

宏观深度报告

报告日期：2023 年 02 月 13 日

如何创造性理解中国特色估值体系

——夺回失去的牛市系列研究十二

核心观点

我国已进入高质量发展阶段，央国企在关系国家安全和国计民生领域的主导作用和控制地位进一步巩固。我们认为，对央国企上市公司的重新估值，是创造性理解中国特色估值体系的核心。建议充分考虑央国企在中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式中的贡献、盈利能力稳健驱动高分红和高股息率，叠加央国企抵御经济周期波动、通过收购资产解决市场失灵问题并在经济好转后明显获益，均指向央国企的估值提升逻辑，市场有望逐步形成对央国企更为精准的认知。建议把握央国企的长期配置价值，A 股市场有望在央国企估值改善的过程中，形成新一轮牛市行情。

□ 有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式应给予估值体现

中国特色社会主义经济是在社会主义条件下发展市场经济，不断解放和发展生产力。在中国共产党的全面领导下，我国逐步构建起具有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式，基于独特的制度优越性，改革开放以来，经过 40 余年的发展，我国取得了举世瞩目的经济成就：经济崛起、长期稳定（没有爆发过内生危机或战争）、基础设施建设、产业体系搭建、科技创新、国企民企并进突围、民生改善、绿色发展等等。我们认为，我国有中国特色社会主义市场经济的制度优势驱动经济发展、企业进步，应给予充分的估值体现。

□ 持续高分红的央国企应给予估值提升

对于持续高分红的央国企应给予估值提升。一是近年来，A 股市场中绝对收益性质的资金比重逐渐提升，稳定且高分红公司的优势愈发明显；二是中国特色社会主义估值体系下鼓励引导上市公司分红，在此背景下对于高分红公司应该给予估值激励。国企经营稳健且具有高分红特征，应给予更合理的估值提升，尤其是部分市净率低于 1 的企业。

□ 央国企若逐渐进行利润和市值考核，将有效改善估值

传统考核体系要求下，央国企更加侧重营业收入和资产规模增长，对企业成长性和盈利能力建设的重视度不足。一方面，央国企业务普遍集中于重资产行业；另一方面，由于追求规模增长，部分国有企业投资相对分散，主业不够聚焦，缺乏行业联动或上下游协同，投资未必能转化为利润增长。我们认为，企业的盈利能力是二级市场估值体系的核心要素，相对于营收和资产规模，投资者更加重视利润率、利润增速或者中长期利润的成长性，因此，央国企若逐渐进行利润和市值考核，将提升投资者关注度和参与度，从而改善估值偏低的现状。

□ 央国企抵御经济周期波动并从解决市场失灵中获益

央国企具有大市值、低估值、高分红、盈利稳定、持续经营的典型特征，承担着维护宏观经济稳定、提供公共物品等重点目标，具有更强的风险抵御能力并尝试解决市场失灵问题。特别是在经济下行压力加大的背景下，表现出正向经济外部性并提供较多公共物品。央国企在经济下行期通过收并购形成的资产，通过整合产业资源和发挥协同效应，可为手头的资产赋能优化资源配置，随着宏观基本面的转入上行周期后，势必获得资产的保值增值。

□ 风险提示

地缘政治形势变化超预期；大国博弈超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《1 月金融数据：预计社融增

速为全年底部》 2023.02.10

2 《1 月通胀解读：预计全年

CPI 呈现 U 型走势》 2023.02.10

3 《1 月外储：预计短期人民币

汇率维持震荡》 2023.02.07

正文目录

1 有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式应给予估值体现	4
1.1 改革开放以来我国取得了举世瞩目的经济成就	4
1.2 有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式应给予估值体现	6
2 持续高分红的央、国企应给予估值提升	6
3 央国企若逐渐进行利润和市值考核，将有效改善估值	7
4 央国企抵御经济周期波动并从解决市场失灵中获益	9
4.1 央国企通过收并购形成的资产，待经济转好时将明显获益	9
4.2 央国企生命周期较长，倒闭风险极低	9
风险提示	9

图表目录

图 1: 企业年金积累资金及理财资金余额持续增长	6
图 2: 全国社保基金交易类金融资产规模持续增长	6
图 3: 国有企业资产总额和销售收入保持增长态势	8
图 4: 国有企业资产回报率呈现回落趋势	8
图 5: A 股整体与国企市净率中位数对比	8
图 6: A 股整体与国企市盈率中位数对比	8
表 1: 央企分红水平高于地方国企高于民营企业	7

1 有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式应给予估值体现

中国特色社会主义经济是在社会主义条件下发展市场经济，不断解放和发展生产力。在中国共产党的全面领导下，我国逐步构建起具有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式，**基于独特的制度优越性，改革开放以来，经过 40 余年的发展，我国取得了举世瞩目的经济成就：经济崛起、长期稳定（没有爆发过内生危机或战争）、基础设施建设、产业体系搭建、科技创新、国企民企并进突围、民生改善、绿色发展等等。**我们认为，我国有中国特色社会主义市场经济的制度优势驱动经济发展、企业进步，应给予充分的估值体现。

1.1 改革开放以来我国取得了举世瞩目的经济成就

1、经济总量高速增长，结构持续优化

截至 2021 年，我国国内生产总值达到 115 万亿元（折算约 17.7 万亿美元），占全球比重 18.5%，稳居世界第二，改革开放以来我国经济体量年复合增长率达到 14.3%，远高于同期全球复合增速的 6%；2014 年我国经济总量突破 10 万亿美元大关，约为第三大经济体日本的 2 倍，超过了整个欧元区总和，是印度的 5 倍。此外，2001 年我国人均 GDP 突破 1000 美元，到 2019 年跃上 1 万美元，用时不到 20 年时间。

与此同时，我国经济结构不断优化，发展的协调性和可持续性明显提高。2016 年，第三产业对 GDP 贡献率突破 60%；当前制造业规模稳居世界第一，2021 年高技术制造业增加值同比增长 18.2%，高于全部规模以上工业平均水平 8.6 个百分点，对规模以上工业增长的贡献率达 28.6%。2022 年，我国人口城镇化率已达 65.2%，较 1977 年提高了 47.7 个百分点。近十年来，我国紧紧扭住深化供给侧结构性改革这条主线，经济结构调整加快，转型升级成效显著，区域发展空间布局持续优化，经济发展的平衡性、协调性、可持续性增强。

绿色发展方面，近年来，我国坚持绿水青山就是金山银山的理念，全方位、全地域、全过程加强生态环境保护，生态文明制度体系更加健全，污染防治攻坚向纵深推进，绿色、循环、低碳发展迈出坚实步伐，生态环境保护发生历史性、转折性、全局性变化。

经济体制改革持续推进。近年来，我国社会主义市场经济体制更加成熟定型，高标准市场体系建设稳步推进，要素市场化配置体制机制更加完善，全国统一大市场正在加快形成。

2、人民生活水平大幅提升

我国坚持精准扶贫、尽锐出战，打赢了人类历史上规模最大的脱贫攻坚战，全国 832 个贫困县全部摘帽，近一亿农村贫困人口实现脱贫，960 多万贫困人口实现易地搬迁，历史性地解决了绝对贫困问题，为全球减贫事业作出了重大贡献。近年来，我国坚持以人民为中心的总体方针，在幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶上持续用力，人民生活全方位改善。截至 2020 年，我国平均预期寿命增长到 77.9 岁；截至 2022 年，我国居民年人均可支配收入增长到 3.7 万元；2009 年以来城镇新增就业年均 1200 万以上。我国建成了世界上规模最大的教育体系、社会保障体系、医疗卫生体系，教育普及水平实现历史性跨越，基本养老保险覆盖十亿四千万人，基本医疗保险参保率稳定在百分之九十五。

3、产业链完善，出口占比居世界首位

经过几十年发展，我国建立起门类齐全、独立完整的制造业体系。工信部统计显示，我国工业拥有 41 个大类、207 个中类、666 个小类，是全世界唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家。2020 年，我国已有 220 多种工业产品产量居世界第一位。光伏、新能源汽车、家电、智能手机等重点产业跻身世界前列，通信设备、高铁等领域的一批高端品牌走向全球，“中国制造”在全球产业链供应链中的影响力持续攀升。我国贸易总额占全球比重已经由 1977 年的 0.64% 提高至 2021 年的 13.5%，位居全球首位。

4、基础设施建设实现跨越式发展

我国建成了世界最大的高速铁路网、高速公路网，机场港口、水利、能源、信息等基础设施建设取得重大成就。2021 年末，铁路营业里程达 15 万公里，是 1977 年的 3 倍；公路里程达到 528 万公里，是 1977 年的 6.2 倍。

5、创新能力增强，企业国际竞争力显著提升，国企民企并进突围

我们加快推进科技自立自强，2022 年全社会研究与试验发展(R&D)经费投入达到 30870 亿元，突破 3 万亿元，占 GDP 比重达 2.55%，体量居世界第二位，研发人员总量居世界首位。基础研究和原始创新不断加强，一些关键核心技术实现突破，战略性新兴产业发展壮大，载人航天、探月探火、深海深地探测、超级计算机、卫星导航、量子信息、核电技术、新能源技术、大飞机制造、生物医药等取得重大成果，进入创新型国家行列。

2022 年《财富》全球五百强中，中国企业数量达 145 家，上榜数量连续第四年位居各国之首，其中，国企、民企并进突围。目前，我国的光伏、新能源汽车、家电、智能手机等重点产业跻身世界前列，通信设备、高铁等领域的一批高端品牌走向全球。

我国始终坚持“两个毫不动摇”，支持各种所有制经济利用资本市场发展壮大。目前国有上市公司和上市国有金融企业市值占比将近一半，体现了国有企业作为国民经济重要支柱的地位；民营上市公司数量占比超过三分之二，近几年新上市公司中民企占到八成以上。改革开放以来，从搞好国营大中型企业、发展个体私营经济到深化国资国企改革、发展混合所有制经济，从单一公有制到公有制为主体、多种所有制经济共同发展和坚持“两个毫不动摇”，从传统的计划经济体制到前无古人的社会主义市场经济体制再到使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，我国充分发挥了有中国特色社会主义市场经济的制度优势。

6、经济稳定性、宏观调控有效性强

改革开放以来，我国内部从未爆发过系统性金融危机，面对外部危机，如 1997 年亚洲金融风暴、2008 年金融危机，得益于我国政府及时有效的宏观调控，使危机对我国经济的冲击最小化，基本面在危机后实现了率先修复。我国国际收支状况良好，外汇储备稳定在 3 万亿美元以上，稳居世界第一。面对 2020 年新冠疫情的扰动，我国成为全世界唯一一个经济实现正增长的主要经济体；三年来我国逐步优化疫情防控，至今疫情对我国经济影响已大幅降低。

当前，我国高度重视统筹发展和安全。二十大报告中指出“统筹发展和安全，全力战胜前进道路上各种困难和挑战，依靠顽强斗争打开事业发展新天地”，报告对外部安全和内部安全、国土安全和国民安全、传统安全和非传统安全、自身安全和共同安全等多维度开展了统筹部署。

7、对外开放战略取得积极进展，对全球影响力大幅提高

近年来，我国积极构建面向全球的高标准自由贸易区网络，加快推进自由贸易试验区、海南自由贸易港建设，共建“一带一路”成为受欢迎的国际公共产品和国际合作平台。我国成为一百四十多个国家和地区的主要贸易伙伴，吸引外资和对外投资居世界前列。

人民币国际化持续推进，截至 2022 年三季度末，人民币在全球外汇储备中的占比达 2.76%，较 2016 年人民币刚加入特别提款权货币篮子时上升约 1.7 个百分点；2022 年 5 月，国际货币基金组织将人民币在特别提款权中权重由 10.92%上调至 12.28%，人民币国际化更进一步。

1.2 有中国特色社会主义市场经济的全球新发展模式应给予估值体现

习近平总书记曾指出“我们最大的优势是我国社会主义制度能够集中力量办大事。这是我们成就事业的重要法宝”。

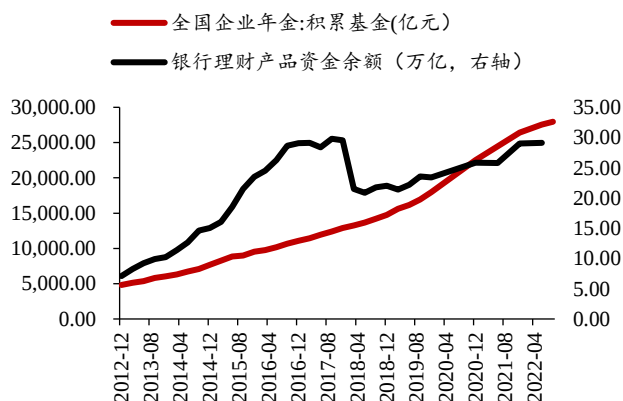
改革开放以来，我国发展取得历史性成就、发生历史性变革，制度优势提供了根本保证。我们认为，我国有中国特色社会主义市场经济的制度优势驱动经济发展、企业进步，应给予充分的估值体现。在全球范围内，我国资本市场有望成为国际资本的优质选择，未来几年随着美元大周期回落，资本流入与人民币汇率形成正反馈，外资流入将带动我国股市迎来外生流动性宽松驱动行情。

