

| 证券研究报告 |

央国企价值再发现：原因、驱动与策略

2024.8.19

徐驰

S0740519080003

xuchi@zts.com.cn

张文宇

S0740520120003

zhangwy01@zts.com.cn

目录

CONTENTS

- ① 央国企价值被低估的原因
- ② 畅通央国企价值发现的机制
- ③ 央国企价值实现的驱动因素
- ④ 推动央国企价值重估的措施
- ⑤ 风险提示



前言

为何今年以来央国企热度持续上升？

领先一步

新一轮国企改革持续推进

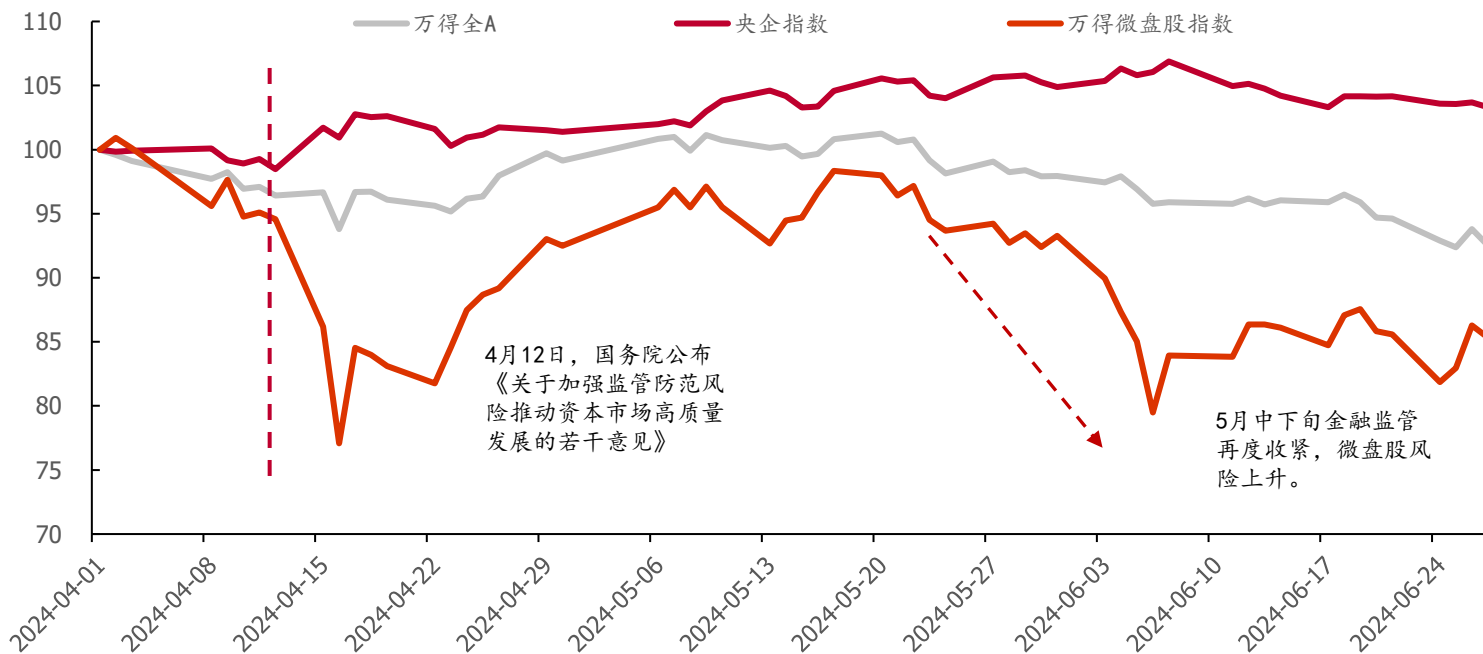
总书记指出：“国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是党执政兴国的重要支柱和依靠力量。”纵观国企混改历程，从2015年54号文件明确提出分类分层推进国企混合所有制改革到2024年2月27日，国务院国资委召开国有企业改革深化提升行动2024年第一次专题推进会推进新一轮国企改革深化提升行动，我国国有企业改革不断深化。国有企业布局结构优化调整，国有资本整体功能和配置效率显著提升。国企的深化改革已经不仅仅是企业结构的改变，更要解决国有企业如何高效发挥优势，引领国家产业发展。

在国企改革的过程中，资本市场已成为推动国企改革的重要平台。这一方面表现为资本市场为已上市企业提供的再融资、并购重组等支持；另一方面则在于企业上市既是深化国有企业改革的重要举措，也是完善公司治理、提升资源配置效率的重要途径。随着改革的不断进行，如何进一步发挥资本市场的价值发现功能，使市场认同国有企业的价值，进而实现真正的市场化运作、实现国企的社会责任承担，需要进一步畅通资本市场的机制发现功能。央国企的价值再发现也能够助力现代化产业体系建设，助力现代国企实现高质量发展，做优做强。

金融监管强化或带来市场风格重塑

- 证监会履新后的国内长线资金思路：今年3月两会证监会答记者问：“要看到市场运行有其自身规律，正常情况下不应干预。但是，当市场严重脱离基本面，出现非理性剧烈震荡、流动性枯竭、市场恐慌、信心严重缺失等极端情形时，该出手就果断出手，纠正市场失灵。将健全完善相关的机制，来坚决防范发生系统性的风险发生。”
- 4月12日颁布的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，被称为资本市场第三个“国九条”。新国九条突出“严监严管”基调，或将重塑以私募等为代表的“炒主题”、“连板”等短期投机性投资策略，迫使其更加聚焦稳健、基本面良好的优质企业，进行长期投资。符合“大力发展新质生产力”理念的优质央企热度或持续上升。

图表：2024年4月以来万得央企指数与万得微盘股指数走势（定基100点）

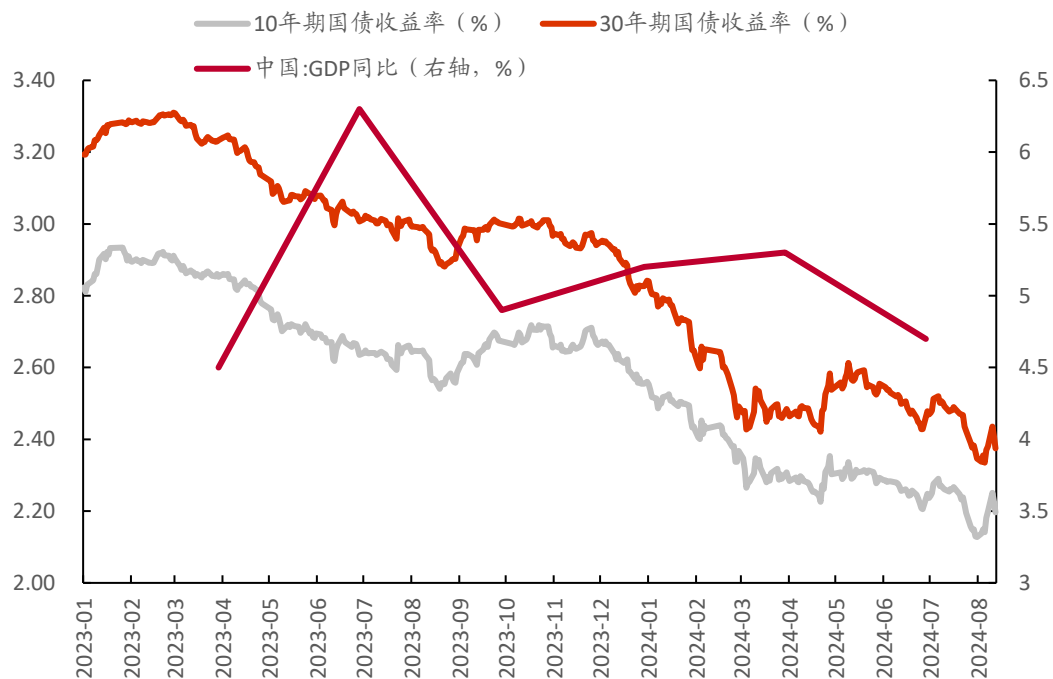


资料来源：Wind, 中泰证券研究所

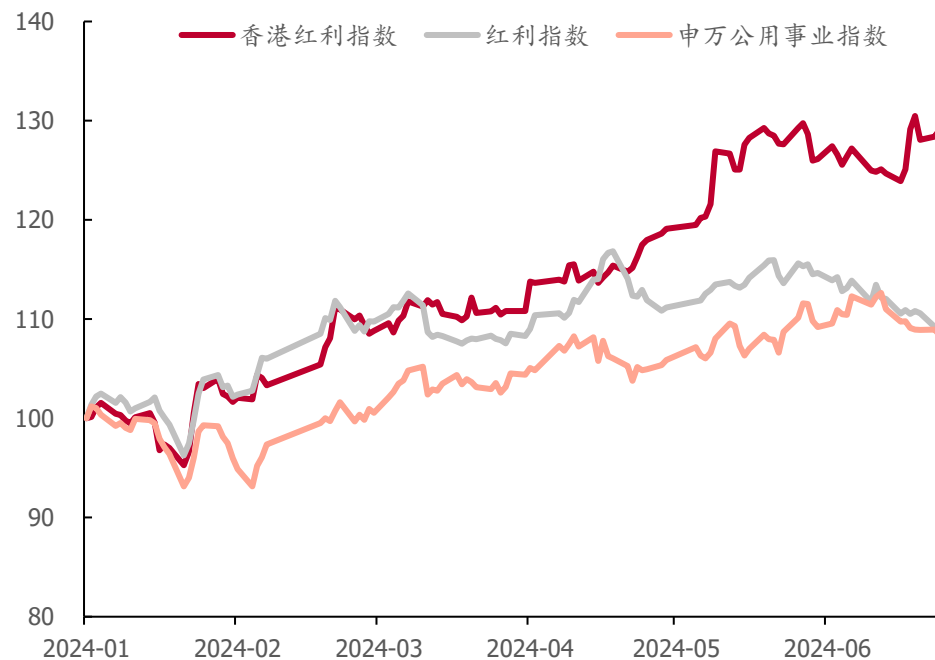
经济增速与市场利率下行，稳健类资产热度上升

- ✓ 券商整合以及小微盘市值流动性风险释放后，监管与国内长期资金的有效介入则或将是稳定指数的重要工具。
- ✓ 中长期来看，当前我国经济由高速发展时期转向高质量发展时期，经济增速中枢进一步降档，市场利率也进一步下降。在这一大趋势下，具有稳健，高分红等特征的央国企优质高股息资产逐渐受到市场追捧。

图表：经济增速与市场利率逐步下行



图表：今年以来红利指数、港股红利、公用事业指数表现 (定基100点)

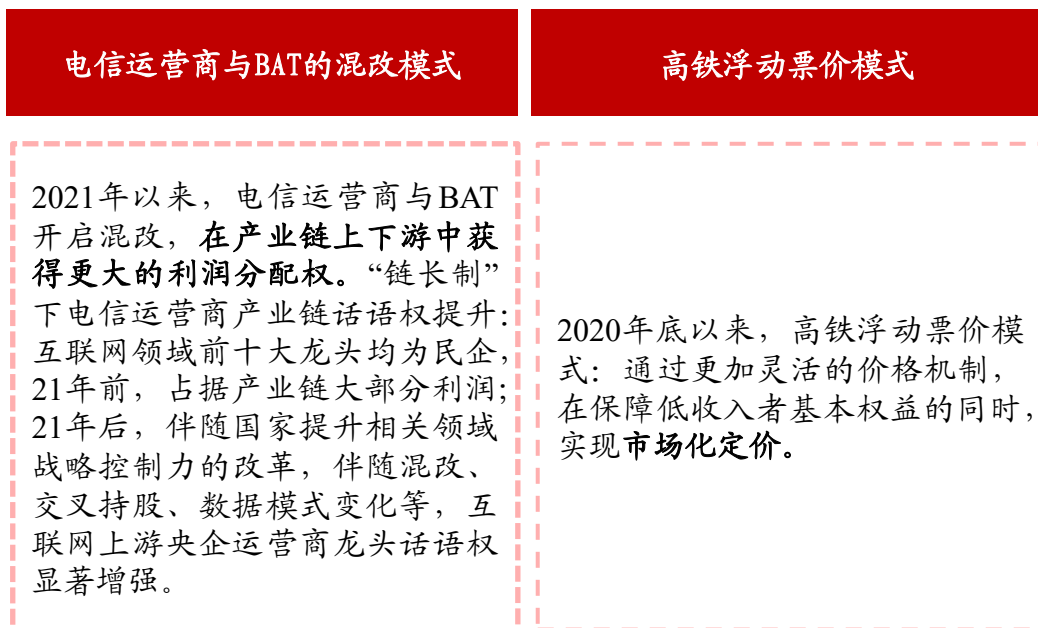


资料来源：Wind，中泰证券研究所

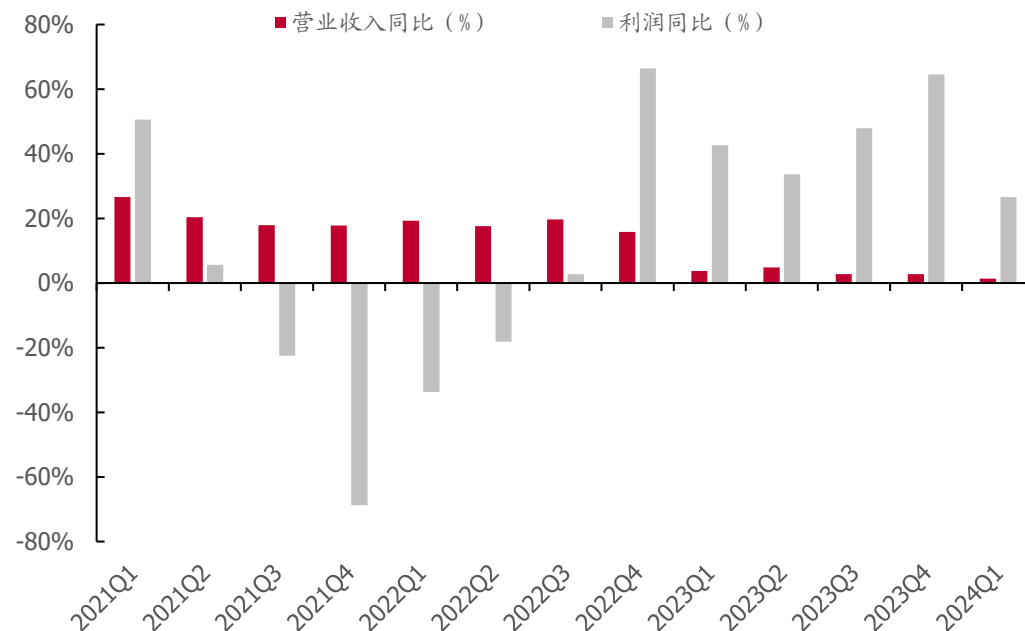
“股权财政”下的央企公用事业市场化定价加速

- 公用事业是土地财政向股权财政最直接受益的央企细分。股权财政是政府“四本账”之一，也是政府收入一大来源。在土地财政难以为继的当下，水电气、高铁等公用事业板块或加速市场化定价推进，其盈利能力或得到显著提升。
- 短期看，二季度市场内外风险下，央企公用事业因其稳定现金流“攻守兼备”。长期来看，大国竞争的本质是财政资源的消耗，故公用事业市场化定价和央企股权财政等亦必将加速。
- 央企公用事业包括：电力、公共交通、电信运营商、出版传媒等行业。我们优选需求增速稳定且政策潜力大的电力为首选，同时可积极挖掘经济发达地区：燃气、自来水、环保、地铁、高铁等改革潜力大的公用事业。

