

“中特估”题材中蕴含的有效市场因子

报告摘要：

光大期货研究所

宏观金融组：

叶燕武

期货从业资格号：F3059022

期货交易咨询号：Z0000247

王东瀛

期货从业资格号：F03087149

撰写日期：2023 年 3 月 30 日

期市有风险

入市需谨慎

一、“中国特色估值体系”的背景介绍

1、政策表述和近期市场行情

2022 年 11 月证监会主席易会满首次提出“建设中国特色现代资本市场，探索建立具有中国特色估值体系”。市场对于央国企估值重塑反映热烈，中证国企指数表现明显强于 Wind 全 A。

2、A 股估值特点：

央国企总市值占全市场约 47%，尤其是能源、基建、金融领域等领域占比较高。多年以来，央国企估值整体低于民营企业，但是，2022 年盈利大幅走低的板块央国企目前估值相较民营企业更有优势。

二、央国企估值偏低的内在因素

总体来看，央国企主要经营特征是高杠杆、高盈利、低周转。

央国企资产结构中拥有更高的负债比率，其投资策略和筹资策略都更为保守，倾向使用长期资金筹资，因此长期偿债压力高，但是短期偿债压力低于民营企业。同时，央国企在无需外部融资情况下可实现的内含增长率和不改变经营条件时可实现的可持续增长率明显高于民营企业。上述两个特点，使得央国企在经济基本面偏弱，融资需求整体不振的市场环境下，具有更好地适应能力。

三、“中特估”题材是否与春节后市场交易逻辑一致

根据因子回测，多数“中特估”题材因子在去年 11 月以来体现出了正向的选股能力，“中特估”题材塑造的主要选股思路可以概括为：抗风险能力强（较强的短期以及长期偿债能力、较高的内含增长率）、高分红、远离宏观经济波动（盈利能力受到营收波动影响不大）、以及较为保守的营运资本管理策略。

四、央国企估值重塑的制度基础

“一利五率”标准一方面对于央国企目前成长性和经营效率偏低的短板做出了针对性要求，促进央国企体制改革、降本增效；同时强调保持其利润增速和税收贡献，突出了央国企在推动经济运行及稳定社会财富增长方面的社会责任；最后，强调现金流的安全，降低企业经营风险，突出底线思维。这都有利于制度性重塑央国企估值。

正文：

一、“中国特色估值体系”的背景介绍

1、政策表述和近期市场行情

(1) 政策表述

2022 年 11 月，党的二十大明确指出要“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。2022 年 11 月 21 日，证监会主席易会满在金融街论坛年会中首次提出“建设中国特色现代资本市场，探索建立具有中国特色估值体系”。其中，对于上市公司结构与估值问题具体表述为：

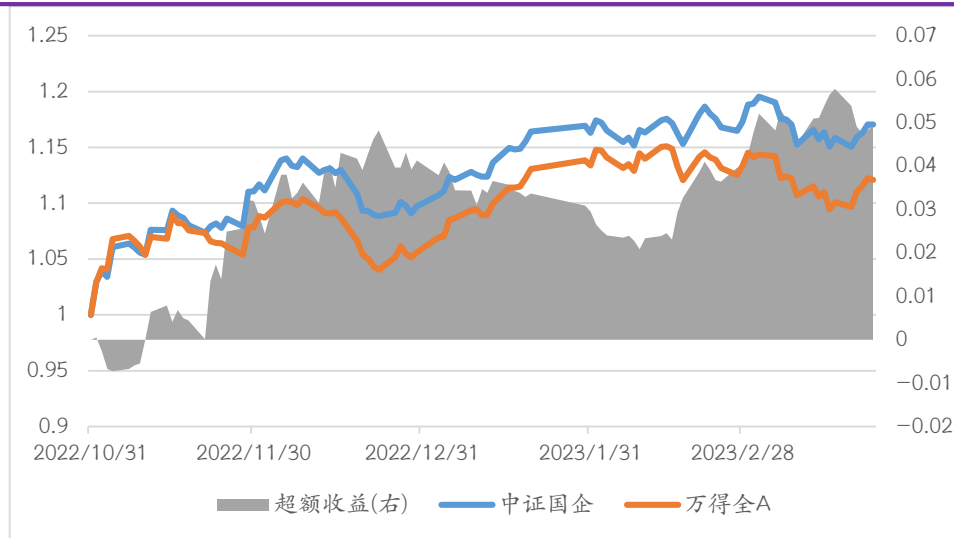
“目前国有上市公司和上市国有金融企业市值占比将近一半，体现了国有企业作为国民经济重要支柱的地位；民营上市公司数量占比超过三分之二，近几年新上市公司中民企占到八成以上；外商控股上市公司市值占比约 4%。多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构，既是我国资本市场的一大特征，也是一大优势。我们要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。”

“估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度。上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义。”

(2) 市场行情回顾

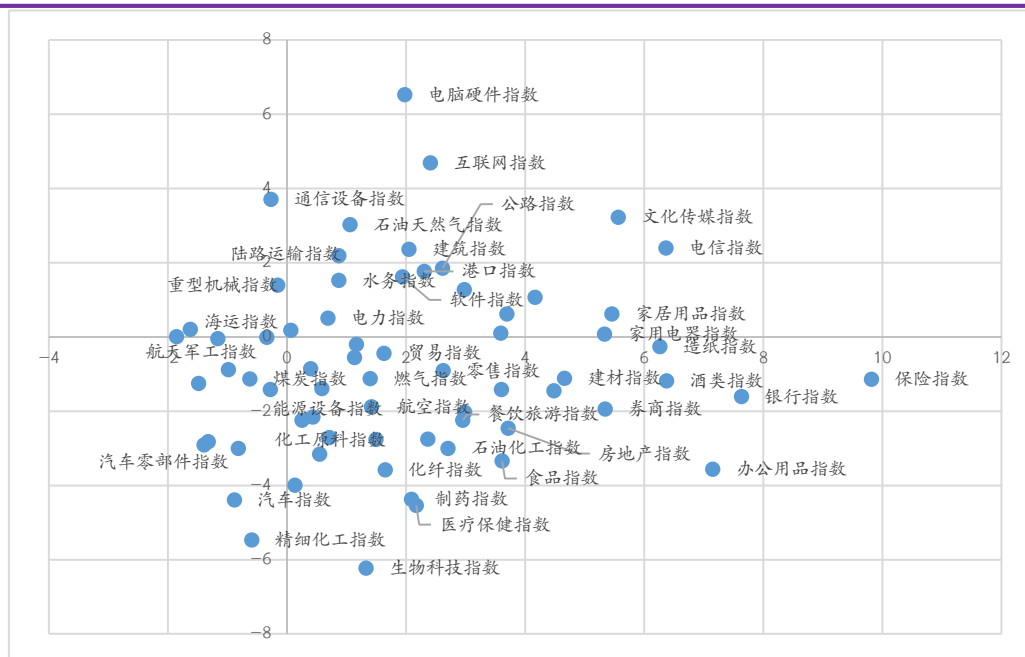
与此同时，“中特估”概念确实是今年以来市场热点题材，市场对于央企国企估值重估似乎颇为认同。指数方面，自去年 10 月 31 以来，中证国企指数最高上涨超 20%，显著高于 WIND 全 A 的最高涨幅 16%。板块方面，因为春节前后市场行情转向明显，我们以 wind 主题指数夏普比率来对板块行情做一个复盘，横轴代表 10 月 31 日至 1 月 30 日各主题指数夏普值，纵轴代表 1 月 31 日至 3 月 21 日各主题指数夏普值，可以看到，多数题材位于 Y 轴右侧，即多数板块均分享了复苏行情的红利。其中，春节前修复明显的金融、消费、和地产题材在节后波动幅度较小；春节前修复偏小的题材则大幅分化，计算机软硬件、通信、传媒大幅走高，相反的，医药、化工类题材则大幅走低；位于第三象限的则主要是汽车相关题材，受到销售数据拖累，持续弱于大盘；文化传媒和电信题材则在春节前后均取得较好的收益。

