



从央企价值重估看权益市场配置机会

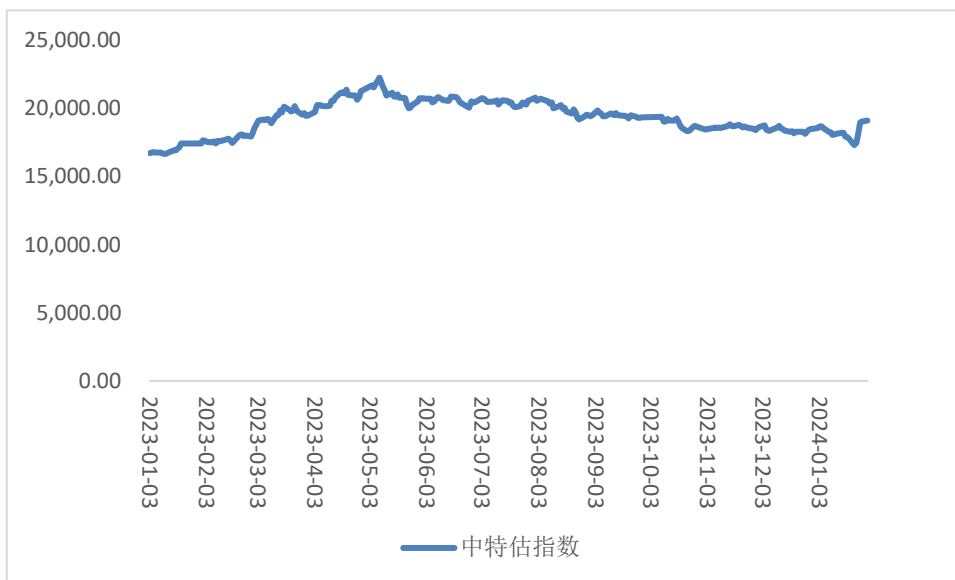
近年来，央企考核指标逐步精细化。随着市值管理纳入考核体系，央企能够更加注重上市公司的内在价值和市场表现，充分发挥资本市场枢纽功能，突出以投资者为本的理念。央企价值重估将在市场行为、培育新动能和优胜劣汰机制等方面发挥积极作用，可在个股层面和被动指数基金层面关注相关配置机会。

一、央企价值重估是近期权益市场的主题

2019年以来，央企考核逐步精细化，重点聚焦企业主营业务质量，引导央企实现高质量发展。相关定量指标由最初的“两利一率”（利润总额、净利润、资产负债率）、“两利三率”（新增营业收入利润率、研发投入强度指标，加强企业的经营效率和科技创新投入考核）、“两利四率”（增加全员劳动生产率，首次对劳动力配置效率予以关注）、“两增一控三提高”（“两增”指的是利润总额和净利润增速高于国民经济增速，“一控”指的是资产负债率控制在65%以内，“三提高”指的是营业收入利润率提高0.1%、全员劳动生产率提高5%，研发投入提升）逐步演变为2023年“一利五率”，（其中营业收入利润率变更为营业现金比率，净利润变更为ROE），同时提出“一增一稳四提升”（“一增”指利润总额增速高于GDP增速，“一稳”指资产负债率保持稳定，“四提升”指ROE、研发投入、全员劳动生产率、营业现金比率提升）。

为进一步落实中央金融工作会议精神，充分发挥资本市场枢纽功能，突出以投资者为本的理念，央企考核指标近期进一步丰富。国务院国资委1月29日表示，全面推开上市公司市值管理考核。此前，证监会2024年系统工作会议也强调，加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系。相关考核落地后，能够引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。

从市场情况来看，根据机构的统计，截至2024年1月29日，央企的流通市值合计20.8万亿元，占A股整体流通市值的比重为28.6%，但中证央企指数的市盈率为10.1倍，明显低于全部A股的15.8倍。从股权风险溢价来看，中证央企指数股权风险溢价处于2010年以来的76.9%分位，表明当前央企具有明显的配置性价比。而近期权益市场中，中特估行情再次受到关注，“中字头”概念股成为近期权益市场的主题。