图表：公用事业盈利能力提升的两大改革模式



图表：公共事业板块业绩表现



资料来源：澎湃新闻，新华社，中泰证券研究所

资料来源：Wind，中泰证券研究所



1、

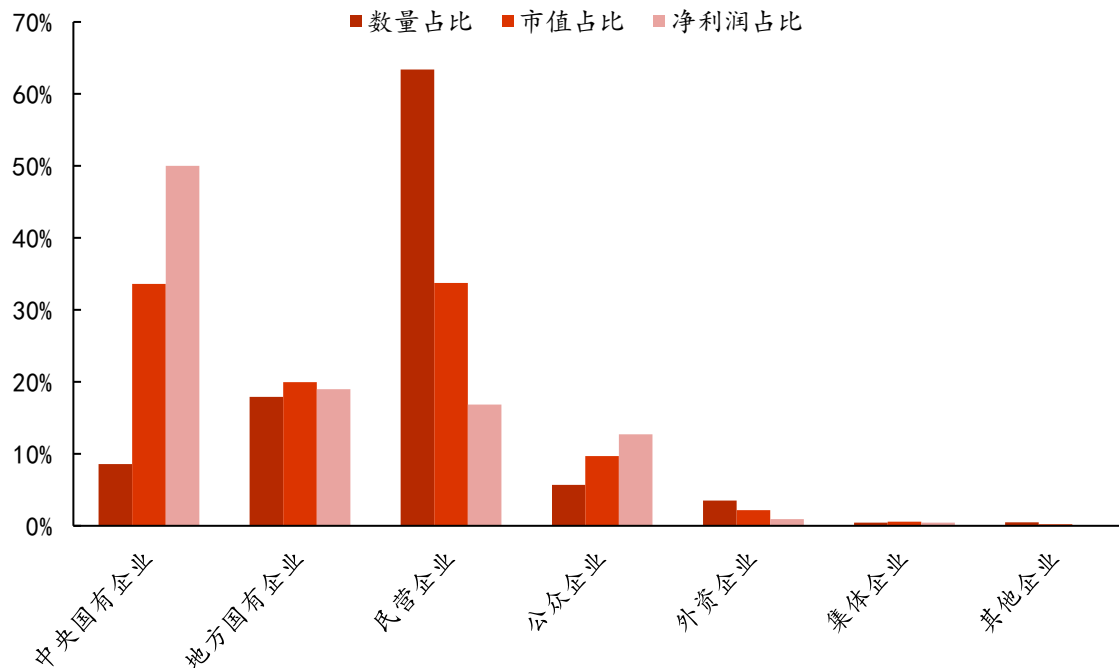
央国企价值被低估的原因

领先一步

央国企估值和市场地位存在差距：估值仍有修复空间

- 上市央国企的估值水平与其市场地位存在一定的不匹配。央国企市值跌破净资产的现象较为普遍。净利润上对比，央国企在A股利润占比和市值占比差距大。
- 截至2024年7月31日，我国A股共有上市公司5356家，其中中央企业占比8.59%，地方国有企业占比17.92%。合计占比达到26.51%，贡献了68.99%的净利润（2023年报），但市值占比仅为53.6%。
- 央国企价值被市场低估，原因既在于自身“体质”，即行业分布与相关财务指标较差，市值管理缺失；也在于部分投资者也对其盈利能力和成长性持保留态度，板块轮动中对央国企市值占比高的领域关注热情不高。

图表：A股上市公司类型、市值和净利润占比（%）

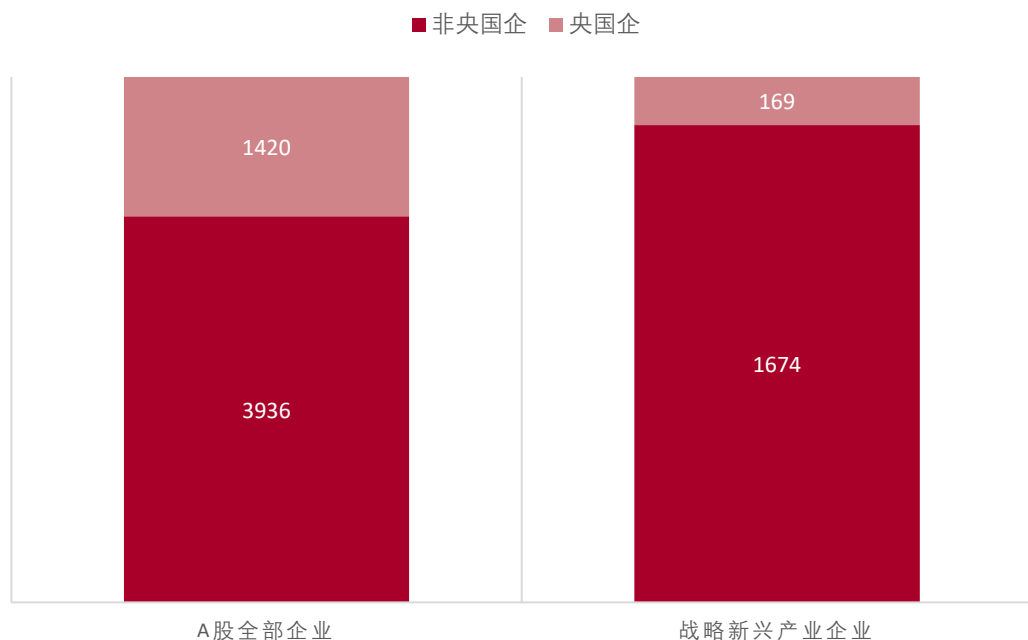


资料来源：Wind，中泰证券研究所，数据截至2024/7/31

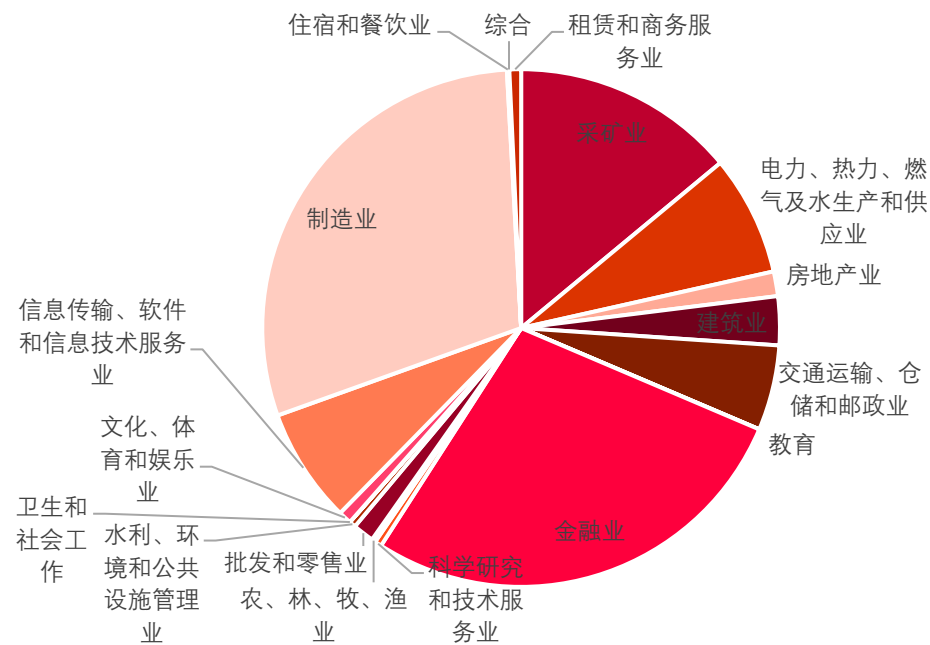
行业分布特性：公益属性强、市场属性弱导致折价

- 央企所属行业大多集中在公用事业、环保等公益属性较强、市场属性较弱的领域，但却在关系国民经济命脉的行业中发挥着基础保障作用，承担了更多艰巨繁重的“社会责任”。
- 除个别传统周期行业，如煤炭、有色金属、公用事业、交通运输、金融、农业、食品饮料等行业的央企具有一定优势，其他行业的央企整体财务指标相对偏弱，市场因此逻辑普遍不看好其盈利能力和成长性，使得这些企业的估值折价度偏高。

图表：A股上市央国企行业分布（按数量）



图表：央国企行业分布与占比（按市值）

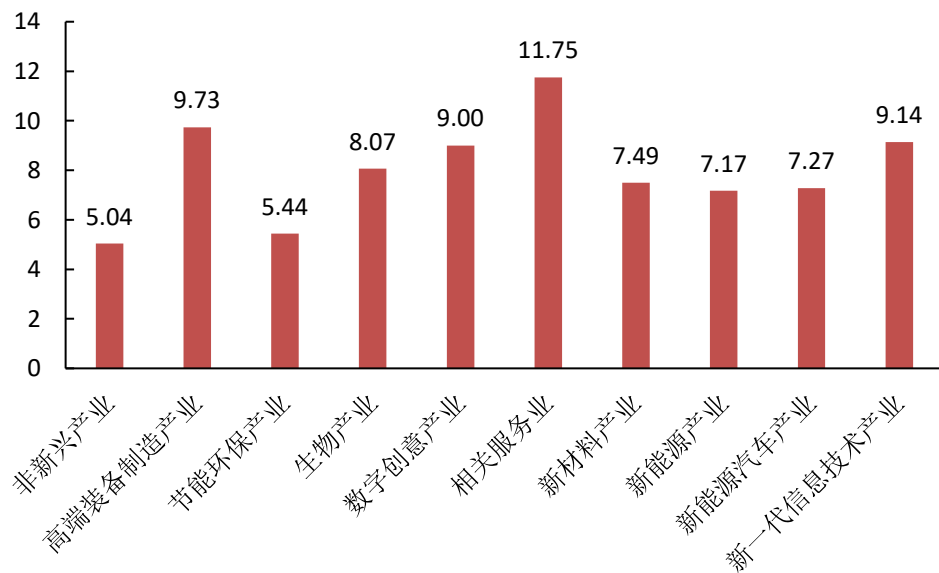


资料来源：Wind，中泰证券研究所，数据截至2024/7/31

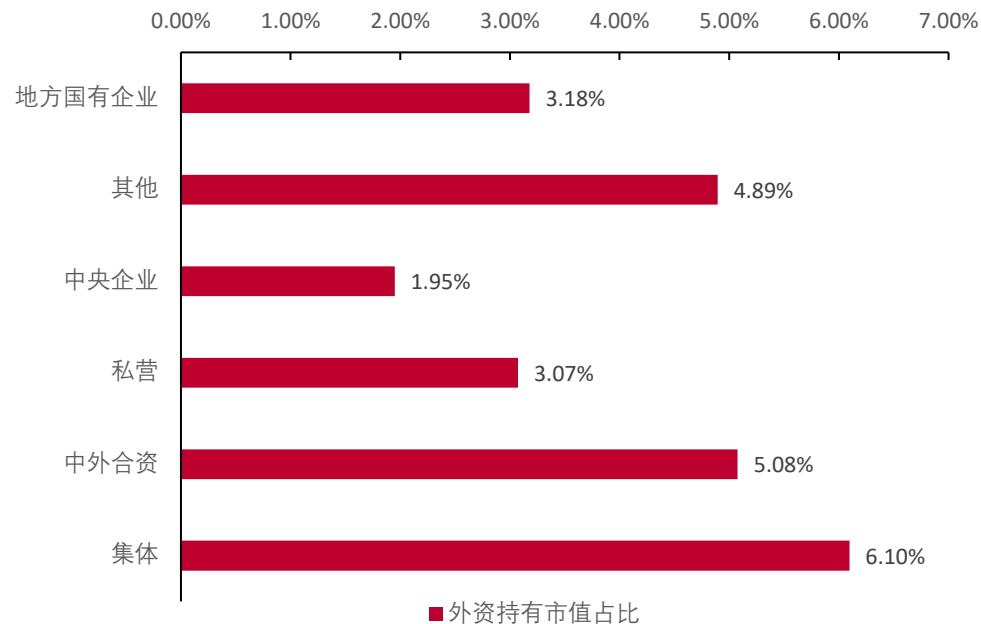
行业分布特性：多分布于传统行业，投资者关注度低

- 从数据来看，机构投资者对新兴产业关注度更高。当前中央企业上市公司主要集中在“涉及国家安全，关乎国民经济命脉”的关键领域，传统行业占比更大。A股战略新兴产业企业中，央国企仅169家，占9%，投资者关注度较低。
- 从A股各类所有制企业的外资持股占比看，央国企外资持股比较低。以2024年7月31日数据计算，中央企业、地方国有企业、私营企业、外资企业、集体企业的外资持股占股票流通市值的比重依次为：1.95%，3.18%，3.07%，5.08%、6.10%，央企与地方国有企业外资持股比例相对较低。

图表：2023年机构对各行业企业调研次数平均值（次）



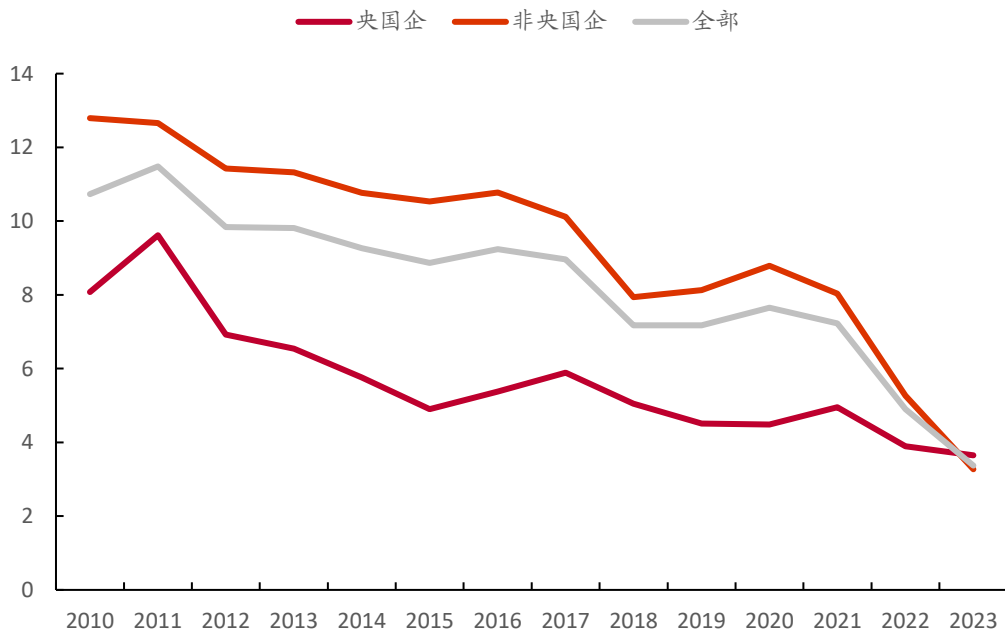
图表：外资持股（含外资私募）占流通市值比重（%）



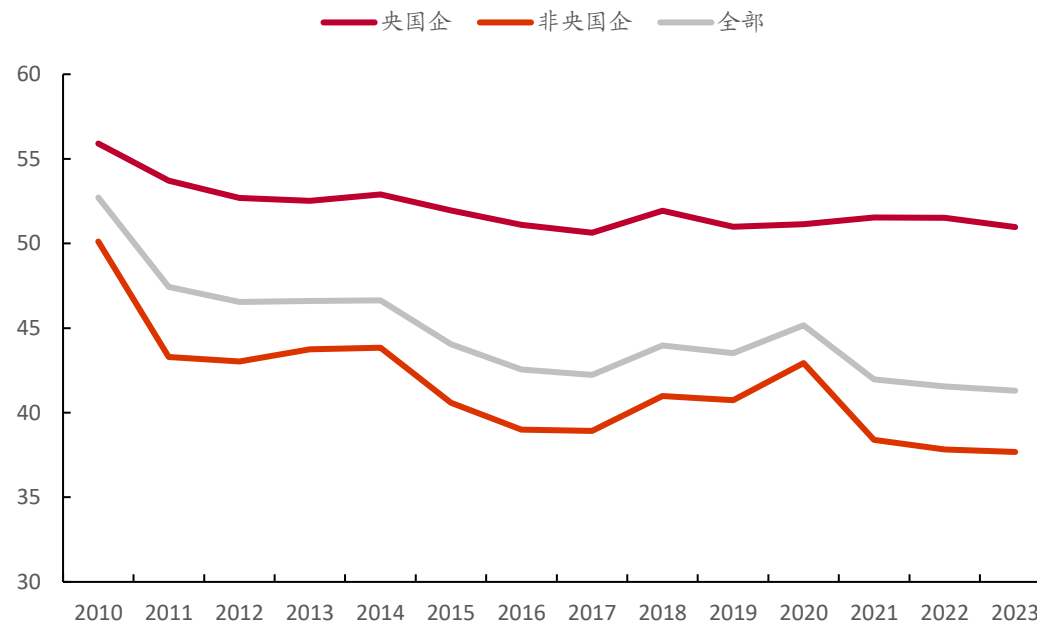
市场表现：资金效率和股权管理较差，资金效率有待提高

- 从公司基本面看，央国企创收效率相对较低，其中一大原因来自于央国企的行业分布，但另一方面也反映出央国企公司运营质量有待提高。与民企相比，央国企整体实力较强，可调动的资源相对较多，这一方面也弱化了其公司治理的动力，导致创收效率相对较低。
- 整体来看，央国企的资产收益率（ROA）长期低于其他上市公司，资金创收效率相对较低。另外，央国企长期依赖债务投资，股权管理相对不灵活，其资产负债率高于其他上市公司。