图表 1：中证国企指数较万得全 A 取得超额收益



数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 2：春节前后申万一级行业夏普值空间分布



数据来源：Wind，光大期货研究所

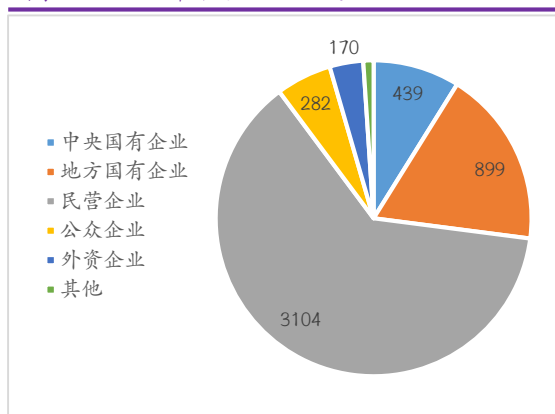
那么，相关板块是否体现了“中特估”这一选股逻辑呢？央国企在 A 股市场中体现出哪些特质？我们希望对上述问题展开分析。

2、A 股估值特点：

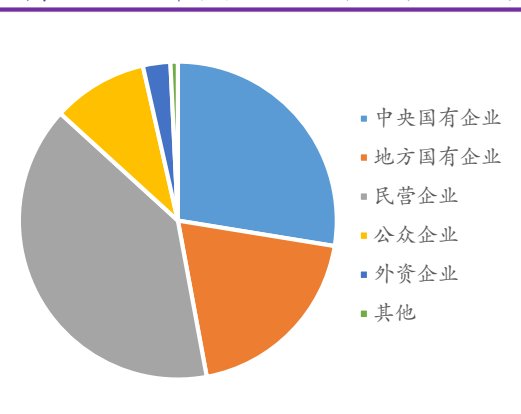
(1) A 股整体国企数量

A 股沪深两市上市公司目前总计约 4950 家，其中中央国有企业 439 家，地方国有企业 899 家，合计占比约 27%。市值方面，中央国有企业总市值超 25 万亿元，地方国有企业总市值超 17.5 万亿元，合计占比约 47%。雇员方面，中央国有企业平均雇员超 2.1 万人，远高于地方国企的平均 5800 人和民营企业的 3500 人。各级国有企业除自身经营外，承担了更多的社会稳定责任。

图表 3：A 股中各类企业数量



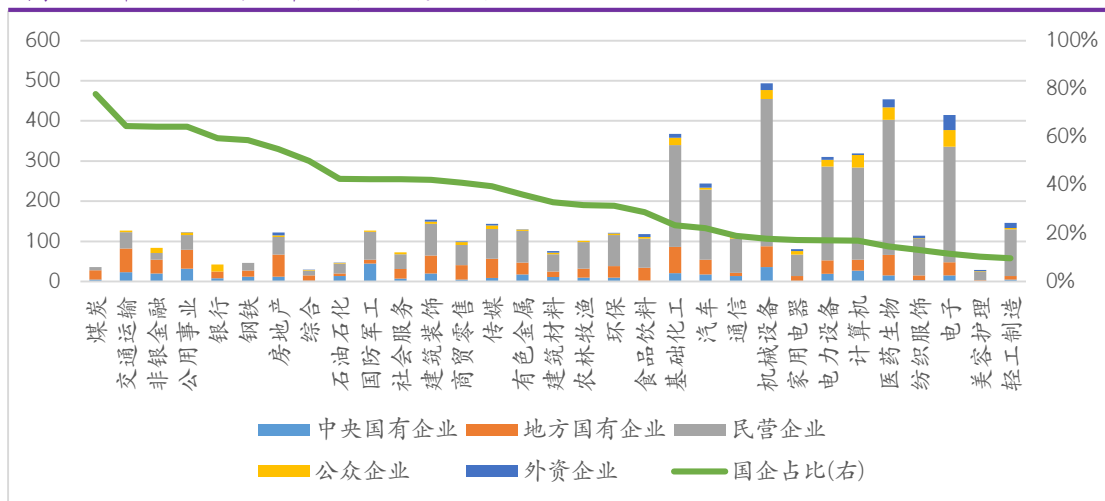
图表 4：A 股中各类企业总市值（万亿元）



数据来源：Wind，光大期货研究所

行业方面来看，国防军工、机械设备、公用事业等板块上市央国企数量较多，能源、基建、金融领域央国企上市数量占行业比例较高；此外，央国企上市比例较高的行业上市公司数普遍偏少，行业竞争相对偏低。对于银行业，其成分股基本不包含民营企业，且其以 PB 估值，所以整篇报告对于行业的讨论不包含银行业板块。

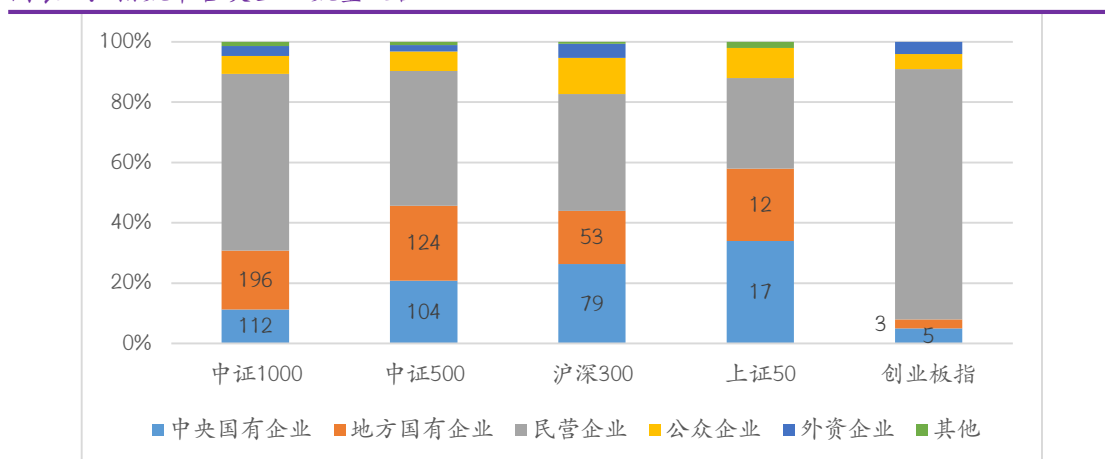
图表 5：申万一级行业中央国企数量及占比



数据来源：Wind，光大期货研究所

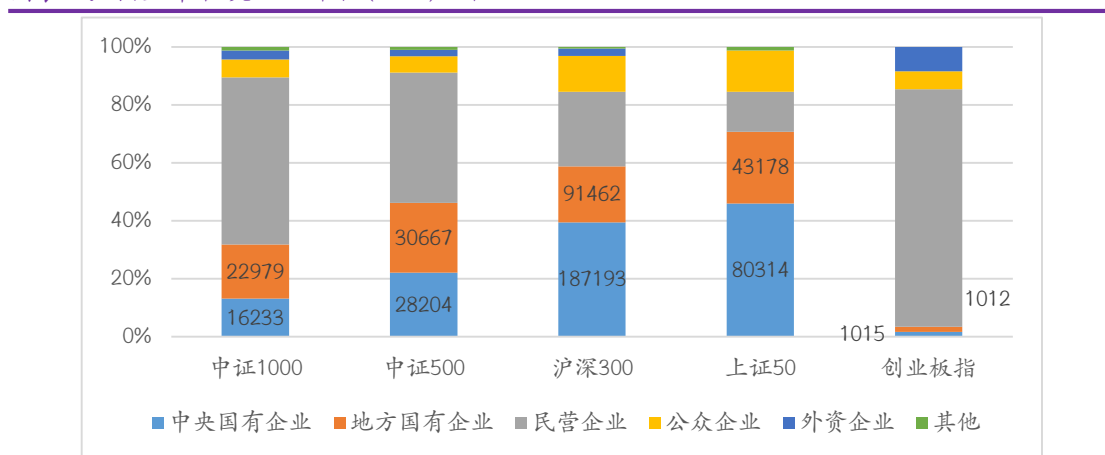
指数方面，大盘指数央国企占比明显更高，上证 50 中 29 只央国企总市值超 12.3 万亿元，占比近 70%；沪深 300 中 132 只央国企个股总市值近 28 万亿元，占比近 60%；中证 500 中 228 只央国企个股市值占比约 45%；中证 1000 中则包含 308 只央国企个股，市值占比略高于 30%。反观创业板，则基本由民营企业构成。

