

2023年8月10日

## 策略研究

## 从“中特估”的变与不变中寻找阿尔法

## ——“中特估”掘金系列之一

## 要点

## 未来“中特估”行情的变与不变

未来“中特估”的主线地位或仍不变，行情或将发生结构性变化，景气上行的央国企或是未来“中特估”主线的重要组成部分。虽然当前“中特估”行情相对低迷，但从政策、资金以及资产回报来看，我们认为未来“中特估”或仍有较好的投资机会，“中特估”未来或仍是A股市场主线之一。不过，由于资本市场发展规律、估值可持续性等因素，未来“中特估”主线行情或不同于前期央国企估值全面修复的行情，景气持续上行的央国企或将受到投资者青睐，成为“中特估”主线的重要组成部分。

## 新一轮国企改革或是未来“中特估”主线行情的催化剂和阿尔法方向之一

新一轮国企改革或将成为未来“中特估”主线行情的催化剂之一。当前“中特估”行情相对较为低迷，而从历史来看，受国企改革相关事件和政策的催化，国企改革往往能催化相应的“国企行情”，叠加中国特色估值体系，新一轮国企改革或将成为未来“中特估”主线行情的催化剂之一。

国企改革或将是未来“中特估”主线行情的阿尔法方向之一。从历史来看，国企改革往往能催化“国企行情”，并且国企改革相关国企的资产质量往往能显著提升，当前新一轮国企改革将启，未来相关国企的景气有望持续上行，成为未来“中特估”主线的重要组成部分。此外，从历史来看，由国企改革催化的“国企行情”期间，国企改革相较于国企整体具有明显的超额收益。因此，新一轮国企改革相关国企或将迎来戴维斯双击，成为未来“中特估”主线行情的阿尔法方向之一。

## 新一轮国企改革下，重点关注央企的并购重组以及国企改革专项行动两个方向

新一轮国企改革下，重点关注部分有并购重组预期的相关央企以及以“科改行动”、“双百行动”为代表的专项行动相关国企的投资机会。一方面，中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会于6月召开。另一方面，专项工程作为国企改革的重要抓手，具有改革风向标意义，5月“科改行动”和“双百行动”双双扩围。因此，未来部分有并购重组预期的相关央企以及以“科改行动”、“双百行动”为代表的专项行动相关国企或将率先迎来改革。

方向一：具有并购重组预期相关的央企，主要包括三类投资机会，一是推动央企做强做优带来的相关资产注入、并购重组的机会；二是战略新兴产业央企专业化和产业化整合的投资机会，主要包括人工智能、工业母机、集成电路等领域的央企；三是缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能等央企的调整。

方向二：以“科改行动”、“双百行动”为代表的国企改革专项行动中相关的优质上市央国企。对于“科改行动”相关企业，建议关注研发投入强度较高以及“科改行动”实施以来，实施过股权激励的“科改企业”；对于“双百行动”相关企业，建议关注“双百行动”实施以来未进行重大重组且资产质量较高的“双百企业”。

**风险分析：**1、国企改革进度不及预期；2、国内经济增速水平大幅不及预期；3、中美关系波动压制市场风险偏好。

## 作者

分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

021-52523806

zhangys@ebsecn.com

联系人：郭磊

021-52523816

guolei66@ebsecn.com

## 目 录

<b>1、未来“中特估”行情的变与不变.....</b>	<b>5</b>
1.1、未来“中特估”的主线地位或仍不变.....	5
1.2、未来“中特估”主线或出现结构性变化，景气上行的央国企或是未来“中特估”主线的重要组成部分.....	7
<b>2、新一轮国企改革或是未来“中特估”主线行情的催化剂和阿尔法方向之一 .....</b>	<b>11</b>
2.1、新一轮国企改革或将是未来“中特估”主线行情的催化剂之一.....	11
2.2、新一轮国企改革或将是未来“中特估”主线行情的阿尔法方向之一 .....	13
<b>3、新一轮国企改革下，重点关注央企的并购重组以及国企改革专项行动两个方向 .....</b>	<b>16</b>
3.1、央企并购重组可能的三类投资机会 .....	16
3.2、“科改行动”和“双百行动”等国企改革专项行动的投资机会.....	19
<b>4、风险分析.....</b>	<b>22</b>

## 图目录

图 1：中国特色估值体系是资本市场未来的一项重要课题 .....	5
图 2：证监会积极引导长期资金入市 .....	6
图 3：央国企的股息率显著高于民企 .....	6
图 4：中特估指数相较于上证指数出现明显的超额收益 .....	7
图 5：中特估指数 PE 估值逐步震荡上升 .....	7
图 6：去年 11 月初至今年 4 月初央企 PE 估值明显提升 .....	7
图 7：去年 11 月初至今年 4 月初央企 PB 估值明显提升 .....	7
图 8：多数行业国企在去年 11 月初至今年 4 月初期间，PB 估值出现明显回升 .....	8
图 9：盈利能力强的央国企组合在年初至 4 月初涨幅更高 .....	8
图 10：盈利能力强的中字头央企组合在年初至 4 月初涨幅更高 .....	8
图 11：未来“中特估”主线行情或出现结构性变化 .....	9
图 12：上证指数估值具有均值回归的特点 .....	9
图 13：偏成长的新能源指数估值具有均值回归的特点 .....	9
图 14：上市央企行业分布广泛 .....	10
图 15：央国企市值占比约为 49% .....	10
图 16：新能源板块景气上行支撑行情持续演绎 .....	10
图 17：区块链景气上行乏力，未能形成主线 .....	10
图 18：国企改革历史沿革 .....	11
图 19：深化国企改革以来出现过较为明显的“国企行情” .....	12
图 20：“国企行情”期间，国企改革指数表现优于中证国企指数 .....	12
图 21：国企改革相关国企业绩增速 2015 年以来大部分时间保持领先 .....	13
图 22：国企改革相关国企 ROE 逐步领先国企整体 .....	13
图 23：国企改革相关国企销售净利率逐步领先国企整体 .....	14
图 24：国企改革相关国企 ROIC 逐步保持领先 .....	14
图 25：中国石油业绩逐步上行 .....	14
图 26：中国移动业绩逐步回升 .....	14
图 27：去年 11 月以来，中国石油具有显著的超额收益 .....	14
图 28：去年 11 月以来，中国移动具有显著的超额收益 .....	14
图 29：新一轮国企改革的重点任务 .....	16
图 30：2020 年以来发生并购重组的上市公司行业分布情况 .....	17
图 31：2020 年以来，公用事业发生并购重组的央企相对较多 .....	17
图 32：一级行业中，国防军工相关上市央企数量较多 .....	17
图 33：二级行业中，电力、专用设备等行业上市央企数量较多 .....	17
图 34：“科改行动”和“双百行动”效果显著 .....	20
图 35：2022 年中报以来，“科改企业”营收增速逐步提升 .....	20
图 36：“科改企业”锚定未来技术发展方向，研发投入占比高 .....	20
图 37：“双百企业”锚定高质量发展，ROE 相对稳定 .....	20
图 38：“科改行动”相关上市公司行业分布情况 .....	20
图 39：“双百行动”相关上市公司行业分布情况 .....	20

## 表目录

表 1：“1+N”央企指数产品化进程加速 .....	6
表 2：新一轮国企改革将启 .....	12
表 3：2023 年，国资委进一步调整优化央企经营指标体系 .....	15
表 4：《提高央企控股上市公司质量工作方案》部分内容 .....	18
表 5：人工智能、工业母机、集成电路等领域的央企 .....	18
表 6：部分近三年归母净利润为负或近三年经营性现金净流量为负的央企 .....	19
表 7：“科改行动”部分相关上市公司 .....	21
表 8：“双百行动”部分相关上市公司 .....	21

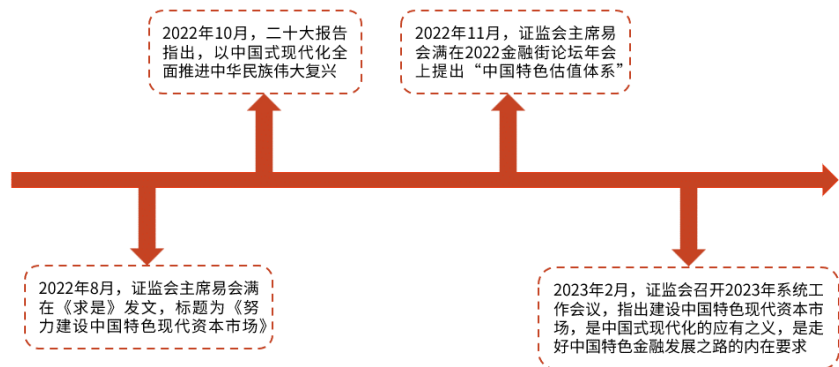
# 1、未来“中特估”行情的变与不变

## 1.1、未来“中特估”的主线地位或仍不变

未来“中特估”或仍是A股市场的主线之一。自“中国特色估值体系”概念提出之后，央企的投资价值逐步得到市场的认可，年初至4月出现明显的“中特估”行情，近期“中特估”行情相对一般。从政策、资金以及资产回报来看，我们认为未来“中特估”或仍有较好的投资机会，“中特估”未来或仍是A股市场主线之一。