图表：A股上市央国企资产收益率ROA (%)



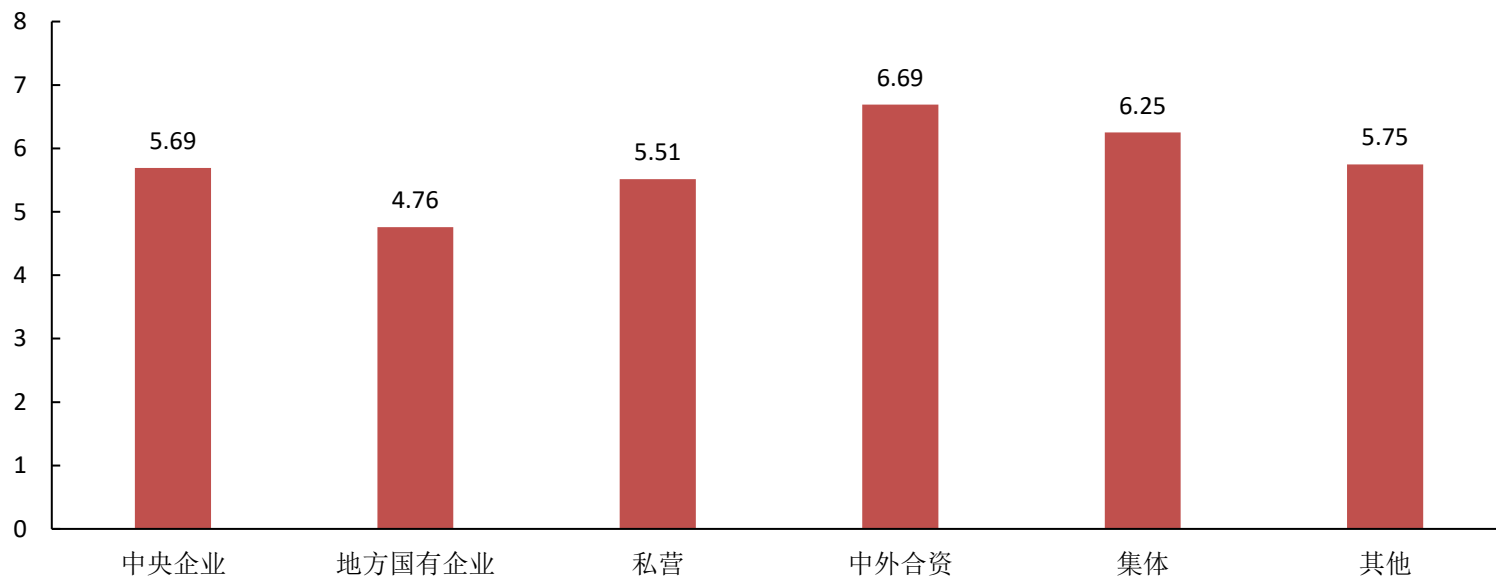
图表：A股上市央国企资产负债率 (%)



制度缺失：缺乏市值管理导致投资者盈利预期差

- 国家明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”，但很多国企上市公司并没有建立相关制度。而民营企业股东的个人财富与公司市值多寡直接相关，更关注市值管理。同时，传统的估值体系对报表以外的企业价值的定量并未考虑，央企的外在社会价值难以体现在财务报表，承担的“社会责任”反而成为对其盈利预期的压制。
- 从整体来看，央国企受到机构投资者的关注度明显低于其他所有制企业。央国企整体市值相对较大，且占据各供应链的重要环节，但机构调研次数则相对较低，这很大程度上反映出了央企在“市值管理”方面的缺失。缺乏市值管理或使得投资者对于央国企当前的运营情况，未来规划与展望缺乏了解，从而拉低投资者预期。

图表：2023年机构对各所有制公司调研次数平均值（次）



资料来源：Wind, iFinD, 中泰证券研究所



2、

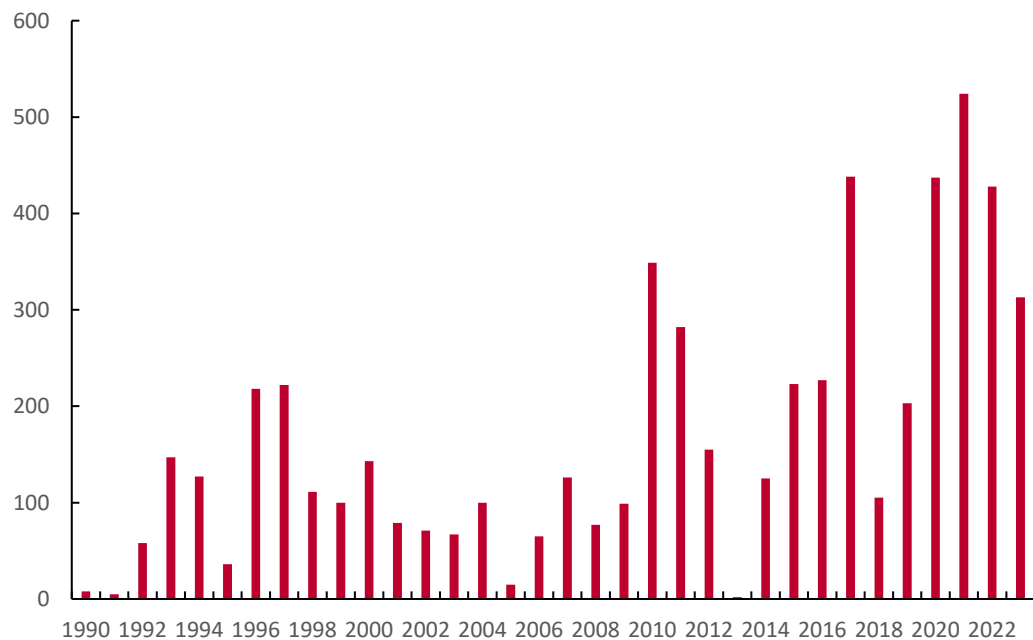
畅通国企价值发现机制

领先一步

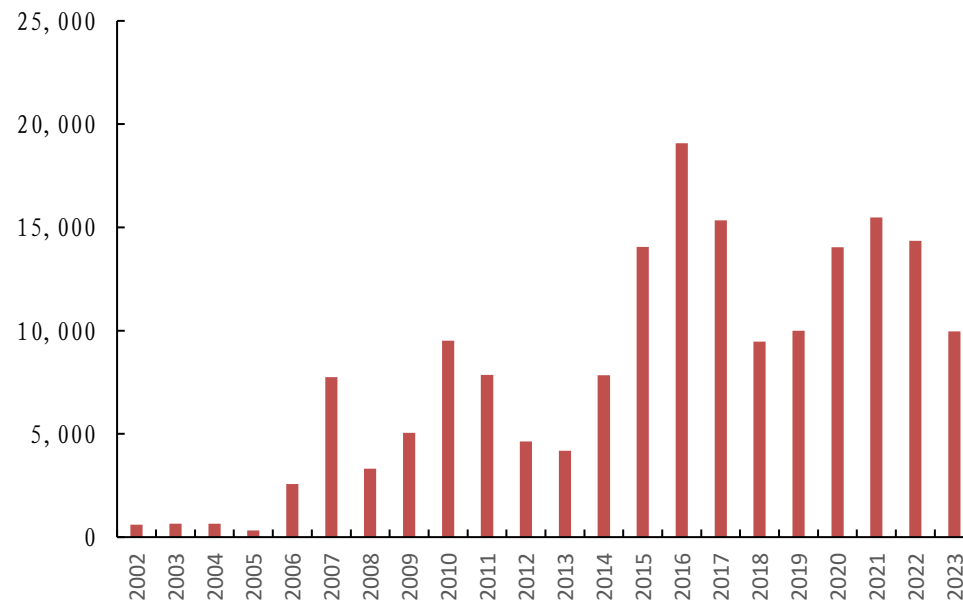
市场制度改善：资本市场具有价值发现功能

- 资本市场具有融资、预示、资源配置和分配等宏观功能和转制、约束、价值发现和评价等微观功能，能够有效地引导增量资本资源的积累和存量资本资源的调整实现融资和资源配置等宏观功能。价值发现功能使人们能够看到企业的内在价值，使人们对投资做出理性判断。
- 从投融资的角度，我国资本市场股债融资稳步增长，帮助解决企业的资金问题。近年来我国上市公司数量、每年的募资金额不断增加，2023年股权融资规模9956.35亿元。

图表：1990年-2023年每年发行上市的公司数量（家）



图表：2002-2023年股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind, iFinD, 中泰证券研究所

国企改革：功能使命与体制机制改革任务双推进，给市场传递价值信号

- 国有经济在我国经济体制内占重要作用，其对高质量发展的引领作用明显。在盘活央企优质资产、助推央企做大做强的思路之下，首先要增加资本市场对央企的价值认同，从而引领社会资本对央企的价值认同。
- 2012年党的十八大召开至今，是深化国企改革时期。国企改革主要以分类改革为前提，以国企功能界定与分类为基础，在市场化改革的取向下，建立国企多元的价值评价。
- 主体制度框架为“1+ N”政策体系，以发展混合所有制经济为突破口，相关各项改革继续推进。改革以公司制改革为基础性制度支撑，到2021年年底国有企业公司制改革已经全面完成。
- 国资委发言人强调：功能使命类改革任务与体制机制类改革任务要统筹推进、形成改革组合拳。

图表：国企改革“1+N”政策

深化 国有 企业 改革 的 指 导 意 见 》	《关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见》
	《关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见》
	《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》
	《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》
	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》
	《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》
	《贯彻落实”中共中央国务院关于落实国有企业改革指导意见重点任务分工方案》
	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》
	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》
	《关于国有企业试点工作事项及分工方案》
	《关于支持国有企业改革政策措施梳理及相关意见》
	《贯彻落实”中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见”改革举措工作计划》
	《加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案》
	《国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》
《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》	
《国务院关于改革国有企业工资决定机制的意见》	

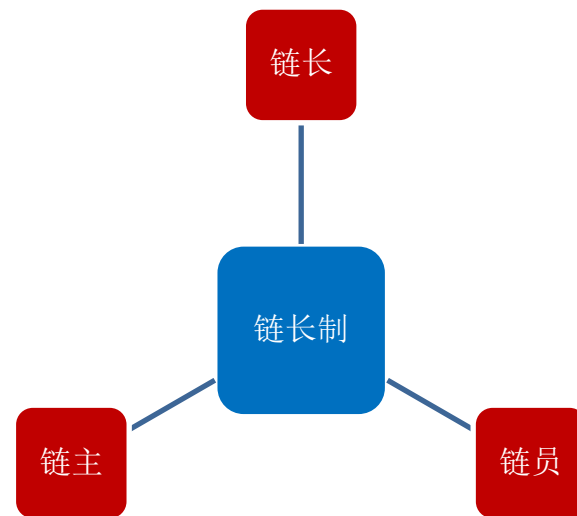
资料来源：中国政府网，中泰证券研究所

功能使命类改革：发展和安全并举，增强产业链竞争优势

- 二十大报告在未来国企改革的工作部署上要求国有企业不仅要追求市场竞争力，还要在保障产业链供应链安全、建设现代产业体系、完成国家战略任务等方面发挥引领作用。
- 2023年中央经济工作会议提出了“统筹发展和安全”的现代化产业体系建设发展导向，重点推动传统产业改造升级、新兴产业培育壮大、补强产业链薄弱环节和碳达峰碳中和锻造新产业竞争优势。
- 供应链安全导向之下的强链补链，“链长”或成为国有企业推动现代化产业体系建设的重要抓手。中央企业方面，国务院国资委已公布多批产业链“链长”名单；地方政府方面，各地方政府也重点以国有企业作为“链主”企业，加快本地战略新兴产业的融合集群发展。

图表：“一长一主多员”组合的产业链发展协同机制

一长： 即链长，以塑造政策环境为抓手，在要素保障、供需平衡、专项政策等方面精准发力。



一主： 即链主企业，指在整个产业链发展中占据优势地位，对产业链相关企业的资源配置、经营发展具有较强影响力的龙头企业。

多员： 即产业链参与企业，指在产业链各个环节，尤其是关键环节，能够对产业链协调发展起到重要作用的各个参与企业。

资料来源：中泰证券研究所

功能使命类改革：战略性重组培育国企“链主”增强企业竞争优势

- 当前国家通用基础性的战略产业“链长”的战略规划，将会深刻影响相关产业链的未来发展方向及发展态势。而新一轮国企改革推动战略性重组培育国企“链主”，从而发挥对产业链升级发展的引领作用。
- 一方面，提高国企在产业链的话语权及引领作用；另一方面，确保基础战略产业的产业链、供应链的安全。

图表：产业链“链长”筛选标准

产业链“链长”筛选标准	
强调做“链长”而不是“链主”。	链长相当于“头雁”，是起领飞作用的，对其他企业不是支配控制关系，而是提供联结条件或者技术支持，组织协同攻关和共性技术研发，是作为“队长”带队一起奋进的。在产业链中，链长更多的是担当奉献而非索取。
要在技术、资源和人才等方面拥有硬核实力。在核心技术、关键资源、人才储备等方面能够引领产业发展。	第一，或者自身拥有研发团队，或者能够调动研发力量，在紧急情况下快速反应，进行技术攻关，确保产业链安全。
	第二，具有规模优势或者基础网络资源，在核心原材料获取、营销渠道、内控管理、企业文化和发展能力储备方面表现突出，能够带动配套企业形成协同优势，赋能传统产业，推动传统产业的工艺、流程、流通、服务等部门效率提升。
	第三，拥有充满创新精神的企业家和懂得现代企业管理的管理队伍。
要具有奋楫笃行、力挽狂澜的责任担当。	链长要为全链谋篇布局，一定要有全局观和使命观，不能仅仅站在一个企业立场看问题，要统大局，看长远，必要时甚至需要牺牲一些企业利益，做铺路石。
国有企业必须做大做强，在现代产业链中成为握有核心技术的链长。	“补链”“延链”“强链”是需要真抓实干的，没有奋楫笃行的实干精神和甘为人梯的奉献精神，只凭物质激励，很难出大成果。
	对于目前中国来讲，构建现代产业链，仅仅关注经济绩效是不够的。构建现代产业链，是要为国内国际双循环顺畅运行夯实基础的，是要为极端情况下经济安全做好储备的。因此，所有制问题不是可有可无的，而是至关重要的战略考量因素。