图表 6：指数中各类企业数量及占比



数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 7：指数中各类企业市值(亿元)及占比



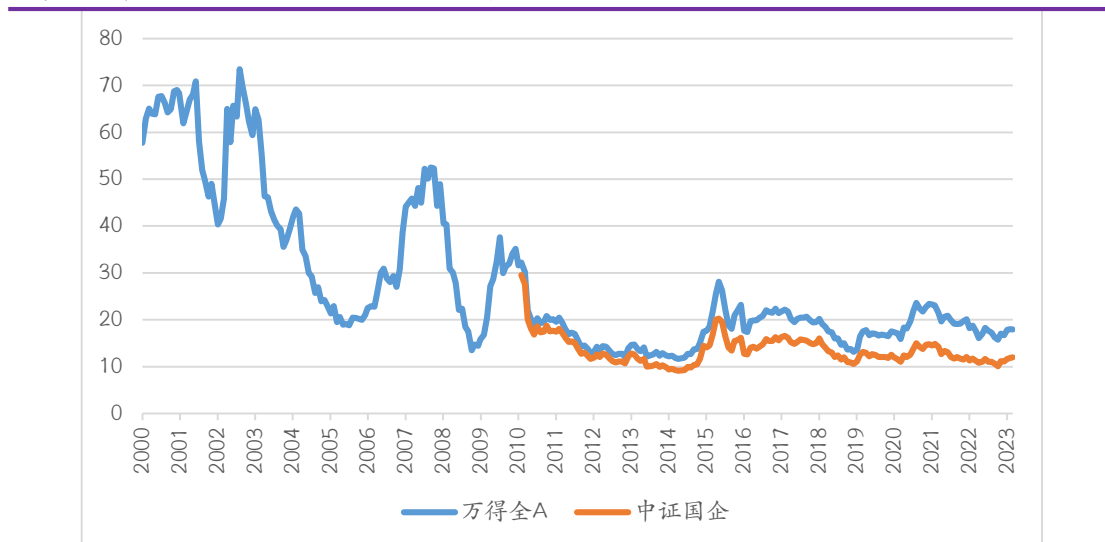
数据来源：Wind，光大期货研究所

(2) 国企估值显著偏低

自 2010 年中证国企指数上市以来，其估值水平持续低于万得全 A，且差距逐步放大，至 2023 年 3 月，万得全 A 估值约 18 倍，而中证国企指数仅 12 倍。指数方面，指数估值水平与其所包含的央国企市值占比呈完全负相关，也从侧面体现出央国企估值偏低的特点。

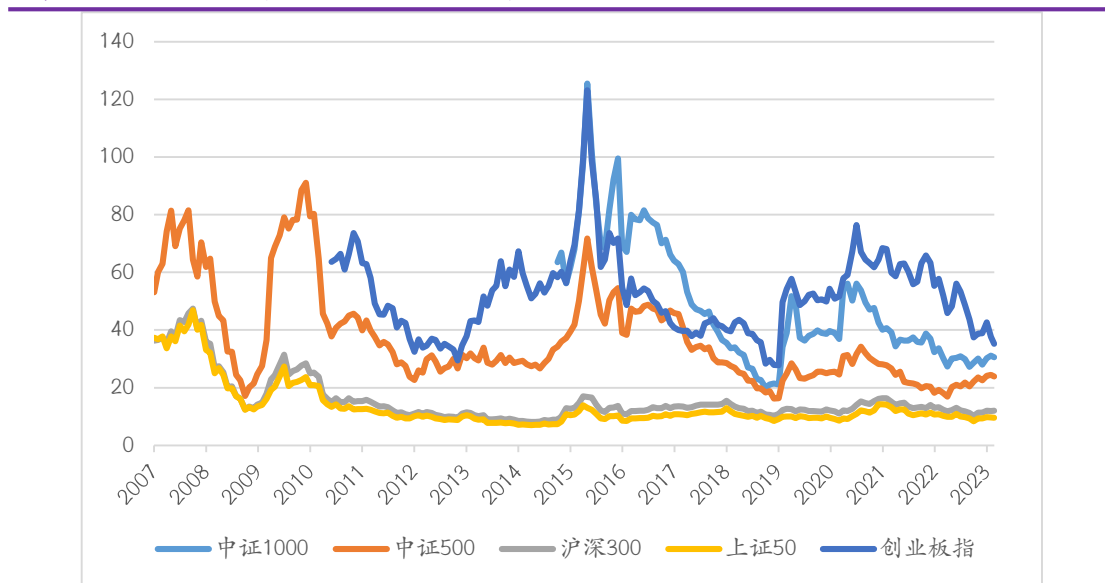
分行业来看，并非所有行业央国企估值均低于行业平均水平，在央国企占比较高的金融、能源、地产基建领域，非银金融、公用事业、钢铁等板块央国企加权 PE 低于行业均值，而房地产、交通运输、石油石化和煤炭板块央国企估值显著高于行业均值。对于今年热度较高的 TMT 类板块，电子、通信、传媒央国企估值显著低于平均水平，但计算机板块大幅高于平均值。综合来看，2022 年盈利大幅走低的板块央国企估值相较民营企业更有优势，这也很好的体现了央国企上市公司在经济下行周期的防御属性。

图表 8：中证国企指数估值低于整体水平



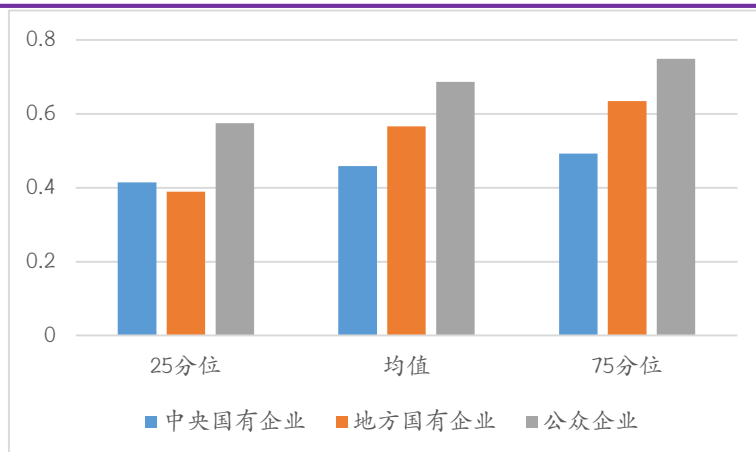
数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 9：指数估值水平与国企占比成完全负相关



数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 10：银行业各类型企业 PB



数据来源：Wind，光大期货研究所

二、央国企估值偏低的内在因素

A 股市场长期以来估值对于股价的影响较大，业绩对于股价的影响相对偏低，流动性因素更为重要，因此，市场对于股票成长性要求较高，而这恰恰是央国企的弱项。未来，国民经济强调回归实体属性，以央国企为代表的大盘价值股的防御性底仓属性将得到凸显。我们先从几个角度对央国企在过去估值偏低的具体原因做一个分析。