2 持续高分红的央、国企应给予估值提升

我们认为对于持续高分红的央、国企应给予估值提升。一是近年来，A 股市场中绝对收益性质的资金比重逐渐提升，稳定且高分红公司更适配这一资金特征，优势愈发明显；二是中国特色社会主义估值体系下鼓励引导上市公司分红，在此背景下对于高分红公司应该给予估值激励。国企经营稳健且具有高分红特征，应给予更合理的估值提升，尤其是部分市净率低于 1 的企业。

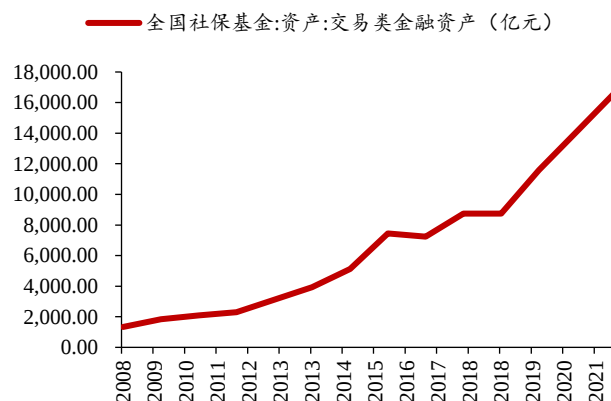
一是近年来，A 股市场中绝对收益性质的资金比重逐渐提升，稳定且高分红公司更适配这一资金特征，优势愈发明显。截至 2021 年，全国社保基金持有的交易类金融资产规模达到 1.7 万亿元，此前 3 年复合增速达到 24%；企业年金规模 2022 年 Q3 达到 2.8 万亿元，过去 3 年复合增速达到 18%；银行理财资金规模也持续增长，2022 年 Q2 达到 29.2 万亿元，过去 3 年复合增速 9.5%。预计未来绝对收益资金规模的增长趋势将进一步延续：

图1：企业年金积累资金及理财资金余额持续增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：全国社保基金交易类金融资产规模持续增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

养老三大支柱均在逐步提升权益资产的配置规模：第一支柱社保方面，2019 年证监会主席易会满召开社保基金和部分保险机构负责人座谈会时曾指出应“推动放宽中长期资金入市比例和范围”；第二支柱企业年金方面，2020 年人社部发文将股票型养老金产品的权益资产占比下限由 30%提高至 40%，混合型养老金产品投资权益类资产的权益资产占比上限由 30%提高至 40%；第三支柱商业养老险方面，郭树清书记曾提出应“发展第三支柱养老保险”，我们认为第三支柱养老保险是对基本养老和企业年金的有益补充，不仅有利于完善个人养老渠道，其入市也有助于促进资本市场长期持续发展。

二是中国特色社会主义估值体系下鼓励引导上市公司分红，在此背景下对于持续高分红的上市公司应该给予估值提升。2020 年《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》在推进资本要素市场化配置章节中曾提出应“鼓励和引导上市公司现金分红”。2020 年国务院发布《国务院关于进一步提提高上市公司质量的意见》中进一步明确：“鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。”

国企经营稳健且具有高分红特征，应给予更合理的估值提升，尤其是部分市净率低于 1 的企业（根据我们的估算，A 股中上市央、国企数量约 1300 家，其中 194 家市净率低于 1）。从 A 股的结构分布来看，中国上市国企的分红水平明显高于民营企业，经我们估算，从 2021 年分红率来看，全部企业分红率为 24.21%，其央企/地方国企/民营企业分红率分别为 25.98%/24.45%/23.89%。在中国特色社会主义估值体系下，我们认为高分红国企更符合实际国情需求。中国证监会 2023 年系统工作会议也指出应“逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系”。

表1：央企分红水平高于地方国企高于民营企业

	数量	分红企业数量	未分红数	分红占比	2021 分红率	三年分红率	上市以来分红率
国有企业	1330	948	382	71.28%	24.95%	70.50%	34.98%
央企	437	341	96	78.03%	25.98%	80%	37.96%
地方国企	893	607	286	67.97%	24.45%	65.87%	33.52%
民营企业	3084	2208	876	71.60%	23.89%	41.95%	29.31%
合计	4414	3156	1258	71.50%	24.21%	50.56%	31.01%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 央国企若逐渐进行利润和市值考核，将有效改善估值

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52165

