



TMT和中字头行情的四重支撑

——中观行业专题报告

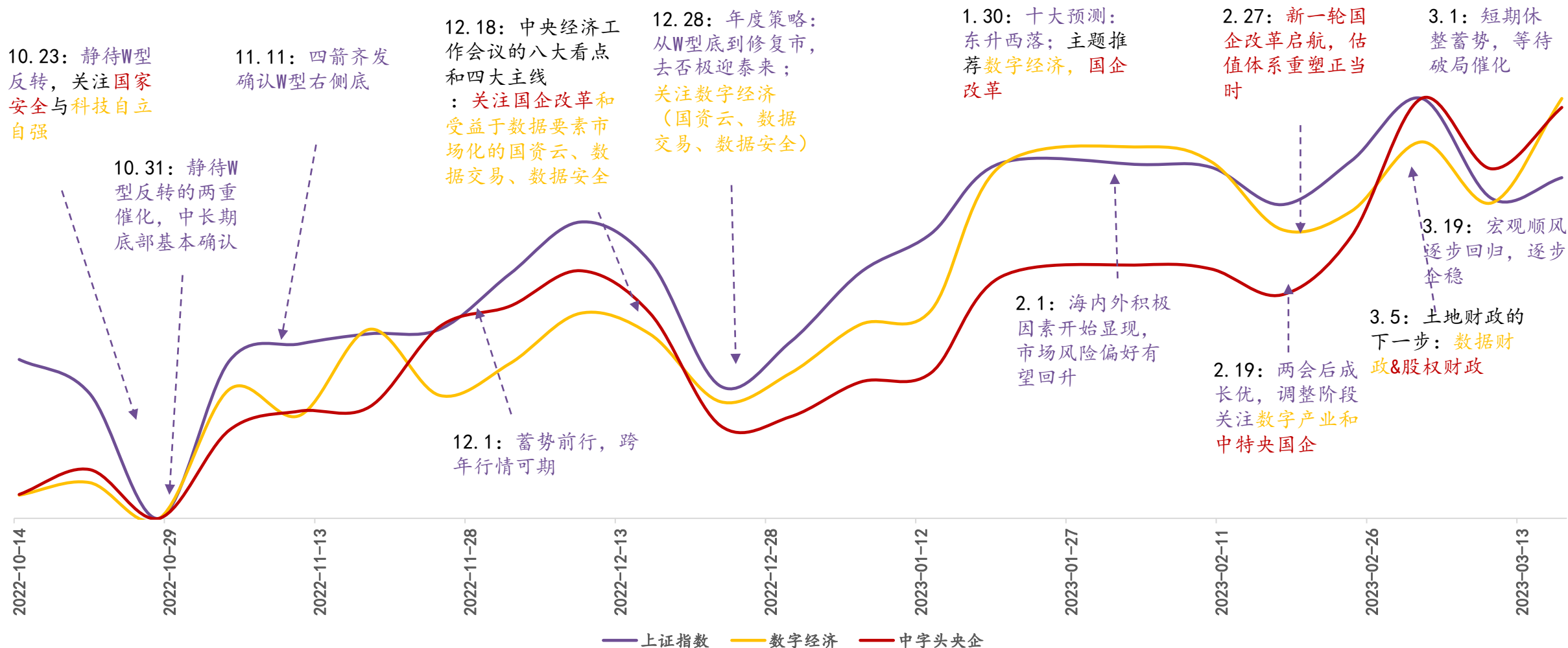
报告日期： 2023年03月21日

- 分析师：谭倩
- SAC编号：S1050521120005
- 分析师：朱珠
- SAC编号：S1050521110001

- 分析师：周灏
- SAC编号：S1050522090001
- 联系人：杨芹芹
- SAC编号：S1050121110002

研究创造价值

图表：【华鑫宏观策略】大势研判和主线选择回顾



资料来源：Wind，华鑫证券研究

数字经济和国企改革的四重支撑：

1、政策发力：数字中国提速和国企改革深化

1) **2023年是科技大年，数字经济全面提速。**从党代会、机构改革、部长通道三重政策信号看，2023年科技创新重要性凸显。数字经济内外战略地位同步提升，顶层设计成为发力重点。

2) **2023年是改革大年，国企改革纵深挺进。**三中全会改革预期+新一轮国企改革方案+中国特色估值体系，结合对标世界一流企业，国资委市场化考核，加快专业化整合，探索国有资本布局，打造现代化产业链链长等，国企市场化改革加速。

2、经济增长：数字经济与国企改革共振发力

1) **数字经济是经济增长新引擎。**数据作为新型生产要素，有助于提升全要素生产力率，提高对经济贡献度。当前我国数字经济总规模占GDP比重接近40%，与美国仍存在差距；绝大多数省市2023年数字经济增速设定在6%以上，显著高于GDP增速。

2) **央国企发挥压舱石主力军作用。**央国企作为经济稳定发展的“压舱石”，在稳增长层面起到了中流砥柱的作用。随着央国企市场化改革提速，盈利仍有提升空间。

3、产业转型：聚焦数字化转型与市场化改革

1) **数字化转型核心在于ICT投资与数据要素市场化。**ICT投资（对应基础设施）不仅决定数字产业化增加值，也在从产出和效率维度影响了产业数字化的规模，数据服务项（对应数据要素市场化）优存量扩增量，激发新活力。

2) **央国企市场化转型显著提速。**参照淡马锡经验，投资标的由传统公用事业逐步转向新兴产业。通过战略性重组与专业化整合，培育世界一流示范企业与链长企业将在市场化转型起到示范作用。

4、财政补充：数据和股权财政接棒土地财政

1) **数据财政：**数据入表助力数据要素由资源态向资产/资本态转变，在已有数据资产入表路径的基础上，出台专门配套财税金融政策，将大大改善相关行业企业资产水平，催生新的税基，从而形成财政收入的新来源。

2) **股权财政：**国企补充财政收入主要可分为税收缴纳和利润上缴两种方式，实现路径与中国特色估值体系重估高度契合，短期有估值端提升（价值实现），中长期有业绩端改善（价值创造）。

数字经济与国企改革的对应主线

1) **数字经济:**政策：人工智能，信创，芯片；经济：IDC，服务器，云计算；产业：AIGC，数字文化，智慧医疗；财政：运营商、数字交易所

2) **国企改革:**政策：对标世界一流、高分红、ESG；经济：提质增效、ROE；产业：国产替代、战略性重组；财政：国有资本投资

- 1、数字要素市场化不及预期
- 2、国企改革推进不及预期
- 3、宏观经济超预期下行

目录

CONTENTS

- 1.政策发力：数字中国提速和国企改革深化
- 2.经济增长：数字经济与国企改革共振发力
- 3.产业升级：聚焦数字化转型与市场化改革
- 4.财政增量：数据和股权财政接棒土地财政
- 5.行业主线：数据经济和央国企的对应主线

01. 政策支持：数字中国提速和国企改革深化

研究创造价值

1.1. 2023年是科技大年，数字经济全面提速

研究创造价值

科技大年信号1：二十大强调“科技自立自强”，重视战略新兴行业

- 党代会五年一次，每次新动能新引擎涉及的关键词都是未来行业的主要指引。
- 二十大关键词是“现代化产业”和“科技自立自强”，明确推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。优化基础设施布局、结构、功能和系统集成，构建现代化基础设施体系。

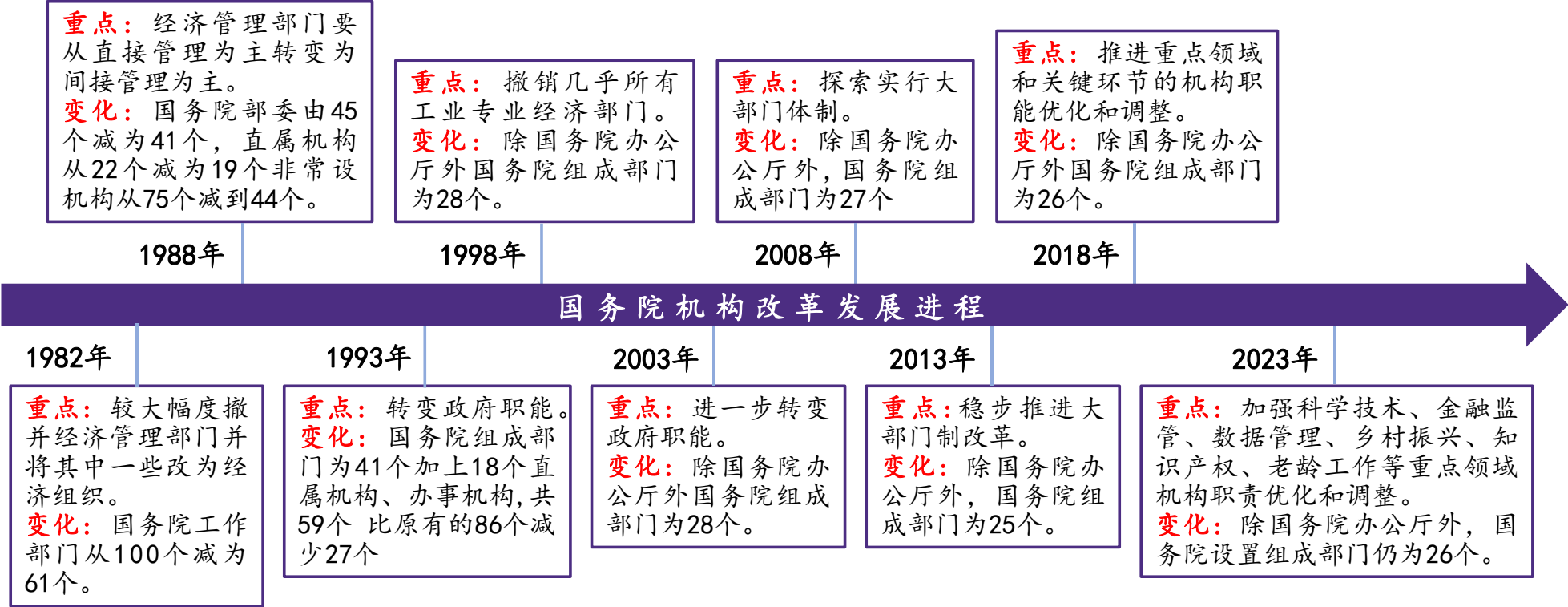
图表：历届党代会对后续市场行情有较强的指示意义

会议	时间	关键词	主要内容	一年内涨跌幅居前行业	五年内涨跌幅居前行业
二十大	2022年10月	“现代化产业”和“科技自立自强”	推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。	-	-
十九大	2017年10月	供给侧改革和绿色发展	加快建设制造强国，加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能。	社会服务(-11%)、银行(-15%)、农林牧渔(-22%)、食品饮料(-22%)、美容护理(-23%)	社会服务(100%)、食品饮料(99%)、电力设备(74%)、美容护理(44%)、基础化工(27%)
十八大	2012年11月	扩大内需和创新驱动	牢牢把握扩大内需这一战略基点，加快建立扩大消费需求长效机制，推动战略性新兴产业、先进制造业健康发展。建设发展现代信息技术产业体系，推进信息网络技术广泛运用。	传媒(107%)、计算机(67%)、环保(55%)、电子(43%)、家用电器(39%)	家用电器(239%)、计算机(190%)、电子(188%)、通信(167%)、环保(136%)
十七大	2007年10月	转变经济发展方式和推进经济结构战略性调整	坚持扩大国内需求特别是消费需求的方针，促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变，由主要依靠第二产业带动向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变	电力设备(-42%)、医药生物(-43%)、建筑装饰(-47%)、农林牧渔(-47%)、通信(-53%)	医药生物(12%)、美容护理(5%)、家用电器(-1%)、食品饮料(-7%)、农林牧渔(-19%)

资料来源：全国人大，Wind，华鑫证券研究

- 国务院机构改革五年一次，每次调整都代表未来发力的重点，也与股市主线息息相关。
- 2023年：优化金融监管，重组科技部，组建数据局，产业方面重点是科技创新和数字经济
- 2018年：组建资源部，新能源 新材料
- 2013年：广电总局，互联网平台
- 2008年：住建部 工信部，地产牛市，移动互联网

图表：国务院9次机构改革



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

科技大年信号3：“部长通道”明确科技产业为政策重心

- “部长通道”首场采访部委近三年以来首次变更，科技产业成为政策重心。
- 每年两会，“部长通道”都是记者关注的焦点，特别是首场“部长通道”接受采访的部委可以表现出接下来政策的重心。
- 复盘2016年以来的“部长通道”首场出场的部委，可以发现**近三年首场接受采访的都是发改委、财政部和农业农村部，而2023年首场“部长通道”是工信部、科技部和生态环境部**，首场出场顺序的变更或表明政策重点有所改变，科技产业或将成为政策重心。

图表：历年首场部长通道

时间	首场部长通道
2016年	监察部：黄树贤；教育部：袁贵仁
2017年	教育部：陈宝生；国务院侨务办公室：裘援平 中国民航局局长：冯正霖
2018年	教育部：陈宝生；国务院侨务办公室：裘援平 司法部：张军；国家中医药管理局：王国强 国家文物局：刘玉珠
2019年	中国民用航空局：冯正霖；退役军人事务部：孙绍骋 国家文物局：刘玉珠；国家医疗保障局：胡静林 国家国际发展合作署：王晓涛；生态环境部：李干杰
2020年	国家发展和改革委员会：何立峰 财政部：刘昆 农业农村部：韩长赋
2021年	国家发展和改革委员会：何立峰 财政部：刘昆 农业农村部：唐仁健
2022年	国家发展和改革委员会：何立峰 财政部：刘昆 农业农村部：唐仁健
2023年	工信部：金壮龙 科技部：王志刚 生态环境部：黄润秋

资料来源：中国政府网，华鑫证券研究

➤ 二十大报告与两会工作报告明确了发展数字经济的战略地位，数据二十条/数字中国规划/数据入表意见稿等指明了以往数字经济发展面临的确权难/交易难/保障难等核心问题的解决路径

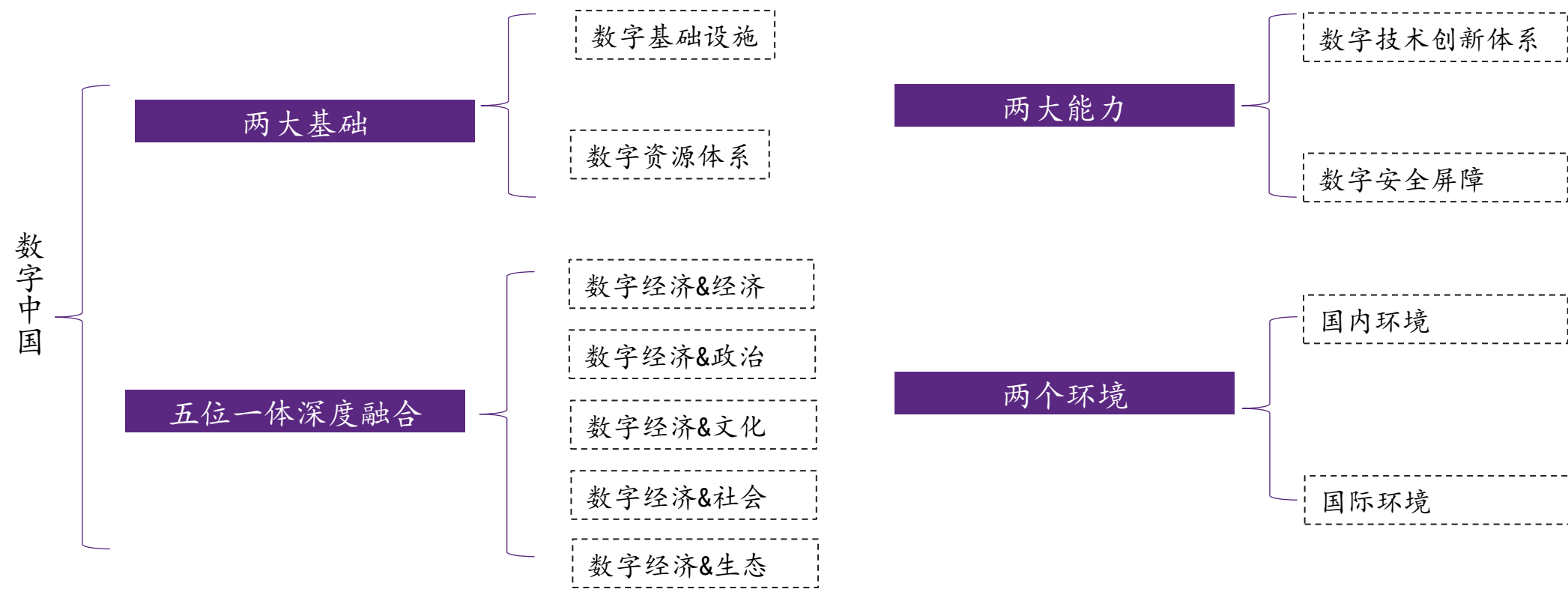
图表：2021年以来数字经济相关政策梳理

日期	公布单位	政策名称	相关内容
2021年12月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	提出我国数字经济发展现状和形式，明确“十四五”期间我国数字经济的发展目标，部署重要任务和重点工程。
2022年4月	国务院	《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》	加快培育数据要素市场，建立健全数据安全、权利保护、跨境传输管理、安全认证等基础制度和标准规范，推动数据资源开发利用。
2022年10月	全国人大	《二十大报告全文》	强调加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群，建设数字中国。
2022年10月	国务院	《国务院关于数字经济发展情况的报告》	十八大以来，我国数字基础设施实现跨越式发展，数字产业创新能力加快提升，产业数字化转型提档加速，网络安全保障和数字经济治理水平持续提升。
2022年12月	财政部办公厅	关于征求《企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)》意见的函	为加强企业数据资源管理，规范企业数据资源相关会计处理，强化相关会计信息披露，而征求意见。
2022年12月	国务院	《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	构建适应数据特征、符合数字经济发展规律、保障国家数据安全、彰显创新引领的数据基础制度，充分实现数据要素价值、促进全体人民共享数字经济发展红利
2023年2月	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	夯实数字中国建设基础，全面赋能经济社会发展，强化数字中国关键能力，优化数字化发展环境，加强整体谋划、统筹推进，把各项任务落到实处。
2023年3月	国务院	《国务院机构改革方案的议案》	提出组建国家数据局，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹非进数字中国、教字经济，教字社会规划和建设等，由国家发原和政革委员会管理。
2023年3月	国务院	《政府工作报告》	加快传统产业和中小企业数字化转型，着力提升高端化、智能化、绿色化水平。大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展。

