

激辩“中特估”行情：一场价值蓝筹股与市场的双向奔赴

本报记者 顾梦轩 夏欣 广州 北京报道

近一段时期，“中特估”行情愈演愈烈，成为二季度A股的投资明星，多只中字头概念股涨势连连。截至5月10日，“中特估”指数最近三个月上涨22.78%。由于此前部分上市央企、国企估值较低，因此，这一轮“中特估”行情也被看成是市场对价值投资的“理性”回归。

然而值得关注的是，在连续几日的强势上涨之后，银行板块在5月9日集体回调，5月10日，同花顺中特估100指数连续两天下跌，这也引发市场对于“中特估”行情能否持续的热议。

围绕“中特估”行情近期的调整，后续是否有业绩支撑，如何挖掘“中特估”板块中长期投资机遇等相关话题，《中国经营报》记者采访了招商基金研究部首席经济学家李湛、博时基金指数与量化投资部基金经理尹浩、国泰基金基金经理徐皓和英大基金权益投资部基金经理张媛。



招商基金研究部首席经济学家李湛



英大基金权益投资部基金经理张媛



国泰基金基金经理徐皓



博时基金指数与量化投资部基金经理尹浩

国企改革三年成果显著

2023年开年，新的“一利五率”考核指标比以往增加了ROE（净资产收益率）和经营现金流占比的考核，这也体现了下一阶段国企改革更重经营质量和股东回报。

《中国经营报》：如何理解“中特估”背后真正的内涵？

徐皓：“中特估”和“茅指数”“宁组合”一样，其实是二级市场的网络用语，是一些数据商编制主题指数，其传播迅速影响大，逐渐转化特指成活跃的市场投资者所理解的“中字头”央企的持续上涨。因为它既有预期差（过去对国有企业关注度低），又有持续故事可讲，成为了市场博弈的热点，人心思涨（只不过是结构性的），从三大运营商、两桶油、再到“一带一路”扩散到了金融板块。

广义上说，“中特估”是证监会系统对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务作更加深入系统的思考；是坚持实事求是，大胆探索、小心求证的一种金融监管机构的沟通。狭义上说，是二级市场生态圈解读的上市国有企业尤其是央企的估值提升，赋予估值溢价。

《中国经营报》：目前国企改革三年行动的主要目标已经完成，国企改革取得了哪些显著成果？

尹浩：国企改革三年成效主要体现在：首先，中国特色现代企业制度和国资监管体制更加成熟定型。中国特色现代企业制度建设取得重大进展。出台董事会工作规则、董事会和董监高薪酬追索扣减、董监高履职评价、董监高及其重要子企业、地方一级企业及其重要子企业全部制定前置研究清单，各级国有企业基本实现董事会应建尽建、外部董事原则上占多数。国资监管效能切实增强。深化国有资本投资、运营公司改革，专业化、体系化、法治化“三化”监管优势更加彰显。

其次，充满生机活力的现代新国企加速涌现。公司制改制全面完成，对中央企业各级企业的功能界定分类首次实现，国有企业办社会和解决历史遗留问题全面扫尾。经理层成员任期制和契约化管理全面推行。94%具备条件的中央企业和88.8%具备条件的地方国有企业子企业开展中长期激励。中央企业各级子企业中混合所有制企业户数占比超过70%。

最后，布局结构优化调整，国有资本整体功能和配置效率显著提升。战略性重组和专业化整合持续深化。以市场化方式推进4组7家中央企业战略性重组，新组建、接收8家中央企业，协调推动30余个中央企业专业化整合重点项目，中央企业涉及国家安全和国计民生领域营业收入占总体比重超过70%。全国省属国有企业实施116组347家重组，开展专业化整合2150次。布局战略性新兴产业步伐加快。三年来中央企业在战略性新兴产业

领域年均投资增速超过20%。企业瘦身健体成效显著。“僵尸企业”处置和特困企业治理任务基本完成，非主业非优势业务和无效资产清退任务加快落地，中央企业主业投资占比和从事主业的子企业数量占比均超过90%。

张媛：国企改革一直是我国经济改革发展的重中之重，伴随着经济发展的不同阶段，国企改革有不同目标和要求。尤其在近年，国企改革总结下来有三条目标线共同作用。

第一条目标线主要解决的是责任的问题、科学管理的问题。时间跨度是从2015年颁布的国企改革纲领文件到后面2020年开启的国企改革三年行动。纲领文件要求国有企业，第一从管资产转向管资本；第二发展混合所有制改革，把国有股权交给民营资本。

2020年提出的三年行动规划，要求的目标是进行公司制改革、战略重组、现代企业制度经营责任制改革，一方面是调结构，一方面是加强管理的科学化。三年行动收官，能够总结出许多显性的成绩，包括一些国企公司制改革以及公司治理方面的具体措施。

第二条主线是高质量发展主线。这条线的开启是在2022年，时间也是三年，涉及到的目标之一是提升公司经营基本面，另一方面是要求加强与市场的沟通并传递公司的价值，而收官验收中也将市值管理放在了考核体系中。

2023年开年，新的“一利五率”考核指标比以往增加了ROE（净资产收益率）和经营现金流占比的考核，这也体现了下一阶段国企改革更重经营质量和股东回报。高质量发展主线在明确经营目标、发展战略、加强科学管理并落实在企业基本改善方面，无论短期、中期乃至长期，将对我们的国有企业管理和发展带来深刻的推动。因为考核期以及三年考核期末的指标标准都极明确，因此，我们也将很快见到一些具体成效。

第三条主线是示范央企建设。2018年，国家遴选出11家示范央企作为对标世界一流企业，提升管理水平的示范单位。2023年3月初，为加快建设世界一流企业，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。上述三条主线能够看出，国企改革的政策要求愈加逐层细化，更具实操性，有层层突破之势。作为二级市场，我们非常乐于看到国有企业在大的改革背景之下加强竞争意识，提升经营能力，提高盈利和成长水平。

改变考核标准 国企价值重估

下一阶段国企改革政策的内涵在于通过做大做强做优国有资本，提高国有企业内生价值从而实现国有企业估值重塑，这对资本市场中的国企与央企上市公司具有积极意义。

《中国经营报》：进入2023年，新一轮国企改革拉开序幕，国资委更加重视对盈利能力和价值实现能力的考核，央企考核指标为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”。此考核标准在提升国企竞争力等方面有怎样的作用和意义？

尹浩：考核标准变化的意义在于：一是放松杠杆要求（资产负债率控制在65%以内一总体稳定在65%左右）；二是新增ROE、营业现金比率要求，淡化净利润、营收增速等规模要求，这意味着更加注重优化商业模式（利于估值重塑）、提升对股东的综合回报率（增加财政收入）。此外，3月3日，国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，突出价值创造理念贯穿于企业经营决策全过程。

《中国经营报》：如何进行国企央企价值重估，估值修复行情将会怎样，其中又有哪些风险需要注意？

张媛：基于价值发现的理念，我们不希望只是因为“中特估”的概念就一头追进去。我们的研究体系重视的是基本面的研究，是长期的企业发展空间，以及企业在成长过程中会给股东带来多大回报。新的央企考核指标在今年出现一定的变化，其中两个主要的变化是新增

产业升级、数字化转型等多领域受益

中国特色估值体系的核心在于优化调整资本市场资源配置功能，使其更好地为现代化建设服务，因此契合国家战略发展方向的行业有望从中受益。

《中国经营报》：最近银行板块涨势喜人。在“中特估”背景下，银行板块上涨的逻辑是什么，未来在银行板块还有哪些投资机会？

徐皓：银行板块是市场理解的正反馈形成的趋势下“中特估”行情的扩散。需要注意的是，配置银行板块能够获利的都是在它长期不被关注、坚定在底部持有的投资者，而不是在行情快速启动连续上涨后介入的。

尹浩：“中特估”背景下，银行板块上涨的主要逻辑有三个：首先，银行业近三年的ROE水平基本稳定在10%附近，盈利较为稳健，但平均净资产收益率在0.6左右，处于历史低位，平均股息率超过4.5%；其次，当前国内宏观经济整体处于弱复苏趋势中，稳增长政策仍可预期，有利于银行板块的业绩改善；最后，银行业在机构持仓的占比处于较低位置，2023年第一季度，偏股型基金在银行业的配置仓位仅2%，处于历史较低位置，未来仓位提升空间较大。后续建议关注基本面较为稳健、股息率较高的国有大行。

《中国经营报》：除银行板块外，“中特估”体系还有哪些细分板块未来有上涨潜力？请分析“中特估”中长期投资机会。

尹浩：投资者可关注两大线索：一是财务质量有望提升的方向，受益于杠杆空间提升的央企，主要落在通信、建筑等行业；盈利规模具备优势且分红率有提升空间的央企，如煤炭、石油石化等企业。

二是转型升级+价值创造的合力方向，第一，科技引领型央企；“链长制”提出推动传统产业转型升级，“链主”企业将起到重要带动作用

ROE和营业现金比率的考核，以体现对于盈利提升的高质量要求。而这些本身也是我们在自己的研究框架中比较看重的点。我不太喜欢一些概念，包括“市值管理”“市值诉求”“市场博弈”等等，极具目的性的短暂的盈利释放或者概念炒作也没有什么吸引力。周期有始有终，热度有上有下。我们在研究过程中，希望通过深入的研究和分析了解到更准确的企业发展脉络，同时在投资过程中坚持以长期的角度去判断企业的价值。

尹浩：短期国企央企估值修复行情预计将会出现一定分化，后续可关注仍处于深度折价、分红率较高的优质央企上市公司，以及具有重组或资产注入预期的相关央企标的。长期看，在国企改革深化，更加重视盈利能力和价值实现能力的提升的大趋势下，国企央企估值将会进一步提升。投资者还需密切关注经济形势变化和政策落地情况。

《中国经营报》：央企重新定价过程中的最大阻力是什么？如何克服？

李湛：机构投资者占比较低，中长期资金相对不足，稳健型企业价值普遍低估，是央企重新定价过

程中最大阻力。

整体来讲，央企经营风格稳健，营收能力稳定，其股票价格具有增长平稳、波动率小以及高分红的特征，长期表现出众却难以在短期带来高额回报。而与海外资本市场相比，我国机构投资者占比较低，个人投资者占比较高。从时间维度上来看，个人投资以短期资金为主，追求短期高回报。央企股票长期稳健增长的投资属性与保险、社保等中长期机构投资者投资偏好相符，却难以获得个人投资者青睐，因而存在央企整体业绩良好但估值溢价低于成长性企业的问题。

要提升股票市场资金的长期属性，可以从以下方面入手：从现有机构投资者角度出发，重点提升社保、保险类长期资金的权益类资产配置比重。

根据监管规定，我国社保基金、基本养老保险投资于股票的比例上限分别为40%和30%，与美国DC计划和IRA计划相比仍有较大提升空间。从提升机构投资者数量角度出发，重点吸引二三支养老金等更多长期资金入市。2022年11月25日，我国第三支柱个人养老金制度正式启动实施。但从整体来看，二三支养老金占比较低。截至2021

年，我国养老金三支柱占比分别为57.1%、42.9%和0.01%；美国养老金三支柱占比分别为6%、58%和35%，我国二三支养老金规模存在较大增长空间，对于提升股票市场长期资金占比有重大作用。

《中国经营报》：“中特估”相关板块是否存在“炒作”和“泡沫”之嫌？

李湛：炒作与估值泡沫问题应当予以关注，“中特估”应当贴合基本面情况与市场行情。

关于防范估值泡沫风险，可以从两方面入手：从基本面看，重点关注上市央企“一增一稳四提升”指标。2023年，国资委重新划定了央企考核指标，提出要确保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、营业现金比率四个指标进一步提升。在确定估值水平时，应当理性考虑企业业绩表现、投入产出比以及现金流安全情况。从市场行情看，重点关注不同板块估值水平差异。不仅要关注各行业国内企业与非国内企业估值水平差异，还应重点关注各行业国内与海外企业估值水平差异。理性估值下，二者的估值水平差异应当缩小到合理水平而非一味提升央企估值水平。

资本投资回报周期较长的行业层面的创新，可能更需要创建创新生态社群，或者说是一个紧密合作的创新联合体。我国以央企为代表的企业或许是创新联合体的最佳组织者。在这个创新联合体中，我们需要一定程度的政策参与和产业引导，聚合科学家人才、应用端创新企业、资本和最终用户，依靠生态社群间的交互和快速响应，达到快速开发迭代和创新的目的。我们希望在未来的国家竞争中，涌现更多的这种聚合创新的“大象”。

第三，寻找捍卫能源安全的“大象”。能源安全问题在当前逆全球化抬头、俄乌冲突事件的背景之下，显得更加的迫切。同时，我国又处在实现碳达峰碳中和这样一场广泛而深刻的经济社会系统性变革当中。能源革命是未来长时间下的一个重要任务。

一方面，新能源渗透率的提升仍将引领未来能源革命的方向。新能源成本的下降是全球加大新能源投资的最大动力，同时新能源也将成为解决能源安全和保护环境的重要手段，为实现可持续发展做出贡献。另一方面，旧能源仍将长期作为我国经济的“压舱石”和“稳定器”，降低旧能源依存度是一个循序渐进的过程。

第四，寻找全球善舞的“大象”。在共建“一带一路”过程中，国有企业发挥了十分重要的作用，在外部发展环境急剧变化的背景下，国资国企中部分竞争优势企业，依托自身资源优势、技术优势以及对国际规则的把握等，不断提高自身海外市占率和市场，在共建“一带一路”、完成“碳中和”目标等问题上，

更深更广融入全球供给体系。对标世界一流企业的发展历程，我们的央企也将出现一批极具全球影响力的跨国企业，成为国际市场上脱颖而出的“大象”。

李湛：中国特色估值体系的核心在于优化调整资本市场资源配置功能，使其更好地为现代化建设服务，因此契合国家战略发展方向的行业有望从中受益。第一，高端技术突破：聚焦高端装备制造、信创、半导体、新材料等实现产业升级的关键产业；第二，数字化转型与绿色发展：智慧工厂、智慧城市、智慧交通、绿色能源、低碳改造相关板块；第三，增强国家安全力量：聚焦国防军工领域以及煤炭、油气、电力等能源保障领域；第四，稳增长促增长：基建央企、金融地产以及银行等对于稳定经济增长具有重大意义的产业。

从企业角度，提升上市公司核心竞争力与加强投资者关系管理是中国特色估值体系的建设重点，核心竞争力稳定以及投资者关系管理体系成熟的上市公司有望率先从中受益。

首先，从公司竞争力上看，一方面，建议重点关注打造现代产业链的央企集团“链长”，特别是承担与国家安全、科技创新、数字智能、绿色低碳相关的央企集团；另一方面，建议重点关注承担专业化整合作用的核心企业，包括装备制造、检验检测、医药健康、矿产资源、工程承包、煤电、清洁能源等领域存在重组整合预期的相关上市央企。其次，从投资者关系管理上看，建议关注分红率稳定、投资者关系管理体系成熟以及合理运用市值管理工具的企业。