政策方面，建设中国特色现代资本市场是新征程上的使命任务，建立中国特色估值体系是资本市场的一项重要课题，未来相关政策或将逐步落地。2022年8月，证监会主席易会满在《努力建设中国特色现代资本市场》一文中提到，我国是在社会主义市场经济条件下建设资本市场，市场的发展定位、功能职责必须与社会主义基本制度相适应，必须充分考虑当前我国的市场基础、投资者结构和法治诚信环境等现实条件。同年11月，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上发表演讲，就建设中国特色现代资本市场作出阐述，强调坚持系统观念，坚持两点论、辩证法，把“中国特色”和“资本市场一般规律”两方面理解透、结合好。因此，建立中国特色估值体系成为资本市场未来的一项重要课题，未来相关政策或将逐步落地。

图1：中国特色估值体系是资本市场未来的一项重要课题



资料来源：证监会官网、新华社，光大证券研究所绘制

资金方面，政策或将引导资金持续涌入“中特估”板块。2022年12月证监会党委会议强调，加快投资端改革，引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度，推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。2023年6月，证监会主席易会满在第十四届陆家嘴论坛(2023)上表示，下一步，将继续大力发展权益类基金，进一步推动各类中长期资金加大权益类的资产配置。2023年7月，证监会召开2023年系统年中工作座谈会，提出“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位”，未来证监会在投资端、融资端以及交易端等方面的政策值得期待。鼓励长线资金入市成为近几年政策的重要方向之一，而当前在中国特色估值体系下，政策或将引导长线资金持续涌入“中特估”板块，助力“中特估”成为市场主线。

“1+N”系列央企指数推出，有利于充分调动投资者投资央企的积极性。2022年9月，上交所与中国国新控股有限责任公司签署战略合作协议，宣布将联合开发“1+N”系列央企指数，并发布首条中证国新央企综合指数。2022年11月，

上交所和国新投资有限公司联合开发的中证国新央企科技引领指数、中证国新央企现代能源指数和中证国新央企股东回报指数正式发布，这三条指数别代表了科技、新能源、红利三大核心主题，与中证国新央企综合指数共同组成“1+N”系列央企指数。“1+N”系列央企指数推出，有利于充分调动投资者投资央企的积极性。

“1+N”央企指数产品化进程加速，有望为“中特估”持续带来增量资金。今年以来，多只跟踪中证国新央企股东回报指数、中证国新央企科技引领指数、中证国新央企现代能源指数的ETF基金陆续成立，累计发行份额超150亿份。随着“1+N”央企指数产品化进程加速，有望为“中特估”持续带来增量资金。

图2：证监会积极引导长期资金入市

会议或事件	时间	相关内容
证监会2023年系统年中工作座谈会	2023年7月	证监会系统要切实把握思想和行动统一到党中央对形势的科学判断和决策部署上来，从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位。
证监会主席会满出席第十四届陆家嘴论坛	2023年6月	证监会将继续大力发展权益类基金，推动公募基金行业“总量提升、结构优化”，支持证券投资基金期货私募资管产品稳健发展，引导私募基金证券投资基金规范、健康发展，进一步推动各类中长期资金加大权益类资产配置。
证监会2023年系统工作会议	2023年2月	深入实施新一轮推动提高上市公司质量三年行动方案，推动权益类基金高质量发展，引导更多中长期资金入市。
证监会党委会议	2022年12月	切实维护资本市场平稳运行，加快投资端改革，引导社保基金、保险基金、企业年金等各类中长期资金加大入市力度，推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。

资料来源：证监会官网、证券时报，光大证券研究所

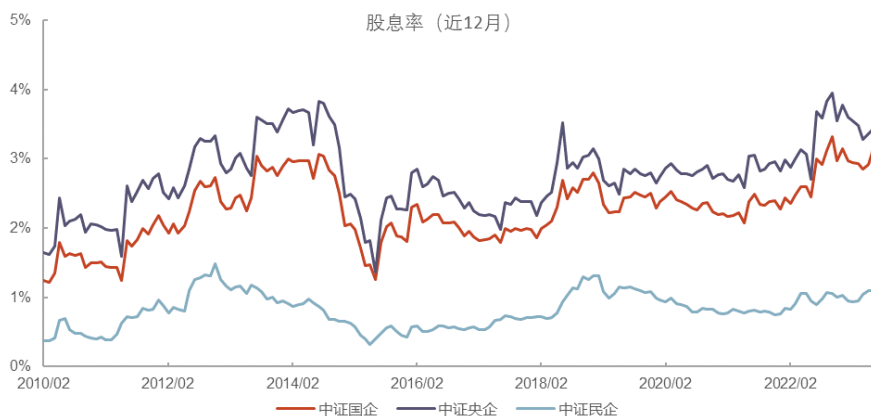
表1：“1+N”央企指数产品化进程加速

代码	名称	发行份额(亿份)
561260.OF	工银中证国新央企现代能源ETF	20.00
561790.OF	博时中证国新央企现代能源ETF	20.00
562850.OF	嘉实中证国新央企现代能源ETF	20.00
560170.SH	南方中证国新央企科技引领ETF	20.00
562380.SH	银华中证国新央企科技引领ETF	15.87
563050.SH	易方达中证国新央企科技引领ETF	12.32
560070.SH	汇添富中证国新央企股东回报ETF	20.00
560700.SH	广发中证国新央企股东回报ETF	20.00
561960.SH	招商中证国新央企股东回报ETF	20.00

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计时间截至2023/7/31

此外，央企高股息的特征对于部分长线资金具有较强的吸引力。从历史来看，央企、国企2010年以来的股息率显著高于民企，部分国企具有盈利稳定、估值低、股息率高的特点，而这部分央企的特征对于险资等长线资金具有较强的吸引力。

图3：央企的股息率显著高于民企



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上为月度数据，股息率(近12月)=近12个月指数成分股合计现金股利/指数成分股指定日合计总市值，数据截至2023/07

因此，从政策、资金、资产回报等方面来看，我们认为未来“中特估”行情或仍有较好的投资机会。政策方面，建设中国特色现代资本市场是新征程上的使命任务，建立中国特色估值体系是资本市场的一项重要课题，未来相关政策或将逐步落地；资金方面，“1+N”央企指数产品化进程加速，有望为“中特估”持续带来增量资金，此外，政策或将引导长线资金持续涌入“中特估”板块；资产回报方面，央企高股息的特征对于部分长线资金具有较强的吸引力。

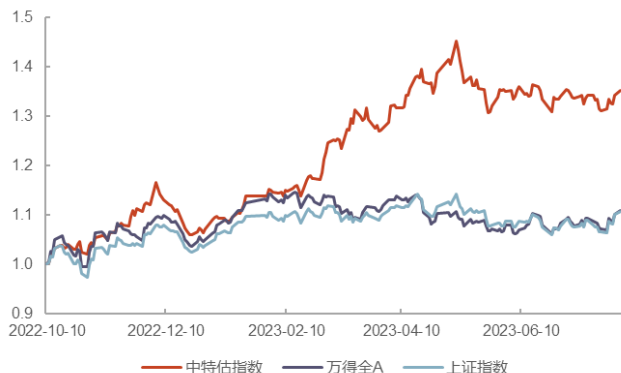


## 1.2、未来“中特估”主线或出现结构性变化，景气上行的央国企或是未来“中特估”主线的重要组成部分

前期“中特估”出现明显的上涨。2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上发表主题演讲，首次提出“中国特色的估值体系”概念，而后，“中特估”多次被提及，市场逐步认识到“中特估”的投资价值，重视“中特估”的投资机会，2022年11月至2023年4月，中特估指数强势上涨，其估值水平也不断提升。

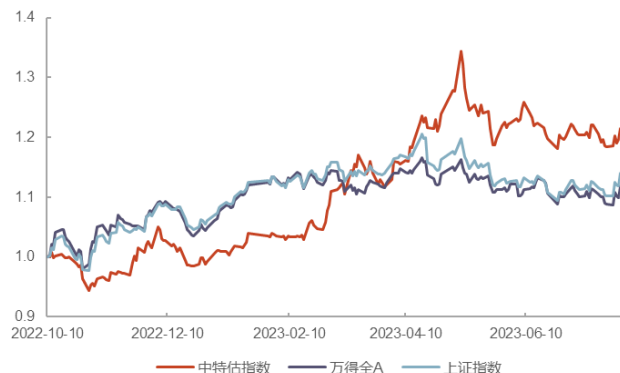
前期“中特估”行情期间，央国企估值水平普遍提升。前期“中特估”行情期间，央国企估值水平均出现明显的上升，央企PE估值中位数从2022年11月初的22.8X上升至2023年4月初的27.7X，上升幅度约21.5%，同期，地方国企PE估值中位数上升幅度约为13.6%，非央国企上市公司PE估值中位数提升幅度约为8.9%。从PB估值来看，央企PB估值中位数从2022年11月初的2.0X上升至2023年4月初的2.2X，上升幅度约为9.1%，同期，地方国企PB估值中位数上升幅度约为9.0%，非央国企上市公司PB估值中位数提升幅度约为7.4%。

图4：中特估指数相较于上证指数出现明显的超额收益



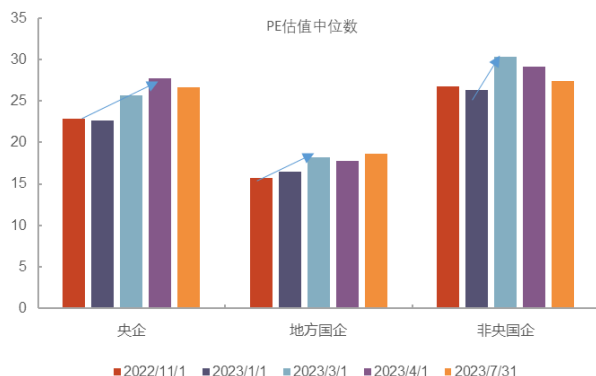
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图是将各指数2022/10/10收盘价标准化为1后得到，数据截至2023/7/31