数据来源：WIND，中诚信托投资研究部

图 1：央企价值重估是近期权益市场的主题

二、央企价值重估将重塑权益市场投资逻辑

在市场投资主线方面，央企价值重估行情有望获得持续关注。“中字头央企”主要集中于银行、非银金融、通信、石油石化、建筑装饰等低估值行业。受业绩增速、市值、所处行业等因素影响，除通信外，央企整体估值显著偏低。2023 年，受到“中特估”概念的推助，刺激了“中字头央企”的段性行情，但整体估值仍处于较低水平，存在提升空间。未来，随着并购重组、提高分红，以及市值管理等事项的陆续落地，央企价值重估行情有望持续获得持续关注。



数据来源：WIND，中诚信托投资研究部

图 2：中特估估值处于低位

在市场行为方面，并购重组、分红、回购等是市值管理的重要方法。此次国资委表示，中央企业、上市公司要提升处理应对资本市场复杂情况的能力，适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增减持等手段，引导上市公司价值合理回归。并购重组能够改善央企经营效率，提升 ROE 水平，进而提升估值；提高分红则能够提升资本回报，提升对投资者的吸引力；增持和回购则能够在股价低迷阶段向市场传递信心，提高股东回报。通过市值管理，突出以投资者为本的理念，提高持股体验和投资回报，能够吸引养老金、保险资金、银行理财等中长期投资力量入市，维护资本市场稳定。

在市场动能方面，央企将是中坚力量。受传统行业市场容量限制，部分央企业绩增速较低，估值提升较为困难。此次国资委强化研发投入和产出“双线”考核，突出企业科技创新主体地位，健全差异化考核机制，并强化战略性新兴产业收入和增加值占比考核，引导企业加快优化布局结构，深入推进转型升级，全力以赴发展战略性新兴产业和未来产业。通过传统产业的转型升级和新兴产业的战略布局，将有助于推动央企培育新质生产力，改善业绩增速。

在市场优胜劣汰机制方面，央企价值重估将强化投资资金的马太效应。在注册制下，交易机制需要更加市场化，优胜劣汰机制不断完善，充分发挥资本市场的汰弱留强和价值发现功能。当前 A 股退市和信披违规处罚力度加大，炒新、炒壳等投机活动得到了有效遏制，但汰弱留强和价值发现功能仍需要进一步强化。在央企价值重估背景下，通过优质央企的示范引领，提高自身投资吸引力和投资回报，能够进一步汇集资金，加速市场出清，进一步发挥资本市场的枢纽功能。

三、央企价值重估条件下的资产配置机会

目前，央企价值重估政策仍在持续，市场行情也将有行业板块修复向公司经营落地逐步演化。在个股层面，一是关注高分红板块，主要包括能源、金融等；二是关注并购重组政策支板块，包括装备制造、医药健康、矿产资源；三是科技创新板块，包括数字化、科技创新、新基建、国家安全等；四是业绩改善板块等。

在公募被动指数基金方面，可重点关注市场以“中字头”为主要投资标的的被动指数基金。截至 1 月 30 日，市场跟踪央企、国企的指数基金总规模为 350 亿元（包括 ETF 和联接基金），其中规模较大的为汇添富中证上海国企 ETF，规模达 62.61 亿元；最近一年收益情况较好的为南方富时中国国企开放共赢 ETF，据其 2023 年年报信息，前十大重仓股均为“中字头”央企，占总体资产百分比达 64.36%。

表 1：部分央企、国企被动指数基金情况

基金简称	最近一月 (%)	最近一年 (%)	成立以来 (%)	规模 (亿元)	成立日期
------	----------	----------	----------	---------	------

汇添富中证上海国企 ETF	2.03	-7.28	-22.72	62.6142	2016-07-28
华夏央企结构调整 ETF	-3.05	-6.96	14.34	50.7932	2018-10-19
博时央企创新驱动 ETF	-0.05	-0.05	25.84	49.9037	2019-09-20
博时央企结构调整 ETF	-3.02	-6.80	14.38	49.6157	2018-10-19
银华央企结构调整 ETF	-3.00	-6.49	22.81	26.3465	2018-10-22
富国国企改革 A	-3.36	-15.56	2.19	22.7039	2014-12-17
嘉实中证央企创新驱动 ETF	-0.05	0.27	26.96	19.3354	2019-09-20
广发中证央企创新驱动 ETF	-0.04	-0.12	25.47	19.0010	2019-09-20
富国中证国企一带一路 ETF	-4.94	-12.68	5.09	6.3315	2019-11-06
南方富时中国国企开放共赢 ETF	7.67	22.89	37.18	4.8736	2021-12-17

数据来源：WIND，中诚信托投资研究部

执笔人：杨晓东

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。