数据来源：国务院等，华鑫证券研究

- 《数字中国建设整体布局规划》：《规划》明确“建设数字中国是数字时代推进中国式现代化的重要引擎”，要求“到2035年，数字化发展水平进入世界前列”，并详细阐述了“2522”的整体布局框架。数字经济在经济增长和产业升级中的重要性不言而喻，并将数字中国建设工作情况作为对有关党政领导干部考核评价的参考，各省市有望高层领导挂帅推动，便于资金、资源的协调整合。
- 数据二十条：推动数据产权“三权分置”，构建多层次数据交易市场体系，完善构建数据基础制度体系。

图表：数字中国按照“2522”的整体框架进行布局



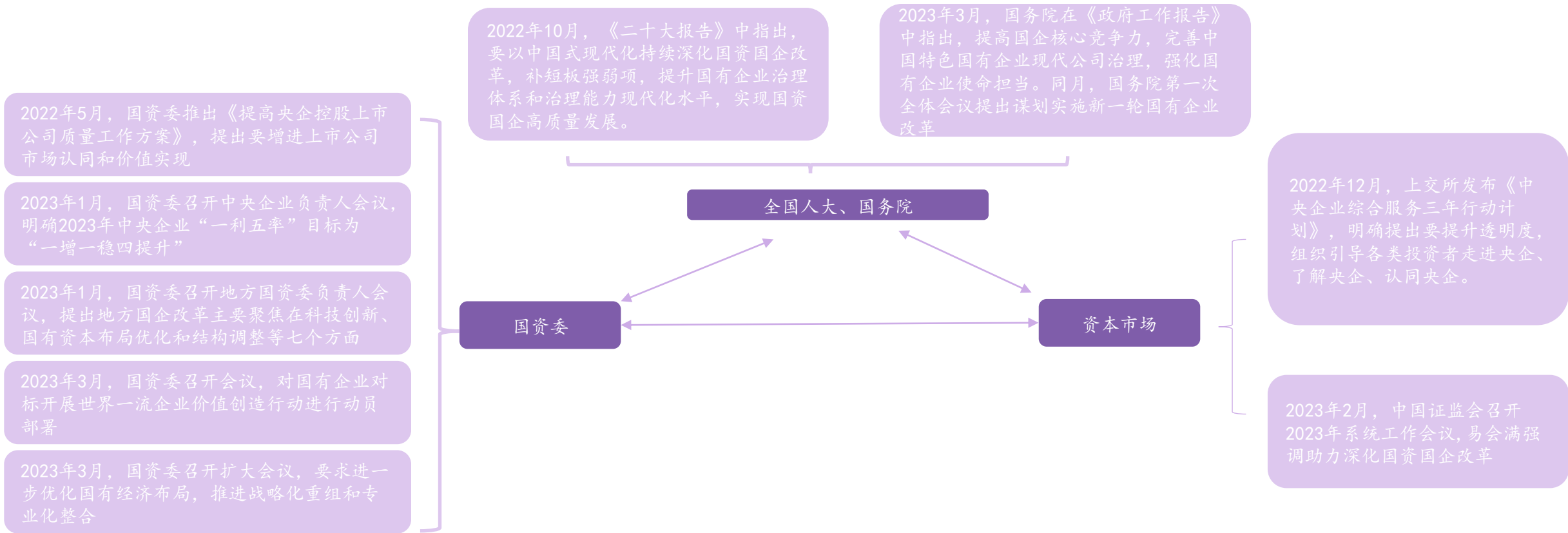
数据来源：国务院，华鑫证券研究

1.2. 2023年是改革大年，国企改革纵深挺进

研究创造研究价值

- **2023年是改革大年：**三中全会改革节点，新一轮国企改革，中国特色估值体系，全国人大/国资委/资本市场共同谋划
- 新一轮国企改革步调明显加快，包括对标世界一流企业，国资委市场化考核，加快专业化整合，探索国有资本布局，打造现代化产业链链长等。

图表：各部门协同发力布局新一轮国企改革



数据来源：国资委，华鑫证券研究

02.经济增长：数字经济与国企改革共振发力

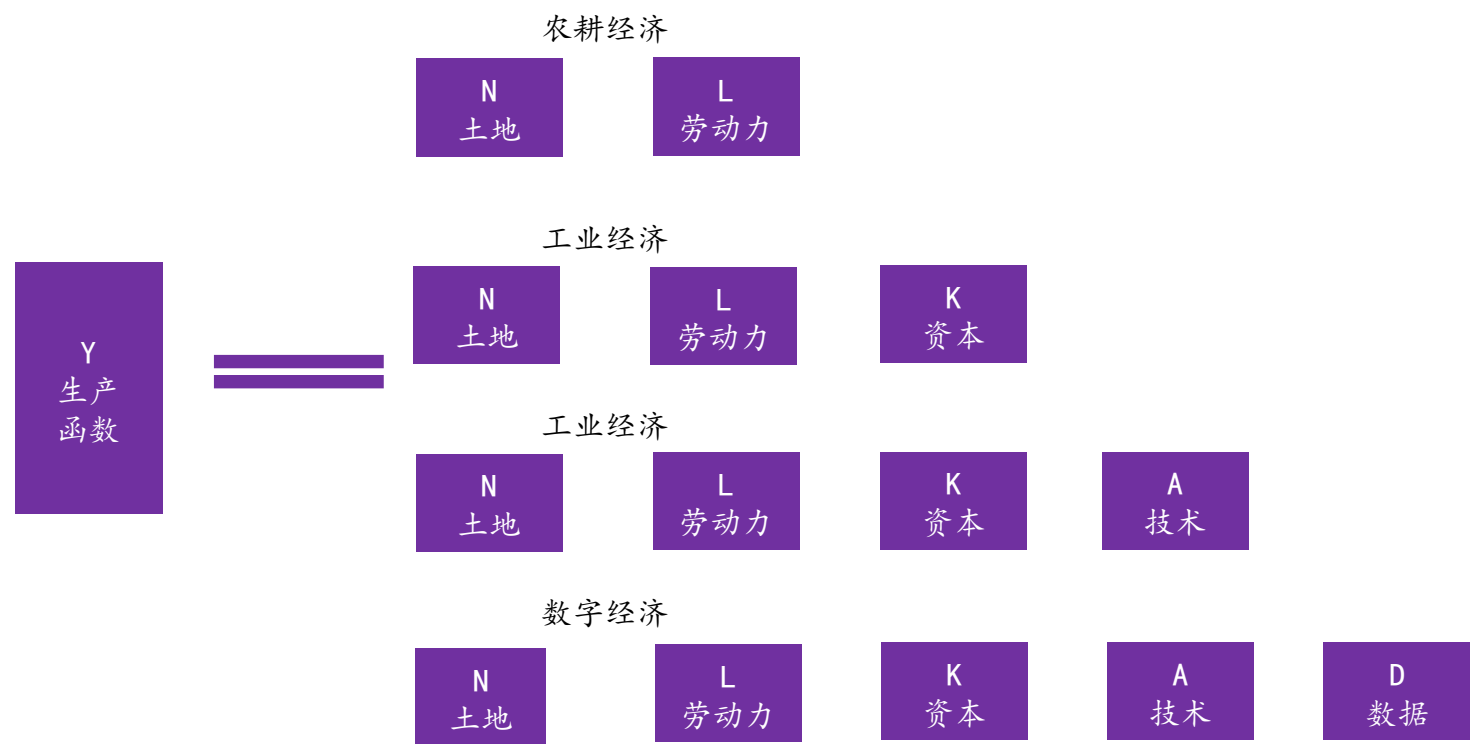
研究创造价值

2.1.数字经济是经济增长新引擎

研究创造价值

- 生产要素：土地（1978年小岗村土地承包到户）——劳动力（84派、92派）——资本（2009年四万亿）——技术（2011年中国成为全球最大的智能手机单一市场，移动互联网时代）——数据（2022年数据二十条）；

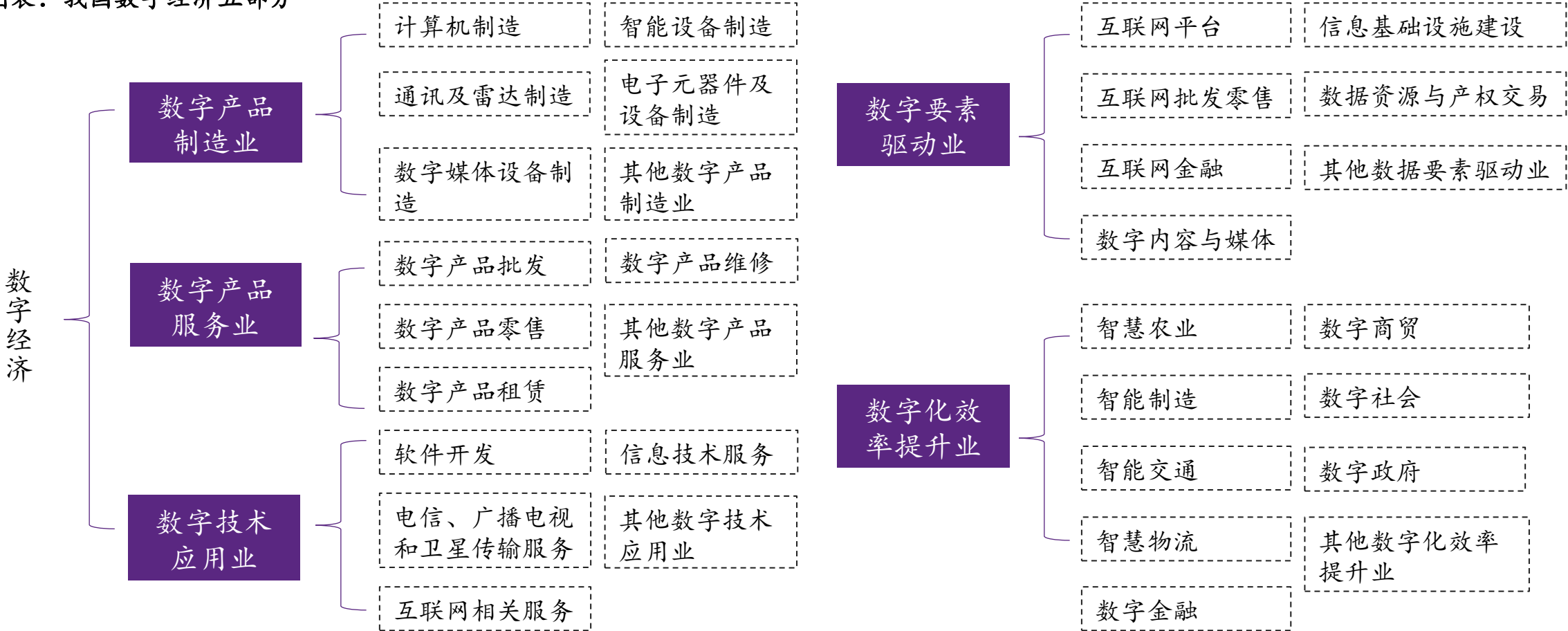
图表：生产要素变迁与经济动能变化



数据来源：华鑫研究整理

➤ 统计局在《数字经济及其核心产业统计分类（2021）》中将数字经济分为数字产品制造业、数字产品服务业、信息技术服务、数字要素驱动业与数字化效率提升业，其中前四类为数字产业化部分，即数字经济核心产业，第五类是产业数字化部分。

图表：我国数字经济五部分

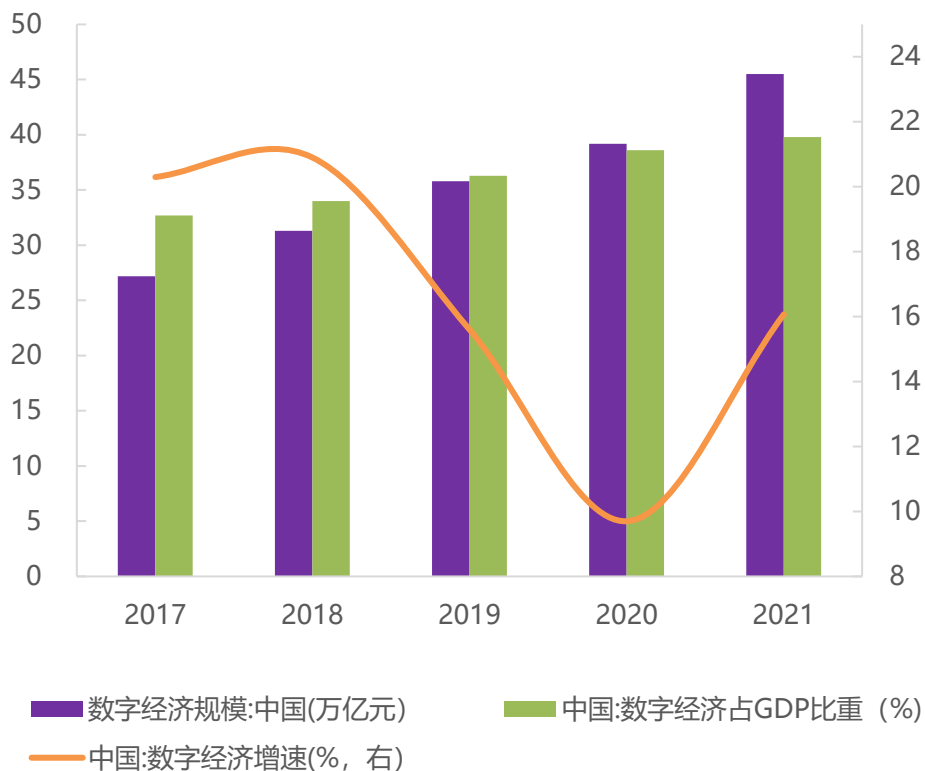


数据来源：国家统计局，华鑫证券研究

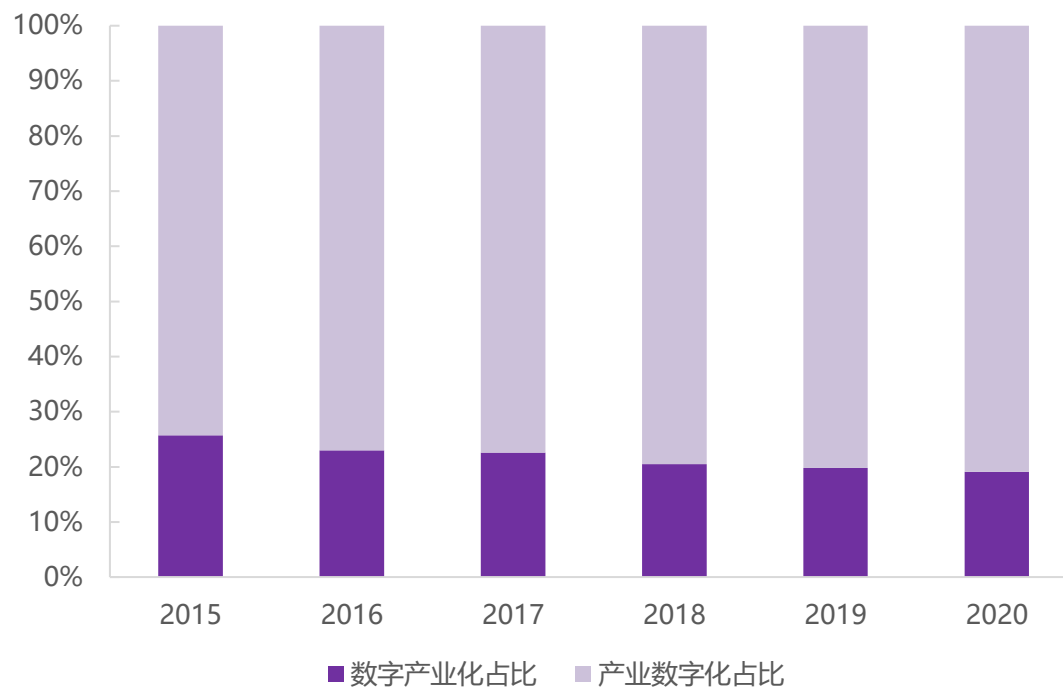
我国数字经济总规模占GDP比重已接近40%

- 2021年我国数字经济规模已达到45.5万亿，占GDP比重为39.8%，同比增长16.1%，显著快于GDP增速。其中数字产业化规模约占20%，产业数字化规模约占80%。

图表：我国数字经济总规模占GDP比重已接近40%

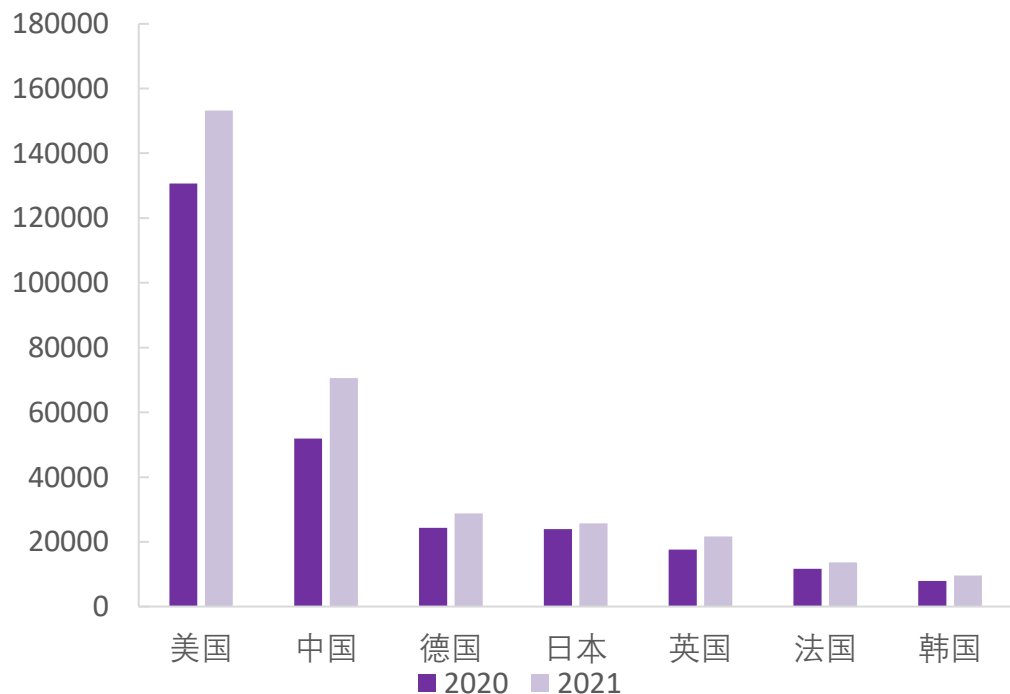


图表：我国数字产业化规模约占数字经济整体的20%

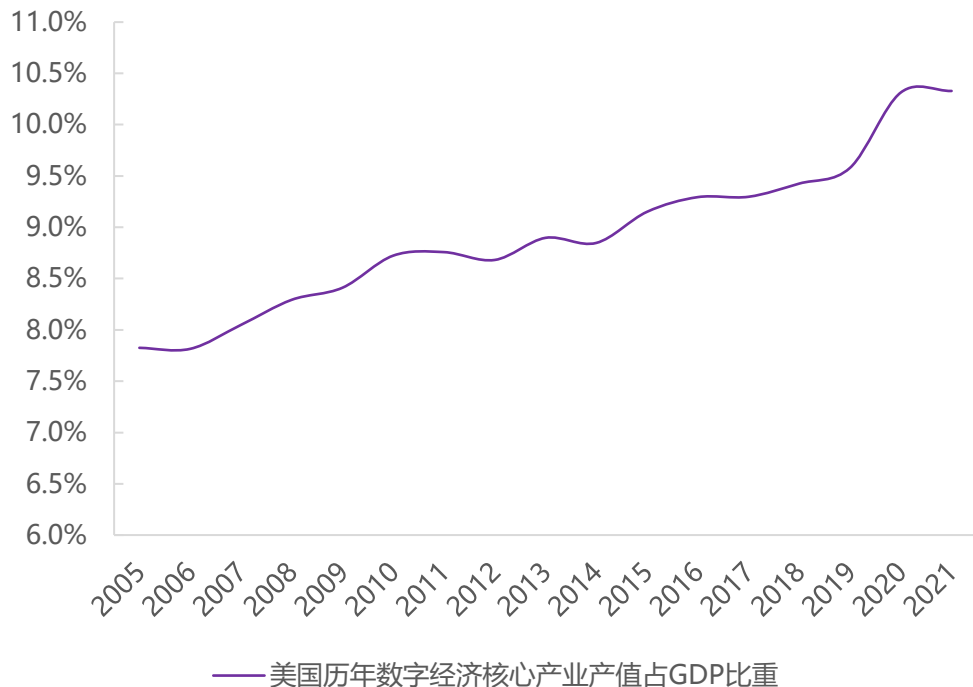


- 从绝对体量上看，2021年我国数字经济规模达7.1万亿美元，位居世界第二，相较美国数字经济规模的46%仍有差距。
- 从相对体量上看，2021年我国数字经济核心产业产值占GDP的比重为7.3%，低于美国的10.3%。

