



## 宏观专题

## 国企改革复盘：2013-2022

## 中国特色估值体系的实现路径（一）

## 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号：S0120521080004

邮箱：panjing@tebon.com.cn

## 研究助理

## 相关研究

## 投资要点：

- 从A股上市国央企市场特征上看，截至2022年底A股上市公司央企占比8%，地方国企占比18%，而央企和地方国企的市值却在A股整体占比高达27%和20%。动态来看，早期国央企在A股市值占比更高，但近年逐步下降，各行业也普遍呈现国央企市值占比逐年回落的态势。
- 估值对比上看，整体估值层面看，国央企整体相比于非国央企长期有折价，尤其是2019年以来折价程度持续加大；行业层面看，多数行业的国央企相比非国央企存在估值折价，市净率折价程度相比市盈率更明显。
- 股息率上看，多数行业的国央企相比非国央企股息率较高，其中国央企分布较为集中的煤炭、交运、石油石化通信、银行等传统行业领域股息率相较非国央企普遍有2%以上的股息率优势。
- 复盘2013年以来的国企改革，大致可分为三大阶段：①2013年11月-2016年6月的政策框架顶层设计阶段；②2016年7月-2020年的国企改革试点探索阶段，其中又以2018年3月宣布开启的“双百行动”作为局部试点向广泛试点转变的分界时点；③2020年-2022年国企改革三年行动阶段，国企改革进入纵深推进期。
- ①这一段时期属于主题策略起步时的预期升温阶段，市场关于改革的预期打开后，推升股价持续上行，国资改革指数在这一时期表现出良好的绝对收益和相对收益，行情多受政策面催化影响。
- ②从整体上看，由于18年“双百行动”开启前，政策和实质性进程并未达到市场预期，这一阶段的国资改革指数呈现绝对收益和相对收益同步回落的态势。但随着“双百行动”的不断进展，国资改革指数又重新进入缓慢的拉升阶段。
- ③这一阶段的国资改革指数呈现绝对收益和相对收益震荡上行的态势，由于国央企主要集中于石化、钢铁、煤炭等周期性行业，经济的下行导致行业基本面恶化，但伴随着俄乌冲突对于供应链的扰动和全球能源格局的影响，上游资源品和大宗商品成为全年表现最好的方向。同时，国央企本身的新发展也推动了国资改革指数上行。
- **风险提示：**一季报业绩下修，产业政策不及预期，经济数据不及预期

## 内容目录

1. 国央企的资本市场现状 .....	4
1.1. 国央企的市值分布 .....	4
1.2. 国央企和非国央企的部分指标对比 .....	5
1.2.1. 多数行业的国企相比非国企存在估值折价 .....	5
1.2.2. 多数行业的国企相比非国企股息率较高 .....	7
2. 2013 年以来国企改革历程的复盘 .....	8
2.1. 2013 年 11 月-2016 年 6 月：政策框架顶层设计阶段 .....	9
2.2. 2016 年 7 月-2020 年：国企改革试点探索阶段 .....	10
2.3. 2020 年-2022 年：国企改革三年行动阶段 .....	12
3. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1: 全 A 企业个数分布 (截至 2022 年末)	4
图 2: 全 A 总市值 (2022 年末) 分布	4
图 3: 截至 2022 年 A 股不同类型企业市值分布	5
图 4: 2010 年以来历年国央企市值占比变化	5
图 5: PE (TTM) 估值及 05 年来历史分位	5
图 6: PB (整体法) 估值及 05 年来历史分位	5
图 7: 估值折价率 (PE)	6
图 8: 估值折价率 (PB)	6
图 9: 通信行业历史 PE	6
图 10: 通信行业历史 PB	6
图 11: 煤炭行业历史 PE	6
图 12: 煤炭行业历史 PB	6
图 13: 石油石化行业历史 PE	6
图 14: 石油石化行业历史 PB	6
图 15: 银行业历史 PE	7
图 16: 银行业历史 PB	7
图 17: 建筑行业历史 PE	7
图 18: 建筑行业历史 PB	7
图 19: 2022 年分行业股息率对比 (%)	7
图 20: 国企改革三个阶段	8
图 21: 国企改革期间经济状况	10
图 22: 国企改革指数表现	10
图 23: 中石化改革案例	10
图 24: 传统垄断性领域开放混改后明显收益提升	11
图 25: 国企改革指数表现	11
图 26: 中国联通混改后明显具有超额收益	12
图 27: 中国联通混改后业绩提升	12
图 28: 国企改革三年行动提出后国资指数收益明显提升	13
图 29: 中航电子相对市场具有明显的超额收益	13

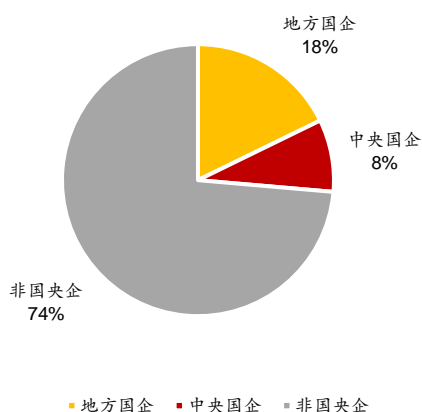
自去年 11 月证监会主席易会满首次提出“中国特色估值体系”以来，市场机构对“中特估”的内涵和实现路径做出了一系列的阐释，国央企价值回归作为“中特估”建设最直接的一环被市场持续关注。2022 年 5 月 27 日，国资委发布《提高央企控股上市公司质量的工作方案》，提出“增进上市公司市场认同和价值实现”，今年 1 月 5 日，国资委召开央企负责人会议，再次明确“以价值创造为关键抓手”，国央企的价值回归和“中特估”的建设在资本市场逐渐完善的过程中正在持续相互赋能。目前来看，国企改革进展仍然是资本市场关注度较高的热点，但在方向和目标上市场暂未达成清晰的路径共识。我们在“中特估”系列报告的前几篇中将对国企改革的历史和现状进行复盘，从企业角度观察国企改革带来的国央企价值变化，同时结合当下对于国企改革的最新思路，探讨现阶段实现“中特估”的路径。

## 1. 国央企的资本市场现状

### 1.1. 国央企的市值分布

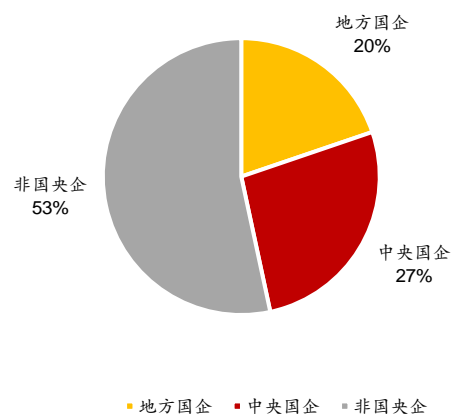
国央企是 A 股市场的重要组成部分，截至 2022 年底，A 股上市公司中央企占比 8%，地方国企占比 18%，而央企和地方国企的市值却在 A 股整体占比高达 27% 和 20%，国央企市值占比接近 A 股的一半。动态来看，早期国企在 A 股市值占比更高，随着非国企公司数量增长更快以及国企股价表现相对平淡，国企整体市值占比近年逐步下降。尽管国企利润规模更高，但国企市值占比已逐步回落至 47%。从行业分布来看，截至 2022 年底，央企占比明显在能源、金融、公用等传统领域仍然偏高，地方国企也呈现依靠资源禀赋的煤炭和食品饮料行业占比更高的格局，但即便如此，各行业也普遍呈现国企市值占比下降，即使在国企占比比较高的传统行业领域，国企尤其是央企上市公司市值在行业中的占比整体也呈现逐年回落的态势。从市值动态变化的角度来看，在 2010 年至今的时间段内，我们发现汽车行业呈现明显的市值占比持续下降的过程，与新能源汽车行业迅速发展、民营汽车企业上市呈现较强的相关性，另外值得注意的是，通信行业和非银行业相比其他年份市值占比有明显提升。

图 1：全 A 企业个数分布（截至 2022 年末）



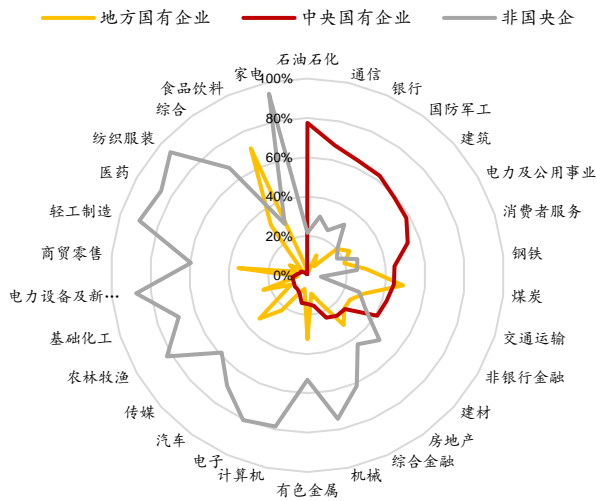
资料来源：wind，德邦研究所

图 2：全 A 总市值（2022 年末）分布



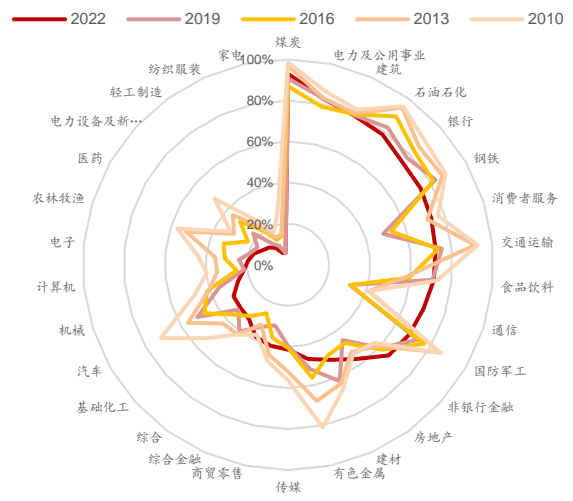
资料来源：wind，德邦研究所

图 3：截至 2022 年 A 股不同类型企业市值分布



资料来源：wind，德邦研究所

图 4：2010 年以来历年央企市值占比变化



资料来源：wind，德邦研究所

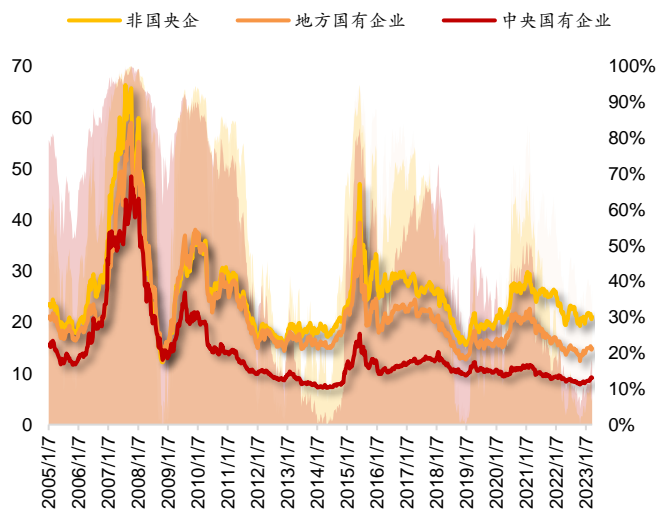
## 1.2. 国央企和非国央企的部分指标对比

### 1.2.1. 多数行业的国企相比非国企存在估值折价

整体估值方面，2010 年以来由于央国企的市场整体表现平淡，国企整体相比于非国企长期有折价，尤其是 2019 年以来折价程度持续加大，截至 3 月 24 日，国企 PE(TTM)/PB 估值为 14.85x/1.72x，央企 PE(TTM)/PB 估值为 9.14x/1.01x，近期估值有所修复但仍低于非国企 21.09x/2.78x。

