&待涨国央企：①考虑9.24后估值涨幅较低的国央企：9.24以来PB变动在5%以内，同时近13周一致预测净利润变化率大于0；②行业、个股层面基于“长期破净、深度破净”进行筛选；③关注市值大于200亿，PEG小于0.5的部分中游国央企。5）预期高股息再改良：同时考察过往三年分红比例和未来三年净利润，央企未来三年综合预期股息率top 50门槛大约在3.5%；地方国企盈利弹性较大，top 50预期股息率门槛接近5%。

风险提示：海外地缘冲突加剧；指数梳理仅基于客观数据，不涉及主观意见及推荐；历史复盘对未来指引有限

策略研究·策略专题

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chenkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6238.88/-2.72
创业板/月涨跌幅(%)	2067.27/-6.08
AH股价差指数	142.42
A股总/流通市值（万亿元）	76.73/70.38

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《估值周观察(1月第3期)-小红书主题估值快速拔升》 ——2025-01-18
《中观高频景气图谱（2025.01）——石油板块景气上行》 ——2025-01-14
《资金跟踪与市场结构周观察(第四十九期)-行业和个股成交集中度保持上升趋势》 ——2025-01-14
《估值周观察(1月第2期)-中小盘跌幅相对较大，半导体估值回升》 ——2025-01-12
《资金跟踪与市场结构周观察(第四十八期)-交投情绪进一步降温》 ——2025-01-07

内容目录

估值承压环境或将逐步改善 4
底仓布局：国央企突围 5
风险提示 10

图表目录

图1： 融资增速下行后企稳，估值因素由拖累到提振 4
图2： 低利率环境为估值提供修复契机，流动性定价机制从外部转为内部 5
图3： 国央企突围的核心逻辑一:市值管理启新章 6
图4： 国央企突围的核心逻辑二:风格上，大盘风格并不差 6
图5： 国央企突围的核心逻辑三:增量资金上，险资举牌大型央企&地方国企，回购增持再贷款稳步推进 7
图6： 国央企突围的核心逻辑四:筹码结构上，策略容量较大的代表性国央企指数并未触及止盈风险位 . 7
图7： 国央企突围的核心逻辑五:基本面维度，国央企盈利稳定性更强，分红趋势更明显 8
图8： 低估待涨国央企思路一：9.24 以来 PB 变动在 5%以内，同时近 13 周一致预测净利润变化率大于 0 9
图9： 低估待涨国央企思路二：行业及个股层面长期破净 9
图10： 低估待涨国央企思路三：200 亿以上国央企的 PEG 对比 10

估值承压环境或将逐步改善

广义融资环境的止跌企稳带动估值承压环境逐步走向改善。2024 年 12 月，社会融资规模累计值为 322,600 亿元，较 11 月的 294,000 亿元增加了 28,600 亿元。这一显著增长表明年末金融机构和企业的融资需求较为旺盛，可能与年终结算和资金需求增加有关。年度视角来看，2024 年 12 月中国社会融资规模存量中的人民币贷款余额为 252.53 万亿元，较 2023 年 12 月的 235.48 万亿元有所增长。同时，2024 年全年金融机构新增人民币贷款累计值为 180900 亿元，较 2023 年的 227500 亿元有所下降。2021 年以来，社融同比增速回落，同时股票三因子拆分中估值贡献对全 A 持续形成大幅拖累，2024Q4 社融同比修复后，估值贡献项才转正。而考虑居民部门和实体企业部门融资需求的人民币贷款的增速，还未见到触底回升的迹象，结构问题仍待修复。

图1：融资增速下行后企稳，估值因素由拖累到提振

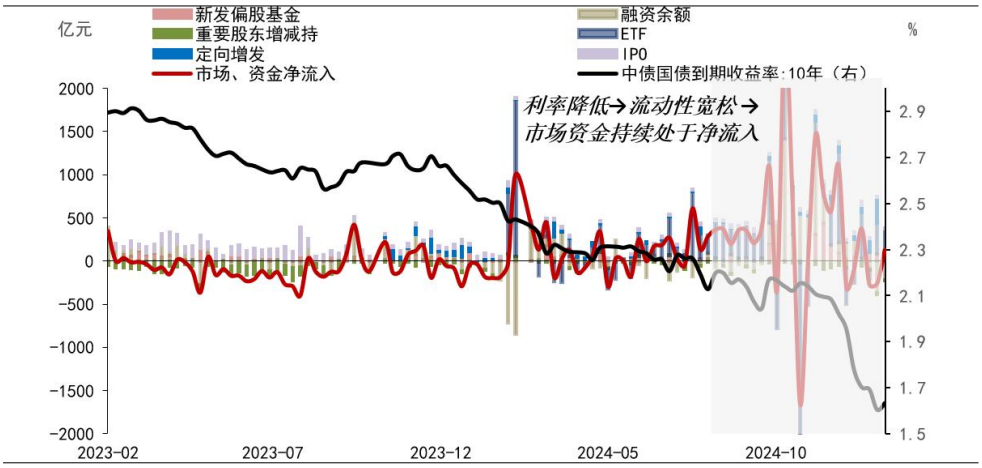
资料来源：万得, 国信证券经济研究所整理

展望 2025 年，预计信贷政策将继续保持稳健，以支持经济的持续复苏和高质量发展。同时，金融机构将进一步优化信贷结构，加大对科技创新、绿色经济等领域的支持力度，以适应经济发展的新要求。综上所述，2024 年 12 月的信贷数据反映了中国经济在复苏过程中的积极变化，但也显示出信贷政策的审慎和信贷结构的优化。这些变化有助于经济的长期健康发展，信用融资环境的触底回暖也有助于 A 股估值端持续发力。