图5：中特估指数PE估值逐步震荡上升



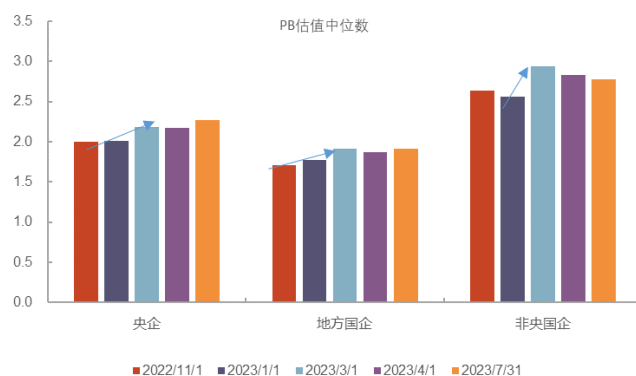
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图是将各指数2022/10/10的PE(TTM)标准化为1后得到，数据截至2023/7/31

图6：去年11月初至今年4月初央企PE估值明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图中PE为PE(TTM)

图7：去年11月初至今年4月初央企PB估值明显提升

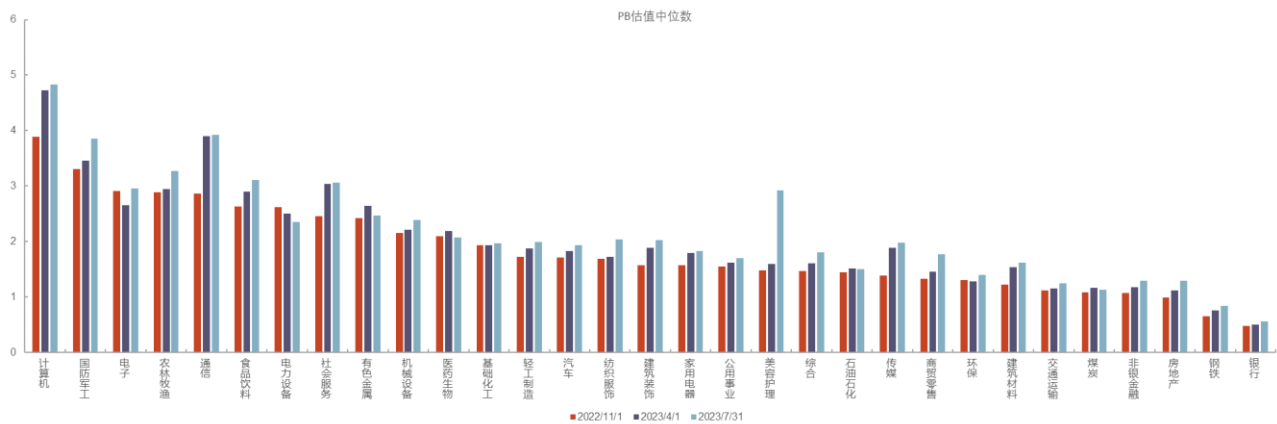


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图中PB为PB(LF)

前期“中特估”行情期间，大部分申万一级行业央国企估值水平均出现修复。前期“中特估”行情期间，央国企估值水平呈现普遍修复的情况，申万一级行业中，仅环保、电力设备、电子三个行业国企PB估值中位数在去年11月初至今年4月初期间出现下降，而其余行业的国企PB估值中位数则出现显著提升，

其中，通信、传媒、建筑装饰、社会服务等行业的国企 PB 估值中位数分别提升 36.2%、35.6%、25.8%、23.8%。

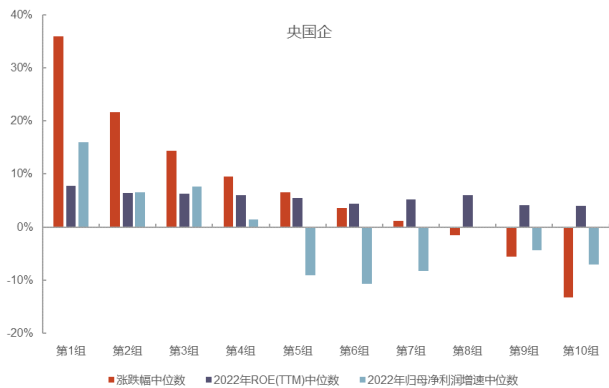
图 8：多数行业国企在去年 11 月初至今年 4 月初期间，PB 估值出现明显回升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图中 PB 为 PB(LF)

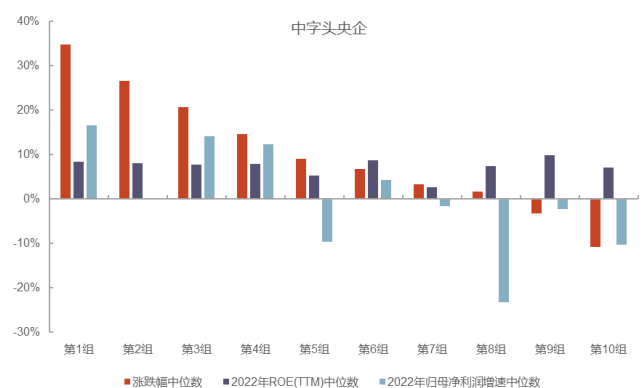
前期“中特估”行情期间，“中特估”内部板块也出现了较为明显的分化，资产质量相对较高的央国企领涨，而部分资产质量相对一般的央国企则涨幅相对较低。将央国企 2023 年初至 4 月初区间涨跌幅从高到底平均分成 1-10 组，资产质量相对较高、盈利能力相对较好的央国企组合其涨幅也相对较高。因此，从年初至 4 月初的“中特估”行情来看，“中特估”板块内部存在较为明显的分化，资产质量相对较高的央国企组合的市场表现相对更好。

图 9：盈利能力强的央国企组合在年初至 4 月初涨幅更高



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图是将央国企 2023 年初至 4 月初区间涨跌幅从高到低平均分成 1-10 组，第一组代表在上述时间区间涨幅靠前

图 10：盈利能力强的中字头央企组合在年初至 4 月初涨幅更高

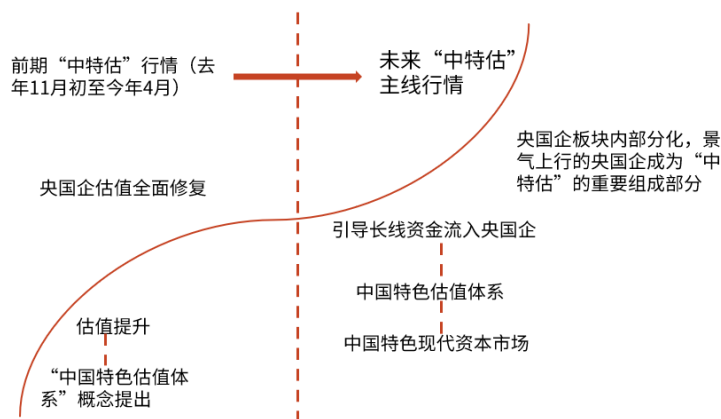


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：上图是将中字头央企 2023 年初至 4 月初区间涨跌幅从高到低平均分成 1-10 组，第一组代表上述时间区间涨幅靠前

未来“中特估”主线行情或出现结构性变化，景气上行的央国企或是未来“中特估”主线的重要组成部分。整体来看，去年 11 月初至今年 4 月“中特估”行情期间，大部分央国企估值都出现一定程度的修复，其市场表现也相对较好。未来“中特估”主线行情或出现结构性变化，原因如下：



图 11：未来“中特估”主线行情或出现结构性变化



资料来源：光大证券研究所绘制

1、直接拔高全部上市国企估值，不符合资本市场发展的一般规律。当前，我国正在加快建设中国特色现代资本市场，推动资本市场高水平对外开放，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，简单直接拔高国企估值不符合资本市场发展的一般规律，因为国企资产中既有优势资产，也存在部分低效的资产，因此，不能一概而论，简单拔高全部国企估值。

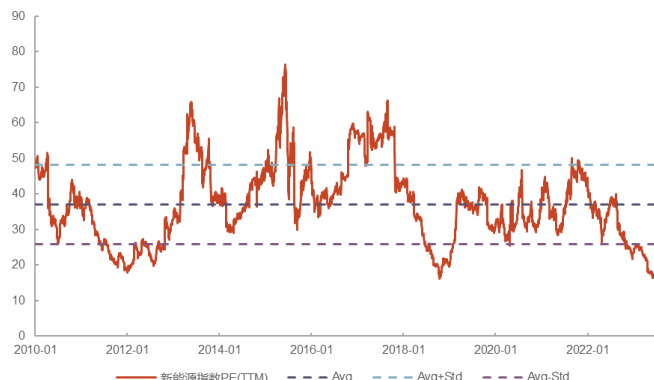
2、“树不能长到天上”，估值重塑有上限，简单拔高估值不具有可持续性。估值水平存在上限，直接抬升央企估值水平或将在短期内就达到估值上限，而长时间维持高估值水平十分困难。因此，简单拔高估值不具有可持续性。此外，探索建立中国特色估值体系，在一定程度上是对中国优势资产的重估，通过建立中国特色估值体系来共享中国优势资产成长带来的红利。

图 12：上证指数估值具有均值回归的特点



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：均值和标准差为 2010 年以来的均值和标准差，数据截至 2023/7/31

