



中信证券
CITIC SECURITIES

中国特色估值体系专题：新窗口期，ESG 助力国企可持续发展

ESG 投资策略系列 | 2023.4.11

中信证券研究部

核心观点



张若海
ESG 研究
首席分析师
S1010516090001



宋广超
ESG 研究分析师
S1010522090005

二十大以来，国企迎来全面发展的新窗口期，央企平均 PE 由 2022 年 11 月初的 46 倍上升至 2023 年 3 月底的 53 倍。ESG 主题与国企长期可持续发展的精神契合，ESG 评价是把握本轮国企全面发展红利的抓手。MSCI ESG 评价体系和中证 ESG 评价体系均可与国企可持续发展价值对标，国内机构 ESG 一致性评价过去 6 年间最大多空组合收益率达 25.91%。我们以公司治理为本，以绿色、负责任的高质量发展为纲，构建了包含 30 个三级议题的中信证券国企 ESG 评价体系。

■ 新时代以来，特别是二十大以后，国企迎来全面发展的新窗口期。1) 政策层面，国家不断强调国有企业的重要作用，涉及发展与安全、投资、公司治理、资本市场等方面；2) 上市公司层面，国企在国民经济中的压舱石角色更为明显，国有企业在能源安全、金融安全、国防安全、基础设施建设、公益事业等方面占有主导地位，有力保障了关键产品与服务的供应和价格稳定，对国民经济的影响重大；3) 资本市场层面，自上而下监管不断鼓励国企与资本市场互动，自下而上国企也更加重视与资本市场的交流，央企投资者关系活动逐年增多，资本市场上国企价值有望重估。

■ ESG 主题与国企长期可持续发展的精神契合，ESG 评价是把握国企全面发展红利的抓手。1) ESG 监管要求助力国企 ESG 发展。国企自创立之初就承担着重大的 ESG 责任，并在长期发展过程中不断兑现。双碳目标下，国际和国内监管压力促进国企更加重视 ESG 治理，根据 ISSB（国际可持续准则理事会）消息，国际 ESG 信披标准将于 2023 年出台，2024 年实施；根据财政部与证监会对 ISSB 的书面回复，我们预计国内 ESG 信披标准将于 2025 年出台，2028 年实施；根据《中国证券报》报道，国资委正研究推动央企控股上市公司 2023 年全部实现 ESG 信息披露。2) 定性分析上，国内外 ESG 评价体系可以很好地与国企可持续发展价值对标。国外方面，MSCI ESG 评价体系对外资引导能力较强；国内方面，中证 ESG 评价体系受到监管和买方认可。对比两家机构的 ESG 评分体系，其中环境、人力资源、产品和服务质量、公司治理等议题对国企长期可持续发展具有重要借鉴意义。3) 定量分析上，国内机构 ESG 一致性评价在长时间维度呈现出投资有效性，过去 6 年多空组合收益率达 19.00%，6 年间最大多空组合收益率达 25.91%；但海外机构 ESG 一致性评价与收益率呈现明显的倒挂趋势，这可能源于海外机构的系统性偏见，印证了结合国企长期发展逻辑，构建本土国企 ESG 评分体系的必要性。

■ 在国企全面发展新窗口期，ESG 评价以公司治理为基础，追求更绿色、更具社会责任的高质量发展。1) 在公司治理维度，三会一层均可通过结构设计助力国企提升和自理能力，包括股权结构、董事专业背景、监事会参与深度、管理层薪酬和股权激励等。2) 在环境维度，国企应当主动探索碳减排路径，并积极开拓绿色业务机会，助力我国碳达峰碳中和目标实现。3) 在社会责任维度，以主业服务国家重大战略需求是国企践行社会责任最系统、最有效的方式，包括国家安全、高质量发展和共同富裕三条主线。4) 国企 ESG 评价体系：结合以上分析，我们构建了包含 30 个三级议题的国企 ESG 评价体系。

■ 投资建议：基于国情特色 ESG 评价体系，建议关注在公司治理方面评分领先，在环境与社会责任方面，绿色业务机会与高质量发展可比表现优异的国有企业。

■ 风险因素：政策解读不准确；政策推行不及预期；宏观经济运行状况不及预期；国企经营状况恶化；资本市场波动。

目录

国企迎来全面发展新窗口——政策驱动，产业为本，资本为器	3
新政策红利——高质量发展为先，新政策驱动不断	3
新动能发展——压舱石角色明显	5
新参与定位——主动拥抱资本市场，期待价值重估	6
ESG 全面助力国企长期可持续发展——定性锚定国家战略，定量投资有效性显著	7
ESG 监管要求助力国企 ESG 发展	8
国内外 ESG 评价体系与国企可持续发展价值对标	8
国内外 ESG 评价体系下国企表现——国内投资有效，国外偏见显著	11
国企新发展窗口期 ESG 评级重点关注——治理为本，高质量发展为纲	12
公司治理：三会一层提升国企治理能力	13
环境：碳转型下彰显国企领头雁作用	14
社会责任：以主业服务国家重大战略需求	15
投资结论	17
风险因素	17

插图目录

图 1：A 股各行业国企和央企市值占比	6
图 2：近 5 年公有制企业与中央国有企业投资者关系活动次数	7
图 3：2022 年 11 月以来上市公司 PE(TTM)变化	7
图 4：国内 ESG 机构对公有制上市企业 ESG 一致性评价	12
图 5：国外 ESG 机构对公有制上市企业 ESG 一致性评价	12

表格目录

表 1：二十大以来涉及国企的相关文件和会议	3
表 2：MSCI 评价体系与国企价值对标	9
表 3：中证 ESG 评价体系与国企价值对标	10
表 4：世界主要发达经济体和我国实现“碳达峰、碳中和”目标的时间表	14
表 5：中央企业经营指标体系和目标任务	16
表 6：国企 ESG 评价体系	16

正如 2022 年中央经济工作会议所言，过去 5 年，“我们经受了世界变局加快演变、新冠肺炎疫情冲击、国内经济下行等多重考验”，新时代 10 年，“我国经济社会发展取得历史性成就、发生历史性变革、转向高质量发展”。在新的时代背景下，三年国企改革正式收官，如何面对经济形势的变化、国际形势的变动、生产要素的变革、自身使命的升华，关系到国有企业未来的发展前途，同时也深刻影响资本市场对国有企业的预期。结合当前国际潮流，我们认为 ESG 理念与可持续发展理念不谋而合，ESG 评价将指引国有企业承担国家重大战略需求，履行社会责任，践行高质量发展。因此，我们提出中国特色 ESG 评价体系融入中国特色估值体系，希望 ESG 主题成为国企发展的新动能。

■ 国企迎来全面发展新窗口——政策驱动，产业为本，资本为器

新时代以来，特别是二十大以后，无论是政策层面的强调，还是产业层面的进步，亦或是资本市场的反馈，都预示着国企将迎来全面发展的新窗口期。

新政策红利——高质量发展为先，新政策驱动不断

二十大以来，国家政策不断强调国有企业的重要作用。在经济增速放缓、贸易摩擦风险加剧的大背景下，国家对国有企业，特别是中央国有企业的重视程度不断加深。1) 在发展方面，强调国企提质增效、扩收增利，将国企考核指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标，努力建设世界一流企业。2) 在安全方面，强调国企在确保粮食安全、能源资源安全和重要产业链供应链安全方面发挥作用。3) 在投资方面，鼓励国有企业开展研发、开展基础设施建设。4) 在公司治理方面，强调建立中国特色现代企业制度，建立合理的人才激励制度。5) 在资本市场方面，一方面提倡中国特色现代资本市场和中国特色估值体系，更好地发挥资本市场的资源配置功能，另一方面强调国企对资本市场的稳定作用。

表 1：二十大以来涉及国企的相关文件和会议

日期	文件/会议	机构/个人	摘要
2022-08-01	《努力建设中国特色现代资本市场》	证监会主席 易会满	坚持党对资本市场工作的全面领导，确保发展方向始终正确。坚持实事求是，坚定走中国特色资本市场发展之路。坚持市场化法治化，营造稳定、透明、可预期的发展环境。坚持系统观念，着力构建各方共建共治共享的治理新格局。坚持统筹好改革发展稳定，推动资本市场行稳致远。
2022-08-23	《中央企业合规管理暂行办法》	国资委	深化法治央企建设，推动中央企业加强合规管理，切实防控风险，有力保障深化改革与高质量发展。
2022-10-16	二十大报告	中共中央	深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业。
2022-11-11	《关于支持央企发行科技创新公司债券的通知》	证监会 国资委	一是通过优化市场服务运行机制等方式多措并举支持央企发行科技创新公司债券募集资金，并积极支持央企开展数据中心等新型基础设施领域 REITs 试点，促进盘活存量资产、扩大有效投资；二是鼓励央企增加研发投入，同时将募集资金通过多途径带动中小企业创新协同发展；三是增强证监会与国资委在规范与服务央企科创融资等方面的政策协同，形成引导金融资源向科技创新领域聚集的合力。
2022-11-01	《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》	财政部	优化在用资产管理、推进资产共享共用、加强资产调剂、实施公物仓管理、开展资产出租或者处置、探索资产集中运营管理。
2022-11-23	推动提高上市公司	证监会	在优化制度规则体系、聚焦公司治理深层次问题等八方面作出部署，力争到 2025 年，

日期	文件/会议	机构/个人	摘要
	质量三年行动方案(2022-2025)		上市公司结构更加优化，市场生态显著改善，监管体系成熟定型，上市公司整体质量迈上新的台阶。
2022-11-29	2022 金融街论坛年会	证监会主席易会满	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。
2022-11-30	《支持国有企业办医疗机构高质量发展工作方案》	国资委 卫健委 中央编办 发改委 教育部 科技部 民政部 财政部 人社部 自然资源部 商务部 医保局 中医药局	加强国有企业办医疗机构的统筹规划，纳入区域卫生规划，并纳入分级诊疗和医疗急救体系。按照自愿申请、多方评估、协商签约的原则，将符合条件的国有企业办医疗机构纳入医保定点范围。
2022-12-02	《国有企业科技人才薪酬分配指引》	人社部	对战略性、关键性领域核心岗位和承担重大科技项目、专项攻关任务，以及作出重大突出贡献的科技人才，可设置特定岗位津贴、专项任务津贴等。企业可按照国家有关规定对符合条件的科技人才实行股权激励。
2022-12-02	《中央企业综合服务三年行动计划》	上交所	涉及央企上市公司的主要举措有三方面。一是服务推动央企估值回归合理水平。二是服务助推央企进行专业化整合。三是服务完善中国特色现代企业制度。
2022-12-14	《扩大内需战略规划纲要(2022—2035年)》	中共中央 国务院	鼓励和引导非国有资本投资主体通过参股控股、资产收购等多种形式，参与国有企业改制重组。完善国有产权交易制度，完善农村集体产权确权和保护制度。
2022-12-28	2022 中国企业改革发展峰会暨成果发布会	中国企业改革与发展研究会 清华大学中国现代国有企业研究院	2022 国资国企改革十件大事：一、国资国企作为经济社会发展“稳定器”“压舱石”作用进一步凸显；二、持续深入加强党的建设，筑牢企业“根”和“魂”；三、国企改革三年行动主体任务胜利收官，国资国企改革迈上新台阶；四、央企战略性重组和专业化整合有力有序推进，国有经济布局进一步优化；五、科技创新、关键核心技术攻关效果显著成果丰硕；六、“双百行动”“科技示范行动”“区域性综改试验”等取得重要成就，专项工程彰显创新引领；七、勇当“主力军”“排头兵”，在加快建设世界一流企业的新征程上作出国资国企更大贡献；八、国资监管体制进一步健全，推动构建国资监管大格局；九、国资国企加快数字化转型，赋能高质量发展；十、践行 ESG 理念，在构建中国特色的 ESG 生态体系中充分发挥国资国企引领作用
2022-12-30	2023 年全国能源工作会议	能源局	深入推进能源革命、确保能源安全、推进碳达峰碳中和、规划建设新型能源体系、科技自立自强、积极参与应对气候变化全球治理。
2023-01-05	中央企业负责人会议	国资委	会议明确，2023 年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、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。国资央企要更加突出高质量发展首要任务，扎实推进提质增效稳增长，提振发展信心，扩大有效投资，加强市场研判，努力扩收增利，强化精益管理，提升质量效益。
2023-01-17	2022 年中央企业经济运行情况新闻发布会	国资委	2022 年，中央企业累计实现营业收入 39.4 万亿元，同比增长 8.3%。全年累计上交税费 2.8 万亿元，同比增长 19.3%。
2023-01-19	《金融机构国有股权董事议案审议操作指引(2023 年修订版)》	财政部	更好地履行国有金融资本出资人职责，进一步厘清国有股权董事职责边界、明确国有股权董事履职责任、规范国有股权董事议案审议工作，切实发挥国有股权董事在金融机构公司治理中的作用。
2023-01-31	《优化中央企业经营指标体系 推动加快实现高质量发展》	国资委副主任袁野	国资委将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。进一步调整优化经营指标体系，对推动中央企业加快实现高质量发展意义重大。
2023-02-13	《关于做好 2023 年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》	国资委	要求中央企业提振发展信心，把稳投资工作放在更加重要的位置；要加大民生重点领域补短板力度，高质量共建“一带一路”；中央企业要实施现代产业链链长行动计划，推动资源向产业链基础领域和高端环节集中；要加快传统产业改造升级，推动高端化、智能化、绿色化发展和数字化转型。
2023-02-16	《当前经济工作的几个重大问题》	习近平	切实落实“两个毫不动摇”，深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。
2023-02-17	《为全面建设社会	国资委主任	扎实推动中央企业提质增效稳增长，扩大有效投资，努力扩收增利，做好保供稳价；

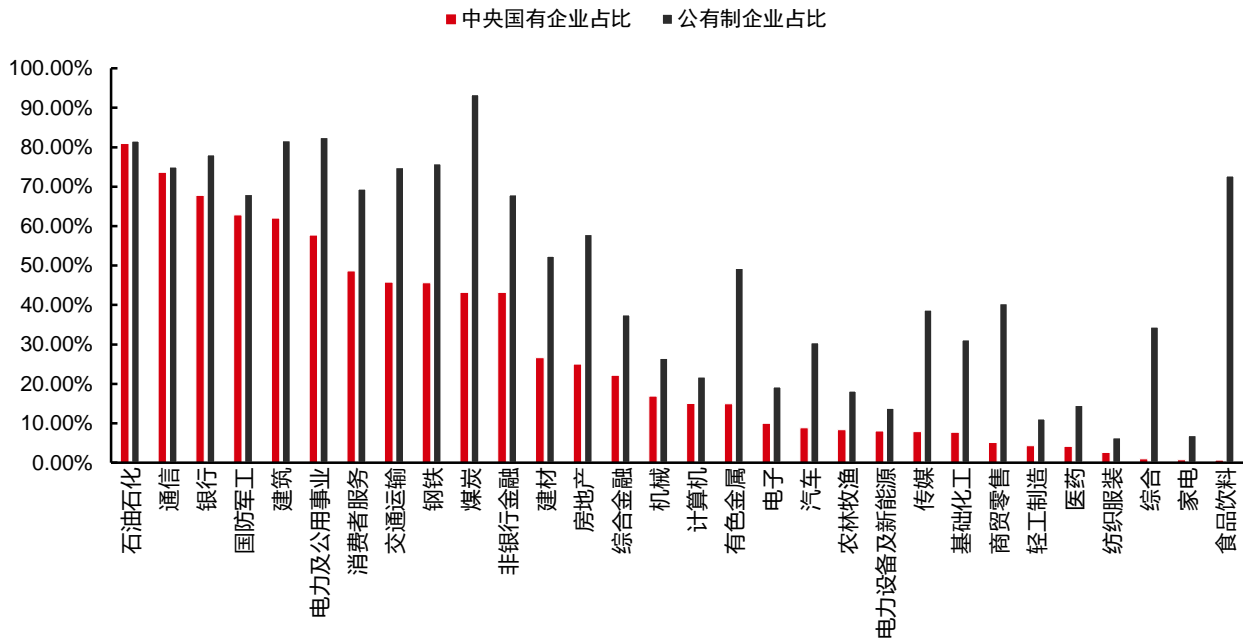
日期	文件/会议	机构/个人	摘要
	主义现代化国家开好局起好步作出国资央企更大贡献》	张玉卓	着力打造创新型国有企业；开展新一轮国企改革深化提升行动，适时组建新的国有资本投资运营公司，建设一批主导全球产业链供应链价值链的龙头企业；加快实现产业体系升级发展。
2023-02-28	《关于印发创建世界一流示范企业和专精特新示范企业名单的通知》	国资委	在 11 家中央企业创建世界一流示范企业工作取得积极成效的基础上，国务院国资委组织中央企业和地方国资委同步开展创建世界一流示范企业和专精特新示范企业“双示范”行动，确定了 7 家创建世界一流示范企业的地方国有企业，和 200 家创建世界一流专精特新示范企业。
2023-02-28	中央企业提高上市公司质量工作专题会	国资委	统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量。要以“落实机制、抓好进度、干出成效”为重点落实下一阶段工作，让市场和投资者看到实实在在的成效。
2023-03-03	国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议	国资委	国有企业要突出效益效率，突出创新驱动，突出产业优化升级，突出服务大局。国资央企要把价值创造理念贯穿于企业经营决策全过程，进一步完善中国特色现代企业治理。
2023-03-16	国企改革三年行动的经验总结与未来展望	国资委	乘势而上实施新一轮国企改革深化提升行动，增强产业引领力，提升科技创新力，提高安全支撑力，打造现代新国企，营造公平竞争市场环境。

资料来源：财政部、证监会、国资委等机构官网，中信证券研究部

新动能发展——压舱石角色明显

经济增速放缓背景下，国企压舱石角色将更为明显。1) 一直以来，国有企业都充当着国民经济“压舱石”和“顶梁柱”的角色，特别是在命脉行业更是如此。截至 2023 年 3 月底，公有制经济企业在煤炭、电力及公用事业、建筑、石油石化和银行等中信证券一级行业的市值占比较高，中央国有企业在石油石化、通信、银行、国防军工、建筑等一级行业的市值占比较高。可以看出，国有企业在能源安全、金融安全、国防安全、基础设施建设、公益事业等方面占有主导地位，有力保障了关键产品与服务的供应和价格稳定，对国民经济的影响重大。2) 在当前宏观经济背景下，未来国企将在国民经济中扮演更重要的角色。在疫情影响仍未完全消退，国际贸易争端加剧，国内经济增速放缓的大背景下，国企一方面受到国有资金支持，抗风险能力较强，另一方面受政策驱使，主动承担稳经济的重任。根据王勇等人的研究，在经济下行时，国企投资率高于民企，裁员率低于民企，退出率低于民企（王勇.“垂直结构”下的国有企业改革[J]. 国际经济评论, 2017(5): 9-28）。结合《关于做好 2023 年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》等政策文件，预计未来国企将发挥更重要的作用。

图 1：A 股各行业国企和央企市值占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

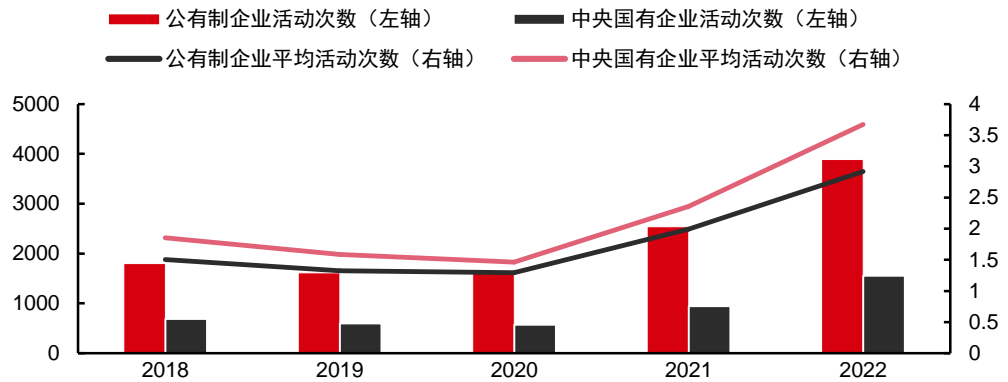
新参与定位——主动拥抱资本市场，期待价值重估

在监管和经济的双重刺激下，国有企业和资本市场的联系愈发紧密。

自上而下，监管促进国企与资本市场互动。据《中国证券报》2022年11月24日消息，证监会印发《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，其中提到，落实“两个毫不动摇”，推动国有控股上市公司利用资本市场进行资源配置和业务整合，将更多优质资产置入上市公司，提升企业核心竞争力。作为回应，上交所印发《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》，涉及央企上市公司的主要举措有三方面：一是服务推动央企估值回归合理水平，二是服务助推央企进行专业化整合，三是服务完善中国特色现代企业制度。深交所印发《落实〈推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）〉工作方案》，提及坚持两个“毫不动摇”，支持深化国资国企改革，促进提高国有控股企业竞争力。2023年2月28日，国资委召开中央企业提高上市公司质量工作专题会，指出要“统筹推进中央企业高质量上市，通过充分对接资本市场、助力稳定资本市场，为中央企业高质量发展提供坚实支撑、为建设中国特色现代资本市场贡献更大力量”。综合政策表态可以看出，一方面监管当局希望国有企业借助资本市场的资金和监督，实现高质量发展；另一方面则希望国有企业继续充当资本市场压舱石的作用，稳定资本市场。在此态度之下，国企与资本市场的关系料将更加紧密。

自下而上，国企更加重视资本市场交流。据 Wind 不完全统计，2020 年以来，公有制企业和中央国有企业与投资者互动的活动次数总体上不断增加，中央国有企业投资者关系活动次数增长更为明显，显示出国有企业更加重视资本市场投资者交流的态度。

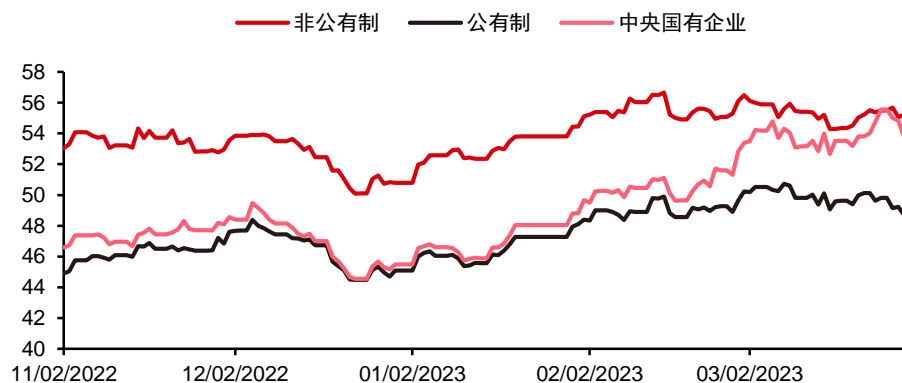
图 2：近 5 年公有制企业与中央国有企业投资者关系活动次数



资料来源：Wind，中信证券研究部

资本市场上，国企价值正在重估。中国特色估值体系提出至今，资本市场上央企 PE 正在不断提升，平均 PE 已由 2022 年 11 月初的 46 倍上升至 2023 年 3 月底的 53 倍。这既是资本市场对监管和企业重视的回应，也是自发发掘国企价值的结果。

图 3：2022 年 11 月以来上市公司 PE(TTM)变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

ESG 全面助力国企长期可持续发展——定性锚定国家战略，定量投资有效性显著

ESG（环境、社会责任与企业治理）起源于西方宗教团体的伦理道德投资，在上世界 60-70 年代欧美环保运动风潮中逐渐发展，2004 年由联合国正式提出。我们认为本轮国企全面发展新窗口，无论是政策的提倡，还是国企的主动变革，亦或是资本市场估值的修正，其实质都是新时代国企内在长期可持续价值的外在表现。在这点上，ESG 与国企长期可持续发展的精神契合，ESG 评价也成为把握国企长期发展红利的重要抓手。

ESG 监管要求助力国企 ESG 发展

国有企业一直以来承担着重要的 ESG 责任。在经济上，国有企业起到国民经济压舱石的作用；在社会责任方面，国有企业一直以来通过定向投资、吸纳就业、服务国家重大战略需求等方式回馈社会；除此之外，大量公用事业和国防行业的国有企业，其业务本身就具有服务社会的性质。可以说，在公有制为主体的社会主义基本经济制度下，国有企业从创立之初就承担着重大的 ESG 责任，并在长期发展过程中不断兑现。

双碳目标下，国际国内监管压力促进国企更加重视 ESG 治理。双碳目标提出以来，监管对国有企业的 ESG 要求不断提升，有效促进了国企重视 ESG 议题，加强 ESG 治理。据《中国证券报》4月6日消息，国资委正研究推动央企控股上市公司2023年全部实现 ESG 信息披露，且将在2023年下半年出台央企控股上市公司 ESG 信息披露指引。同时，根据财政部与证监会就国际可持续信息披露标准向 ISSB（国际可持续准则理事会）的书面回复，我们预计 A 股市场的 ESG 信息披露强制标准可能于2025年出台，2028年实施。由此，以央企为排头兵，以 ESG 信息披露为抓手，国企 ESG 治理将会在“十四五”时期得到系统性提升。

国内外 ESG 评价体系与国企可持续发展价值对标

在定性层面，国内外 ESG 评价体系与国企可持续发展目标高度重合。我们考察了国内外优秀 ESG 评价体系，可以看出，外部机构对企业的 ESG 评价位点，同样是国企践行可持续发展理念的目标位点，企业的 ESG 表现反映了企业的可持续发展的价值。

国外：MSCI ESG 评价体系对外资引导能力较强。1) **在地位上**，MSCI 是全球较早建立 ESG 评级体系的机构之一，MSCI ESG 评分是最具资金影响力的 ESG 评分之一，截至2020年底，全球跟踪 MSCI ESG 指数的 ETF 共有274只，资产规模超过了1,000亿美元。2) **在评分细节上**，MSCI ESG 评分体系设置了3个一级议题，10个二级议题，35个三级议题，并对不同行业的企业选取不同的三级议题。总体而言，MSCI 作为国外 ESG 评价体系，更适用于评价私营企业的 ESG 表现，而缺少部分中国语境下政府对国有企业的 ESG 期待。例如，一方面，MSCI 关注企业对供应链劳工权益的监督，这其实是践行一种有效市场下企业依据 ESG 理念自发选择从而倒逼供应链改善自身 ESG 表现的信念。另一方面，MSCI 未曾设想企业科技创新与本国科技发展之间的联系，因而也未考察企业在弥补国家产业链技术不足方面做出的社会贡献。3) **在对国企长期可持续发展的借鉴意义上**，主要集中在环境、人力资源、产品和服务质量，以及公司治理层面，可以看出即使是国外 ESG 评级体系，也与国企可持续发展的目标部分对应。

表 2：MSCI 评价体系与国企价值对标

一级议题	二级议题	三级议题	国企价值对标
环境	气候变化	为环境方面的影响融资	国有金融企业自身不存在环境风险，但对绿色技术和相关公司的金融支持是承担环境责任，把握环境机遇的重要举措。
		碳排放	
		产品的碳足迹	
	自然资源	气候变化的脆弱性	
		水资源压力	国有企业应当主动降低污染排放和碳排放，提升能源和资源利用效率，保护环境和生物多样性，并在原材料采购、产品废弃物回收等产品全生命周期中努力减少对环境的损害。如此既符合国家双碳战略，也能够避免相关 ESG 政策风险和转型风险。
		原材料采购	
	污染及废物	生物多样性及土地使用	
		废弃物排放及污染	
	环境方面的机会	电子类污染	
		包装材料污染	
清洁能源方面的机会		大型国有能源集团对清洁能源和可再生能源的技术探索和业务份额，决定了在碳转型背景下企业未来的增长空间。	
人力资源	可再生能源方面的机会		
	绿色建筑方面的机会	大型国有建筑施工企业对绿色建筑技术的探索，同样决定了碳转型背景下企业未来的增长空间。	
	劳动力管理	工会在员工工作强度、员工长远发展、员工健康与安全方面发挥监督作用。有效的工会监督，既是中国特色公司治理的一部分，也能够起到防止员工流失，增强员工归属感，吸引人才的作用。	
	人力资源发展		
社会	健康与安全		
	供应链劳动力标准	工会应当对企业供应商的劳工权益表现进行监督，这既是工会的正外部性影响，也是践行积极 ESG 采购。	
	产品安全性及质量		
	隐私及数据安全	在 toC 端，相较于 toB 端国有企业的占比较低，但在某些 toC 行业，例如食品饮料行业，仍然存在较多国有企业。产品和服务的质量与安全，是影响消费者选择和评价的最重要因素，也关系到国有企业品牌形象，间接影响政府公信力。	
	化学品安全性		
社会方面的机会	降低健康和人口风险		
	负责任的投资	国有金融企业在提供金融服务的过程中是否能够改进对象公司的 ESG 表现，助力 ESG 表现好的公司发展，这是金融企业践行 ESG 理念的最重要方式。	
	对消费者的金融保护	在 toC 销售端应当避免诱导消费者使用不利于自身的金融服务。	
	是否有利益相关方反对	国有企业在产业链上游占比较多，有争议的采购主要存在于向国外 ESG 风险地区的采购，以及对劳务的采购。前者关系到强迫劳动和冲突矿产问题，有可能遭受海外 ESG 监管风暴，后者关系到劳动权益，与共同富裕政策和企业形象有关。	
	社区关系处理	国有企业积极与利益相关方沟通，包括但不限于投诉反馈和资本市场交流。这有助于企业形象的改善，以及资本市场估值的提升。	
	健康保健的可得性	国有医疗健康企业对产品和服务的定价和市场开拓。在集采大背景下，定价合理、市占率较高的企业更有可能获得政府采购。	
	金融服务的可得性	在经济下行、央行释放流动性增加背景下，普惠金融关系到资金是否能够配置到政策制定者想要配置的中小企业。开展普惠金融，是国有金融企业践行社会责任的方式，也拓展了传统的金融市场。	
治理	营养健康方面的机会	国有企业对相关产品的定价和市场开拓，在粮食安全主题下具有重要意义。	
	所有权及控制权	公司股权结构的稳定性，以及引入多种所有制资本增强企业活力。股权结构影响到企业的正常生产经营。	
	薪酬	共同富裕背景下的薪酬不平等性，以及针对稀缺人才的薪酬待遇。适度的薪酬激励有助于激发主观能动性，吸引人才；但畸形的薪酬分布则会导致员工公平感受损，导致人才流失，引起监管关注。	
	董事会	董事会如何投票，董事会成员的背景，独立董事的比例，会影响企业的生产决策。	
	财务	健全的内审制度和第三方审计制度可以规避重大财务风险的发生。	

一级议题	二级议题	三级议题	国企价值对标
公司行为		商业道德	国有企业纪委应当对不正当竞争、腐败与贿赂等行为开展监督，触犯商业道德可能导致行政处罚、诉讼、仲裁等各类法律行为，对公司造成损失。
		税务透明度	国有企业上缴利税的透明度。上缴利税不透明的企业存在较大的腐败风险，并且会降低公司的社会声誉，引起监管和上级纪委的注意。

资料来源：MSCI 官网，中信证券研究部

国内：中证 ESG 评价体系受到监管和买方认可。1) 在地位上，中证指数有限公司股东为上海证券交易所和深圳证券交易所，两所各占 50% 的股份，受到监管信赖。中证指数公司管理指数逾 6000 条，是深耕中国市场的金融指数提供商。中证 ESG 业务致力于建立中国 ESG 标准，截至 2022 年 10 月底，中证指数累计发布 ESG 等可持续发展指数 120 条，全市场基于中证 ESG 等可持续发展指数的产品达 76 只，规模合计 994.84 亿元。2) 在评分细节上，中证 ESG 评价体系包含 3 个维度、13 个主题、22 个单元。相较于 MSCI ESG 评价体系，添加了绿色金融、企业贡献、激励与约束机制、中小股东保护、控股股东与大股东行为等中国特色的议题，与国企可持续发展的对标更全面。3) 在对国企长期可持续发展的借鉴意义上，仍然集中在环境、人力资源、产品和服务质量、公司治理等议题上。

表 3：中证 ESG 评价体系与国企价值对标

维度	主题	单元	国企价值对标
E 环境	E1 环境管理	E11 环境管理制度	国有企业应当主动降低污染排放和碳排放，提升能源和资源利用效率，保护环境和生物多样性，并在原材料采购、产品废弃物回收等产品全生命周期中努力减少对环境的损害。如此既符合国家双碳战略，也能够避免相关 ESG 政策风险和转型风险。
	E2 气候变化	E21 碳排放	
	E3 自然资源	E31 水资源	
		E32 土地使用与生物多样性	
	E4 污染与废物	E41 污染与废物排放	
E5 环境机遇	E51 环境机遇	大型国有能源集团对清洁能源和可再生能源的技术探索和业务份额，大型国有建筑施工企业对绿色建筑技术的探索，均决定了在碳转型背景下企业未来的增长空间。	
	E52 绿色金融	国有金融企业自身不存在环境风险，但对绿色技术和相关公司的金融支持是承担环境责任，把握环境机遇的重要举措。	
S 社会	S1 责任管理	S11 责任管理	一般而言，国有企业党委和党委宣传部负责社会责任的管理和宣传。有意识的社会责任管理和宣传，有利于企业把握国家战略方向，趁势发展，同时增强企业声誉。
		S21 员工	工会在员工工作强度、员工长远发展、员工健康与安全方面发挥监督作用。有效的工会监督，既是中国特色公司治理的一部分，也能够起到防止员工流失，增强员工归属感，吸引人才的作用。
	S2 利益相关方	S22 供应链	国有企业对产业链上下游合作伙伴是否存在利用垄断地位获取不正当收益的行为，是否能够监督上下游合作伙伴提升 ESG 表现。前者是践行“两个毫不动摇”的举措，后者是基于自由市场下自发选择的倒逼上下游 ESG 表现改善。
		S23 客户与消费者	国有企业是否能够为客户端和消费者提供令人满意的产品和服务，这关系到企业市场竞争力和企业声誉。
	S3 社会机遇	S31 慈善活动	慈善活动是国企践行社会责任的重要形式，关系到企业声誉。
G	G1 治理结构与运作	G11 机构设置	国企内部机构设置的合理性，实际运作过程中的表现，会影响企业的日常生产经营。
		G12 机构运作	
		G13 激励与约束机制	

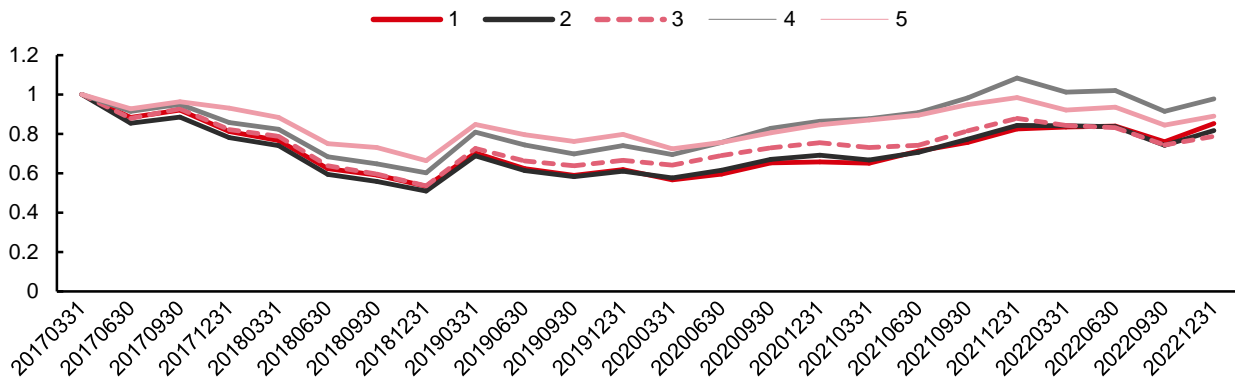
维度	主题	单元	国企价值对标
			励和约束机制有助于激发主观能动性，吸引人才，预防腐败。
G2 信息披露		G21 信息披露质量	国有企业的财报、审计报告和 ESG 报告的披露质量，彰显国有企业的信息透明。
G3 股东权益		G31 中小股东保护	混改背景下，中小股东是积极参与公司治理的重要力量，他们在公司治理中的地位关系到国有企业股权改革的效果，影响未来的发展。
		G32 控股股东与大股东行为	国有上市公司背靠的国有大型集团的 ESG 表现会影响利益相关者对上市公司的 ESG 评价，进而影响上市公司的经营情况。
G4 管理运营		G41 财务风险	国企内部财务制度的严密性有助于规避重大财务风险的发生。
		G42 财务质量	
G5 公司治理风险		G51 公司治理风险	国企内部各项治理制度的严密性有助于规避重大治理风险的发生。

资料来源：中证指数，中信证券研究部

国内外 ESG 评价体系下国企表现——国内投资有效，国外偏见显著

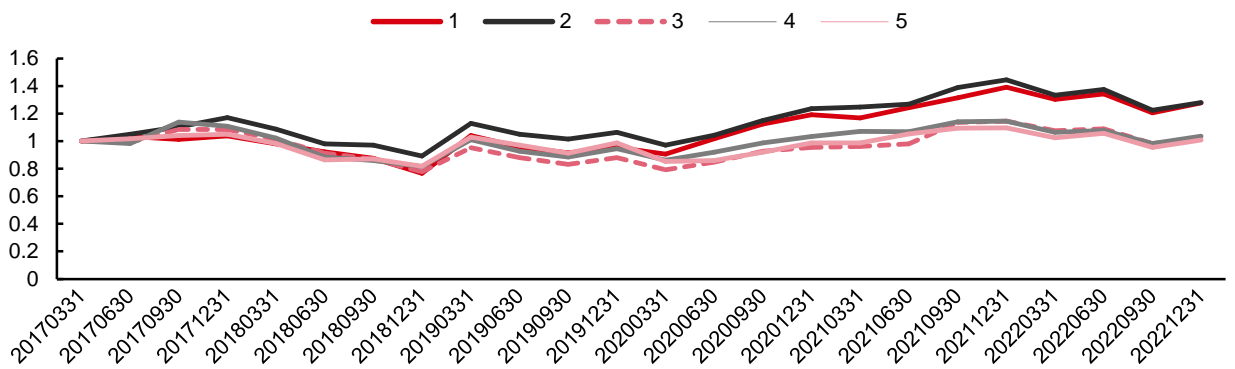
在定量层面，国企的 ESG 外部评分在长时间维度显示出投资有效性。1) 在测试方式上，我们综合中证指数、嘉实基金、华证指数、秩鼎技术、商道融绿、社投盟、Wind、恒生聚源、中信证券等 9 家国内 ESG 评级机构，以及晨星、富时罗素、路孚特、标普等 4 家国外 ESG 评级机构的数据，构造国内机构对公有制企业 ESG 一致性评价，和国外机构对公有制企业 ESG 一致性评价，然后依据一致性评价对相关上市公司进行 5 等分分层测试，并进行季度调仓。2) 在结果上，根据我们的测算，①国内机构一致性评价能够较好地地区分风险与机会，一致性评价较高的第 4 层和第 5 层企业股价表现较好，一致性评价较低的第 1-3 层企业股价表现较差，过去 6 年多空组合收益率达 19.00%，过去 6 年间最大多空组合收益率达 25.91%。②但是国外机构一致性评价与收益率呈现明显的倒挂趋势，这可能与国外 ESG 评价体系的系统性偏见有关。以某国外机构为例，其在每个三级议题上均从“风险敞口”和“风险管理”两个层面进行打分。所有在中国地区开展业务的公司，以及在与中国友好地区例如俄罗斯、中东等地开展业务的公司，其“风险敞口”系统性较欧美发达国家偏大。这种系统性的偏见抵消了企业在“风险管理”方面的优异表现，从而导致 ESG 评分与投资收益率的相关关系降低。这也充分体现出结合国企长期发展逻辑，构建本土国企 ESG 评分体系的必要性。

图 4：国内 ESG 机构对公有制上市企业 ESG 一致性评价



资料来源：中证指数，嘉实远见，秩鼎技术，路孚特，Wind，Bloomberg，中信证券研究部；依一致性评价 5 等分层，数字越大表示评价越高

图 5：国外 ESG 机构对公有制上市企业 ESG 一致性评价



资料来源：中证指数，嘉实远见，秩鼎技术，路孚特，Wind，Bloomberg，中信证券研究部；依一致性评价 5 等分层，数字越大表示评价越高

■ 国企新发展窗口期 ESG 评级重点关注——治理为本， 高质量发展为纲

不同性质的企业战略定位不同，因而也面临不同的 ESG 困境，承担着不同的 ESG 责任。在国企新发展窗口期，我们认为应当结合国家对国企的战略定位，构建本土特色鲜明的国企 ESG 评价体系。我们认为，站在国企改革收官之年，“G（公司治理）”方面的表现是国企改革三年来取得成就的关键，也是未来国企加速发展的决定性因素。以公司治理为本，国企将在“E（环境）”和“S（社会）”方面，实现更绿色、更具社会责任的高质量发展。

公司治理：三会一层提升国企治理能力

在公司治理方面，三会一层的制度设计在其职责范围内均对国企的治理能力产生影响。

在股东大会层面，股权结构是影响公司稳定和发展的**重要因素**。一方面，国有股东持股比例过高不利于企业发展，国有控股上市公司引入积极股东参与公司治理，起到社会资本监督公司治理的目的，有助于增强企业活力，提高国有资本配置和运行效率。但是引入社会资本的尺度也因行业而异，在国有股东持股不低于 34% 的基础上，充分竞争行业、重要关键行业、公益类行业等均有所不同，以期达到安全、公平与效率的权衡。另一方面，股权集中度较低又存在三方面危害，1) 股东意见不统一，难以有效率地做出决策；2) 存在被外部恶意收购的风险，导致国有资产流失；3) 没有强有力的决策层，导致监督缺位，形成内部人控制问题，这在部分管理层个人主义明显的国企中更为严重。总结而言，国有控股企业，第一大股东（国有股东）需依行业差异保持不同的控股地位，同时引入积极股东提高企业运行效率，也要防止股权集中度过低导致的效率低下、国有资产流失和内部人控制。因此，我们在评价国有企业股东层面 ESG 表现时，需综合考虑第一大股东持股比例和股权集中度。

在**董事会与监事会**层面，专业背景和参与深度能够衡量其对公司治理的助力程度。董事会起到制定公司发展战略，谋划公司重大战略决策的作用；而监事会则起到监督企业决策层和执行层，防止损害股东利益的事件发生的作用。同时，从英美法系和大陆法系下对一元治理结构和二元治理结构的选择来看，独立董事和监事在职责上又存在某些重叠。我们认为，1) 独立董事的占比，一定程度上决定了独立董事在董事会中的影响力，关系到独立董事是否能够切实影响企业决策。2) 独立董事在财务、法律、产业、党政等方面的学术或从业背景，特别是一家企业雇佣的全部独立董事在上述各方面背景的全面性，可以反映独立董事的专业性。3) 在目前中国公司治理结构下监事会作用偏弱的现实中，以及在国有重点大型企业监事会的职责划入审计署的政策背景下，国有企业的监事会是否与内部审计部门存在业务上的联系和人员上的重合，对评价监事会是否有效至关重要。4) 董事会召开的次数，独立董事出席董事会的次数，监事列席董事会的次数，是评价董事会和监事会是否尽责的重要指标。

在**管理层**层面，薪酬和股权激励制度是解决代理人问题的最佳手段。管理层是企业生产经营的组织者，在现代公司制度所有权和经营权分离情形下，如何制定激励措施，确保管理层与股东目标一致，是针对管理层制度设计的核心。在这个核心中，1) 我们关注管理层的薪酬待遇的绩效方式是否与企业的经营业绩和 ESG 表现相挂钩，以及管理层的薪酬待遇是否与企业经营业绩同步增长。2) 我们关注管理层的股权激励制度如何与企业经营业绩和 ESG 表现挂钩，另外，限售期后管理层任期内，当事人如何处置被激励的股权，也反映了当事人对公司利益和自身利益的看法，这也是我们评价企业是否解决代理人问题重要指标。

环境：碳转型下彰显国企领头雁作用

在环境议题方面，碳减排与开拓绿色业务机会是国企应当展现领头雁作用的领域。

在污染排放方面，国企面临的风险较小。我国当前污染排放政策以合规性监管为主，国有企业普遍规模较大，内部合规性管理较为严格，因此污染排放方面的负面风险较小。

在碳减排方面，国企应主动探索碳减排路径。对比世界主要发达经济体和我国碳达峰、碳中和时间表，受制于历史发展阶段不同，目前我国尚未碳达峰，且实现碳达峰与碳中和的时间点相距较近，这为双碳目标的实现带来较大压力。碳达峰和碳中和的前提是准确的计算碳排放量。从今年以来国际先进管区制定的 ESG 信息披露标准，包括欧盟 ESRAG 制定的欧盟可持续发展报告标准(ESRS)和 ISSB 制定的国际可持续信息披露标准(ISDS)来看，系统计算包括范围三在内碳排放数据是碳减排工作的基础。所谓范围三内的碳排放，是指除外购的电力与热力之外的其他所有间接排放，其计算存在以下难题：1) 范围三内碳排放涉及产业链上下游多个环节，这些环节不受企业的直接控制，难以追踪其中的碳排放；2) 难以界定范围三碳排放的“范围”，且各个管区拥有不同标准。我们认为，国企有责任作为表率，率先探索范围三内碳排放的计算方式，并采取行之有效的开展碳减排工作。是否披露范围三内碳排放、是否设定中长期的碳达峰和碳中和规划、是否开展碳减排工作，是国企在此方面 ESG 表现的重要考察点。

表 4：世界主要发达经济体和我国实现“碳达峰、碳中和”目标的时间表

国家/地区	碳达峰时间	碳中和时间
美国	2007 年	2050 年
英国	1991 年	2050 年
法国	1991 年	2050 年
德国	1990 年之前	2050 年
欧盟	1990 年	2050 年
意大利	2007 年	2050 年
加拿大	2007 年	2050 年
日本	2013 年	2050 年
中国	2030 年	2060 年

资料来源：前瞻研究院，中信证券研究部

开拓绿色业务机会是碳减排的有效手段。目前，碳排放的主要来源仍是能源的消耗。风力发电、光伏发电、水力发电、核能发电等发电形式的碳排放较低，推广绿电的生产和使用是实现碳达峰的最有效手段。在此基础上，绿氢制造、新能源汽车、储能电池等成为合理利用绿电的手段，同样具有碳减排意义。更进一步，低成本的林木种植和高科技的固碳手段协同作用，将成为未来实现碳中和的可能路径。以上领域均是国企可以付诸实践的绿色业务机会，国企是否积极开拓上述绿色业务也是其 ESG 评价的重要参考依据。

社会责任：以主业服务国家重大战略需求

在社会责任方面，以主业服务国家重大战略需求是国企践行社会责任最系统、最有效的方式。其中，国家安全、高质量发展和共同富裕是三条主线。

国家安全既是国企的责任，也是国企发挥比较优势的领域。“二十大”报告单独以第11部分专门阐述国家安全，提出“确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全”，显示出决策层对未来较长一段时间国际形势的判断。一方面，安全问题是原则性的底线，没有安全就没有经济发展，国企作为国计民生的支柱和依靠，理应责无旁贷地承担起国家安全的相关责任；另一方面，在安全问题上，产出重于效率，但在众多卡脖子领域，产出需要大量的研发投入，这为企业带来前期的巨大风险。国企可以充分发挥自身在资本盈余、财政补贴和政府购买方面的优势，集中精力攻坚克难，而优秀的科研产出将会在中期以政府采购的方式变现，并在后期技术逐渐成熟之后获得市场占有率和毛利率的提升，有助于企业的进一步发展。1) 在粮食安全方面，今年“一号文件”《关于2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》强调了粮食供应、重要农产品供应、农业设施建设、农业技术攻关、种业振兴、农机研发、绿色农业等主题。2) 在能源资源安全方面，①传统能源仍是能源安全的兜底保障，②新能源的研发、制造和应用应当开始讲求效率的提升，③与能源转型和高端制造业相关的稀土、钨、钼等金属是资源安全的重点。3) 在重要产业供应链安全方面，芯片制造、计算机高端软硬件、工业母机、航空发动机、重型燃气轮机等是重点。

高质量发展既是对国企经济效益的要求，也是对国企科研效益的要求。1) 高质量发展体现在经济效益上，未来国企需要在承担稳税收、促投资、保就业责任的同时，不断提升经营效率。中央企业负责人会议已为2023年央企乃至国企的经济目标定调。2023年1月5日，中央企业负责人会议召开，提出“聚焦推进高质量发展全面加快建设世界一流企业，为推动经济运行整体好转勇挑大梁，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步贡献力量”。会议正式确定中央企业经营指标体系由“两利四率”转为“一利五率”，中央企业目标任务由“两增一控三提高”转为“一增一稳四提升”。分析相关目标细节和会议精神可以发现：①针对利润仅考核利润总额，不再考核净利润和营业收入利润率，转而考核净资产收益率，或意味着央企将在利润总额增速持续高于GDP增速的前提下，注重国有资本收益的保障，而不再要求企业整体利润率的绝对提升。②资产负债率不再设置红线，结合《关于做好2023年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》，以及历次经济衰退期间国企投资加速增长的事实，可能是为央企扩大投资放宽条件，助力经济发展。③全员劳动生产率不再设置明确目标，结合历次经济衰退期间国企反向吸纳就业的事实，可能是为保障就业发力。④加入营业现金比率，或是稳税收、促投资、保就业的目标下对企业经营风险的监控。总体而言，虽然需要承担上述三种社会责任，但是国企仍被寄予建设世界一流企业的厚望，由此可见国企责任重大。我们在评价国企的经济效益承担的社会责任时，应当综合考虑上述指标。2) 高质量发展体现在科技创新上，一方面是对当前我国落后领域、卡脖子技术的科研攻关，这与重要产业供应链安全议题相同。另一方面是对世界前沿科技的探索。“二十大”提出，“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位”，“健全新型举国体制，强化国家战略科技力量，优化配置创新资源，优化国家科研机构、高水平研究型大学、科技领军企业定位和布局”，“加强企业主导的产学研深度融合，强化目标导向，提高科技成果转化和产业化水平”，“强化企业科技创新主体地位，发挥科

技型骨干企业引领支撑作用”。同保障重要产业供应链安全一样，探索世界前沿科技也需要大量的科研投入，且其应用场景更不明朗，投资风险更大。从这一角度，科研机构开展探索，虽有资金保障，但无经济效益约束，难以形成有效的正反馈；民营企业开展探索，虽有更大的主观能动性，但是前期投入压力相对难以承受；而国有企业通常在能够承受前期投入风险的同时，可以依靠市场化运作保障科研效率，形成产研融合的完整闭环。

表 5：中央企业经营指标体系和目标任务

中央企业经营指标体系	
2022 年——“两利四率”	2023 年——“一利五率”
利润总额	利润总额
净利润	净资产收益率
营业收入利润率	营业现金比率
资产负债率	资产负债率
研发投入强度	研发投入强度
全员劳动生产率	全员劳动生产率
中央企业目标任务	
2022 年——“两增一控三提高”	2023 年——“一增一稳四提升”
两增：利润总额和净利润增速要高于国民经济增速	一增：利润总额增速高于全国 GDP 增速
一控：资产负债率要控制在 65%以内	一稳：资产负债率总体保持稳定
三提高：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	四提升：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

资料来源：国资委官网，中信证券研究部

国企在共同富裕方面的表现体现在上缴利税和资本市场分红两方面。国企作为企业单位，纳税是应有之义。除此之外，国家凭借对国有资产的所有权，从国有企业的利润中收取国有资本收益，包括应交利润、国有股股利、股息、国有产权转让收入、企业清算收入和其他国有资本收益等。国有企业上缴的利税，作为国家进行再分配的资源，惠及普罗大众，上缴利税比例越高的国企，其通过利税履行的社会责任更多。另外，目前我国资本市场上市企业分红率相对较低，投资人无法通过股份充分分享企业经营成果，这一方面有违共同富裕的理念，另一方面则令长期投资者望而却步，变相助长了投机性行为。从历史数据来看，部分国企分红率明显优于民营企业，显示出国企在资本市场上践行共同富裕的理念，这也是国企社会责任的体现。

表 6：国企 ESG 评价体系

一级议题	二级议题	三级议题
环境	污染排放	遭受与污染排放相关的法律行为的次数
		碳排放
	绿色业务机会	是否披露范围三内碳排放量
		是否制定中长期碳达峰碳中和规划
是否采取碳减排措施	绿色业务收入占比	
社会责任	国家安全	是否拥有契合粮食安全、能源资源安全、重要产业链供应链安全的业务
	高质量发展	利润总额变化率
		净资产收益率变化率
		营业现金比率变化率
		资产负债率变化率
研发投入强度		

一级议题	二级议题	三级议题
		人均创收
		是否开展与国家重大科研任务相符的科研工作
	共同富裕	上缴利税占营业收入比例
		分红率
公司治理	股权结构	第一大股东持股比例
		前五大股东合计持股比例
	董事会	董监高专业背景全面度
		独立董事占比
		董事会会议召开的次数
		独立董事出席董事会会议的次数/占比
	监事会	监事会内审职责
		监事列席董事会会议的次数/占比
	高管	高管薪酬是否与企业经营业绩挂钩
		高管薪酬是否与企业 ESG 表现挂钩
		高管薪酬占员工薪酬比例
		高管薪酬变化率与营业收入变化率的差值
		高管股权激励占总股本比例
		过去一年高管总持股数变化
	员工	员工薪酬占营业收入比例

资料来源：中信证券研究部

■ 投资结论

基于上述我们提出的中国特色国企 ESG 评价体系，建议关注 1) 在公司治理方面股权结构合理、董事会与监事会运行有效、管理层激励合理的国有企业；2) 在环境方面注重碳排放管理，积极开拓绿色业务机会的国有企业；3) 在社会责任方面财务指标优秀、积极承担国家战略需求、分红率较高的国有企业。

■ 风险因素

政策解读不准确；政策推行不及预期；宏观经济运行状况不及预期；国企经营情况恶化；资本市场波动。

■ 相关研究

- 恒生电子（600570.SH）2022 年 ESG 报告点评—优化信披细节，与时俱进践行可持续发展 (2023-04-10)
- 华熙生物（688363.SH）2022 年 ESG 报告点评—ESG 披露水平大幅提升，外部评级有望改善 (2023-04-06)
- 中国移动（600941.SH）2022 年 ESG 报告点评—创新领先，经营合规，ESG 治理与披露持续改善 (2023-03-27)
- ESG 评价系列行业专题（八）—动力电池行业 ESG——技术革新助力“双碳”目标，出海及纵向一体化中风险机遇并存 (2023-03-23)
- ESG 事件点评—ISSB 确定 ISDS 正式生效时间，全球 ESG 信披标准统一或带来外资增量 (2023-03-13)
- ESG 评价系列行业专题（七）—美妆行业 ESG：
绿色美妆新趋势，营销与研发共筑发展 (2023-03-01)
- ESG 评价系列行业专题（六）—计算机软件行业 ESG：技术发展与数据安全共同驱动 (2023-02-23)
- ESG 资管产品研究专题（二）—2022 年 ESG 基金盘点：全球融资韧性强劲，国内数量稳步上升 (2023-02-10)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。