1、杜邦分析视角

作为企业盈利质量分析的经典视角，杜邦分析将 ROE 拆解为营业净利率、资产周转率和权益乘数三个方面。从全市场来看，中央、地方国企和民营企业 ROE 均在 7% 上下，没有明显差别，但是，国企权益乘数（杠杆）大幅高于民营企业，同时资产周转率（经营效率）显著低于民营企业，此外，国企尤其是央企营业净利率较高。可见，国企主要经营特征是高杠杆、高盈利、低周转。

图表 11：各类企业盈利质量杜邦分析

type	ROE	营业净利率	资产周转率	权益乘数
中央国有企业	7.41%	10.29%	9.96%	7.23
地方国有企业	6.98%	7.60%	19.61%	4.69
民营企业	7.06%	7.09%	43.91%	2.27
公众企业	7.68%	11.72%	8.11%	8.09
外资企业	8.61%	11.17%	40.48%	1.90
集体企业	8.95%	6.12%	69.84%	2.09
其他企业	3.36%	3.89%	34.69%	2.48

数据来源：Wind，光大期货研究所

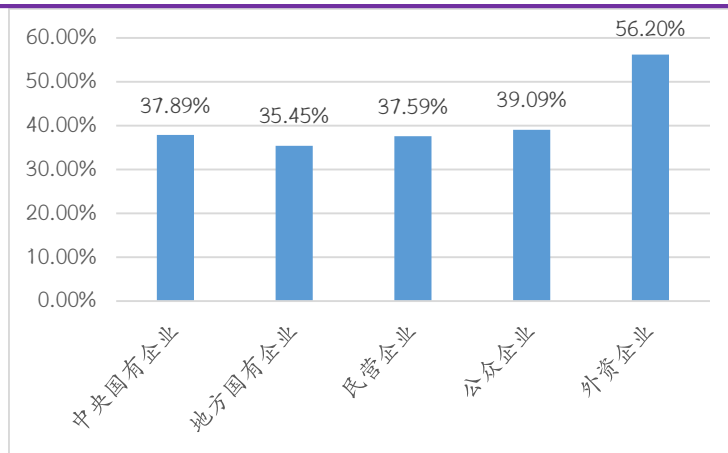
2、分红和成长性

根据经典股价计算模型： $\text{市价} = \text{股利支付} \times (1 + \text{增长率}) / (\text{股权成本} - \text{增长率})$ ，可得： $\text{PE} = \text{股利支付率} \times (1 + \text{增长率}) / (\text{股权成本} - \text{增长率})$ 。其中，PE 的重要影响因素包含分红水平和企业增长率。

分红方面，全市场角度来看，除外资企业股利支付率超过 50% 外，其余类型企业均在 35%—40% 区间，没有明显分别。但是，从具体板块来看，央国企占比较高的金融、能源、地

产基建板块央国企分红比率明显高于民营企业，这一特征在逐步重视股票现金流价值属性的市场环境中，尤为重要，是央国企在现阶段及未来获得估值提升的重要因素。

图表 12：各类企业股利支付率



数据来源：Wind，光大期货研究所

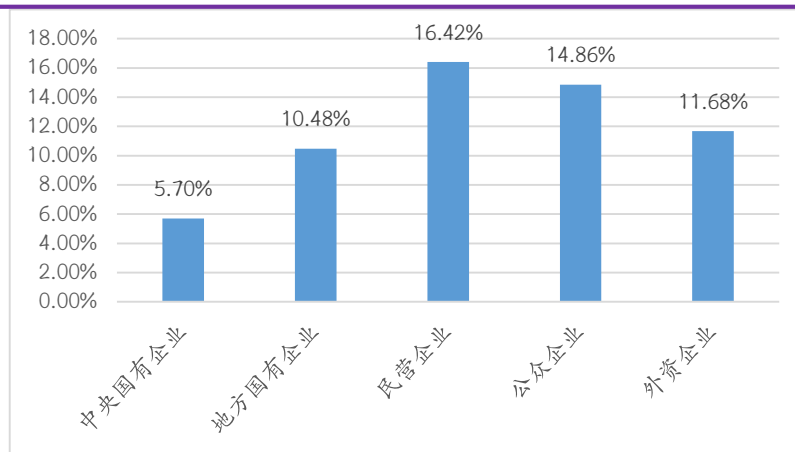
图表 13：申万一级行业各类企业股利支付率

央国企分红率均高于民营企业的板块				央国企分红率均低于民营企业的板块			
	中央国有企业	地方国有企业	民营企业		中央国有企业	地方国有企业	民营企业
公用事业	80.32%	463.57%	23.29%	纺织服饰	61.43%	69.53%	88.81%
煤炭	64.77%	42.53%	16.50%	传媒	42.82%	44.66%	67.38%
石油石化	54.21%	54.74%	22.12%	食品饮料	43.25%	49.38%	53.75%
农林牧渔	48.81%	63.03%	-8.32%	汽车	50.05%	33.65%	52.98%
通信	40.15%	13.16%	-367.17%	商贸零售	22.28%	34.19%	48.76%
交通运输	31.59%	32.42%	22.84%	家用电器	14.92%	31.10%	40.58%
非银金融	28.42%	31.87%	19.60%	建筑材料	24.53%	36.54%	39.32%
房地产	20.63%	32.39%	-3.89%	美容护理	0.00%	4.35%	33.98%
建筑装饰	13.80%	38.28%	-29.85%				

数据来源：Wind，光大期货研究所

增长率方面，我们首先计算了2012年至2019年7年间营收复合增长率，可以看到，央国企显著低于民营企业。鉴于2012年以来，我国经济增速稳步趋缓，近三年增长压力更是明显增加，我们以2021年企业资本和营收结构为基期，计算了各类企业在没有外部融资时的内含增长率和不改变现行经营情况下的可持续增长率，对企业增长动因做一个分析。

图表 14：2012 至 2019 年各类企业营收复合增速



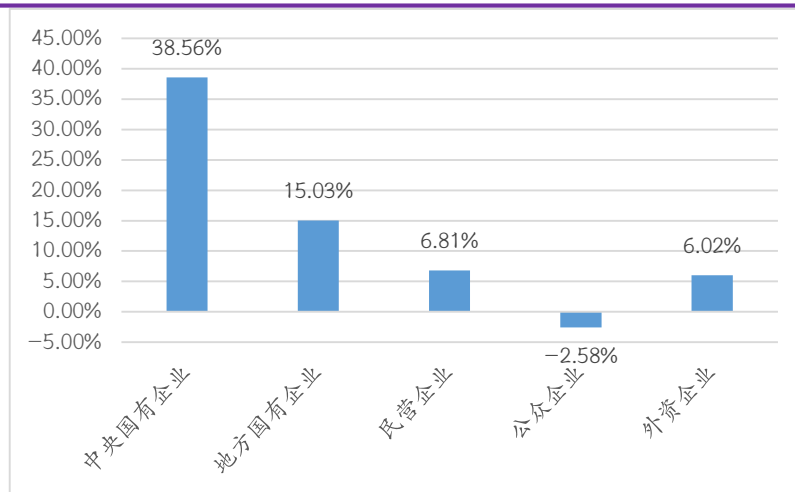
数据来源：Wind，光大期货研究所

内含增长率的计算是根据外部融资销售增长比公式，假设没有外部融资的情况下， g 为营收增长率：

$$\text{净经营资产/营业收入} - ((1+g)/g) * \text{营业净利率} * \text{利润留存率} = 0$$

通过求解 g ，可得各类型企业在没有外部融资情况下的内含增长率。可以看到，央企在无需外部融资情况下可实现的增长率最高，地方国企次之，民营企业和外资企业较低。因此可以预见，在经济基本面偏弱，融资需求整体不振的市场环境下，央企具有更好地适应能力。

