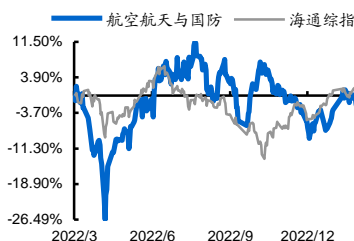


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《看好板块反弹》2023.03.06

《关注稀缺性标的和存改革预期的板块》
2023.02.06

《22Q4 军工仓位 5.30%、超配 2.09pct，
全市场主动基金小幅减配》2023.01.30

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@haitong.com

证书:S0850517110002

分析师:张欣劼

Tel:18515295560

Email:zxj12156@haitong.com

证书:S0850518020001

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@haitong.com

证书:S0850511010026

分析师:赵明炜

Tel:(021)23219814

Email:zyw13208@haitong.com

证书:S0850520070002

“中特估值”探究系列 6——制造业国企有望迎来中国特色估值重塑

投资要点:

- **机械板块央国企估值具备提升空间，有望迎来价值重估新机遇。**机械装备板块央国企在重要子行业和关键领域承担国家战略发展重任，是中国高端制造的坚实力量。从估值情况看，当前机械央国企的估值处于历史低位，且低于民营/外资企业估值，主要与经营效率相对低下、所处行业属性偏传统制造业、市场化程度较低等有关。我们认为，随着国企改革持续推进，优质机械国企估值有望重塑。从改革情况上看，我们看到，机械板块部分央国企已通过混改、内部改革、股权激励等方式提升经营效率、提振员工信心。我们认为，随着对标世界一流企业的价值创造行动的启动，新一轮央国企改革有望持续深化，机械央国企有望迎来价值重估新机遇。
- **国内外军工股估值在上中下游和受影响因素方面存在异质性，成长与改革将推动我国优势军工企业价值重估。**海外军工企业属性上，存在军工复合体类，同时大部分核心资产均上市，我国军工上市企业在国企改革和资产注入预期方面存在估值溢价。其次，海外军工企业估值受宏观扰动影响更大，我国军工企业估值近年受相关外协比例变化、国企改革、规模提升背景下盈利改善等影响更大。随着我国军工定价机制改革，资产注入推动产融结合，股权激励等举措，我们认为相关受益企业估值有望迎来催化。
- **建筑央国企估值提升正在进行时，核心价值有望再发掘。**对标海外，国内建筑企业估值偏低，盈利能力较强，现金流需要改善；对比国内，建筑央国企 2022 年前三季度贡献了行业约 95% 的净利润，但截至 2023/3/16，市值合计占比仅约 80%，利润贡献大、市值低，估值提升空间大。“中特估”背景下，国资委加强央企业经营指标引领，2023 年新增 ROE 和现金流考核，注重高质量发展；建筑央国企也积极推进股权激励，以及战略性重组/专业化整合做大做强；此外，基础设施 REITs 助力建筑央国企存量资产盘活，叠加一带一路十周年，我们认为建筑央国企估值提升有望迎来催化，核心价值有望再发掘。
- **家电板块中特估值企业主要布局白电以及黑电领域。**参考目前估值水平，我们认为国内白电领域中特企业在自身规模后续业绩成长性上具备一定空间，因此当前估值水平上相较于格力、美的、海尔三大行业龙头，拥有一定溢价，并且盈利能力在原材料、汇率等外部因素催化波动下，具备一定弹性，在整体趋势边际优化过程中，推荐保持持续跟踪。
- **风险提示：**国企改革进展不及预期；各产业发展不及预期等。
- **合规提示：**根据迈信林招股说明书披露，海通创新证券子公司持有【688685 迈信林】总股本 1%以上限售股，特此披露。

目 录

1. 国企改革持续推进，关注机械板块投资机会	9
1.1 机械板块总览：国有企业是制造业坚实力量	9
1.2 估值分析：国/央企估值偏低，与经营效率较低、所处行业偏传统、市场化程度较低等有关	11
1.3 国央企改革进程加快，估值有望重塑	13
1.3.1 股权激励：明确战略规划，提振员工信心	13
1.3.2 混改加速，引入战投以实现优势互补、高效协作	14
1.3.3 内部梳理、改革，成效显著	16
1.4 建议关注	16
2. 我国军工行业特色估值体系探索	17
2.1 他山之石：从海外军工航空产业链估值分析中国特色军工航空产业链估值差异	17
2.1.1 美国军贸独步全球，企业与政府资本深度结合	17
2.1.2 海外军企市值受宏观因素影响大，中游发展空间辽阔	18
2.1.3 不同估值指标存差异	19
2.2 “成长与改革”共塑我国优势军工资产价值重估	20
2.2.1 当前国内军工航空链公司相对估值分析	20
2.2.2 军品定价机制改革将为主机厂带来更高盈利空间	22
2.2.3 资产注入推动产融结合，整合资源提升市场化经营水平	23
2.2.4 股权激励提质增效，业绩提升效果显著	23
2.2 多指标构建我国特色军工估值体系	24
2.2.1 中上游核心配套企业估值方法：以成长空间确定 PE 估值	25
2.2.2 下游主机厂估值方法：考虑 PS 估值及利润率改善空间	25
2.2.3 考虑资产注入预期的备考 PE 估值法	26
3. 我国建筑行业特色估值体系研究	26
3.1 对标海外，国内建筑企业估值偏低，盈利能力较强，现金流需要改善	26
3.2 建筑国企利润贡献大、市值低，估值提升空间大	28
3.3 “中特估”背景下，建筑央企估值提升进行时	31
3.3.1 国资委加强央企经营指标引领，2023 年新增 ROE 和现金流考核	31

3.3.2	积极推进股权激励，建筑央国企市值提升动力增强	31
3.3.3	基础设施 REITS 助力建筑央国企存量资产盘活，形成良性投资循环 ..	33
3.3.4	战略性重组/专业化整合做大做强，建筑央国企价值有望再挖掘	35
3.3.5	一带一路十周年，建筑央国企估值提升有望迎来催化.....	35
4.	家电板块中特企业情况汇总.....	37
4.1	海外家电品牌类公司估值及增速情况	37
4.2	家电中特企业主要深耕于黑电及白电领域	39
4.3	家电中特品牌相较品类龙头仍有提升空间	40
4.4	家电中特企业估值情况对比	42
5.	风险提示	42

图目录

图 1	机械板块国有企业数量占比（截至 2023.03.11）	9
图 2	机械板块国有企业市值占比（截至 2023.03.11）	9
图 3	国企、央企及公众企业历年营业收入及同比（平均值）	9
图 4	国企、央企及公众企业历年归母净利润及同比（平均值）	9
图 5	中信机械板块 PE（TTM）（倍）	11
图 6	中信机械板块 PB（整体法）（倍）	11
图 7	机械板块不同属性企业近几年 PE（TTM，整体法）（倍）	11
图 8	机械板块不同属性企业近几年 PB（整体法）（倍）	11
图 9	机械板块 2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业毛利率对比（%）（平均值）	12
图 10	2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业净利率对比（%）（平均值）	12
图 11	2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业资产负债率对比（%）（平均值）	12
图 12	2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业 ROE 对比（平均值）	12
图 13	机械板块中国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业在传统子行业 vs 新兴子行业中占比（%）	13
图 14	机械板块 2017-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业营业收入同比增速对比（%）（平均值）	13
图 15	机械板块国/央企、公众企业人均薪酬逐年提升	14
图 16	徐工机械单季度归母净利润	15
图 17	徐工机械单季度净利率（%）	15
图 18	秦川机床营业收入	16
图 19	秦川机床归母净利润	16
图 20	2021 年各地区 Top100 军工公司军售价值占比	17
图 21	2006-2022 美股军工航空产业链市值（亿美元）	18
图 22	2006-2022 美股军工航空产业链市值结构	19
图 23	2006-2022 美股军工航空产业链 PS 变化（倍）	19
图 24	2006-2022 美股军工航空产业链营收（亿美元）	19

图 25	2006-2022 美股军工航空产业链 PE 变化（倍）	20
图 26	2006-2022 美股军工航空产业链净利润（亿美元）	20
图 27	23 年 1 月 8 日我国国企民企数量占比	21
图 28	23 年 1 月 8 日我国国企民企市值占比	21
图 29	不同所有权性质平均 PE 及净利润率变化	21
图 30	中航沈飞 2015-2018PE 变化图（倍）	22
图 31	小核心大协作组织体系	22
图 32	不同主营业务 PE 变化（倍）	22
图 33	上下游主营业务 PE 和净利润率变化	22
图 34	中直股份资产注入预案	23
图 35	中航电测 2023 年初至 3 月 10 日股价 K 线图（元）	23
图 36	2021 年各大军工集团资产证券化率（总营收口径）	23
图 37	2021 年各大军工集团资产证券化率（总资产口径）	23
图 38	2017-2022 中航重机归母净利润及增速	24
图 39	2016-22Q3 中航沈飞 ROE（加权）变化	24
图 40	2018 年至今振华科技股价变化（前复权，单位：元）	24
图 41	2016 年至今中航光电股价变化（前复权，单位：元）	24
图 42	不同类型军工企业净资产收益率的重点考量维度	25
图 43	振华科技 PE-band（元）	25
图 44	广联航空 PE-band（元）	25
图 45	备考估值计算流程	26
图 46	国内建筑公司估值显著低于海外建筑公司	26
图 47	八大建筑央企对比海外大建筑企业估值显著偏低	26
图 48	对比海外，国内建筑公司营收持续增长	27
图 49	对比海外，国内建筑公司归母净利润增速更稳定	27
图 50	国内建筑公司 ROE 持续高于海外建筑公司	27
图 51	国内建筑公司净利率整体基本好于海外建筑公司	27
图 52	近年海外建筑公司经营现金流/营业收入好于国内	27
图 53	近年海外建筑公司经营现金流/经营净收益好于国内	27
图 54	国内建筑公司资产负债率高于海外建筑公司，但逐渐趋同	28
图 55	海外建筑公司非流动资产占比高于国内建筑公司	28
图 56	截至 2023/3/16，建筑国企市值占比仅 80%	28
图 57	建筑国企 PE、PB 估值均显著最低	28

图 58	建筑民企 PE 估值持续高于国企	29
图 59	建筑民企 PB 估值持续高于国企	29
图 60	建筑国企相对民企的估值折价有加深趋势	29
图 61	建筑国企营收持续增长，且增速相对民企更为稳定	29
图 62	建筑国企归母净利润增速相对民企更为稳定	29
图 63	建筑国企-民企 ROE 之差逐渐上升	30
图 64	建筑国企-民企销售净利率之差逐渐上升	30
图 65	建筑国企经营现金流对比营收近年有所下降	30
图 66	建筑国企经营现金流对比经营净收益近年有所下降	30
图 67	建筑国企资产负债率持续高于民企，但差距有所减小	30
图 68	建筑国企非流动资产占比持续高于民企，且差距有所加大	30
图 69	近年来国资委不断完善中央企业经营指标考核体系，加强经营指标引领	31
图 70	八大建筑央企海外收入规模显著高于四大国际工程公司	36
图 71	中国化学/电建/能建/交建海外业务占比超过 13%	36
图 72	2022H1 八大建筑央企海外收入增速继续好转	36
图 73	2022Q2 以来八大建筑央企海外累计新签订单恢复正增长	36
图 74	大金 PE-Band（2013 年 4 月至今）	37
图 75	2018-2022 年大金收入及净利润规模及增速	37
图 76	惠而浦 PE-Band（2018 年 5 月至今）	37
图 77	2018-2022 年惠而浦收入及净利润规模及增速	37
图 78	AO Smith PE-Band（2013 年 4 月至今）	38
图 79	2018-2022 年 AO Smith 收入及净利润规模及增速	38
图 80	SEB PE-Band（2018 年 5 月至今）	38
图 81	2018-2022 年 SEB 收入及净利润规模及增速	38
图 82	象印 PE-Band（2018 年 5 月至今）	38
图 83	2018-2022 年象印收入及净利润规模及增速	38
图 84	iRobot PE-Band（2013 年 4 月至今）	39
图 85	2018-2022 年 iRobot 收入及净利润规模及增速	39
图 86	ELUXB PE-Band（2018 年 5 月至今）	39
图 87	2018-2022 年 ELUXB 收入及净利润规模及增速	39
图 88	长虹系上市公司股权穿透情况	40
图 89	海信系股权结构穿透	40
图 90	海立、格力等股权结构穿透	40

图 91	白电相关企业收入规模对比（亿元）	40
图 92	黑电相关企业收入规模对比（亿元）	41
图 93	白电企业毛利率情况对比（%）	41
图 94	黑电企业毛利率情况对比（%）	41
图 95	白电企业净利率情况对比（%）	42
图 96	黑电企业净利率情况对比（%）	42
图 97	白电相关企业 PE-TTM 估值情况对比（倍）	42

表目录

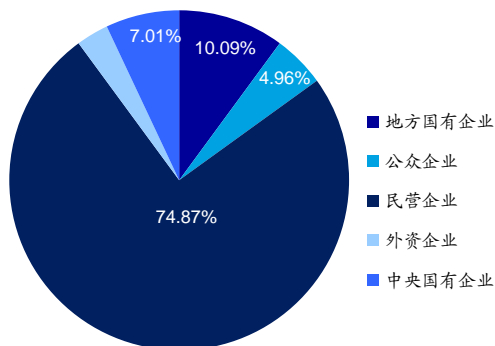
表 1	机械行业优质国企、央企及公众企业列举	10
表 2	机械板块国企股权激励情况列举	13
表 3	机械板块 2022 年引入战略投资者的国有企业	15
表 4	美股军工航空产业链	17
表 5	我国军工航空产业链选取观察池	20
表 6	以中航西飞为例，利润率改善与 PE 估值的敏感性分析	25
表 7	建筑央企积极实施股权激励，提高公司增长动力	32
表 8	八大建筑央企杜邦分析：净资产收益率和总资产周转率近年处于低点	33
表 9	国家持续支持发行基础设施 REITs，促进有效盘活存量资产	33
表 10	大建筑央企特许经营资产情况（单位：亿元）	34
表 11	建筑央企积极实施战略性重组和专业化整合，提高核心竞争力	35
表 12	建筑央企海外新签订单累计和单季度同比增速情况	36
表 13	家电中特企业情况汇总 2023/3/19	39

1. 国企改革持续推进，关注机械板块投资机会

1.1 机械板块总览：国有企业是制造业坚实力量

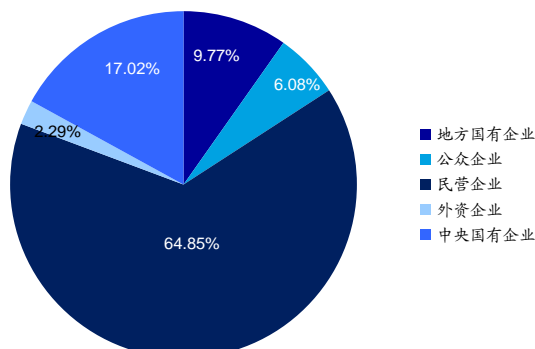
机械设备板块国/央企及公众企业数量占比超两成，总市值占比达到 33%。以中信证券行业分类为依据，截至 2023 年 3 月 11 日，剔除集体企业和其他企业，我们选取 585 家上市公司对整体机械行业板块进行分析：A 股两成以上机械设备企业为国企背景，细分行业中，纺织服装机械、工程机械、核电设备、矿山冶金设备、油气装备等子行业的国央企比例均在 30% 以上。从市值来看，央企、地方国有企业和公众企业总市值占比达到 33%，国有企业成为机械设备板块的坚实力量。

图1 机械板块国有企业数量占比（截至 2023.03.11）



资料来源：wind，海通证券研究所

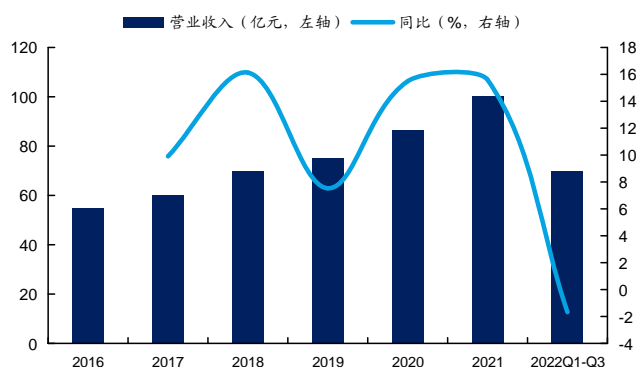
图2 机械板块国有企业市值占比（截至 2023.03.11）



资料来源：wind，海通证券研究所

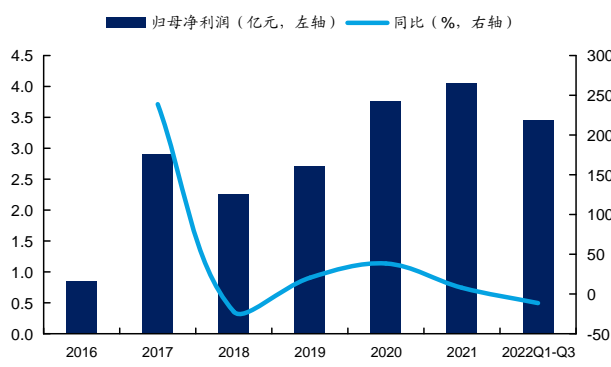
国有企业 2016-2021 年营业收入、归母净利润实现较快复合增长。以平均数为度量，2016 -2021 年国企、央企及公众企业营业收入规模从 54.7 亿元增长至 100.2 亿元，近五年复合增速为 12.88%；2022Q1-Q3 营业收入平均值为 69.8 亿元，同比-1.68%；归母净利润从 2016 年的 0.9 亿元增长到 2021 年的 4.1 亿元，近五年复合增速达到 36.44%；2022Q1-Q3 归母净利润平均值为 3.5 亿元，同比-11.47%。

图3 国企、央企及公众企业历年营业收入及同比（平均值）



资料来源：wind，海通证券研究所

图4 国企、央企及公众企业历年归母净利润及同比（平均值）



资料来源：wind，海通证券研究所

国企/央企承担重要任务，战略定位明确。我们梳理看到，国企/央企在工程机械、工业母机、油服装备、培育钻石、流程工业/重型装备、检验检测、工业机器人、煤机、轨交装备、叉车、锂电设备、激光设备等子行业中均有分布。

表 1 机械行业优质国企、央企及公众企业列举

板块	公司名称	企业属性	业务板块	2021 年营业收入 (亿元)	收入同比	2021 年归母净利润 (亿元)	归母净利润同比
工程机械	徐工机械	地方国有企业	起重机械、铲运机械、道路机械、桩工机械、高空作业机械和其他工程机械及备件	843.3	14.0%	56.1	50.6%
	柳工	地方国有企业	土石方机械、其他工程机械及零部件等、预应力机械、融资租赁业务	287.0	10.5%	10.0	-30.9%
	建设机械	地方国有企业	建筑施工产品租赁、筑路施工产品租赁、筑路设备及配件销售、钢结构产品施工	47.2	18.1%	3.7	-32.3%
工业母机	秦川机床	地方国有企业	机床类、零部件类、工具类、仪器仪表类、贸易类	50.5	23.4%	2.8	83.7%
油服装备	石化机械	中央国有企业	石油机械设备、钻头及钻具、油气管道	69.5	11.9%	0.4	525.3%
培育钻	国机精工	中央国有企业	轴承、电主轴、超硬材料及制品、相关材料及其他、设备仪器、技术服务、贸易及工程服务	33.3	41.3%	1.3	104.6%
流程工业/重型装备	杭氧股份	地方国有企业	空分设备、石化产品、工程总包、气体销售	118.8	18.5%	11.9	41.6%
	陕鼓动力	地方国有企业	能量转换设备、工业服务、能源基础设施运营	103.6	28.5%	8.6	25.2%
	中国一重	中央国有企业	冶金成套设备、核能设备、重型压力容器、大型铸锻件、其他专用设备、运营与服务、工程总包等	231.3	16.2%	1.7	29.1%
	广电计量	地方国有企业	计量服务、可靠性与环境试验、电磁兼容检测、化学分析、食品检测、环保检测、EHS 评价咨询	22.5	22.1%	1.8	-22.6%
检验检测	中国电研	中央国有企业	检测认证业务、智能制造与试验装备、励磁装备、新能源电池自动检测系统、定制化零部件、聚酯树脂、粉末涂料、水性涂料	34.1	35.2%	3.2	11.4%
工业机器人	国检集团	中央国有企业	检验检测服务、认证服务、检测仪器与智能制造、计量校准服务、科研及技术服务	22.2	50.5%	2.5	9.3%
	机器人	中央国有企业	工业机器人、物流与仓储自动化成套装备、自动化装配与检测生产线及系统集成	33.0	24.0%	-5.6	-42.1%
	埃夫特-U	地方国有企业	机器人整机、系统集成	11.5	1.2%	-1.9	-14.5%
煤机	天地科技	中央国有企业	矿山自动化机械化装备、安全技术装备、节能环保与装备、煤炭洗选装备、矿井生产技术服务与经营、地下特殊工程施工、煤炭生产与销售、生态修复工程	235.7	14.7%	16.2	18.7%
轨交装备	郑煤机	公众企业	液压支架及其他煤机设备产品及物料、汽车零部件产品	292.9	10.5%	19.5	57.2%
	中国通号	中央国有企业	轨道交通控制系统、设备制造、设计集成、系统交付服务、工程总承包	383.6	-4.4%	32.7	-14.3%
	时代电气	中央国有企业	轨道交通装备业务、新兴装备业务	151.2	-5.7%	20.2	-18.5%
	铁建重工	中央国有企业	隧道掘进机、特种专业装备、轨道交通设备	95.2	25.1%	17.4	10.7%
叉车	安徽合力	地方国有企业	叉车及配件	154.2	20.5%	6.3	-13.4%
锂电设备	赢合科技	地方国有企业	锂电池专用生产设备	52.0	118.1%	3.1	63.3%
激光	锐科激光	中央国有企业	脉冲光纤激光器、连续光纤激光器	34.1	47.2%	4.7	60.2%

核心部件	杭齿前进	地方国有企业	船用齿轮箱产品、工程机械变速箱产品、风电及工业传动产品、摩擦及粉末冶金产品、农机产品、锻造件、铸造件	21.4	11.6%	1.4	63.3%
农机	一拖股份	中央国有企业	农业机械、动力机械	93.3	23.1%	4.4	56.4%

备注：中信机械分类中未列示郑煤机，考虑到其是重点煤机国企，加入列示表格

资料来源：Wind，徐工机械 2022 年半年报，柳工 2022 年半年报，建设机械 2021 年年报，秦川机床 2022 年半年报，石化机械 2022 年半年报，国机精工 2022 年半年报，杭氧股份 2022 年半年报，陕鼓动力 2021 年年报，中国一重 2021 年年报，广电计量 2022 年半年报，中国电研 2021 年年报，国检集团 2021 年年报，机器人 2022 年半年报，埃夫特 2021 年年报，天地科技 2021 年年报，郑煤机 2021 年年报，中国通号 2021 年年报，时代电气 2021 年年报，铁建重工 2021 年年报，安徽合力 2021 年年报，赢合科技 2022 年半年报，锐科激光 2022 年半年报，杭齿前进 2021 年年报，一拖股份 2021 年年报，海通证券研究所

1.2 估值分析：国/央企估值偏低，与经营效率较低、所处行业偏传统、市场化程度较低等有关

机械板块估值处于历史较低分位，从企业属性来看，国央企估值普遍偏低。复盘 2010-2023 年 3 月 15 日机械设备板块估值，3 月 15 日估值处于 PE 16.62%、PB 20.63% 低分位数，近几年估值持续下滑。对比国央企估值与民企估值，剔除负值后，国企 PE（TTM）由 2015 年高点的 97 倍下滑至 2023 年 3 月的 23 倍左右，PB 从 2015 年的 4.5 倍左右下滑至 3 月 15 日的不足 2 倍，整体估值下滑走势与民企类似，但估值显著低于民企。

图5 中信机械板块 PE（TTM）（倍）



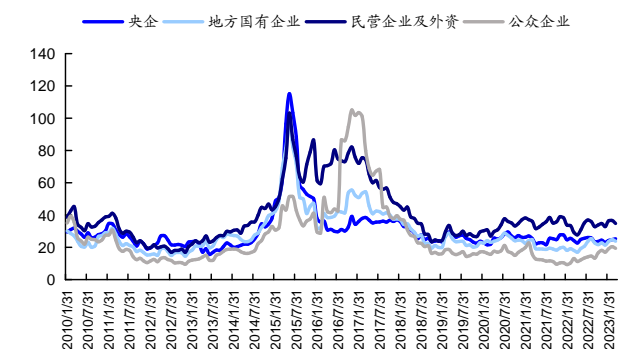
资料来源：wind，海通证券研究所

图6 中信机械板块 PB（整体法）（倍）



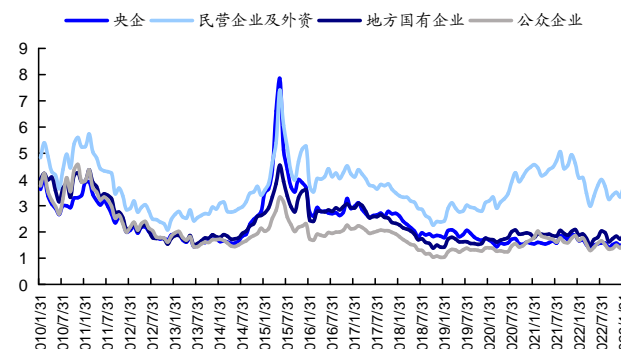
资料来源：wind，海通证券研究所

图7 机械板块不同属性企业近几年 PE（TTM，整体法）（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

图8 机械板块不同属性企业近几年 PB（整体法）（倍）

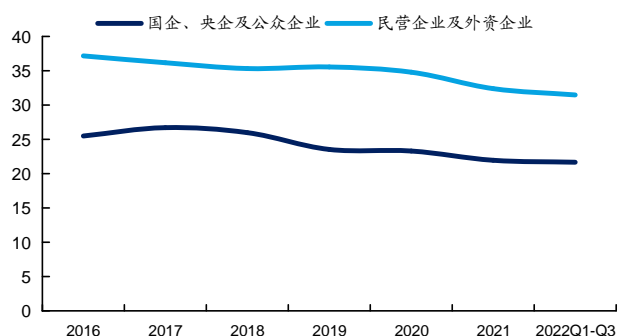


资料来源：wind，海通证券研究所

机械板块中，国有企业长期估值偏低，我们认为有以下三大原因。其一，国有企业经营效率低于民企。从盈利能力来看，以平均值为度量，2016 年以来，国企、央企及公众企业与民营企业及外资企业毛利率走势类似，民营企业 2021 年毛利率为 32.39%，同比-2.39pct，净利率为 10.81%，同比+0.66pct；国企、央企及公众企业 2021 年毛利率为 21.95%，同比-1.35pct，净利率为 1.39%，同比-0.91pct，毛利率、净利率均显著低于民企。从资产负债率来看，近五年国企、央企及公众企业资产负债率显著高于民企，

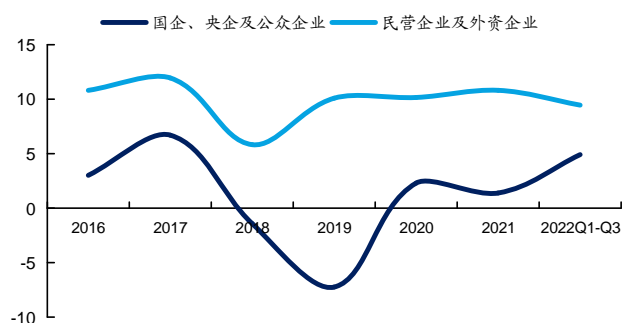
2021 年国企、央企及公众企业资产负债率为 49.67%，高出民企 37.44% 超过十个百分点。

图9 机械板块 2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业毛利率对比 (%) (平均值)



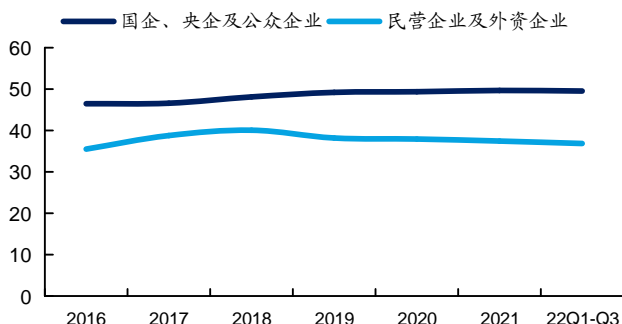
资料来源: wind, 海通证券研究所

图10 2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业净利率对比 (%) (平均值)



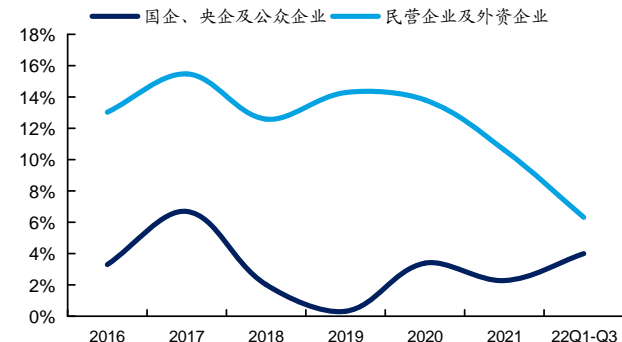
资料来源: wind, 海通证券研究所

图11 2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业资产负债率对比 (%) (平均值)



资料来源: wind, 海通证券研究所

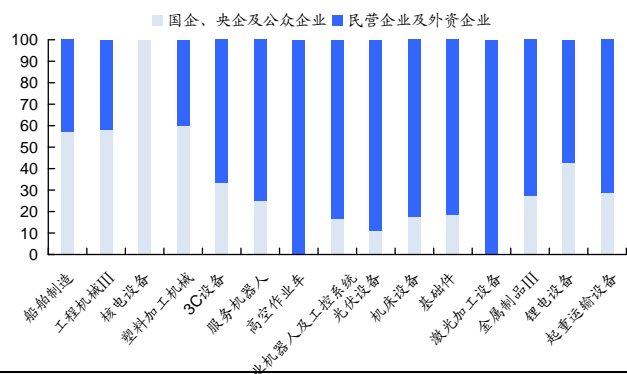
图12 2016-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业 ROE 对比 (平均值)



资料来源: wind, 海通证券研究所

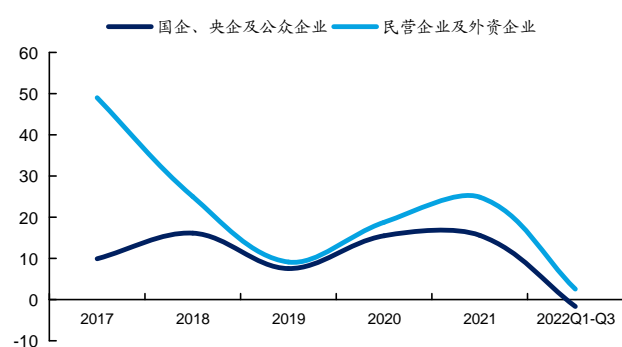
其二，国有企业在机械板块传统细分子行业中占比较高，营收增速较民企低。根据中华人民共和国中央人民政府官网，国有企业在国有经济中发挥战略支撑作用，在关系国民经济命脉的重要行业和关键领域承担起基础性、保障性功能。在船舶制造、核电设备、工程机械、叉车等重大装备领域，国企数量多，比重大，承担主要发展职责，而在光伏设备、锂电设备、服务机器人、工业机器人及工控系统、激光加工设备、高空作业车等新兴子行业中，国企占比较少，营业收入增速通常低于民营企业。

图13 机械板块中国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业在传统子行业 vs 新兴子行业中占比 (%)



资料来源：wind，海通证券研究所

图14 机械板块 2017-2022 前三季度国企、央企及公众企业和民营企业及外资企业营业收入同比增速对比 (%) (平均值)



资料来源：wind，海通证券研究所

其三，国有企业内部机制市场化程度较低。根据人民网援引经济参考报的文章，国有企业收入分配尚不够灵活、企业家精神发挥还有待加强、关键技术和管理人员仍有缺口、激励与约束机制还需完善。在融入市场经济方面，很多国有企业行政化管理色彩浓厚，囿于企业多年形成的僵化体制机制，企业的生产经营发展管理一定程度上脱离产品价值规律和市场竞争规律要求。部分国有企业的现代企业制度还在建设阶段，有的还没有实质性推进董事会建设工作，而难以有效践行任期制和契约化管理改革。市场化的人力资源薪酬体系尚未完全建立，用人机制缺乏灵活性，使得国有企业的人才吸引力相对较弱，高素质专业人才、中高层管理人才缺乏。

1.3 国企改革进程加快，估值有望重塑

1.3.1 股权激励：明确战略规划，提振员工信心

我们统计了部分地方国有企业股权激励情况，包括杭氧股份、徐工机械、陕鼓动力、赢合科技：公司业绩考核目标以净利润增速为主，同时强调提高企业市场地位及行业内竞争力，进一步增强员工的创造力和工作动力，企业增长动力强劲。

表 2 机械板块国企股权激励情况列举

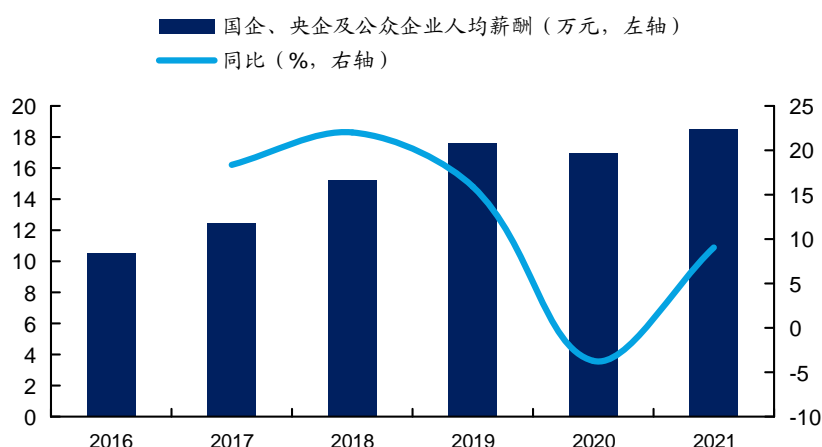
股票代码	公司名称	企业性质	公告日期	业绩考核目标
002430.SZ	杭氧股份	地方国有企业	2021 年 12 月 1 日	1) 以 2018 年、2019 年、2020 年三年扣非后净利润平均值为基数，2022-24 年净利润增长率不低于 60%、66%、73%，且不低于于同行业对标企业平均业绩水平或 75 分位值水平； 2) 以 2018 年、2019 年、2020 年三年扣非后净利润平均值为基数，2022-24 年净资产收益率不低于 14%、14.5%、14.5%，且不低于于同行业对标企业平均业绩水平或 75 分位值水平； 3) 2022-2024 年主营业务收入占营业收入比例不低于 85%。
000425.SZ	徐工机械	地方国有企业	2023 年 2 月 20 日	1) 2023-2025 年净资产收益率不低于 9%、9.5%、10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2) 2023 年净利润不低于 53 亿元，2024 年净利润不低于 58 亿元或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，2025 年净利润不低于 65 亿元或 2023-2025 年净利润累计值不低于 176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 3) 2023-2025 年分红比例不低于当年可实现的可供分配利润的 30%。
601369.SH	陕鼓动力	地方国有企业	2018 年 11 月 30 日	1) 以 2017 年为基期，2019-2021 年净利润增长率不低于 20%、30%、45%，且不低于同行业对标企业平均业绩水平或 75 分位值水平； 2) 以 2017 年为基期，2019-2021 年净资产收益率增长率不低于 10%、15%、20%，且不低于同行业对标企业平均业绩水平或 75 分位值水平； 3) 2019-2021 年主营业务收入占营业收入比例不低于 85%。

300457.SZ 赢合科技 地方国有企业	2021 年 1 月 30 日	1) 2021-2023 年净资产收益率不低于 9.3%、9.4%、9.5%，且不低于对标企业均值或 75 分位值水平； 2) 以 2017-2019 年净利润均值为基数，2021-2023 年净利润增长率不低于 70%、80%、90%，且不低于对标企业均值或 75 分位值； 3) 2021-2023 年主营业务收入占营业收入比例不低于 85%。
	2017 年 10 月 24 日	1) 以 2016 年为基数，2017-2019 年归母净利润增长率不低于 60%、140%、260%。
	2022 年 11 月 12 日	1) 以 2021 年为基数，2023-2025 年营业收入增长率不低于 35%、55%、75%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2) 以 2021 年为基数，2023-2025 年归母净利润增长率不低于 21%、34%、47%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 3) 2023-2025 年每股收益不低于 0.60、0.66、0.72 元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 4) 2023-2025 年末发明专利、实用新型专利和软件著作权累计授权保有量不低于 1287、1470、1654 项。

资料来源：杭氧股份 2021 年限制性股票激励计划(草案)，徐工机械 2023 年限制性股票激励计划(草案)，陕鼓动力 2018 年限制性股票激励计划(草案)，陕鼓动力 2021 年限制性股票激励计划(草案)，赢合科技 2017 年限制性股票激励计划(草案)，赢合科技 2022 年限制性股权激励计划(草案)，海通证券研究所

2016-2021 年国有企业人均薪酬趋势增长。以平均数为度量，2016 年-2021 年机械板块国企、央企及公众企业人均薪酬复合增速为 12%，人均薪酬从 2016 年的 10.53 万元增长至 2021 年的人均薪酬为 18.5 万元，同比增长 9.05%，我们认为，人均薪酬逐年提升有利于进一步提高员工积极性。

图15 机械板块国/央企、公众企业人均薪酬逐年提升



资料来源：wind，海通证券研究所

1.3.2 混改加速，引入战投以实现优势互补、高效协作

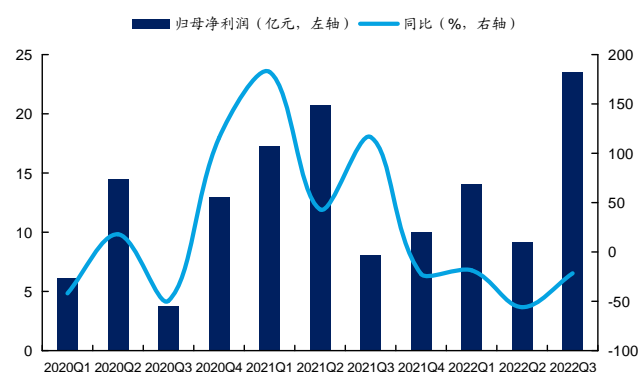
国企混改促进企业提质增效，不断聚焦核心业务。国有企业通过混改充分发挥战略投资者资源优势，拓宽销售渠道，丰富产品战略布局，使企业产权更加清晰。同时，进一步放大国有资本功能，提高国有资本配置和运行效率，优化管理团队及组织架构，深化企业市场化改革，为企业注入新的发展动能。

杭氧股份引入外部战投，加快完善特种气体产品体系，迅速切入半导体领域。公司于 2022 年 12 月 7 日发布公告，杭氧特气增资扩股以推进混合所有制改革，确定 A 类战投为原芯公司、B 类战投为杭州微同与科政策源组成的联合体；本次增资完成后，杭氧特气注册资本将由 3000 万元增加至 5254 万元，杭氧特气股权结构将变为：杭氧股份持有 57.09%、杭州微同持有 15.78%、科政策源持有 3.16%、杭州原芯持有 20.2%、国佑资产持有 3.77%；同时，杭氧特气持有西亚特电子 100% 股权、万达气体 100% 股权。特气公司混改增资引入战略投资者，同时收购西亚特电子和万达气体，利于快速填补杭

氧特气在 TCS、DCS 等电子化学气方面的空白，加快完善特种气体产品体系、实现稀有气体产品在半导体领域的快速切入；通过增资扩股引入 B 类战略投资者，有利于为杭氧特气改革发展、整合资源等注入资本及产业力量。

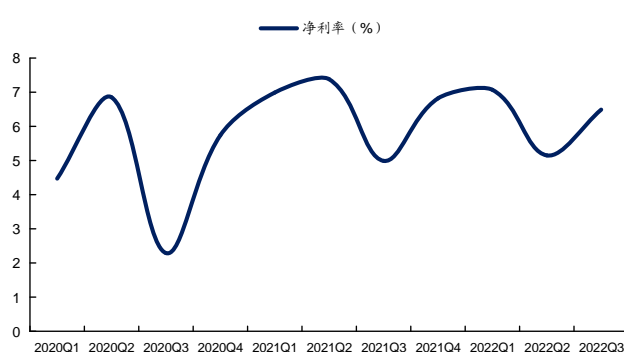
徐工机械混改红利持续释放，盈利能力稳步提升。徐工机械于 2020 年 9 月 23 日发布公告，徐工集团和徐工有限就混改股权转让和增资项目与战略投资者签订相关协议，将其持有的徐工有限 18.41%、8.59%、6.14% 的股权分别转让给江苏省国信集团有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司，此次增资项目共引入 12 名战略投资者参与，投资总额达 147.87 亿元。混改完成后，股东更加多元化，决策机制更加完善，有利于激发企业活力。混改落地以来，公司销售净利润率从 2020 年三季度末的 4.77% 提升至 2021 年上半年的 7.19%，盈利能力明显提升，后续受原材料价格上涨等多种因素影响，净利率有所回落，但仍然维持在 6%+ 的高位水平。徐工机械 2021 年实现营业收入 843.3 亿元，同比增长 14.0%，归母净利润 56.1 亿元，同比增长 50.6%，混改红利不断显现。

图 16 徐工机械单季度归母净利润



资料来源：wind，海通证券研究所

图 17 徐工机械单季度净利率 (%)



资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 机械板块 2022 年引入战略投资者的国有企业

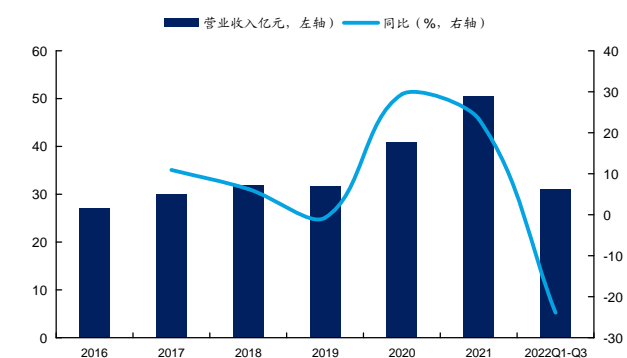
代码	名称	公司属性	公告日期	公告
601717.SH	郑煤机	公众企业	2022/7/19	公司拟以郑煤机合伙企业作为投资主体，与河南装备集团(公司关联法人，持股公司 13.67%)等受让方参与受让国宏集团公开挂牌转让的洛轴公司 43.33% 股权，其中郑煤机合伙企业拟受让比例约 16.67%，投资额不超过人民币 4 亿元
			2022/9/6	公司拟在全资子公司电控公司以增资扩股的形式实施事业合伙人持股计划，同时引入战略投资者，优化电控公司股权结构，加速推动煤机业务智能化转型。
688459.SH	哈铁科技	中央国有企业	2022/9/28	公司将以增资扩股形式引入战略投资人，向战略投资者定向配售，最终战略配售数量为 3270.10 万股
002430.SZ	杭氧股份	地方国有企业	2022/12/7	杭氧股份拟通过公开挂牌和协议方式，引入战略投资者对杭氧特气进行增资扩股。本次战投引入的 A 类投资者为杭州原芯（产业战略投资者），B 类投资者为杭州微同和科改策源组成的联合体（财务战略投资者），增资完成后，杭氧特气注册资本将由 3000 万元增加至 5254.3633 万元，杭氧特气仍为公司控股子公司

资料来源：郑州煤矿机械集团股份有限公司关于拟通过公开摘牌方式联合受让洛阳 LYC 轴承有限公司 43.33% 股权暨关联交易的公告，郑州煤矿机械集团股份有限公司关于公司全资子公司增加注册资本暨关联交易的公告，哈尔滨国铁科技集团股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市网下初步配售结果及网上中签结果公告，杭氧股份关于全资子公司增资扩股引入战略投资者及对外投资暨关联交易的公告，海通证券研究所

1.3.3 内部梳理、改革，成效显著

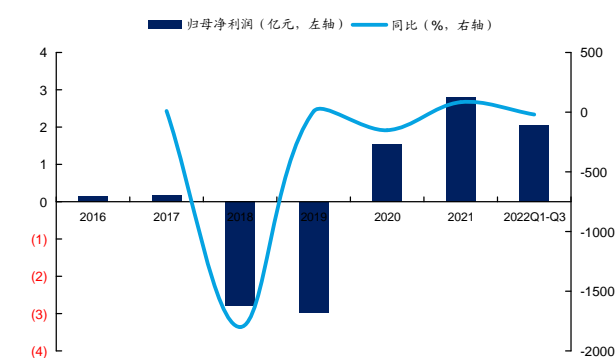
以秦川机床为例，2019年10月，陕西省委省政府任命法士特集团董事长严鉴铂兼任秦川机床董事长，2021年结合国企改革三年行动以及其他专项改革任务，对公司内部控制制度体系进行了全面的梳理，修订制度21项，编制制度38项，进行组织优化、薪酬改革、聚焦主业、注入资产等系列整改，优化了管理流程，完善了内部控制体系。2020年公司营业收入为40.95亿元，同比+29.39%，归母净利润为1.53亿元，同比+151.38%，2021年归母净利润为2.81亿元，同比+83.68%，改革成效显著。

图18 秦川机床营业收入



资料来源：wind，海通证券研究所

图19 秦川机床归母净利润



资料来源：wind，海通证券研究所

1.4 建议关注

对标世界一流企业的价值创造行动启动，新一轮改革有望持续深化。2023年3月3日，国资委召开会议，正式启动对标世界一流企业的价值创造行动。会议强调，对标世界一流，国有企业在效率效益、战略性新兴产业布局、科技创新能力支撑等方面仍存在差距，需要进一步提高政治站位，以突出效益效率、创新驱动为重点，提高资产回报水平和科技投入产出效率，加强改革攻坚，构建有利于企业价值创造的良好生态，强化精益运营和精益管理，营造人人想价值、人人创价值的良好氛围。

建议关注：机械板块优质国企：1）工程机械：徐工机械、柳工、建设机械；2）叉车：安徽合力；3）检验检测：广电计量、中国电研、国检集团；4）工业气体：杭氧股份、陕鼓动力；5）机床/刀具：秦川机床。

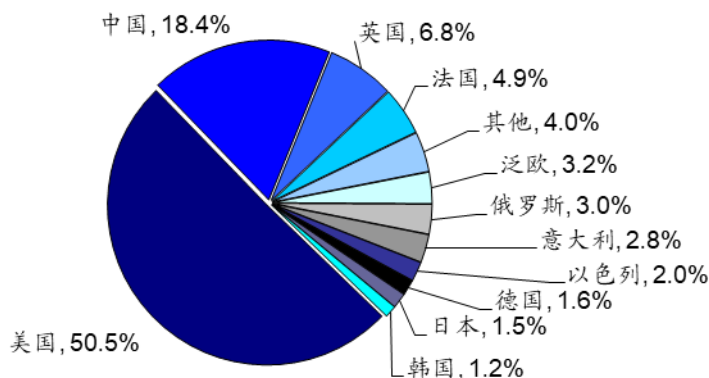
2. 我国军工行业特色估值体系探索

2.1 他山之石：从海外军工航空产业链估值分析中国特色军工航空产业链估值差异

2.1.1 美国军贸独步全球，企业与政府资本深度融合

美国军售价值独步全球，军工企业深度融合资本。根据 SIPRI 发布的 2021 年“全球军工百强榜”（以下简称 Top100 军工公司），2021 年，Top100 军工公司中美国共有 40 家，其军售价值合计达 2991.8 亿美元，占有所有 Top100 军工公司的 50.5%，高于上榜的其他国家相关企业的总和。我国共有 8 家企业成为 Top100 军工公司，军售价值合计达 1091.4 亿美元，仅占美国 Top 军工公司军售总值的 36.5%。罗山爱在坦克装甲车辆《特朗普对军工复合体的“垂青和扶植”》一文中指出美国军工产业对国内经济具有支撑作用，美军工企业历经百余年发展，完成了较为彻底的证券化，形成了金融业与军工企业深度的资本融合。我们关注美军工股的估值与运营情况，以期对我国军工企业价值重估提供启示。

图20 2021 年各地区 Top100 军工公司军售价值占比



资料来源：SIPRI，海通证券研究所

聚焦美股航空产业链，估值结构提供启示。基于美国 Top100 军工公司主营业务与规模大小，我们最终选取 20 家美国军工上市企业。业务范围涵盖航空产业链上游、中游、下游。其中上游企业专注钛合金、复合材料等领域，包括赫氏公司和 ATI 公司；中游企业涵盖航空电子系统、飞机及发动机零部件等细分行业，包括霍尼韦尔国际、诺斯罗普-格鲁曼、伊顿、TRANSDIGM、L3HARRIS 技术、海科航空、HOWMET AEROSPACE、CURTISS WRIGHT、SPIRIT AEROSYSTEMS、穆格、杜科蒙和太空电子；下游企业为军用、民用飞机制造商及航空发动机生产商，包括雷神技术、洛克希德马丁、波音、通用电气、通用动力和德事隆。

表 4 美股军工航空产业链

股票代码	公司简称	产业链	主营业务
HXL	赫氏公司	上游	先进复合材料-碳纤维、特种增强材料、树脂系统、预浸料、微波吸收材料
ATI	ATI 公司	上游	钛与钛合金、镍与钴合金及超合金、钴与相关合金，不锈钢、镍合金、特殊合金
HON	霍尼韦尔国际	中游	辅助动力装置、推进发动机、综合航空电子设备、发动机控制、飞机照明

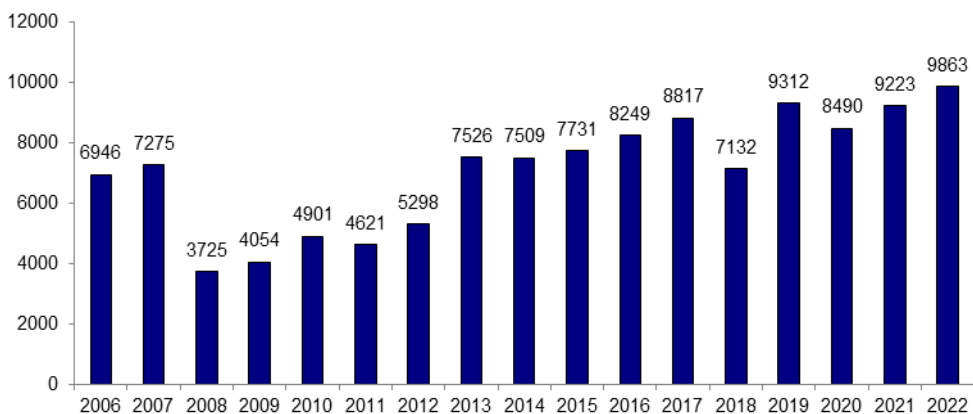
NOC	诺斯罗普-格鲁曼	中游	军用无人机制造商-全球鹰，飞机零部件，导弹，雷达，机载传感器
ETN	伊顿	中游	航空航天燃料、液压和气动系统，泵、阀、传感器
TDG	TRANSDIGM	中游	航空航天零部件-机械/机电执行器和控制装置、机身部件
LHX	L3HARRIS 技术	中游	航空电子设备-军用机载任务系统处理计算机、航空电子系统和显示器、武器释放系统、数据链和天线
HEI	海科航空	中游	喷气发动机零部件、飞机组件零部件、复合材料组件
HWM	HOWMET AEROSPACE	中游	飞机发动机熔模铸件、航空紧固件、飞机锻件
CW	CURTISS WRIGHT	中游	商用和军用飞机传感器、控制装置和机电驱动部件
SPR	SPIRIT AEROSYSTEMS	中游	飞机结构件-机身、短舱、机翼
MOG_A	穆格	中游	高性能精密运动和流体控制系统的全球设计商、军用和民用飞机飞控系统
DCO	杜科蒙	中游	航空结构件-发动机部件、飞机机身结构件，航空电子系统零部件
ATRO	太空电子	中游	照明和安全系统、发电、配电和座椅运动系统、飞机结构、航空电子产品
RTX	雷神技术	下游	综合航空电子系统、发动机控制系统、发动机部件、发动机短舱系统，涡扇发动机，导弹
LMT	洛克希德马丁	下游	军用飞机制造商：F35、F22、C130、CH-53，导弹防御系统：PAC-3
BA	波音	下游	商用飞机生产商
GE	通用电气	下游	商用航空发动机-CFM，军用航空发动机，航空电子系统，航空电力系统
GD	通用动力	下游	公务机制造商-湾流系列
TXT	德事隆	下游	军用和商用直升机、倾转旋翼机、飞机零部件

资料来源：wind，各公司 2022 年报，海通证券研究所

2.1.2 海外军企市值受宏观因素影响大，中游发展空间辽阔

航空产业链市值整体攀升，受宏观环境影响有所波动。2022 年美股军工航空产业链成分股市值合计达 9863 亿美元，较 2006 年上升 42%。成分股市值整体呈上涨趋势，但我们认为由于宏观环境变化，成分股市值分别于 2008、2018、2020 年出现较大幅度下跌，其中，2008 年受金融危机影响，美股全线下跌；2018 年第四季度，美股经历频繁大跌，主要因为美债收益倒挂，市场判断美国经济即将陷入衰退；2020 年，受新冠疫情影响，美股出现多次熔断跌停，市场恐慌情绪蔓延。

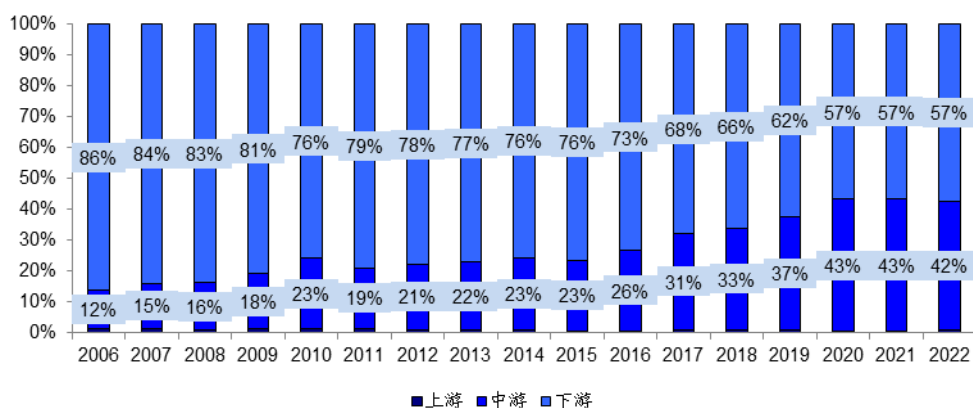
图21 2006-2022 美股军工航空产业链市值（亿美元）



资料来源：wind，海通证券研究所

航空产业链价值结构更迭，中游企业发展空间广阔。2006-2022 美股军工航空产业链中游市值占比由 12% 大幅上升至 42%，我们认为这表明聚焦飞机零部件（机身、机翼、航空紧固件等）、航空发动机零部件（锻件）、航电设备和飞机传感器等系统的产业链中游企业将具有广阔发展空间。

图22 2006-2022 美股军工航空产业链市值结构

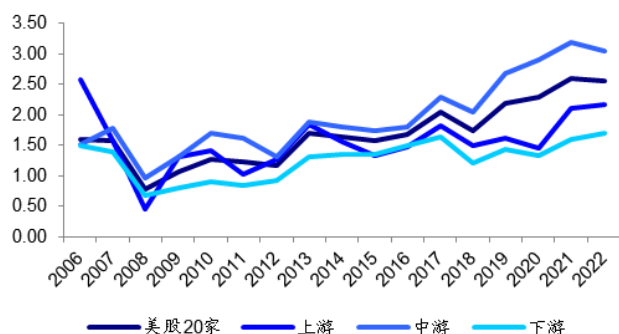


资料来源: wind, 海通证券研究所

2.1.3 不同估值指标存差异

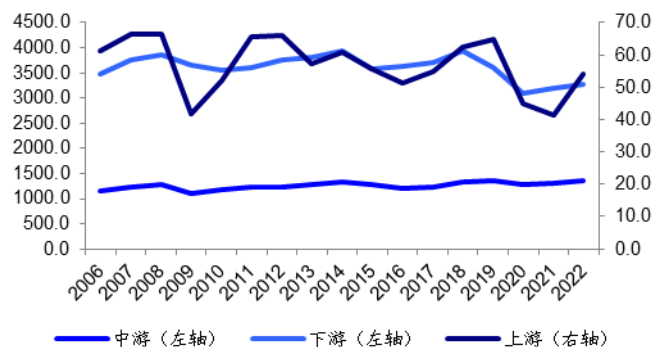
营收变化幅度较小，整体 PS 持续走高。2006-2022 美股军工航空产业链上、中、下游营收变化较小，2006 年前 20 大美股营收合计为 4688.4 亿美元，2022 年合计为 4689.6 亿美元。2008 年金融危机后，美股军工航空产业链整体 PS 持续走高，且中游企业上升幅度更大，2006 年中游企业 PS 平均为 1.52x，2022 年上升至 3.04x，与此相比，2006 年上游和下游企业 PS 平均分别为 2.58x 和 1.49x，2022 年则分别为 2.18x 和 1.71x，我们认为这进一步反映出资本市场对中游企业未来营收增长空间的持续看好。

图23 2006-2022 美股军工航空产业链 PS 变化 (倍)



资料来源: wind, 海通证券研究所

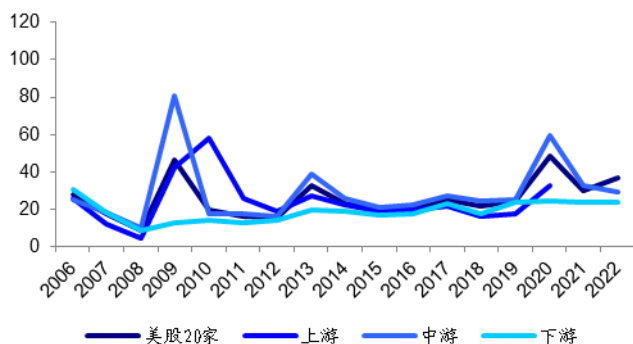
图24 2006-2022 美股军工航空产业链营收 (亿美元)



资料来源: wind, 海通证券研究所

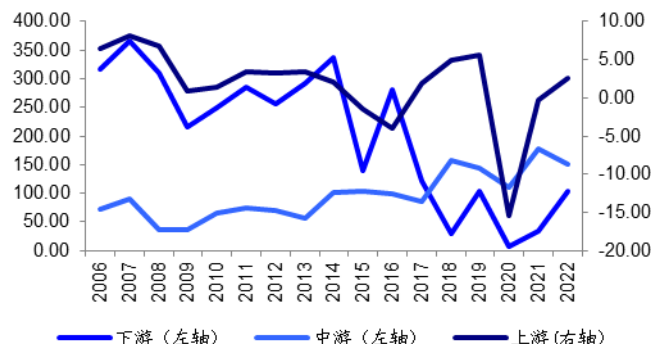
产业链净利润下滑较大，整体 PE 变动较小。2006-2022 美股军工航空产业链上、中、下游净利润波动较大，上、下游企业盈利能力大幅下降，2022 年净利润分别为 104.7 和 2.57 亿美元，较 2006 年分别下降 67%和 60%，中游企业盈利能力稳步提升，2022 年净利润为 149.7 亿美元，较 2006 年上升 104.6%。产业链上中下游平均 PE 出现分化，但整体波动较小，2021 年上游企业 PE 均为负值被剔除，2022 年上游企业平均 PE 为 103x，主要由于上游成分股赫氏公司与 ATI 公司净利润回升，但与 2019 年同期相比差距仍较大，导致平均 PE 异常。中游企业 2020 年平均 PE 大幅上升至 60x，反映出 2020 年美股市场出现大幅波动后，军工航空产业链中游迎来新一轮价值重估。下游企业平均 PE 波动幅度较小，我们认为这主要由于下游雷神技术、洛克希德马丁和波音公司等军工复合体历经多年发展，业务结构较为稳定。

图25 2006-2022 美股军工航空产业链 PE 变化（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

图26 2006-2022 美股军工航空产业链净利润（亿美元）



资料来源：wind，海通证券研究所

2.2 “成长与改革”共塑我国优势军工资产价值重估

成长与改革为我国军工企业的投资主线，构建我国军工行业的特色估值体系应将我国军工行业的较高成长动力，以及军品定价机制改革、资产注入、股权激励等改革空间纳入考量。为了防止后续分析产生歧义，我们选取了一些企业作为我们的股票池。我们同时依据军工产业链内不同企业的主营业务，将股票池内的企业进行了分类，每个类别下所包含的企业如下表所示。

表 5 我国军工航空产业链选取观察池

主营业务	所含公司
主机加工厂	中航沈飞，中航西飞，中直股份，航发动力，洪都航空
分系统研发	中航机电，中航电子，中航电测（未注入前）
机加工	广联航空，爱乐达，迈信林
锻件制造	中航重机，派克新材，航宇科技，三角防务
元器件	振华科技，航天电器，中航光电
碳纤维	光威复材，中航高科，中简科技
钛合金	西部超导，宝钛股份，西部材料
高温合金	图南股份，抚顺特钢，应流股份，万泽股份

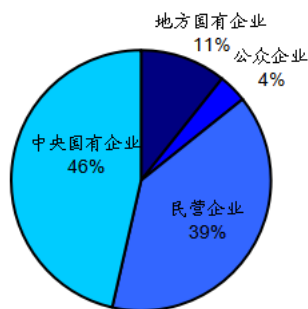
资料来源：wind，海通证券研究所

2.1.1 当前国内军工航空链公司相对估值分析

① 观察池企业属性分析：

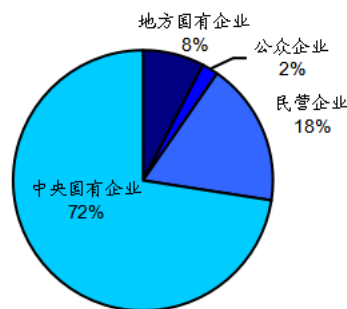
安全属性+认证标准门槛高，铸就了军工行业内国企占主导地位。国防军工行业需要国家倾注大量资源保证其发展，属于战略属性较重的行业。国企包括中央国有企业和地方国有企业，公众企业则是介于国企和民企之间的一种合办企业类型。如下图所示，我们可以看出，2023年初国企在军工行业中属于中坚力量，企业数量占比超过了50%，且国企向来具有规模较大资金雄厚的特征，央企的总市值占比甚至超过了72%。究其原因，国防军工属于直接关系国家安全的行业，除了上游的原材料加工和中游的锻件加工等少数公司是民营企业外，下游的主机加工厂清一色的全是国企，并且民企想要进入军工领域，必须拿到“军工四证”，需要进行保密认证、许可认证等一系列过程，搜狐网数据显示整个军工四证全部申请的周期平均为3-4年。

图27 23年1月8日我国国企民企数量占比



资料来源：wind，海通证券研究所

图28 23年1月8日我国国企民企市值占比

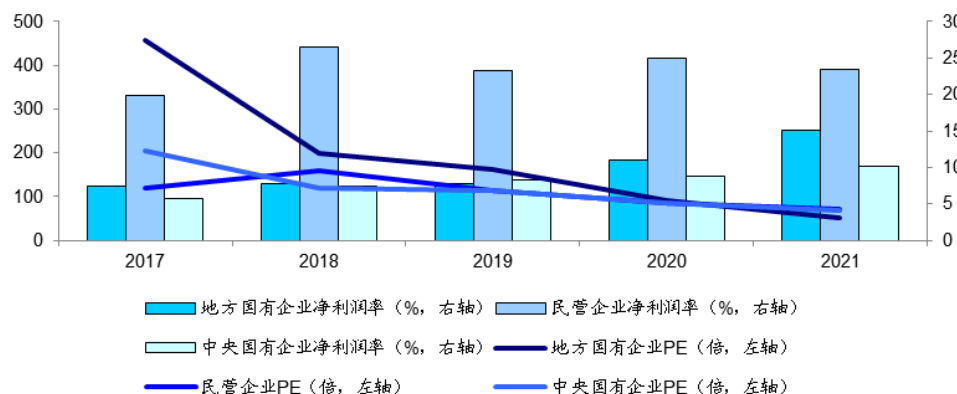


资料来源：wind，海通证券研究所

② 我国军工航空产业链央地民企估值变化分析：

2018年前地方国有企业和中央国有企业估值高溢价，随着小核心、大协作、寓军于民行业趋势变化，民企产值与国企利润率均提升。如下图所示，上市地方国有企业PE值在17年为458.33倍显著高于别的所有权企业，地方国有企业一直到19年163.39倍仍显著高于其他性质企业，而央企、民企这两者的PE区别不大。但地方国有企业和和其他所有权性质企业的PE值在这五年内差距逐渐缩小，且整体均呈下降态势，国企的下降尤其突出，中央国企从17年的205.64倍逐步下降到21年的67.98倍。军工板块内国企的净利润率在17-21年均保持稳定上升态势，地方国有企业从7.39%一路上涨至15%，央企5.78%上升至10.15%，民企则没有明显趋势。进一步观察图29，地方国有企业和民企之间的PE在2020年之后基本无差，而央企和民企则在2018年之后就没有了明显的区别。究其原因，2017年军民融合进入实质性实践阶段，17年来下游主机厂持续推进“小核心大协作”，即将之前的原材料加工和锻件加工等产业链外包给民营企业，自身主要负责集成和装机，该举措在提高民企产值的同时，增加了产业链内各节点企业的专业化程度，分工协作抬高了主机加工厂的利润率。

图29 不同所有权性质平均PE及净利润率变化



资料来源：wind，海通证券研究所

图30 中航沈飞 2015-2018PE 变化图（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

图31 小核心大协作组织体系

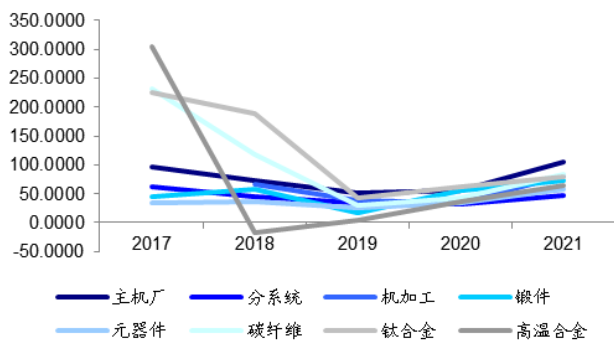


资料来源：振华科技定向募集说明书援引《国防白皮书》，海通证券研究所

③ 国内军工航空产业链各环节估值分析：

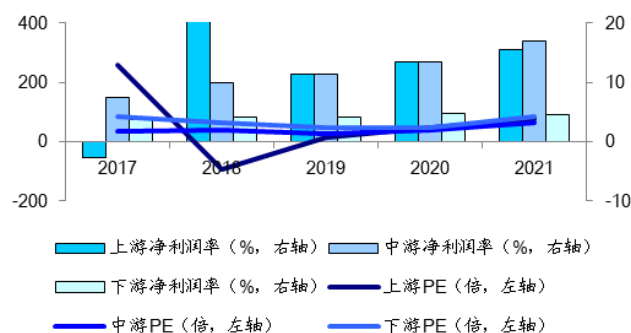
军工产业链下游估值偏高，下游国企业绩持续性和稀缺性铸就高估值。从全产业链视角来看军工行业内的估值差异，观察下图，主机厂的 PE 对其他产业链环节处于更高水平，且数值较为稳定，平均为 70 倍。随后，将企业按照主营业务进行上下游的分类，上游包括碳纤维、钛合金、高温合金等原材料制作加工业务、中游包括锻件制造和元器件加工，下游包括主机加工厂、分系统研发、机加工等业务。军工板块内，明显存在着下游估值高且稳定，中游次之，下游估值最低且波动性较大，且下游的净利润率自 17 年 3.7%稳步增长至 21 年的 4.55%，中游净利润率也从 7.44%稳步增长至 17.00%，而上游的净利润率则波动较大。究其原因，下游以沈飞西飞为代表的国有企业都隶属于中国航空工业集团有限公司，作为“小核心大协作”的“核心”，下游机加工厂具有较强的不可替代性和稀缺性。

图32 不同主营业务 PE 变化（倍）



资料来源：wind，海通证券研究所

图33 上下游主营业务 PE 和净利润率变化



资料来源：wind，海通证券研究所

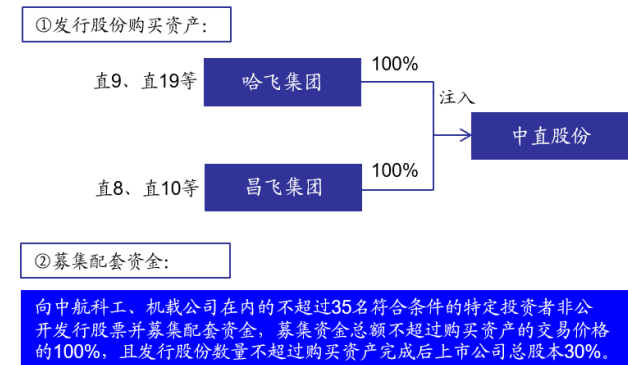
2.1.2 军品定价机制改革将为主机厂带来更高盈利空间

军工主机厂利润率有望迎提升。在原先的成本加成定价机制下，军工企业仅赚取单一的 5% 利润率，一方面利润率水平较低，另一方面固定利润率也使得企业缺乏降低生产成本的动力。定价机制改变后，不同的军工行业、军工产品可根据采购方式、市场状态、技术风险等方面的差异采用不同的定价方式，最终得到的军品价格更加合理。另外，军工企业在价格制定中的参与度及决定权有所提高，企业更有动力加强成本管控、追求技术进步、提高产品质量。2020 年，中航沈飞净利率已首次超过 5%，我们认为，军工主机厂未来利润率仍具有较大的提升空间。

2.1.3 资产注入推动产融结合，整合资源提升市场化经营水平

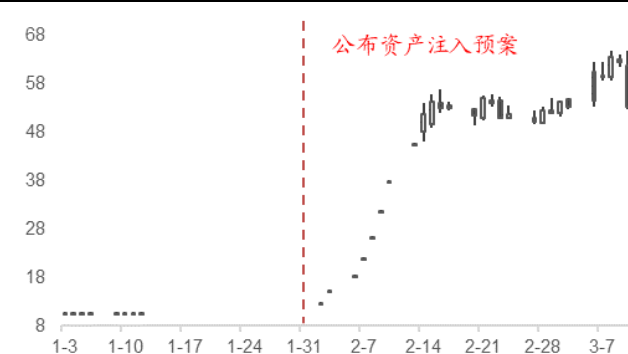
短期估值切换+长期治理改善，资产注入推动军工企业基本面质变。资产注入是我国军工企业资产证券化最重要方式，通过资产注入军工企业可实现资产整合或主营业务模式的改变，其中，短期影响主要为一二级价差带来的估值切换，而长期来看则可以整合业务资源、拓宽融资渠道及通过规范治理、激励考核等提升市场化经营水平。

图34 中直股份资产注入预案



资料来源：中直股份发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，海通证券研究所

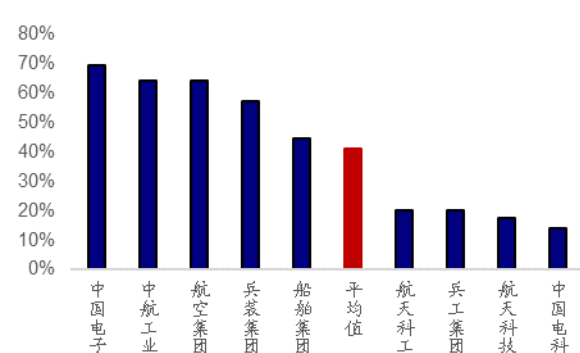
图35 中航电测 2023 年初至 3 月 10 日股价 K 线图（元）



资料来源：wind，海通证券研究所

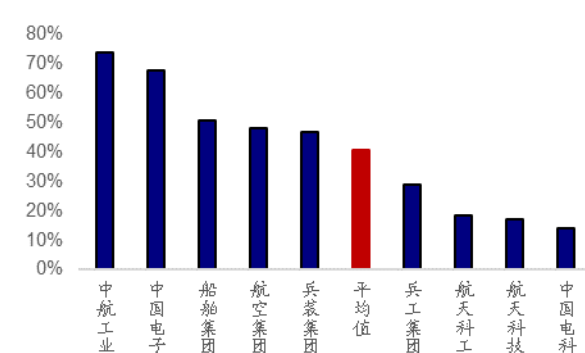
潜在资产证券化空间仍较大，关注院所改制。以 2021 年报测算，各大军工集团目前的证券化率约 41.2%（按总营收口径）、40.5%（按总资产口径），我们预计潜在资产证券化的空间依然较大。其中，军工科研院所改制可实现从事业单位到产权清晰、架构合理的科技型企业的转型，是打通军工资产证券化的关键一步。

图36 2021 年各大军工集团资产证券化率（总营收口径）



资料来源：wind，海通证券研究所
注：因数据缺失，航天科工采用 2020 年数据

图37 2021 年各大军工集团资产证券化率（总资产口径）



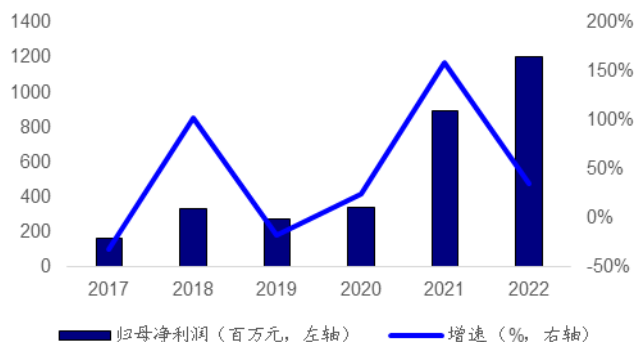
资料来源：wind，海通证券研究所
注：因数据缺失，航天科工采用 2020 年数据

2.1.4 股权激励提质增效，业绩提升效果显著

股权激励是军工国企长效发展的重要路径之一。军工国企股权激励主要考核目标为净资产收益率、净利润增速及 Δ EVA。考虑到军工行业的计划性，收入端由下游需求决定，因此以利润和收益为核心的考核目标选择可让企业通过提质增效的手段来提高股东回报率。此外，中航西飞、中航沈飞、中航重机、中航光电、四创电子均发布了 10 年有效期的长期股权激励计划，彰显了军工国企长期高质量经营的决心。

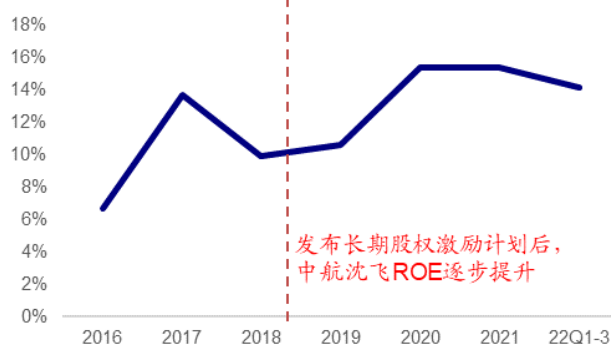
“瘦身健体”聚焦主业，经营困境逐步反转。军工国企以股权激励为抓手，剥离低效资产、巩固主业地位，通过业务布局的持续优化实现利润反转。**中航重机**剥离燃机、新能源、部分液压民品等低效业务，并依托两次定增项目聚焦航空锻造主业，归母净利迅速提高；**中航沈飞**转让贵飞、沈飞民机、上海公司等股权，并收购增资吉航，整合主机厂资源，净利、ROE 等指标逐步提升；**振华科技**压缩或退出通信整机、汽车动力电池等低效业务，聚焦新型电子元器件，实现经营业绩快速增长。

图38 2017-2022 中航重机归母净利润及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

图39 2016-22Q3 中航沈飞 ROE（加权）变化



资料来源：wind，海通证券研究所

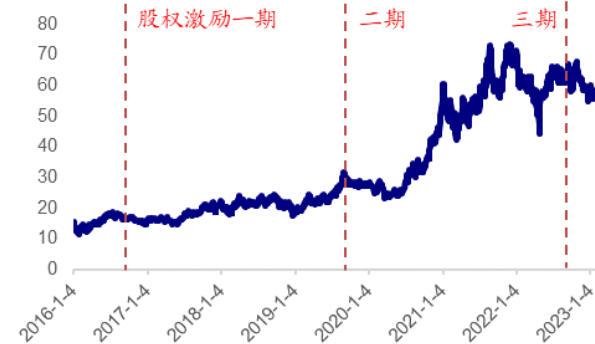
研发驱动、品类拓展，国企龙头积极把握机遇、成果显著。军工国企依托股权激励提高员工积极性，推动研发创新项目有效实施，高质量发展根基牢固。**中航光电**坚持创新驱动，高速及高压连接器产品性能领先，公司积极布局 5G、新能源汽车及军工市场，乘势迎来业绩拐点。**振华科技**积极把握行业景气，依托高研发投入成为被动元器件多品类龙头，此外公司布局半导体分立器件、厚膜混合集成电路等主动元器件。

图40 2018 年至今振华科技股价变化（前复权，单位：元）



资料来源：wind，海通证券研究所

图41 2016 年至今中航光电股价变化（前复权，单位：元）

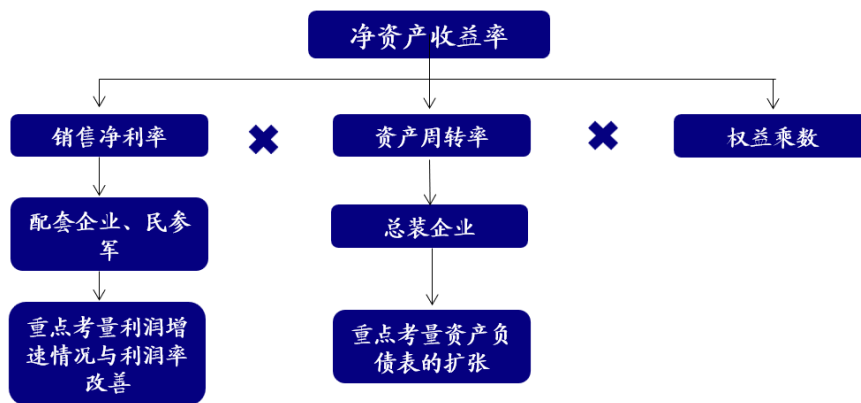


资料来源：wind，海通证券研究所

2.2 多指标构建我国特色军工估值体系

构建我国特色军工估值体系应考虑到我国军工产业链不同环节企业的较大差异。应用杜邦三分解（净资产收益率=销售净利率×资产周转率×权益乘数）来衡量企业的运营效率，其中，分析中上游配套企业时应重点考察净利率指标，而对于下游主机厂，则需重点考虑资产周转率的变化。

图42 不同类型军工企业净资产收益率的重点考量维度

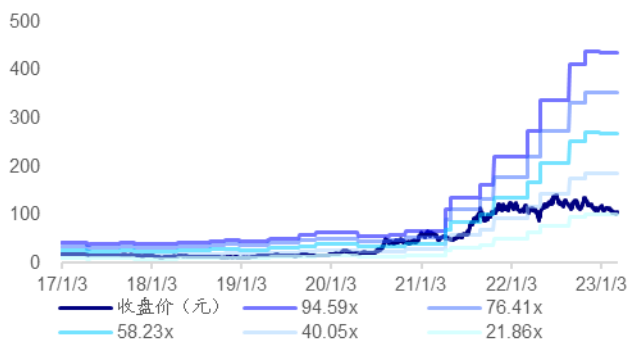


资料来源：海通证券研究所

2.2.1 中上游核心配套企业估值方法：以成长空间确定 PE 估值

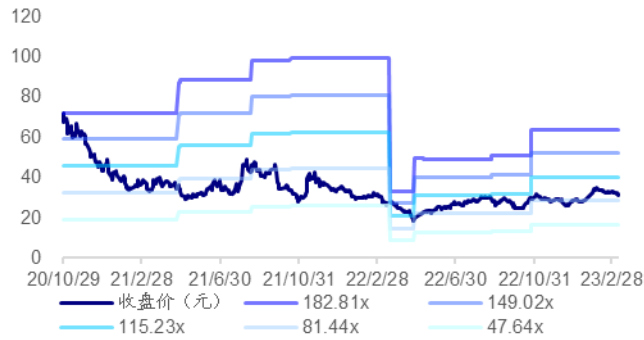
军工中上游环节往往较为市场化，核心企业对应较大成长空间。依托经营管理改善、产品品类拓展、军民融合、国产替代、军贸等逻辑驱动，军工中上游企业往往对应较高的成长空间。对于市场化环节，考虑 PE 估值方法，其中应重点关注细分领域高速增长成长型企业及相对低估的优质国企。

图43 振华科技 PE-band (元)



资料来源：wind，海通证券研究所

图44 广联航空 PE-band (元)



资料来源：wind，海通证券研究所

2.2.2 下游主机厂估值方法：考虑 PS 估值及利润率改善空间

当前我国军工主机厂企业仍有较大利润改善空间。基于总装企业成本加成的定价机制及激励手段较差等原因，目前我国主机厂企业利润率仍处较低水平。例如，美国洛·马公司 2021 年净利率 9.42%，而中航西飞 2021 年净利率仅 2.00%，我们认为，随着军品定价改革的逐步推进、股权激励的实施，下游主机厂企业的净利率或将迎来改善。以中航西飞为例，假设 2021 年 PS 不变，而净利率提升至 8%时，中航西飞 PE 估值仅 28 倍。

表 6 以中航西飞为例，利润率改善与 PE 估值的敏感性分析

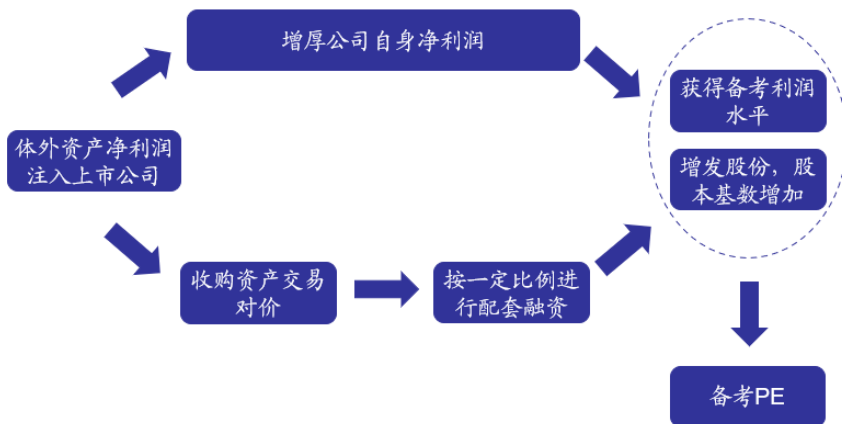
PE=PS/ (净利率)，假设 PS 不变，PE 估值与净利率关系							
20230310 市值 (亿元)	2021 年营收/净 利润 (亿元)	2021 年 PS (倍)	2021 年净利率 (PE, 倍)	假设改善的净利率			
740	327/6.5	2.26	2.00% (113)	+2% (57)	+4% (38)	+6% (28)	+8% (23)

资料来源：wind，海通证券研究所测算

2.2.3 考虑资产注入预期的备考 PE 估值法

“备考估值”指标用于基于资产注入预期的企业进行估值。其中，备考市值=当前市值+（收购资产对价+配套融资额）/增发股价折扣；备考利润=当前净利润+收购资产净利润；而备考 PE=备考市值/备考利润。

图45 备考估值计算流程



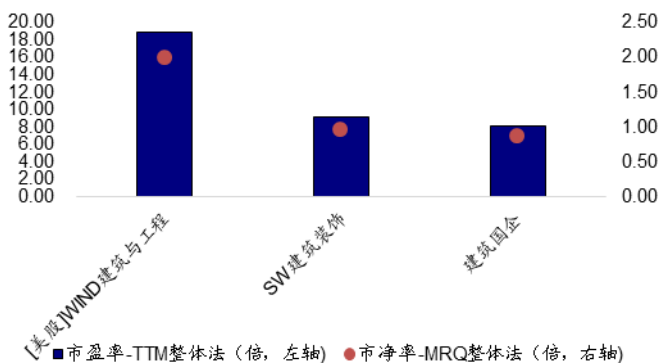
资料来源：海通证券研究所

3. 我国建筑行业特色估值体系研究

3.1 对标海外，国内建筑企业估值偏低，盈利能力较强，现金流需要改善

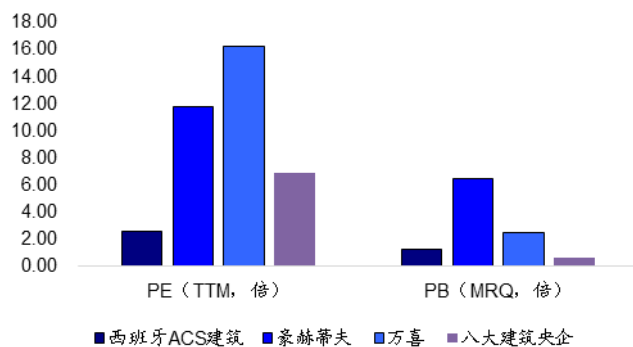
国内建筑公司估值显著低于海外建筑公司。以美股建筑公司为例，国内上市建筑企业估值明显偏低，截至 2023/3/16，国内建筑行业市盈率为 9.12 倍，市净率为 0.96 倍，均明显低于美股建筑工程行业市盈率 18.91 倍，市净率 1.98 倍。国内外大建筑企业对比来看，截至 2023/3/16，八大建筑央企整体市盈率为 6.92 倍，明显低于德国的豪赫蒂夫市盈率 11.75 倍和法国的万喜市盈率 16.24 倍；而八大建筑央企整体市净率为 0.70 倍，同样明显低于豪赫蒂夫市净率 6.44 倍和万喜市净率 2.56 倍。

图46 国内建筑公司估值显著低于海外建筑公司



资料来源：wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/16

图47 八大建筑央企对比海外大建筑企业估值显著偏低



资料来源：wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/16

国内建筑公司成长性更稳定，且盈利能力整体较强。以美股建筑公司为例，美股建

筑公司营收和归母净利润增速波动较大，而国内建筑企业营收持续增长，归母净利润增速更稳定。盈利能力方面，2010-2021 年国内建筑公司整体 ROE 持续高于美股建筑公司，但是有下降趋势，且与美股公司的差距逐渐减小；国内建筑企业销售净利率整体同样基本好于美股建筑公司，但是 2021 年美股建筑公司的销售净利率为 2.87%，而国内建筑公司为 2.83%，这是 2011 年之后美股建筑公司销售净利率首次超过国内建筑公司。因此，我们认为国内建筑公司不能放松对盈利能力的重视，仍需继续改善和提高。

图48 对比海外，国内建筑公司营收持续增长



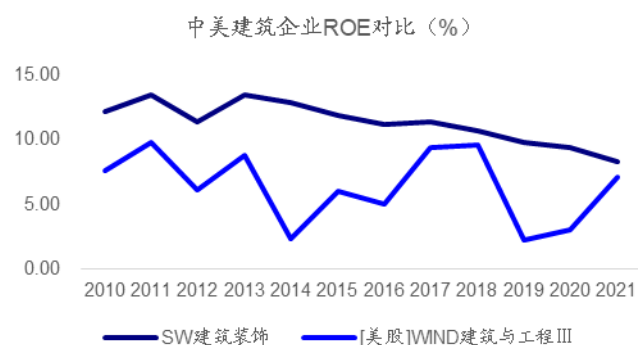
资料来源：wind，海通证券研究所

图49 对比海外，国内建筑公司归母净利润增速更稳定



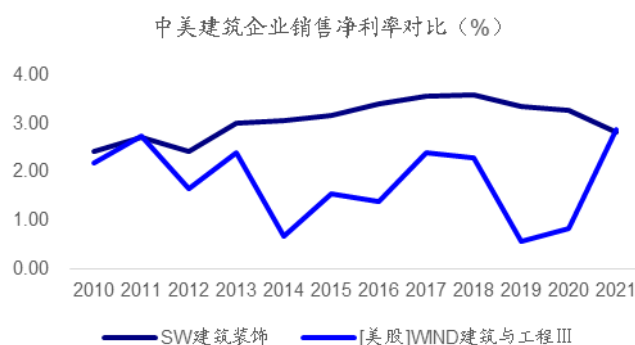
资料来源：wind，海通证券研究所

图50 国内建筑公司 ROE 持续高于海外建筑公司



资料来源：wind，海通证券研究所

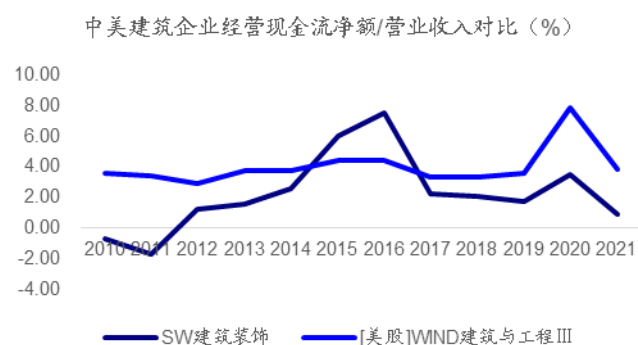
图51 国内建筑公司净利率整体基本好于海外建筑公司



资料来源：wind，海通证券研究所

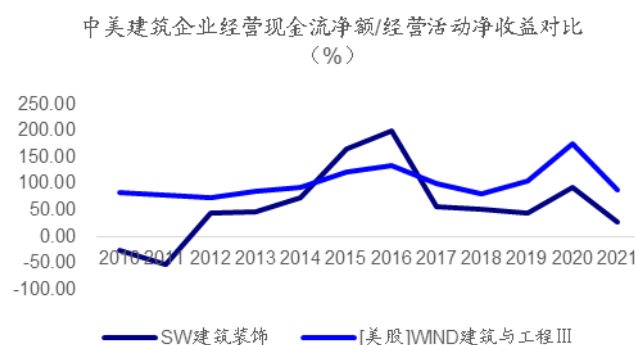
海外建筑公司现金流情况整体好于国内。以美股建筑公司为例，2017 年以来，美股建筑公司的现金流情况持续好于国内，具体来看，2021 年美股建筑企业经营现金流净额/营业收入为 3.86%，高于国内建筑公司的 0.89%；美股建筑企业经营现金流净额/经营活动净收益为 88.46%，高于国内建筑公司的 27.00%。

图52 近年海外建筑公司经营现金流/营业收入好于国内



资料来源：wind，海通证券研究所

图53 近年海外建筑公司经营现金流/经营净收益好于国内



资料来源：wind，海通证券研究所

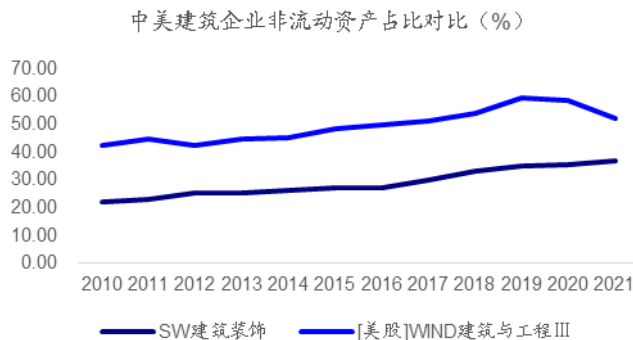
国内建筑公司资产负债率持续高于海外，但海外建筑公司非流动资产占比高于国内。以美股建筑公司为例，2010-2021 年国内建筑公司资产负债率持续高于美股，但国内建筑公司资产负债率有下降趋势，由 2010 年的 78.43% 下降至 2021 年的 74.10%，而美股建筑公司资产负债率有上升趋势，由 2010 年的 49.38% 上升至 70.52%，中美建筑公司资产负债率差距逐渐减小。非流动资产占比方面，美股建筑公司持续高于国内建筑公司，且两者均有上升趋势，美股/国内建筑公司非流动资产占比分别由 2010 年的 42.36%/21.98% 上升至 2021 年的 52.06%/37.03%。

图54 国内建筑公司资产负债率高于海外建筑公司，但逐渐趋同



资料来源：wind，海通证券研究所

图55 海外建筑公司非流动资产占比高于国内建筑公司

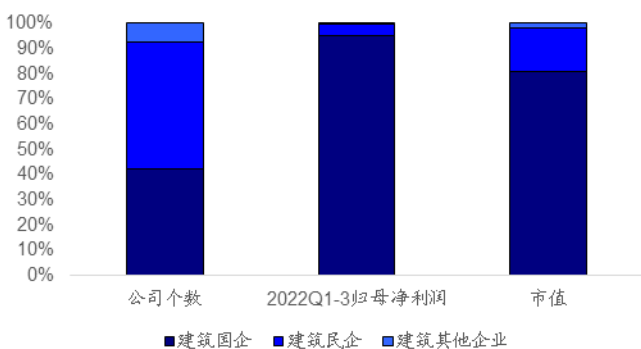


资料来源：wind，海通证券研究所

3.2 建筑国企利润贡献大、市值低，估值提升空间大

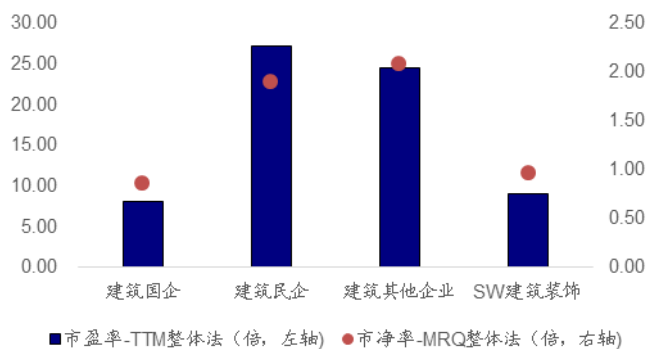
建筑国企利润贡献与市值占比不匹配，且估值偏低。截至 2023/3/16，建筑行业 A 股上市公司中，建筑国企（中央国有+地方国有）共计 69 家，约占建筑企业总数的 42%，不到一半，但 2022 年前三季度却贡献了行业约 95% 的净利润；截至 2023/3/16，建筑国企市值合计 1.64 万亿元，占比约 80%，低于其贡献的净利润占比。此外，建筑央企当前在行业中的估值水平显著偏低，截至 2023/3/16，最新 PE/PB 仅 8.13/0.86 倍，明显低于民企的 27.15/1.90 倍，也低于行业整体估值的 9.12/0.96 倍；且从估值历史走势上看，2010 年之后建筑央企估值持续低于民企。

图56 截至 2023/3/16，建筑国企市值占比仅 80%



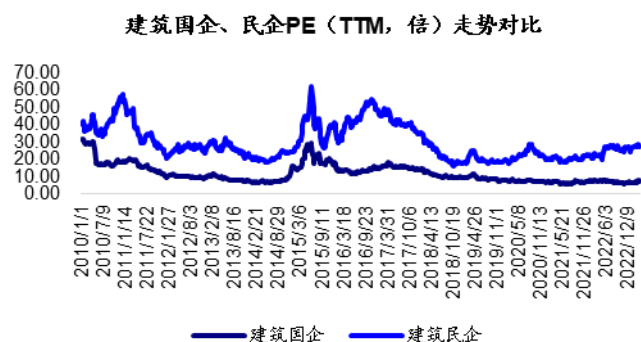
资料来源：wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/16

图57 建筑国企 PE、PB 估值均显著最低



资料来源：wind，海通证券研究所，数据截至 2023/3/16

图58 建筑民企 PE 估值持续高于国企



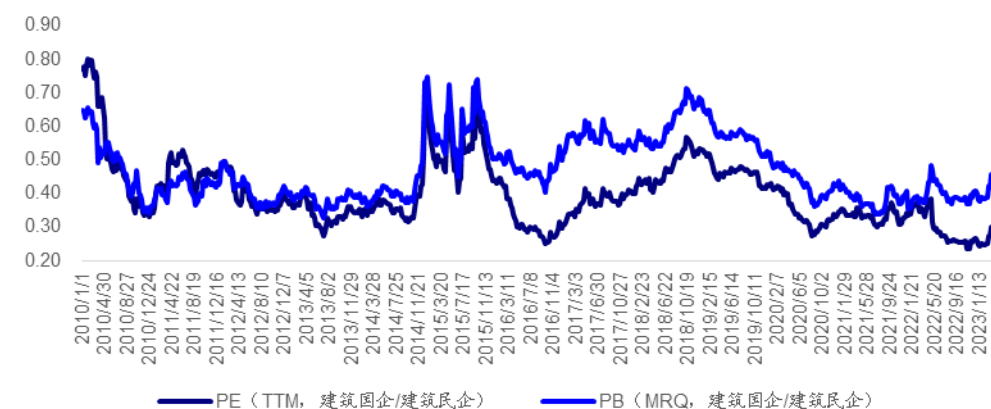
资料来源: wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/3/16

图59 建筑民企 PB 估值持续高于国企



资料来源: wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/3/16

图60 建筑国企相对民企的估值折价有加深趋势



资料来源: wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/3/16

建筑国企成长能力相对民企更为稳定。2010-2021 年, 建筑国企营收持续保持正增长, 且相对民企来说增速更为稳定; 归母净利润方面, 除 2012 年建筑国企归母净利润稍有下降外, 其余年份均保持增长, 且增速相比民企同样更为稳定。

图61 建筑国企营收持续增长, 且增速相对民企更为稳定



资料来源: wind, 海通证券研究所

图62 建筑国企归母净利润增速相对民企更为稳定

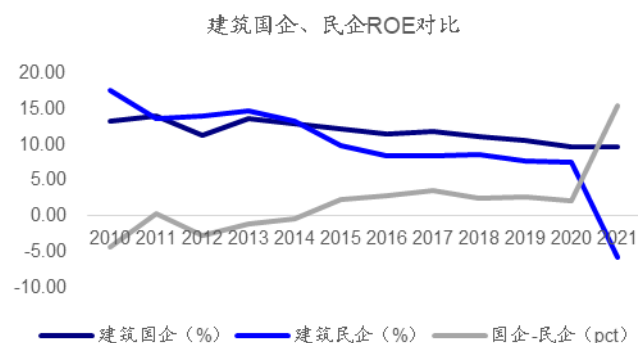


资料来源: wind, 海通证券研究所

建筑国企盈利能力相对民企有所增强。从净资产收益率来看, 自 2015 年开始, 建筑国企的净资产收益率持续高于民企; 从销售净利率来看, 近 10 年建筑国企的销售净利率稳中有增, 2021 年销售净利率为 3.04%, 相比 2010 年上升 0.49 个 pct。此外, 建筑国企相对民企的净资产收益率和销售净利率之差逐渐上升, 盈利能力相对民企有所

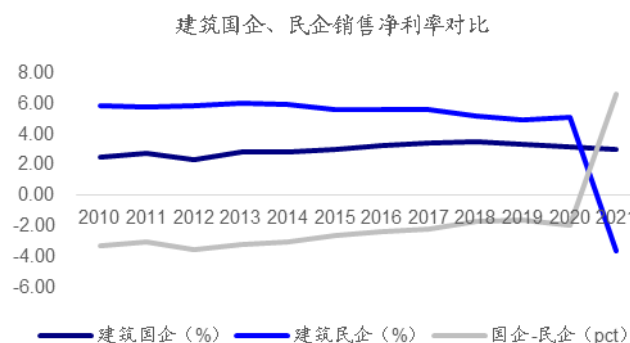
增强。

图63 建筑国企-民企 ROE 之差逐渐上升



资料来源: wind, 海通证券研究所

图64 建筑国企-民企销售净利率之差逐渐上升



资料来源: wind, 海通证券研究所

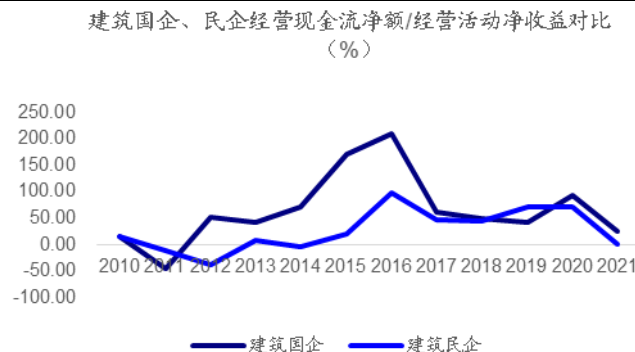
建筑国企现金流情况不容乐观。2010-2021 年期间, 建筑国企的经营现金流情况 2016 年达到最好, 经营现金流净额/营业收入和经营现金流净额/经营活动净收益均达到最高水平, 之后几年指标有所恶化, 2021 年达到 2012 年以来最低值, 现金流情况不容乐观。

图65 建筑国企经营现金流对比营收近年有所下降



资料来源: wind, 海通证券研究所

图66 建筑国企经营现金流对比经营净收益近年有所下降



资料来源: wind, 海通证券研究所

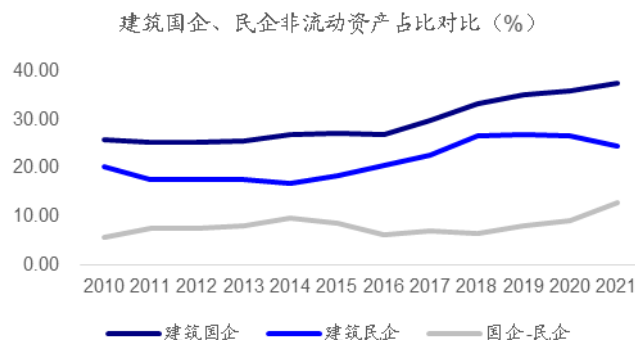
建筑国企资产负债率和非流动资产占比均高于民企。2010-2021 年期间, 建筑国企资产负债率持续高于民企, 但有下降趋势, 且与民企之前的差距有所缩小; 非流动资产占比同样持续高于民企, 并且近年来有上升趋势, 与民企之间的差距也有所扩大。

图67 建筑国企资产负债率持续高于民企, 但差距有所减小



资料来源: wind, 海通证券研究所

图68 建筑国企非流动资产占比持续高于民企, 且差距有所加大



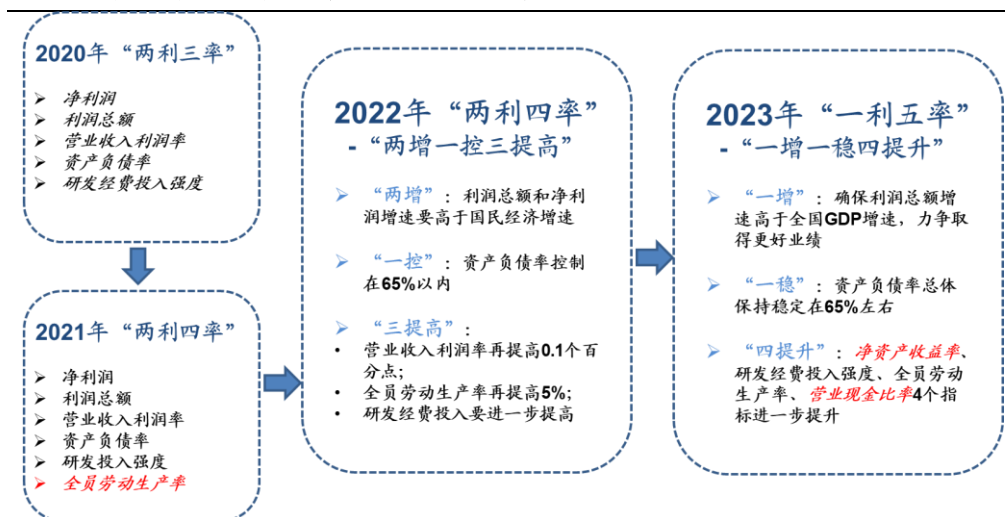
资料来源: wind, 海通证券研究所

3.3 “中特估”背景下，建筑央企估值提升进行时

3.3.1 国资委加强央企经营指标引领，2023 年新增 ROE 和现金流考核

国资委不断完善央企经营指标考核体系，2023 年新增 ROE 和现金流考核。近年来国资委不断完善中央企业经营指标考核体系，加强经营指标引领，推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展，建设世界一流企业。2020 年，首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021 年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022 年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增一控三提高”的总体要求，“两增”，就是利润总额和净利润增速要高于国民经济增速；“一控”，就是资产负债率要控制在 65% 以内；“三提高”，就是营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高。2023 年，国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”，新增净资产收益率和营业现金比率作为央企考核指标，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标，“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定在 65% 左右，将“资产负债率控制在 65% 以下”调整为“稳定在 65% 左右”；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。

图69 近年来国资委不断完善中央企业经营指标考核体系，加强经营指标引领



资料来源：国务院国资委，海通证券研究所

国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动，央企行动进行时。2023 年 3 月 3 日国务院国资委召开会议，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，提出要牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，加快建成世界一流企业；要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平。据中国中铁微信公众号，2023 年 3 月 7 日，中国中铁已召开市值提升暨提高上市公司质量工作推进会，形成 5 类 28 项工作任务分解到各业务部门，从管理理念、价值创造、价值传递、价值实现等多维度推动中国中铁系多平台上市公司质量提升工作的落实落地和估值回升。

3.3.2 积极推进股权激励，建筑央企市值提升动力增强

建筑央企积极实施股权激励，市值提升动力增强。在国企改革三年行动期间，越来越多建筑央企积极实施股权激励，其中中国化学、中国中铁、中国建筑、中国海诚、中材国际、四川路桥等建筑央企股权激励已经落地，中国交建、中钢国际、陕西建工股权激励正在有序实施过程中。除四川路桥外，各公司业绩考核目标均设置净资产收益率目标，而中钢国际还涉及到有关现金流净额/营业收入，以及四川路桥涉及到应收账款

周转率的目标，可以看到建筑央企越来越重视高质量发展。此外，2023 年 3 月 3 日国务院国资委部署国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动时，明确提出把价值创造导向体现到有效激励约束各方面，加快建立科学评价体系，更大力度实施以价值创造为导向的中长期激励等。我们预计后续未实施股权激励的建筑央企将会继续进行积极的探索。

表 7 建筑央企积极实施股权激励，提高公司增长动力

公司	股权激励名称	考核时间段	进度	激励股票数量(万股)	占公司股票总数的比重	激励人数(人)	业绩考核目标
中国交建	2022 年限制性股票激励计划	2023-2025 年	已获得国务院国资委批复同意	不超过 11700 万股	0.996%	不超过 668 人	(1) 以 2021 年业绩为基数，2023/2024/2025 年净利润复合增长率不低于 8%/8.5%/9%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平； (2) 2023/2024/2025 年加权平均净资产收益率不低于 7.7%/7.9%/8.2%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； (3) 2023/2024/2025 年完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
中国化学	2022 年限制性股票激励计划	2023-2025 年	已授予	5996	0.9814%	485	(1) 2023/2024/2025 年扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于 9.05%/9.15%/9.25%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2021 年业绩为基数，2023/2024/2025 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率均不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
中国中铁	2021 年限制性股票激励计划	2022-2024 年	已授予	首次授予 17072.44 万股；预留授予 1192.20 万股	首次授予占比 0.6883%；预留授予占比 0.05%	首次授予 697 人；预留授予 50 人	(1) 2022/2023/2024 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10.50%/11.00%/11.50%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2020 年为基准，2022/2023/2024 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润复合增长率均不低于 12%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 75 分位值水平； (3) 2022/2023/2024 年度完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
中国建筑	第四期 A 股限制性股票计划	2021-2023 年	已授予	91203.6	2.1733%	2765	(1) 2021/2022/2023 年公司净资产收益率不低于 12.0%/12.2%/12.5%，且不低于同行业平均业绩(或者对标企业 75 分位值)水平； (2) 2021/2022/2023 年公司净利润较 2019 年度净利润复合增长率均不低于 7%，且不低于同行业平均业绩(或者对标企业 50 分位值)水平； (3) 完成国务院国资委经济增加值(EVA)考核目标。
中国海诚	2022 年限制性股票激励计划	2023-2025 年	已首次授予	1059.1758 万股	2.845%	不超过 84 人	(1) 2023/2024/2025 年净资产收益率不低于 10.65%/11.09%/11.62%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业均值； (2) 以 2021 年营业利润为基准，2023/2024/2025 年营业利润复合增长率不低于 10.58%/10.88%/11.00%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业均值； (3) 2023/2024/2025 年公司经济增加值(EVA)完成考核要求且△EVA 为正，总资产周转率不低于 1.16。
中钢国际	2022 年股票期权激励计划	2023-2025 年	公布草案阶段	1210	0.94%	90	(1) 2023/2024/2025 年加权净资产收益率不低于 12.0%/12.3%/12.6%，且不低于 2023/2024/2025 年度对标企业 75 分位值水平； (2) 以 2021 年归母净利润为基数，2023/2024/2025 年归属于母公司的净利润复合增长率均不低于 12.5%，且不低于 2023/2024/2025 年度同行业平均业绩(或者对标企业 75 分位值)水平； (3) 2023/2024/2025 年经营活动产生的现金流量净额占营业收入比例不低于 5%。
中材国际	2021 年限制性股票激励计划	2022-2024 年	已授予	首次授予 4654.9115 万股；预留授予 1000 万股	首次授予占比 2.01%；预留授予占比 0.44%	首次授予 194 人；预留授予 71 人	(1) 2022/2023/2024 年较 2020 年净利润复合增长率均不低于 15.5%； (2) 2022/2023/2024 年净资产收益率不低于 14.9%/15.4%/16.2%，且上述两个指标均不低于对标企业 75 分位值； (3) 2022/2023/2024 年度△EVA 大于零。
陕西建工	2023 年限制性股票激励计划	2023-2025 年	公布草案阶段	不超过 9465 万股	2.566%	535	(1) 2023/2024/2025 年归属于上市公司股东的净资产收益率不低于 10.8%/10.9%/11.0%，且不低于同行业企业平

性股票 激励计划		均值（或对标企业 75 分位值）； （2）2023/2024/2025 年利润总额较 2021 年复合增长率不低于 10%，且不低于同行业企业平均值（或对标企业 75 分位值）； （3）经济增加值 Δ EVA 为正。	
2021 年限制 性股票 激励计划	2022-2024 年	已授予	首次授予 2997 万 股；预留授 予 874 万 股
四川路桥			首次授予占 比 0.63%；预 留授予占比 0.18%
			首次授 予 308 人；预 留授予 110 人
			（1）2022/2023/2024 年扣非归母净利润不低于 70/80/90 亿元，且相较于 2020 年，扣非归母净利润增长率不低于同行业平均水平； （2）2022/2023/2024 年营业收入不低于 1000/1100/1200 亿元，且相较于 2020 年，营业收入增长率不低于同行业平均水平； （3）2022/2023/2024 年应收账款周转率不低于 5.7。

资料来源：各公司股权激励相关公告，海通证券研究所

3.3.3 基础设施 REITs 助力建筑央企存量资产盘活，形成良性投资循环

建筑央企提高 ROE，需要净利率和资产周转率提升双管齐下。对八大建筑央企资产收益率进行杜邦分析发现，2010-2021 年期间虽然其净利率有上升趋势，但是由于总资产周转率和权益乘数降低，所以近年八大建筑央企的资产收益率处于 2010-2021 时间区间的低点，加之 2023 年国资委要求中央企业资产负债率总体保持稳定，八大建筑央企提高 ROE 一方面需要继续提高净利率，一方面也要提高资产的周转率。

表 8 八大建筑央企杜邦分析：净资产收益率和总资产周转率近年处于低点

时间	净资产收益率 (%)	杜邦分解		
		净利润/营业总收入 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
2010	12.68	2.45	1.13	4.84
2011	13.83	2.70	0.99	5.07
2012	10.74	2.15	0.90	5.31
2013	13.87	2.80	0.89	5.48
2014	13.31	2.87	0.85	5.23
2015	12.60	3.03	0.79	4.75
2016	11.65	3.20	0.73	4.73
2017	11.99	3.35	0.71	4.49
2018	11.40	3.49	0.69	4.29
2019	11.15	3.49	0.70	4.02
2020	10.17	3.35	0.71	3.77
2021	10.33	3.30	0.73	3.74

趋势图（高/低点标红）

资料来源：wind，海通证券研究所

国家持续支持基础设施 REITs 有效盘活存量资产。基础设施 REITs 作为我国金融体制改革的重大创新金融工具之一，能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。自 2020 年 4 月 30 日证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》开始，发改办投资（2020）586 号文、（2021）35 号文、（2021）958 号文、（2021）1048 号文以及 2022 年 1 月 29 日财政部税务总局发布《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》持续支持基础设施 REITs 的推进。2022 年 5 月，国务院印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，以及 11 月证监会与国资委发布《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》，均提出支持基础设施项目发行 REITs。

表 9 国家持续支持发行基础设施 REITs，促进有效盘活存量资产

序号	文件	时间	发布部门	相关内容
1	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	2020/4/30	中国证监会、国家发改委	REITs 能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。同时，REITs 作为中等收益、中等风险的金融工具，具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点，有利于丰富资本市场投资品种，拓宽社会资本投资渠道。
2	关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作	2020/8/3	国家发改委	聚焦重点区域。聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板项目，鼓励新型基础设施项目开展试点。鼓励国家战略性新兴产业集群、高

	的通知(发改办投资〔2020〕586号)			科技产业园、特色产业园等开展试点。
3	关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知(发改办投资〔2021〕35号)	2021/1/13	国家发改委	切实加强基础设施 REITs 试点项目储备管理;强化入库项目政策支持和服务;做好入库项目梳理和报送工作;统一规则、加强协作,切实做好基础设施 REITs 试点工作。
4	关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知(发改投资〔2021〕958号)	2021/6/29	国家发改委	充分认识基础设施 REITs 的重要意义,结合本地实际加大工作力度。加强项目管理和协调服务,推动落实项目条件,充分发挥政府投资引导作用。促进基础设施 REITs 长期健康发展。
5	关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知(发改办投资〔2021〕1048号)	2021/12/29	国家发改委	加强宣传解读,调动参与积极性。安排专人对接,做好服务工作。加强部门协调,落实申报条件。及时沟通反映,加快申报进度。用好回收资金,形成良性循环。鼓励先进典型,形成示范引领。
6	关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告	2022/1/29	财政部	基础设施 REITs 设立阶段,原始权益人向基础设施 REITs 转让项目公司股权实现的资产转让评估增值,当期可暂不缴纳企业所得税,允许递延至基础设施 REITs 完成募资并支付股权转让价款后缴纳。其中,对原始权益人按照战略配售要求自持的基础设施 REITs 份额对应的资产转让评估增值,允许递延至实际转让时缴纳企业所得税。
7	关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见	2022/5/25	国务院	进一步提高推荐、审核效率,鼓励更多符合条件的基础设施 REITs 项目发行上市。鼓励国有企业依托国有资本投资、运营公司,按规定通过进场交易、协议转让、无偿划转、资产置换、联合整合等方式,盘活长期闲置的存量资产,整合非主业资产。
8	《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》	2022/11/11	中国证监会、国务院国资委	积极支持中央企业开展数据中心、工业互联网、人工智能等新型基础设施领域 REITs 试点,促进盘活存量资产、扩大有效投资

资料来源:国家发改委,财政部,中国政府网,中国证监会,海通证券研究所

大建筑央企特许经营资产规模大,基础设施 REITs 发行潜力大。大建筑央企中,从规模来看,中国电建、中国交建、中国中铁三家的特许经营资产规模最大,截至 2022H1 分别达到 2350、2245、1268 亿元,从占比情况来看,中国电建、中国核建、中国交建的特许经营资产在总资产及净资产中占比最高,或将直接受益于基础设施 REITs 的推进,后续有可能会在 REITs 方面发力。其中比较突出的中国交建,截至 2022 年上半年,公司特许经营权类进入运营期项目 33 个(另有 22 个参股项目),累计投资金额 2286.68 亿元;并且于 2022 年 4 月成功发行全国规模最大、央企首单高速公路公募 REITs-“华夏中国交建高速 REIT”。

表 10 大建筑央企特许经营资产情况(单位:亿元)

公司	市值	2022H1 总资产	2022H1 净资产	2022H1 特 许经营权资产	特许经营 资产/市值	特许经营 资产/总资产	特许经营 资产/净资产	近期 REITs/类 REITs 发行情况
中国电建	1329.86	10179.61	2212.23	2350.08	178.57%	23.09%	106.23%	
中国核建	254.56	1871.89	297.98	334.34	134.53%	17.86%	112.20%	
中国交建	1839.66	15656.83	4161.94	2244.52	125.88%	14.34%	53.93%	截至 2022 年上半年,公司特许经营权类进入运营期项目 33 个(另有 22 个参股项目),累计投资金额 2286.68 亿元;2022 年 4 月成功发行全国规模最大、央企首单高速公路公募 REITs-“华夏中国交建高速 REIT”。
中国能建	1025.60	5885.09	1525.55	531.25	52.66%	9.03%	34.82%	
中国中铁	1853.94	15327.16	3971.77	1267.85	73.07%	8.27%	31.92%	
中国铁建	1309.07	14942.11	3641.96	639.10	52.76%	4.28%	17.55%	2022 年上半年发行“国金中国铁建 REIT”,以全资子公司中铁建重庆投资集团有限公司持有的重庆至遂宁高速公路 BOT 项目(重庆段)为基础资产。截至 2022 年 8 月公司公路运营项目 19 个,运营里程 1855 公里,投资规模 1732 亿元。
中国中冶	799.93	6102.89	1558.71	144.39	18.38%	2.37%	9.26%	
中国建筑	2549.61	25968.52	6600.07	166.70	6.64%	0.64%	2.53%	
中国化学	640.88	1822.55	540.06	8.21	1.33%	0.45%	1.52%	

资料来源:wind,各公司 2022 年半年报,中国葛洲坝微信公众号,中国铁建官网,海通证券研究所,市值数据截至 2023/3/16

3.3.4 战略性重组/专业化整合做大做强，建筑央企价值有望再挖掘

建筑央企战略性重组和专业化整合力度加大，提高核心竞争力。2023年1月12日，国务院国资委召开地方国资委负责人会议，提出2023年要着力推进国有资本布局优化和结构调整，持续推动国有资本向重要行业和关键领域集中，进一步突出实业、聚焦主业，深入推进战略性重组和专业化整合。此外，按照中央企业负责人会议部署，2023年国资央企同样将深入推进国有资本布局优化和结构调整，加大专业化整合力度。2022-2023开年以来，建筑央企战略性重组和专业化整合大事频频，均有利于做优做大国有资本，进一步强化竞争优势，我们认为建筑央企的价值有望得到再次发掘。

表 11 建筑央企积极实施战略性重组和专业化整合，提高核心竞争力

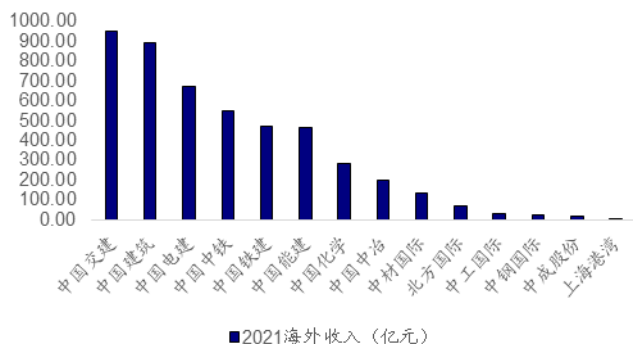
公司	时间	事件	意义	进展
中国交建	2023 年 1 月	中国三峡集团所属中国水利电力对外有限公司将整体划转至中交集团	此次整合有利于中国三峡集团和中交集团突出主业、做强专业，实现资源配置效率和发展质量效益有效提升；有利于 进一步强化核心竞争力 ，共同做强清洁能源产业链、价值链；有利于以产业协同“组合拳”提升国际竞争力，更好塑造中国品牌， 加快建设世界一流企业 。	已举行资源专业化整合项目签约仪式
	2023 年 3 月	祁连山将其持有的祁连山有限置出，并与中国交建下属公规院、一公院、二公院和中国城乡下属西南院、东北院、能源院进行资产置换	本次重组，是中交集团与中国建材集团推动中央企业结构调整与重组工作的有益尝试，是 做强做优做大中央企业、提升央企核心竞争力 的有效探索，有利于推动国有资本向重要行业和关键领域集中，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力，以央企合作方式打造国企改革三年行动表率。	已获得国务院国资委批复同意
中材国际	2023 年 2 月	公司收购中国建材总院持有的合肥院	交易双方均为中国建材集团下属企业，本次重组整合优质资源，充分发挥双方的协同效应，有利于进一步完善公司装备业务布局， 提升核心竞争力 ，助力公司实现高端装备领域的突破，贯彻落实公司中长期发展战略。	已完成
中钢国际	2022 年 12 月	中国宝武与中钢集团实施重组，中钢集团整体划入中国宝武	中国宝武将以此次重组为契机，积极发挥国有资本投资公司作用，进一步优化国有资本布局结构， 提升央企优质国有资产的产业竞争力和全产业链供应链安全水平 ；中钢集团将通过中国宝武的产业赋能和专业化整合，全面融入中国宝武“一基五元”产业生态圈，培育发展一批产业细分领域的专精特新企业和单项冠军企业。	已获得国务院批准，在进行重组反垄断审查、境外外商投资审查等必要的审批程序
四川路桥	2022 年 11 月	公司收购控股股东蜀道集团旗下交通工程建设板块运营主体	公司通过深度整合四川省属交通工程建设企业，有利于更好发挥专业优势，形成协同效应，有利于破除同质化经营及解决同业竞争， 提升公司综合核心竞争力 。	已完成

资料来源：各公司资产重组/收购兼并相关公告，国务院国资委，中国宝武微信公众号，海通证券研究所

3.3.5 一带一路十周年，建筑央企估值提升有望迎来催化

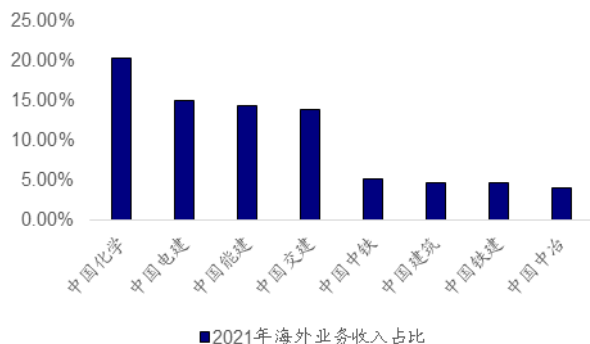
“一带一路”主题性机会，建筑央企作为工程出海主力军有望核心受益。今年是一带一路倡议提出十周年，截至目前，已有 151 个国家、32 个国际组织与中国签署了 200 余份共建“一带一路”合作文件。2月15日人民网发布文章，习近平总书记：当前经济工作的几个重大问题，其中明确提出今年要筹备办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛，推动共建“一带一路”高质量发展。我们预计会有更多相关政策、项目落地。从海外收入规模来看，2021年八大建筑央企海外收入规模显著高于四大国际工程公司，比如中国交建、中国建筑、中国电建、中国中铁、中国铁建海外收入分别达到 948.40、892.84、675.45、547.87、469.66 亿元，中材国际、北方国际、中工国际、中钢国际海外收入分别为 132.73、72.15、28.00、23.58 亿元。2021 年八大建筑央企海外收入合计共占当年中国对外承包工程业务完成额的 44.81%，是我国工程出海的主力军，有望核心受益“一带一路”主题性行情。具体到八大建筑央企各个公司海外收入占比来看，2021 年中国化学海外收入占比最大，为 20.42%，其次是中国电建，海外收入占比为 15.04%。

图70 八大建筑央企海外收入规模显著高于四大国际工程公司



资料来源: wind, 海通证券研究所

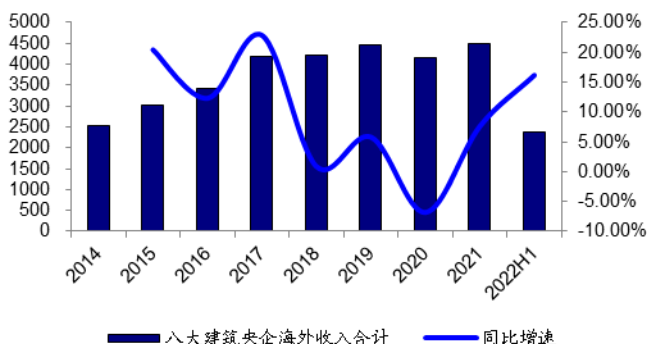
图71 中国化学/电建/能建/交建海外业务占比超过 13%



资料来源: wind, 海通证券研究所

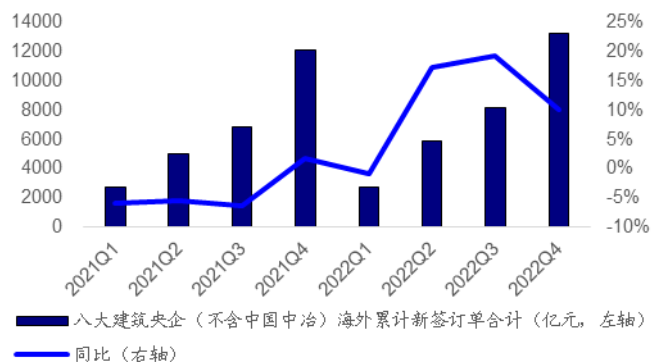
建筑央企海外收入和新签订单逐渐恢复。收入端来看, 2022H1 八大建筑央企(不含中国中冶)海外收入同比增速为 16.17%, 相比 2020 年的-6.82%和 2021 年的 7.61%, 海外收入增速继续好转。新签订单方面, 八大建筑央企(不含中国中冶) 2022Q2 以来海外累计新签订单合计同比增速明显好转, 并持续保持正增长, 具体来看, 八大建筑央企累计新签海外订单同比增速 2021Q1、2021Q2、2021Q3、2021Q4、2022Q1 分别为 -5.84%、-5.43%、-6.34%、1.65%、-0.90%, 而 2022Q2、2022Q3、2022Q4 分别为 17.28%、19.29%、10.01%。

图72 2022H1 八大建筑央企海外收入增速继续好转



资料来源: wind, 中国能建历年年报, 海通证券研究所 注: 2022H1 收入数据不含中国中冶, 因其未披露 2021 年海外收入, 无法计算增速

图73 2022Q2 以来八大建筑央企海外累计新签订单恢复正增长



资料来源: 各公司订单公告, 海通证券研究所 注: 海外订单数据不含中国中冶, 因其定期披露的新签订单不单独列示海外情况

表 12 建筑央企海外新签订单累计和单季度同比增速情况

海外累计新签同比	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	趋势图 (负增长标红)
中国铁建	367%	5%	12%	-14%	-22%	4%	2%	11%	-13%	34%	33%	19%	
中国中铁	163%	23%	7%	7%	-6%	-6%	28%	11%	124%	91%	38%	21%	
中国交建	-4%	4%	-7%	5%	12%	-21%	-5%	5%	6%	26%	17%	0%	
中国能建	9%	-7%	16%	16%	14%	46%	18%	22%	-23%	1%	20%	10%	
中国建筑	59%	19%	17%	4%	-28%	-34%	-22%	-17%	-40%	-15%	-17%	0%	
中国电建	-14%	-5%	27%	36%	-6%	-12%	-31%	-19%	-2%	-6%	16%	17%	
中国化学	-27%	-50%	-23%	-64%	-63%	-45%	-63%	0%	135%	117%	87%	-24%	
海外单季新签同比	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	趋势图 (负增长标红)
中国铁建	367%	-53%	32%	-28%	-22%	46%	-2%	18%	-13%	74%	28%	8%	
中国中铁	163%	-11%	-19%	7%	-6%	-7%	114%	-3%	124%	67%	-19%	2%	
中国交建	-4%	11%	-47%	36%	12%	-48%	113%	24%	6%	61%	-6%	-23%	
中国能建	9%	-30%	157%	15%	14%	120%	-45%	37%	-23%	29%	132%	-21%	
中国建筑	59%	3%	9%	-11%	-28%	-37%	42%	-11%	-40%	3%	-23%	26%	
中国电建	-14%	16%	169%	56%	-6%	-24%	-59%	4%	-2%	-15%	89%	18%	
中国化学	-27%	-79%	73%	-80%	-63%	34%	-83%	102%	135%	96%	-11%	-56%	

资料来源: 各公司订单公告, 海通证券研究所

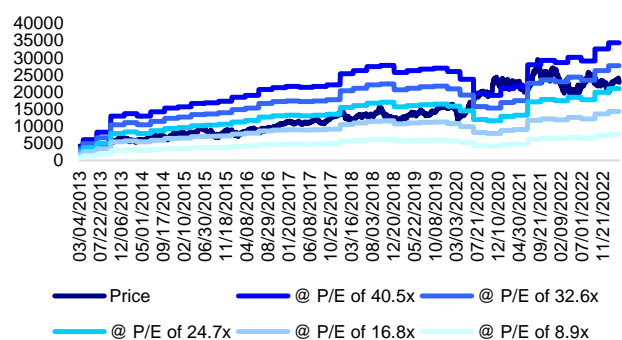
4. 家电板块中特企业情况汇总

在“中特估值”的探索过程中，我们发现了家电中特企相较于国内外龙头家电经营情况有提升优化空间。当前国内家电中特相关企业业务主要布局于白电以及黑电领域。

4.1 海外家电品牌类公司估值及增速情况

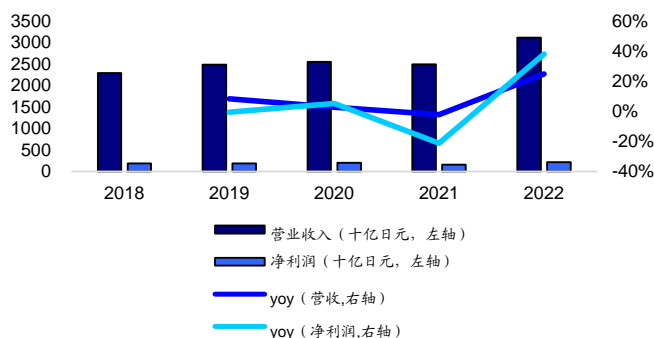
对比当前海外家电公司估值，我们选取海外标的包括大金、惠而浦、AO 史密斯、SEB、象印、Irobot、以及伊莱克斯等公司，相关行业涉及白电小家电等领域。

图74 大金 PE-Band (2013 年 4 月至今)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

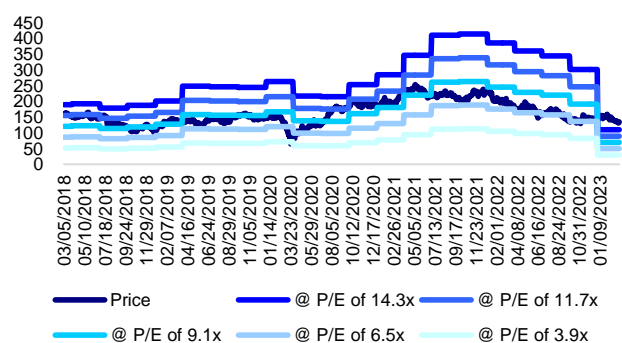
图75 2018-2022 年大金收入及净利润规模及增速



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

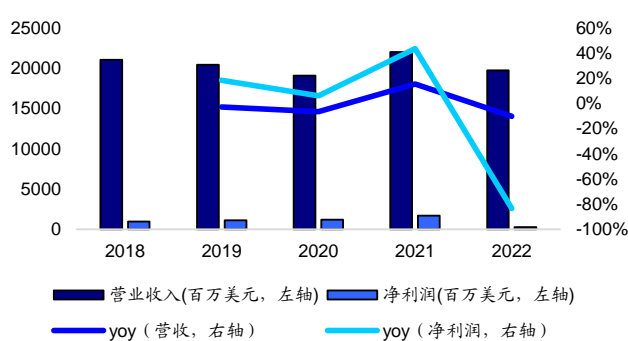
海外白电方面，大金 2018-2022 年收入端复合增速达 8%，利润端复合增速达 3%，2021-2022 年期间，公司 PE-TTM 估值水平始终保持于 24.7x 以上。

图76 惠而浦 PE-Band (2018 年 5 月至今)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

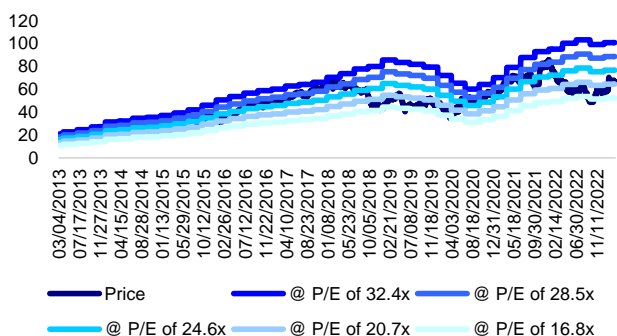
图77 2018-2022 年惠而浦收入及净利润规模及增速



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

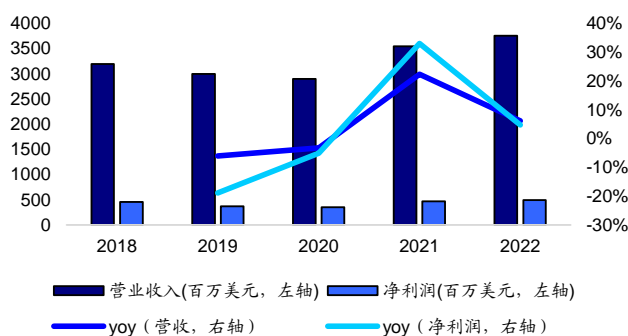
惠而浦 2018-2022 年收入端复合增速为 -2%，利润端复合增速为 -26%，22 年利润端下降显著，2021-2022 年期间，公司 PE-TTM 估值水平约为 6.5x。

图78 AO Smith PE-Band (2013年4月至今)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

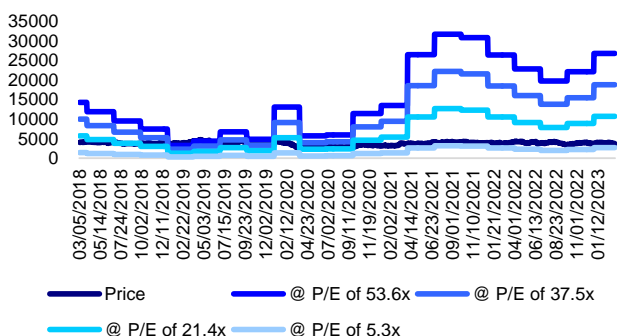
图79 2018-2022年 AO Smith 收入及净利润规模及增速



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

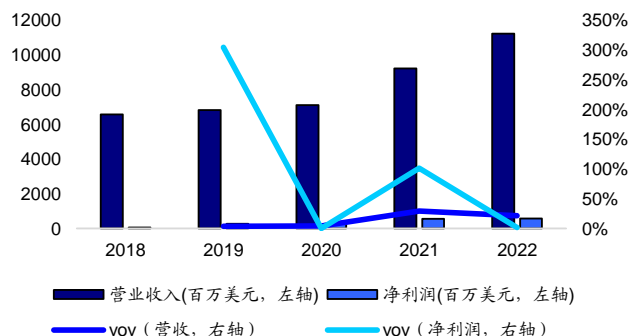
AO Smith, 2018-2022 年收入端复合增速达 4%, 利润端复合增速达 2%, 2021-2022 年期间, 公司 PE-TTM 估值水平长时间保持于 16.8x 以上。

图80 SEB PE-Band (2018年5月至今)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

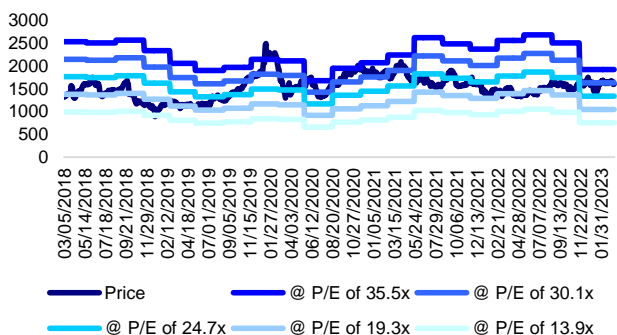
图81 2018-2022年 SEB 收入及净利润规模及增速



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

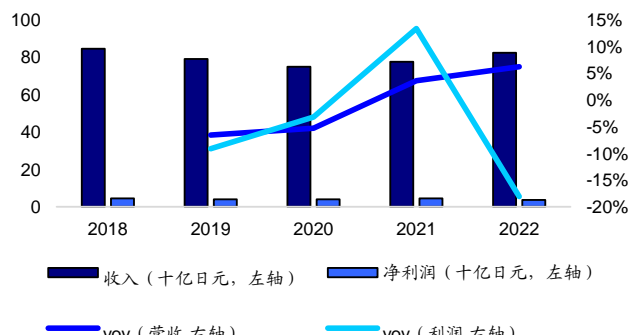
小家电方面, SEB 2018-2022 年收入端复合增速达 14%, 2019-2022 利润端复合增速达 27%。ZOJIRUSHI 象印 2018-2022 年收入端复合增速为-1%, 利润端复合增速为-5%。iRobot 2018-2022 年收入端复合增速达 2%, 20-22 年期间 PE-TTM 估值基本保持在 22.1x+水平。