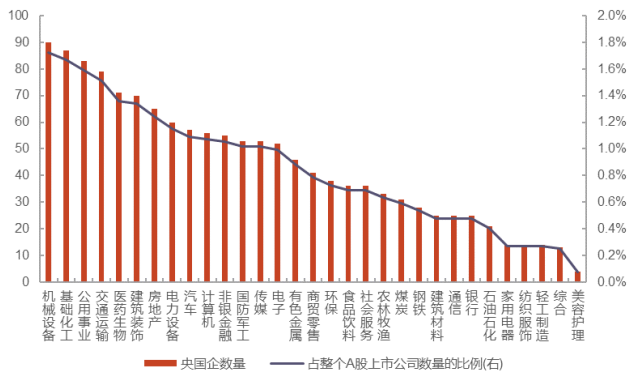
图 13：偏成长的新能源指数估值具有均值回归的特点



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：均值和标准差为 2010 年以来的均值和标准差，数据截至 2023/7/31

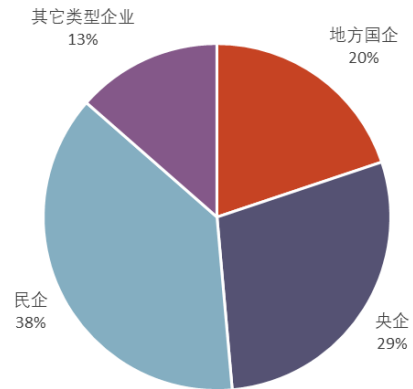
3、上市央企数量较多，市值相对较大，资金约束下央企板块行情或将分化。当前，A 股上市公司中国企数量相对较多，市值占比也相对较大。截至 2023 年 7 月 31 日，上市央企数量超 1300 多家，占整个 A 股上市公司数量的比例约为 26%，其市值占比约为 48%。因此，在资金有限的约束条件下，景气上行的国企板块或将更加受到投资者的青睐，而这部分央企也将成为“中特估”主线的重要组成部分。

图 14：上市央国企行业分布广泛



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据统计时间为 2023/7/31

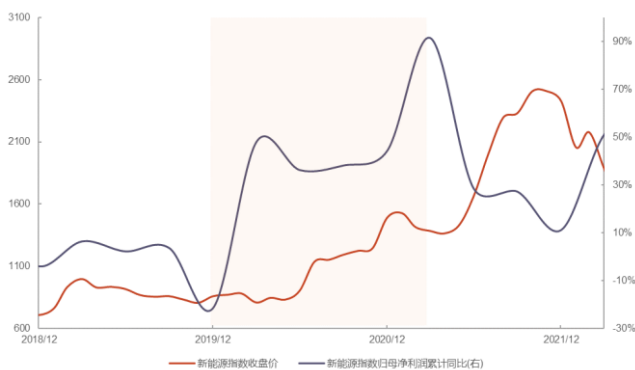
图 15：央国企市值占比约为 49%



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上为 A 股市值分布情况，数据统计时间为 2023/7/31

**4、市场主线背后往往需要景气支撑。**从历史来看，市场主线背后往往需要景气支撑，而失败的主线则由于景气上行乏力，业绩不足以支撑行情持续演绎，进而行情终结。比较典型的有 2020-2022 年，“双碳”背景下的新能源由于景气持续上行，成为市场主线，而 2019 年的区块链则由于景气上行乏力，仅成为阶段性活跃的主题。因此，整体来看，未来景气持续上行的央国企或将受到投资者青睐，成为“中特估”主线的重要组成部分。

图 16：新能源板块景气上行支撑行情持续演绎



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据的时间区间为 2018/12-2022/03

图 17：区块链景气上行乏力，未能形成主线



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据的时间区间为 2017/12-2022/03

因此，未来“中特估”主线或出现结构性变化，景气上行的央国企或是未来“中特估”主线的重要组成部分。由于资本市场发展规律、估值可持续性等因素，未来“中特估”主线行情或不同于前期央国企估值全面修复的行情，景气持续上行的央国企或将受到投资者青睐，成为“中特估”主线的重要组成部分。

## 2、新一轮国企改革或是未来“中特估”主线行情的催化剂和阿尔法方向之一

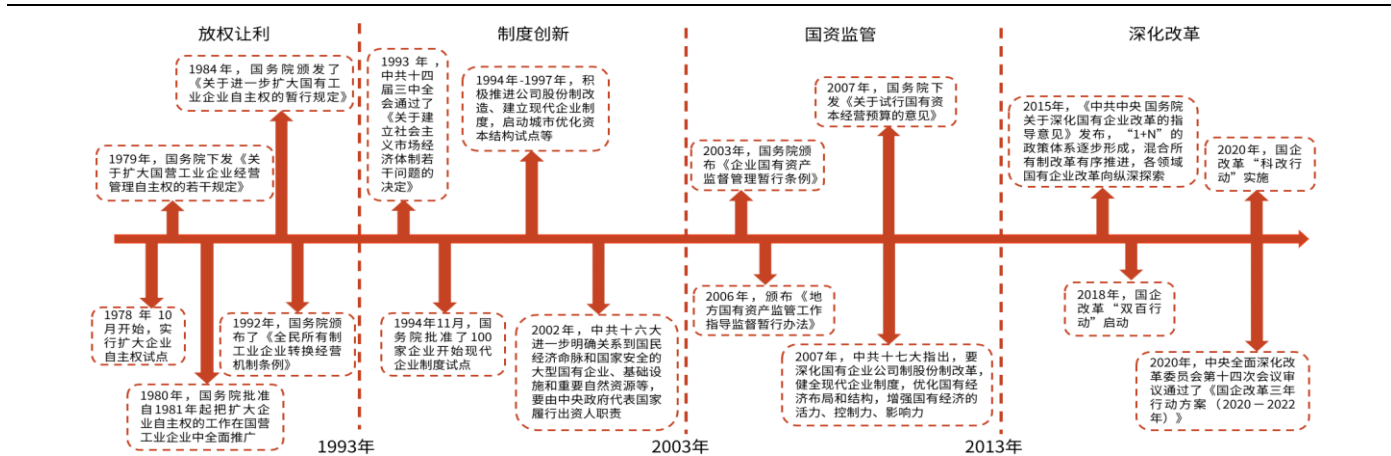
国企改革或是未来“中特估”主线行情的催化剂和阿尔法投资方向之一。当前“中特估”行情相对低迷，新一轮国企改革将启，有望成为未来“中特估”行情的催化剂。此外，新一轮国企改革下，相关央企的资产质量有望提升，叠加中国特色估值体系，新一轮国企改革或将是未来“中特估”主线行情的阿尔法投资方向之一。

### 2.1、新一轮国企改革或将是未来“中特估”主线行情的催化剂之一

1978年以来，国企改革以约10年为周期不断推进。1978年-1993年，扩大企业自主权的工作在国营工业企业中逐步开展，并逐步转换企业经营机制；1993年-2003年，逐步引导国有企业建立现代企业制度，优化国有经济布局，进行结构战略性调整；2003年-2013年，国有资产监管体制逐步完善，并继续优化国有经济布局，改革国有经济管理体制；2013年至今，持续深化国企改革，混合所有制改革有序推进，各领域国有企业改革向纵深探索。

2013年以来，是深化国企改革阶段。2013年，中共十八届三中全会审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，研究了全面深化改革若干重大问题。2015年9月，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，相应配套文件陆续发布，形成了“1+N”的政策体系和顶层设计，各领域国有企业改革向纵深探索，国企改革进入全面深化改革阶段。

图 18：国企改革历史沿革



资料来源：《中国经济学人》、国资委官网、新华社，光大证券研究所绘制

受国企改革相关事件和政策催化，2013年以来A股市场出现过较为明显的“国企行情”。2013年以来，国企改革不断深化，资本市场也逐步认识到国企改革中孕育的投资价值和投资机会，受相关事件和政策的催化，2013年以来出现了三轮比较明显的“国企行情”。并且从历史来看，受国企改革相关事件和政策催化期间，国企改革指数相较于中证国企指数具有明显的超额收益。

图 19：深化国企改革以来出现过较为明显的“国企行情”



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上为各指数收盘价，标黄区域表示中证国企指数震荡上行且相对市场表现优于中证民企指数，数据截至 2023/7/31

图 20：“国企行情”期间，国企改革指数表现优于中证国企指数



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上为各指数收盘价，标黄区域表示国企改革指数震荡上行且相对市场表现优于中证国企指数，数据截至 2023/7/31

表 2：新一轮国企改革将启

会议或文件	日期	相关内容
国资委党委扩大会议	2023 年 4 月 26 日	要抓好新一轮国企改革深化提升行动的推进落实，坚持把全面深化改革作为根本动力，把各项工作抓好抓实，确保国企改革深化提升行动落实落地，实现预期目标。
2023 年政府工作报告	2023 年 3 月 5 日	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。
国资委会议	2023 年 3 月 3 日	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，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。
国资委专题会	2023 年 2 月 28 日	会议指出要针对工作中的突出问题和薄弱环节，科学谋划、周密组织，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。
国企改革三年行动经验成果交流会议	2023 年 2 月 27 日	国企改革三年行动圆满收官，国资国企正谋划开启新一轮国企改革深化提升行动，主要围绕提高核心竞争力和增强核心功能抓好重点领域改革。
国资委会议	2023 年 1 月 5 日	国资委进一步优化完善中央企业经营指标体系，将“两利四率”调整为“一利五率”，保留利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标，用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。