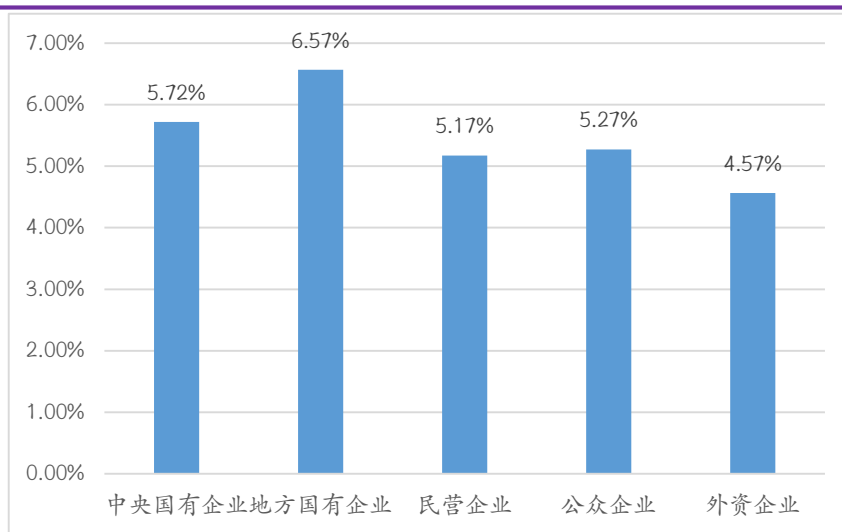
图表 15：各类企业内含增长率



数据来源：Wind，光大期货研究所

可持续增长率是指在企业经营条件不发生变化情况下(假设不发新股、不改变经营效率、不改变财务政策)，企业现有资本结构可实现的增长率。可以看到，**央国企可持续增长率略高于其他类型企业**；具体到板块，地产基建(房地产、建装、建材)、TMT(计算机、电子、通信、传媒)、消费(食品饮料、农林牧渔、汽车、商贸)领域，央国企可持续增长率明显高于民营企业；但是我们也应注意到，在上游(石油石化、钢铁、有色)、新能源(电力设备、公用事业)及国防军工等板块，民营企业可持续增长率更高，央国企现行经营情况并不占优。

图表 16：各类企业可持续增长率



数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 17：央国企可持续增长率高于民营企业的板块

央国企可持续增长率高于民企的板块			
	中央国有企业	地方国有企业	民营企业
建筑材料	14.52%	8.99%	7.57%
电子	8.57%	8.01%	7.31%
食品饮料	14.41%	12.02%	6.98%
交通运输	6.81%	6.19%	6.19%
商贸零售	25.33%	3.55%	3.03%
计算机	8.05%	3.09%	2.61%
汽车	4.26%	5.53%	2.25%
传媒	2.26%	3.82%	1.76%
纺织服饰	1.27%	1.75%	0.79%
通信	4.99%	7.45%	-1.91%
综合	5.79%	-1.09%	-4.18%
社会服务	-1.49%	-2.71%	-5.56%
建筑装饰	7.88%	4.06%	-6.06%
农林牧渔	3.77%	0.82%	-11.93%
房地产	6.01%	3.57%	-12.16%

数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 18：央国企可持续增长率低于民营企业的板块

央国企可持续增长率低于民企的板块			
	中央国有企业	地方国有企业	民营企业
石油石化	4.44%	2.34%	18.64%
钢铁	7.98%	8.69%	12.89%
家用电器	7.21%	2.71%	11.91%
有色金属	8.82%	11.07%	11.71%
电力设备	5.69%	-2.83%	10.44%
公用事业	0.70%	-1.13%	8.78%
机械设备	3.19%	4.44%	6.78%
环保	2.88%	6.13%	6.49%
国防军工	3.39%	4.05%	5.63%

数据来源：Wind，光大期货研究所

3、资本结构

从资产负债率来看，央国企明显高于民营企业；利息保障倍数代表长期长期负债压力，这一分项上央企压力较低，而地方国企明显长期偿债压力偏大；现金流量比率代表短期偿债能力，央国企明显更高。综合来看，央国企资产结构中拥有更高的负债比率，长期偿债压力高，但是短期偿债压力低于民营企业。

图表 19：各类企业资本结构

	资产负债率	利息保障倍数	现金流量比率
中央国有企业	66.43%	3.82	20.53%
地方国有企业	64.08%	6.24	14.51%
民营企业	56.22%	5.42	13.08%
公众企业	80.32%	1.80	11.70%
外资企业	48.15%	9.15	15.59%

数据来源：Wind，光大期货研究所

我们也对各类型企业三大杠杆系数做了一个计算，其中，经营杠杆（DOL）用来衡量息税前利润（EBIT）对于企业产品销量变化的敏感程度；财务杠杆（DFL）用来衡量在现有融资结构下 EPS 对于 EBIT 变化的敏感程度；联合杠杆主要计量 EPS 对于产品销量变化的敏感程度。由于财务报表中没有直接列出企业变动成本和固定成本，我们以营业成本近似作为变动成本，以除营业成本和利息费用外的其他各项税前费用近似作为固定成本。计算公式如下：

经营杠杆：DOL = (营业收入 - 营业成本) / (利润总额 + 财务费用)

财务杠杆：DFL = EBIT / (EBIT - 财务费用) = (利润总额 + 财务费用) / 利润总额
 （计算过程不计优先股）

联合杠杆：DTL = DOL * DFL

整体来看，央国企财务杠杆低于民营企业，经营杠杆和联合杠杆两个指标央企和地方国企分化较大。央企和民营企业 EBIT 和 EPS 指标对于产品营销情况较为敏感，而地方国有企业的相关传导效率则偏低。

图表 20：各类企业经营杠杆、财务杠杆、联合杠杆

	经营杠杆	财务杠杆	联合杠杆
中央国有企业	2.88	1.12	3.22
地方国有企业	1.97	1.14	2.25
民营企业	2.62	1.18	3.09
公众企业	5.29	1.10	5.81
外资企业	2.33	1.07	2.49

数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 21：申万一级行业中各类企业三大杠杆

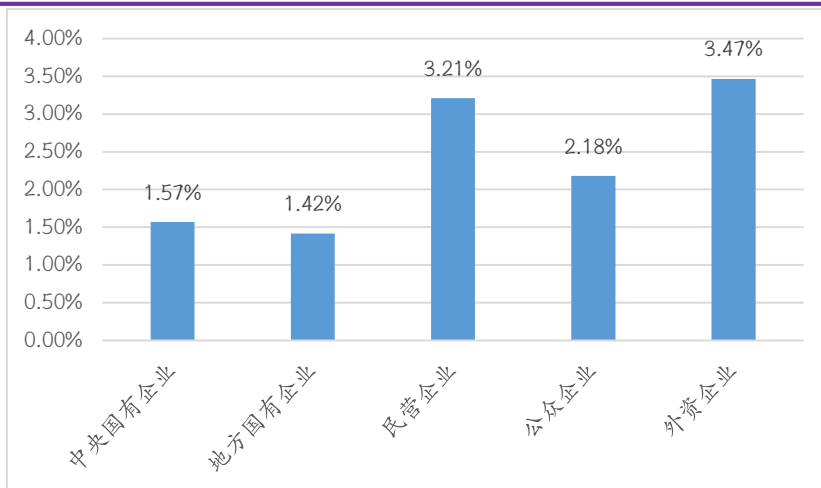
三大杠杆中央国企杠杆高于民营企业的板块											
经营杠杆				财务杠杆				联合杠杆			
	中央 国有企业	地方 国有企业	民营 企业		中央 国有企业	地方 国有企业	民营 企业		中央 国有企业	地方 国有企业	民营 企业
社会服务	23.62	8.32	-30.31	公用事业	2.08	6.83	1.21	综合	3.98	11.16	-7.83
机械设备	3.27	3.33	2.41	家用电器	1.61	1.18	0.94	机械设备	3.50	3.97	2.57
石油石化	3.08	1.78	1.28	环保	1.53	1.32	1.25	石油石化	3.34	2.08	1.50
国防军工	3.02	3.00	2.26	轻工制造	1.21	1.84	1.11	国防军工	2.80	3.24	2.35
农林牧渔	2.49	3.19	-1.11	交通运输	1.19	1.19	1.19	农林牧渔	2.77	6.47	-0.84
建筑装饰	2.33	2.84	-12.10	建筑装饰	1.16	1.60	0.46	建筑装饰	2.69	4.55	-5.52
有色金属	2.03	1.61	1.43	房地产	1.15	1.33	0.38	有色金属	2.54	1.84	1.64
房地产	1.69	1.82	-4.47	基础化工	1.13	1.10	1.07	公用事业	2.44	10.80	1.69
钢铁	1.58	1.80	1.45	电子	1.12	1.16	1.12	房地产	1.94	2.42	-1.71
				农林牧渔	1.11	2.03	0.75	钢铁	1.69	2.31	1.49
				医药生物	1.07	1.10	1.07				
				机械设备	1.07	1.19	1.07				
				钢铁	1.07	1.28	1.03				
				计算机	1.06	1.08	1.03				
				综合	1.05	5.07	-1.55				