资料来源：国资委网站，中泰证券研究所

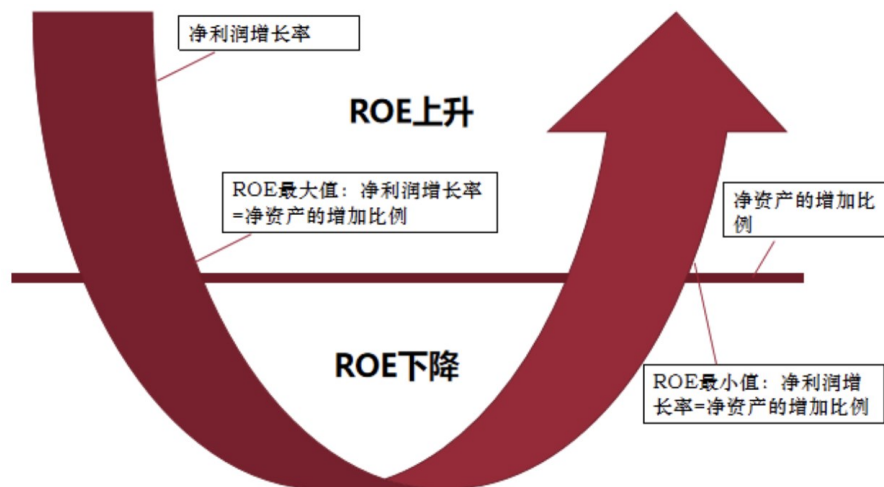
功能使命类改革：国资委ROE考核打开央企业绩提升通道

- 国资委会议明确将2023年中央企业的考核经营指标，从“两利四率”调整为“一利五率”。其中，新增加的指标净资产收益率（ROE）不仅能体现出央企净利润水平，还能反映体现公司对资本的使用效率，表明国资委对央企的要求从资本回报的数量延申到了资本回报的质量，从产出规模到投入产出的效率，向资本市场评估一家企业的标准来靠齐了。
- 可见，在ROE 提升要求之下，央企或进入利润改善的基本面兑现阶段，“价值创造”能力将不断提升。而在中国特色估值体系建设以及全面注册制改革等制度催化下，上市国企定价体系将更加完善，最终达成央企的“价值实现”。

图表：2019-2023年央企考核经营指标变化

时间	指标体系	具体指标	具体要求
2019年	两利一率	净利润	-
		利润总额	-
		资产负债率	-
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	-
2021年	两利四率	研发经费投入率	-
		净利润	增速高于国民经济增速
		利润总额	增速高于国民经济增速
		营业收入利润率	明显增长
		研发投入强度	明显增长
2022年	两利四率	全员劳动生产率	明显增长
		资产负债率	保持稳健可控
		净利润	增速高于国民经济增速
		利润总额	增速高于国民经济增速
		营业收入利润率	再提高0.1个百分点
		研发投入强度	进一步提高
2023年	一利五率	全员劳动生产率	再提高5%
		资产负债率	再提高0.1个百分点
		利润总额	增速高于国民经济增速
		净资产收益率	进一步提升
		研发经费投入强度	进一步提升
		营业现金比率	进一步提升

图表：ROE体现投入产出效率

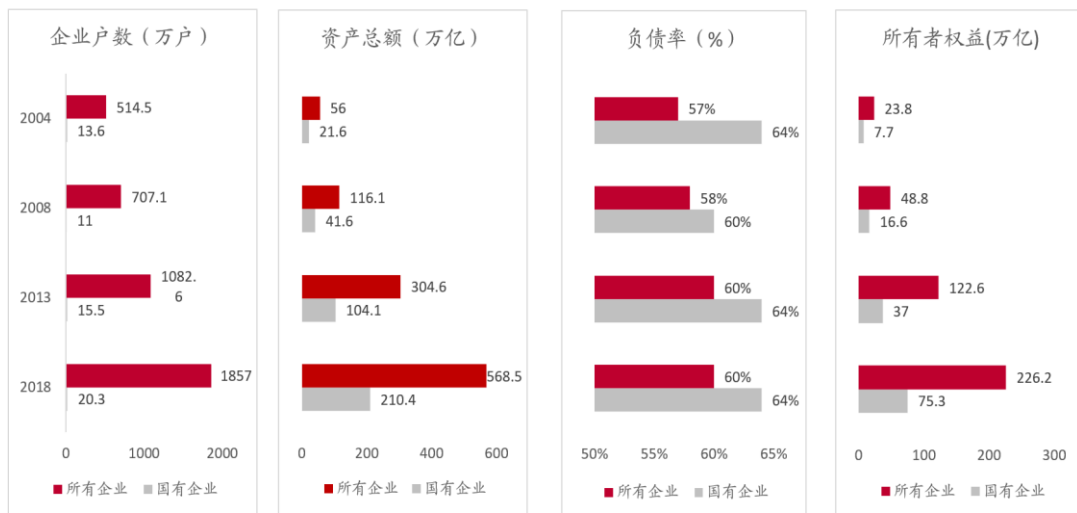


资料来源：国资委网站，人民日报，中泰证券研究所

体制机制类改革：“战略性重组和专业化整合”提升国有资本运营效率

- 国有企业是我国固定资产投资的主体，长期以来积累大量存量资产，盘活国有企业存量资产，实现“腾笼换鸟”，创造更大价值。
- 新一轮国企改革以“战略性重组和专业化整合”为方向。国企上市公司作为国企平台优质资产，提升国有控股上市公司质量，把上市企业打造成为现代化新国企的重要样板，是提升国有资本运营能力另外一个重点工作方向。

图表：国有企业相关指标占比情况



图表：国有控股上市公司重点数据



资料来源：中大咨询研究院，中泰证券研究所

体制机制类改革：组织架构优化提升，提升效率调动积极性

- 深化国有企业劳动、人事、分配制度改革（“三项制度改革”）是推进国有企业改革的重要举措，对于完善国有企业市场化经营机制，推动国有企业高质量发展，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力，具有重要意义。压缩了央企内部管理层级，提高经营效率。采用对国有大中型企业实行工资总额同经济效益挂钩办法，促进国有企业提高经济效益、调动广大职工积极性。
- 2021年，国有企业三项制度改革在更大范围、更深层次破冰破局，经理层任期制和契约化管理覆盖率超过了90%；5600多户具备条件的企业开展了中长期激励，激励人数超过45万人；公开招聘、竞争上岗、全员绩效考核等市场化用工制度普遍推行。
- 到2021年年底国有企业公司制改革已经全面完成，3.8万户国企实现董事会应建尽建，任期制、契约化管理覆盖逾8万户企业22万人。
- 未来进一步紧抓经理层成员任期制和契约化管理，紧紧围绕激发活力、提高效率，深化体制机制改革，有效激发国企一线干部职工的探索创新积极性。

估值体系建设：中国特色估值体系建设有望打开央企估值上升通道

- 2022年11月证监会主席易会满提出“探索建立具有中国特色估值体系”后，上交所12月初发布《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》，提出要“服务推动央企估值回归合理水平”。在探索构建中国特色估值体系的道路中，推动国有企业估值回归，将是探索建立中国特色估值体系的一项重要任务。
- 未来在中国特色估值体系的建设下，市场将逐渐摒弃单一的利润价值取向，并结合更多因素综合定价，如将ESG等纳入到估值体系中，有利于低估核心资产估值的提升，央企估值上升通道有望打开。

图表：中国特色估值体系是契合“中国式现代化”特征的估值体系



资料来源：求是网，中泰证券研究所

中特估：政策+估值+业绩催化，提升央企投资价值

- 1) 盘活国有资产：提高国企的投资回报率。
- 2) 中特估提升估值修复预期：倡导更合理的估值方法增加国企“价值认同”。
- 3) 国企改革改善国企公司治理结构：ROE考核提升公司释放业绩的动力，助力“中特估”下的国企“价值实现”。
- 这样看来，在政策+估值+业绩催化的背景之下，央企会是今年市场很重要的投资主线。

图表：万得央企指数与万得全A指数走势（定基100点）

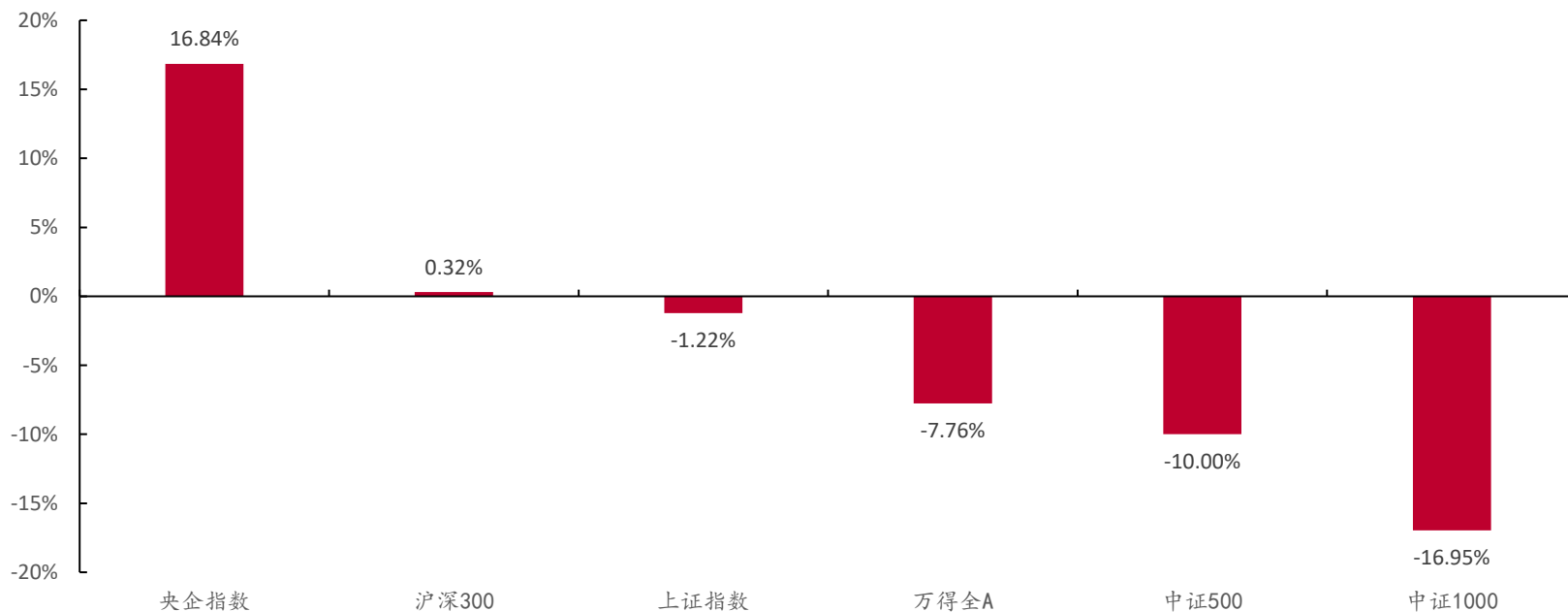


资料来源：WIND，中泰证券研究所，截至2024年7月31日

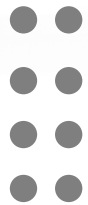
中特估：政策+估值+业绩催化，提升央国企投资价值

- 2023年以来我国疫情后经济复苏不及预期，使得市场整体风险偏好出现明显收缩。另一方面，当前我国资本市场监管逐渐趋于严格，新“国九条”的出台或将重塑以私募等为代表的“炒主题”、“连板”等短期投机性投资策略，迫使其更加聚焦稳健、基本面良好的优质企业，进行长期投资。符合“大力发展新质生产力”理念的优质央国企热度或持续上升。
- 今年以来，具有高分红，稳健型央国企逐渐受到市场的追捧。在国企改革带来的“业绩”+“估值”催化下，A股央国企板块整体表现相对占优，今年以来万得央企指数上涨16.84%，超额收益（相对万得全A）达到24.6%。

图表：年初以来市场各大主要指数涨跌幅（%）



资料来源：WIND，中泰证券研究所，截至2024年7月31日



3、

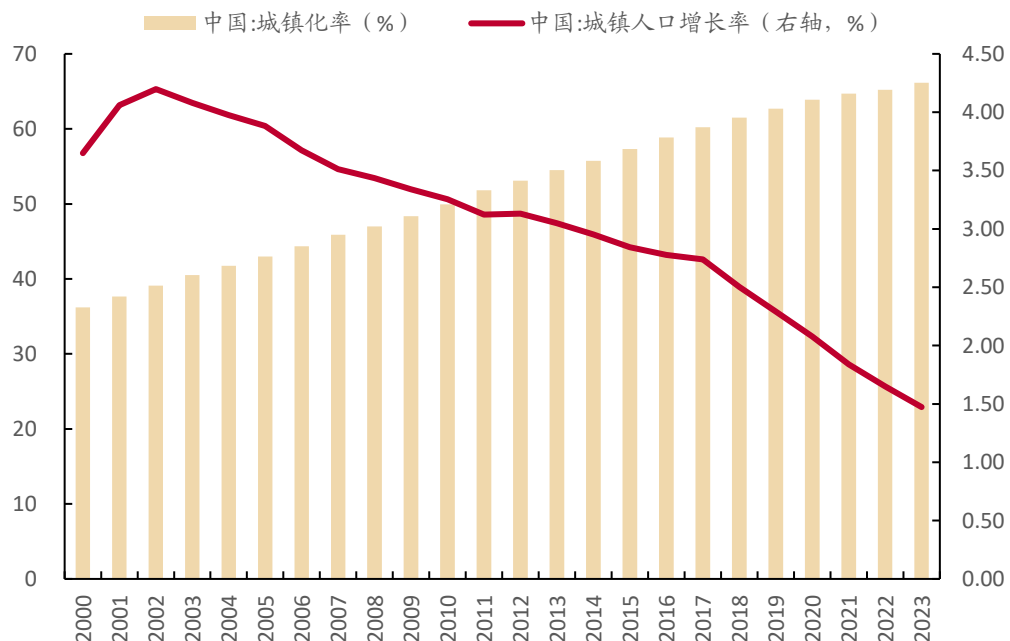
央国企价值实现的驱动因素

领先一步

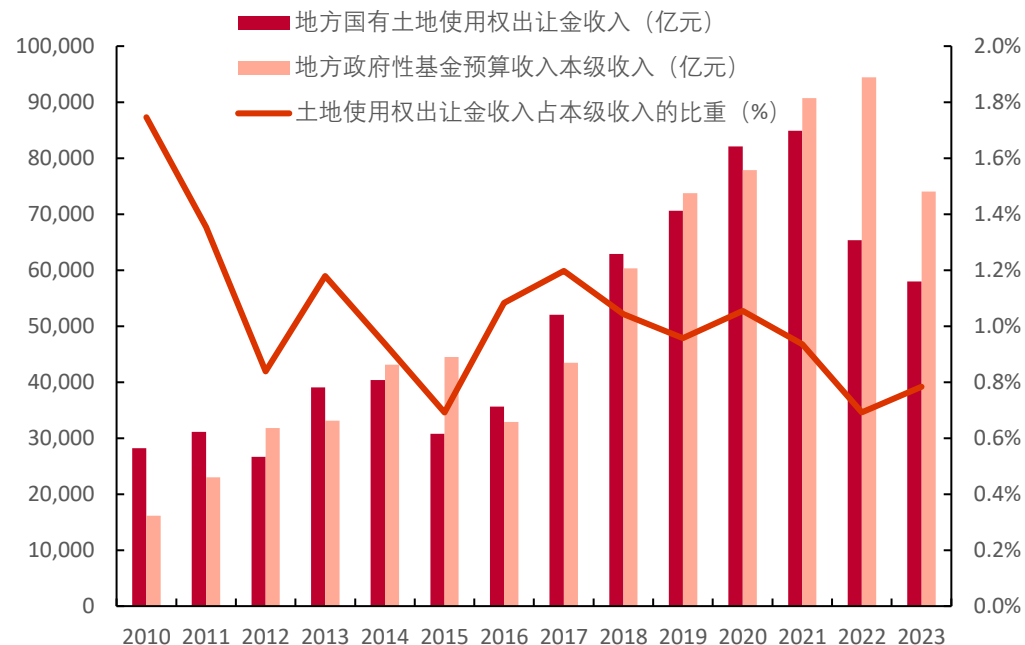
股权财政本质：土地财政走弱下寻找新的财政来源

- 我国长达20余年的房地产周期大拐点可能已经出现。中国人口增长和城镇化进程都说明房地产已经进入了下行周期。从长周期视角来看，各项房地产支持政策虽然能够一定程度熨平下降斜率，但难以改变地产下行的趋势。
- 这意味着1) 经济角度：我国的基建投资发力空间有限，即使用再多的基建投资来拉动经济，也难以对冲房地产投资下行的速度。2) 财政角度：土地财政将难以延续，尤其是在当前各地方债务水平高企的背景下，面临的最大问题就是支出是刚性的，未来支出还会不断增加，这就需要新的来源弥补土地财政的缺口。