流动性定价机制面临内外切换。随着国债收益率下行，流动性处在较为宽松的环境，叠加 2024 年 9 月下旬快速反弹行情，股票市场资金结构由持续净流入逐渐变为整体净流入。复盘过去半年内成交量的变化：（1）2024 年 9 月中旬至 10 月初：市场开始活跃，特别是 2024 年 10 月 8 日，A 股市场成交额达到了 34835.431 亿元，成交量为 2922.627 亿股，这是这段时间内的最高记录。国庆假期后市场情绪的回暖，叠加政策利好呵护市场带来成交量走高。（2）2024 年 10 月至 12 月：A 股市场的成交额和成交量保持在较高水平，多数交易日的成交额在 15000 亿元至 25000 亿元之间，成交量在 1200 亿股至 2000 亿股之间。特别是 2024 年 11 月 12 日，成交额达到了 25870 亿元，成交量为 1973 亿股，显示了市场较高的活跃度。（3）2024 年 12 月至 2025 年 1 月：进入 2025 年后，A 股市场的成交额和成交量有所回落，但仍保持在较高水平。例如，2025 年 1 月 15 日，A 股市场成交额为

12119 亿元，成交量为 1044 亿股，反映了市场在年初的调整，投资者对新一年经济前景的谨慎态度。综合过去半年内市场成交情况、宏观经济环境、政策导向等多方面因素，利率跌破 2%后，估值端压力有所减轻，流动性环境从海外定价（美债利率反弹、利差锚倒挂带来的资金外流压力）切换为国内定价（国内利率下行带来估值偏好修复）。在流动性维持低位的前提下，未来一段时间市场波动更取决于年报/一季报的业绩跟踪和市场情绪变化。

图2：低利率环境为估值提供修复契机，流动性定价机制从外部转为内部



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

底仓布局：国央企突围

2025 年在底仓配置的思路上，我们认为“制度供给、风格研判、增量资金、筹码结构、盈利分红”五个维度构成了国央企突围的主要逻辑。

1）政策呵护：市值管理启新章。市值管理强要求范围中的国央企含量较高，《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》将市值管理制度涉及范围从指数成份股央企扩大至所有央企，并按年度“一企一策”细化市值管理实施方案。从当前公告披露进程看，国央企后续市值管理相关进展空间大。并购重组作为市值管理的重要途径之一，在国企混合所有制改革中亦具有重要时代意义。

2）风格研判：大盘风格并不差。长期看，发达投资市从成长到价值，大市值企业在股市中的权重和涨幅贡献都在增加，价值型龙头崛起，指数/被动产品>个股/主动产品；短期看，业绩预告窗口期，退市新规+年报预告成为中小盘情绪面的“X 因素”。

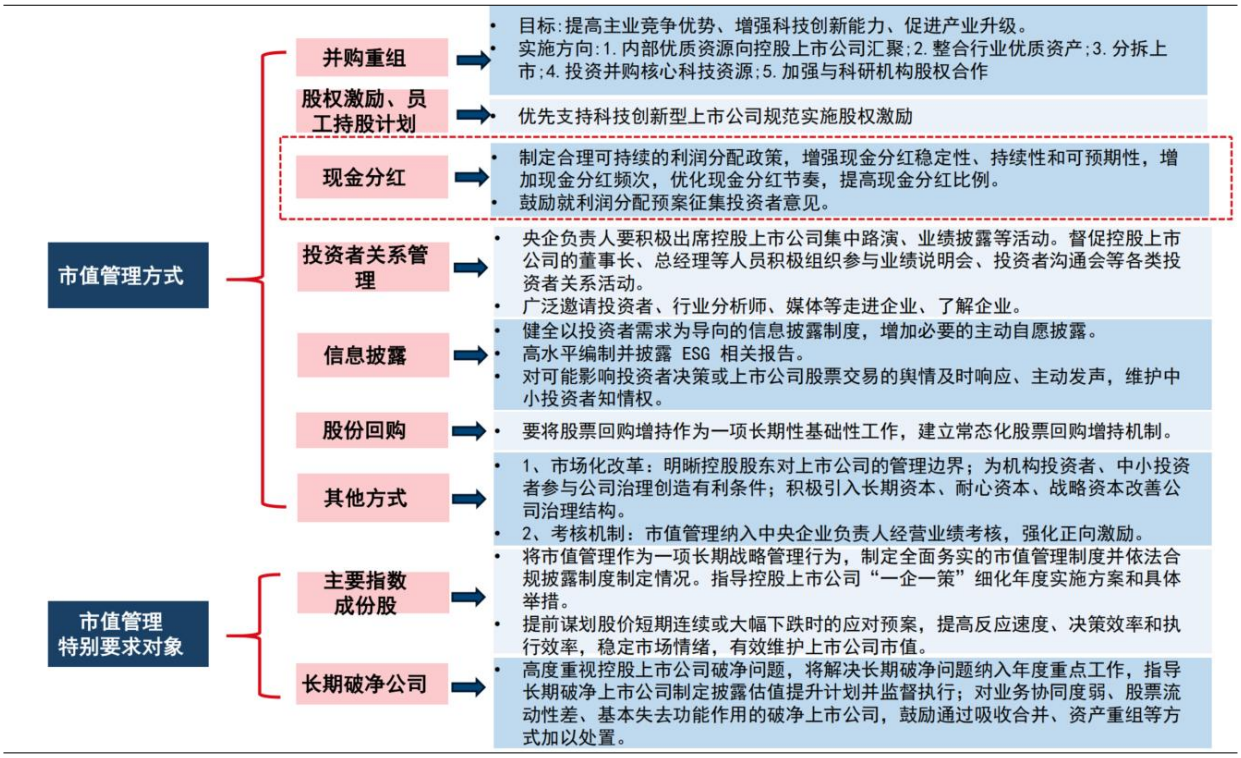
3）增量资金：险资频举牌、回购再贷款。2024 年 Q4，险资首次举牌券商股，医药行业代表性国央企亦获得举牌，国央企因其较强的中长期盈利能力和稳健的股息支付水平，符合险资中长期投资理念。国央企回购再贷款获批金额超过 110 亿，增持再贷款获批超过 140 亿。

4）筹码结构：以央企红利为代表的策略容量较大的国央企指数并未触及止盈区间。

5）基本面：国央企盈利稳定性更强，分红倾向更明显。ROE 稳定性方面，2021

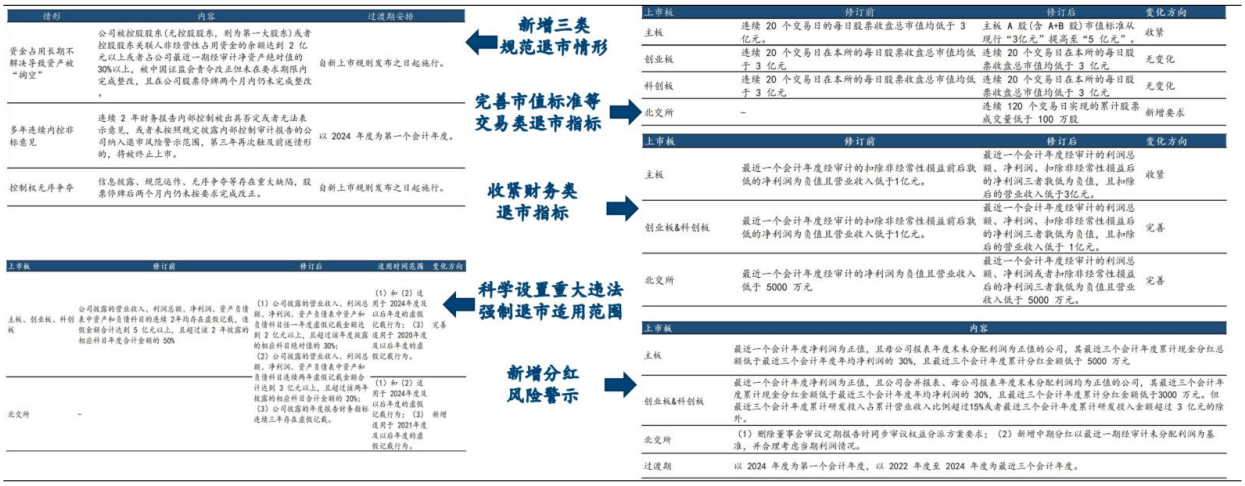
年 Q2 以来的盈利下行周期里，国央企 ROE 反超非国央企；利润率方面，当前国央企相对民企的净利率中枢剪刀差到达最高位。分红金额上，国央企占比超过 2/3，除偏消费属性的行业外，其余大类行业分红主要由央企贡献。分红稳定央企整体市值更大且稳步增长，分红不稳定央企的市值更小且有收缩趋势。

图3：国央企突围的核心逻辑一：市值管理启新章



资料来源：国务院国资委官网，国信证券经济研究所整理

图4：国央企突围的核心逻辑二：风格上，大盘风格并不差



新增三类规范退市情形

情形	内容	过渡期安排
资金占用长期不解决等投资产被“掏空”	公司被控股股东(无控股股东，则为第一大股东)或者控股股东关联人非经营性占用资金的余额达到 2 亿元以上或者占公司最近一期经审计净资产绝对值的30%以上，被中国证监会责令改正但未在要求期限内完成整改，且在公司股票停牌两个月内仍未完成整改。	自新上市规则发布之日起施行。
多年连续内控非标意见	连续 2 年财务报告内部控制被出具否定或者无法表示意见，或者未按照规定披露内部控制审计报告的公司纳入退市风险警示范围，第三年再次触及前述情形的，将被终止上市。	以 2024 年度为第一个会计年度。
控制权无序争夺	信息披露、规范运作、无序争夺等存在重大缺陷，股票停牌后两个月内仍未按要求完成改正。	自新上市规则发布之日起施行。

完善市值标准等交易类退市指标

上市板	修订前	修订后	变化方向
主板	连续 20 个交易日的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元。	主板 A 股(含 A+B 股)市值标准从现行“3亿元”提高至“5 亿元”。	收紧
创业板	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	无变化
科创板	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	无变化
北交所	-	连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 100 万股	新增要求

收紧财务类退市指标

上市板	修订前	修订后	变化方向
主板	最近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负值且营业收入低于1亿元。	最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值，且扣除后的营业收入低于3亿元。	收紧
创业板&科创板	最近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负值且营业收入低于1亿元。	最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值，且扣除后的营业收入低于 1亿元。	完善
北交所	最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 5000 万元	最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值且营业收入低于 5000 万元。	完善

科学设置重大违法强制退市适用范围

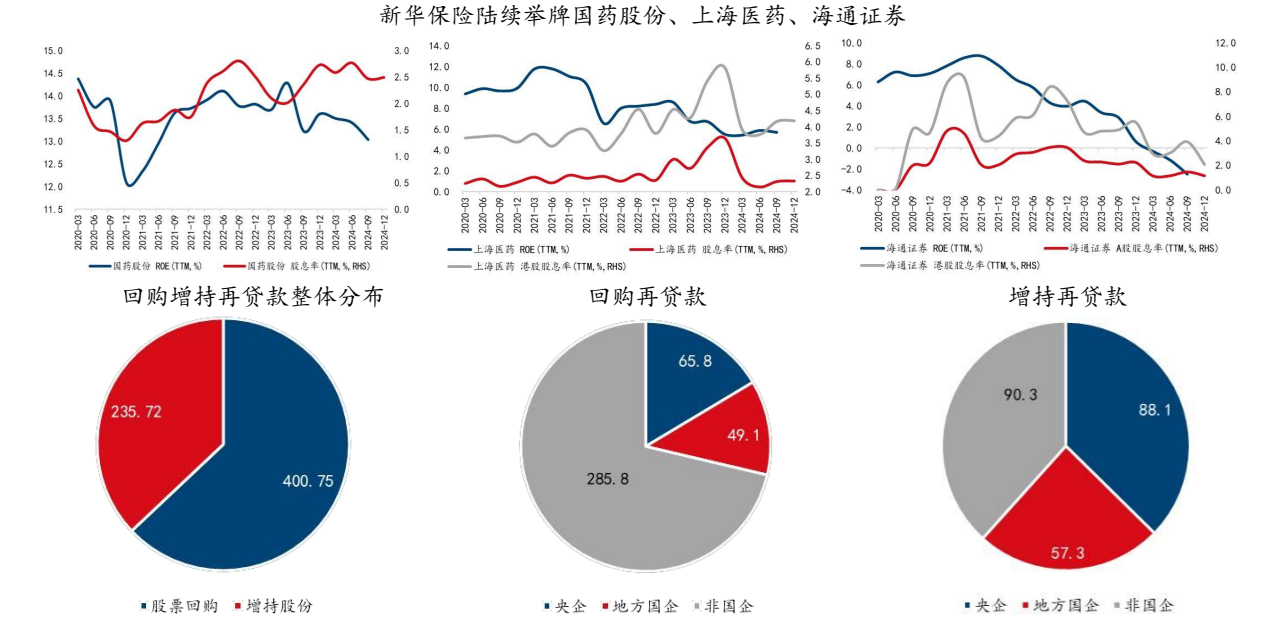
上市板	修订前	修订后	适用时间范围	变化方向
主板、创业板、科创板	公司被露的营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中资产和负债科目的连续 2年均存在虚假记载，造假金额合计达到 5 亿元以上，且超过该 2 年被露的相应科目年度合计金额的 50%	(1) 公司被露的营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中资产和负债科目的连续两年均存在虚假记载，造假金额合计达到 2 亿元以上，且超过该年度被露的相应科目绝对值的 30%； (2) 公司被露的营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中资产和负债科目连续两年虚假记载金额合计达到 3 亿元以上，且超过该两年被露的相应科目合计金额的 20%； (3) 公司被露的年度财务报告连续三年存在虚假记载。	(1) 和 (2) 适用于 2024年度及以后年度的虚假记载行为；(3) 适用于 2020年度及以后年度的虚假记载行为。	完善
北交所	-	(1) 和 (2) 适用于 2024年度及以后年度的虚假记载行为；(3) 适用于 2021年度及以后年度的虚假记载行为。		新增

新增分红风险警示

上市板	内容
主板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度未分配利润为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于 5000 万元
创业板&科创板	最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于3000 万元。但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过15%或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过 3 亿元的除外。
北交所	(1) 剔除董事会审议定期报告时同步审议权益分派方案要求；(2) 新增中期分红以最近一期经审计未分配利润为基准，并合理考虑当期利润情况。
过渡期	以 2024 年度为第一个会计年度，以 2022 年度至 2024 年度为最近三个会计年度。