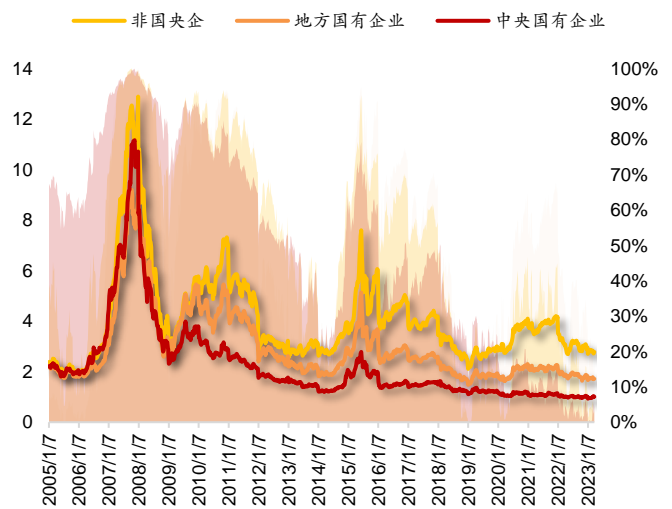
行业层面看，多数行业的国企相比非国企存在估值折价，市净率折价程度相比市盈率更明显。当前不同行业国企上市公司当前估值水平普遍处于历史低位，其中国企分布较为集中的建筑、钢铁、石油石化和通信等传统行业领域估值相较于非国企普遍有 40% 以上的估值折价。

图 5：PE (TTM) 估值及 05 年来历史分位



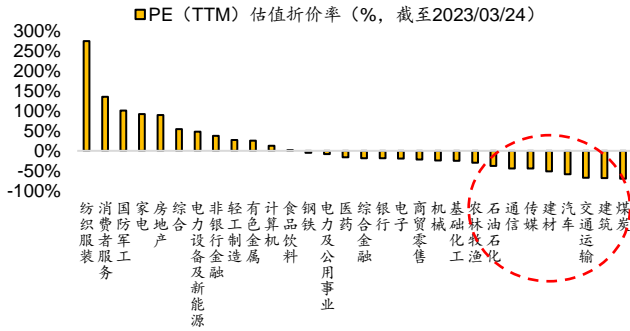
资料来源：wind，德邦研究所，实线为 PE (TTM)，面积为分位数（右轴），下同

图 6：PB (整体法) 估值及 05 年来历史分位



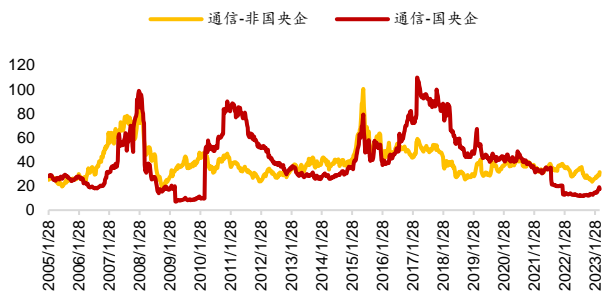
资料来源：wind，德邦研究所

图 7：估值折价率 (PE)



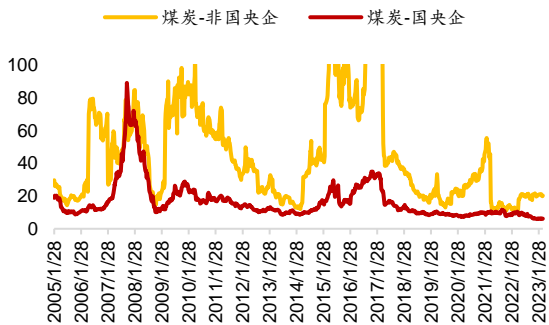
资料来源：wind，德邦研究所

图 9：通信行业历史 PE



资料来源：wind，德邦研究所

图 11：煤炭行业历史 PE



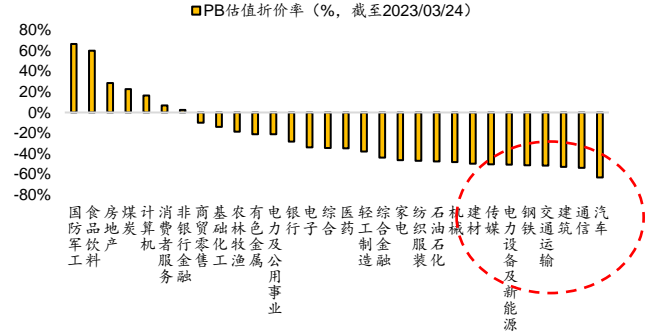
资料来源：wind，德邦研究所

图 13：石油石化行业历史 PE



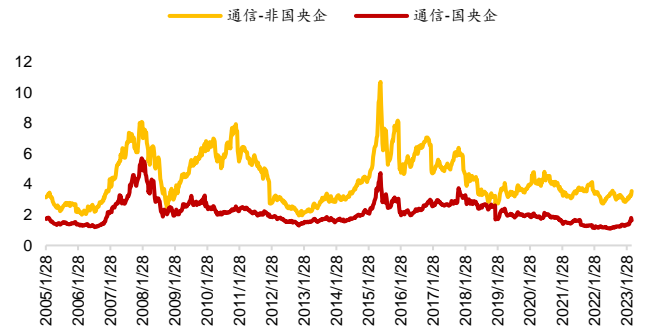
资料来源：wind，德邦研究所

图 8：估值折价率 (PB)



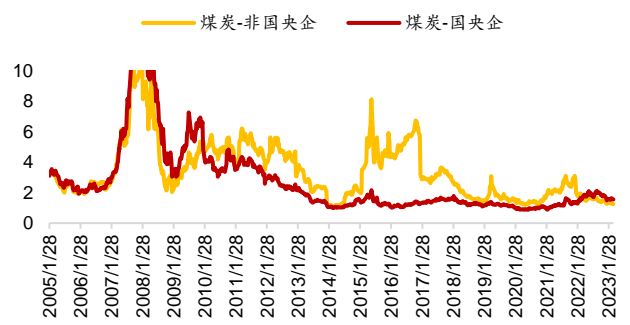
资料来源：wind，德邦研究所

图 10：通信行业历史 PB



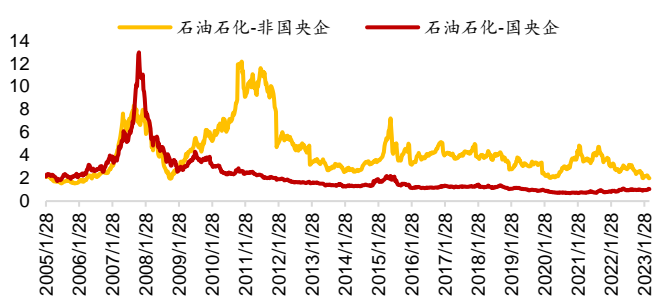
资料来源：wind，德邦研究所

图 12：煤炭行业历史 PB



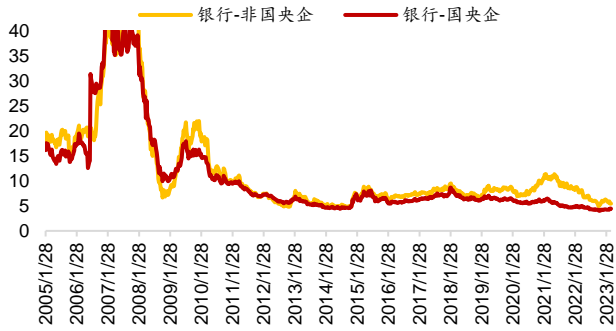
资料来源：wind，德邦研究所

图 14：石油石化行业历史 PB



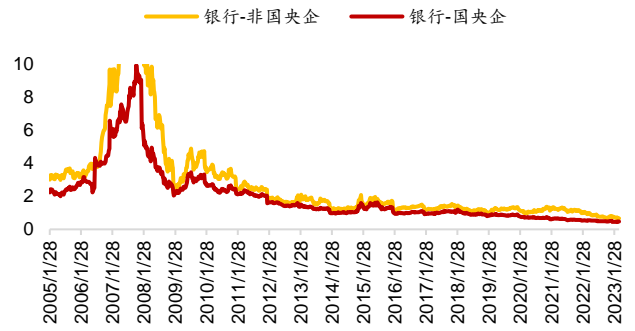
资料来源：wind，德邦研究所

图 15：银行行业历史 PE



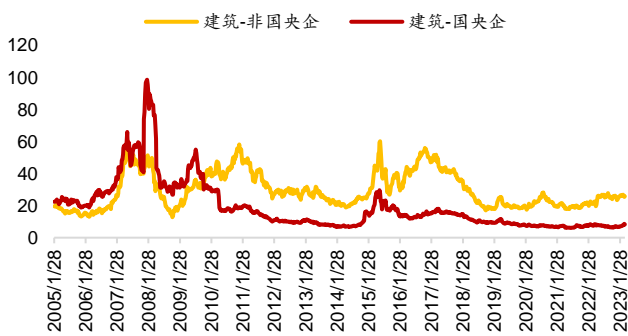
资料来源：wind，德邦研究所

图 16：银行行业历史 PB



资料来源：wind，德邦研究所

图 17：建筑行业历史 PE



资料来源：wind，德邦研究所

图 18：建筑行业历史 PB

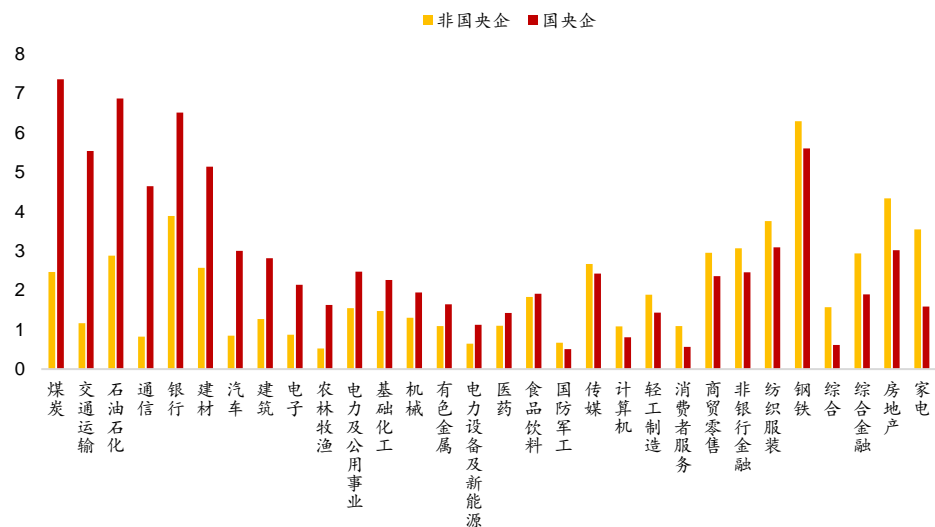


资料来源：wind，德邦研究所

### 1.2.2. 多数行业的国企相比非国企股息率较高

从股息率上看，多数行业的国企相比非国企股息率较高，其中国企分布较为集中的煤炭、交运、石油石化、通信、银行等传统行业领域股息率相较非国企普遍有 2% 以上的股息率优势。

图 19：2022 年分行业股息率对比 (%)



资料来源：wind，德邦研究所

## 2. 2013 年以来国企改革历程的复盘

国有企业作为中国特色社会主义经济发展的“顶梁柱”，不仅为中国经济稳定发展提供了必要的支撑，同时也是维护中国经济独立和国家安全的重要保障。而国企改革是中央实施做强做大国有企业方针的重大战略步骤，整体上看，国企改革是一个“摸着石头过河”的“试错”过程，是中央推动与地方实践上下结合的产物。回顾历史，我国国企改革大致已经历如下四个阶段：

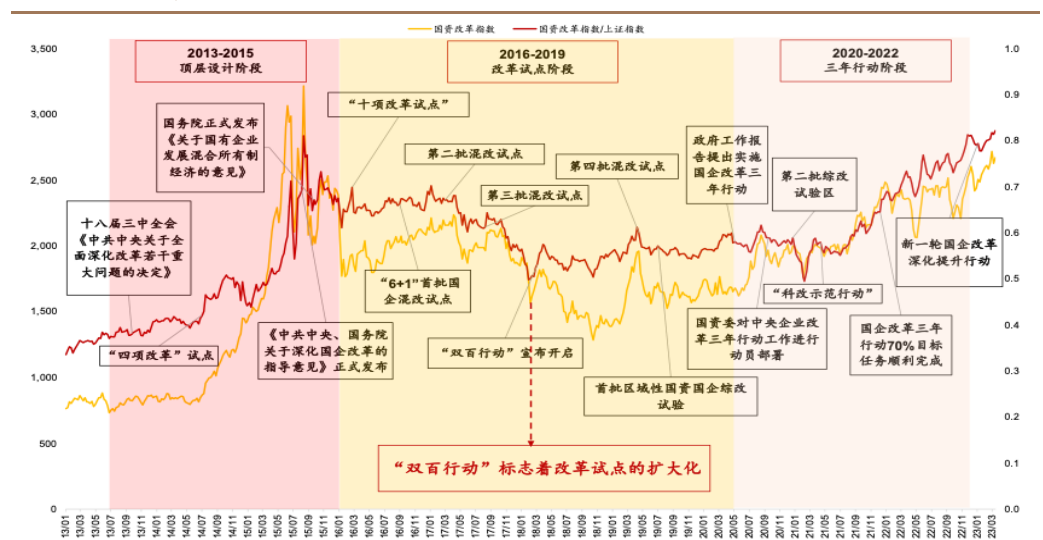
①第一阶段始于 1978 年，国企从完全计划经济模式转向了自主经营、自负盈亏。1978 年十一届三中全会确定改革开放基调，通过了扩大自主权和利润留成、利改税、承包经营责任制等多项改革措施。

②第二阶段始于 1993 年，国企通过兼并重组、下岗分流和债转股等措施，提高了盈利能力。1993 年中央建立现代企业经营管理体制，强调“产权清晰、责权明确、政企分开、管理科学”，并通过“抓大放小”引入了竞争淘汰机制，提升了市场效率。

③第三阶段始于 2003 年，国企进行了以股份制为主要形式的现代产权制度改革。2003 年国资委正式成立，基于“归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅”的现代产权制度改革，国企劳动生产效率逐步提高，盈利能力也持续增强。

④第四阶段始于 2013 年，十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》首次提出，要积极发展混合所有制，完善国有资产管理体制，从“管企业”转变为“管资本”。随着经济步入“新常态”，改革进入“深水区”，国企改革将在监管、产权、经营等多个方面全面深化。

图 20：国企改革的三个阶段



资料来源：wind，德邦研究所

具体到 2013 年开始的新阶段国企改革，截至 2022 年国企改革三年行动圆满收官，其间又可分为如下三个阶段：

①2013 年 11 月-2016 年 6 月的政策框架顶层设计阶段。在这一阶段，“1+N”制度体系的国改政策框架顶层设计基本完成；②2016 年 7 月-2020 年的国企改革试点探索阶段，其中又以 2018 年 3 月宣布开启的“双百行动”作为局部试点向

广泛试点转变的分界时点。在这一阶段，国企改革尤其是作为重点的混改，逐步从局部试点进入广泛试点，国改向前迈出一大步。同时，区域性国资国企综合性改革试验也开始启动；③2020年-2022年国企改革三年行动阶段，国企改革进入纵深推进期。国企改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图，其主要目标任务目前已经完成。国资委表示，国企改革三年行动实现了“三个明显成效”预期目标：在形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制上取得明显成效，在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效，在提高国有企业活力和效率上取得明显成效。

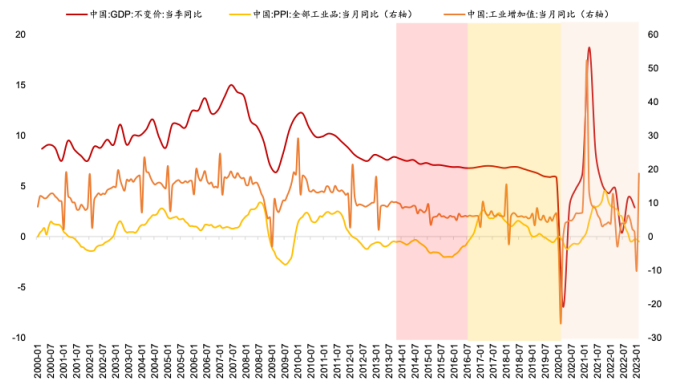
### 2.1. 2013年11月-2016年6月：政策框架顶层设计阶段

2013年7月23日，国家主席习近平在湖北省武汉市主持召开部分省市负责人座谈会，征求对全面深化改革的意见和建议并作了重要讲话。习近平主席在此次的武汉讲话中提出了六大改革问题，这六点或多或少都与规范国有企业行为、引导国有企业发展方向有关。11月，十八届三中全会召开，提出“推动国有企业完善现代企业制度”，会上通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，这一文件在国企改革领域提出了几个建设方向，包括：1) 发挥市场在资源配置中的决定性作用；2) 发展混合所有制经济；3) 将国有资本更多投向重要行业和关键领域；4) 划转国有资本充实社保基金，提高国企上缴财政比例；5) 实现政企分开；6) 准确界定国有企业功能；7) 开放竞争性业务，打破行政垄断；8) 改善国企治理结构等。这次会议的精神也为新一轮国企改革定下了发展基调。

从经济基本面上看，12-14年我国经济增速开始趋于平缓，14年下半年-15年增速出现进一步下滑。从整体的企业盈利层面看，PPI和工业增加值代表的整体量价也开始出现下滑。总体上，我国宏观经济的波动开始呈现逐步收敛的态势。然而，在经济和通胀均较弱的大背景下，权益市场却大幅上涨，市场逐渐从结构牛市走向全面牛市。一方面，11-12年熊市后，市场风险偏好已被压制到极低的位置，风险溢价来到历史高位，全面深化改革元年的开启迅速释放了被压制的市场情绪，市场重新活跃；另一方面，市场对经济改革创新的预期在以TMT板块基本上得以验证，以移动互联浪潮为主线的创业板牛市正式开启，成长风格率先领涨。14年后，随着“国企改革”、“一带一路”、“自贸区”等主题概念的兴起，此前表现较弱的价值板块也开始补涨。从市场表现看，这一段时期属于主题策略起步时的预期升温阶段，市场关于改革的预期打开后，推升股价持续上行。可以说，政策环境和对国企改革的预期也是推动当年牛市的重要因素之一，国资改革指数在这一时期表现出良好的绝对收益和相对收益。

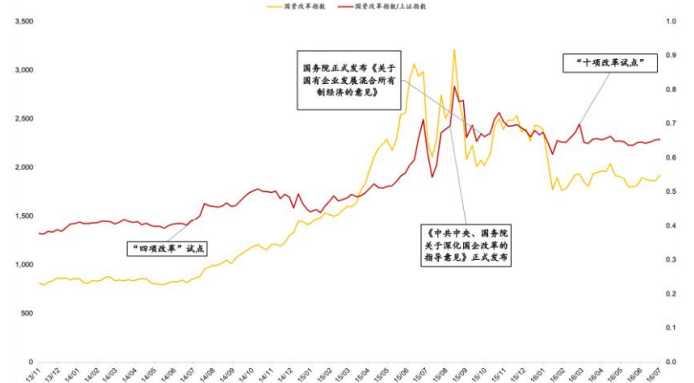
这一阶段，新一轮国企改革刚刚起步，整体以政策层面的顶层设计为主，行情多受政策面催化影响。实际案例上看，中石化的改革打响了国企混改的“第一枪”。2014年2月19日，中国石化发布公告，宣布率先推出油品销售业务引入社会和民营资本实现混合经营。这一消息在短期刺激了股价迅速攀升，中石化前三季度相对市场维持了较长时间的超额收益。9月后，多家基金及险资合计25位投资者千亿增资中国石化销售公司，然而，其中多数投资者仍为国企，民营企业参与者屈指可数，这一增资方案并未带来预期的重大变化，中石化股价有所回落。回头看，此次改革中，中石化拿出的是其销售板块而非核心的上游勘探和中游炼化板块向民营资本放开，并且整体比例也不超过30%，仅仅是国企混改的尝试性案例，但其为国企引进民营资本改善公司治理结构以及提高国有资产运营效率起到了一定的示范带头作用。

图 21：国企改革期间经济状况（%）



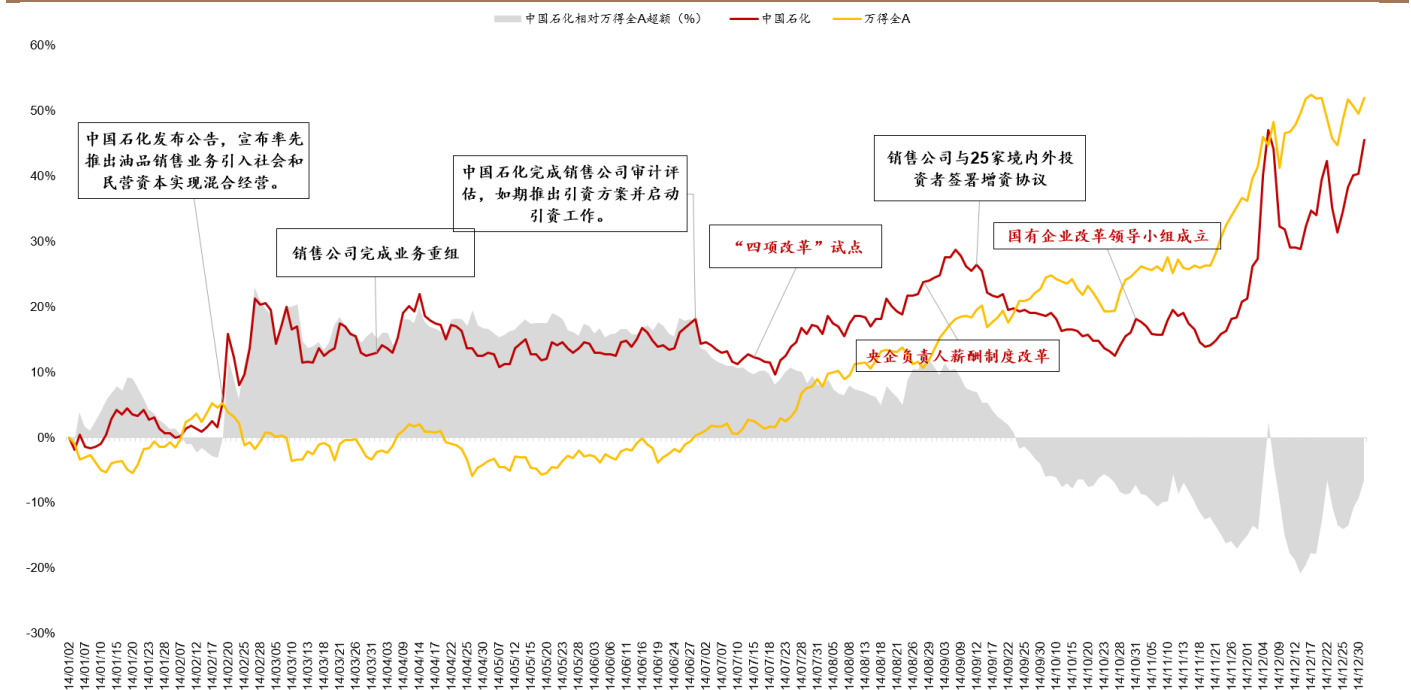
资料来源：wind，德邦研究所

图 22：国企改革指数表现



资料来源：wind，德邦研究所

图 23：中石化改革案例



资料来源：wind，德邦研究所

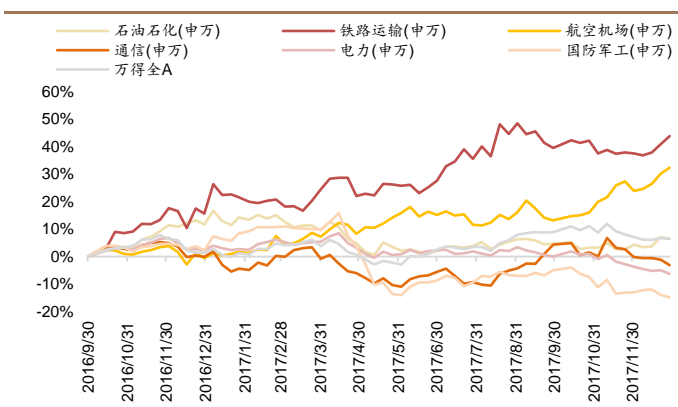
## 2.2. 2016 年 7 月-2020 年：国企改革试点探索阶段

2016 年 7 月，国资委公布了“十项改革”试点公司名单，多家央企入围，相比 2014 年的“四项改革”，试点范围进一步扩大。这一阶段的国企改革试点逐步铺开，改革进入试点探索期。本轮国企重点在混改，2016 年底召开的中央经济工作会议重点提及混改加速，而混改的力度很大程度上体现为改革行业领域的拓展，特别是向一些传统的垄断性领域开放混改，电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工七大关系国民经济命脉的垄断行业成为央企混改的重点。18 年 8 月开启的“双百行动”更意味着改革试点和改革领域的进一步扩大化，国有企业通过股权多元化、混合所有制改革，健全法人治理结构，完善市场化经营机制，健全激励约束机制等方式进行改革。同时，19 年 7 月，上海、深圳进行区域性国资国企综合性改革试验，沈阳启动国资国企重点领域和关键环节改革专项工作，混改工作的重心也逐渐开始下移。

从经济基本面上看，2016年是“十三五”规划开局之年，“十三五”时期，中国经济发展的显著特征是进入新常态。“认识新常态、适应新常态、引领新常态”也是15年中央经济工作会议对经济发展大逻辑的关键判断。中国经济进入结构性减速，但从整体的企业盈利层面看，由于供给侧改革下去产能、去库存政策效果逐步显现，供需情况发生变化，叠加国际大宗商品价格上涨带来的输入性原因，2016-2017年的价格水平中枢出现抬升，18年后开始回落。而权益市场在宽松政策与供给侧改革的催化下，经历了16-17年价值风格回归下的结构性牛市，18年初触顶回落。对于这一阶段的国企改革主题来说，市场更为注重政策推进下的预期验证，因此短期而言，关键政策事件的影响较为明显。但从整体上看，由于18年“双百行动”开启前，政策和实质性进程并未达到市场预期，这一阶段的国企改革指数呈现绝对收益和相对收益同步回落的态势。但随着“双百行动”的不断进展，国企改革指数又重新进入缓慢的拉升阶段。在这一阶段，随着改革试点范围的逐渐扩大，混改也逐渐从顶层设计阶段的形式混改走向实质混改，混改力度进一步加大。2016年9月，中央经济工作会议表示，混合所有制改革是国企改革的重要突破口，要求在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。与此同时，国家发改委会同国资委等部门在上述七大领域选择了7家企业或项目，东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶等央企被列入首批试点，开展第一批混合所有制改革试点。

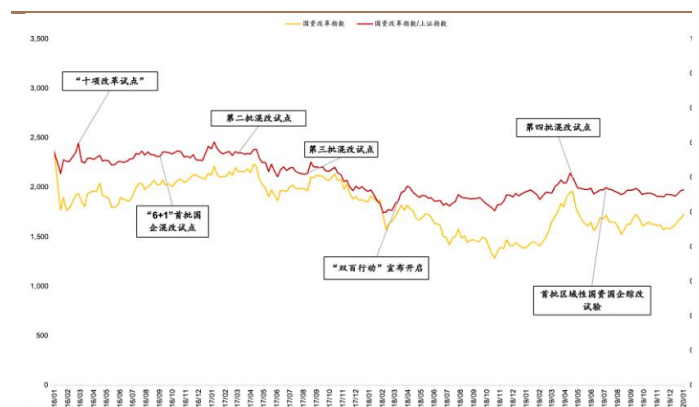
从实际案例上看，中国联通的混改是这一阶段具有代表性的、力度较大的方案，其当时备受瞩目的原因之一即先后引入了BATJ作为具有协同效应和领先优势的战略投资者，在4G时代逐渐掉队的中国联通，反而率先成为了混改的先行者。从股价表现上看，联通混改在2016年9月就开始成为市场关注的焦点，自国家发改委召开专题座谈会研究部署国有企业混改试点，即所谓的“6+1”试点开始，联通股价就开始不断攀升，可见在国企改革的这一阶段，先觉的资金已能更好地提前布局混改。而到联通发布混改方案并复牌后，股价仍然短暂拉升，18年初A股市场触顶后持续下跌，联通股价也随之下行，但在2018年全年维度下，其相对市场仍有较好的累计超额收益。原因在于联通混改元年后，联通体制机制发生变化，对业绩的正效应也逐步显现。从财务指标上看，17年混改后，在运营商提速降费的大背景下，中国联通的营收仍然实现小幅增长，净利润大幅增长；战投的引入更是使得资产负债率逐步下行，财务状况得到改善；混改还改善了联通的盈利能力，费用逐步下降，销售毛利率和销售净利率同步上升；员工薪酬也出现显著增加，逐步与市场接轨。综合而言，中国联通的混改有效实现了国有股东价值、公司价值及员工价值的有机统一，实现了多方共赢。

图 24：传统垄断性领域开放混改后明显收益提升



资料来源：wind，德邦研究所

图 25：国企改革指数表现



资料来源：wind，德邦研究所

图 26：中国联通混改后明显具有超额收益



资料来源：wind，德邦研究所

图 27：中国联通混改后业绩提升

财务指标	17-18走势	2017一季报	2017中报	2017三季报	2017年报	2018一季报	2018中报	2018三季报	2018年报
归属母公司股东的净利润(同比增长率)(%)		88.29	74.34	168.42	176.39	374.75	231.84	164.50	658.28
营业收入同比增长率(%)		-1.90	-1.49	-0.66	0.23	8.59	7.92	6.77	5.84
资产负债率(%)		61.47	61.02	60.24	46.48	45.89	43.51	42.72	41.50
销售净利率(%)		1.20	1.70	1.92	0.61	3.98	3.95	3.60	3.20
销售毛利率(%)		24.97	25.35	25.71	24.69	26.45	26.81	26.99	26.57
支付给职工以及为职工支付的现金(十亿元)		9.56	17.97	26.92	41.24	10.31	19.25	29.70	44.70