图表：我国城市化率增速放缓，城镇人口增长率下滑



图表：近年地方国有土地使用权出让收入出现下滑

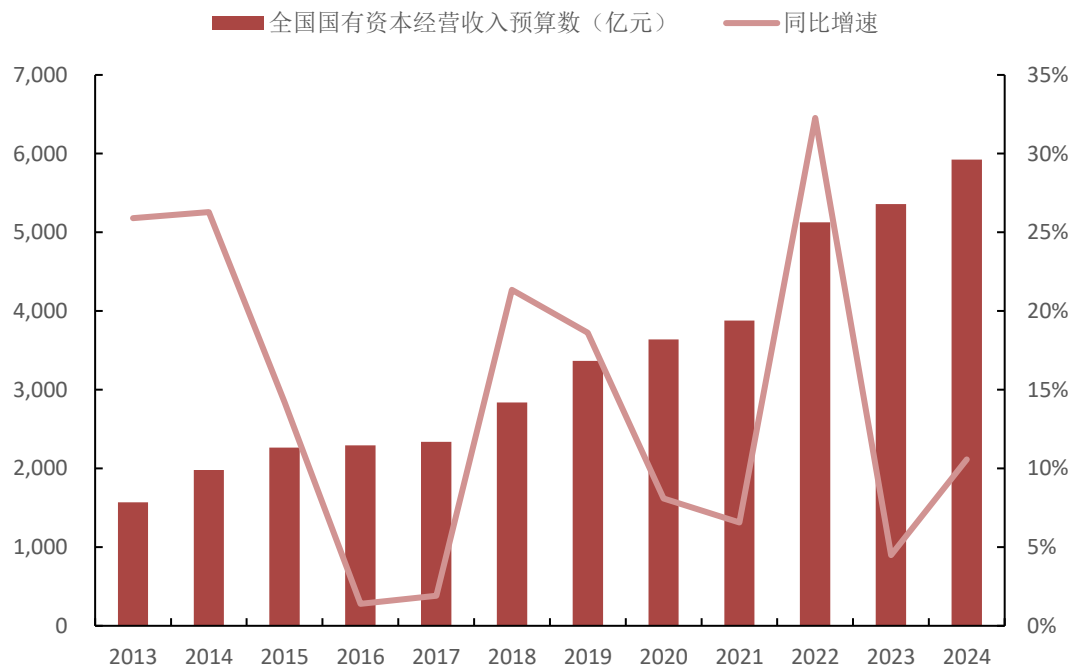


资料来源：Wind, iFinD, 中泰证券研究所

股权财政本质：土地财政下行或倒逼股权财政发力

- 在地方政府财政压力陡然上升的背景下，土地财政向股权财政的转移有着重要的现实意义。2022年全国国有企业资产总额已经达到了339.5万亿元，如果通过提质增效，让300多万亿元的国企总资产的回报率提高一个百分点，则能获得超3万亿元的收益增加，很大程度上可以弥补土地财政消减带来的收入缺口，盘活股权财政的诉求更加强烈。
- 管理层对央企控股上市公司质量提高的要求，国企作为社会优质资产，应当发挥国有经济主体的最大作用。比如，2023年2月16日第4期《求是》的重磅文章《当前经济工作的几个重大问题》中重点提出：
- 国企改革三年行动已见成效，要根据形势变化，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划新一轮深化国有企业改革行动方案。
- 要坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，健全以管资本为主的国资管理体制，发挥国有资本投资运营公司作用，以市场化方式推进国企整合重组，打造一批创新型国有企业。要完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营，加快建设世界一流企业。

图表：全国国有资本经营预算收入

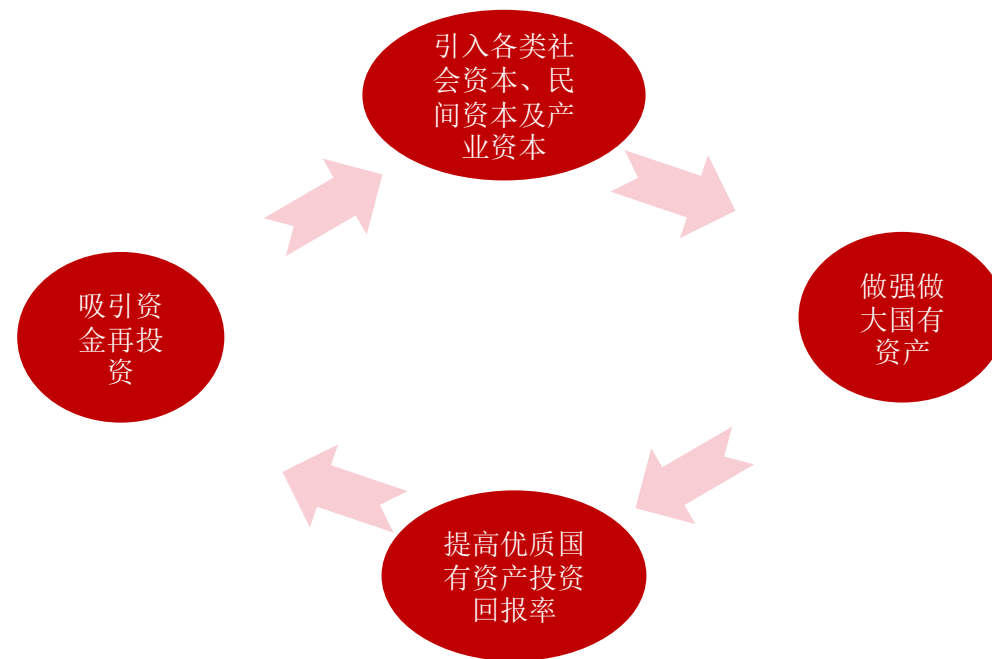


资料来源：iFinD, 中泰证券研究所

股权财政的逻辑与现实：提高央企“投资回报率”

- 土地财政模式运转的底层逻辑在于：土地由“生地”变“熟地”后价值增加，地方政府以此来获取土地收入，再基于房价上涨的信用加大债务扩张。可见，资产的“升值”是土地财政得以维系的重要支撑。
- 相应地，股权财政运转的逻辑或在于——国有资产投资回报率的提升。其可实现路径主要为：通过引入各类社会资本、民间资本以及产业资本，不断做大优质国有资产，同时，提高优质国有资产的投资回报率，以此形成“资金投入-国有资产做大做强-资金回报-资金再投入”的良性循环。

图表：资产升值的基础上，股权财政得以运转的逻辑

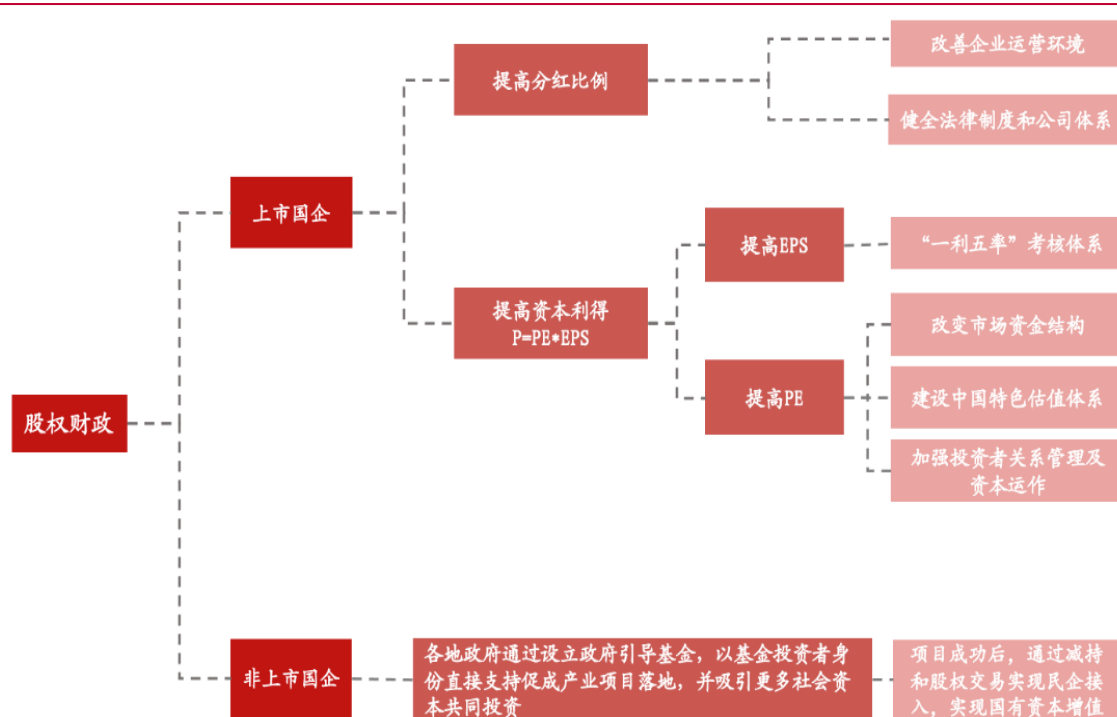


资料来源：中泰证券研究所

上市国企投资回报率提高路径：提高分红比例+改善治理结构

- 对于国有上市公司而言，最大的问题在于：股权相较于土地是“虚拟资产”，容易受到市场价格波动而缩水，因此往往难以保持较高且相对稳定的投资回报率。
- 本质上，投资于二级市场上市公司的收益主要包括分红和资本回报两部分，因此为了提高资金对于上市央企的投资回报率预期，国企改革可采取的措施有：
 - 一、提高国企的分红比例；
 - 二、提高国企基本面；
 - 三、结合中国特色估值，引导资金加大国企价值认同。

图表：国企投资回报率提高路径



资料来源：中泰证券研究所

十年磨一剑，国企改革步入“战略收获期”

- 国企改革自2005年“1+N”体系之后经历了三轮改革周期，在2020-2022年国企改革三年行动完成后，2023年将进入以做实成效为主的新阶段。
- 党的二十大报告作为党未来五年执政治国的纲领性文件，整体上延续了“十九大”后国资国企改革的主线，同时也作出了新的部署，主要表现为：一是赋予了“企业核心竞争力”新内涵，不仅追求市场竞争力，还要在保障产业链供应链安全、建设现代产业体系、完成国家战略任务等方面发挥引领作用；二是扩大了中国特色现代企业制度和建设世界一流企业对象范围，把民营企业也纳入了上述工作范畴，体现了深化国资国企改革的主要目标，坚持“两个毫不动摇”，完善中国特色社会主义市场经济体系。

图表：国企改革阶段划分

2015-2017年——“1+N”体系形成 **01**

国企改革“1+N”政策体系的主要框架也在此阶段形成，其间也伴随了部分专项方面的改革试点

02 2018-2020年——示范带动为主
国企改革以“双百行动”为代表的综合性改革工程放量推进

2020-2022年——全面深化改革为主 **03**

以国企改革三年行动为主的综合性改革全面推进

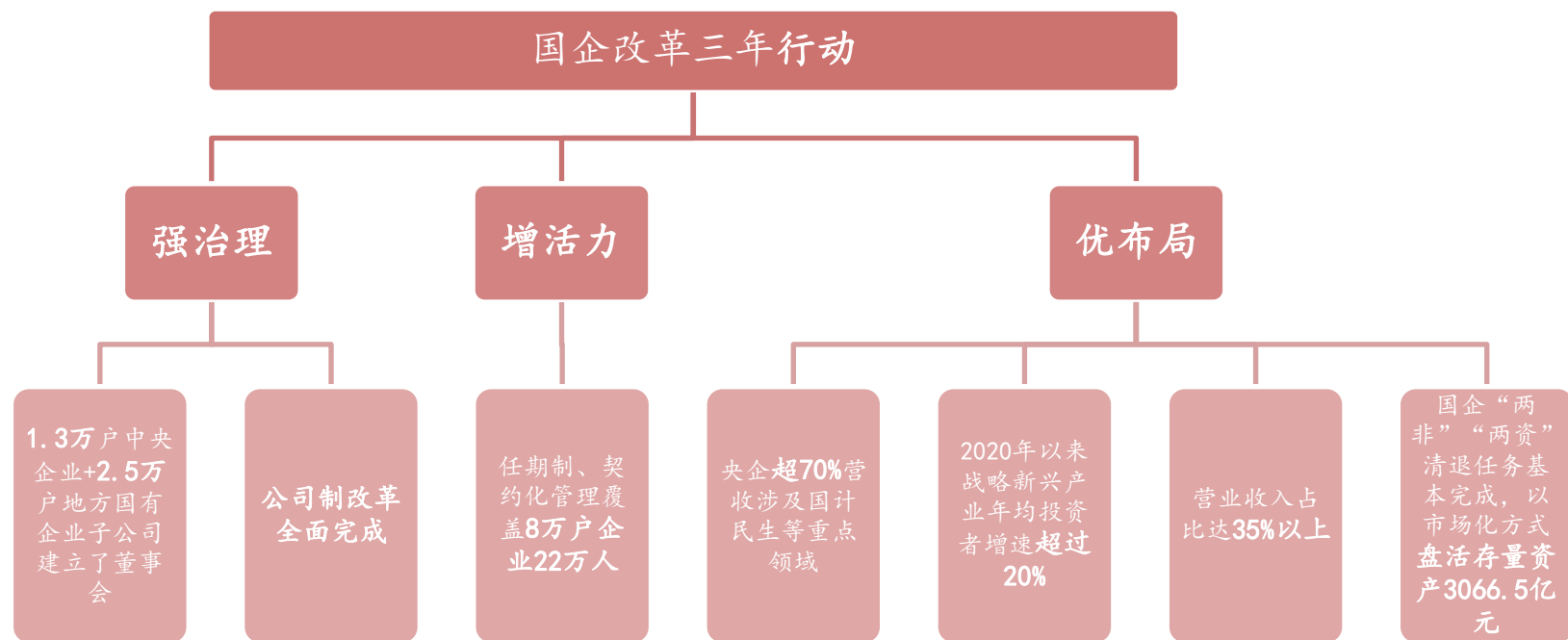
04 2023-?年——做实成效为主
国企改革将在产业布局优化、中国特色现代企业制度、世界一流企业建设等方面持续发力

资料来源：中泰证券研究所

央国企价值实现基础：央国企改革促发展成效显著

- 国有企业改革三年行动是未来三年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图，是可衡量、可考核、可检验、要办事的。做好这项工作，对做强做优做大国有经济，增强国有企业活力、提高效率，加快构建新发展格局，都具有重要意义。
- 2023年，国企改革三年行动主要任务目标已经全面完成，以改革促发展成效进一步显现。

图表：国企改革三年行动成果

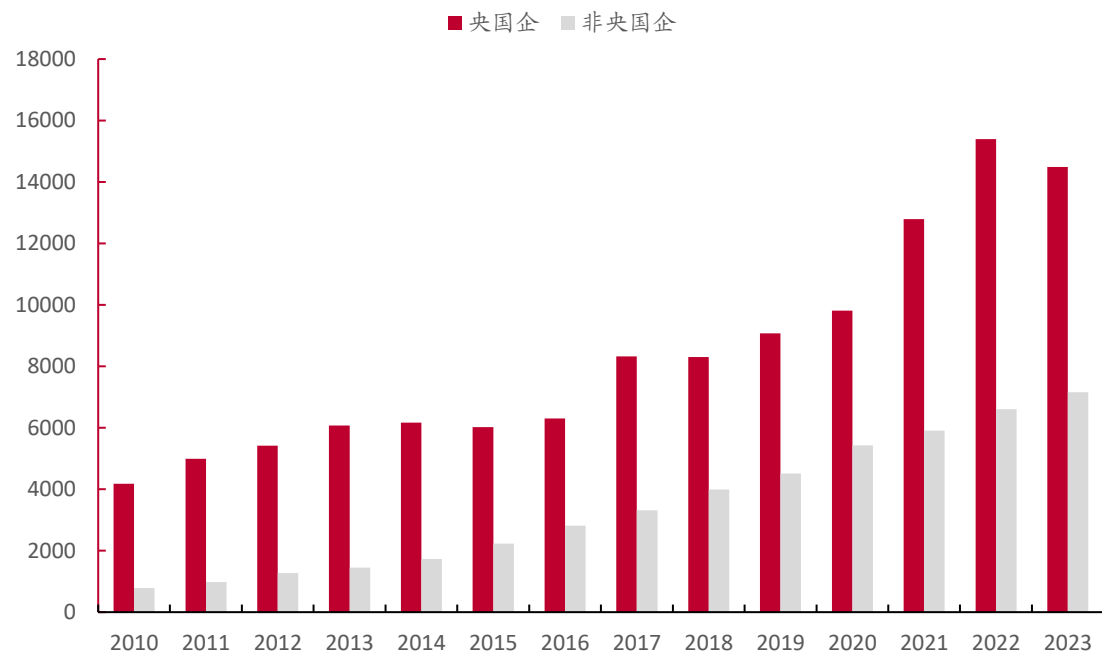


资料来源：国务院网站，新华网，人民网，中泰证券研究所

央国企价值实现基础：加强分红、回购，回馈投资者

- 2023年12月15日证监会发布两条新规，从制度政策层面鼓励上市公司积极回报投资者。一方面是广受市场关注的分红制度，修订了《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》以及《关于修改〈上市公司章程指引〉的决定》；另一方面是回购制度，修订发布《上市公司股份回购规则》。
- 2024年4月12日，中国政府网发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，提到要强化上市公司现金分红监管。
- 2010-2023年间，上市央国企的分红金额远高于非央国企上市公司。2020-2023年间，央国企累计分红5.25万亿，是其他企业的2.09倍。

图表：2010-2023年央国企与非央国企分红（亿元）

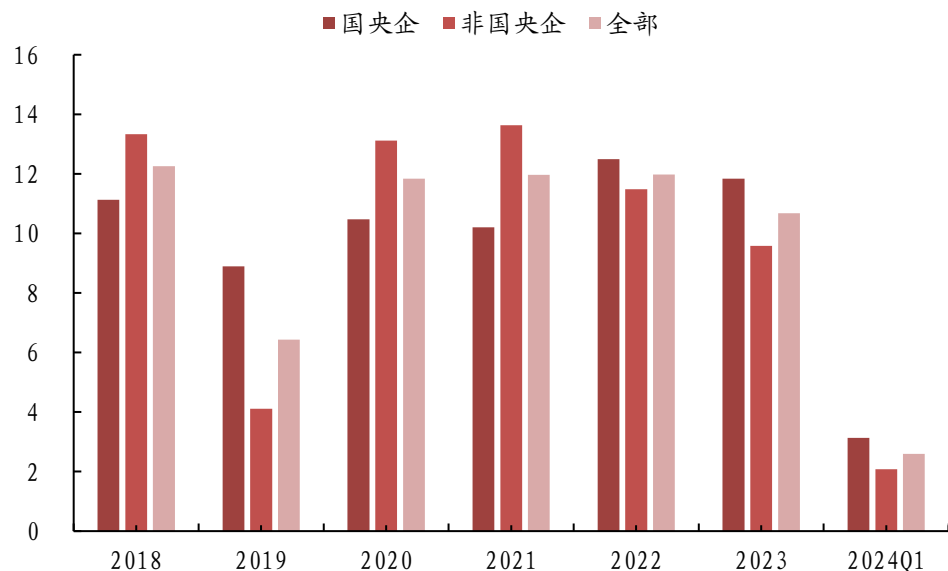


资料来源：Wind，中泰证券研究所

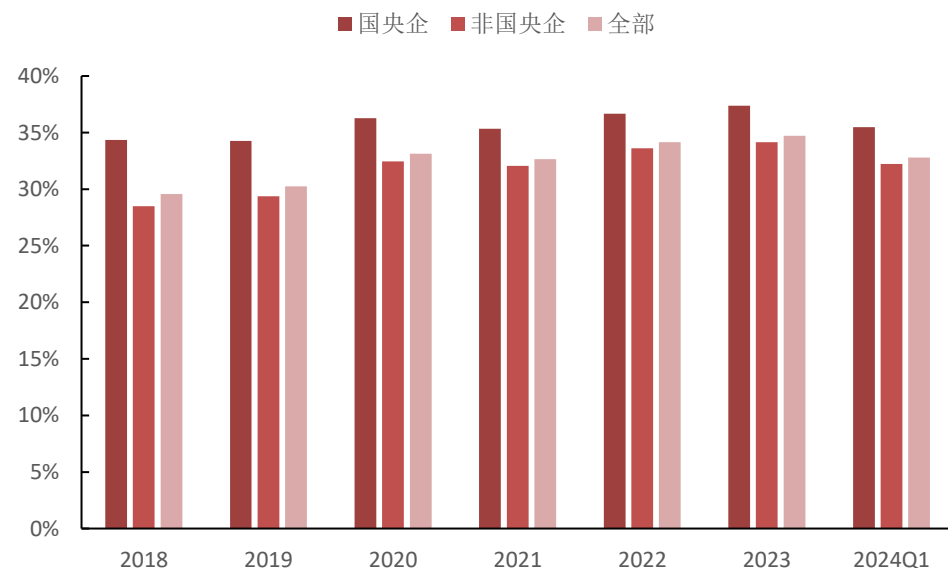
央国企价值实现基础：改革后央国企基本面向好

- 在《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》指导下，国有上市企业基本面得到很大程度改善。
- 截至2023年底，中央企业资产总额达到86.6万亿元，是2012年底的2.8倍；2023年央企全年实现营业收入39.8万亿元、利润总额2.6万亿元、归母净利润1.1万亿元；从经营质量来看，2023年中央企业平均净资产收益率达到6.6%，股东回报保持在较好水平；全员劳动生产率达到78.4万元/人；营业现金比率10.1%，全年保持了逐月稳步上升态势；整体资产负债率64.8%，有效管控在65%左右，实现了总体稳定。
- 整体来看，2023年央企增加值、收入、利润与2012年相比均翻了一番，营业收入利润率、全员劳动生产率等效率指标稳定增长，经济运行持续保持稳中有进、质效向好。

图表：净资产收益率ROE（总市值加权平均）（%）



图表：流动资产中货币资金占比（%）

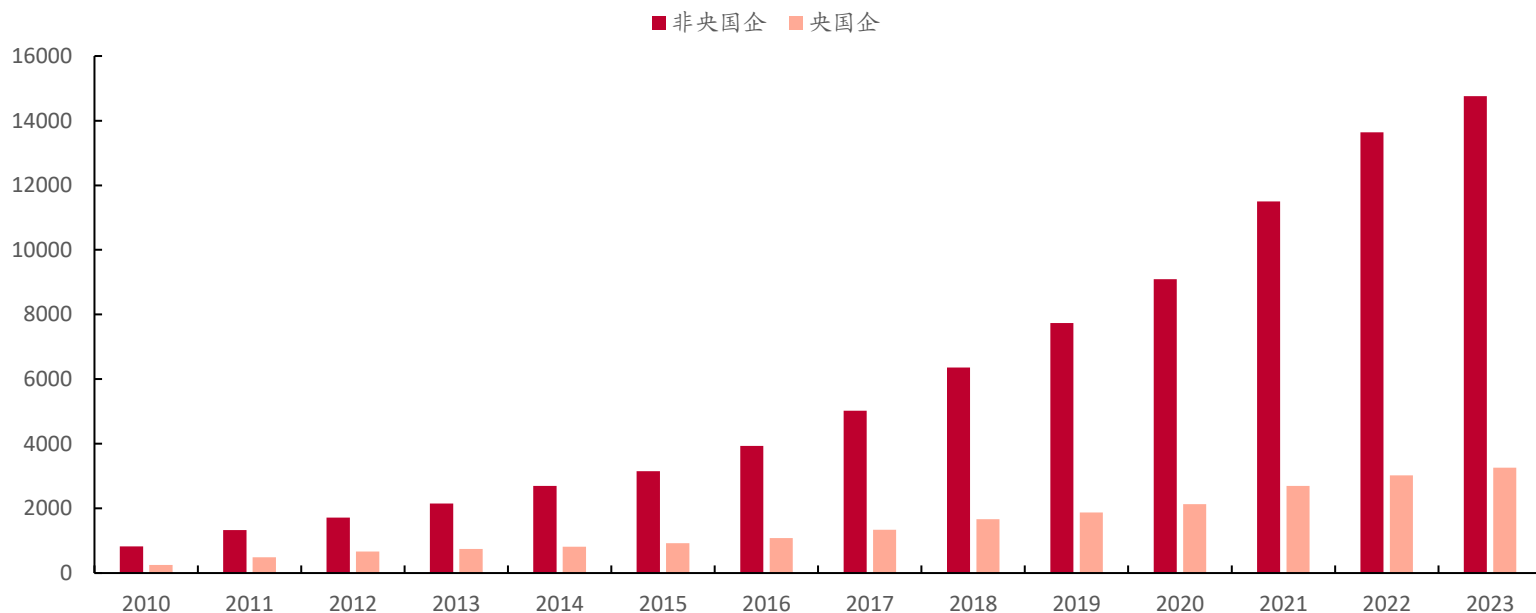


资料来源：Wind，中泰证券研究所

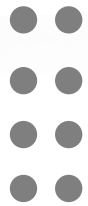
央国企价值实现基础：改革后央国企治理和社会承担加强

- 国企改革三年行动以来，一批重大战略性重组和专业化整合项目成功实施。先后有26组47家中央企业实施战略性重组和专业化整合，新组建、接收企业9家，中央企业数量从十年前的117家调整至97家。
- 2016年9月中国国有企业结构调整基金成立，总规模3500亿元。7年来，国调基金坚持80%以上支持央企产业链相关企业，形成了科技创新牵引、长期价值导向、重点领域有效覆盖的投资布局。截至2023年二季度，累计投资项目近200个，累计交割金额近1500亿元。中央企业涉及国家安全、国民经济命脉和国计民生领域营业收入占比超70%。
- 2023年，中央企业科技创新力度明显加大，研发经费投入达到1.1万亿元，已连续两年突破万亿元大关。

图表：上市公司研发投入（亿元）



资料来源：Wind，中泰证券研究所



4、

推动央国企价值重估的措施

领先一步

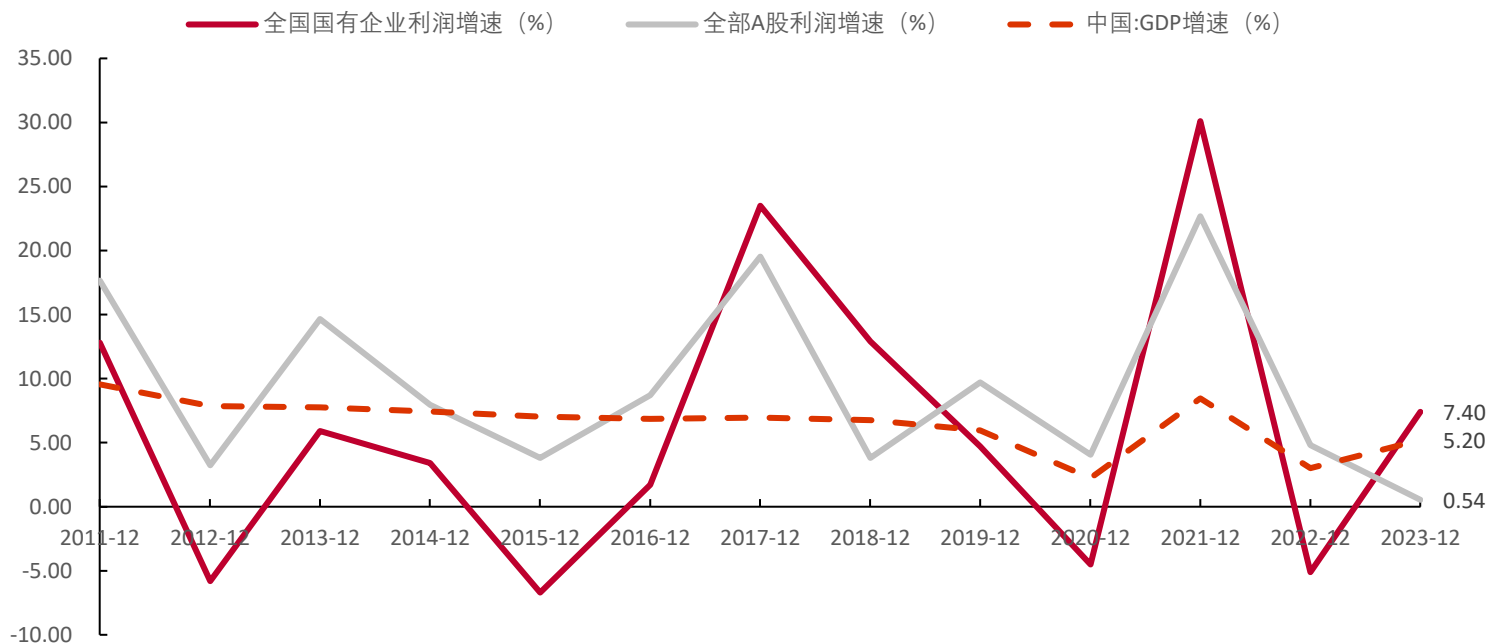
把握重要节点，在国家政策指导下加快改革统筹推进力度

- 2024年1月11日至12日，国务院国资委召开地方国资委负责人会议，会议指出2024年是实施“十四五”规划的关键一年，是国有企业改革深化提升行动落地实施的攻坚之年，做好国资央企工作意义重大。聚焦增强国有企业核心功能发力，是当前这轮国企改革的鲜明取向。
- 在企业效益提升上，央国企要在新兴产业上加速壮大、在传统产业上奋力升级，进一步优化民生领域布局。
- 在社会责任承担上，充分发挥企业科技创新主体作用，加快推动新型工业化，加快建设现代新国企。注重创新、安全产业链发展，着力增强战略支撑托底能力、牢牢守住安全发展底线。
- 以体制机制类改革支撑功能使命类改革。紧抓经理层成员任期制和契约化管理。紧紧围绕激发活力、提高效率，深化体制机制改革。要配齐建强董事会，完善履职评价和激励约束机制，加大专职外部董事与企业现职领导的双向交流力度，促进外部董事素质和履职能力显著提升。继续强化基层创新和示范引领，鼓励进入各项国企改革专项工程的地方和企业大胆试、率先改，有效激发国企一线干部职工的探索创新积极性。
- 此次会议上，国务院国资委明确提出，各地国资委要加大改革统筹推进力度，以钉钉子精神抓紧抓实各项重点任务，务求在重点领域取得更大的突破，力争2024年底完成新一轮国企改革行动70%以上主体任务。

公司治理：持续提升公司基本面和质量效益

- 从国企业绩表现来看，2020-2022年国企改革三年行动中，国有企业国民经济“稳定器”、“压舱石”的作用不断凸显。整体来看，2023年国有企业整体利润增速达到7.40%，高于中国GDP增速，且远高于全部A股利润增速。
- 国有企业在接下来的改革中要着力提高质量效益。当前我国经济已经由高速发展阶段步入高质量发展阶段，国有企业改革应当更加注重提高质量效益，在做好我国经济“稳定器”的同时，持续提升盈利能力，进而拉动我国经济持续高质量发展。

图表：国企利润增速，全A利润增速与全国GDP增速变化趋势（%）

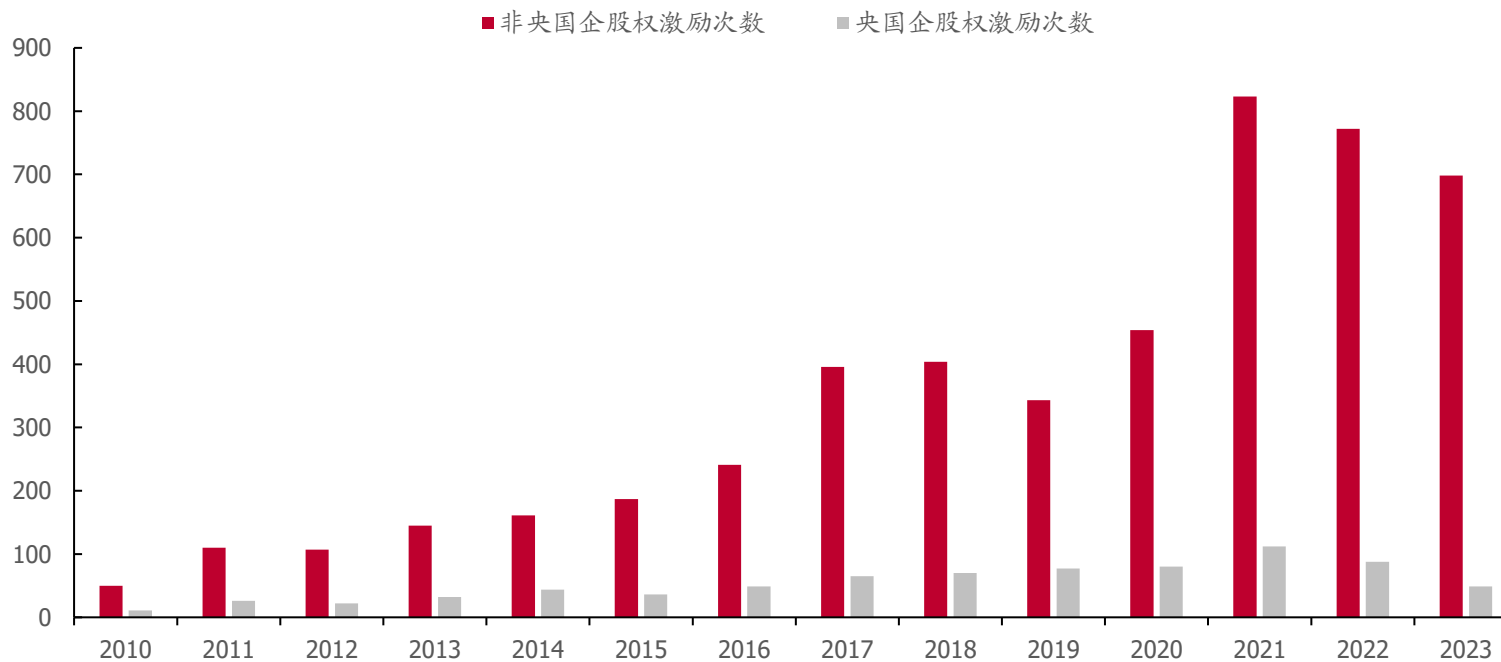


资料来源：Wind，中泰证券研究所

激励机制加强市值管理：增加回购、股权激励、强化投资者关系

- 我国国有上市公司对于投资者关系管理以及资本运作并未给予足够的重视，缺乏与投资者的主动交流，导致资本市场和投资者对国有上市公司的基本面、国企改革、科技创新等变化不了解，造成国企估值严重偏低。
- 国有上市公司管理层应当积极通过举行业绩说明会、路演、组织机构调研等方式对外传递信息，并对资本市场信息进行加工、分析，供内部管理层决策使用。另一方面，也应当加强股权激励等手段完善管理层考核与激励机制，及时运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，来更好地回报投资者。

图表：上市公司股权激励实施次数

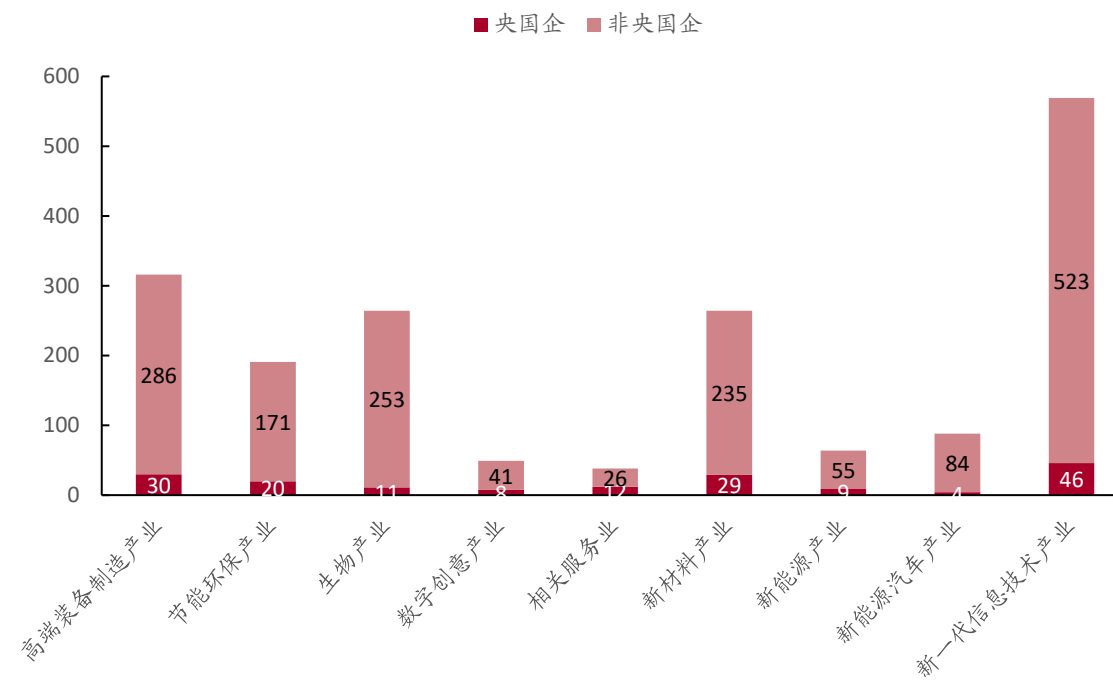


资料来源：Wind，中泰证券研究所

发展战略性新兴产业：培育新质生产力、推动科技创新

- 尽管央企研发力度有待提升，但央企在破解“卡脖子”技术难题方面具有一定优势。
- 因此，央企应围绕创新驱动发展、现代产业体系建设等国家战略，整合在创新领域具备竞争力的优质资产，聚焦央企优势领域上下游重点产业开展投资，引领各类资源向关键核心领域倾斜，重点投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业、关键领域和重大专项任务，特别是绿色低碳、新一代信息技术、高端制造、现代服务、生物产业和新材料等战略性新兴产业，提升中央企业核心竞争力，通过战略性重组推动关键领域取得突破。
- 央企可通过实施股权激励、增加研发投入等方式进一步激发企业创新活力。一方面，央企自身资金体量较大，资金筹措能力较强，更易获得金融机构的融资支持。另一方面，在国资委“一张网、一平台”央企采购交易管控体系建设推进下，央企供应链体系更为完善，有助于研发工作的推动和开展。

图表：中国关键领域央企数量（家）

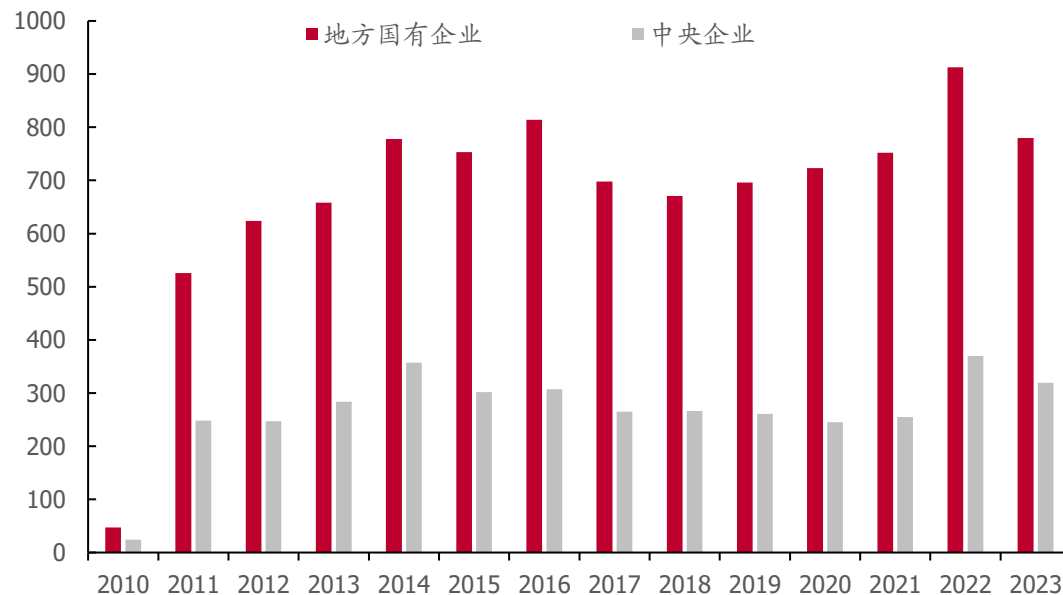


资料来源：Wind，中泰证券研究所

发展战略性新兴产业：灵活运用上市重组等方式

- 许多存量国有资产利用效率低、资本布局不够科学，导致其增利创收的功能没有完全体现，可通过学习效仿先进案例，盘活存量国有资产、提升国企营收效率。
- 一是摸排国企闲置资源，盘活提高经营效率。中国国新控股有限责任公司通过收储置换存量土地、清退落后产能项目、重新引入优势产业，使曾经的低效资产转化为高产值项目，并有效提升中国华能存量火电厂经营收益。
- 二是培育优质国资项目，释放存量资产价值。国新投资协同相关单位探索新能源、高速公路、保障性租赁住房等类别资产的盘活，推动央企不动产投资信托基金（REITs）改革试点工作，实现了存量资产价值释放。三是通过推出中特估相关主题ETF等投资工具，不仅为投资者提供了优质的投资工具，也给相关板块带来增量资金。

图表：2010年以来央国企并购重组事件数量统计

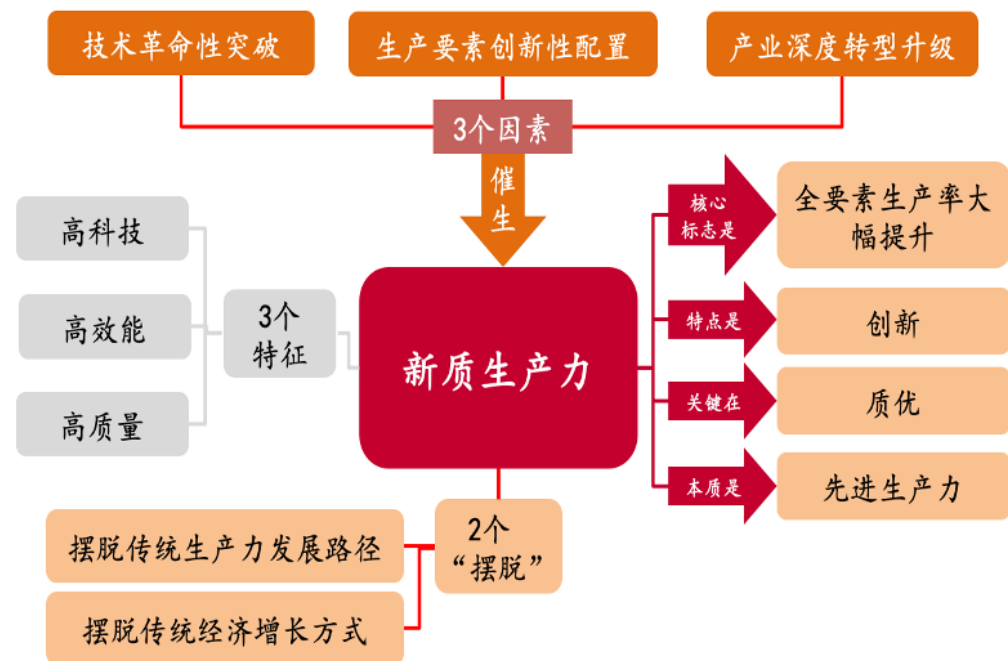


资料来源：iFinD，中泰证券研究所

发展“新质生产力”：央企科技龙头主线

- 从中央角度看，与大国核心科技竞争力密切相关“颠覆性技术、前沿性技术”是中央层面“新质生产力”关注的重点所在。
- 央企科技龙头拥有雄厚的资金实力，能够支持长期的研发投入和技术创新项目，在颠覆性技术领域进行大规模的投资和研究，推动技术突破和创新，或是承接颠覆性、前沿性技术的重要载体。
- 23年底中央经济工作会议：以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、新动能，发展新质生产力。完善新型举国体制，实施制造业重点产业链高质量发展行动，加强质量支撑和标准引领，提升产业链供应链韧性和安全水平。要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级。
- 国资委：到2025年，中央企业战略性新兴产业收入占比要达到35%，在类脑智能、量子信息科技、可控核聚变等方面要提前布局。

图表：新质生产力逻辑关系



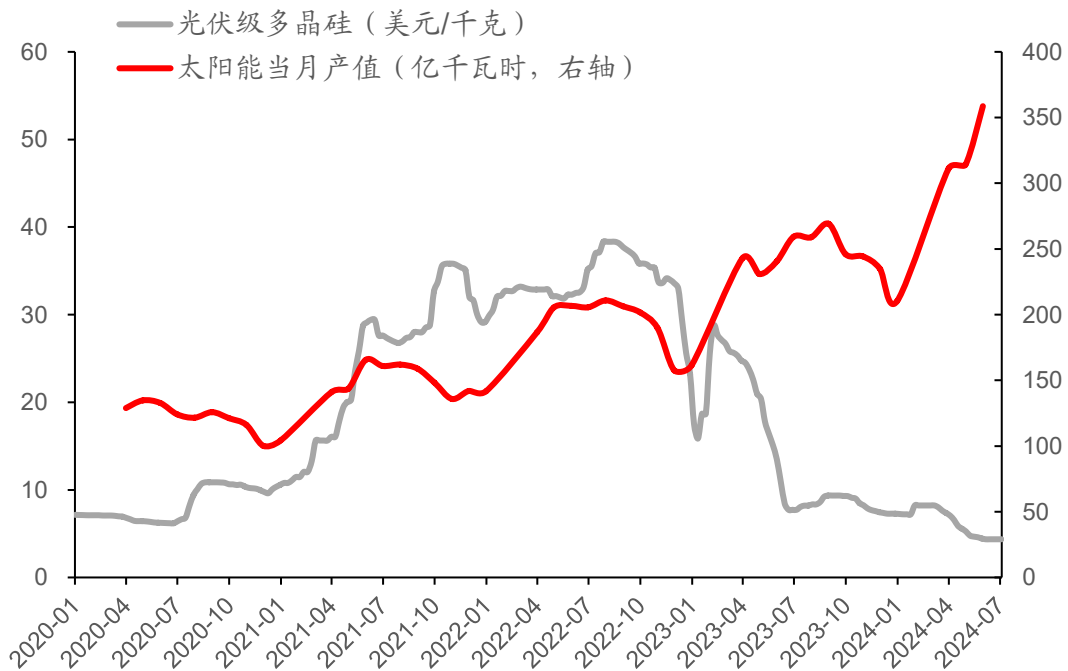
资料来源：中泰证券研究所

发展“新质生产力”：地方国企主线

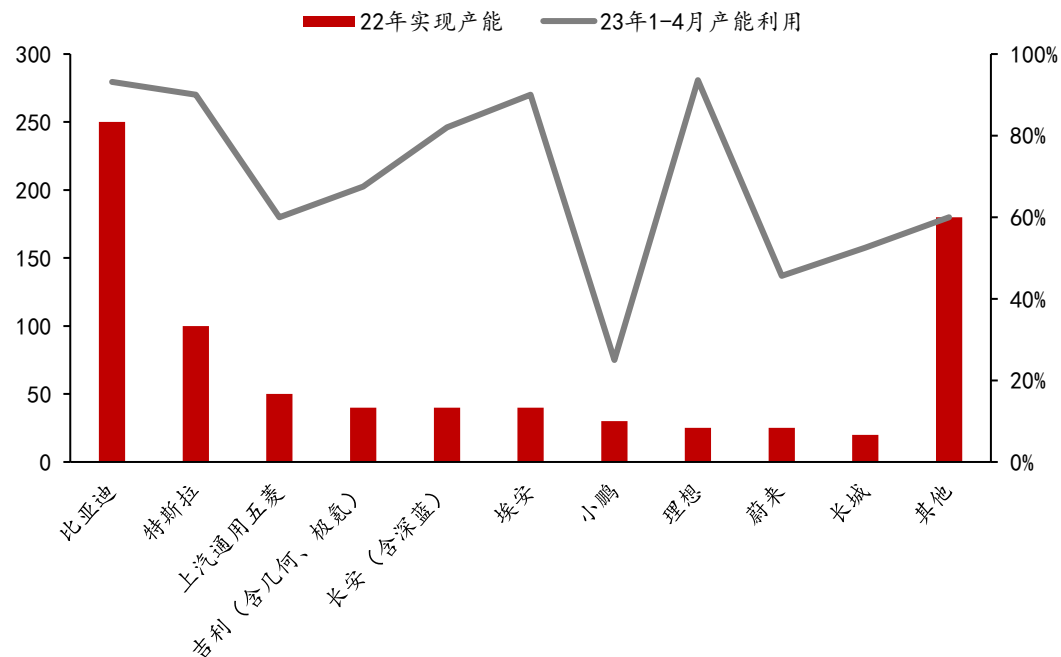
与央企科技龙头相比，地方国企的资金实力与研发能力相对较弱，无法进行一些尖端科技成果攻关。地方政府的发力方向或更偏向于产业链中游的相关部分，发展新兴产业中相对成熟的部分。

从地方政府角度看，今年两会江苏代表团重点强调的“积极促进产业高端化、智能化、绿色化”或将是其推动“新质生产力”的重点抓手。

图表：光伏多晶硅价格与太阳能发电当月产值



图表：主要新能源车企产能利用率

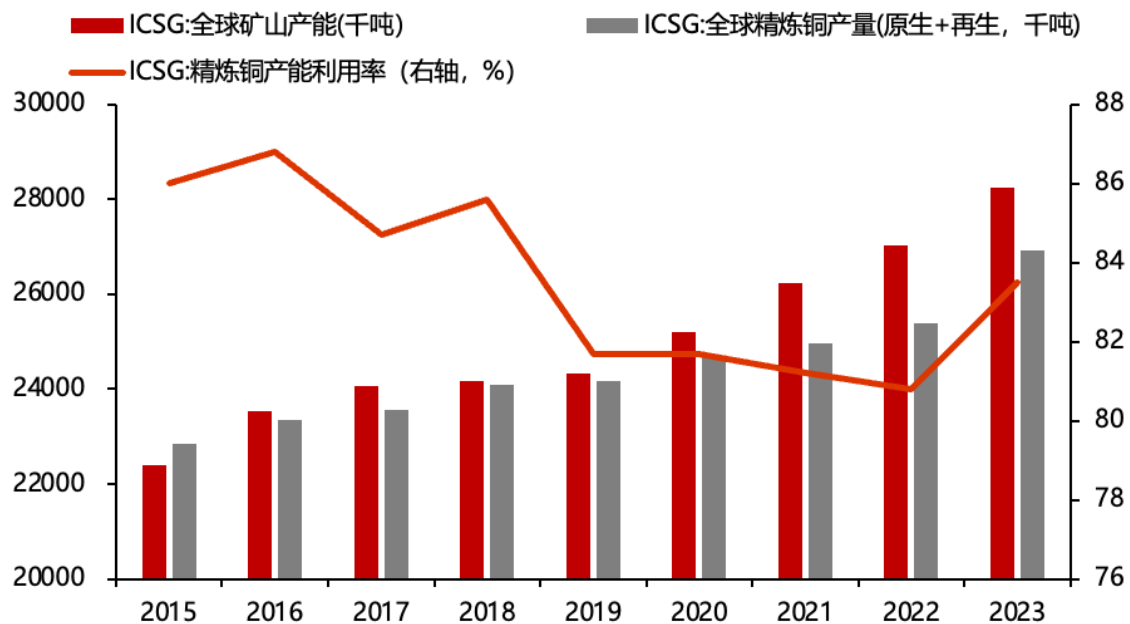


发展“新质生产力”：地方国企主线

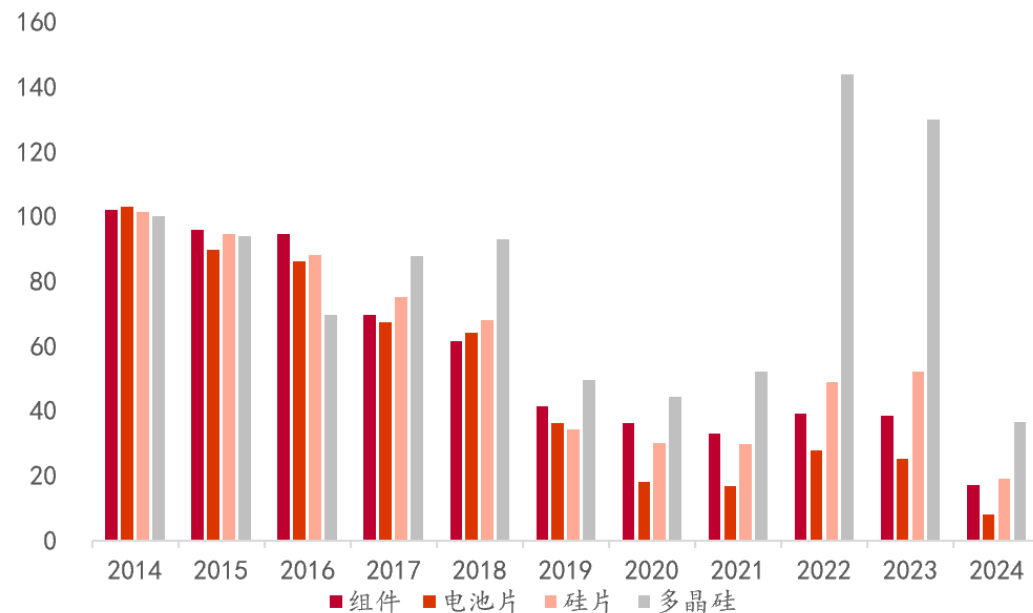
参考国资委在两会时“对三家中央汽车企业，进行新能源汽车业务的单独考核”的明确要求，预计今年各地将继续进一步大力度上码一批低空经济、芯片制造、新能源车、光伏等方面的项目。

属于战略新兴产业范围且毛利率绝对值高于传统制造业均值的新能源、半导体、无人机等成熟细分，今年或将迎来一大波央国企产能，下游的供求格局及竞争格局将迎来进一步剧变。

图表：铜矿产能及产量



图表：光伏行业综合价格指数(SPI), 2014/5/30 = 100

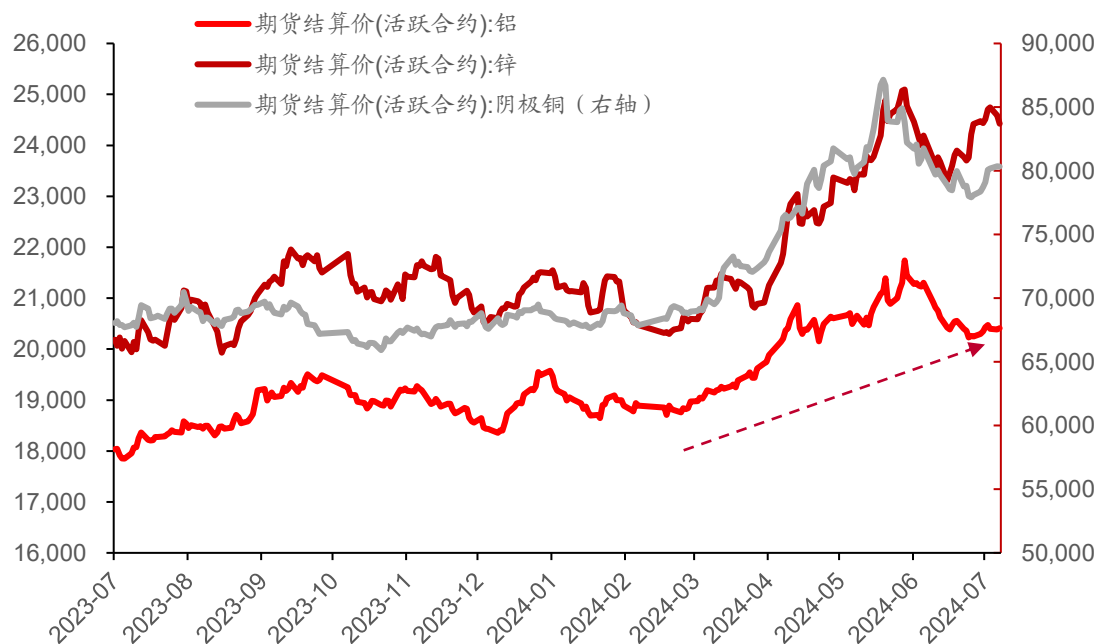


资料来源：Wind, ICSG, 中泰证券研究所

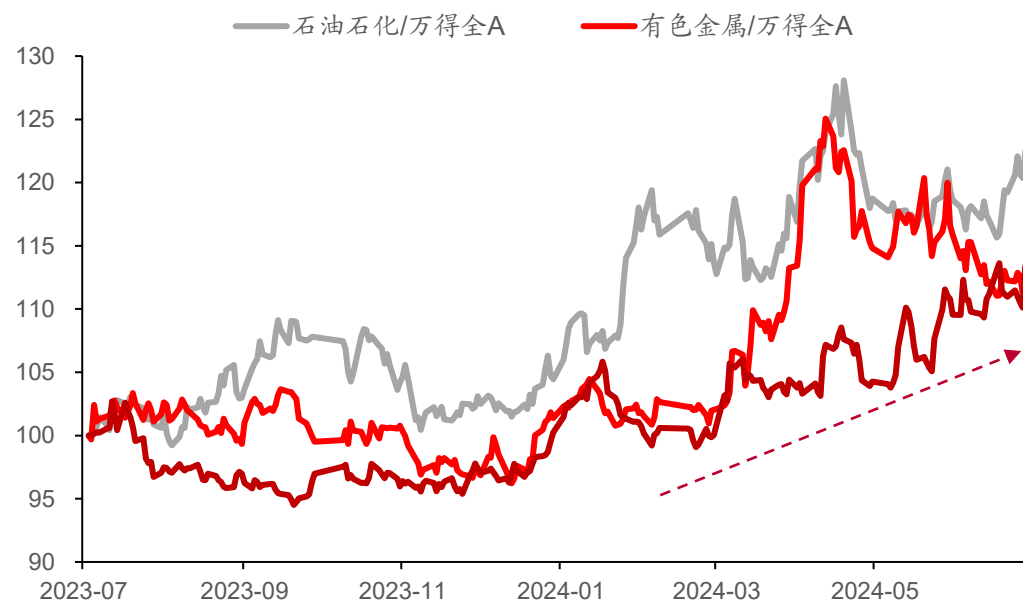
关注供给受限的上游资源品、电网建设与核能

1. 《民营经济促进法》是两会的重点，这表明今年政策等对于供给侧民企出清概率较低。
2. 2月29日，中央政治局就新能源技术与我国的能源安全进行第十二次集体学习：本次集体学习对于新能源的重点，并非供给侧产能的大力约束与出清，而是新能源中的结构性方向，如：“要瞄准世界能源科技前沿”，“推进电网基础设施智能化改造和智能微电网建设”等，故对新能源板块而言，带来的亦更多是上述结构性主题性机会，如：核能、电网建设等，而非板块整体的反转性机会。
3. 国资委将调整政策，对三家中央汽车企业，进行新能源汽车业务的单独考核，考核项目包括技术、市场占有率、以及企业未来的发展”。

图表：上游有色金属价格走势（元/吨）



图表：上游资源，电网设备板块股价走势（定基100点）





5、

风险提示

领先一步

风险提示

- (1) 受消费乏力、投资减弱、海外衰退等影响，国内经济复苏或不及预期；
- (2) 超预期风险未完全释放，“底线思维”下稳增长政策不及预期；
- (3) 外围扰动超预期变化，导致市场风险偏好收紧；
- (4) 数据统计误差；
- (5) 历史规律失效的风险；
- (6) 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本人力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。