资料来源：国资委官网、新华社、光明日报、证券日报等，光大证券研究所整理

**新一轮国企改革将启。**2023 年 2 月 27 日举行的国企改革三年行动经验成果交流会议上，国务院国有企业改革领导小组办公室副主任，国务院国资委党委委员、副主任翁杰明表示，国企改革三年行动圆满收官，国资国企正谋划开启新一轮国企改革深化提升行动，主要围绕提高核心竞争力和增强核心功能抓好重点领域改革。今年政府工作报告中也提到，要深化国资国企改革，提高国企核心竞争力，坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。根据 2023 年 3 月 16 日国务院国资委党委在人民论坛发表的署名文章《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》，国资国企将全面贯彻党的二十大精神和中央经济工作会议部署，以提高企业核心竞争力和增强核

心功能为重点，深入实施新一轮国企改革深化提升行动，包括一是围绕增强产业引领力深化改革，更好推动现代化产业体系建设；二是围绕提升科技创新力深化改革，有效发挥在新型举国体制中的重要作用；三是围绕提高安全支撑力深化改革，着力提升安全发展能力水平；四是围绕打造现代新国企深化改革，加快完善中国特色国有企业现代公司治理；五是围绕营造公平竞争市场环境深化改革，更大力度促进各类所有制企业共同发展。

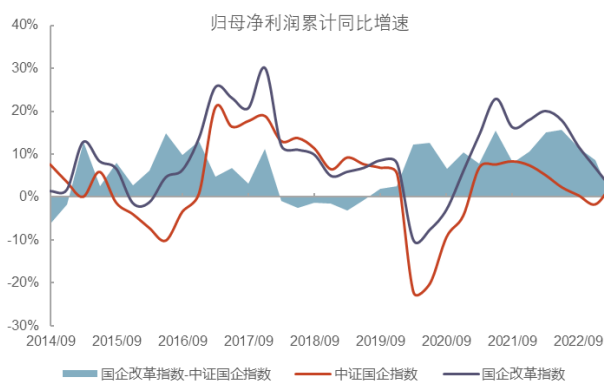
**新一轮国企改革或将成为未来“中特估”主线行情的催化剂之一。**当前“中特估”行情相对较为低迷，而从历史来看，国企改革往往能催化相应的“国企行情”，叠加中国特色估值体系，新一轮国企改革或将成为未来“中特估”主线行情的催化剂之一。

## 2.2、新一轮国企改革或将是未来“中特估”主线行情的阿尔法方向之一

**新一轮国企改革或将是未来“中特估”主线行情的阿尔法方向之一。**从历史来看，国企改革能提升相关国企的资产质量，新一轮国企改革相关的国企景气有望持续上行，或将成为未来“中特估”主线的重要组成部分。此外，从历史来看，国企改革往往能催化“国企行情”。因此，新一轮国企改革相关国企或将迎来戴维斯双击，成为未来“中特估”主线行情的阿尔法方向之一。

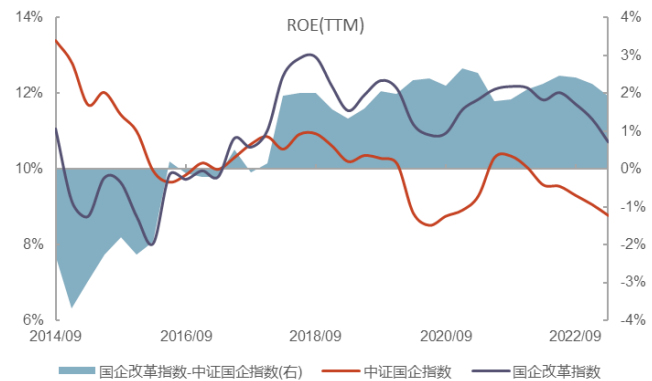
**2013 年以来，随着国企改革不断深化，国企的盈利能力不断上升。**从营收增速来看，随着国企改革不断深化，上市国有企业营收增速与民企营收增速的差距逐步缩小，部分年份，国企的营收增速领先民企。从归母净利润增速来看，随着国企改革不断深化，上市国有企业归母净利润同比增速逐步领先国企。从净资产收益率和销售净利率来看，随着国企改革不断深化，上市国有企业净资产收益率和销售净利率持续保持领先优势。因此，整体来看，2013 年以来，随着国企改革不断深化，国企的盈利能力不断上升。

图 21：国企改革相关国企业绩增速 2015 年以来大部分时间保持领先



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季度，2021 年归母净利润累计同比增速为 2021 年相较于 2019 年的复合增速

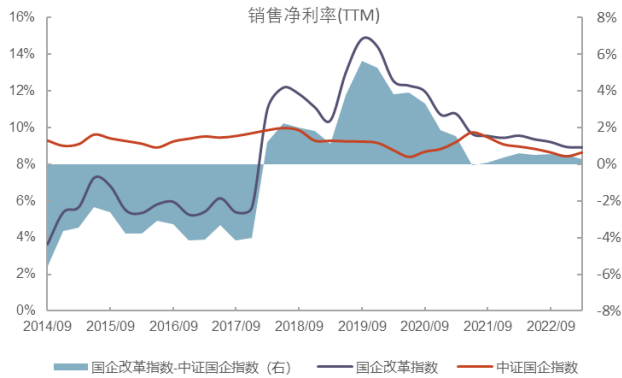
图 22：国企改革相关国企 ROE 逐步领先国企整体



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季度

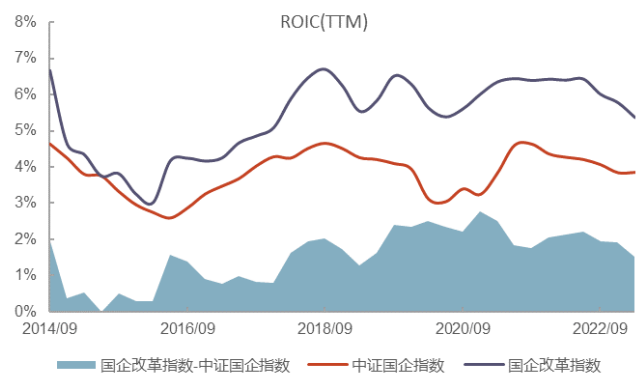


图 23：国企改革相关国企销售净利率逐步领先国企整体



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季度

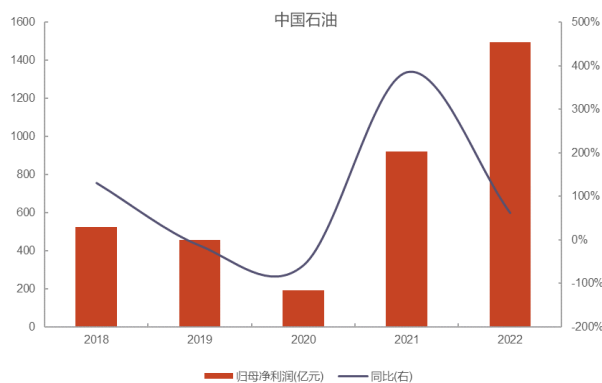
图 24：国企改革相关国企 ROIC 逐步保持领先



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季度

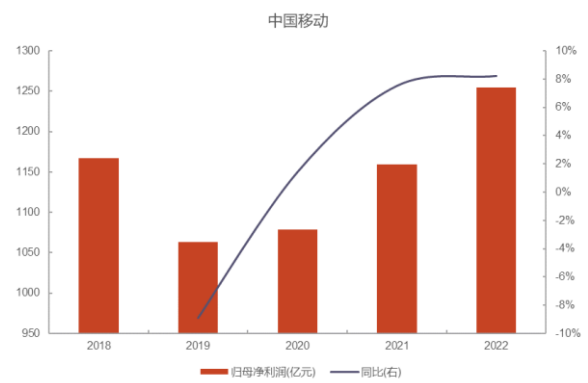
从具体的个股来看，中国石油、中国移动等公司国企改革相对成功。据中国石油官网消息，截至 2022 年底，中国石油集团层面六个方面 86 项改革任务、企业层面 7666 项改革任务全部收官。中国石油、中国移动获评 2022 年度中央企业改革三年行动重点任务考核 A 级。中国石油、中国移动等相关国企的盈利能力、资产质量等都显著提升。

图 25：中国石油业绩逐步上行



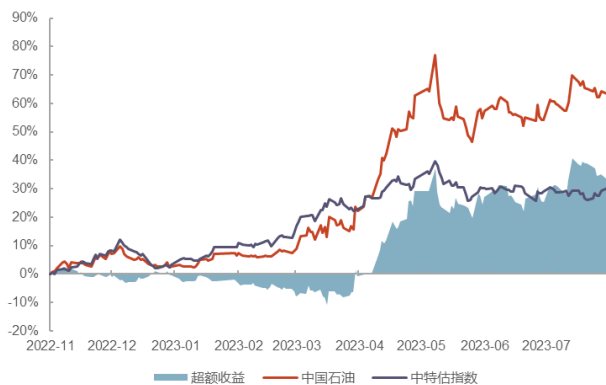
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：中国移动业绩逐步回升