图表：我国数字经济整体规模相较美国仍有较大差距

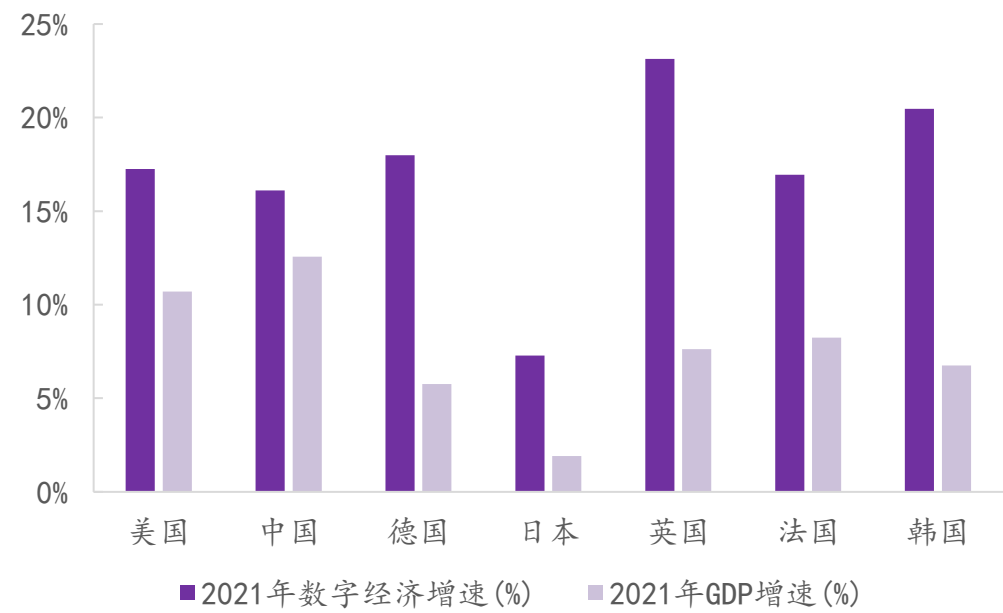


图表：美国2021年数字经济核心产业产值占GDP的比重达10.3%

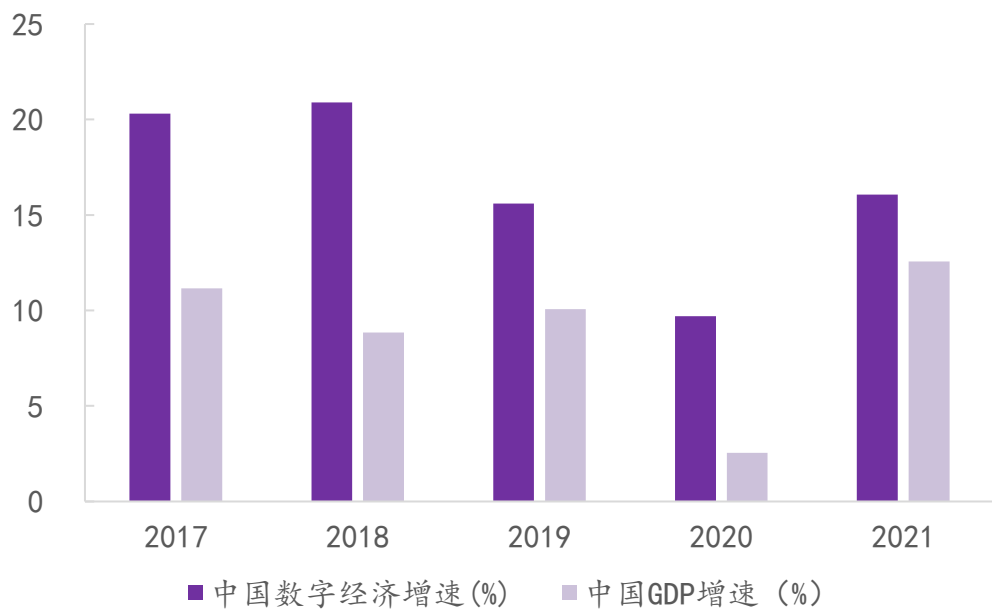


➢ 2021年，全球主要经济体当年数字经济规模增速均高出GDP增速5个百分点以上，其中我国自2017年以来数字经济增速均高于GDP增速，我国数字相关产业的营收增速高于整体或具有持续性。

图表：2021年代表国家数字经济增速均显著高于GDP增速



图表：我国2017年以来数字经济增速均高于GDP增速

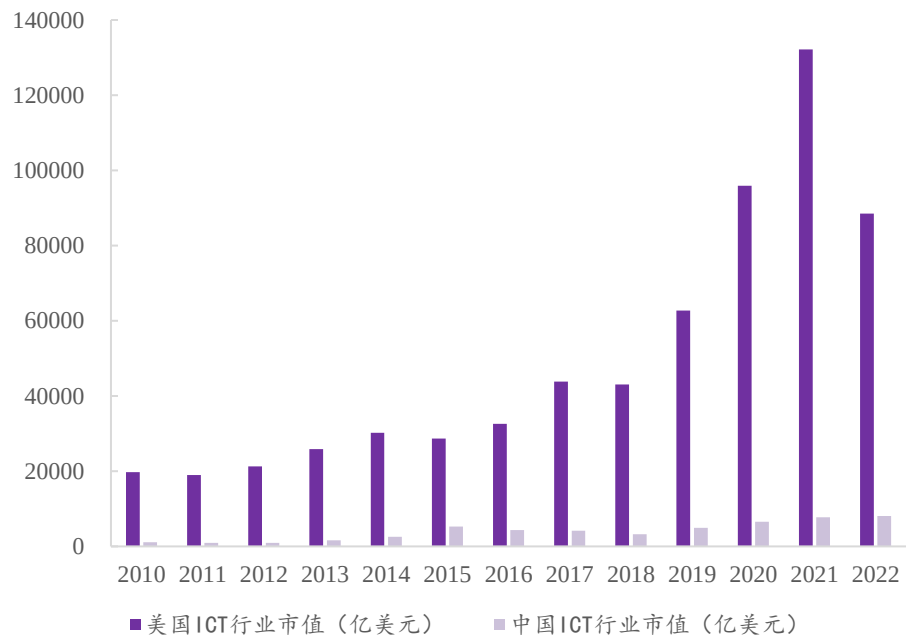


数据来源：信通院，Wind，华鑫证券研究

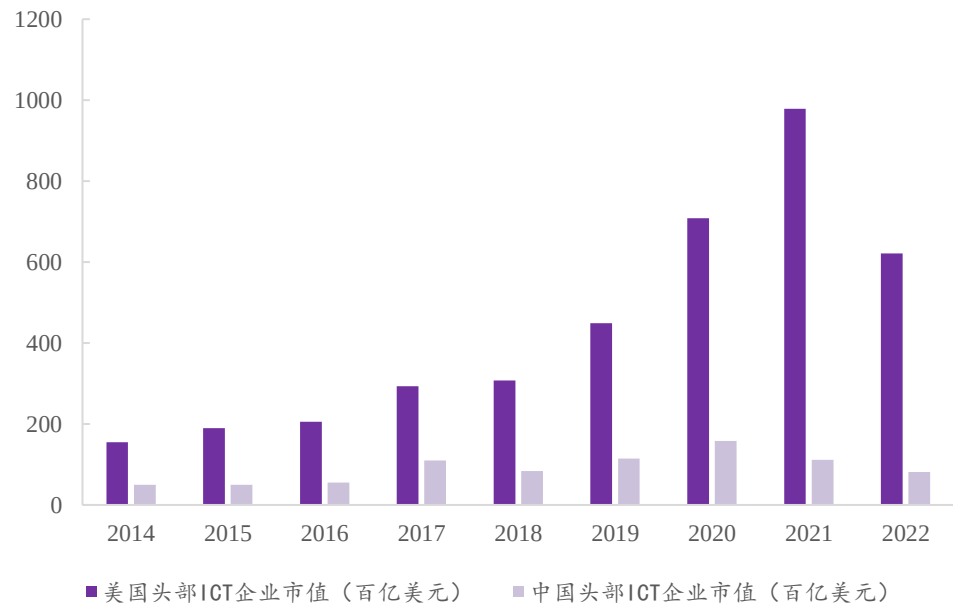
对标美国，我国ICT上市公司仍有10倍以上市值增长空间

- **从资本市场维度，以A股与美股ICT行业上市公司总市值进行比较**，截至2022年末A股ICT企业市值为8121亿美元（按年末汇率计算，下同），不及美股ICT行业市值（88508亿美元）的1/10
- **选取中美ICT行业龙头公司进行对比**，截至2022年美国（苹果、谷歌、微软、英伟达、亚马逊）约是中国（阿里、腾讯、京东、百度、网易）ICT头部企业市值的7.5倍

图表：A股ICT企业市值不足美股的1/10



图表：中美头部ICT企业市值差距同样明显



数据来源：Wind, Bloomberg, 华鑫证券研究

2023年数字经济是地方两会的政策重点

➤ 根据地方政府工作报告，绝大多数省市2023年数字经济/数字经济核心产业增加值增速设定在6%以上，部分省市增速甚至在10%以上

图表：部分省市2023年数字经济发展目标一览

省份地区	地方数字经济中短期发展目标
北京市	2023年北京数字经济增加值增速安排为6.5%左右。
上海市	明确未来五年数字经济核心产业增加值占上海生产总值的比重提高到18%。
重庆市	2023年壮大数字产业规模，构建“五十百千万”数字产业发展体系，力争数字经济核心产业增加值增长10%以上。
湖南省	2023年湖南省将力争数字经济增长15%以上,占地区生产总值比重超过33%;在未来5年实现数字经济产业增加值突破3万亿元。
山西省	未来五年，山西数字经济规模年均增长要达到15%以上。
陕西省	到2023年，全省数字经济核心产业增加值占地区生产总值比重超过8%。
江苏省	2022年的数字经济规模已经超过5万亿元，其表示2023年数字经济规模目标突破5.5万亿元。
安徽省	到2024年，全省数字经济核心产业增加值占GDP比重力争达到全国平均水平，信息制造业规模力争突破6000亿元，中国声谷营业收入力争超过3500亿元。
江西省	今后5年的发展目标：数字经济增加值增速持续快于全省经济增速、快于全国平均增速，努力实现规模倍增，占全省GDP比重达到45%左右，数字经济核心产业增加值占全省GDP比重达到10%。
湖北省	要深入实施数字经济跃升工程，2023年数字经济核心产业增加值突破4000亿元。
浙江省	2023年，培育超百亿元数字企业40家，新增智能工厂和数字化车间150家，力争数字经济核心产业增加值增长10%。
河南省	河南印发2023年数字经济发展工作方案，力争电子信息制造业营业收入突破8000亿元，先进计算、软件产业规模均超过500亿元。
河北省	其中提出，到2027年，河北省数字经济迈入全面扩展期，核心产业增加值达到3300亿元，数字经济占GDP比重达到42%以上。
山东省	报告提出，建议2023年经济社会发展的主要预期目标是：数字经济核心产业增加值占生产总值比重超过8.5%。
贵州省	2023年，数字经济产业占地区生产总值比重为40%。
福建省	2023年，福建省将奋力推动经济高质量发展，提升“四大经济”质量，实现数字经济增加值2.9万亿元以上。
青海省	2023年力争数字经济规模突破1000亿元，形成新的增长引擎。
海南省	2023年，要充分发挥平台经济在高质量发展中的作用，打造一批创新示范项目，力争数字经济增长15%。
云南省	2023年云南省政府工作报告指出，2023年数字经济核心产业营业收入增长20%以上。
宁夏回族自治区	力争到2023年，全区数字信息产业规模达到850亿元。
西藏自治区	2023年，数字经济增加值增长10%以上。

数据来源：新浪财经，华鑫证券研究

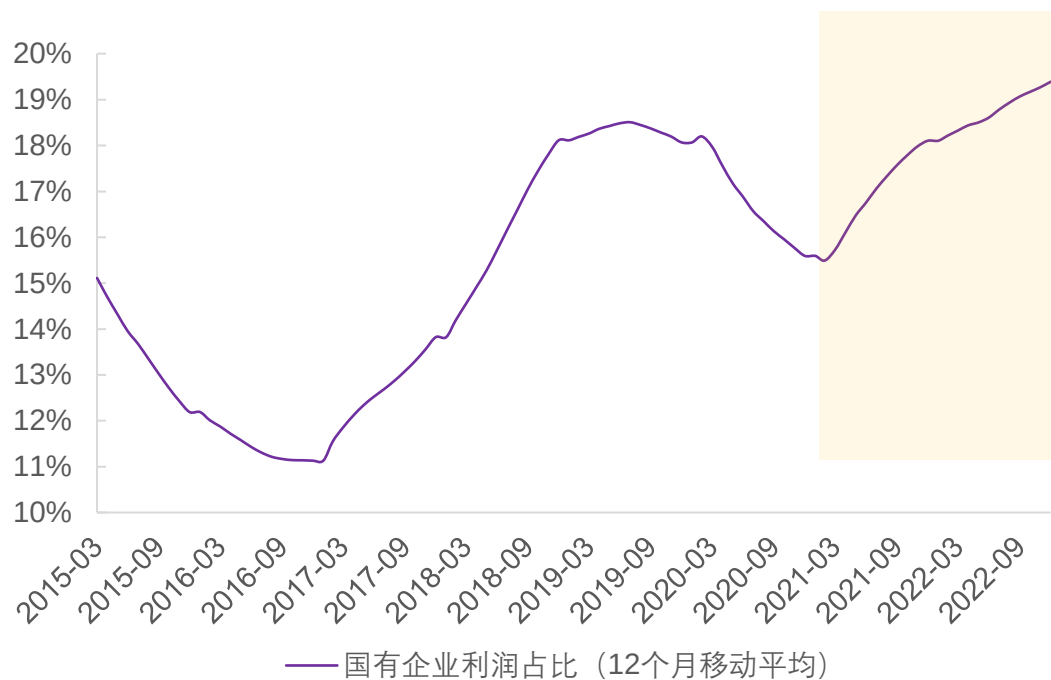
2.2.央国企发挥压舱石主力军作用

研究创造价值

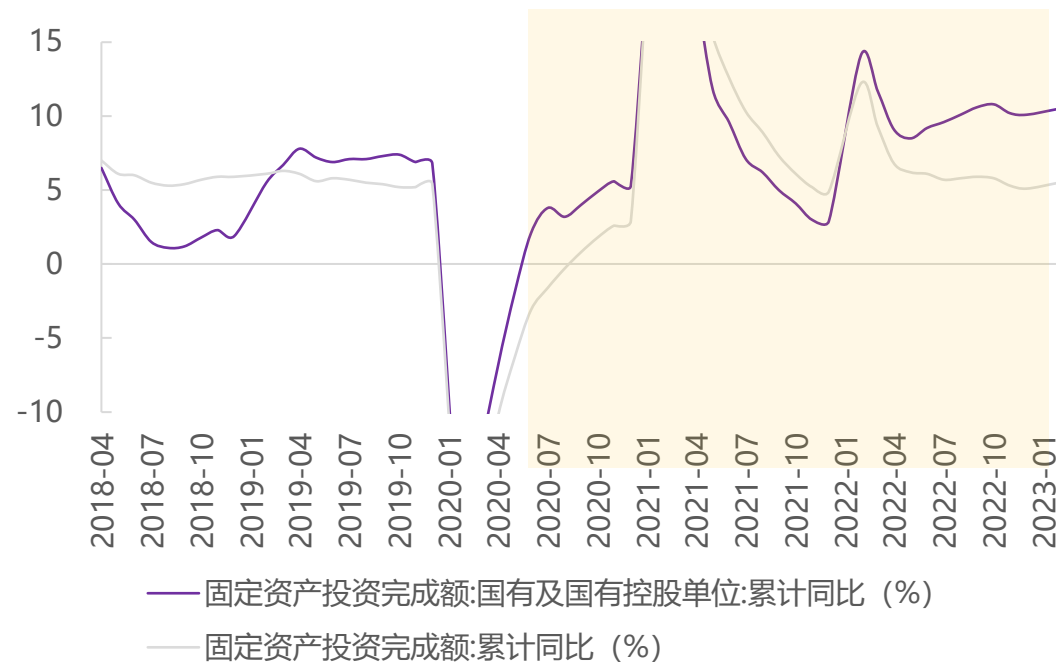
受疫情冲击影响过去三年我国经济增长压力较大，国有企业在稳增长层面起到了中流砥柱的作用：