数据来源：Wind，光大期货研究所

4、营运成本管理策略

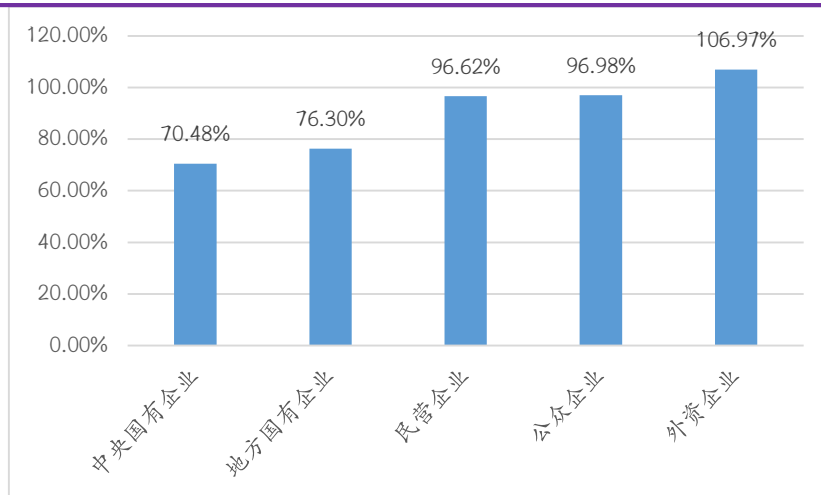
另外一个观察维度是各类企业对于营运成本的管理策略。首先，央国企研发费用占其营收的比例明显偏低。其次，从投资策略来看，央国企流动资产占营收的比例也明显偏低，投资主动性不及民营企业。最后，从筹资角度来看，易变现率代表筹得资金中长期资金的占比，央国企易变现率明显高于民企，说明其筹资策略更加保守，更偏向以长期筹资手段筹资，还本付息压力不强，筹资成本也更低。综上，央国企在企业经营过程中的营运资本管理明显更加保守，无论是研发费用占比、投资策略、筹资策略都不及民营企业积极。

图表 22：各类企业研发费用占营收的比例



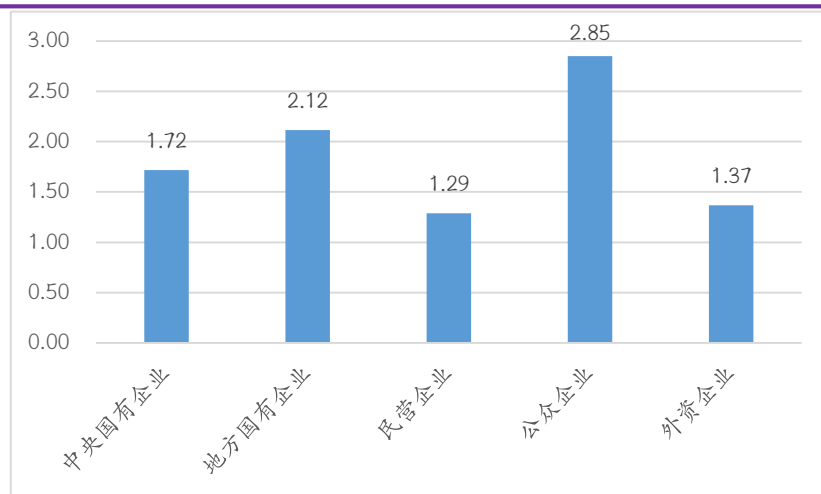
数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 23：各类企业流动资产占营收的比例



数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 24：各类企业易变现率



数据来源：Wind，光大期货研究所

三、“中特估”题材是否与春节后市场交易逻辑一致

1、春节后市场交易逻辑

我们使用各类财务因子,通过对全市场股票进行20%多空回测、及因子ICIR值的测试,来观察去年11月“中特估”概念提出以来,尤其是春节后,市场主要交易逻辑是否与该题材所包含的公司的财务特点相符合。下图计算使用2021年年报数据,回测区间自2022年1月至2023年3月,单因子选股组合相对万得全A的月度累计超额收益见下图。

由图可知,近期市场交易有效因子中与“中特估”题材相符的有:(1)短期偿债能力较强的因子(诸如流动比率、现金比率、现金流比率等);(2)代表长期偿债压力的利息保障倍数;(3)高分红比率;(4)高营业净利率;(5)高内含增长率;(6)高经营杠杆、低财务杠杆;(7)投资、筹资策略相对保守。不符的有:(1)低资产负债率;(2)高研发投入占比;(3)高营收复合增长率。

根据因子回测,多数“中特估”题材因子在去年11月以来体现出了正向的选股能力,“中特估”题材塑造的主要选股思路可以概括为:抗风险能力强(较强的短期以及长期偿债能力、较高的内含增长率)、高分红、远离宏观经济波动(盈利能力受到营收波动影响不大)、以及较为保守的营运资金管理策略。

对于“低负债率”、“高研发投入”和“高复合增长率”这三个因子,我们认为这是近期热点AI板块的因子选股逻辑,相关板块央企数量较少,上述因子有效性并非否定“中特估”题材,而是市场上存在另一个与之并行的题材。

需要补充的是,今年以来市场板块轮动较强,全市场范围内选股时单因子有效性持续时间不长,我们也对各指数样本进行了相同测试,因子表现大体与全市场样本相同,但是单因子有效性持续时间以及稳定向都会更强。