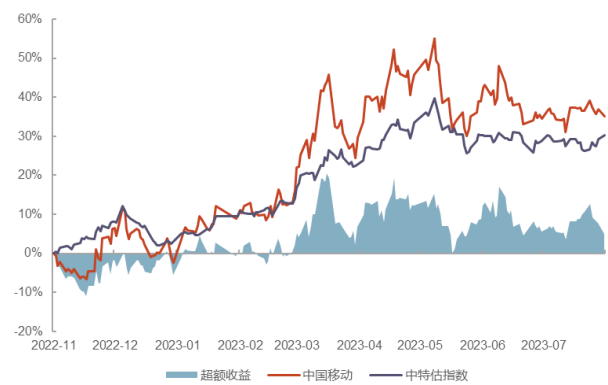
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 27：去年 11 月以来，中国石油具有显著的超额收益



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据为中国石油、中特估指数相较于 2022 年 11 月初的收益率，超额收益为中国石油相较于中特估指数的超额收益，数据截至 2023/7/31

图 28：去年 11 月以来，中国移动具有显著的超额收益



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上数据为中国移动、中特估指数相较于 2022 年 11 月初的收益率，超额收益为中国移动相较于中特估指数的超额收益，数据截至 2023/7/31



去年 11 月以来的“中特估”行情中，中国石油、中国移动等资产质量提升的国企均出现超额收益。上一轮“中特估”行情中，中国石油、中国移动等盈利能力显著提高的国企具有显著的超额收益。自去年 11 月以来今年 7 月末，中国石油、中国移动相较于中特估指数的最大超额收益分别为 40.7%、20.4%。

2023 年国资委进一步调整优化央企经营指标体系，未来相关央企的景气有望持续上行。国资委为推动中央企业进一步聚焦提升核心竞争力，将中央企业经营指标体系由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，保留了利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标，用净资产收益率替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，形成了 2023 年的中央企业“一利五率”经营指标体系。在“一利五率”经营指标体系下，国资委将 2023 年中央企业总体目标定为“一增一稳四提升”，“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速，“一稳”是指资产负债率总体保持稳定，“四提升”，指的是净资产收益率、全员劳动生产率、研发经费投入强度和营业现金比率要实现进一步提升。从中央企业经营指标体系的变化以及总体目标来看，国资委引导中央企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。

表 3：2023 年，国资委进一步调整优化央企经营指标体系

年份	中央企业经营指标体系	
2020 年	两利三率	净利润、利润总额、资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度
2021 年	两利四率	净利润、利润总额、资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率
2022 年	两利四率 (提出“两增一控三提高”的总体要求)	“两利四率”要努力实现“两增一控三提高”，“两增”即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，“一控”即控制好资产负债率，“三提高”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高。
2023 年	一利五率	利润总额、净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率

资料来源：新华社、人民网，光大证券研究所整理

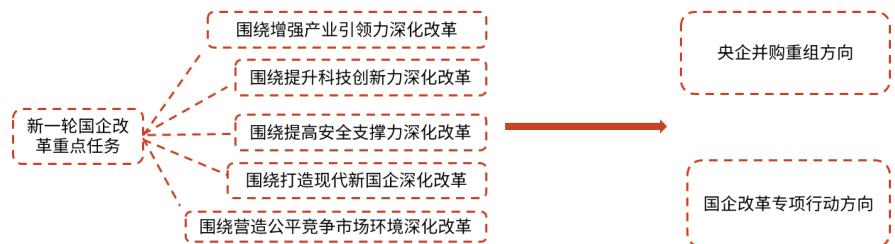
新一轮国企改革下，叠加中国特色估值体系，相关国企或将迎来显著的超额收益。从历史来看，受国企改革相关事件和政策的催化，会出现明显的“国企行情”，并且国企改革相关的国企市场表现优于国企整体。当前新一轮国企改革将启，或将催化新一轮“国企行情”，叠加中国特色估值体系，国企改革相关国企或将迎来显著的超额收益，成为未来“中特估”主线行情的阿尔法方向之一。

### 3、新一轮国企改革下，重点关注央企的并购重组以及国企改革专项行动两个方向

新一轮国企改革深化提升行动有五方面重点任务。一是围绕增强产业引领力深化改革，更好推动现代化产业体系建设。二是围绕提升科技创新力深化改革，有效发挥在新型举国体制中的重要作用。三是围绕提高安全支撑力深化改革，着力提升安全发展能力水平。四是围绕打造现代新国企深化改革，加快完善中国特色国有企业现代公司治理。五是围绕营造公平竞争市场环境深化改革，更大力度促进各类所有制企业共同发展。

重点关注部分有并购重组预期的相关央企以及以“科改行动”、“双百行动”为代表的专项行动相关国企的投资机会。未来部分有并购重组预期的相关央企以及以“科改行动”、“双百行动”为代表的国企改革专项行动相关国企或将率先迎来改革。一方面，中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会于6月召开。另一方面，专项工程作为国企改革的重要抓手，具有改革风向标意义，5月“科改行动”和“双百行动”双双扩围。因此，未来部分有并购重组预期的相关央企以及以“科改行动”、“双百行动”为代表的专项行动相关国企或将率先迎来改革，当前应当重点关注部分有并购重组预期的相关央企以及以“科改行动”、“双百行动”为代表的专项行动相关的国企。

图 29：新一轮国企改革的重点任务



资料来源：国资委，光大证券研究所绘制

#### 3.1、央企并购重组可能的三类投资机会

央企并购重组进度或将加速，相应的投资机会值得关注。6月14日，国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，会议指出，中央企业要把握新定位、扛起新使命，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。此前，国资委也曾多次强调要推进国有企业战略性重组和专业化整合，如3月6日召开的国资委党委扩大会议，强调瞄准国有企业功能定位持续深化改革，进一步优化国有经济布局，大力发展实体经济，发展战略性新兴产业，遵循市场经济规律和企业发展规律，推进战略性重组和专业化整合，助力现代产业体系建设，服务加快构建新发展格局。因此，未来央企并购重组进度或将加速，相应的投资机会值得关注。

从历史来看，近三年来公用事业、建筑材料、国防军工等行业发生重大重组的上市央企数量相对较多。按首次披露日期统计，剔除失败案例，截至 2023 年 7 月 31 日，公用事业、通信、国防军工等行业发生并购重组的上市央企数量相对较多，分别达到 8 家、7 家、6 家，从交易的价值来看，公用事业、建筑材料、国防军工行业的央企发生并购重组的交易价值相对较高，其占 2020 年以来央企并购重组交易总价值量的比例分别达到 27.3%、23.9%、19.6%。

图 30：2020 年以来发生并购重组的上市公司行业分布情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计时间截至 2023/7/31

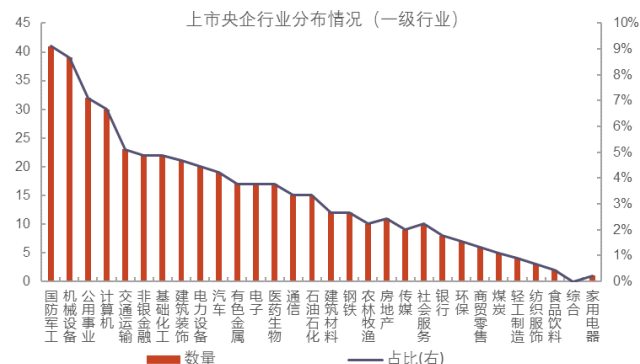
图 31：2020 年以来，公用事业发生并购重组的央企相对较多



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计时间截至 2023/7/31

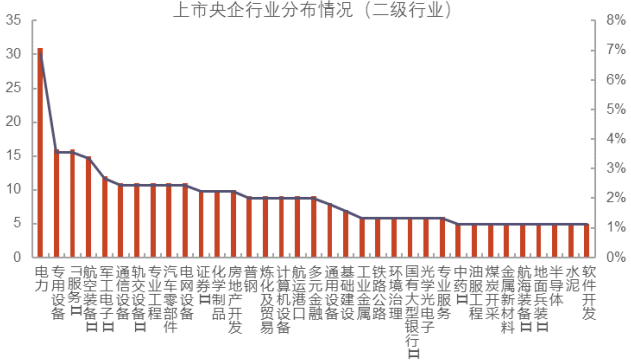
当前上市央企主要集中在国防军工、机械设备等行业。从上市央企的行业分布来看，截至 2023 年 7 月 31 日，上市央企超过 400 家，其中，国防军工、机械设备、公用事业等行业上市央企数量较多，分别为 41 家、39 家、32 家。从二级行业分布来看，电力、专用设备、IT 服务等行业上市央企数量较多，分别为 31、16、16 家。

图 32：一级行业中，国防军工相关上市央企数量较多



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计时间截至 2023/7/31

图 33：二级行业中，电力、专用设备等行业上市央企数量较多



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：统计时间截至 2023/7/31

未来率先进行兼并重组的央企或主要有三个方向，一是推动央企控股上市公司做强做优带来的资产注入、并购重组的方向，二是战略新兴产业央企的专业化整合方向，三是缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能等央企的调整。根据国资委 2022 年 5 月发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》，要求分类推进上市平台建设，形成梯次发展格局，强调以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争、规范关联交易；梳理业务协同度弱、管理链条过长、缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能、存在失管失控风险等情况的上市平台，列出清单，因企制宜制定调整计划，2024 年底前基本完成调整，支持通过吸收合并、资产重组、跨市场运作等方式盘活，或通过无偿划转、股权

转让等方式退出，进一步聚焦主责主业和优势领域。因此，从当前来看，未来率先进行兼并重组的央企或主要有三个方向，一是推动央企控股上市公司做强做优带来的资产注入、并购重组的方向，二是战略新兴产业央企的专业化整合方向，三是缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能等央企的调整。