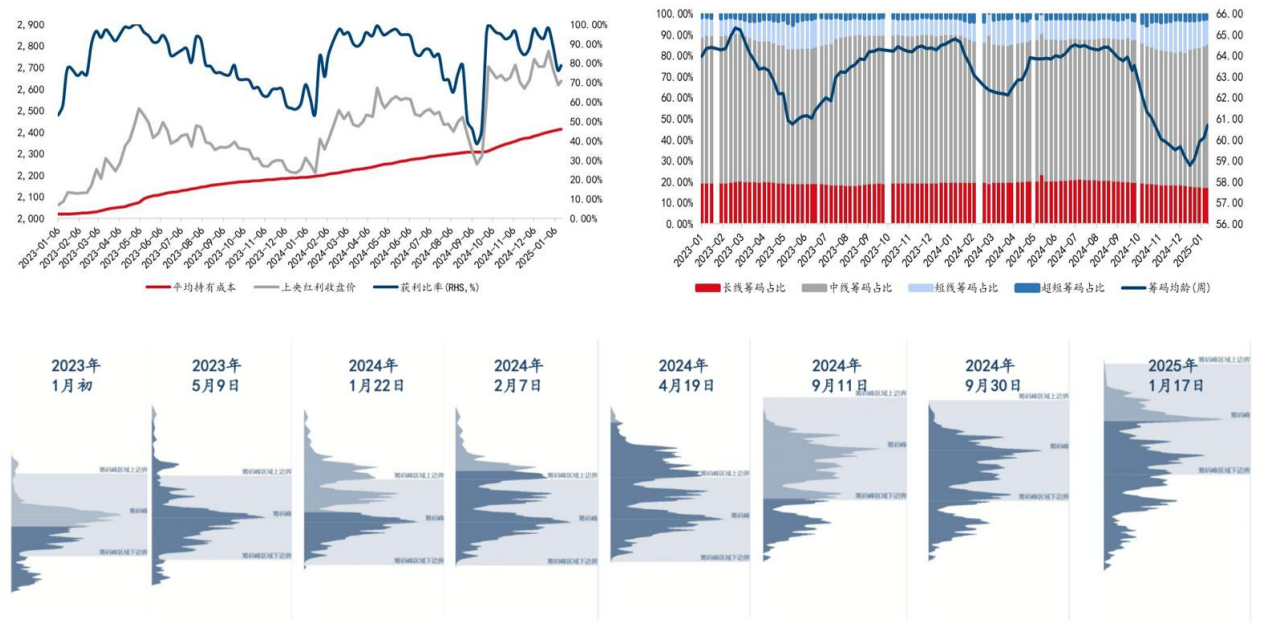
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图5：国央企突围的核心逻辑三:增量资金上，险资举牌大型央企&地方国企，回购增持再贷款稳步推进



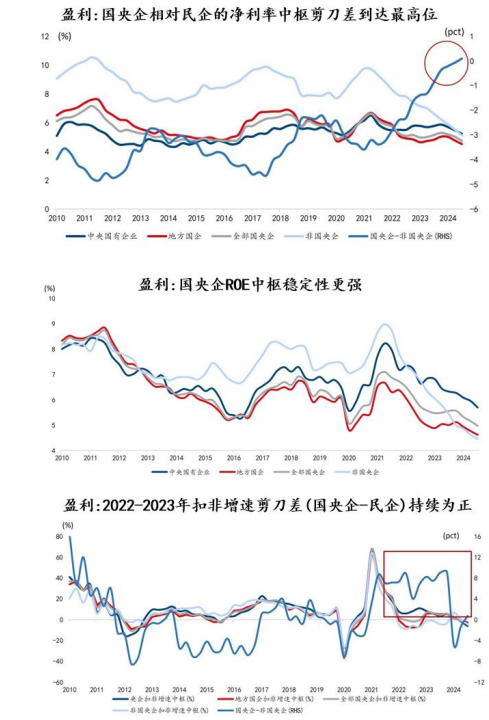
资料来源：万得,国信证券经济研究所整理　　注:个股仅作为数据梳理 不涉及主观投资建议

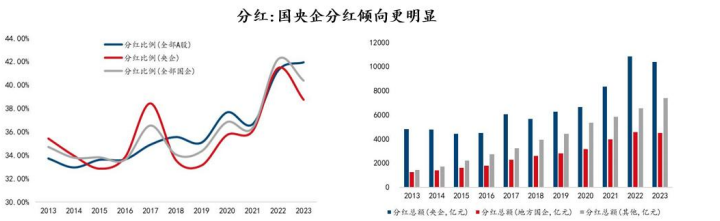
图6：国央企突围的核心逻辑四:筹码结构上，策略容量较大的代表性国央企指数并未触及止盈风险位



资料来源：万得,国信证券经济研究所整理

图7：国央企突围的核心逻辑五：基本面维度，国央企盈利稳定性更强，分红趋势更明显





央企分红占行业分红比（%）

大类风格	申万行业	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上游资源	石油石化	99.2%	99.1%	98.4%	95.6%	97.6%	93.6%	91.3%	86.0%	87.4%	96.5%	94.0%
	煤炭	85.7%	90.2%	95.4%	72.3%	86.7%	58.2%	61.2%	65.4%	54.4%	41.7%	50.1%
	有色金属	7.0%	6.9%	5.1%	8.4%	5.5%	5.5%	7.6%	9.6%	12.5%	10.1%	13.9%
	钢铁	69.9%	65.7%	64.8%	72.1%	60.0%	66.4%	71.3%	54.5%	67.9%	61.6%	60.4%
	基础化工	9.5%	13.8%	5.9%	11.1%	8.4%	8.9%	8.2%	7.1%	10.3%	8.5%	4.1%
中游制造	建筑材料	12.2%	9.8%	12.6%	17.1%	14.7%	12.6%	9.1%	13.0%	21.2%	32.0%	24.9%
	机械设备	19.1%	34.0%	35.9%	43.2%	27.8%	22.2%	31.6%	23.3%	25.1%	23.7%	23.4%
	建筑装饰	84.0%	82.2%	82.8%	80.1%	75.3%	75.2%	75.8%	71.4%	72.9%	71.1%	72.1%
	电力设备	17.1%	19.7%	20.5%	20.6%	15.1%	14.8%	15.7%	12.2%	11.8%	7.5%	9.1%
	国防军工	74.9%	68.8%	58.1%	56.5%	60.7%	61.2%	57.8%	59.1%	56.3%	62.4%	72.2%
	汽车	6.3%	8.3%	12.6%	9.2%	9.0%	2.7%	3.2%	19.2%	13.5%	9.6%	10.4%
下游可选消费	家用电器	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	2.2%	0.7%	0.4%	0.5%	0.3%	0.0%	0.0%
	轻工制造	1.9%	1.6%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%	1.8%	2.1%	3.4%	5.7%	0.6%
	商贸零售	14.0%	14.6%	17.8%	15.5%	14.7%	12.7%	16.2%	20.2%	21.6%	18.6%	33.0%
	社会服务	7.1%	13.1%	6.7%	7.7%	7.6%	10.4%	6.3%	18.3%	12.5%	22.1%	14.1%
	美容护理	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
下游必选消费	食品饮料	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.2%
	纺织服饰	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	6.4%	1.0%	2.0%	1.5%	2.5%	4.4%	5.4%
	医药生物	12.4%	9.8%	7.7%	9.2%	8.0%	8.2%	6.3%	5.6%	6.2%	6.3%	7.6%
	农林牧渔	12.7%	34.8%	15.8%	9.0%	14.9%	13.4%	6.1%	6.3%	24.2%	18.7%	31.0%
TMT	电子	7.9%	5.7%	3.7%	4.9%	4.4%	4.2%	4.8%	4.7%	4.5%	4.7%	3.8%
	计算机	41.9%	42.4%	47.3%	48.1%	46.1%	50.4%	47.6%	46.7%	49.4%	47.0%	43.6%
	通信	58.7%	54.0%	45.9%	26.6%	36.7%	39.6%	39.3%	36.6%	79.1%	92.8%	91.2%
	传媒	8.5%	8.5%	5.2%	8.0%	10.7%	10.4%	15.3%	5.7%	3.9%	3.9%	4.4%
大金融	银行	80.4%	78.3%	77.5%	76.3%	76.3%	71.8%	68.6%	70.2%	69.5%	68.8%	67.4%
	非银金融	41.7%	44.1%	34.9%	31.7%	32.2%	26.2%	38.4%	37.5%	38.0%	32.8%	33.3%
	房地产	18.7%	17.4%	23.5%	22.2%	24.6%	26.2%	28.6%	27.1%	30.0%	26.0%	43.5%
环保公用	公用事业	67.4%	67.5%	68.3%	69.6%	73.4%	72.7%	72.7%	68.0%	74.5%	74.0%	66.1%
	交通运输	40.9%	37.4%	41.2%	32.7%	38.4%	33.3%	34.2%	37.7%	52.2%	70.0%	49.7%
	环保	5.2%	8.2%	7.0%	6.3%	9.0%	5.5%	5.9%	4.0%	2.8%	3.7%	4.5%
	综合	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2025 年国央企投资实战五大方向：现金奶牛、港股红利、并购重组、低估待涨、前瞻高息。

1）国央企现金奶牛：①参考罗素 1000、A 股核心宽基现金奶牛指数，按自由现金流率筛选；②同时考虑自由现金流和当前超调幅度，基于“市值/企业自由现金流”构建策略；经典现金奶牛不一定是被红利指数纳入的狭义高股息资产，但收益表现与持股体验或远远好于红利指数整体水平。

2）港股央企红利：港股的流动性和估值体系与 A 股有差异，因此更多把港股国央企投资做为 A 股国央企投资的补充，在具有相对性价比的时候进行收益增强，基于累计收益率之差适时增加投资组合中 H 股的暴露能够起到放大红利资产投资收益的作用，H 相对 A 的股息率溢价也是较好的筛选因子。

3）并购重组下的国央企投资机遇：上市状态中止的标的，注入到同一实控人对应的上市平台中。

4）低估&待涨国央企：①考虑 9.24”后涨幅较低的国央企：9.24 以来 PB 变动在 5%以内，同时近 13 周一致预测净利润变化率大于 0；②行业、个股层面基于“长期破净、深度破净”进行筛选；③关注市值大于 200 亿，PEG 小于 0.5 的部分中游国央企。

5）预期高股息再改良：我们从预期分红比例的可靠性，净利润的前瞻性，以及过往盈利稳定性对预期高股息模型进行进一步改良。央企未来三年综合预期股息率 top 50 门槛大约在 3.5%；地方国企盈利弹性较大，top 50 预期股息率门槛接近 5%。

图8：低估待涨国央企思路一：9.24 以来 PB 变动在 5%以内，同时近 13 周一致预测净利润变化率大于 0

代码	简称	企业属性	一级行业	9.24起涨前PB	当前PB	PB变动	9.24日以来涨幅	一致预测13周变化率(%)	PE(TTM)	股息率
002332.SZ	仙琚制药	地方国有企业	医药生物	1.96	1.59	-18.9%	-15.8%	0.09	15.4	3.1
601456.SH	国联证券	地方国有企业	非银金融	1.50	1.28	-14.3%	16.2%	13.52	180.2	0.6
601088.SH	中国神华	中央国有企业	煤炭	2.21	1.90	-14.0%	1.3%	0.40	13.7	5.7
000400.SZ	许继电气	中央国有企业	电力设备	2.79	2.43	-13.1%	-12.2%	1.06	23.8	2.1
601225.SH	陕西煤业	地方国有企业	煤炭	2.62	2.29	-12.4%	-7.6%	0.06	10.1	7.0
000975.SZ	山金国际	地方国有企业	有色金属	3.98	3.68	-7.5%	-2.5%	5.91	22.6	1.7
600863.SH	内蒙华电	中央国有企业	公用事业	1.74	1.63	-6.6%	-3.0%	0.05	11.9	4.4
600312.SH	平高电气	中央国有企业	电力设备	2.51	2.40	-4.4%	-4.2%	1.84	21.9	2.4
601878.SH	浙商证券	地方国有企业	非银金融	1.60	1.53	-4.0%	4.4%	1.12	31.1	1.5
601628.SH	中国人寿	中央国有企业	非银金融	2.03	1.97	-3.2%	10.4%	56.83	10.1	1.6
601899.SH	紫金矿业	地方国有企业	有色金属	3.37	3.26	-3.1%	2.8%	5.08	14.8	1.8
000088.SZ	盐田港	地方国有企业	交通运输	1.43	1.40	-1.8%	7.8%	11.55	15.2	3.2
600008.SH	首创环保	地方国有企业	环保	1.08	1.07	-1.4%	10.2%	12.62	6.4	3.2
600021.SH	上海电力	中央国有企业	公用事业	1.24	1.23	-0.3%	5.4%	12.59	9.5	2.3
601991.SH	大唐发电	中央国有企业	公用事业	1.58	1.59	0.7%	4.3%	1.50	16.5	0.3
002100.SZ	天康生物	地方国有企业	农林牧渔	1.21	1.22	1.4%	6.5%	4.19	-29.0	-
601965.SH	中国汽研	中央国有企业	汽车	2.45	2.49	1.6%	4.7%	0.62	18.2	2.5
600551.SH	时代出版	地方国有企业	传媒	0.96	0.98	1.7%	3.3%	4.63	10.0	5.6
601179.SH	中国西电	中央国有企业	电力设备	1.69	1.72	1.8%	2.3%	1.48	32.4	1.7
600710.SH	苏美达	中央国有企业	商贸零售	1.56	1.59	2.2%	9.9%	2.16	10.5	3.6
600377.SH	宁沪高速	地方国有企业	交通运输	1.98	2.03	2.5%	8.2%	0.04	16.6	3.2
601319.SH	中国人保	中央国有企业	非银金融	1.10	1.14	3.9%	12.7%	26.90	7.8	3.2
601061.SH	中信金属	中央国有企业	商贸零售	1.63	1.70	4.2%	5.8%	26.58	16.2	2.1
000966.SZ	长源电力	中央国有企业	公用事业	1.07	1.12	4.2%	9.9%	17.27	25.1	0.7
600929.SH	雪天盐业	地方国有企业	基础化工	1.10	1.15	4.3%	4.5%	1.34	16.1	3.8

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理　注：个股仅作为数据梳理，不涉及主观投资建议

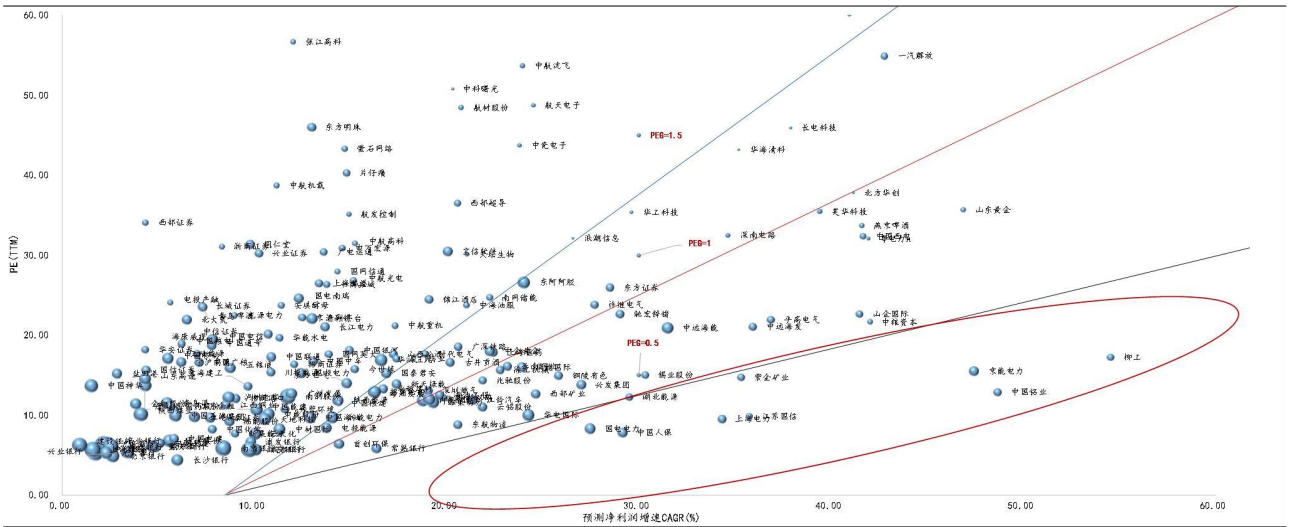
图9：低估待涨国央企思路二：行业及个股层面长期破净

一级行业	国央企数量	破净国央企数量	国央企破净率
银行	25	25	100.00%
钢铁	28	11	39.29%
房地产	64	22	34.38%
建筑材料	25	6	24.00%
建筑装饰	73	15	20.55%
交通运输	82	12	14.63%
轻工制造	14	2	14.29%
石油石化	23	3	13.04%
煤炭	31	4	12.90%
商贸零售	42	5	11.90%
汽车	62	5	8.06%
纺织服饰	13	1	7.69%
综合	13	1	7.69%
基础化工	94	7	7.45%
传媒	55	3	5.45%
医药生物	74	4	5.41%
环保	40	2	5.00%
公用事业	86	3	3.49%
非银金融	56	1	1.79%
电子	57	1	1.75%
机械设备	97	1	1.03%
美容护理	4	0	0.00%
电力设备	60	0	0.00%
计算机	62	0	0.00%
有色金属	52	0	0.00%
社会服务	42	0	0.00%
食品饮料	37	0	0.00%
通信	27	0	0.00%
国防军工	56	0	0.00%
家用电器	14	0	0.00%
农林牧渔	34	0	0.00%

代码	简称	12个月最高PB	一级行业	企业属性	一致预测净利润增速(2024年，%)
601818.SH	光大银行	0.49	银行	中央国有企业	0.5%
600000.SH	浦发银行	0.49	银行	地方国有企业	11.7%
601169.SH	北京银行	0.50	银行	地方国有企业	1.0%
601992.SH	金隅集团	0.52	建筑材料	地方国有企业	1411.4%
000959.SZ	首钢股份	0.55	钢铁	地方国有企业	11.0%
601577.SH	长沙银行	0.56	银行	地方国有企业	4.4%
601077.SH	渝农商行	0.58	银行	地方国有企业	4.4%
601166.SH	兴业银行	0.59	银行	地方国有企业	2.7%
601229.SH	上海银行	0.59	银行	地方国有企业	0.3%
601860.SH	紫金银行	0.60	银行	地方国有企业	0.8%
000990.SZ	诚志股份	0.62	基础化工	地方国有企业	62.3%
601963.SH	重庆银行	0.64	银行	地方国有企业	3.2%
600208.SH	衢州发展	0.67	房地产	地方国有企业	34.5%
601998.SH	中信银行	0.68	银行	中央国有企业	2.2%
601800.SH	中国交建	0.69	建筑装饰	中央国有企业	3.3%
601825.SH	沪农商行	0.69	银行	地方国有企业	2.0%
600266.SH	城建发展	0.70	房地产	地方国有企业	65.5%
600649.SH	城投控股	0.70	房地产	地方国有企业	33.8%
601939.SH	建设银行	0.71	银行	中央国有企业	0.1%
600269.SH	赣粤高速	0.72	交通运输	地方国有企业	10.3%
601658.SH	邮储银行	0.72	银行	中央国有企业	0.9%
600623.SH	华谊集团	0.74	基础化工	地方国有企业	21.2%
601288.SH	农业银行	0.74	银行	中央国有企业	2.0%
000498.SZ	山东路桥	0.77	建筑装饰	地方国有企业	4.0%
601669.SH	中国电建	0.77	建筑装饰	中央国有企业	2.6%
600064.SH	南京高科	0.78	房地产	地方国有企业	18.3%
600820.SH	隧道股份	0.79	建筑装饰	地方国有企业	5.0%
600919.SH	江苏银行	0.80	银行	地方国有企业	9.2%
601009.SH	南京银行	0.81	银行	地方国有企业	6.9%
600339.SH	中油工程	0.82	石油石化	中央国有企业	14.6%

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理　注：个股仅作为数据梳理，不涉及主观投资建议

图10：低估待涨国央企思路三：200亿以上国央企的PEG对比



资料来源:万得,国信证券经济研究所整理　　注:个股仅作为数据梳理 不涉及主观投资建议,24-25净利润CAGR基于万得一致预期测算 气泡大小为股息率(TTM)

风险提示

（1）海外地缘冲突加剧；

（2）指数梳理仅基于客观数据，不涉及主观意见及推荐

（3）历史复盘对未来指引有限

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032