- 利润:国企占全部工业企业利润占比由2020年底的15.6%提升至2022年底的19.4%。
- 投资:2020年以来国有企业固定资产投资增速显著快于整体。

图表：2021年以来国有企业利润占比稳步提高



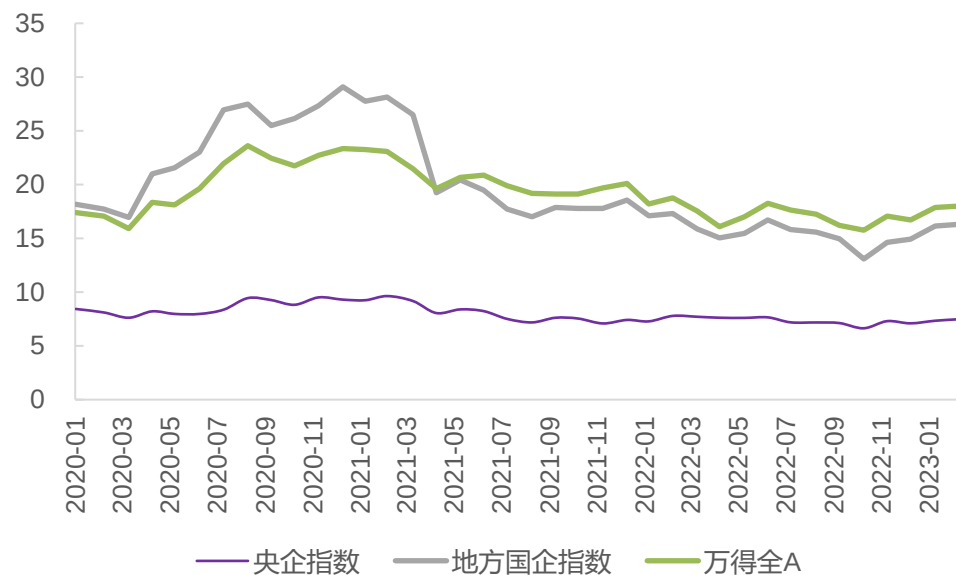
图表：2020年以来国有企业固定资产投资增速显著快于整体



资料来源：Wind，华鑫证券研究

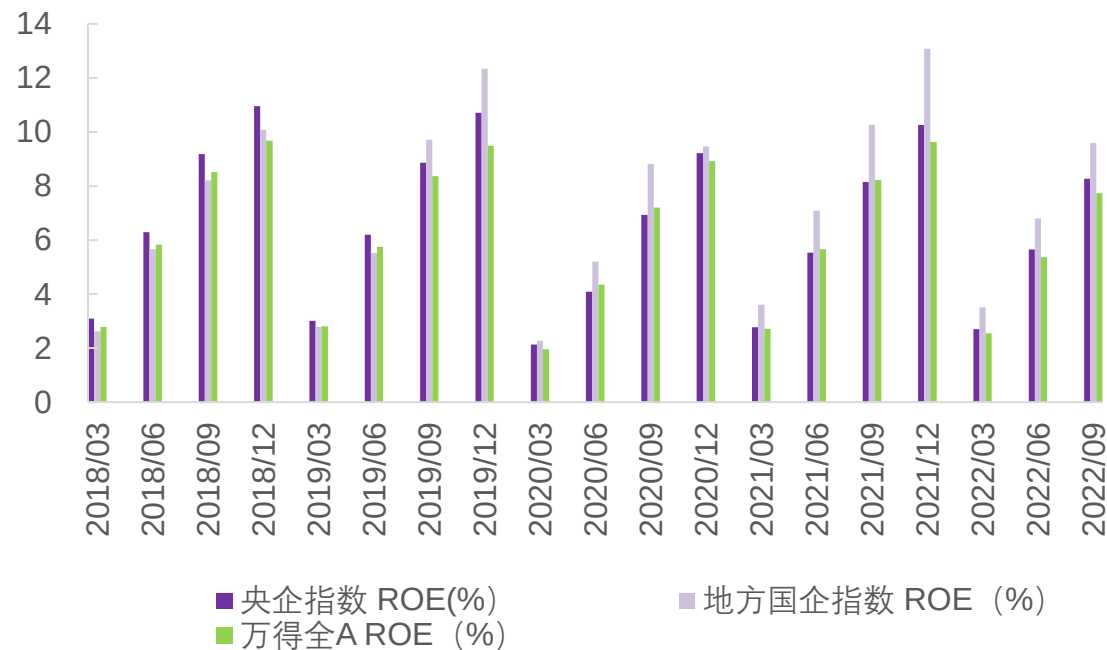
- **估值：**横向对比来截至2月末，央企PE_TTM显著低于地方国企与万得全A，纵向对比来看中证国企PE_TTM2010年以来分位数在31%，PB_TTM 2010年以来分位数为6.7%。
- **盈利：**截至22Q3，央企指数成分股ROE为8.3%，虽高于万得全A的7.7%但明显低于地方国企的9.6%，仍有提升空间。

图表：2020年以来央企pe_ttm显著低于地方国企与万得全A



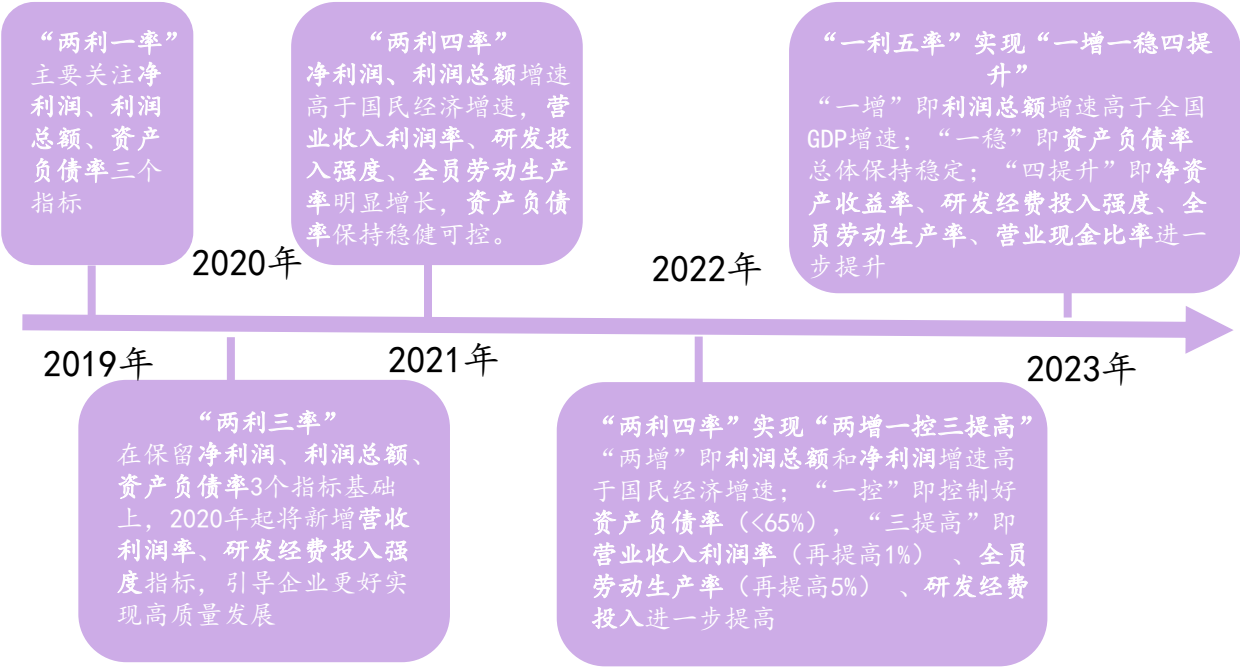
数据来源：Wind，华鑫证券研究

图表：地方国企ROE显著高于央企与万得全A整体



- “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。

图表：2019年以来央企经营指标体系不断优化



数据来源：国资委，华鑫证券研究

图表：2019年以来央企经营指标体系不断优化

“一利五率”分项	对应财务指标	具体目标要求
利润增速	归母净利增速	确保利润总额增速高于全国GDP增速
资产负债率	资产负债率	相比于2022年明确控制资产负债率在65%以下，2023年目标要求资产负债率总体保持稳定，由“控”调整至“稳”
净资产收益率	净资产收益率	2023年新增净资产收益率考核指标，取代以往的利润率指标，该指标主要反映企业的盈利能力
研发经费投入强度	研发支出/营业总收入	反映国企自主创新能力及核心竞争力
全员劳动生产率	营业总收入/员工人数	反映国有企业员工产出效率
营业现金比率	经营性现金净流量/营业收入	2023年将营业收入利润率调整为营业现金比率，更强调企业实现的现金收入，反映国有企业的收益质量

03.产业升级：聚焦数字化转型与市场化改革

研究创造研究价值

3.1. 数字化转型核心在于ICT投资与数据要素市场化

研究创造研究价值

数字转型：核心在于ICT投资与数据要素市场化

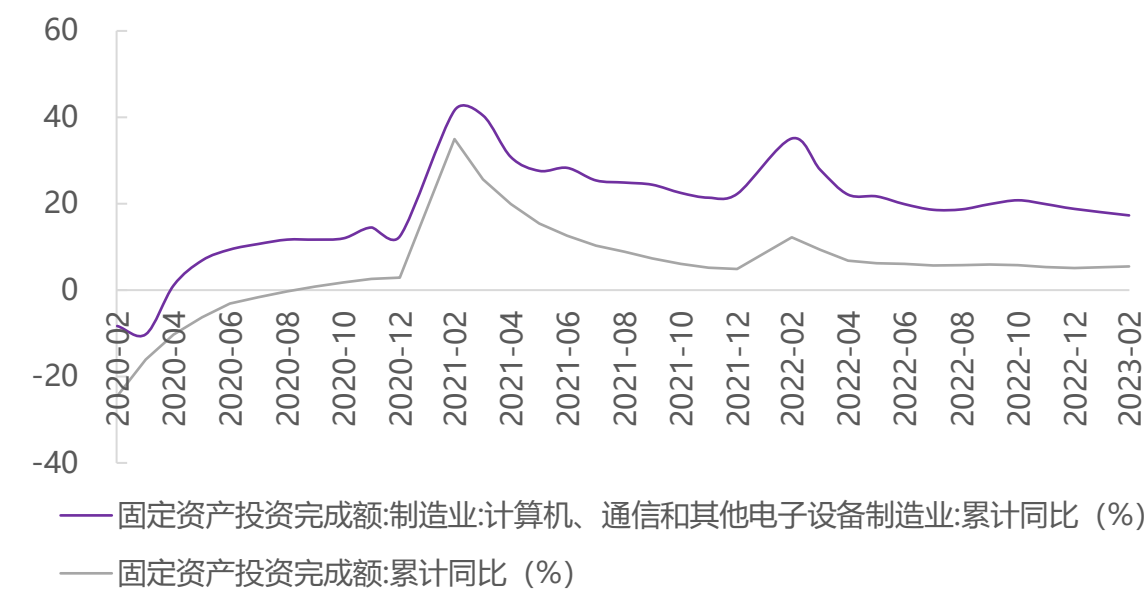
- ICT投资（对应基础设施）不仅决定数字产业化增加值，也在从产出和效率维度影响了产业数字化的规模
- 对于数据要素而言，服务项的投入实际上刻画了数据要素市场化的规模与效率

图表：数字经济增加值测算框架

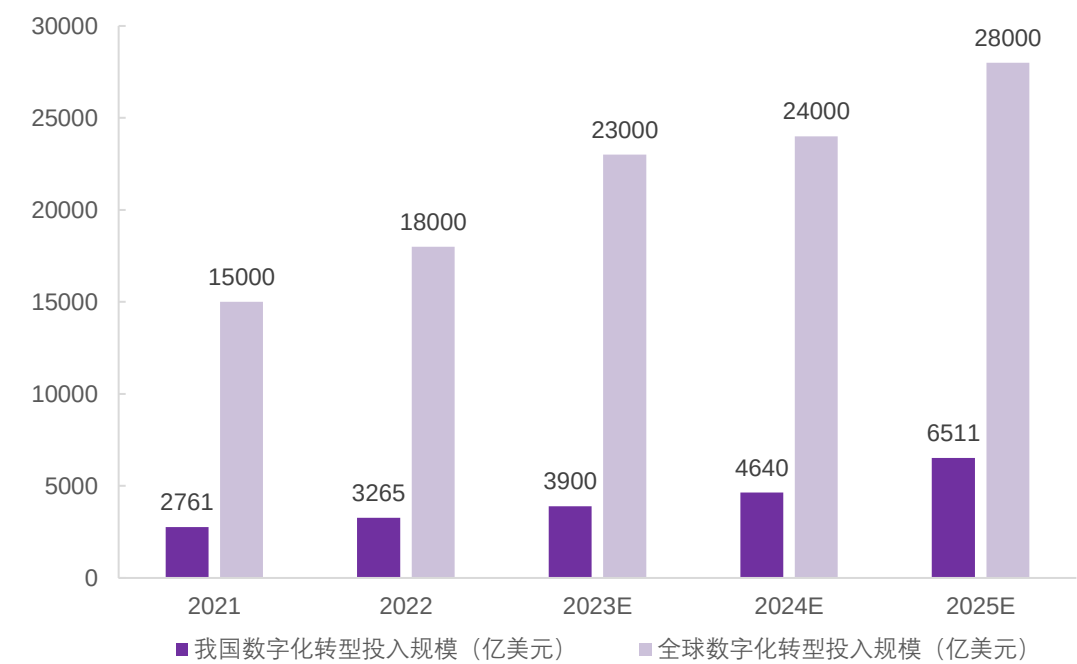


- ICT相关行业固定资产增速可以衡量数字产业化的ICT资本投入，自2020年以来**我国计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资显著高于整体，累计增速基本保持在15%-20%的高增长区间。**
- 数字化转型投入反映非数字化产业（产业数字化）的ICT投入，根据ICT预测我国2021-2025数字化转型投入同比增速有望达到23.9%，高出全球平均接近7个百分点。

图表：近年来ICT相关行业固定资产增速显著快于整体



图表：我国2021-2025数字化转型投入同比增速有望达到23.9%



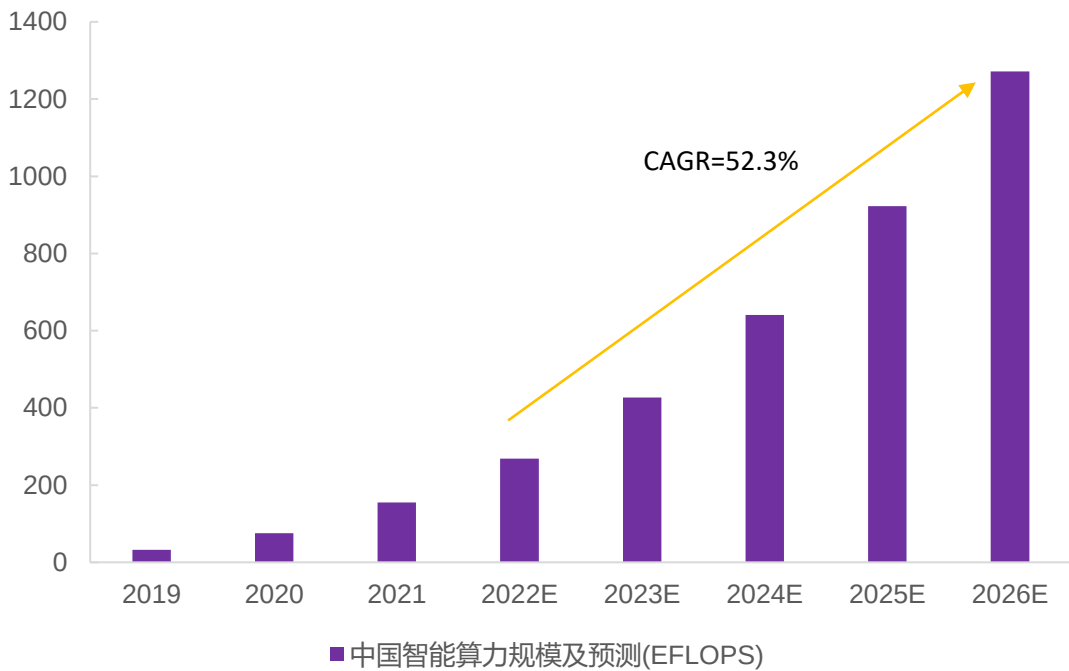
数据来源:Wind，信通院，华鑫证券研究

➤ 根据信通院及IDC等测算，算力对数字经济和有较强的解释作用。2016-2020 年，全球算力规模平均每年增长 30%，数字经济规模和 GDP 每年分别增长 5%和 2.4%。2022年我国智能算力规模已达到268EFLOPS,2022-2026年年复合增长率有望达到52.3%。

图表：算力规模排名与GDP规模排名呈强正相关



图表：预计2022-2026年我国智能算力规模将达到50%以上



数据来源:信通院，华鑫证券研究

参照美国：数字经济分为基础设施、电子商务与付费服务三类

➤ 美国统计局在2005-2020年美国数字经济统计数据中将数字经济分为基础设施、电子商务和付费服务三类。

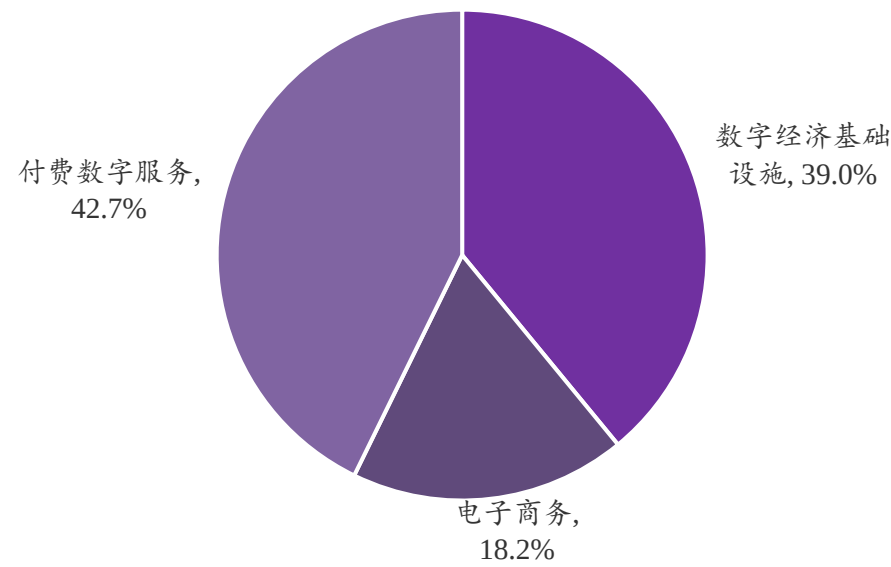
图表：美国数字经济三类



数据来源:BEA，华鑫证券研究

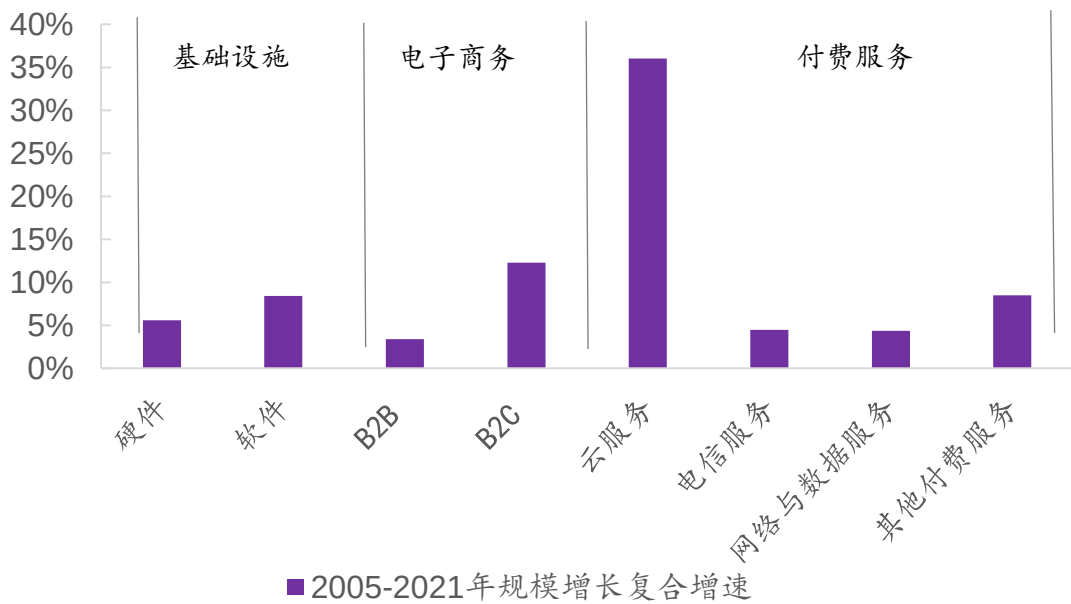
- 依据BEA的分类标准，从大类来看2021年美国数字经济中**付费服务项**比例占比最高，达到42.7%，其次是**基础设施与电子商务**，占比分别为39.0%与18.2%。
- 从细分项的增长速度来看，2005-2021年数字经济增长规模最快的方向**云服务**（36.0%），其次是**B2C电子商务**（12.3%）与**其他付费服务**（8.5%）。

图表：美国数字经济中付费服务项占比较高



数据来源:BEA，华鑫证券研究

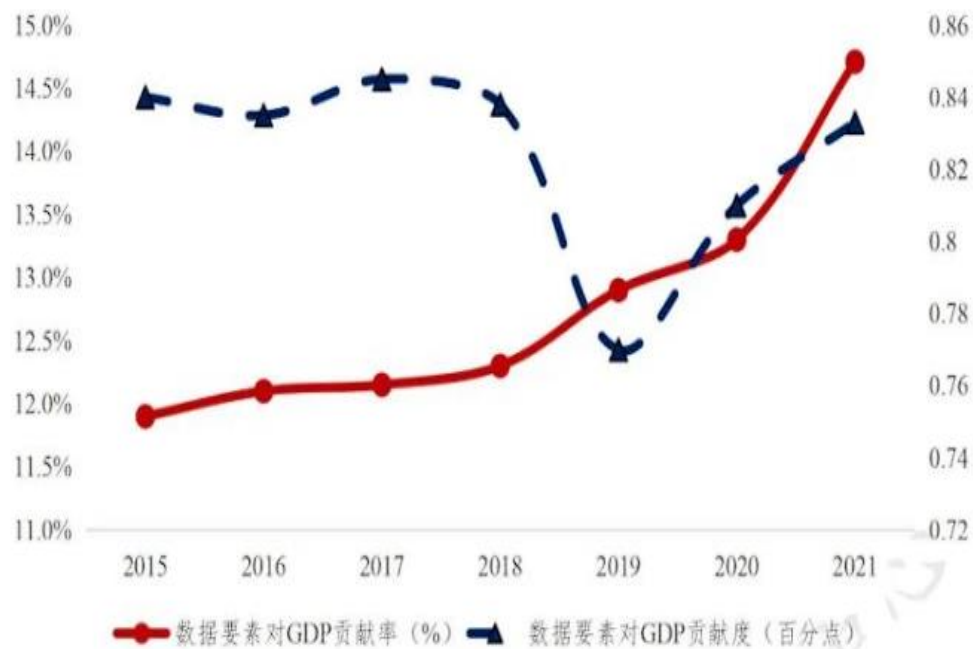
图表：2005-2021年美国数字经济中付费服务项复合增速较快



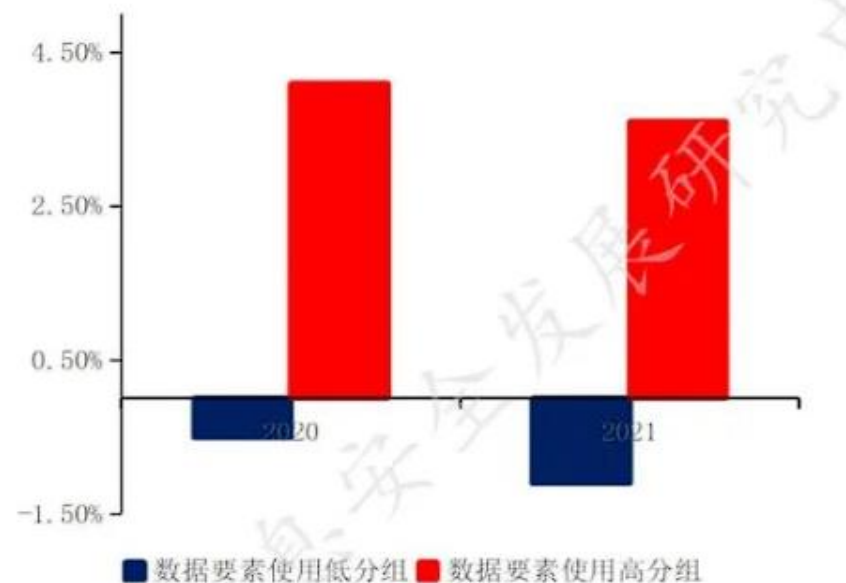
数据要素从宏观与微观经济维度均发挥关键“乘数效应”

- 从宏观维度，根据国家工业信息安全发展研究中心统计，2021年数据要素对当年GDP增长贡献率和贡献度分别为14.7%与0.83%，近年来呈现逐渐抬升趋势。
- 从微观维度，数据要素使用度高/低对上市公司ROA亦有显著正向解释作用(2021年二者差异接近4.7%)。

图表：数据要素对GDP贡献率逐年提高



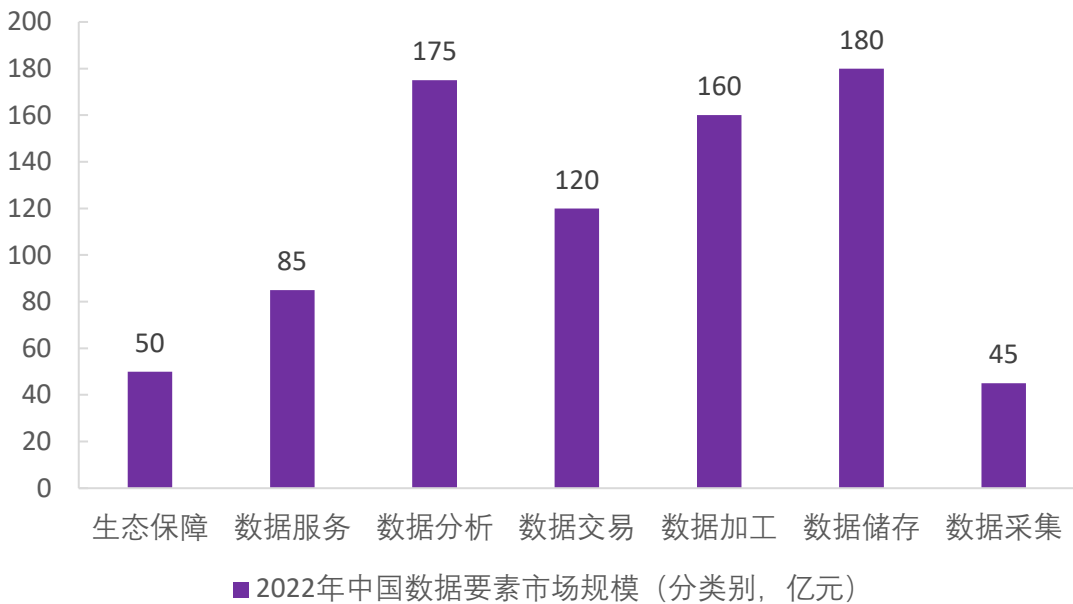
图表：数据要素对企业经营效益亦有重要影响



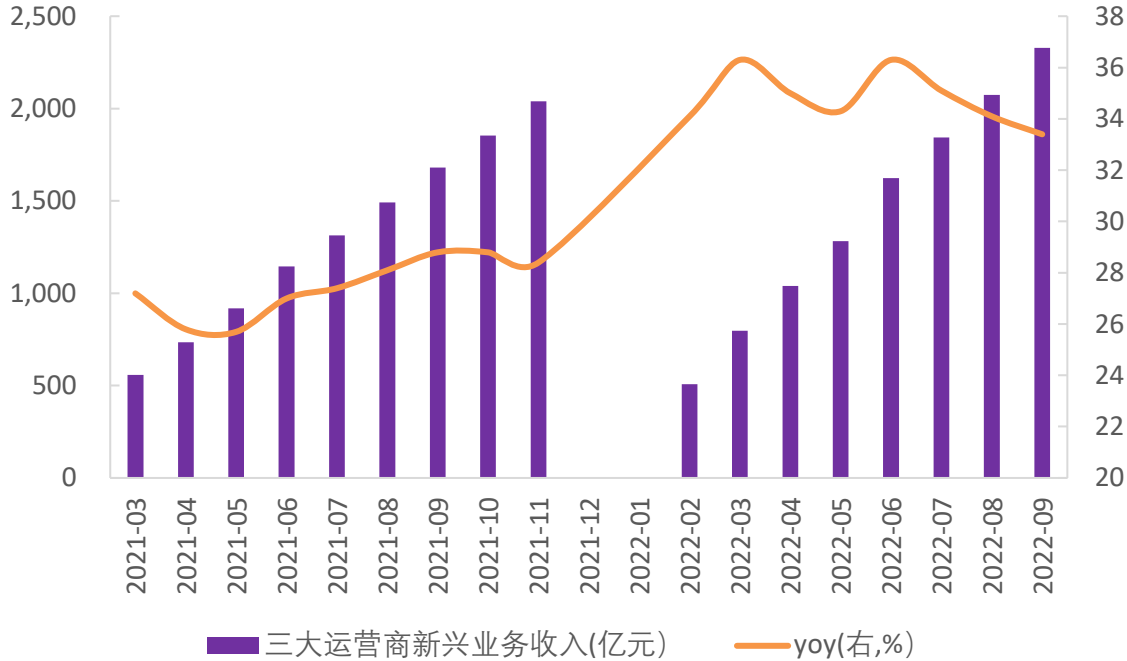
数据来源:国家工业信息安全发展研究中心, 华鑫证券研究

- 2022年我国数据要素市场规模合计达到815亿元，其中数据储存/数据分析/数据加工的市场规模相对较高，而数据交易/数据服务/生态保障的市场规模占比相对靠后。
- 截至2022Q3，三大运营商包括IPTV、IDC、云计算、物联网等涉及数据要素服务的新兴业务收入同比增长33.4%。

图表：当前数据要素服务市场规模仍相对较低



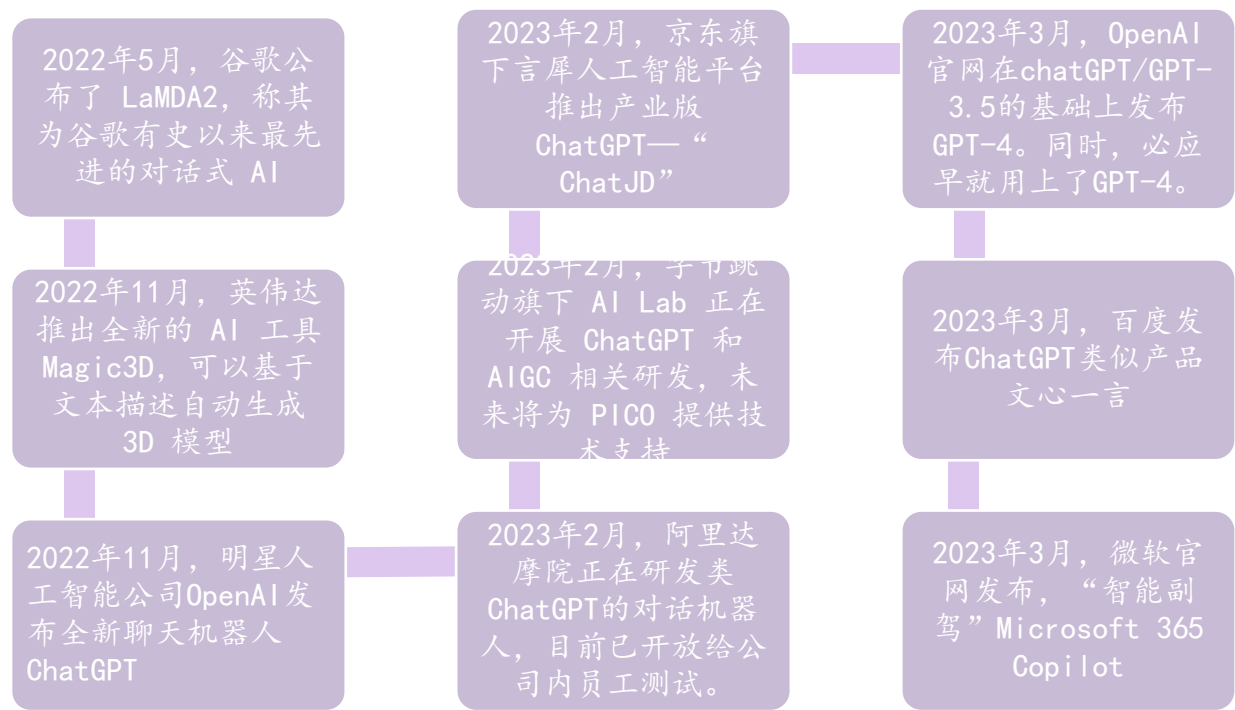
图表：2022年前三季度，三大运营商新兴业务收入同比增长33.4%



数据来源:国家工业信息安全发展研究中心,Wind, 华鑫证券研究

➤ 诸如AIGC、元宇宙、web3.0等新技术不断迭代，催生出一批新的数据要素产品与数据基础设施，亦推动了传媒、电商、金融等行业在内容交互与产业生态上的转型

图表：2022年人工智能领域技术迭代成果层出不穷



数据来源:中国新闻网等，华鑫证券研究

图表：AIGC与其他行业融合模式多样



3.2. 央国企市场化转型显著提速

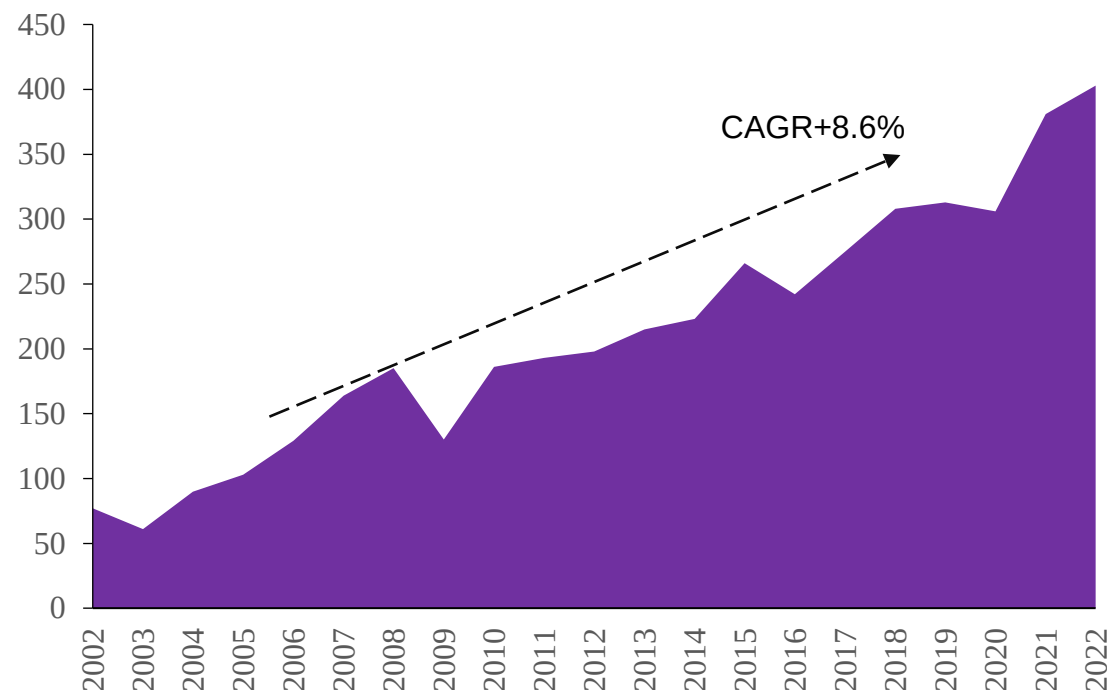
淡马锡：海外国企改革示范样本

➤ 最初淡马锡主要投资了新加坡国内金融服务、通信、交通和重工业等涉及民生的主要领域的国有企业公司

淡马锡成立之初持有的35家企业

新加坡ACMA电气工业有限公司	National Grain Elevator Ltd
食益补新加坡私人有限公司	新加坡大众钢铁厂有限公司
远东化学工业有限公司	海皇轮船有限公司
新加坡发展银行有限公司	Primary Industries Pte Ltd
Instant Asia Cultural Shows Pte Ltd	胜宝旺控股私人有限公司
新加坡保险公司	新加坡航空公司
International Development and Construction Corporation	KrisShop Pte. Ltd.
国际贸易有限公司	新加坡缆车私人有限公司
裕廊飞禽公园私人有限公司	Singapore General Aviation Service Company Pte Ltd
裕廊控股私人有限公司	新加坡国立印务馆私人有限公司
裕廊造船私人有限公司	Singapore Offshore Petroleum Services Pte Ltd
裕廊船厂私人有限公司	Singapore Textiles Industries Ltd
吉宝船厂私人有限公司	Singapore Treasury Building Pte Ltd
Metrawood Pte Ltd	新加坡动物园
明阁酒店有限公司	Singmanex Pte Ltd
三菱新加坡重工业私人有限公司	Sugar Industry of Singapore Ltd
National Engineering Services Pte Ltd	联合工业有限公司
	United Vegetable Oil Pte Ltd

图表：淡马锡基金组合近20年股东回报率年化达+8.6%



资料来源：淡马锡官网，华鑫证券研究（标黑为截至2022年3月依然持有的企业）

- 四大投资主题：转型中的经济体、增长中的中产阶级、显著的比较优势、新兴的龙头企业
- 六大投资趋势：寿命延长、财富增加、可持续生活方式、智能系统、共享经济、世界互联互通
- 投资行业转型：对于金融服务、交通工业等传统类企业的投资占比在逐步减少，进而转向以消费与生命科学为代表的战略性新兴产业的投资
- 标的筛选：ESG框架，从可持续发展，低碳排放，公司治理等角度支持创新型业务的发展

图表：从长时间维度来，淡马锡投资标的由传统公用事业性质行业逐步转向新兴产业

分布行业	2004-2008	2009-2014	2015-2017	2018-2022
金融服务	31.0	33.0	25.3	24.2
交通与工业	21.4	20.2	17.3	19.4
电信、媒体与科技	29.2	24.0	24.0	20.2
消费与房地产	7.4	11.7	16.3	15.8
生命科学与农业食品	0.6	—	3.7	8.0
其他(包括信贷、多行业基金、能源与资源)	10.4	11.2	13.3	12.4

资料来源：淡马锡官网，华鑫证券研究（注：数值为时间段各年份投资行业标的数量占比平均值，其中自2006年起，淡马锡单独披露生命科学与农业食品的投资比例，2009-2014年，消费与房地产、生命科学与农业食品合并列示）

➤ 2022年以来以央企为代表的现代产业链链长建设工作有序开展，国资委已先后公布两批链长企业名单。以**运营商**为例，中国移动入选国家首批原创技术策源地和现代产业链链长，中国联通为网络安全现代产业链链长，中国电信为云计算现代产业链链长

图表：“链长”与世界一流示范企业央国企一览

链长企业	产业链	世界一流示范企业	产业链
中国电子信息产业集团	安全绿色计算	上汽集团	汽车
中国电子科技集团	电子信息	海螺水泥	水泥
中国电信	云计算	潍柴动力	汽车零部件
中国联通	网络安全	京东方A	显示器
中国移动	移动信息	万华化学	聚氨酯
中国交通建设集团	现代综合交通	宁波港	港口
中国中车	轨道交通装备		
通用技术集团	工业母机		
中国中化控股集团	种业		
国家电力投资集团	绿色能源		
中国宝武	新型低碳冶金		
华润集团	中医药		
国家管网	能源管输		
中粮集团	现代农粮		
中石化	氢能		
国机集团	农机		

资料来源：国资委，商业新知，华鑫证券研究

➤ 二十大以来，以央企为代表的国有企业**战略性重组和专业化整合**按下加速键，例如成飞集团重组中航电测、长江电力定增收购云川公司等，进一步深入推进国有资本布局优化和结构调整。

图表：2022年部分公告重组进度央国企一览

股票代码	股票名称	公司属性	重组进度	重组事件
600961.SH	株冶集团	中央国有企业	完成	株冶集团定增收购水口山有限100%股权及株冶有色20.8333%股权
600684.SH	珠江股份	地方国有企业	董事会预案	珠江股份资产置换收购珠江城市100%股权
600038.SH	中直股份	中央国有企业	董事会预案	中直股份定增收购昌飞集团100%股权及哈飞集团100%股权
000544.SZ	中原环保	地方国有企业	股东大会通过	中原环保收购净化公司100%股权
000798.SZ	中水渔业	中央国有企业	董事会预案	中水渔业出售华农保险11%股权
600500.SH	中化国际	中央国有企业	完成	海南橡胶收购HAC36.00%股权
600372.SH	中航电子	中央国有企业	证监会核准	中航电子换股吸收合并中航机电
300114.SZ	中航电测	中央国有企业	董事会预案	中航电测定增收购成飞集团100%股权
601868.SH	中国能建	中央国有企业	完成	南岭民爆定增收购易普力95.54%股权
601800.SH	中国交建	中央国有企业	国资委批准	祁连山定增收购公规院,一公院,二公院的100%股权及西南院,东北院和能源院的100%股权
003031.SZ	中瓷电子	中央国有企业	回复	中瓷电子定增收购博威公司73%股权,国联万众94.6029%股权和氮化镓通信基站射频芯片业务
600072.SH	中船科技	中央国有企业	证监会反馈意见	中船科技定增收购中船海装100%股权,中船风电发展88.58%股权,新疆海为100%股权,洛阳双瑞44.64%股权和凌久电气10%股权
600345.SH	长江通信	中央国有企业	董事会预案	长江通信定增收购迪爱斯100%股权
600900.SH	长江电力	中央国有企业	完成	长江电力定增收购云川公司100%股权
002060.SZ	粤水电	地方国有企业	完成	粤水电定增收购建工集团100%股权
000411.SZ	英特集团	地方国有企业	过户	英特集团定增收购英特药业50%股权
000088.SZ	盐田港	地方国有企业	过户	盐田港定增收购盐田三期35%股权和深汕投资100%股权
603227.SH	雪峰科技	地方国有企业	完成	雪峰科技定增收购玉象胡杨100%股权
002109.SZ	兴化股份	地方国有企业	完成	兴化股份收购榆神能化51%股权
002564.SZ	天沃科技	地方国有企业	达成转让意向	天沃科技出售中机电力80.00%股权
000877.SZ	天山股份	中央国有企业	董事会预案	天山股份拟增资宁夏赛马获其51%股权
000045.SZ	深纺织A	地方国有企业	董事会预案	深纺织A定增收购恒美光电100%股权

资料来源：Wind，华鑫证券研究

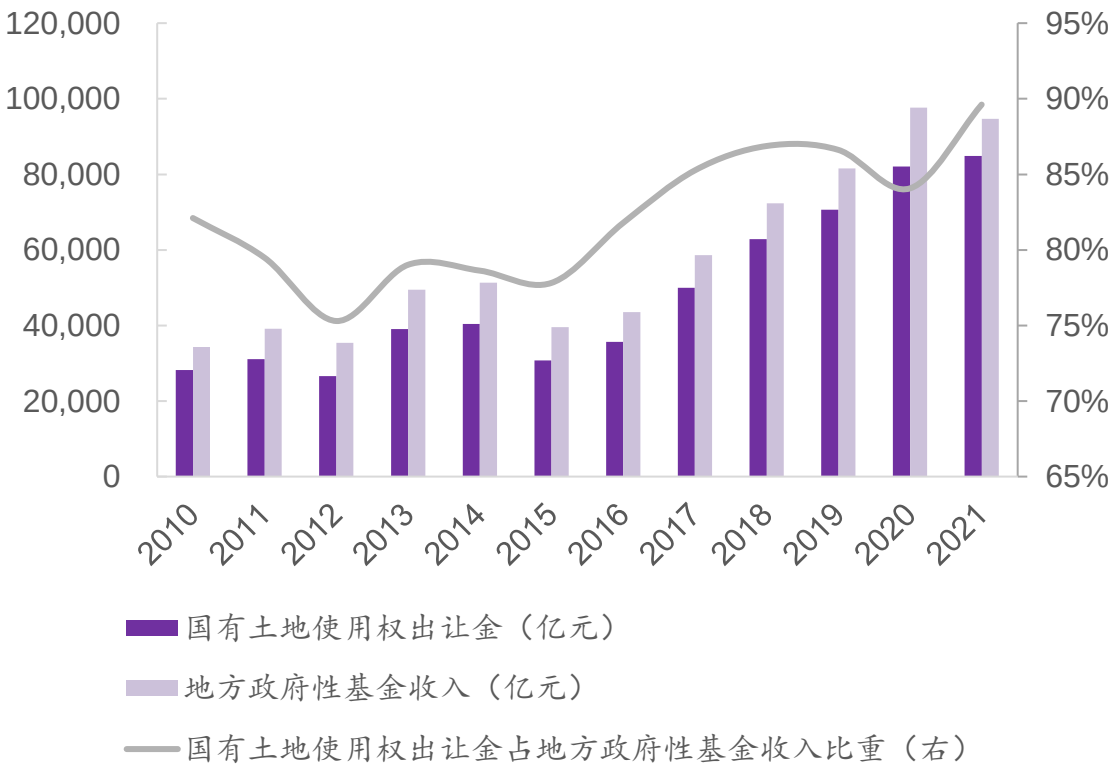
04.财政增量：数据和股权财政接棒土地财政

研究创造价值

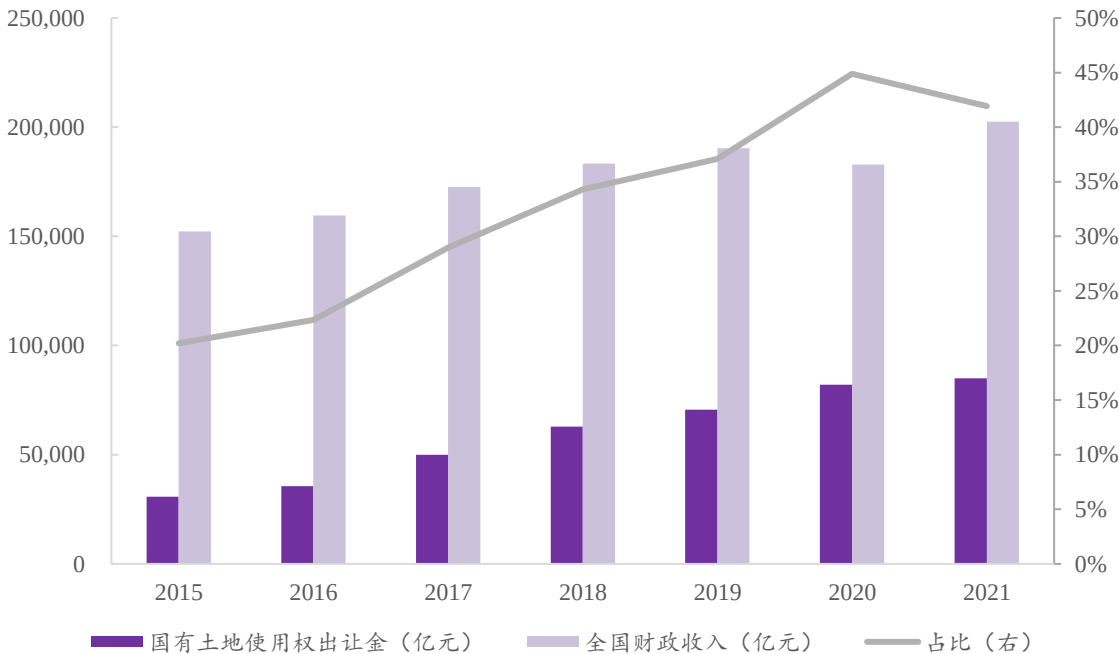
3.1.传统土地财政恐难以为继

➤ **土地财政是地方层面政府预算外财政收入的重要补充。**2016年以来土地出让收入占地方政府性基金比重大幅抬升，2021年已接近90%，土地出让收入占全国财政总收入比重亦接近四成。

图表：2016年以来土地出让收入占地方政府性基金比重大幅抬升



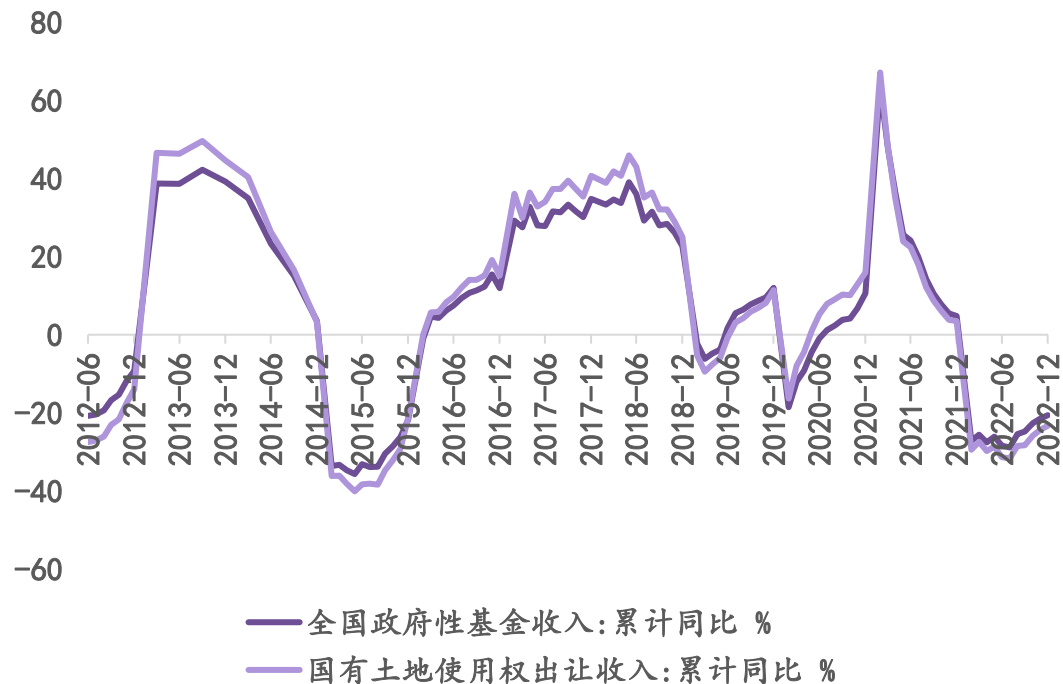
图表：土地出让收入占全国财政总收入比重的接近四成



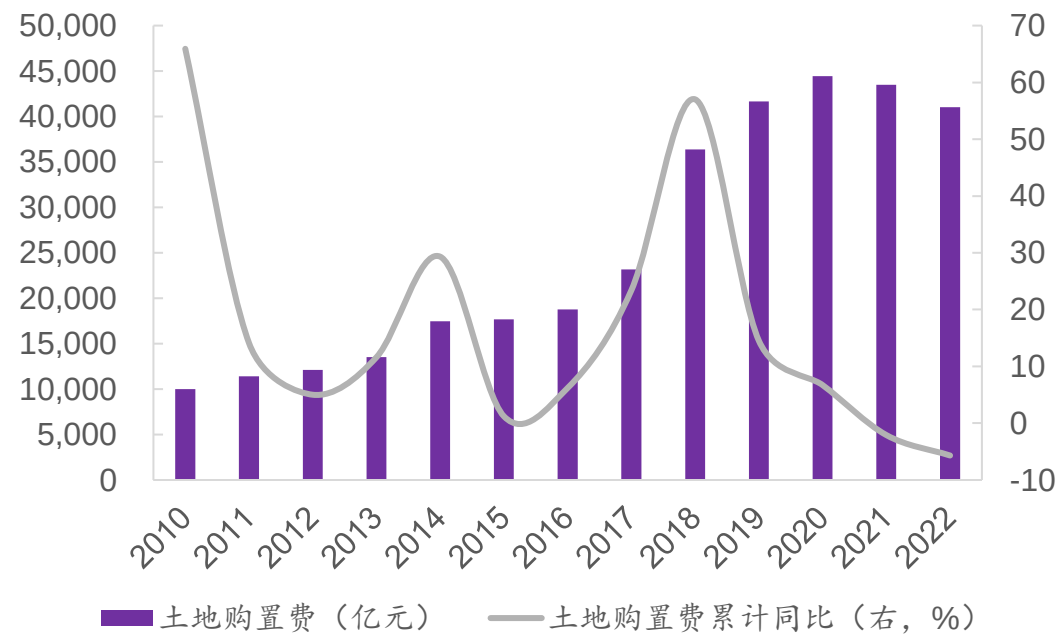
数据来源：Wind，华鑫证券研究

- 随着城镇化进程的深入，由于土地资源的垄断性、有限性、不可持续性，过去依赖土地、资本的增长模式不可持续，土地财政难以为继。2022年地方政府性基金预算本级收入73755亿元，较上年下降21.6%，其中国有土地使用权出让收入66854亿元，较上年骤减近2万亿元，同比下滑23.3%。从土地购置费角度看，2022年同比下滑5.7%，连续两年同比负增长。

图表：土地财政收入增速同比下行



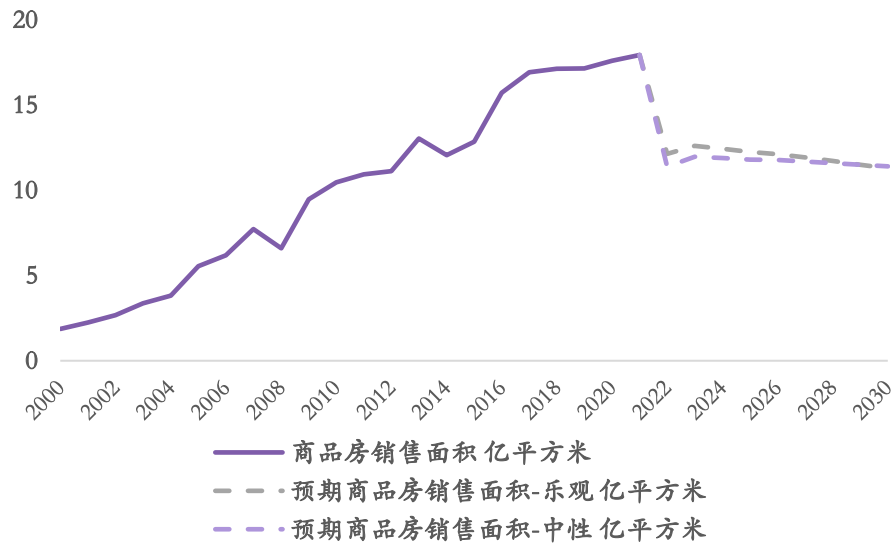
图表：土地购置费趋势性下行



数据来源：Wind，华鑫证券研究

➤ **住房未来潜在需求下行，对土地财政提出挑战。**根据我们的测算，预计2022-2025年刚性/改善型/拆迁住房需求合计中枢约为11.77-12.37亿平方米，2026-2030年潜在需求面积约为11.6-11.72亿平方米，远低于2016年-2021年期间17-18亿平的销售水平。人口老龄化与经济增速下台阶使得住房潜在需求中枢下行已成为必然，后续需求端的疲软传导至供给端意味着土地出让收入或将面临下行压力。