图表 25: 单因子全市场选股、20%多空回测、相对 WIND 全 A 的月度累计超额收益

全市场选股 相对WIND全A 超额收益	2022/1	2022/2	2022/3	2022/4	2022/5	2022/6	2022/7	2022/8	2022/9	2022/10	2022/11	2022/12	2023/1	2023/2	2023/3
流动比率	5.33%	-0.26%	3.22%	7.11%	0.94%	-6.05%	-4.06%	-4.25%	2.50%	10.64%	-0.47%	1.04%	-2.63%	-0.55%	3.85%
现金比率	5.86%	1.56%	5.11%	12.55%	6.35%	-2.07%	-3.05%	-1.73%	5.56%	12.21%	2.60%	5.60%	0.32%	2.38%	7.45%
现金流量比率	7.36%	5.27%	10.13%	22.83%	15.05%	5.63%	2.82%	6.01%	13.56%	14.34%	7.82%	10.73%	3.81%	4.37%	4.50%
营运资本配置比率	5.33%	-0.26%	3.22%	7.11%	0.94%	-6.05%	-4.06%	-4.25%	2.50%	10.64%	-0.47%	1.04%	-2.63%	-0.55%	3.85%
资产负债率	10.51%	9.81%	22.91%	35.88%	32.31%	23.09%	26.46%	32.20%	38.42%	33.73%	34.12%	34.55%	26.74%	23.28%	22.06%
长期资本负债率	10.10%	9.58%	21.81%	33.84%	31.97%	23.40%	27.73%	31.74%	38.10%	35.03%	34.33%	34.65%	27.64%	24.89%	23.81%
现金流量负债比	6.97%	4.57%	9.15%	20.80%	13.40%	4.39%	2.02%	4.60%	12.02%	13.22%	6.55%	9.34%	2.57%	3.10%	3.35%
利息保障倍数	8.07%	6.90%	9.15%	22.10%	19.74%	11.89%	15.37%	18.32%	24.00%	26.27%	21.18%	23.67%	17.06%	16.92%	19.03%
ROE	8.51%	7.63%	7.89%	20.99%	12.27%	4.43%	1.93%	2.37%	9.87%	9.28%	0.47%	1.55%	-3.43%	-3.43%	-4.39%
营业净利率	7.77%	5.47%	6.76%	18.23%	9.39%	0.46%	-1.70%	-0.83%	6.98%	9.41%	-0.44%	0.58%	-3.61%	-3.19%	-2.78%
资产周转率	7.92%	6.18%	11.15%	20.22%	16.96%	9.80%	13.05%	14.07%	20.22%	21.17%	13.32%	15.28%	11.07%	11.65%	11.38%
分红率	7.71%	4.24%	7.10%	19.53%	11.26%	1.88%	2.27%	5.18%	13.32%	14.92%	7.22%	9.54%	3.47%	5.05%	5.99%
税后经营净利率	7.75%	6.21%	6.57%	18.32%	10.05%	1.26%	-0.93%	-0.85%	7.19%	8.80%	-0.85%	0.55%	-3.88%	-3.39%	-3.75%
净经营资产周转次数	7.66%	4.53%	10.73%	19.74%	15.94%	8.78%	11.78%	12.79%	19.87%	22.07%	13.83%	15.76%	10.96%	12.02%	13.06%
净经营资产净利率	7.71%	5.35%	7.66%	18.56%	11.75%	3.50%	3.57%	4.20%	11.99%	13.75%	5.20%	6.70%	1.71%	2.55%	2.39%
经营差异率	7.45%	5.17%	8.68%	19.32%	13.52%	5.61%	6.56%	8.33%	15.25%	16.33%	8.62%	10.39%	4.65%	5.35%	5.43%
净财务杠杆	9.55%	10.35%	19.68%	30.49%	28.67%	18.95%	25.04%	28.47%	34.90%	30.85%	27.51%	28.06%	20.44%	18.32%	14.92%
杠杆贡献率	8.35%	6.67%	15.21%	23.11%	18.71%	10.61%	13.05%	17.83%	22.94%	24.84%	19.85%	21.55%	14.92%	14.55%	17.43%
内含增长率	7.88%	6.44%	9.32%	19.05%	13.12%	4.82%	4.88%	5.52%	13.02%	15.47%	6.24%	8.29%	3.18%	4.07%	3.58%
可持续增长率	8.51%	7.38%	7.84%	18.75%	11.66%	4.83%	2.88%	2.45%	9.57%	9.70%	0.53%	1.65%	-2.32%	-2.18%	-2.55%
经营杠杆	6.98%	4.43%	10.01%	17.24%	13.15%	5.83%	7.41%	8.23%	15.51%	21.96%	13.74%	16.47%	11.70%	14.91%	17.13%
财务杠杆	9.00%	9.20%	15.07%	26.16%	21.85%	13.94%	15.76%	18.13%	24.83%	25.31%	19.02%	19.91%	14.11%	13.81%	12.88%
联合杠杆	7.29%	5.41%	10.97%	19.21%	15.18%	7.39%	9.39%	10.35%	17.55%	22.90%	14.73%	16.89%	12.50%	15.10%	17.30%
研发费用占比	3.93%	-1.29%	-2.33%	-1.89%	-5.85%	-9.54%	-3.32%	-5.43%	0.73%	13.75%	-1.48%	-2.16%	-2.30%	-0.27%	5.74%
投资策略	6.57%	2.03%	9.88%	12.74%	7.94%	-0.11%	3.49%	4.16%	10.62%	17.54%	9.93%	9.92%	5.22%	5.52%	10.50%
易变现率	7.59%	2.90%	9.31%	18.16%	10.62%	0.61%	-1.33%	0.63%	8.21%	13.53%	6.24%	9.55%	3.36%	5.66%	11.25%
营收复合增速	6.00%	0.45%	3.11%	8.14%	-0.56%	-5.28%	-4.79%	-4.83%	0.91%	4.76%	-3.57%	-3.24%	-7.08%	-6.50%	-2.31%

