

相关研究

《科创板迎来高质量发展的新机遇》

2023.03.03

《向阳花木易为春》2023.03.03

《二十大后首个“两会”的政策展望》

2023.02.28

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

联系人:余培仪

Tel:(021)23219400

Email:ypy13768@haitong.com

联系人:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@haitong.com

国企估值折价的缘由和改善路径

——“中特估值”探究系列 1

投资要点:

- **核心结论:** ①政策高度重视国企的价值创造和价值实现,背后是 A 股国企估值持续下滑,相对民企的折价不断加深。②国企相对民企的估值折价与盈利有关但并不完全一致,与风格存在较强相关性,行业也是重要因素。③国企价值重估的路径包括强化退市制度,凸显国企永续经营价值,同时加强国企改革,抬升国企盈利中枢。
- **“中特估值体系”概念的由来。**“中国特色估值体系”这一概念最早被 A 股市场关注是 2022 年 11 月 21 日证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上提出要探索建立具有中国特色的估值体系。不仅是资本市场层面,国有企业在经济发展和产业转型过程的作用开始凸显。2023 年 3 月 3 日国资委召开会议,对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署;3 月 5 日政府工作报告提出深化国资国企改革,提高国企核心竞争力。在当前这个时点,政策层面之所以如此重视国有企业的价值实现问题,背后是上市国企的估值持续下滑至偏低的水平,相对民企的估值裂口也显著拉大。
- **国企估值折价的可能来源。**在探讨国央企价值重估之前,首先需要理解过去和当下国企估值存在折价的原因,我们尝试从盈利、风格和行业等角度进行研究,发现:从中长期趋势看, A 股国企相对民企的估值折价与盈利水平之差存在一定相关关系,但是如果将视角放在中短期,可以发现国企的估值折价又并非完全由盈利决定。国企与民企的相对估值与市场风格相关性较强,背后是市场对公司成长性的偏好。国企与民企的相对估值与行业也有一定关系,背后是市场对行业空间的重视。
- **国企价值重估的可能路径。**未来国企估值该如何实现修复?我们认为强化退市制度、加强国企改革或是可行的路径。相对于民企,当前国企的优势在于市值规模更大、且更不容易存在退市、甚至破产的风险。因此,推进退市常态化,有助于凸显上市国企大市值、永续经营的特点。此外,对比各行业内部国企以及行业整体的估值和盈利水平,可以发现各行业国企的估值折溢价与相对盈利水平成正比,即盈利能力更低的国企往往遭受更大的估值折价。未来随着国企改革进一步推进,央、国企市场化经营机制不断完善,经营活力持续释放,国企的盈利中枢有望抬升,市场的认可度或也将因此得到扭转。
- **风险提示:** 改革推进不及预期。

目 录

1. “中特估值体系”概念的由来	5
2. 国企估值折价的可能来源	7
3. 国企价值重估的可能路径	10

图目录

图 1 A 股国企利润占比较高.....	6
图 2 A 股国企估值显著偏低.....	6
图 3 A 股国有企业上市公司行业分布	6
图 4 A 股民营企业上市公司行业分布	6
图 5 中长期看国企估值趋势下滑	7
图 6 国企相对民企的估值折价不断加深	7
图 7 国企和民企相对估值与盈利有关但不完全（1）	7
图 8 国企和民企相对估值与盈利有关但不完全（2）	7
图 9 A 股国企估值与盈利显著脱钩.....	8
图 10 A 股民企估值与盈利大致正相关	8
图 11 A 股国企估值折价与风格部分相关（1）	8
图 12 A 股国企估值折价与风格部分相关（2）	8
图 13 A 股国企估值折价与风格部分相关（3）	8
图 14 A 股国企估值折价与风格部分相关（4）	8
图 15 A 股银行盈利能力优于美股	9
图 16 A 股银行估值显著低于美股	9
图 17 A 股消费板块龙头国企盈利能力优于海外龙头	10
图 18 A 股消费板块龙头国企与海外龙头估值相近	10
图 19 从传统 DCF 模型出发中国国企价值应计入永续经营价值.....	10
图 20 2022 年各市场市值前/后 30% 公司成交额占比	11
图 21 A 股小盘股估值溢价明显高于港股和美股	11
图 22 国企相比民企退市风险更低	11
图 23 对比美股，A 股退市率偏低	11
图 24 各行业国企的估值折溢价与相对盈利水平成正比	12

表目录

表 1	政策层面高度重视国企价值实现	5
表 2	A 股各行业国企市值和利润占比	9
表 3	当前国企央企民企估值和近期涨幅对比	12

近期 A 股市场上“中字头”企业股价表现较为亮眼，带动上证指数上涨并突破前高，市场对“中国特色估值体系”、央国企价值重估等话题的关注度显著上升，部分投资者认为在当下经济和市场环境下，央国企的投资价值可能逐渐被认可，本文将就此展开分析。

1. “中特估值体系”概念的由来

政策层面高度重视国有企业的价值创造和价值实现，推动国企上市公司估值提升。

“中国特色估值体系”这一概念最早被 A 股市场关注是 2022 年 11 月 21 日证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上提出要“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”。而这一概念直接指向 A 股上市的央国企，易会满主席提出“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要‘练好内功’，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义”。