图表：预计乐观和中性情况下2022-2025年需求中枢分别在12.37和11.77亿平方米

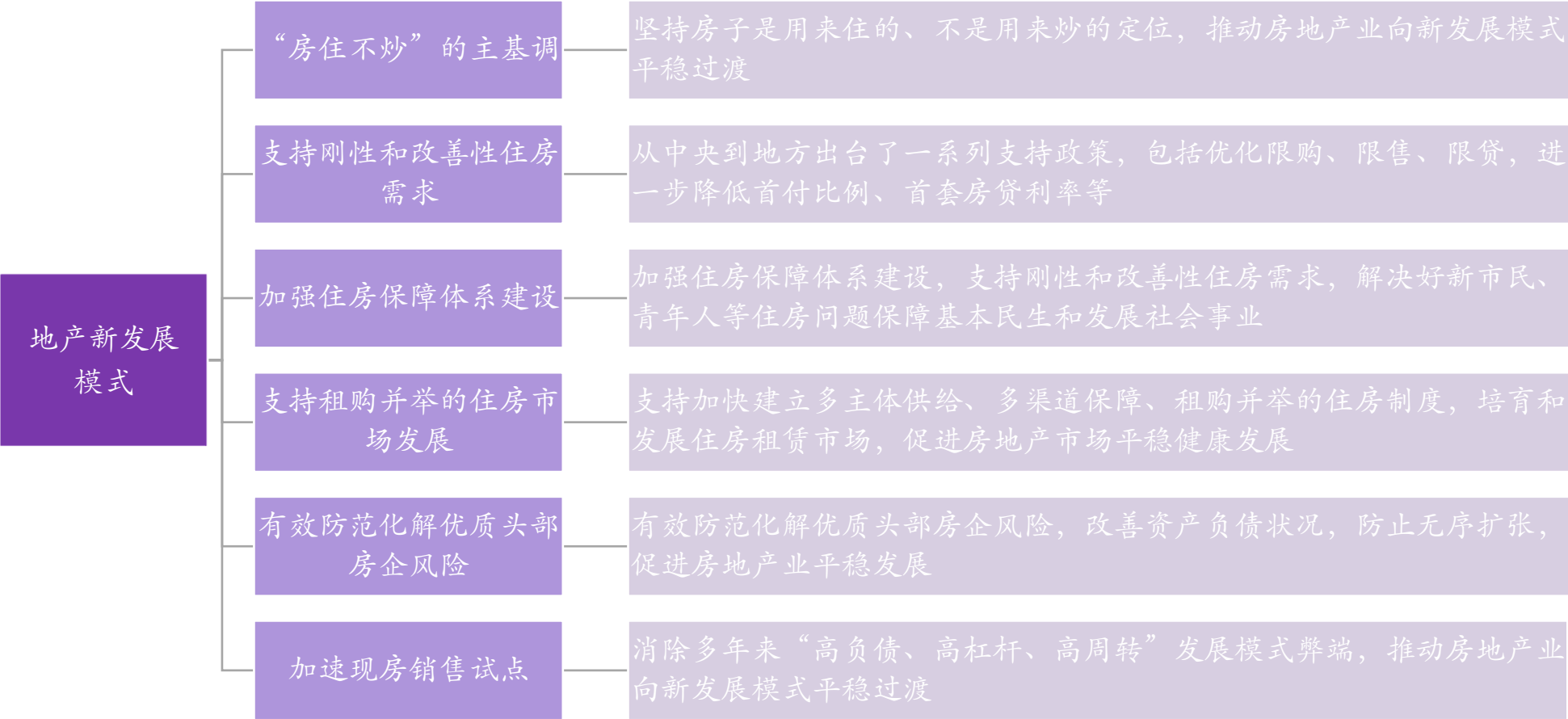


数据来源：Wind，华鑫证券研究

图表：预计2022-2025年潜在需求面积中枢在12亿平方米

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
刚性住房需求（乐观）	5.59	5.42	5.24	5.06	4.93	4.73	4.52	4.31	4.09
刚性住房需求（中性）	4.84	4.77	4.70	4.61	4.58	4.49	4.40	4.31	4.22
改善型住房需求	3.83	4.48	4.48	4.48	4.48	4.48	4.48	4.48	4.48
拆旧住房需求	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72
合计（乐观）	12.14	12.62	12.44	12.26	12.13	11.93	11.72	11.51	11.29
合计（中性）	11.39	11.97	11.90	11.81	11.78	11.69	11.60	11.51	11.42

➤ 地产新发展模式下，住房回归必需品（充分保障新居民刚性需求，满足老市民改善需求），同时鼓励租赁市场大力发展，房地产将逐渐进入新稳态，土地使用权出让收入增量有限，土地财政亟需储备“接棒者”。

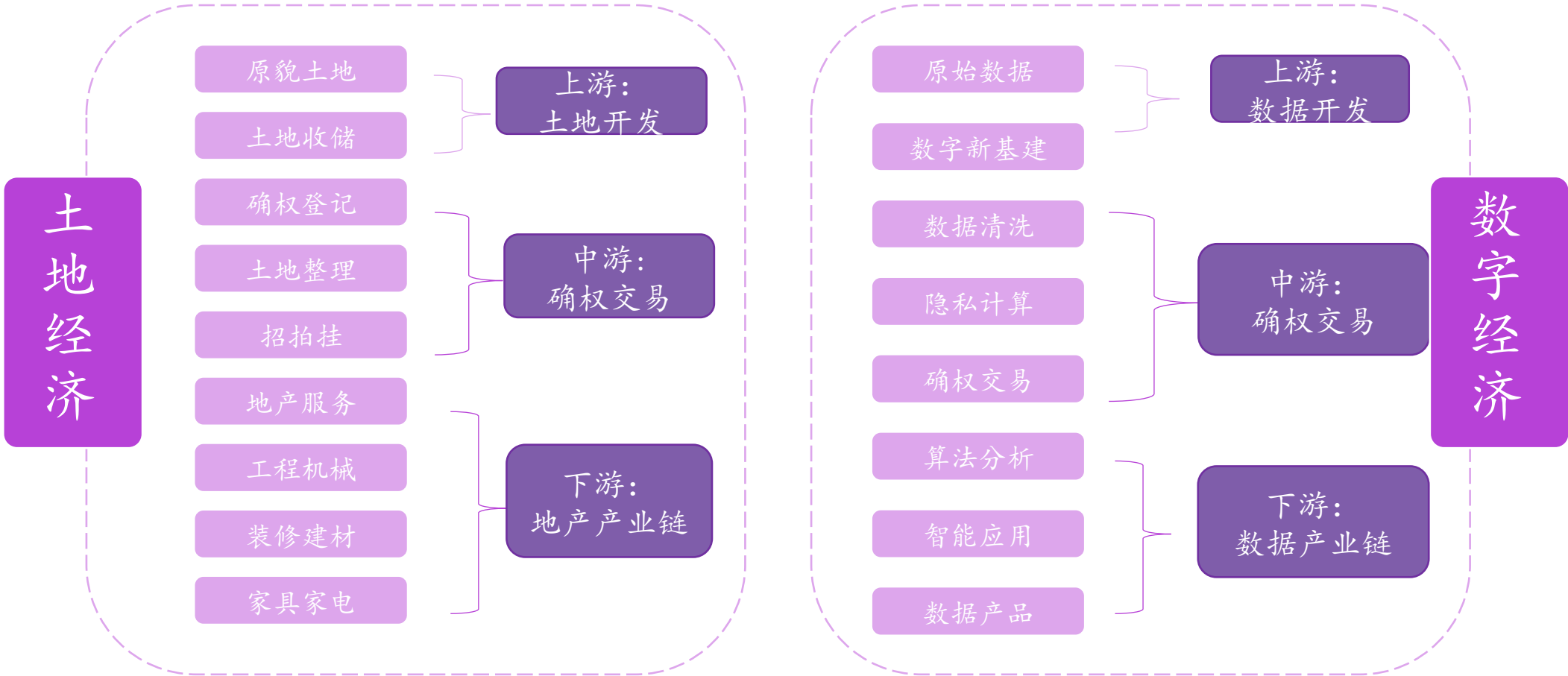


数据来源：国务院，华鑫证券研究

3.2.数字财政与股权财政有望接棒

土地经济与数字经济分别围绕土地要素与数字要素，通过**开发确权**→**生产加工**→**配套交易**→**后端服务**的模式进行商业化运作。

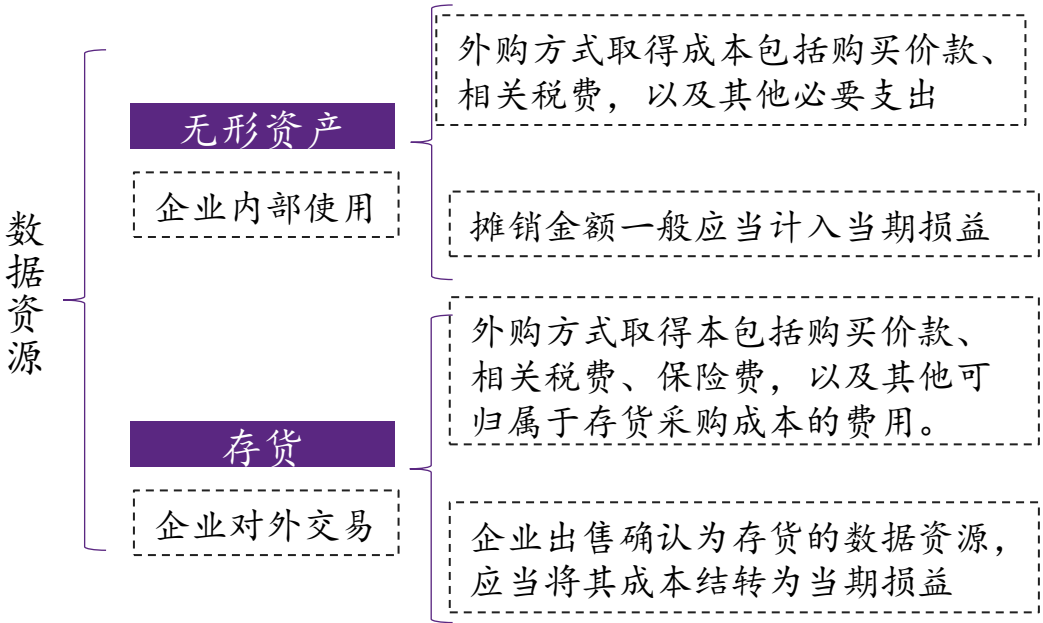
图表：土地经济与数字经济上中下游对比



数据来源：华鑫研究整理

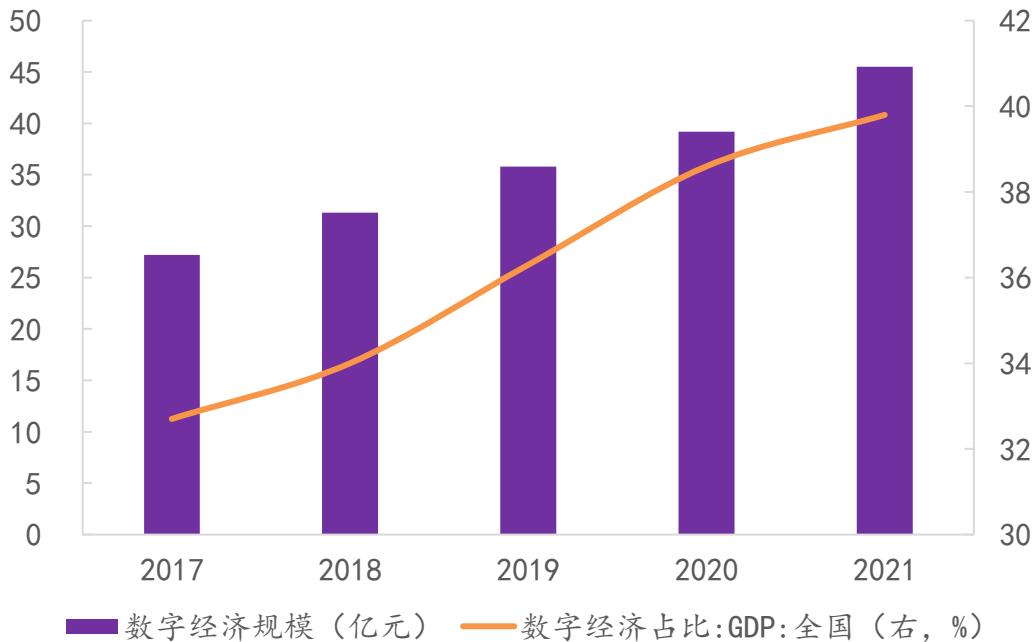
- **数据入表助力数据要素由资源态向资产/资本态转变。**财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定（征求意见稿）》，将数据资源按照使用目的划分分别以无形资产与存货计量。
- **在已有数据资产入表路径的基础上，出台专门配套财税金融政策，将大大改善相关行业企业资产水平，催生新的税基，从而形成财政收入的新来源。**2021年我国数字经济规模已达到45.5万亿元，同比增长16%，占GDP比重接近40%，稳居全球第二，预计2022年有望突破50万亿元大关。
- **数字经济加速发展，对应的数据财政空间值得期待。**

图表：数据资源按使用目的不同划分为无形资产与存货计量



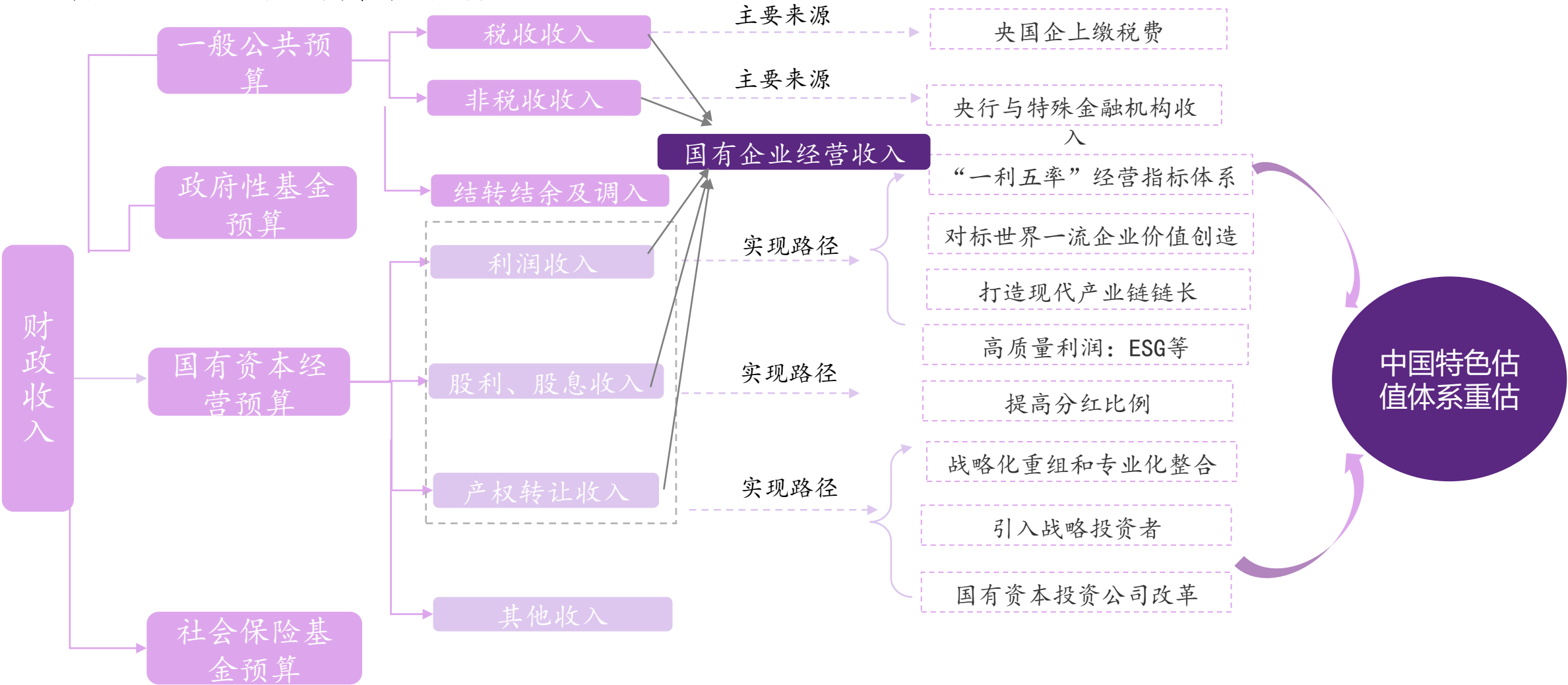
数据来源：财政部，Wind，华鑫证券研究

图表：2022年数字经济规模有望突破50万亿元



➤ 国企补充财政收入主要可分为税收缴纳和利润上缴两种方式，其实质与实现路径与中国特色估值体系重估高度契合

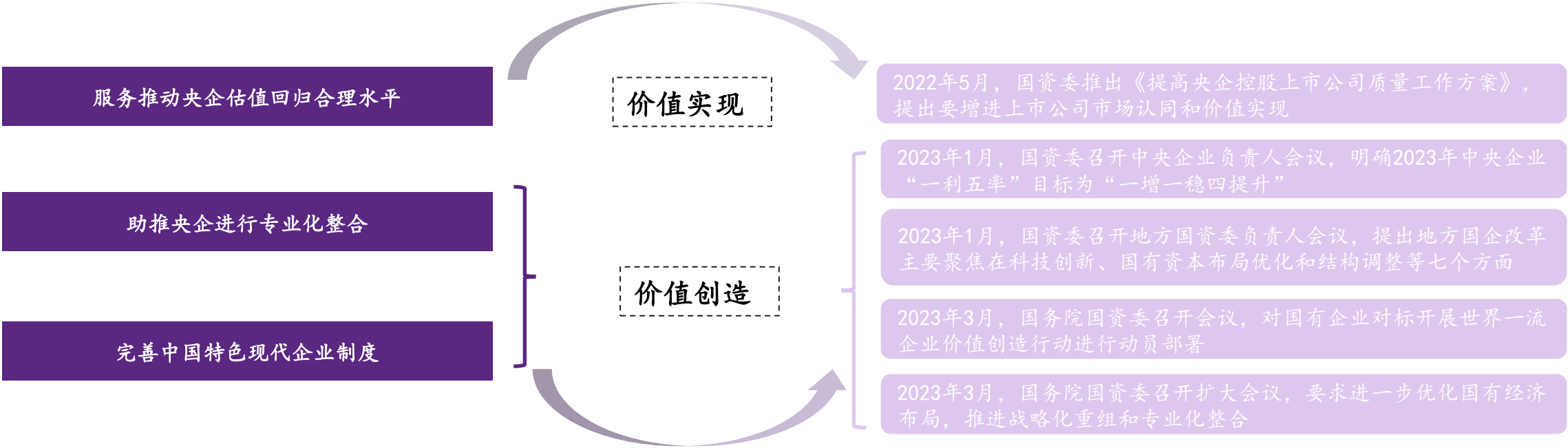
图表：股权财政运行模式与中特估相契合



数据来源：华鑫证券整理

➤ 绩优央国企股权市值空间逐步打开，短期有估值端提升（价值实现），中长期有业绩端改善（价值创造）。

图表：新一轮国企改革政策发力方向与中国特色估值体系提升逻辑相对应



上交所《中央企业综合服务三年行动计划》对央企提出的三项举措

国务院、国资委密集开展新一轮国企改革政策

数据来源：上交所，华鑫证券研究

➤ 受宏观经济下行影响，2022年国有企业利润总额同比下行5.1%至4.3万亿元，考虑到2022年低基数影响，若2023年国有企业利润总额同比提升20%，则有望通过税收及上缴利润（假定10%上缴比例）提供约1.6万亿增量财政资金支持。

图表：国有企业税收与利润上缴幅度仍有上行空间

分项	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国有企业资产总额（亿元）	1,835,207.00	2,103,650.90	2,338,667.20	2,685,037.00	3,083,000.00	3,539,283.00
yoy		14.63	11.17	14.81	14.82	14.8
国有企业营收总额（亿元）	522,014.90	587,500.70	625,520.50	632,867.70	755,543.60	825,967.40
yoy	13.60	10.00	6.90	2.10	18.50	8.30
国有企业利润总额（亿元）	28,985.90	33,877.70	35,961.00	34,222.70	45,164.80	43,148.20
yoy	23.50	12.90	4.70	-4.50	30.10	-5.10
国有企业应缴税费（亿元）			46,096.30	46,111.30	53,559.90	59,315.70
yoy				0.03	16.15	10.75
全国国有资本经营收入（亿元）	2,580.90	2,905.79	3,971.82	4,774.55	5,170.43	5,689.00
yoy	-1.08	12.59	36.69	20.21	8.29	10.00

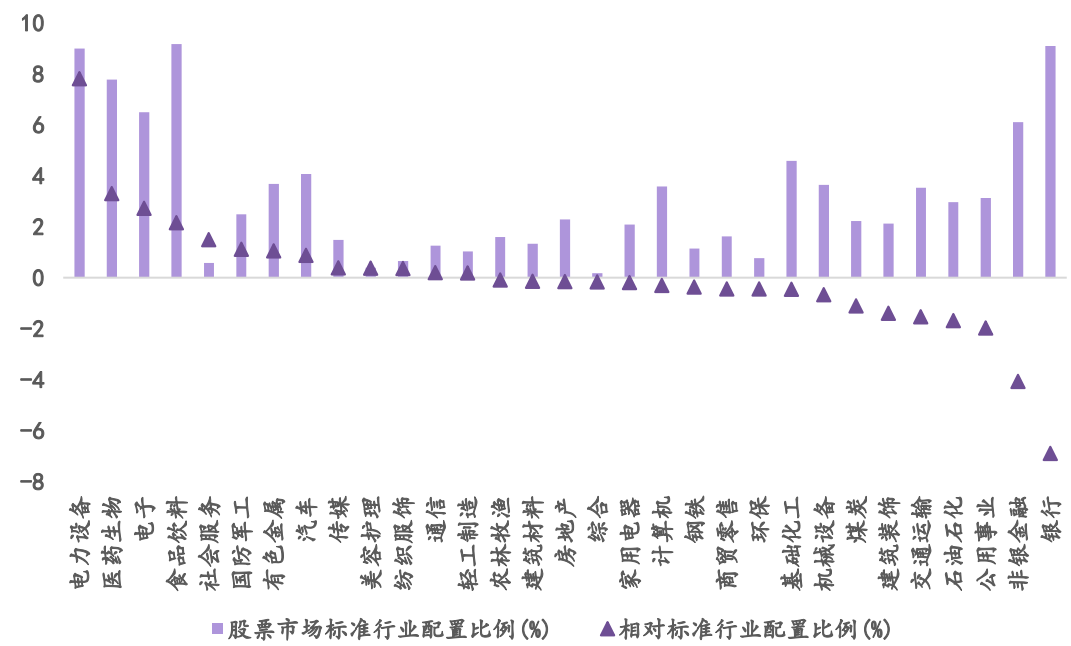
数据来源：Wind(注：2022年国有企业资产总额为预测值，国有资本经营收入为预算值)，华鑫证券研究

05.行业主线：数字经济和央国企的对应主线

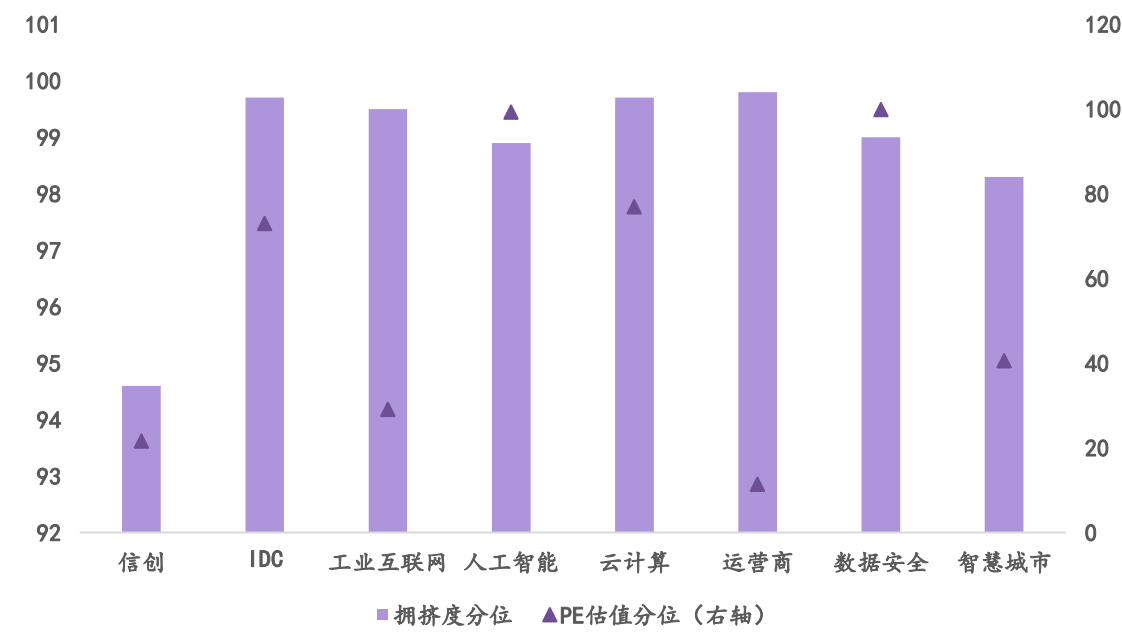
研究创造价值

➤ 当前权益基金对于数字产业的配置比例较低，传媒、通信、计算机行业的仓位较低，特别是计算机行业更是处在相对低配的位置，细分行业在两会政策预期和已有政策的催化下短期拥挤度处于较高水平，但估值分位仍在低位。

图表：TMT处于低配区间（2022Q3）



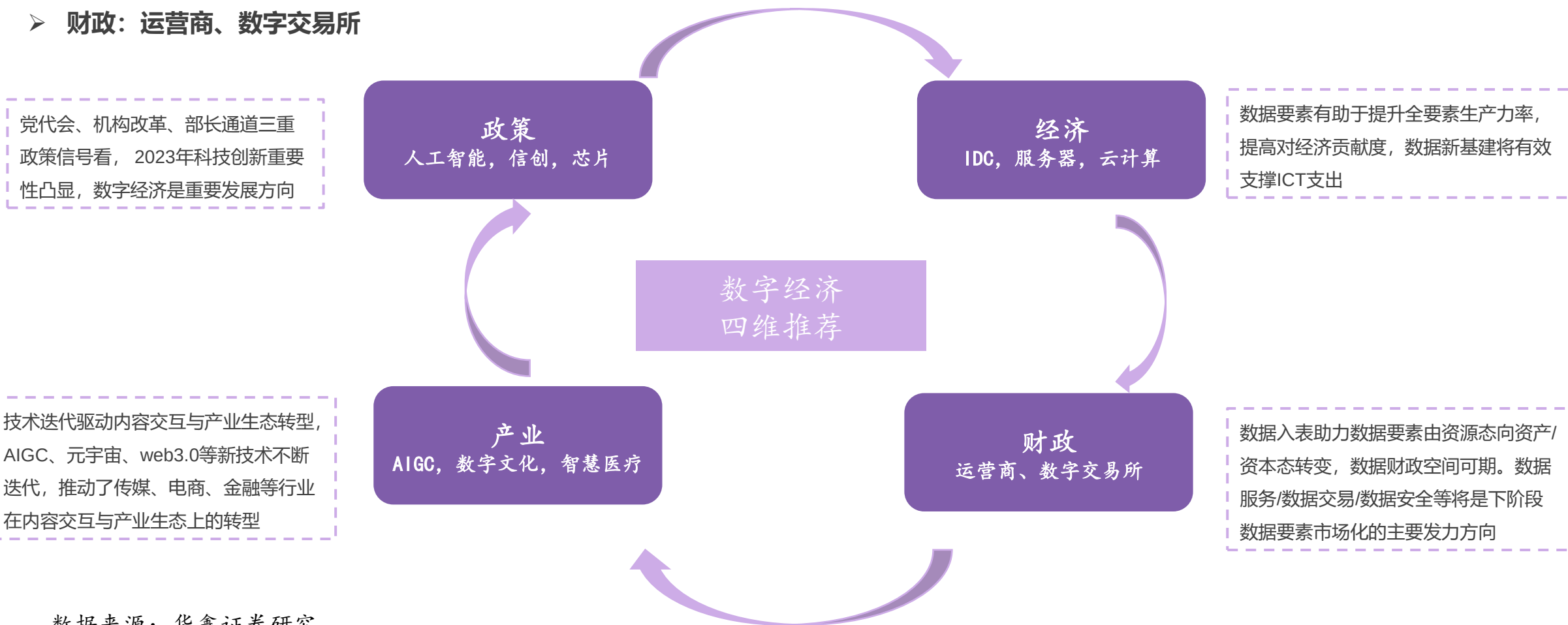
图表：数字经济部分行业拥挤度分位数仍处在低位



数据来源：Wind，华鑫证券研究

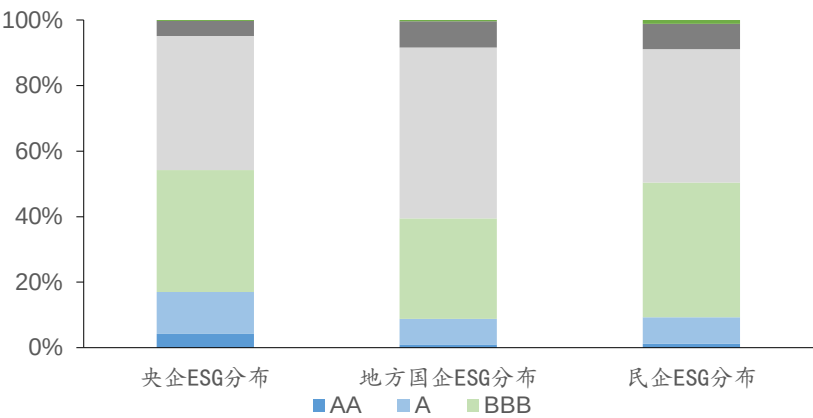
数字经济政策、经济、产业、财政的对应主线

- 政策：人工智能，信创，芯片
- 经济：IDC，服务器，云计算
- 产业：AIGC，数字文化，智慧医疗
- 财政：运营商、数字交易所

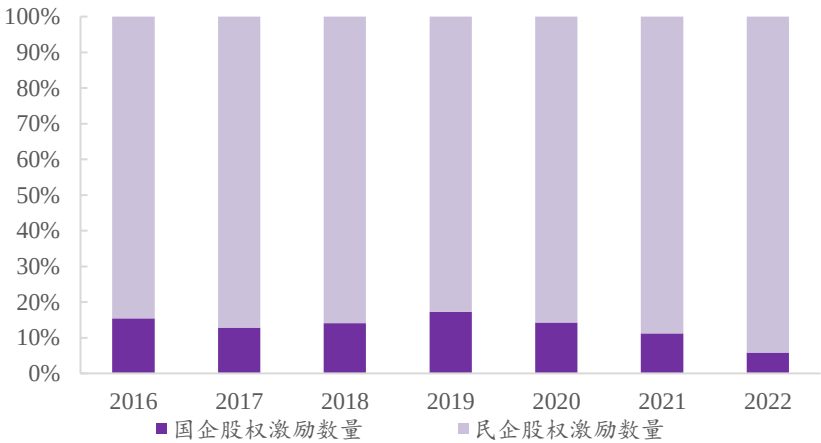


数据来源：华鑫证券研究

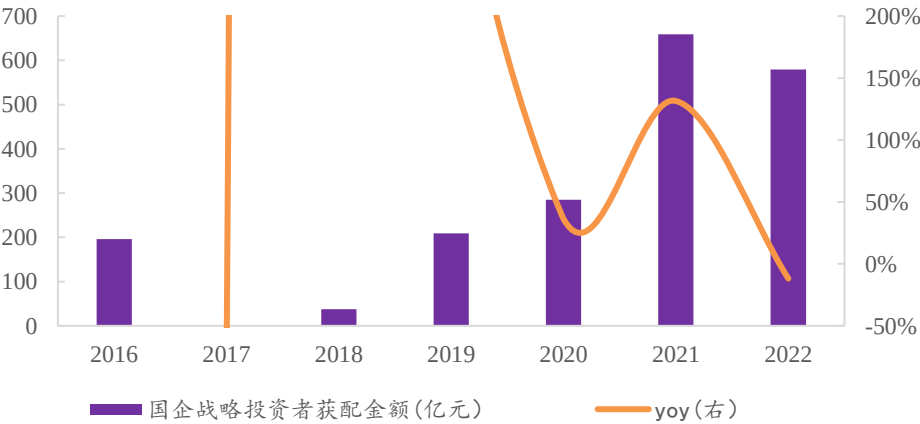
图表：从Wind ESG分布来看央企相较地方国企与民企的评级更高



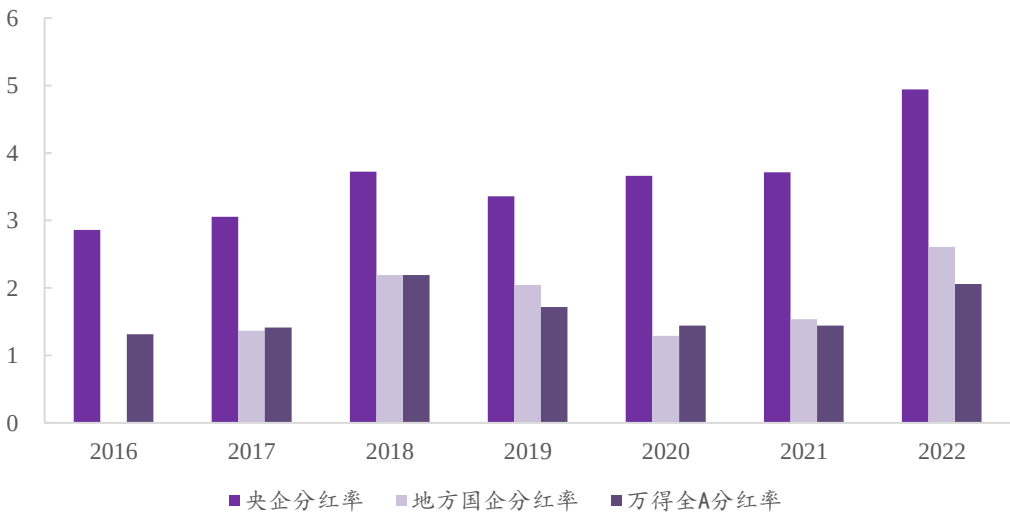
图表：2022年国企股权激励次数占比有所下行



图表：2022年国企战略投资者获配金额同比出现下滑

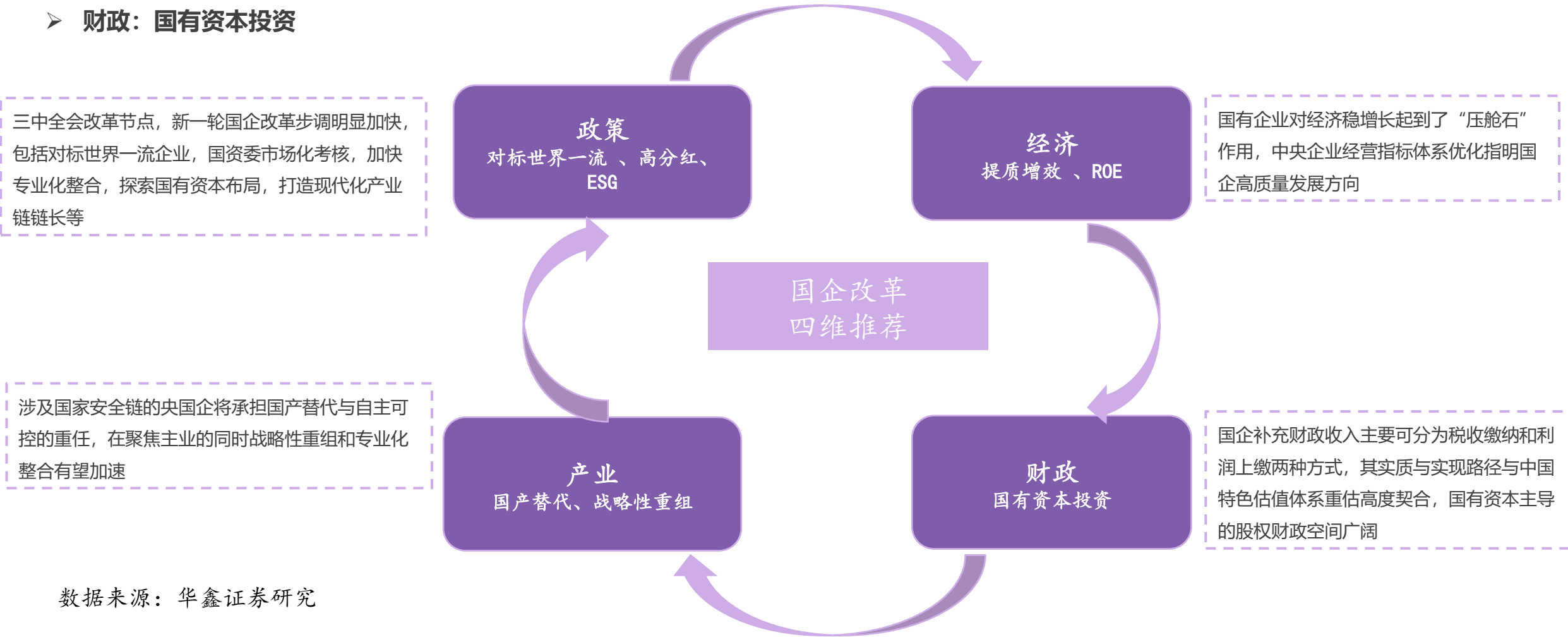


图表：央企与地方国企分红率要显著高于万得全A（单位：%）



数据来源：Wind，华鑫证券研究

- 政策：对标世界一流、高分红、ESG
- 经济：提质增效、ROE
- 产业：国产替代、战略性重组
- 财政：国有资本投资



数据来源：华鑫证券研究

- 1、数字要素市场化不及预期
- 2、国企改革推进不及预期
- 3、宏观经济超预期下行

谭倩：13年研究经验，研究所所长，首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监，民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道，中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022年5月加盟华鑫研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值