表 4：《提高央企控股上市公司质量工作方案》部分内容

工作内容	分类	相关内容
分类推进上市公司平台建设，形成梯次发展格局	做强做优一批	以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争、规范关联交易，大力优化产业布局、提升运营质量，推动上市公司核心竞争力、市场影响力迈上新台阶，力争成为行业领军企业。
	调整盘活一批	梳理业务协同度弱、管理链条过长、缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能、存在失管失控风险等情况的上市公司，列出清单，因企制宜制定调整计划，2024年底前基本完成调整，支持通过吸收合并、资产重组、跨市场运作等方式盘活，或通过无偿划转、股权转让等方式退出，进一步聚焦主责主业和优势领域。
	培育储备一批	中央企业集团要对子企业上市工作进行统筹，建立对相关资源上市必要性、可行性和上市方式的研究评估机制，在加强上市资源储备管理，继续孵化更多具有发展潜力、专业优势突出的优质资源对接资本市场的同时，引导子企业树立正确理念，明确上市是改革发展手段而非目的，防止盲目追求单独上市。
	其他支持	支持各类纳入改革试点和改革专项工程的重点企业，以及在产业链、供应链关键环节和中高端领域布局的企业到相应层次资本市场上市，可注入现有上市公司平台，必要的也可单独上市。

资料来源：国资委官网，光大证券研究所整理

#### 方向一：推动央企控股上市公司做强做优带来的资产注入、并购重组的方向。

《提高央企控股上市公司质量工作方案》强调，以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚。因此，未来央企或将加大对其控股上市公司的建设，部分“大集团、小平台”的央企控股的上市公司或有较强的资产注入、并购重组的预期。

**方向二：战略性新兴产业央企专业化和产业化整合。**3月6日，国资委党委召开扩大会议，强调进一步优化国有经济布局，大力发展实体经济，发展战略性新兴产业，遵循市场经济规律和企业发展规律，推进战略性重组和专业化整合。5月11日，国资委党委召开扩大会议，强调要指导推动中央企业加大在新一代信息技术、人工智能、集成电路、工业母机等战略性新兴产业布局力度，推动传统产业数字化、智能化、绿色化转型升级，引领带动我国产业体系加快向产业链、价值链高端迈进。因此，战略性新兴产业作为引领未来发展的新支柱，相关产业的央企或将成为专业化和产业化整合的重点对象，而新一代信息技术、人工智能、集成电路、工业母机等领域的央企或将率先进行专业化和产业化整合。

表 5：人工智能、工业母机、集成电路等领域的央企

代码	简称	所属行业	ROE(TTM)			归母净利润同比增速		
			2022	2021	2020	2022	2021	2020
002415.SZ	海康威视	计算机	18.8%	26.5%	24.9%	23.6%	26%	8%
600862.SH	中航高科	国防军工	14.1%	12.2%	9.8%	29.4%	37%	-22%
688396.SH	华润微	电子	13.1%	13.1%	9.1%	15.4%	135%	140%
002265.SZ	西仪股份	汽车	10.9%	0.7%	-6.7%	-22.1%	111%	-934%
600877.SH	电科芯片	电子	10.3%	7.2%	19.8%	60.5%	3%	1%
000657.SZ	中钨高新	有色金属	9.9%	10.7%	5.1%	1.3%	139%	78%
600171.SH	上海贝岭	电子	9.4%	18.5%	16.0%	-45.3%	38%	110%
002368.SZ	太极股份	计算机	9.0%	10.1%	10.5%	1.2%	1%	10%
600198.SH	大唐电信	通信	7.6%	-11.8%	-	173.5%	96%	-52%
002046.SZ	国机精工	机械装备	7.5%	4.4%	2.2%	83.1%	105%	126%
600206.SH	有研新材	电子	7.4%	7.0%	5.2%	13.2%	40%	61%
300188.SZ	美亚柏科	计算机	3.5%	8.9%	11.3%	-52.4%	-17%	29%
600391.SH	航发科技	国防军工	3.0%	1.4%	-1.1%	119.0%	233%	-171%
600536.SH	中国软件	计算机	1.8%	3.1%	3.0%	-40.0%	11%	10%
600100.SH	同方股份	计算机	-5.2%	-11.8%	0.6%	-58.9%	-1933%	-66%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上为具有人工智能、工业母机以及集成电路相关业务的央企情况

**方向三：部分缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能等情况央企的调整。**从《提高央企控股上市公司质量工作方案》来看，部分业务协同度弱、管理链条过长、缺乏持续经营能力、长期丧失融资功能、存在失管失控风险等情况的上市公司或将在 2024 年底前进行相应的调整。因此，部分上市时间超过 5 年、近三年归母净利润为负或近三年经营性现金净流量为负的央企值得关注。

**表 6：部分近三年归母净利润为负或近三年经营性现金净流量为负的央企**

代码	简称	所属行业	上市日期	归母净利润(亿元)			经营活动产生的现金流量净额/营业收入		
				2022	2021	2020	2022	2021	2020
000503.SZ	国新健康	计算机	1992-11-30	-0.8	-1.8	-2.4	-51.5%	-41.5%	-44.8%
000008.SZ	神州高铁	机械设备	1992-05-07	-8.5	-13.9	-8.9	32.3%	20.7%	27.1%
000410.SZ	沈阳机床	机械设备	1996-07-18	0.3	-8.6	-7.2	-15.4%	-18.2%	-67.6%
300140.SZ	中环装备	电力设备	2010-11-12	-1.5	-2.4	-4.9	15.2%	19.4%	-6.9%
300197.SZ	节能铁汉	建筑装饰	2011-03-29	-8.7	-3.5	0.6	-10.8%	-12.7%	-3.9%
600579.SH	克劳斯	机械设备	2002-08-09	-16.2	-2.5	-2.3	-0.6%	6.8%	1.5%
600726.SH	华电能源	公用事业	1996-07-01	-10.2	-29.4	-11.1	23.6%	0.9%	12.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：以上为部分上市时间超过 5 年、近三年归母净利润为负或近三年经营性现金净流量为负的央企

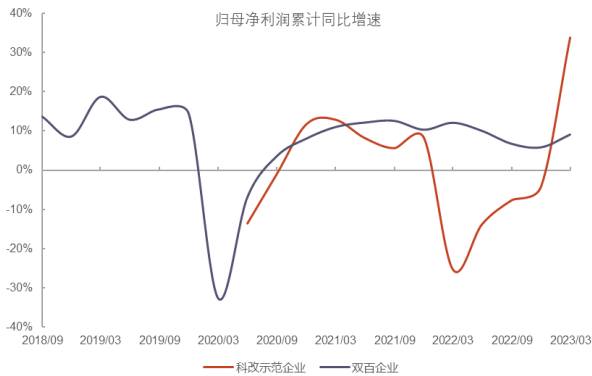
### 3.2、“科改行动”和“双百行动”等国企改革专项行动的投资机会

以“科改行动”和“双百行动”为代表的国企改革专项行动是国企改革的主力军，有利于打造更多基层改革样板和“尖兵”。“双百行动”启动于 2018 年，旨在选取百余户中央企业和百余户地方国有骨干企业主动探索创新推进综合改革，打造一批“改革尖兵”。国企改革“科改行动”启动于 2020 年，旨在选取、支持和引导国有科技型企业市场化改革和提升自主创新能力上取得新突破。通过以“科改行动”和“双百行动”为代表的国企改革专项行动，发挥引领示范和辐射带动效应，打造更多基层改革样本和“尖兵”。

“科改行动”和“双百行动”自实施以来，相关企业业绩明显提升。“科改企业”锚定未来技术发展方向，建立完善创新资源整合机制，加大产业资源、科研资源的专业化整合和一体化配置力度，统筹国家所需、行业所趋、企业所能，积极开辟产业新赛道、增强产业引领力。“双百企业”以“五突破一加强”为目标任务（即在混合所有制改革、法人治理结构、市场化经营机制、激励约束机制以及历史遗留问题方面有所突破，加强党的领导），着力提升国有资产运营效率和效益，提升企业核心竞争力。“科改行动”和“双百行动”自实施以来，相关企业业绩明显提升。

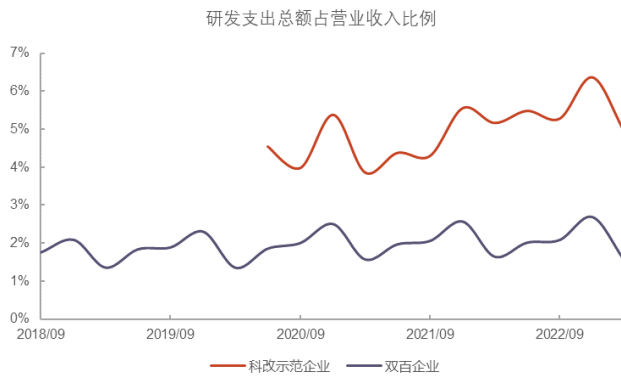


图 34：“科改行动”和“双百行动”效果显著



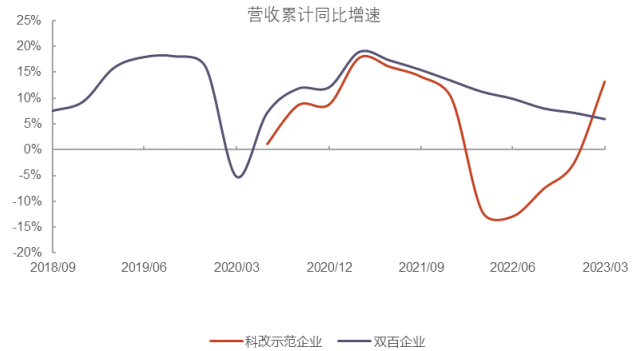
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季报，2021 年数据为相较于 2019 年的复合同比增长