不仅是资本市场层面，中国式现代化背景下国有企业在经济发展和产业转型过程的作用开始凸显。2023 年 3 月 3 日国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，会议提出“以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑”；会议强调“面对蓬勃兴起的新一轮科技革命和产业变革，国资国企要进一步提高政治站位，把企业价值创造行动抓紧抓细，务求取得工作实效”。3 月 5 日政府工作报告提出“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”。

表 1 政策层面高度重视国企价值实现

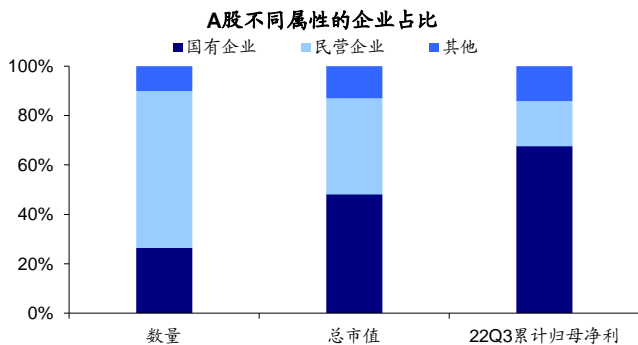
日期	部门/机构	政策/事件	相关内容
2020/10/5	国务院	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	意见提出科学界定国有控股上市公司治理相关方的权责， 健全具有中国特色的国有控股上市公司治理机制 ；发挥证券市场价格、估值、资产评估结果在国有资产交易定价中的作用，支持国有企业依托资本市场开展混合所有制改革。
2022/5/27	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	方案提出推动上市平台布局优化和功能发挥，促进上市公司完善治理和规范运作，强化上市公司内生增长和创新发展， 增进上市公司市场认同和价值实现 。
2022/11/21	证监会	2022 年金融街论坛年会	证监会主席易会满提出深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑， 探索建立具有中国特色的估值体系 ，促进市场资源配置功能更好发挥。
2022/12/2	上交所	定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》	制定新一轮央企综合服务相关安排，涉及央企上市公司的主要举措有三方面： 服务推动央企估值回归合理水平 ，服务助推央企进行专业化整合，服务完善中国特色现代企业制。
2023/1/5	国资委	中央企业负责人会议	提出乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，以更大力度打造现代新国企， 着力完善中国特色国有企业现代公司治理 ，更好发挥中央企业核心功能；深入推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能， 加快打造现代产业链链长 ，积极开拓新领域新赛道，培育壮大战略性新兴产业，在建设现代化产业体系上发挥领头羊作用。
2023/2/2	证监会	2023 年证监会系统工作会议	证监会主席易会满表示，要深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用， 逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系 ，更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023/2/27	国资委	国有企业改革领导小组办公室召开国企改革三年行动经验成果交流会议	国资委副主任翁杰明表示，将持续用好重组整合这个重要抓手，加快国有资本布局优化和结构调整。工作中将注重以下四个方面：坚持以市场化原则推进，瞄准国有企业的功能定位推进，围绕建设现代化产业体系推进，聚焦资源高效配置推进。
2023/2/28	国资委	中央企业提高上市公司质量工作专题会	会议指出， 统筹推进中央企业高质量上市 ，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。
2023/3/3	国资委	国务院国资委召开会议，对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署	会议提出， 以价值创造为关键抓手 ，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑；会议强调，面对蓬勃兴起的新一轮科技革命和产业变革， 国资国企要进一步提高政治站位，把企业价值创造行动抓紧抓细 ，务求取得工作实效。
2023/3/5	国务院	《政府工作报告》	切实落实“两个毫不动摇”，深化国资国企改革， 提高国企核心竞争力 。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系， 完善中国特色国有企业现代公司治理 。

资料来源：国务院、证监会、国资委、上交所，海通证券研究所整理

A股层面国有企业贡献大部分利润，但估值持续下滑，相对民企的折价不断加深。在当前这个时点，政策层面之所以如此重视国有企业的价值实现问题，背后是上市国企的估值持续下滑至偏低的水平，相对民企的估值裂口也显著拉大。具体而言：A股上市公司中国有企业（中央+地方）有1348家，占比仅26%，但这些公司贡献了A股大部分的利润，如果以22Q3累计归母净利润计算，国有企业占比近70%，然而国有企业的市值占比仅为48%。横向对比看，截至2023/3/3（下同），A股国有企业的PE（TTM，下同）/PB（LF，下同）仅12.6倍/1.3倍，远低于民企的44.8倍/3.3倍，也低于全A的18.2倍/1.7倍。