图82 象印 PE-Band (2018年5月至今)

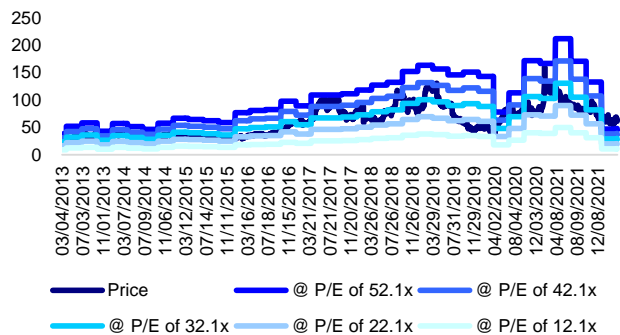


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

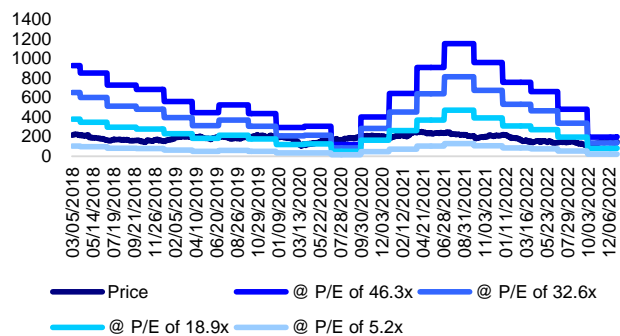
图83 2018-2022年 象印收入及净利润规模及增速



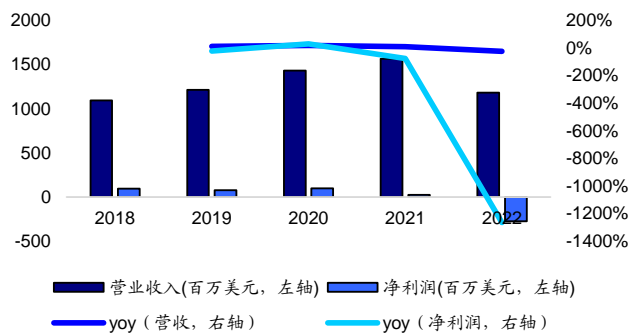
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图84 iRobot PE-Band (2013年4月至今)


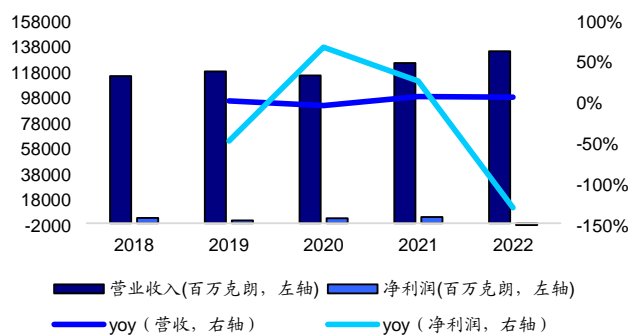
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图86 ELUXB PE-Band (2018年5月至今)


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图85 2018-2022年 iRobot 收入及净利润规模及增速


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图87 2018-2022年 ELUXB 收入及净利润规模及增速


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

4.2 家电中特企业主要深耕于黑电及白电领域

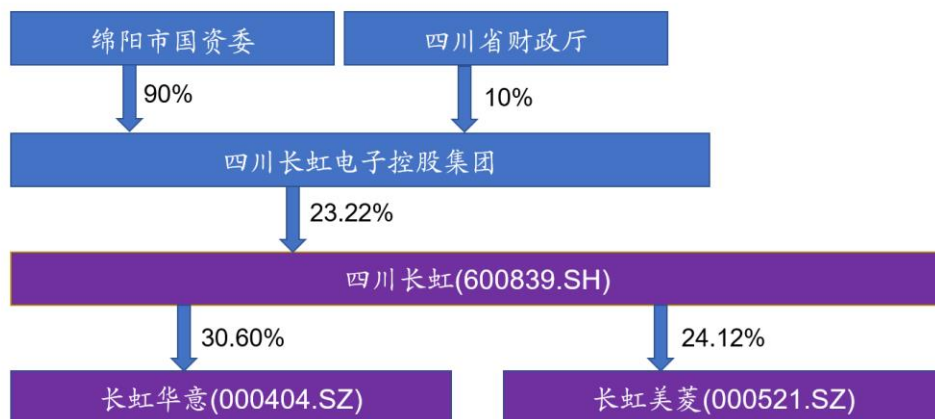
家电中特企业业务主要布局于白电和黑电领域，以各地国资委控股为主。例长虹系上市公司包括四川长虹、长虹华意以及长虹美菱，由绵阳国资委实现控股；海信系包括海信家电以及海信视像，由青岛国资委实现控股，海立股份由上海国资委控股。此外珠海国资委以及合肥国资委目前仍持有格力电器以及惠而浦股份，但并非为公司第一大股东。

表 13 家电中特企业情况汇总 2023/3/19

代码	公司名称	涉及行业	行业平均估值 PE-TTM (倍)	目前估值 PE-TTM (倍)	国有背景	直接/间接涉及持股比例
000016.SZ	深康佳 A	黑电	22.5	9.6	国资委	21.75%
600839.SH	四川长虹	黑电	22.5	41.6	绵阳国资委	23.22%
000404.SZ	长虹华意	白电	11.6	16.7	四川长虹子公司	30.60%
000521.SZ	长虹美菱	白电	11.6	32.8	四川长虹子公司	24.12%
000921.SZ	海信家电	白电	11.6	23.1	青岛国资委	37.92%
600060.SH	海信视像	黑电	22.5	14.0	青岛国资委	30.02%
600336.SH	澳柯玛	白电	11.6	24.9	青岛国资委	43.75%
000651.SZ	格力电器	白电	11.6	8.2	珠海国资委	3.14%
002011.SZ	盾安环境	白电	11.6	16.6	格力电器子公司	38.78%
600619.SH	海立股份	白电	11.6	29.0	上海国资委	26.14%
600983.SH	惠而浦	白电	11.6	-13.7	合肥国资委	3.34%
600854.SH	春兰股份	白电	11.6	21.3	泰州市政府	32.20%

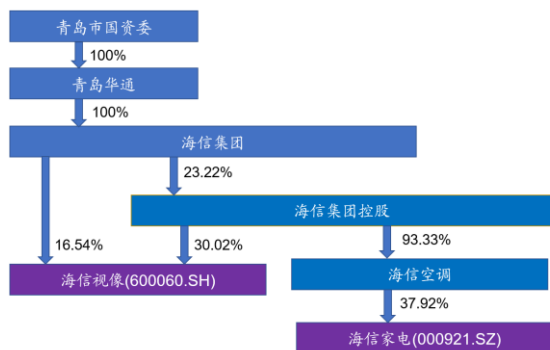
资料来源：Wind，海通证券研究所

图88 长虹系上市公司股权穿透情况



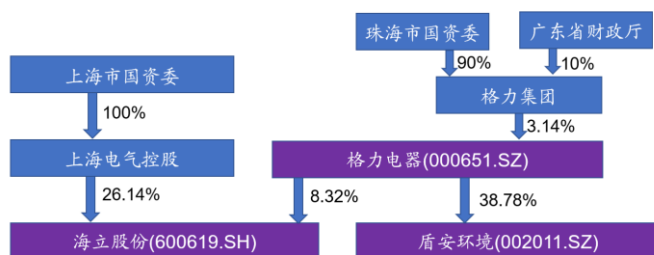
资料来源：Wind，海通证券研究所

图89 海信系股权结构穿透



资料来源：Wind，海通证券研究所

图90 海立、格力等股权结构穿透

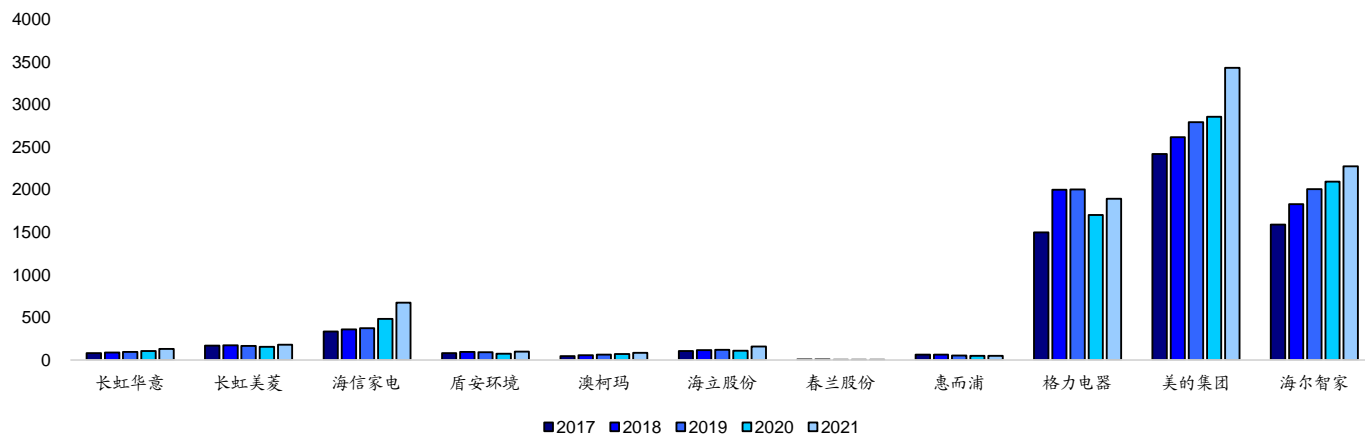


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 家电中特品牌相较品类龙头仍有提升空间

参考目前家电行业中龙头以及中特企业收入及净利润水平，白电板块内格力电器、美的集团、海尔智家占据行业主要权重，海信家电收入规模排名第四。

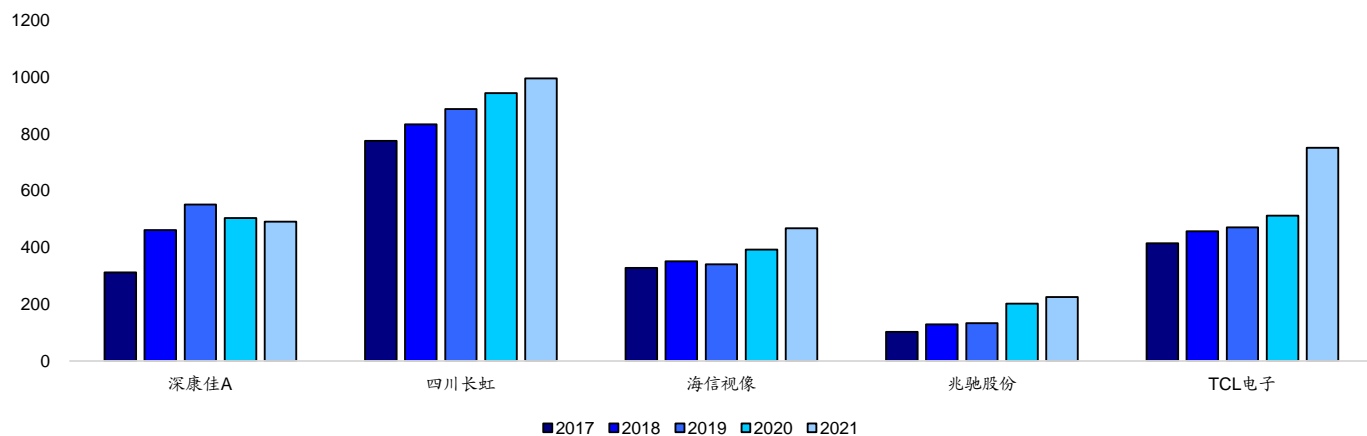
图91 白电相关企业收入规模对比（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

黑电板块中，核心公司主要包括深康佳 A、四川长虹、海信视像、兆驰股份以及 TCL 电子等公司。其中四川长虹、TCL 电子、深康佳 A 以及海信视像收入规模处于行业领先地位。

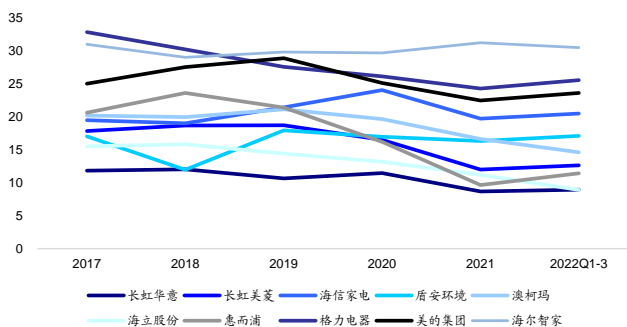
图92 黑电相关企业收入规模对比（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

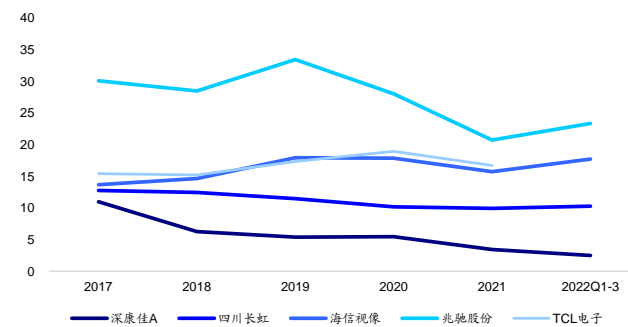
盈利能力方面参考 2022 前三季度水平，白电板块中海尔智家毛利率达 30.5%，处于领先水平，格力电器与美的集团分列第二及第三；黑电板块中兆驰股份毛利率处于领先水平，达 23.4%。

图93 白电企业毛利率情况对比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

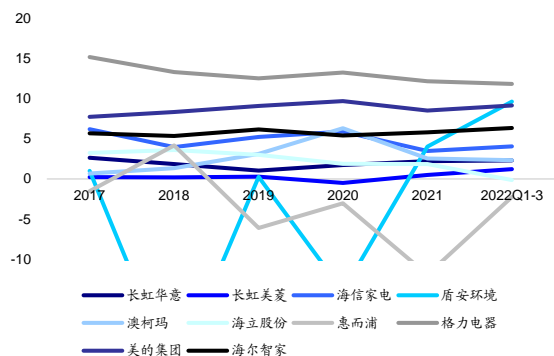
图94 黑电企业毛利率情况对比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

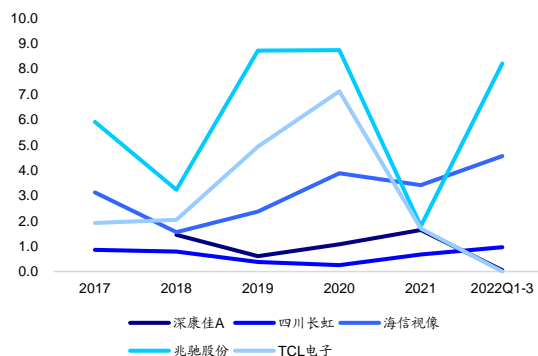
净利率方面，参考 2022Q3 数据，白电板块中考虑剔除非经影响，格力电器及美的集团净利率分别为 11.8%以及 9.1%处于行业领先地位。黑电板块中兆驰股份净利率达 8.2%，处于行业领先水平。

图95 白电企业净利率情况对比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图96 黑电企业净利率情况对比 (%)



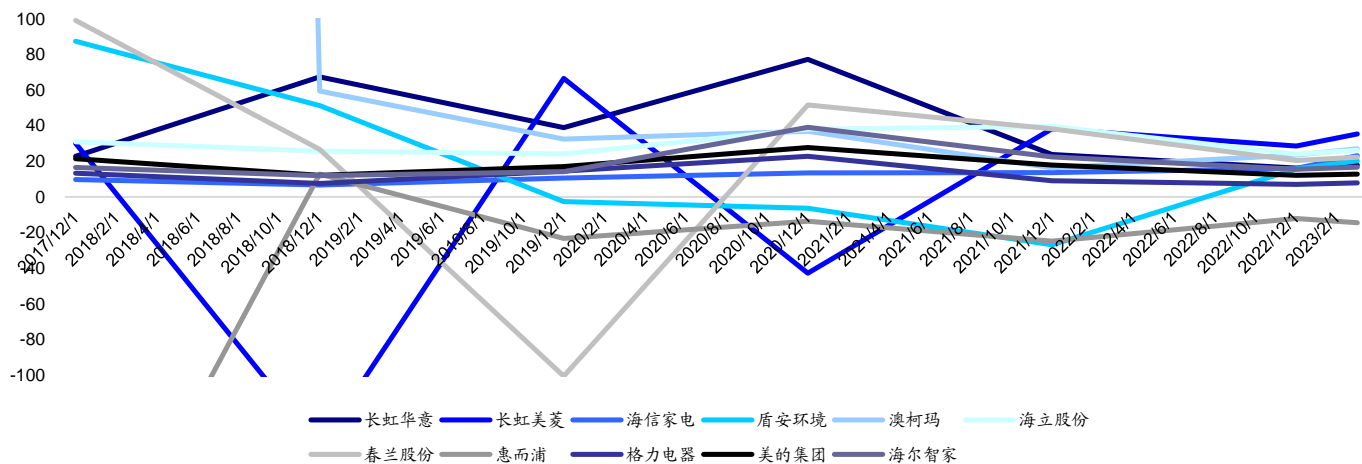
资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们认为,国内家电板块内中特相关型企业,在整体规模以及盈利能力方面,对比国内龙头仍有一定差距,经营情况存在优化空间。

4.4 家电中特企业估值情况对比

参考目前国内企业估值对比情况,部分企业的净利润波动导致其 PE-TTM 估值有所波动,行业白电龙头格力电器、美的集团、海尔智家在整体 PE 趋势中波动变化较为平稳,业绩经营稳定性强。

图97 白电相关企业 PE-TTM 估值情况对比 (倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

国企改革进展不及预期;各产业发展不及预期等。

信息披露

分析师声明

张恒昶 军工行业
张欣勃 建筑工程行业
陈子仪 家电行业
赵玥炜 机械行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,中航电测,中航西飞,洪都航空,广联航空,久之洋,雷科防务,中航重机,航亚科技,国博电子,中直股份,爱乐达,航宇科技,邦彦技术,盛路通信,湘电股份,振华科技,派克新材,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹,亚星锚链

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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
应稼娴(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
滕颖杰(021)23219433 tjy13580@haitong.com
联系人
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

姜珮珊(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
杨 锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@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
李姝醒 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 lgk12371@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 fyf11758@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 zbk14692@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
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@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 02123219748 hjs14155@haitong.com
 张晓飞 zxf15282@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
 马天一 mty15264@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)23154174ycl12224@haitong.com
 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com
 联系人
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com
 杨昊翊 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
 顾慧菁 yhj12866@haitong.com
 联系人
 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com

军工行业

张恒晖 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
 王玮婕(021)23219768 wvj13985@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 gq13820@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
杨伟昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王玮宁 (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
郭金焱 (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