资料来源：wind，德邦研究所

### 2.3. 2020 年-2022 年：国企改革三年行动阶段

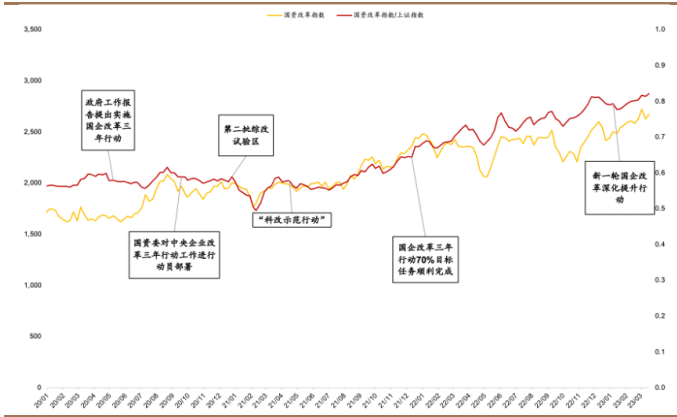
2019 年 12 月 12 日，中央经济工作会议在部署 2020 经济工作时提出“要制定实施国企改革三年行动方案，提升国资国企改革综合成效”。2020 年 6 月的国企改革三年行动方案提出了“一个方向+七大内容+五个发力点”，国企改革三年行动是落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的施工图，本次方案相比以往在更大范围、更深层次推动国企改革。22 年 5 月，为继续落实国改三年行动计划，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，推动央企控股上市公司持续优化经营、做大做强，并要求在 2024 年全面验收评价。这一阶段的国企改革在重要制度完善方面取得较大进展，中央企业战略性新兴产业布局重磅举措频出。2022 年，决战决胜国企改革三年行动实现高质量圆满收官。

从经济基本面上看，2020 以来新冠疫情持续蔓延，叠加全球其他不确定性因素，对我国经济增长和企业发展产生了显著不利影响。从 2020 年 1 月起的严防严控，到 2023 年 1 月全面放开，疫情三年间的经济增长出现巨幅波动，2020 年，我国在经历了封控后首先走出疫情阴霾，而海外则深陷在疫情反弹的泥潭，中美周期开始错位；2021 年，伴随着地产回落、限电限产、极端天气以及疫情反弹，我国经济下行压力加大；2022 年，国内经济在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，呈现先走弱后反弹态势。受 2018 年金融去杠杆和中美贸易摩擦的影响，股市大幅调整。19 年初的流动性宽松开启了一轮慢牛，A 股市场自 19 年初反转后一路上扬至 21 年中，21 年下半年随着经济进入“类滞胀”阶段，叠加 22 年国内疫情反复、美联储加息以及俄乌冲突三因素共振，市场开始震荡并随后逐步回调。这一阶段的国资改革指数呈现绝对收益和相对收益震荡上行的态势，由于国企主要集中于石化、钢铁、煤炭等周期性行业，经济的下行导致行业基本面恶化，指数出现一定回调，但伴随着俄乌冲突对于供应链的扰动和全球能源格局的影响，上游资源品和大宗商品成为全年表现最好的方向。同时，国改三年行动划下，国有企业内部的三项改革实现突破进展，现代企业制度建设不断推进，企业经营能力不断提升；国央企的战略性重组、专业化整合以及并购取得重大进展，国有资本布局不断优化，国企本身的新发展也推动了国资改革指数上行。

从实际案例上看，中航电子是央企专业化整合中一个具有代表性的案例。中航电子历经多次资产整合优化，在国企改革三年行动阶段，公司于 2020 年完成亏损子公司宝成仪表股权转让，进一步优化资产结构。公司 2018 年业绩下滑，主要受航空产品毛利率下滑以及子公司宝成仪表亏损扩大影响；2019 年公司业绩

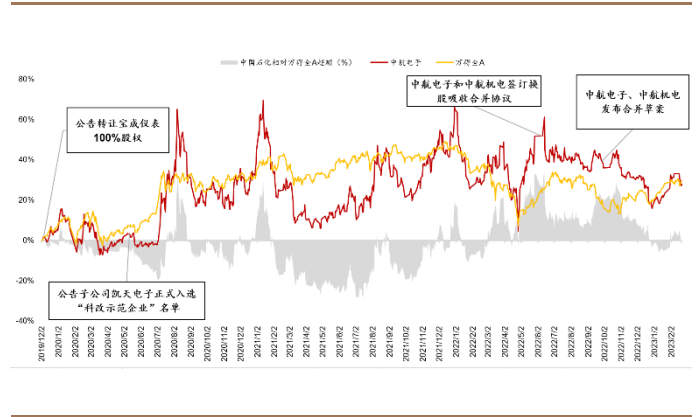
逐渐改善。2020年初，剥离亏损资产后，公司整体盈利能力进一步提升，2022Q1归母净利润同比增长显著。2022年9月，中航电子与中航机电发布合并草案，拟实现航空电子系统和航空机电系统的深度融合。作为航电系统和航空机电市场的主要供应商和龙头企业，中航电子和中航机电的整合将实现航空电子系统和机电系统的专业化整合，有利于提升资源配置效率，发挥协同效应，吸收合并期间，虽然市场持续下跌，但中航电子相对市场具有明显的超额收益。

图 28：国企改革三年行动提出后国资指数收益明显提升



资料来源：wind，德邦研究所

图 29：中航电子相对市场具有明显的超额收益



资料来源：wind，德邦研究所

从复盘结果来看，2013年以来国企改革在不同阶段下的背景都有所差异，导致各阶段不同的行业的典型代表案例各具特异性，尽管国资指数在每一轮国企改革行动开始后均有一定程度的提升，但企业本身和所属行业的相对收益提升可能较国资整体指数表现更明显。因此，在下一篇“中特估”系列报告中，我们将对不同阶段的国央企实际的业绩表现进行梳理，结合最新的国企改革思路探讨未来国央企改革的路径。

### 3. 风险提示

一季报业绩下修，产业政策不及预期，经济数据不及预期

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名，ISI Emerging Markets Group 2021 杰出成就分析师。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大校外研究生导师。

潘京，德邦证券宏观分析师。武汉大学金融学，诺欧商学院投资专业硕士，5 年宏观策略研究经验。2021 年加入德邦证券研究所。擅长从宏观视角出发研究产业（5G、半导体、新基建、新零售等）代际变迁，探讨宏观议题对市场影响的传导机制进行大势研判和资产配置，结合行业景气 and 盈利估值等中微观数据预判行业轮动和市场风格。荣获 2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级	买入		相对强于市场表现 20% 以上；
	增持		相对强于市场表现 5%~20%；
	中性		相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持		相对弱于市场表现 5% 以下。
行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
	中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
	弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。