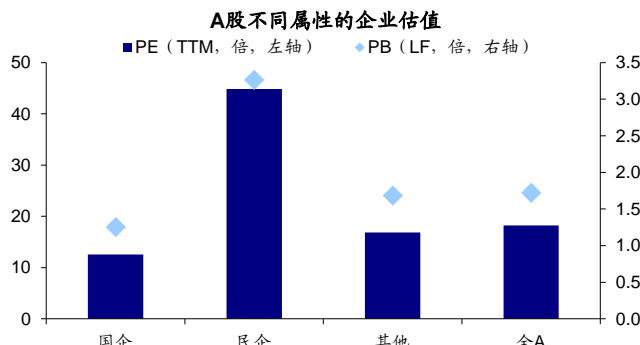
为了分析历史趋势，我们进一步采用中证国企指数和中证民企指数作为分析对象，两个指数基本涵盖了A股市场上的国有企业和民营企业，观察指数成分股可以发现国有企业主要分布在金融、电信、公用、能源等传统产业，而民企则主要分布在制造、科技、医药等新兴产业。从估值来看，A股国有企业估值趋势下滑，PE从2010年初的30倍左右下滑至目前的10倍左右，PB从2010年初的3倍左右下滑至目前的1倍左右；同时，国有企业相对民营企业的估值折价不断加深，目前A股国企相对民企的PE估值折价率超过70%，PB估值折价率超过60%。

图1 A股国企利润占比较高



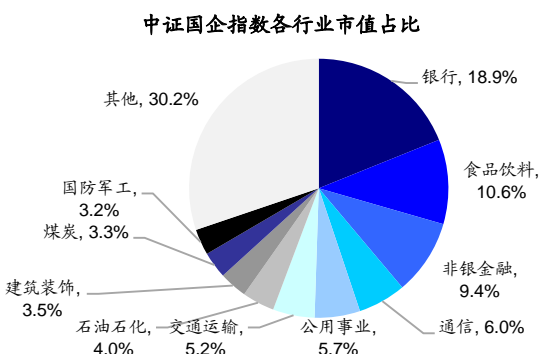
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/3/3

图2 A股国企估值显著偏低



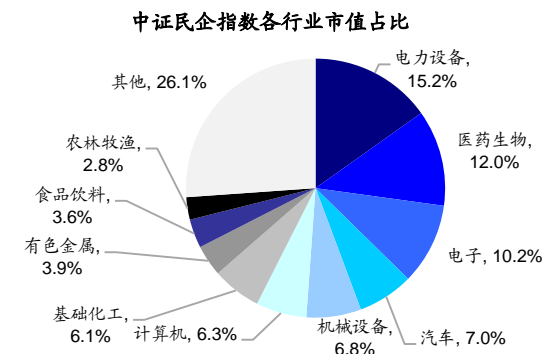
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/3/3

图3 A股国有企业上市公司行业分布



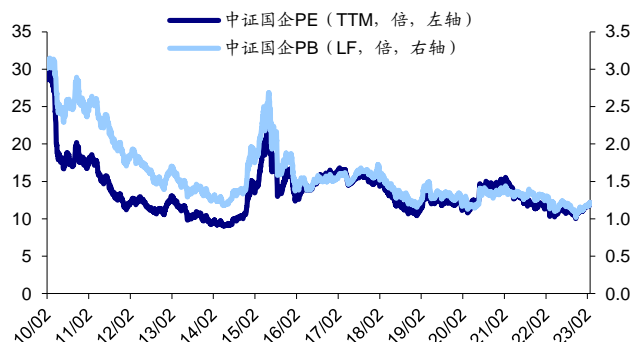
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/3/3

图4 A股民营企业上市公司行业分布



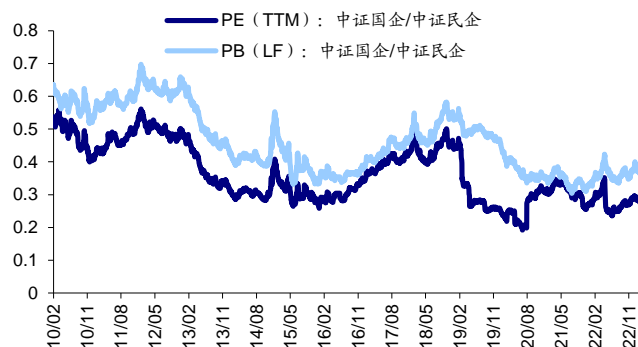
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2023/3/3

图5 中长期看国企估值趋势下滑



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

图6 国企相对民企的估值折价不断加深



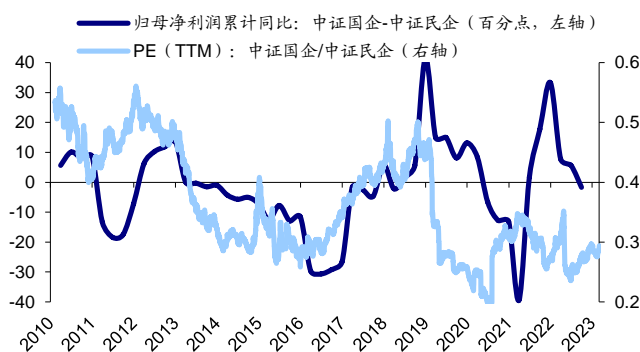
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

2. 国企估值折价的可能来源

在探讨国企价值重估之前，首先需要理解过去和当下国企估值存在折价的原因，我们尝试从盈利、风格和行业等角度进行研究，发现：国企与民企的相对估值与相对盈利有关但并不完全一致，与成长价值和大小盘风格存在相关性，此外行业构成也是重要因素，详见下文分析。

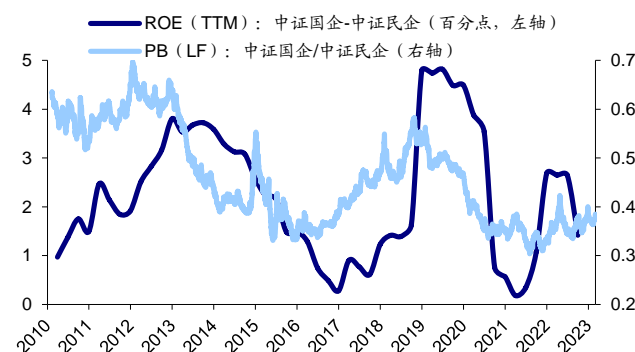
国企与民企的相对估值与相对盈利趋势大致相关，但中短期也存在不一致。基本面是上市公司投资价值的根本，也是估值的核心参考指标，因此在讨论 A 股国有企业估值相对民营企业的折价时，首先就需要考察两者之间的盈利水平是否存在显著差异。我们将中证国企指数与民企指数的归母净利润同比增速之差与两者的 PE 估值之比进行对比，将中证国企指数与民企指数的 ROE (TTM, 下同) 之差与两者的 PB 估值之比进行对比。从中长期趋势看，A 股国企相对民企的估值折价与盈利水平之差存在一定相关关系，但是如果将视角放在中短期，可以发现国企的估值折价又并非完全由盈利决定。进一步从微观个股角度分析，我们将 A 股国企和民企上市公司的 PB 估值与 ROE 画散点图（如图 9 和图 10），可以发现民企的估值与盈利能力正相关，但是国企的估值与盈利能力并不匹配。

图7 国企和民企相对估值与盈利有关但不完全（1）



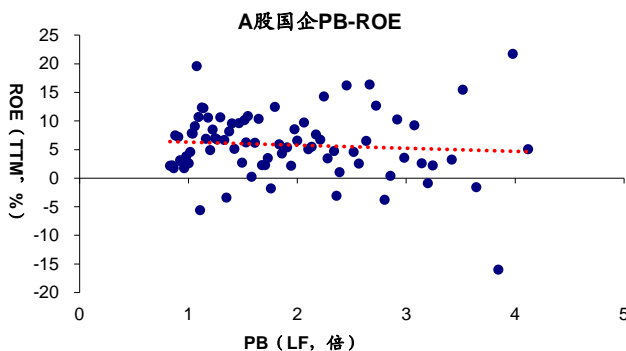
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

图8 国企和民企相对估值与盈利有关但不完全（2）



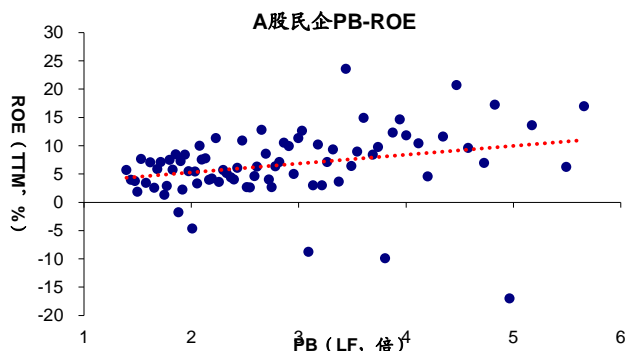
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

图9 A股国企估值与盈利显著脱钩



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

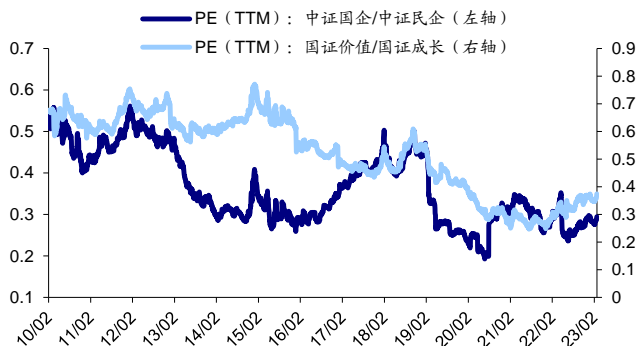
图10 A股民企估值与盈利大致正相关



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

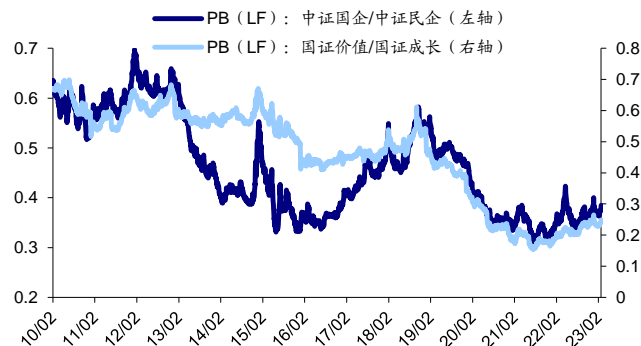
国企与民企的相对估值与市场风格相关性较强，背后是市场对公司成长性的偏好。估值本身是投资者对一类资产的主观看法，那么中间就会夹杂着投资者的一致性偏好，对于A股市场而言，成长性可能是最重要的考量因素。价值风格和成长风格刻画的是投资者对于个股基本面中业绩增速的偏好，价值风格的投资者更在意业绩的确定性，成长风格的投资者更关注业绩的弹性。国企作为传统产业中的大型企业，随着中国经济发展到成熟阶段，成长性已经较弱，因此更多属于价值股。我们将中证国企指数与民企指数的相对估值与国证价值指数和成长指数的相对估值进行对比（如图11和12），10年以来两者PE和PB的相关系数达到0.60和0.74。此外，大小盘风格也是影响因素之一，中小盘股的弹性较大，而国企等大盘股弹性较小，因而中证国企指数与民企指数的相对估值与国证大盘指数和小盘指数的相对估值走势也存在相关性（如图13和14）。

图11 A股国企估值折价与风格部分相关（1）



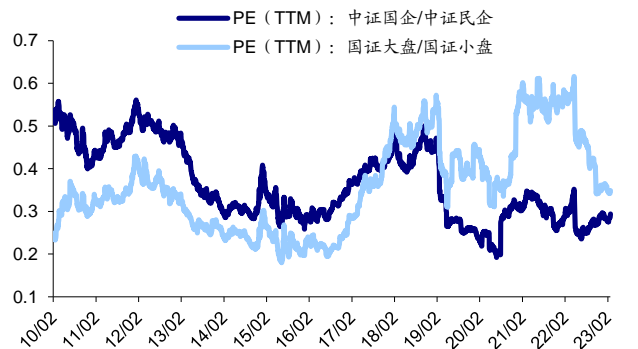
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

图12 A股国企估值折价与风格部分相关（2）



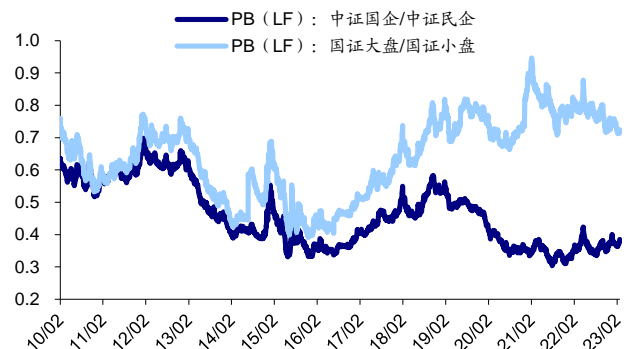
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

图13 A股国企估值折价与风格部分相关（3）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

图14 A股国企估值折价与风格部分相关（4）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

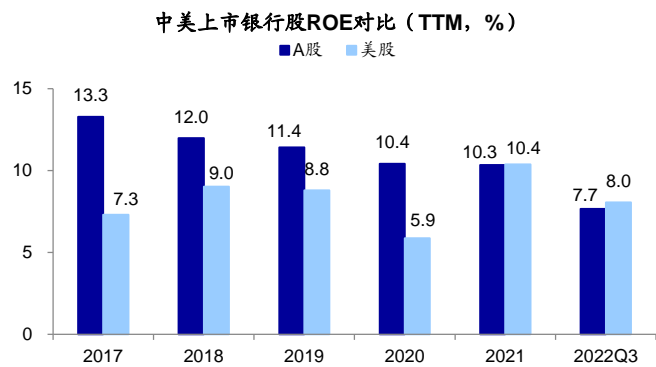
国企与民企的相对估值与行业也有一定关系，背后是市场对行业空间的重视。前文提及 A 股国企主要分布在传统产业，而民企则集中在新兴产业，那么国企相对民企的估值折价是否源于行业构成的差异？为此，我们可以对比海内外消费和金融行业龙头公司的盈利和估值差异。之所以选择消费和金融，首先这两个行业国企占比均较高，其次两个行业代表性较强，A 股投资者往往认为消费的行业空间更加广阔，且具有更高成长性，对应到 DCF 估值模型中便是折现期更长，而认为金融在当下经济环境下发展空间有限，成长性偏弱，所以更加注重即期的现金流，较少进行长期的展望。对比可以发现，A 股银行股的 ROE 显著高于美股，但估值却低于美股，并且美股银行股的估值在一定区间内波动，而 A 股银行股的估值则持续下滑；相比之下，A 股食品饮料龙头的利润增速略高于海外可比公司，估值与海外消费龙头相近。可见，尽管银行和食品饮料国企占比均较高，但银行的估值显著较低，食品饮料的估值则与国际接轨。

表 2 A 股各行业国企市值和利润占比

排序	行业	国企市值占比 ↓	国企 22Q3 累计归母 净利润占比	排序	行业	国企市值占比 ↓	国企 22Q3 累计归母 净利润占比
1	煤炭	93.3%	98.1%	16	社会服务	45.9%	196.8%
2	公用事业	88.1%	88.6%	17	环保	41.1%	60.5%
3	石油石化	81.2%	90.7%	18	传媒	40.2%	51.4%
4	建筑装饰	80.4%	95.2%	19	基础化工	37.6%	43.2%
5	银行	77.2%	81.4%	20	计算机	32.8%	70.9%
6	通信	76.6%	86.1%	21	汽车	28.3%	43.8%
7	钢铁	75.4%	61.8%	22	机械设备	27.9%	32.6%
8	交通运输	75.2%	109.5%	23	农林牧渔	17.3%	85.8%
9	食品饮料	72.7%	74.5%	24	医药生物	15.1%	20.8%
10	国防军工	67.9%	69.4%	25	纺织服饰	14.7%	10.9%
11	非银金融	67.3%	59.8%	26	电子	13.3%	9.6%
12	房地产	56.9%	124.8%	27	电力设备	12.7%	8.9%
13	商贸零售	56.4%	70.4%	28	轻工制造	8.2%	6.1%
14	建筑材料	50.8%	72.2%	29	家用电器	6.0%	3.1%
15	有色金属	47.0%	41.8%	30	美容护理	4.1%	2.0%

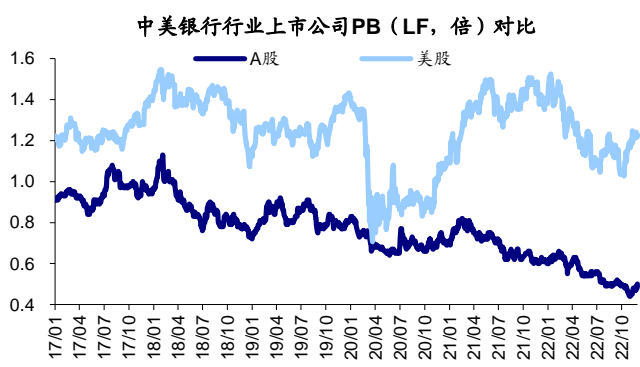
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

图15 A 股银行盈利能力优于美股



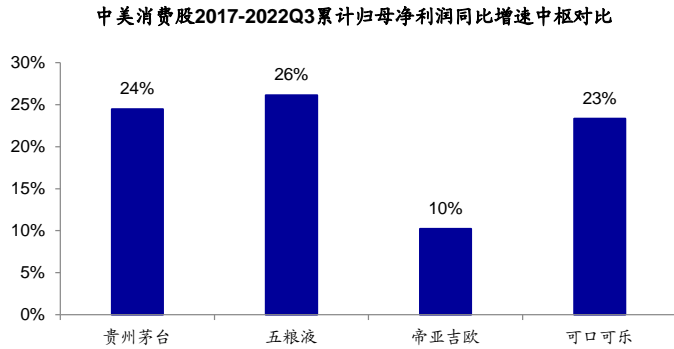
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 A 股银行估值显著低于美股



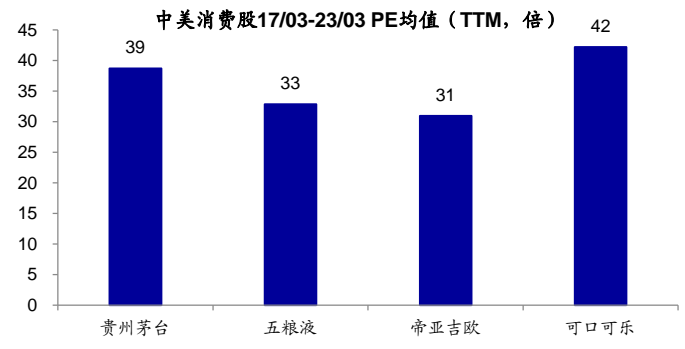
资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 A股消费板块龙头国企盈利能力优于海外龙头



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 A股消费板块龙头国企与海外龙头估值相近



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/3

3. 国企价值重估的可能路径

如前文所述，我们认为目前国企估值偏低、且与盈利相关性较低，原因或与行业、市场风格等客观因素有关，那么未来国企估值该如何实现修复？我们认为强化退市制度、加强国企改革或是可行的路径。

加快推进 A 股市场常态化退市机制，凸显国企永续经营价值。和成熟市场相比，由于 A 股退市制度仍在发展历程中，因此部分 A 股小市值公司仍具有一定的成交额及估值溢价：2022 年港股与美股市值前 30% 的龙头公司成交额占比分别高达 98%、95%，A 股为 64%，而市值后 30% 的公司成交额占比分别低至 0%、1%，A 股为 9%，可见过去在退市制度不完善的背景下部分基本面欠佳的小市值公司占用了较多的市场资源；此外从估值溢价角度看，以各市场小盘指数对比市场指数的相对 PE 来刻画，2022 年 A 股小市值公司的估值溢价为 1.3，对比成熟市场依然偏高，2022 年同期的港股、美股小市值公司估值溢价分别为 0.8、0.7。近两年来，A 股退市制度改革正加速落地，退市制度改革以来已经取得实质性进展，但对比退市机制已经较为成熟的美股市场，A 股的退出机制仍有进一步拓宽的空间，按当年退市数量与上市公司总数之比衡量退市率，2022 年美股退市率已经达到 6.4%，而同期 A 股仅 0.3%。

相对于民企，当前国企的优势在于市值规模更大、且更不容易存在退市、甚至破产的风险。因此，推进退市常态化，有助于凸显上市国企大市值、永续经营的特点。统计 A 股有史以来的退市及 ST 企业数量分布，非国企、央企企业占比约 75%，可见国企经营明显更稳健。从传统的 DCF 模型出发，除了未来远期现金流折现的价值外，央、国企的企业价值应当考虑永续经营的价值，而目前在 A 股退市制度仍待进一步发展的背景下，央、国企该优势并未被充分计入。因此，加快推进退市制度的建设，不仅有助于加速出清部分经营不善的小市值公司，使得央、国企享有更高的成交额和估值溢价，并且有助于央、国企的永续经营价值进一步凸显。

图19 从传统 DCF 模型出发中国国企价值应计入永续经营价值

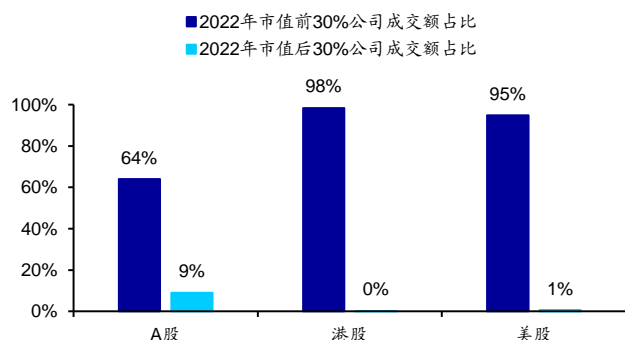
$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \quad \leftarrow \text{中国国企的独特价值}$$

$$TV = \frac{FCFF_n \times (1+g)}{WACC - g}$$

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC - g) \times (1+WACC)^n}$$

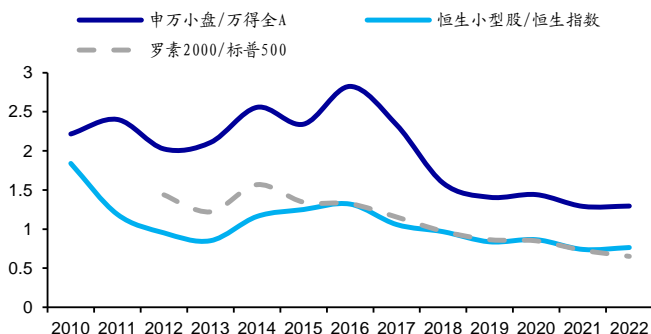
资料来源：海通证券研究所，其中EV：企业总价值；TV：永续经营的终值；FCFF：公司自由现金流；WACC：公司加权平均资本成本；g：永续增长率

图20 2022年各市场市值前/后30%公司成交额占比



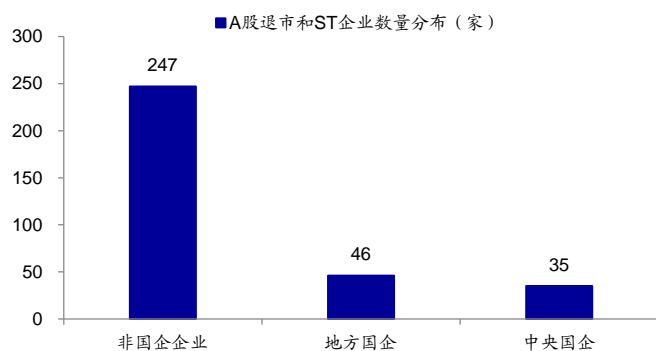
资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 A股小盘股估值溢价明显高于港股和美股



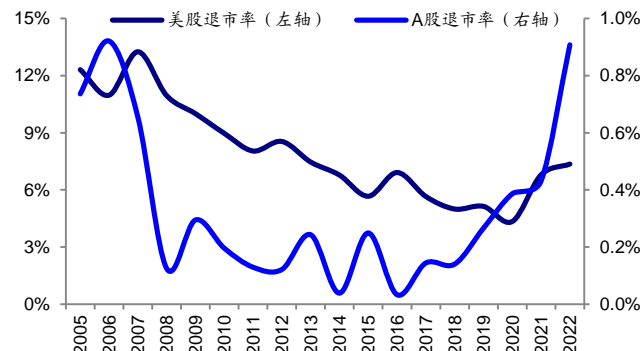
资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 国企相比民企退市风险更低



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/03/03

图23 对比美股，A股退市率偏低



资料来源：Wind，海通证券研究所

进一步推动国企改革向更高目标进发，抬升国企盈利中枢。2020年6月30日，习近平总书记主持召开中央深改委第十四次会议，审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》。国企改革三年行动启动以来，国企改革已经取得突破性进展，为做强做优做大国有企业提供了有力支撑，使国有经济的竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力得到进一步增强。当前，国企改革三年行动主要目标任务已经完成，未来新一轮国企改革还将继续深化。23年1月5日，国资委表示“2023年，中央企业要突出重点攻坚克难，乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动。积极稳妥分层分类深化混合所有制改革，促进国企民企协同发展，进一步发挥国有企业引领带动作用”，表明新一轮国企改革深化提升行动将启动。除了深化改革外，2023年中央企业要锚定新时代新征程奋斗目标，3月4日新华社报道国务院国资委日前以视频形式召开会议，对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署，此外今年政府工作报告指出“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”。

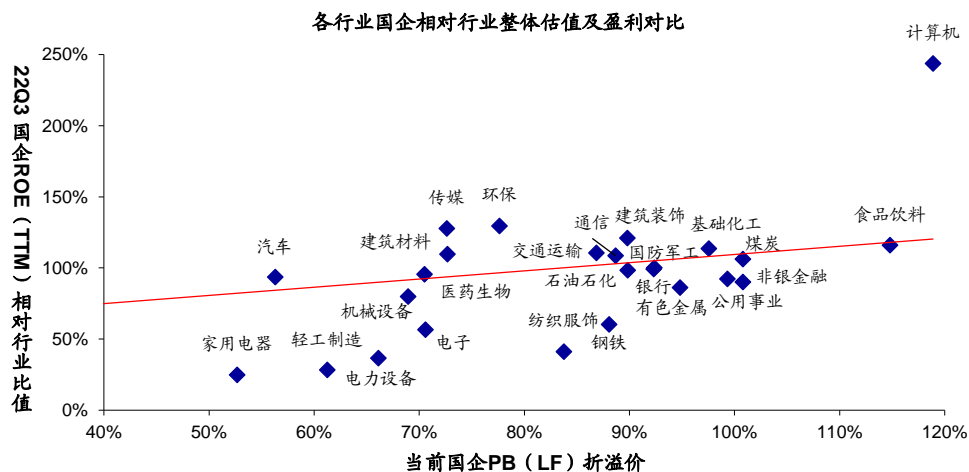
对比各行业内部国企以及行业整体的估值和盈利水平，可以发现各行业国企的估值折溢价与相对盈利水平成正比，即盈利能力更低的国企往往遭受更大的估值折价（详见图24）。未来随着国企改革进一步推进，央、国企市场化经营机制不断完善，经营活力持续释放，国企的盈利中枢有望抬升，市场的认可度或也将因此得到扭转。截至2023/03/03，当前中证民企指数PE（TTM，下同）为41倍，处于13年以来51%历史分位，而国企指数PE仅12倍（处于13年以来43%历史分位）、央企10倍（35%）、中字头指数仅9倍（14%），可见目前以中字头企业为代表的央、国企整体估值较低。近期市场对央国企的低估值已有所反应，23年2月以来中字头指数最大涨幅达8%、央企6%、国企4%，明显高于民企。未来随着市场对中国特色估值体系的不断挖掘，央、国企的估值或有望进一步修复。

表 3 当前国企央企民企估值和近期涨幅对比

	PE (TTM, 倍)	PE 自 2013 年以来的历史分位数 (%)	2023/02 以来的最大涨幅 (%)
中证民企	41.4	51.4	1.8
万得全 A	18.2	51.5	2.6
中证国企	12.2	43.0	4.0
中证央企	10.0	35.0	5.6
中字头指数	9.1	14.1	8.3

资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 2023/03/03

图 24 各行业国企的估值折溢价与相对盈利水平成正比



资料来源：海通证券研究所，截至 2023/03/03

风险提示：改革推进不及预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
郑子勋 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@haitong.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理

(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com

应镭炯(021)23219394 yjx12725@haitong.com

李 俊(021)23154149 lj13766@haitong.com

联系人

李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com

王宇晴 wyq14704@haitong.com

侯 欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com

郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com

罗 蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com

余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com

袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com

黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com

张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com

联系人

郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com

曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com

唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com

徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com

谈 鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com

庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com

谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com

吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com

联系人

滕颖杰(021)23219433 tyj13580@haitong.com

章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com

陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com

魏 玮(021)23219645 ww14694@haitong.com

江 涛(021)23219819 jt13892@haitong.com

舒子宸 szc14816@haitong.com

张 弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com

王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com

联系人

王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com

方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com

藏 多(021)23212041 zd14683@haitong.com

孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com

张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com

高 上(021)23154132 gs10373@haitong.com

郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com

吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com

联系人

余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com

杨 锦(021)23154504 yj13712@haitong.com

王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com

刘 颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com

潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com

联系人

王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com

吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com

朱 蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com

周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com

李殊醒 02163411361 lsx11330@haitong.com

联系人

纪 尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@haitong.com

朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com

胡 歆(021)23154505 hx11853@haitong.com

联系人

张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

郑 琴(021)23219808 zq6670@haitong.com

贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com

朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com

梁广楷(010)56760096 lglk12371@haitong.com

孟 陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com

联系人

周 航(021)23219671 zh13348@haitong.com

彭 婷(010)68067998 pp13606@haitong.com

肖治健(021)23219164 xzj14562@haitong.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@haitong.com

房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com

张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com

刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com

联系人

余玖翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

阎 石 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com

高 瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com

联系人

张冰清 021-23154126 zbq14692@haitong.com

曹蕾娜 cln13796@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com

陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com

孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com

联系人

崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com

甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com

联系人

张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com

谢 盐(021)23219436 xiey@haitong.com

联系人

曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23219748 hjs14155@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 马菁菁 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翔 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wjy13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gql13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com 联系人 吕科佳 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟 (0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚 (021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁 (021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
杨羽莎 (010)58067977 yys10962@haitong.com
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珏 (010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com