数据来源: Wind, 光大期货研究所

图表 26：单因子全市场选股、向前滚动 20 交易日、因子 IR 月度均值

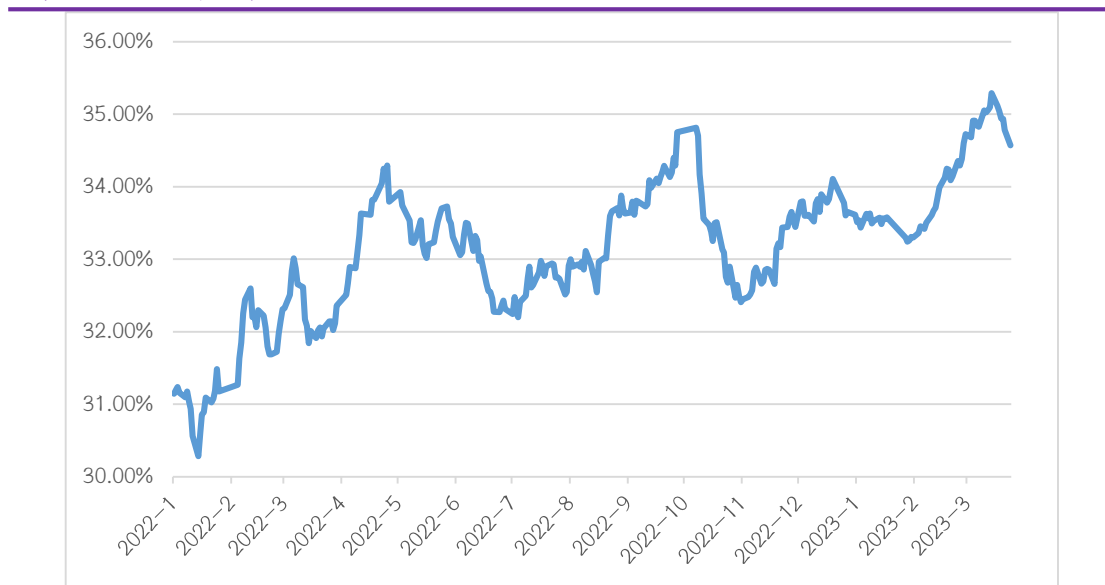
全市场选股 因子IR值	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03
流动比率	-39.60%	-15.36%	-43.40%	0.30%	-9.81%	-19.33%	-1.32%	-28.86%	17.89%	9.07%	-13.20%	11.46%	33.43%	12.48%
现金比率	-43.74%	-15.75%	-40.88%	-6.73%	-14.66%	-24.76%	-9.60%	-21.20%	18.04%	10.87%	-4.98%	10.20%	21.98%	19.40%
现金流量比率	-15.51%	-5.79%	-2.28%	-14.64%	-30.55%	-33.17%	-31.09%	-14.95%	6.78%	-3.74%	10.62%	2.98%	-5.28%	-10.79%
营运资本配置比率	-30.34%	-19.80%	-44.36%	4.99%	-11.94%	-11.56%	4.95%	-31.55%	38.54%	15.42%	-20.61%	26.06%	54.56%	7.56%
资产负债率	32.44%	20.76%	39.82%	-1.29%	11.29%	11.42%	-5.06%	29.25%	-31.09%	-13.62%	15.27%	-20.80%	-48.70%	-11.81%
长期资本负债率	14.50%	28.84%	32.35%	-24.92%	-1.80%	5.68%	7.64%	22.57%	-26.28%	2.74%	6.33%	-2.01%	-13.81%	3.70%
现金流量负债比	-19.56%	-6.32%	-6.23%	-13.15%	-31.33%	-30.10%	-28.66%	-21.36%	6.92%	-1.92%	7.35%	2.24%	-2.77%	-14.44%
利息保障倍数	-10.74%	-28.11%	-4.28%	23.95%	9.88%	27.29%	10.41%	22.73%	-6.47%	-14.05%	14.80%	9.26%	0.89%	14.25%
ROE	3.65%	-28.24%	18.00%	46.84%	6.00%	-16.56%	-9.99%	-12.96%	7.90%	-13.18%	-16.32%	-14.04%	-18.05%	-22.80%
营业净利率	13.86%	-6.34%	24.58%	15.47%	-17.65%	-32.09%	-27.10%	-10.79%	19.69%	-11.86%	1.16%	22.83%	13.90%	-7.24%
资产周转率	7.21%	-16.54%	7.70%	10.51%	-1.13%	-12.70%	-15.76%	-18.68%	-19.56%	-18.58%	4.50%	-2.61%	-0.21%	-31.21%
分红率	-9.50%	-66.03%	12.49%	18.59%	-57.07%	-32.49%	-11.80%	8.88%	22.78%	-25.20%	0.58%	19.02%	10.01%	11.00%
税后经营净利润率	5.97%	-18.74%	22.66%	26.93%	-5.68%	-17.28%	-31.55%	-21.73%	20.76%	-9.43%	-6.65%	22.30%	10.78%	-5.18%
净经营资产周转次数	-7.41%	1.74%	24.90%	0.88%	8.22%	16.72%	-30.84%	-1.07%	-4.50%	-26.60%	21.39%	-7.02%	-4.56%	-43.69%
净经营资产净利率	-4.24%	-36.85%	11.65%	32.90%	2.00%	1.82%	-8.94%	-12.85%	8.13%	13.88%	1.43%	-5.38%	-2.03%	-25.60%
经营差异率	-8.10%	-40.79%	8.59%	28.75%	7.48%	3.70%	-2.99%	-10.73%	-8.80%	9.74%	-5.32%	-11.41%	-9.71%	-26.53%
净财务杠杆	25.56%	47.22%	22.84%	30.59%	1.46%	10.60%	3.21%	7.82%	-36.47%	-31.54%	0.95%	-27.41%	-23.60%	-30.33%
杠杆贡献率	5.05%	34.96%	-5.23%	-24.42%	-0.91%	-5.22%	6.39%	8.95%	-6.46%	-16.12%	-4.35%	2.18%	-3.30%	19.20%
内含增长率	7.27%	-34.06%	16.31%	-1.87%	-22.58%	15.25%	-11.14%	-0.75%	6.91%	-3.91%	-28.51%	-17.87%	-25.47%	-13.32%
可持续增长率	11.66%	-32.72%	-21.55%	16.38%	5.03%	-28.33%	-25.75%	-23.13%	24.10%	4.38%	-23.20%	42.42%	44.77%	-3.83%
经营杠杆	-20.01%	-3.65%	-39.88%	9.02%	-10.61%	11.73%	-0.99%	11.44%	4.74%	-0.15%	22.55%	-16.30%	-20.41%	-36.77%
财务杠杆	26.71%	-3.47%	-4.68%	-9.58%	9.06%	-1.96%	-7.72%	4.57%	7.41%	-6.27%	11.30%	4.91%	-15.19%	-18.05%
联合杠杆	1.96%	6.39%	-2.73%	-1.34%	10.92%	2.57%	2.43%	15.01%	-6.14%	2.38%	8.76%	3.76%	-7.58%	-15.76%
研发费用占比	-13.85%	-6.86%	-73.09%	-6.50%	13.06%	-12.84%	-5.36%	-30.44%	24.58%	34.17%	-34.88%	27.78%	41.71%	15.09%
投资策略	-0.09%	2.78%	17.16%	4.73%	-5.89%	-18.55%	-15.55%	3.02%	-0.09%	-12.94%	-3.14%	-0.76%	12.50%	-3.24%
易变现率	-32.51%	-15.64%	8.72%	-19.90%	-19.49%	-31.97%	-31.28%	1.32%	16.39%	17.89%	17.66%	17.68%	14.94%	42.40%
营收复合增速	-28.97%	-31.00%	-42.92%	-15.60%	-2.09%	-6.84%	-15.92%	-51.71%	15.66%	6.40%	-27.64%	19.04%	28.44%	6.38%

数据来源：Wind，光大期货研究所

2、内外部资金对于“中特估”题材的关注度

从内外部资金对于“中特估”题材的认可度来看，自 2022 年 11 月，北向资金持仓中央国企市值占比大幅提升，但是，融资余额中央国企市值占比持续下降。这说明市场存在两套选股逻辑，“中特估”并非近期唯一选股思路。

图表 27：北向持仓中央国企市值占比



数据来源：Wind，光大期货研究所

图表 28：融资余额中央国企市值占比



数据来源：Wind，光大期货研究所

四、央国企估值重塑的制度基础

前文谈到的主要是市场层面央国企估值重塑的逻辑，长期来看，估值的系统性上升需要坚定地制度基础作为根基，只有真正实现“质的有效提升和量的合理增长”，市场估值才会长期稳定提升。在今年年初的中央企业负责人会议上，国资委提出“一利五率”这一国企经营考核新标准。

2022 年的考核标准为：利润总额和净利润增速要高于国民经济增速；资产负债率要控制在 65%以内；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 年新标准为：利润总额增速高于全国 GDP 增速；资产负债率总体保持稳定；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。

图表 29：国资委对国企考核标准的演变



数据来源：Wind，光大期货研究所

我们总结的变化有以下几点：（1）去掉净利润增速要求，只强调利润增速，相当于变相强调了央国企在税收贡献方面的责任；（2）资产负债率放宽了具体数值要求，部分央国企有一定空间发挥其高负债周转的企业优势；（3）从营业净利率要求转变为营业现金比例要求，相当于强调了已实现利润转化为现金流量（实收款项）的重要性；（4）首次加入 ROE 考核指标，同时强调资产负债率总体稳定，相当于要求央国企在营业净利率和周转次数（尤其重要）上努力突破。此外，连续三年强调研发投入占比和全员劳动生产率，也足见两者的重要性。

上述标准一方面对于央国企目前成长性和经营效率偏低的短板做出了针对性要求，促进央国企体制改革、降本增效；同时强调保持其利润增速和税收贡献，突出了央国企在推动经济运行及稳定社会财富增长方面的社会责任；最后，强调现金流的安全，降低企业经营风险，突出底线思维。

小结：

中国特色现代资本市场需要与特定的经济体制、发展阶段和社会环境相适应。在实现中国特色社会主义现代化进程中，中央及地方国有企业起到支撑性的作用，对于维护国民经济平稳运行具有重要意义。央国企控股上市公司 ESG 专业治理能力不断提高、信息披露制度不断完善、社会就业吸纳能力举足轻重。因此，中央各部门必将本着“做强做优一批、调整盘活一批、培育储备一批”的总体思路，不断提高央国企控股上市公司质量，助力资本市场健康发展，推动国民经济稳步前行。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。