图 36：“科改企业”锚定未来技术发展方向，研发投入占比高



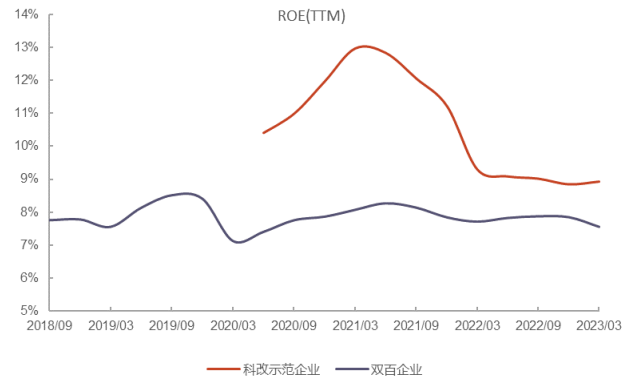
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季报

图 35：2022 年中报以来，“科改企业”营收增速逐步提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季报，2021 年数据为相较于 2019 年的复合同比增长

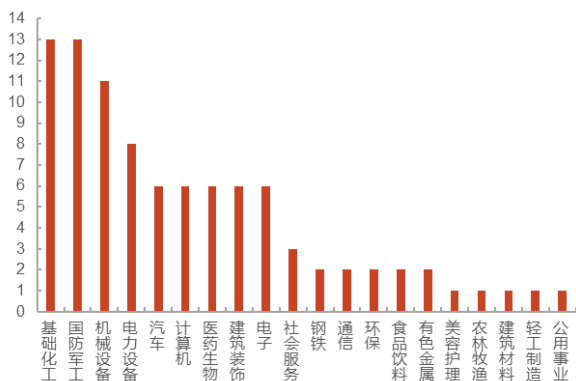
图 37：“双百企业”锚定高质量发展，ROE 相对稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2023 年一季报

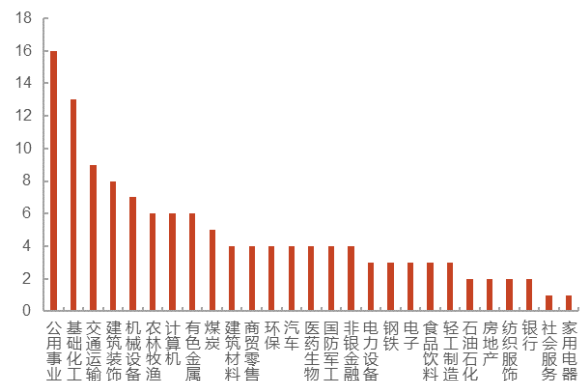
国企改革迎来了新一轮提速，“科改行动”和“双百行动”双双扩围。根据光明日报 5 月 15 日报道，百户科技型企业深化市场化改革提升自主创新能力专项行动及国企改革“双百行动”扩围深化，目前“科改企业”总数达 672 家，“双百企业”达 580 家。从当前“科改行动”和“双百行动”相关的上市企业分布来看，“科改行动”相关的上市企业主要分布在基础化工、国防军工、机械设备等行业，而“双百行动”相关的上市企业主要分布在公用事业、基础化工、交通运输等行业。

图 38：“科改行动”相关上市公司行业分布情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据统计时间为 2023/7/31

图 39：“双百行动”相关上市公司行业分布情况



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据统计时间为 2023/7/31



建议关注研发投入强度较高以及实施股权激励的“科改行动”相关上市企业。国资委副主任翁杰明在5月15日召开的“科改行动”扩围深化现场推进会上强调，下一步“科改企业”要建立完善创新资源整合机制，以更大力度打造前瞻性战略性新兴产业；要从科技创新各环节深入挖掘提高投入产出效率的空间和潜能；要以更大力度强化创新激励，科学制定企业科技人才战略规划，加快构建人才发展“雁阵”格局；要大力弘扬企业家精神和宽容失败的创新文化。因此，我们以“科改企业”上市公司为样本，筛选出2020年以来实施过股权激励的，且近三年（2020-2022年）研发支出总额占营业收入的平均比例超过6%的“科改行动”相关的上市企业。

表 7：“科改行动”部分相关上市公司

代码	简称	所属行业	ROE(TTM)			归母净利润同比增速			研发支出总额占营业收入比例		
			2022	2021	2020	2022	2021	2020	2022	2021	2020
300579.SZ	数字认证	计算机	10.8%	13.6%	13.6%	-12.6%	12.7%	4.5%	19.5%	18.0%	18.8%
300797.SZ	钢研纳克	社会服务	12.1%	9.9%	9.8%	35.2%	9.0%	11.7%	12.4%	8.5%	7.6%
600845.SH	宝信软件	计算机	22.0%	20.2%	17.9%	20.2%	35.9%	47.9%	10.9%	11.0%	10.0%
002025.SZ	航天电器	国防军工	9.8%	9.3%	12.7%	18.6%	12.4%	7.8%	10.4%	10.0%	10.2%
600378.SH	昊华科技	基础化工	14.2%	12.4%	10.1%	30.7%	37.6%	18.9%	8.0%	8.4%	8.1%
600100.SH	同方股份	计算机	-5.2%	-11.8%	0.6%	58.9%	-1932.8%	-65.6%	6.7%	6.8%	7.2%
000948.SZ	南天信息	计算机	5.6%	3.7%	4.2%	52.5%	-8.5%	60.5%	6.2%	7.9%	9.1%
002449.SZ	国星光电	电子	3.2%	5.4%	2.8%	-48.2%	100.3%	-75.2%	6.0%	6.3%	4.1%
002057.SZ	中钢天源	有色金属	13.1%	8.0%	10.8%	80.8%	23.6%	26.0%	5.5%	6.0%	5.7%
600458.SH	时代新材	电力设备	6.5%	3.7%	6.8%	96.5%	-44.4%	262.5%	4.9%	4.7%	4.7%
002254.SZ	泰和新材	基础化工	10.7%	24.4%	7.5%	-54.9%	270.4%	10.9%	4.7%	4.4%	4.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所

建议关注部分近五年未进行重大重组且资产质量较高的“双百行动”相关上市企业。5月15日，国资委在广汽集团召开“双百行动”扩围深化现场推进会，国资委党委委员、副主任翁杰明强调，“双百企业”要重点在推动公司治理各项要求精准落地、聚焦主业实业推进专业化整合、推动机制类改革任务更广更深覆盖、提高企业价值创造能力等方面取得新的突破。因此，我们选取2018年“双百行动”实施以来，未进行重大重组事项的“双百企业”为样本，筛选出近三年（2020-2022）净资产收益率(TTM)和投入资本回报率(ROIC)的均值均高于12%的“双百行动”相关的上市企业。

表 8：“双百行动”部分相关上市公司

代码	简称	所属行业	ROE(TTM)			归母净利润同比增速			ROIC		
			2022	2021	2020	2022	2021	2020	2022	2021	2020
601156.SH	东航物流	交通运输	26.9%	33.0%	45.3%	0.3%	53.1%	200.7%	23.2%	42.4%	57.9%
600546.SH	山煤国际	煤炭	46.5%	41.7%	9.1%	31.4%	497.4%	-29.5%	43.0%	30.6%	4.9%
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	31.8%	27.7%	28.9%	33.6%	12.3%	13.3%	29.4%	27.4%	29.5%
601888.SH	中国中免	商贸零售	10.4%	32.6%	27.5%	47.9%	57.2%	32.6%	12.0%	37.0%	29.1%
600188.SH	兖矿能源	煤炭	32.5%	23.8%	13.2%	89.3%	128.3%	-28.2%	21.6%	12.0%	5.4%
600436.SH	片仔癀	医药生物	21.8%	25.1%	21.3%	1.7%	45.5%	21.6%	20.7%	23.8%	19.6%
600612.SH	老凤祥	纺织服饰	16.8%	20.4%	19.9%	9.4%	18.3%	12.6%	10.9%	13.8%	13.4%
688146.SH	中船特气	电子	16.7%	18.6%	16.4%	7.9%	49.5%	21.4%	17.4%	18.3%	13.8%
000786.SZ	北新建材	建筑材料	15.0%	18.5%	17.2%	30.7%	22.7%	548.3%	13.5%	17.0%	17.0%
002507.SZ	涪陵榨菜	食品饮料	11.6%	10.4%	22.8%	21.1%	-4.5%	28.4%	10.8%	12.5%	23.8%
301289.SZ	国缆检测	社会服务	8.2%	18.6%	17.6%	0.5%	31.5%	3.4%	9.0%	18.6%	18.8%
60328.SZ	中盐化工	基础化工	16.7%	19.1%	8.5%	36.2%	166.6%	-38.1%	20.0%	18.3%	8.4%
603357.SH	设计总院	建筑装饰	14.1%	13.5%	13.9%	14.0%	6.9%	11.8%	13.9%	13.9%	14.4%
301090.SZ	华润材料	基础化工	11.9%	7.8%	18.4%	30.5%	-23.3%	52.0%	12.2%	9.8%	20.6%
601568.SH	北元集团	基础化工	10.6%	13.7%	13.4%	21.8%	9.9%	1.4%	9.2%	13.0%	15.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4、风险分析

- 1、国企改革进度不及预期；
- 2、国内经济增速水平大幅不及预期；
- 3、中美关系波动压制市场风险偏好。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
 恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
 泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
 香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
 6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP