

2025年价值投资新范式(六)

国央企突围

策略研究 · 深度报告

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

- **2025年1月17日，国务院国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，国务院国资委副主任袁野介绍中央企业高质量发展有关情况并答记者问，2025年作为“十四五”规划的收官年，将深入实施中央企业提质增效专项行动，持续提升中央企业控股上市公司质量。**
- **我们从股价表现复盘、个股全景画像、投资逻辑和投资实战维度，对2025年国央企突围予以展望：2024年国央企指数显著跑赢大盘。** 1) 全年维度看，2024年国央企指数相对全A均取得超额，跑赢幅度在2pct到13pct不等，其中央企红利全年表现优异，上半年贡献了主要超额(一度跑赢20%+)；2) 分行业看，央企、地方国企均跑赢行业指数的包括计算机、环保、农业、医药、建材、社服、有色、煤炭；央企超额显著跑赢、地方国企显著跑输行业指数的包括石油石化、交运、煤炭、纺织、通信、非银；3) 个股层面，广西国央企平均表现更为优秀，东南沿海地区国央企整体表现较好。
- **剖析A股国央企的五大维度：市值占比、业绩贡献、地域拆解、行业分布、薪资收入。** 1) 市值占比上，国央企长期扮演A股压舱石的作用，市值占比超过全A的50%；2) 业绩贡献上，国央企贡献A股六成以上收入，七成利润；3) 地域拆解上，北京国央企整体市值占比接近50%，市值超过万亿的省份和直辖市包括北京、上海、广东、江苏、贵州、山东、四川、福建、浙江，北京国央企营收总和占全部央国企的50%以上，截至24Q3上海、福建、广东、浙江、山东、江苏，国央企营收总和超万亿；4) 行业分布上，在上游资源、大金融、公用环保等国计民生关键行业，由国资委或地方国资委实际控制的上市公司占据了较高的比例；5) 2022年以来国有体制薪资增速较为稳健，安全垫较强；地方国企工资增速较慢；外企及少数其他类型企业工资增速10年CAGR在8%以上但波动较大。
- **2025年国央企突破的五大逻辑：制度供给、风格研判、增量资金、筹码结构、盈利分红。** 1) **制度供给：市值管理启新章。** 市值管理强要求范围中的国央企含量较高，《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》将市值管理制度涉及范围从指数成份股央企扩大至所有央企，并按年度“一企一策”细化市值管理实施方案。从当前公告披露进程看，国央企后续市值管理相关进展空间大。并购重组作为市值管理的重要途径之一，在国企混合所有制改革中亦具有重要时代意义。2) **风格研判：大盘风格并不差。** 长期看，发达投资市从成长到价值，大市值企业在股市中的权重和涨幅贡献都在增加，价值型龙头崛起，指数/被动产品>个股/主动产品；短期看，业绩预告窗口期，退市新规+年报预告成为中小盘情绪面的“X因素”。3) **增量资金：险资频举牌、回购再贷款。** 2024年Q4，险资首次举牌券商股，医药行业代表性国央企亦获得举牌，国央企因其较强的中长期盈利能力和稳健的股息支付水平，符合险资中长期投资理念。国央企回购再贷款获批金额超过110亿，增持再贷款获批超过140亿。4) **筹码结构：并未触及止盈区间。** 5) **基本面：国央企盈利稳定性更强，分红倾向更明显。** ROE稳定性方面，2021年Q2以来的盈利下行周期里，国央企ROE反超非国央企；利润率方面，当前国央企相对民企的净利率中枢剪刀差到达最高位。分红金额上，国央企占比超过2/3，除偏消费属性的行业外，其余大类行业分红主要由央企贡献。分红稳定央企整体市值更大且稳步增长，分红不稳定央企的市值更小且有收缩趋势。
- **2025年国央企投资实战五大方向：现金奶牛、港股红利、并购重组、低估待涨、前瞻高息。** 1) **国央企现金奶牛：**①参考罗素1000、A股核心宽基现金奶牛指数，按自由现金流率筛选；②同时考虑自由现金流和当前超调幅度，基于“市值/企业自由现金流”构建策略；经典现金奶牛不一定是被红利指数纳入的狭义高股息资产，但收益表现与持股体验或远远好于红利指数整体水平。2) **港股央企红利：** 港股的流动性和估值体系与A股有差异，因此更多把港股国央企投资做为A股国央企投资的补充，在具有相对性价比的时候进行收益增强，基于累计收益率之差适时增加投资组合中H股的暴露能够起到放大红利资产投资收益的作用，H相对A的股息率溢价也是较好的筛选因子。3) **并购重组下的国央企投资机遇：** 上市状态中止的标的，注入到同一实控人对应的上市平台中。4) **低估&待涨国央企：** ①考虑9.24后涨幅较低的国央企：9.24以来PB变动在5%以内，同时近13周一致预测净利润变化率大于0；②行业、个股层面基于“长期破净、深度破净”进行筛选；③关注市值大于200亿，PEG小于0.5的部分中游国央企。5) **预期高股息再改良：** 我们从预期分红比例的可靠性，净利润的前瞻性，以及过往盈利稳定性对预期高股息模型进行进一步改良。央企未来三年综合预期股息率top 50门槛大约在3.5%；地方国企盈利弹性较大，top 50预期股息率门槛接近5%。
- **风险提示：** 海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股、产品仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

- [01] 2024年国央企表现复盘
- [02] A股国央企全景画像
- [03] 2025年国央企突围的核心逻辑
- [04] 国央企投资策略实战

2024年国央企表现复盘

央企指数全年显著跑赢

阶段1：1-5月市场震荡调整，部分央企指数温和上涨。A股整体呈现震荡调整态势，市场情绪受到国内外政策预期的影响较大。2月各央企指数普遍上涨，后涨幅有所放缓，整体而言表现稳健。

阶段2：6-8月央企指数多数下跌。一级行业盈利预测均有所下调，市场资金整体净流出，万得全A持续震荡走弱。央企指数多数下跌，但抗跌能力相对更强。

阶段3：9-10月政策密集落地，央企指数强势拉升。多项稳增长政策逐步落地，成为市场回升的主要驱动因素。央企综合、中字头央企在9月快速拉升，表现明显优于大盘。

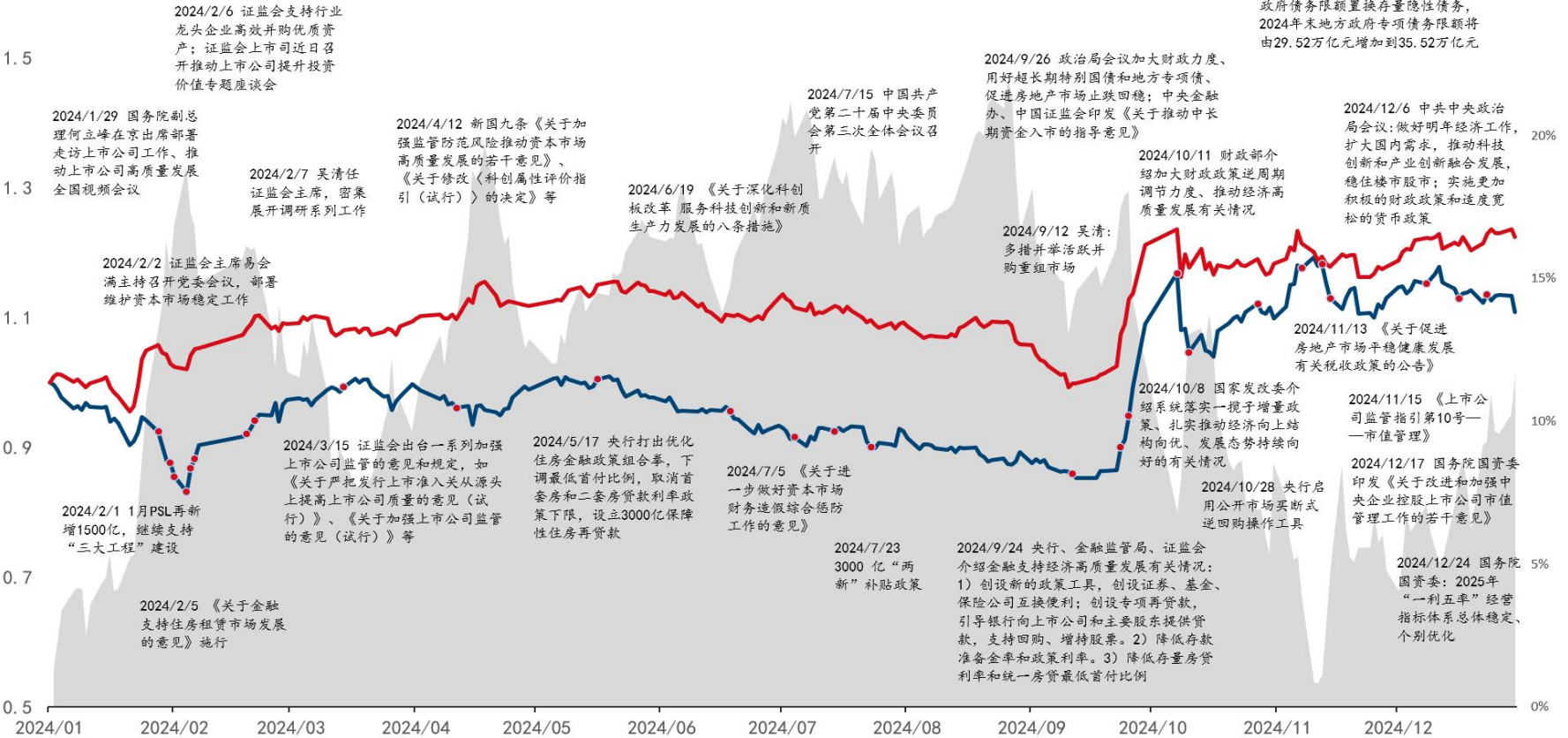
阶段4：11月-12月市场情绪由“过热”到“稳中有升”，央企指数稳中有进。12月国务院印发市值管理意见，有效提振央企表现。

全年表现：央企红利优势显著。2024年，全A上涨10.0%，央企红利、中字头央企、央企股东回报、央企创新分别上涨23.1%，19.2%，18.5%和16.5%，显著跑赢。

图：2024年国央企表现复盘

	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	2024年全年	相对全A超额
央企综合	-8.63	7.23	1.62	0.95	-0.65	-6.46	0.51	-5.52	22.27	5.84	0.44	-2.72	12.15	2.14
国新央企综指	-3.99	7.27	1.68	1.16	1.29	-1.61	-0.89	-4.81	15.42	-1.23	-1.46	0.40	12.34	2.33
央企大盘	-5.61	9.33	0.90	1.68	-0.63	-3.16	-0.06	-5.28	17.98	-0.67	0.55	-0.51	13.07	3.06
央企创新	-1.47	8.66	2.52	0.35	-0.14	1.01	-2.35	-5.27	14.89	-2.50	-0.91	2.13	16.51	6.50
央企股东回报	3.92	5.18	0.41	2.87	1.82	-3.30	-2.22	-3.56	15.97	-3.85	-0.64	2.07	18.53	8.52
中字头央企	-0.93	5.21	1.05	2.01	-0.81	-4.29	-0.04	-5.22	21.34	2.82	1.63	-2.72	19.19	9.19
央企红利	4.94	4.57	-0.46	2.86	2.10	-2.79	-1.67	-2.95	14.48	-3.53	0.78	3.94	23.10	13.10

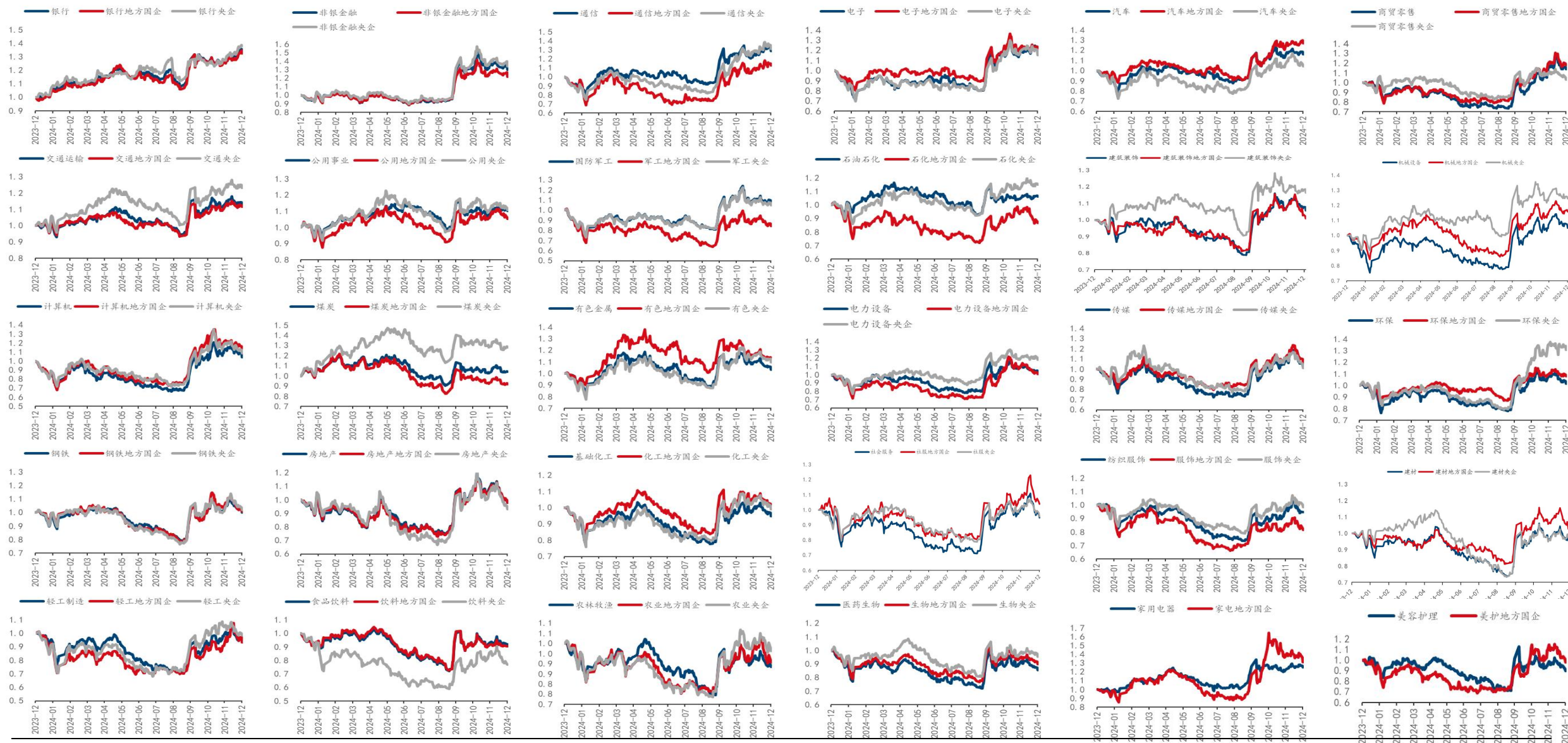
— 万得全A — 央企红利 • 政策



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

分行业国央企超额对比

图：分行业国央企超额对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

分行业国央企超额对比

- 在申万31个一级行业中，剔除央企样本较少的家用电器和美容护理，对其余29个行业的国央企表现进行分析，具体如下：
- 地方国企方面，机械设备、汽车、社会服务和有色金属行业地方国企表现亮眼，显著超出行业平均水平，跑赢约10%。国防军工和石油石化地方国企低于行业平均表现，分别跑输行业约20%。此外，通信和纺织服饰行业的地方国企表现也较为逊色，跑输幅度接近15%。整体来看，地方国企在各行业中的表现呈现分化，跑赢和跑输行业的数量基本持平。
- 央企方面，央企整体表现更加稳健且具优势，环保和煤炭板块尤为突出，分别跑赢行业平均水平20%以上，电力设备板块同样表现优异，超出行业均值15.2%。食品饮料、汽车和商贸零售板块央企表现偏弱，均跑输行业10%以上。从整体来看，央企在行业中展现出更强的竞争力，约有三分之二的行业中央企跑赢行业平均水平，展现较强的稳定性和抗压能力。
- 央企、地方国企均跑赢行业指数的包括计算机、环保、农业、医药、建材、社服、有色、煤炭；央企超额显著跑赢、地方国企显著跑输行业指数的包括石油石化、交运、煤炭、纺服、通信、非银。

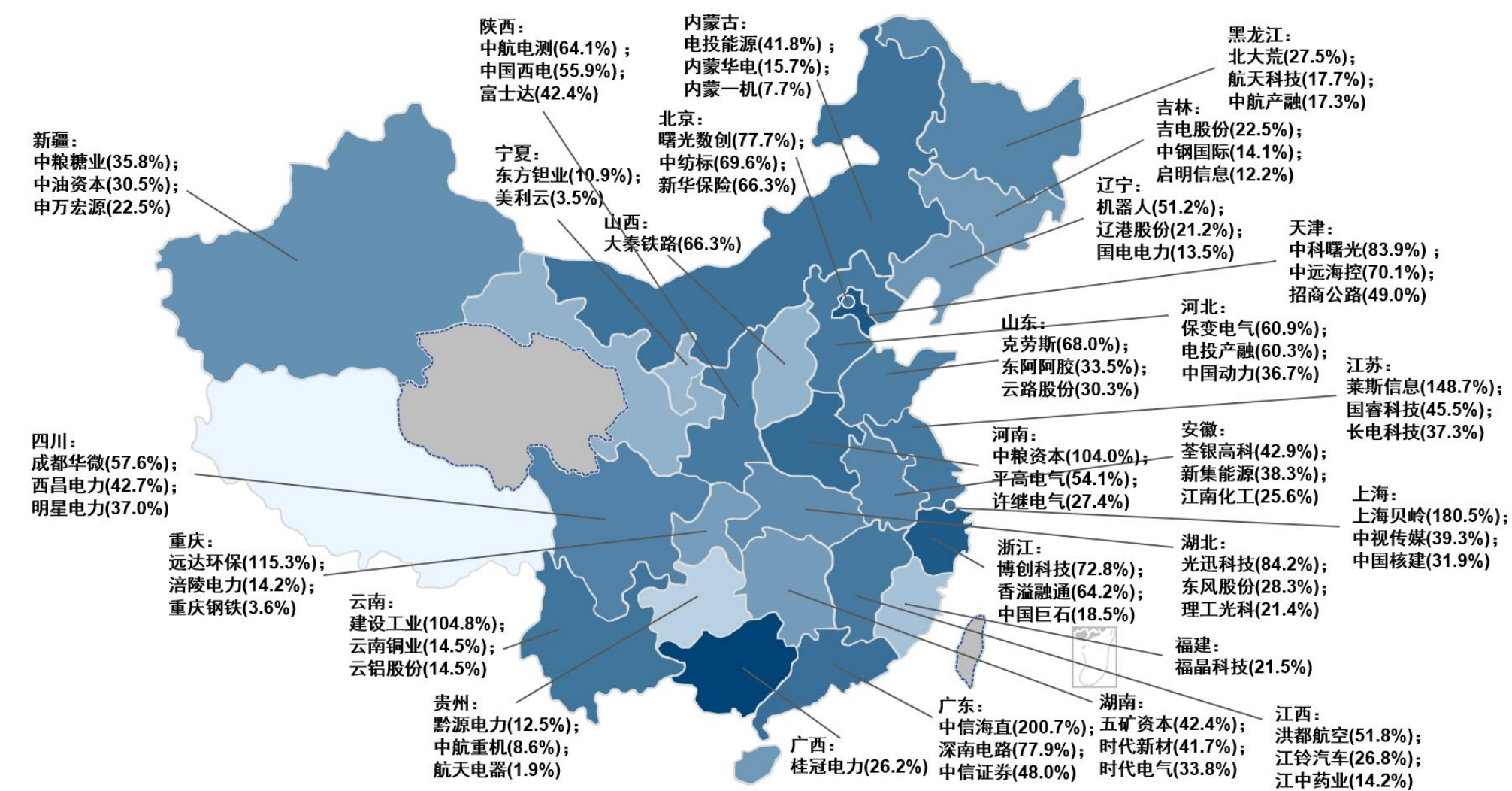
图：分行业国央企对比总结

行业	行业全年表现	地方国企	央企	地方国企超额	央企超额
银行	34.39	32.58	37.88	-1.81	3.49
非银金融	30.17	21.95	33.79	-8.21	3.62
通信	28.82	12.95	31.08	-15.86	2.26
电子	18.52	19.63	15.39	1.10	-3.13
汽车	16.34	27.12	4.55	10.78	-11.79
商贸零售	13.69	17.86	3.06	4.17	-10.63
交通运输	13.01	11.76	23.28	-1.25	10.27
公用事业	10.23	5.39	10.70	-4.84	0.47
国防军工	7.08	-15.45	5.01	-22.53	-2.07
石油石化	6.17	-13.45	14.93	-19.63	8.76
建筑装饰	5.57	0.84	0.16	-4.73	-5.41
机械设备	5.04	15.86	0.25	10.82	-4.79
计算机	4.42	13.43	8.60	9.01	4.18
煤炭	4.41	-7.91	28.24	-12.32	23.83
有色金属	3.19	11.14	9.92	7.96	6.74
电力设备	3.08	0.84	18.29	-2.24	15.21
传媒	2.23	7.09	0.92	4.86	-1.32
环保	1.86	7.96	30.86	6.11	29.00
钢铁	0.16	0.96	1.76	0.80	1.60
房地产	-2.15	-2.20	-6.76	-0.05	-4.61
基础化工	-5.09	0.43	-0.87	5.51	4.22
社会服务	-5.11	4.00	-0.04	9.11	5.06
纺织服饰	-5.32	-18.46	-1.38	-13.14	3.94
建筑材料	-5.91	0.84	-0.04	6.75	5.87
轻工制造	-6.01	-6.76	-1.61	-0.75	4.40
食品饮料	-8.03	-9.64	-22.98	-1.60	-14.94
农林牧渔	-11.58	-9.34	-3.69	2.23	7.89
医药生物	-14.33	-9.94	-4.64	4.39	9.69

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年央企超额图谱

图：2024年央企超额图谱

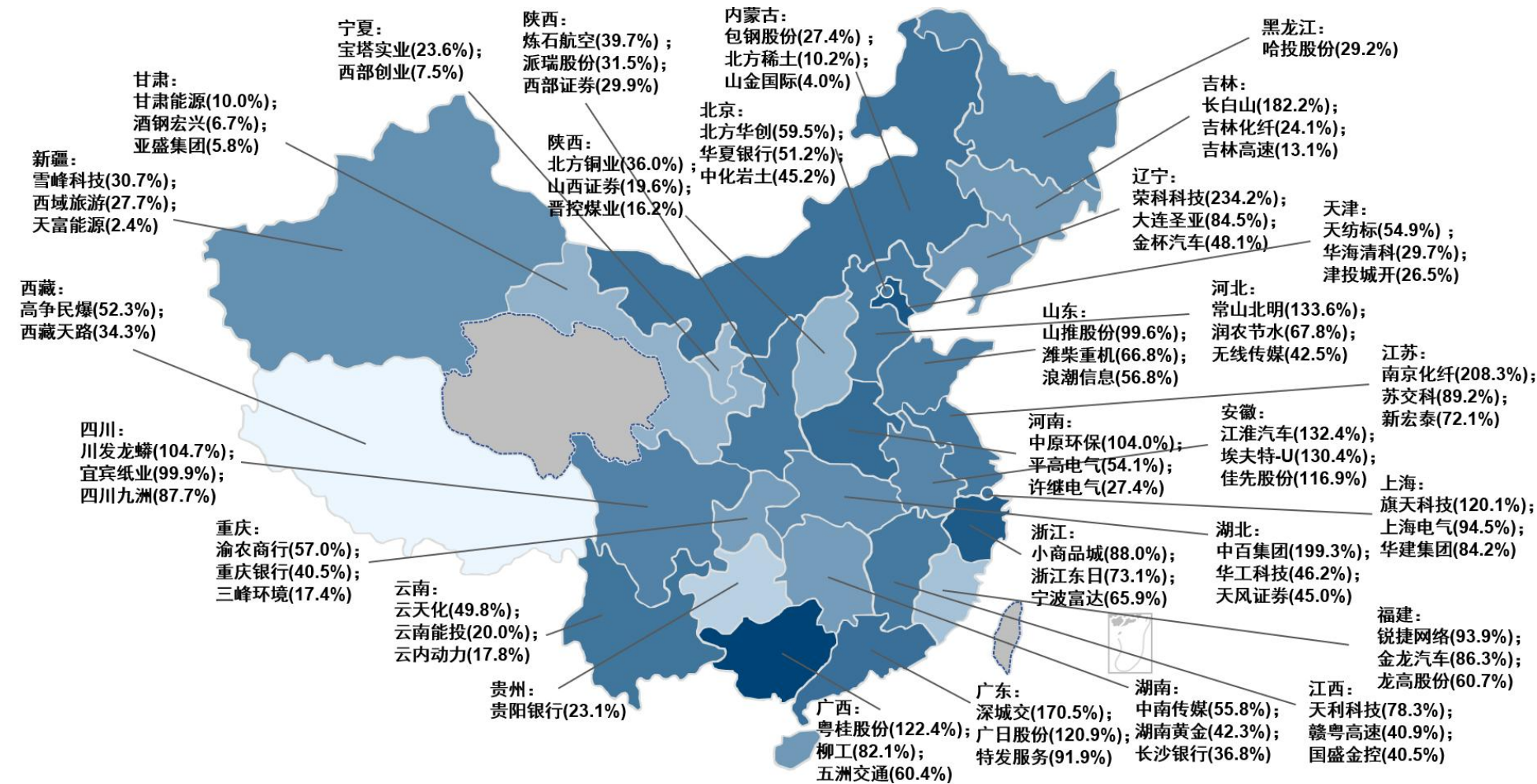


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：颜色越深代表当地全部央企平均表现越好，颜色越浅代表当地全部央企平均表现越差，个股仅为客观数据梳理，不涉及主观意见；

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2024年地方国企超额图谱

图：2024年地方国企超额图谱



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：颜色越深代表当地全部地方国企平均表现越好，颜色越浅代表当地全部国企平均表现越差，个股仅为客观数据梳理，不涉及主观意见；

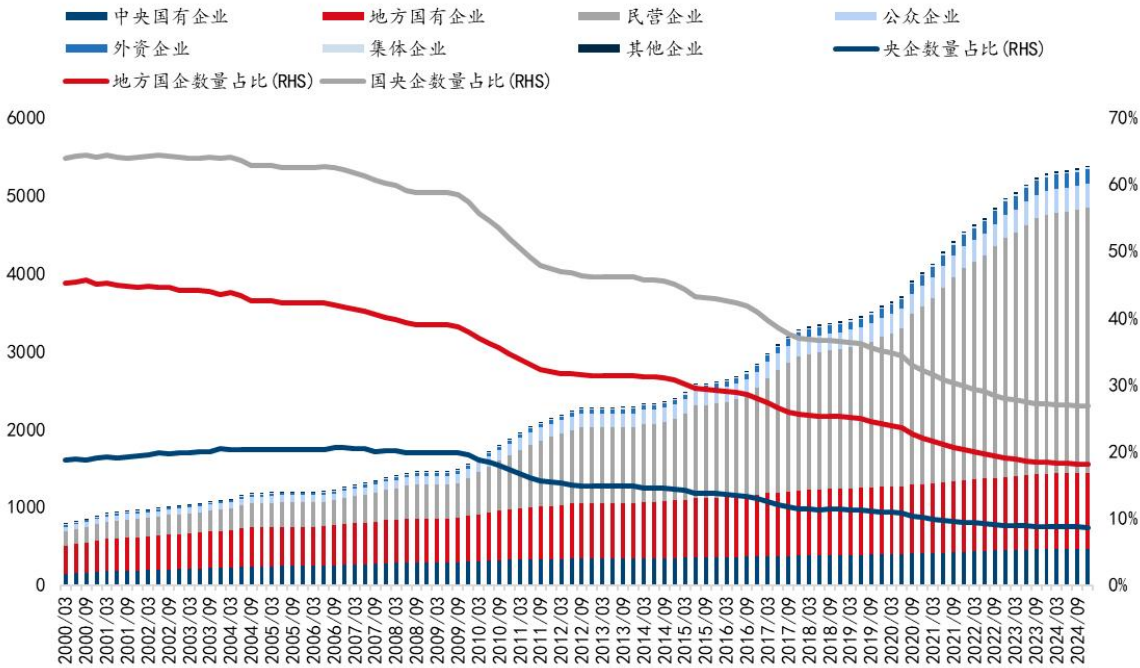
- [01] 2024年国央企表现复盘
- [02] A股国央企全景画像
- [03] 2025年国央企突围的核心逻辑
- [04] 国央企投资策略实战

国央企长期扮演A股压舱石



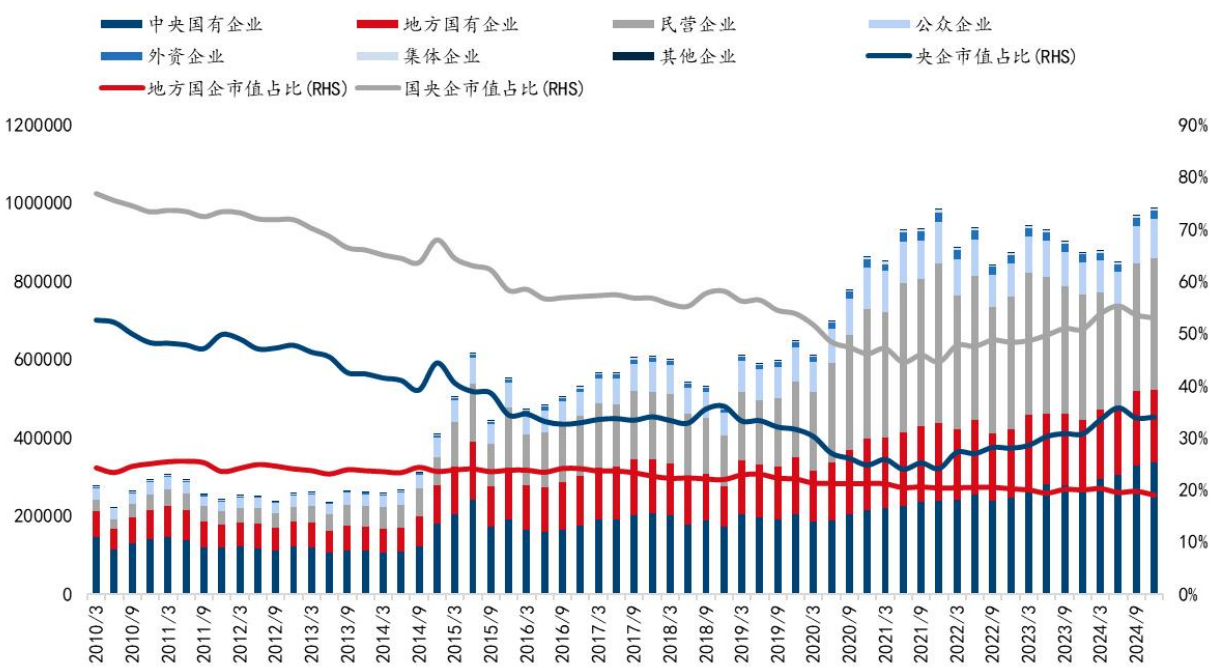
- 数量层面看，2000年以来伴随资本市场逐步成熟，上市企业多元化趋势明显，国央企上市企业数量稳步上升，截至2024年末，466家央企上市公司占全A上市企业数量的8.66%，上市地方国企超过970家，占全A上市企业数量的18%以上。近两年IPO缩紧，国央企上市企业数量占比下降趋势有所减缓。
- 市值层面看，截至2024年末，央企市值占比达到34.0%，地方国企市值占比达到18.9%，国央企市值占比超过全A的50%，2021年6月以来国央企市值占比有所回升，2023年下半年以来持续稳定在50%以上，当前仍是A股市场的“压舱石”。

图：国央企数量占比维持稳定



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2024年地方国企超额图谱

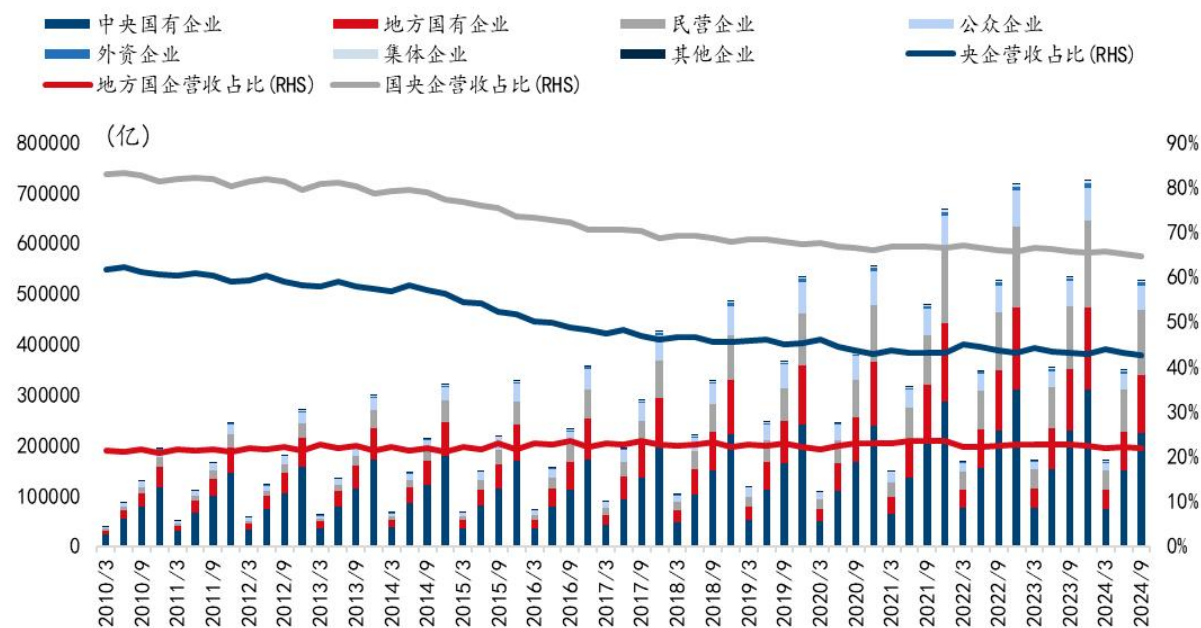


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

国央企贡献A股六成以上收入，七成利润

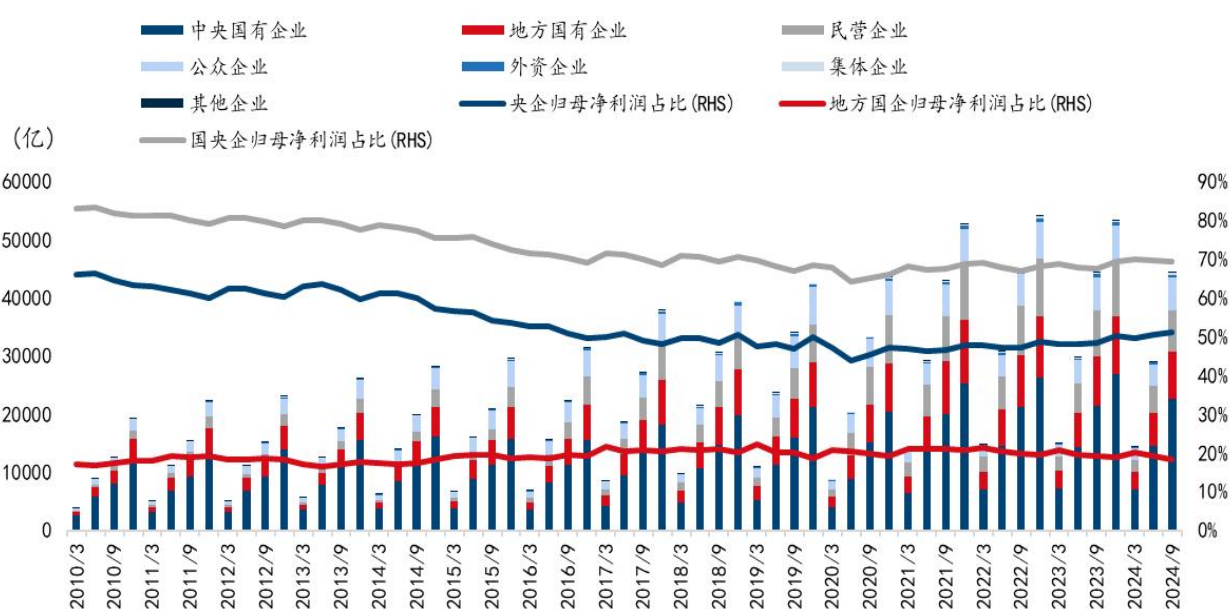
- **国央企仍贡献A股六成以上收入。**收入情况看，尽管国央企数量占比自2018年以来从36%下滑至不到27%，但对全A分子端收入贡献占比稳定维持在64%以上，截至2024年三季报，国央企对A股收入贡献达到64.5%。
- **国央企稳定贡献A股七成利润。**截至2024年三季报，全A中央国有企业归母净利润总额达到22600亿以上，占全A的50%以上；地方国企归母净利润超过8000亿，占全A的18%以上，国央企整体贡献A股净利润的近七成。趋势上看，国央企对A股的利润贡献从2020年二季度起稳步上升(64.2%→69.4%)。

图：国央企稳定贡献A股六成以上收入



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：国央企稳定贡献A股七成利润



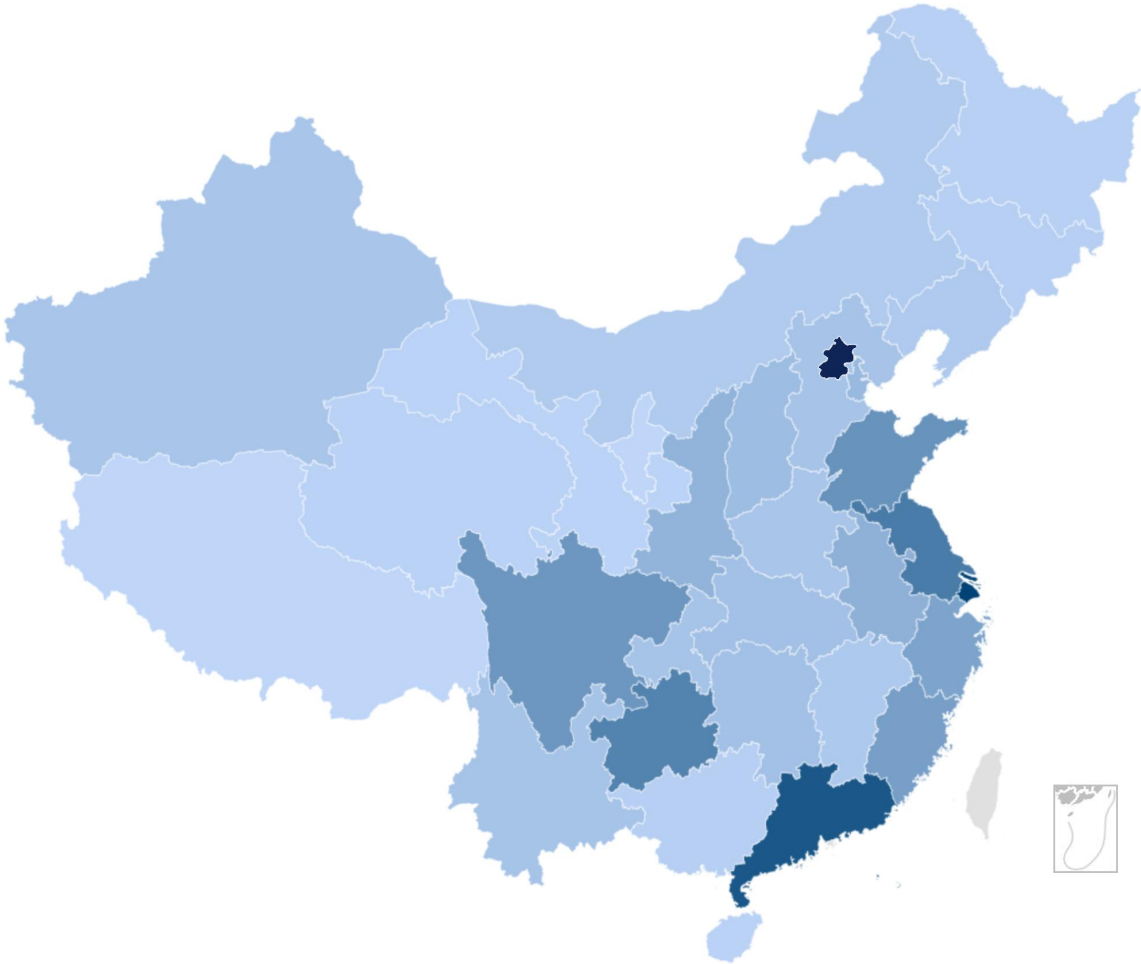
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年国央企市值地图

- 北京国央企整体市值占比接近50%，综合央企、地方国企的统计口径看，市值超过万亿的省份和直辖市包括北京、上海、广东、江苏、贵州、山东、四川、福建、浙江；其余省份中，安徽、陕西、山西地方国企市值总和超过5000亿。

图：国央企市值地图

地区	最大央企	市值(亿)	最大地方国企	市值(亿)	央企 总市值(亿)	地方国企 总市值(亿)
北京	工商银行	23558.5	北方华创	2086.4	235322.8	14022.5
上海	中国船舶	1478.1	浦发银行	2982.2	10624.6	24186.4
广东省	中信证券	4105.3	国信证券	1008.3	16826.1	13432.6
江苏省	国电南瑞	1903.6	江苏银行	1728.7	6873.8	15133.2
贵州省	中航重机	285.9	贵州茅台	18497.5	1060.6	19137.7
山东省	中航沈飞	1330.5	万华化学	2129.1	3022.3	13549.1
四川省	东方电气	458.0	五粮液	5163.3	2961.9	12439.9
福建省	福晶科技	165.6	紫金矿业	4361.4	407.0	13797.3
浙江省	海康威视	2618.5	小商品城	717.8	3790.7	8519.5
安徽省	马钢股份	269.6	海螺水泥	1267.6	1491.5	7710.7
陕西省	航发动力	1042.0	陕西煤业	2149.4	3024.1	5507.5
天津	中远海控	2312.7	华海清科	374.8	5810.3	1327.6
山西省	大秦铁路	1189.1	山西汾酒	2206.4	1425.6	5078.7
湖北省	中信特钢	563.8	华工科技	399.3	3055.0	2407.1
湖南省	时代电气	626.1	芒果超媒	493.7	2335.6	3065.8
重庆	长安汽车	1272.0	渝农商行	668.9	2540.1	2397.9
云南省	华能水电	1625.4	云天化	396.2	3940.9	1111.2
河北省	中国动力	529.8	常山北明	319.9	1879.5	2906.2
河南省	中航光电	807.2	神火股份	407.8	2206.5	2178.9
新疆维吾尔自治区	申万宏源	1262.0	ST中泰	108.8	3089.3	1216.3
江西省	中国稀土	314.4	江西铜业	729.9	1192.3	2280.4
辽宁省	国电电力	768.7	辽宁成大	150.5	2277.6	932.7
内蒙古自治区	电投能源	434.2	包钢股份	835.5	1003.2	2140.8
吉林省	一汽解放	393.8	长春高新	386.3	812.6	1206.1
广西壮族自治区	桂冠电力	502.1	国海证券	258.6	502.1	1436.6
黑龙江省	中直股份	310.3	哈投股份	133.6	1489.8	335.6
海南省	海峡股份	138.6	海南机场	420.5	432.4	892.7
青海省	-	-	盐湖股份	872.6	0.0	1287.0
甘肃省	中交设计	194.8	甘肃能源	187.2	216.9	931.8
宁夏回族自治区	东方钨业	77.9	西部创业	73.9	276.2	144.8
西藏自治区	西藏矿业	108.2	西藏城投	100.1	108.2	246.0



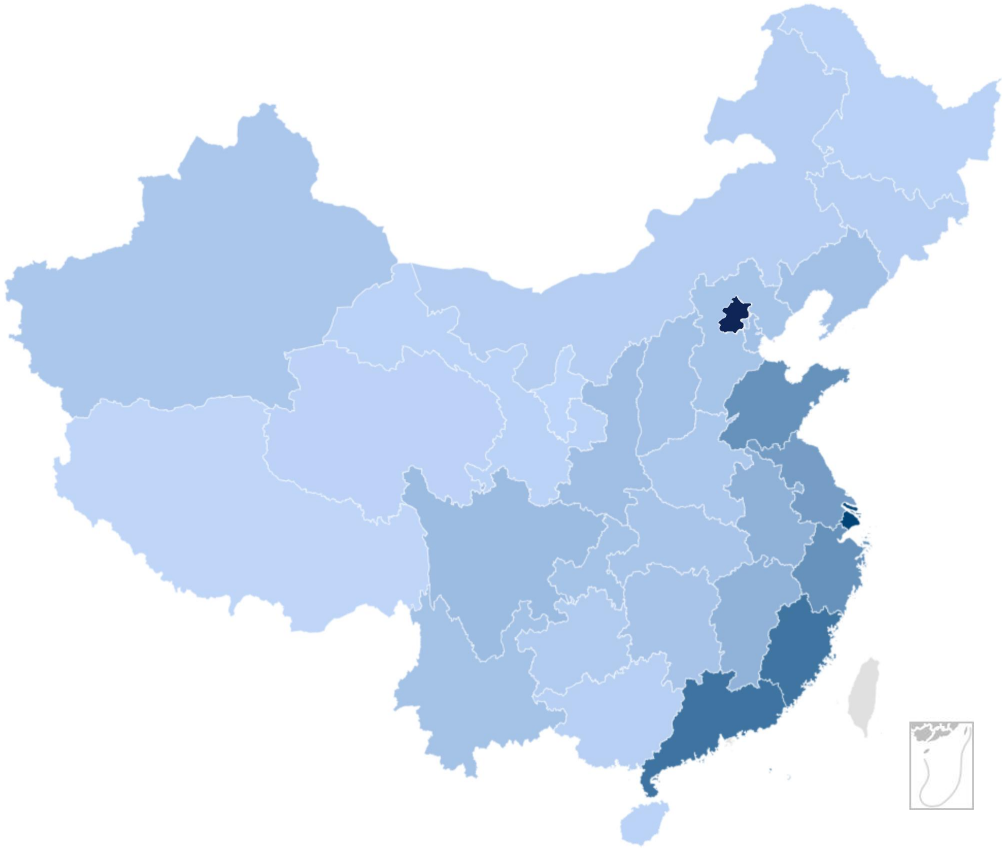
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:个股仅为客观数据梳理，不涉及主观意见 总市值更新至2025年1月14日

2024年国央企营收地图

- 北京国央企营收总和占全部央国企的50%以上，国央企营收总和较高的省份和直辖市包括北京、上海、福建、广东、浙江、山东、江苏，上述地区国央企营收总和超万亿。

图：国央企营收地图

地区	收入贡献最大央企	营收(亿)	收入贡献最大地方国企	营收(亿)	央企总营收(亿)	地方国企总营收(亿)
北京	中国石化	23665.4	京东方A	1437.3	175151.9	7380.5
上海	宝钢股份	2428.6	上汽集团	4196.5	8101.4	17805.2
福建省	航天发展	11.9	建发股份	5021.4	29.7	17209.3
广东省	保利发展	1827.7	广汽集团	740.4	9364.3	7745.2
浙江省	海康威视	649.9	物产中大	4419.7	853.2	11264.3
山东省	华电国际	848.1	潍柴动力	1619.5	1588.2	10449.1
江苏省	苏美达	869.4	徐工机械	687.3	3917.9	6125.0
安徽省	马钢股份	615.1	铜陵有色	1063.1	1172.4	5258.9
江西省	新钢股份	311.8	江西铜业	3963.7	693.3	5275.2
四川省	东方电气	470.3	四川长虹	773.0	1095.4	3459.6
天津	中远海控	1747.4	泰达股份	143.7	3572.3	495.5
陕西省	中航西飞	288.2	陕西煤业	1254.3	795.9	3265.0
辽宁省	国电电力	1338.6	大连重工	101.6	3243.7	398.4
山西省	太钢不锈	752.9	山西焦煤	330.9	1313.7	2296.3
云南省	云南铜业	1290.6	云天化	467.2	2185.7	1338.2
重庆	长安汽车	1109.6	重药控股	596.9	1829.7	1421.8
河北省	中国动力	366.2	河钢股份	893.5	980.5	2248.6
湖南省	时代电气	162.6	华菱钢铁	1112.4	836.8	2296.6
湖北省	中信特钢	835.0	兴发集团	220.5	1963.4	1039.5
新疆维吾尔自治区	天山股份	614.6	ST中泰	224.9	1855.5	840.8
河南省	中航光电	140.9	豫光金铅	290.2	628.7	1813.8
贵州省	中航重机	75.2	贵州茅台	1207.8	260.7	1552.2
内蒙古自治区	电投能源	218.1	包钢股份	498.7	569.7	849.7
吉林省	一汽解放	451.4	一汽富维	141.5	700.4	579.5
广西壮族自治区	桂冠电力	73.5	柳钢股份	531.0	73.5	1044.2
黑龙江省	中直股份	173.0	龙建股份	111.7	695.9	170.3
海南省	中钨高新	102.3	海南橡胶	329.0	229.9	469.4
甘肃省	中交设计	67.3	酒钢宏兴	257.6	72.3	546.3
青海省	-	-	西部矿业	367.3	0.0	471.7
宁夏回族自治区	宁夏建材	67.7	西部创业	9.9	107.1	11.9
西藏自治区	西藏矿业	5.9	西藏天路	20.4	5.9	34.4



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:个股仅为客观数据梳理，不涉及主观意见 营业收入更新至2024年三季报

各类型企业的实控人分布

- 从各行业上市公司实控人持股比例分布看，在上游资源、大金融、公用环保等国计民生关键行业，由国资委或地方国资委实际控制的上市公司占据了较高的比例。

图：各行业上市公司实控人持股比例统计汇总

大类风格	申万行业	中央国家机关	中央国有企业	国资委	地方政府	地方国有企业	地方国资委	集体企业	职工持股会	个人	大学	境外	无实控人	其他	实控人平均持股比例(%)
上游资源	石油石化	2.04%	0.00%	28.57%	0.00%	0.00%	16.33%	2.04%	0.00%	44.90%	0.00%	4.08%	2.04%	0.00%	34.12%
	煤炭	0.00%	0.00%	13.51%	2.70%	0.00%	67.57%	0.00%	0.00%	16.22%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	41.79%
	有色金属	1.47%	0.00%	11.76%	3.68%	0.00%	19.85%	0.74%	0.00%	56.62%	0.00%	2.21%	2.94%	0.74%	29.00%
	钢铁	4.44%	0.00%	24.44%	2.22%	0.00%	31.11%	0.00%	0.00%	35.56%	0.00%	2.22%	0.00%	0.00%	33.50%
	基础化工	0.24%	0.00%	4.74%	2.37%	0.00%	14.45%	0.71%	0.00%	70.14%	0.00%	3.08%	4.03%	0.24%	34.91%
中游制造	建筑材料	0.00%	0.00%	15.07%	1.37%	0.00%	17.81%	1.37%	0.00%	54.79%	0.00%	5.48%	4.11%	0.00%	29.75%
	机械设备	1.21%	0.00%	6.41%	2.25%	0.17%	6.76%	0.17%	0.00%	74.70%	0.00%	3.47%	4.68%	0.17%	36.57%
	建筑装饰	0.61%	0.00%	13.33%	1.82%	0.00%	29.09%	0.00%	0.00%	48.48%	0.00%	1.82%	4.85%	0.00%	33.04%
	电力设备	0.00%	0.00%	5.04%	2.39%	0.00%	8.22%	0.00%	0.00%	75.60%	0.00%	3.71%	4.77%	0.27%	30.65%
	国防军工	0.00%	0.00%	29.79%	2.84%	0.00%	7.09%	0.00%	0.00%	56.03%	0.00%	0.00%	3.55%	0.71%	32.85%
	汽车	0.00%	0.00%	6.92%	1.38%	0.00%	13.15%	0.00%	0.00%	70.93%	0.00%	5.19%	1.73%	0.69%	37.11%
下游 可选消费	家用电器	0.00%	0.00%	0.98%	0.98%	0.00%	11.76%	0.98%	0.00%	67.65%	0.00%	7.84%	8.82%	0.98%	37.27%
	轻工制造	0.00%	0.00%	1.84%	0.00%	0.00%	6.75%	0.61%	0.00%	78.53%	0.00%	9.20%	3.07%	0.00%	40.41%
	商贸零售	1.00%	0.00%	5.00%	4.00%	0.00%	31.00%	1.00%	0.00%	49.00%	0.00%	3.00%	5.00%	1.00%	31.93%
	社会服务	2.56%	0.00%	11.54%	8.97%	0.00%	30.77%	0.00%	0.00%	39.74%	0.00%	1.28%	5.13%	0.00%	31.19%
	美容护理	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.12%	0.00%	0.00%	72.73%	0.00%	6.06%	9.09%	0.00%	44.50%
下游 必选消费	食品饮料	1.57%	0.00%	0.79%	3.94%	0.00%	22.83%	0.79%	0.00%	60.63%	0.00%	7.09%	2.36%	0.00%	36.02%
	纺织服饰	0.00%	0.00%	2.83%	2.83%	0.00%	6.60%	1.89%	0.00%	79.25%	0.00%	6.60%	0.00%	0.00%	36.37%
	医药生物	0.41%	0.00%	3.25%	2.03%	0.20%	8.92%	0.61%	0.00%	71.20%	0.00%	6.90%	6.09%	0.41%	29.77%
	农林牧渔	1.82%	0.00%	8.18%	5.45%	0.91%	13.64%	0.91%	0.00%	63.64%	0.00%	0.91%	3.64%	0.91%	31.19%
TMT	电子	0.21%	0.00%	3.40%	1.27%	0.00%	6.79%	0.21%	0.00%	67.09%	0.00%	10.19%	10.83%	0.00%	29.33%
	计算机	1.94%	0.00%	6.94%	1.67%	0.00%	6.39%	0.28%	0.00%	71.39%	0.56%	1.39%	8.89%	0.56%	27.15%
	通信	0.76%	0.00%	11.45%	0.76%	0.00%	6.87%	0.00%	0.00%	71.76%	0.76%	1.53%	6.11%	0.00%	27.30%
	传媒	4.58%	1.53%	0.76%	17.56%	7.63%	9.92%	0.00%	0.00%	44.27%	0.00%	3.82%	7.63%	2.29%	33.21%
大金融	银行	11.90%	0.00%	0.00%	4.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	83.33%	0.00%	4.66%
	非银金融	10.59%	3.53%	10.59%	7.06%	1.18%	29.41%	1.18%	0.00%	16.47%	0.00%	0.00%	18.82%	1.18%	28.99%
	房地产	1.94%	0.97%	6.80%	5.83%	1.94%	44.66%	1.94%	0.00%	30.10%	0.00%	2.91%	2.91%	0.00%	35.68%
环保公用	公用事业	0.00%	0.00%	24.06%	4.51%	0.00%	35.34%	0.00%	0.75%	29.32%	0.00%	0.75%	5.26%	0.00%	36.92%
	交通运输	4.76%	0.00%	13.49%	4.76%	0.00%	40.48%	0.00%	0.79%	31.75%	0.00%	0.00%	3.97%	0.00%	36.08%
	环保	0.73%	0.00%	4.38%	6.57%	0.00%	16.79%	0.73%	0.00%	62.04%	1.46%	1.46%	5.84%	0.00%	35.89%
综合	综合	0.00%	0.00%	0.00%	9.52%	0.00%	52.38%	4.76%	0.00%	23.81%	0.00%	4.76%	4.76%	0.00%	24.91%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上市公司按照企业所有制形式的行业分布



- 整体上看，上游资源、金融地产、支持服务行业国央企市值占比较高，国央企市值占比超过80%的行业包括煤炭、石油石化、公用事业、建筑装饰、银行；石油石化、通信、公用事业央企市值占比超过70%；数量上看，“国央企含量”较高的行业中央国企+地方国企数量占比之和能达到60%，如煤炭、钢铁、非银、公用事业、交运等，各行业央企数量占比的上限在30%+（石油石化、钢铁），军工在制造业大类中的央企含量较高。

图：上市公司按照企业所有制形式的不同行业分布

大类	行业	中央国有企业	地方国有企业	公众企业	集体企业	民营企业	外资企业	国央企数量占比
上游资源	石油石化	30.6%	16.3%	2.0%	2.0%	44.9%	4.1%	46.9%
	煤炭	13.5%	70.3%	0.0%	0.0%	16.2%	0.0%	83.8%
	有色金属	12.9%	23.7%	2.9%	0.7%	58.3%	0.7%	36.7%
	钢铁	31.1%	31.1%	0.0%	0.0%	37.8%	0.0%	62.2%
	基础化工	5.2%	16.9%	4.0%	0.7%	69.9%	3.1%	22.1%
中游	建筑材料	15.1%	19.2%	4.1%	1.4%	54.8%	5.5%	34.2%
	机械设备	7.6%	9.1%	4.6%	0.2%	75.4%	2.9%	16.7%
	建筑装饰	14.0%	30.5%	5.5%	0.0%	48.2%	1.8%	44.5%
	电力设备	5.0%	10.8%	4.5%	0.0%	76.5%	2.9%	15.9%
	国防军工	29.6%	9.9%	4.2%	0.0%	55.6%	0.0%	39.4%
下游 可选消费	汽车	6.8%	14.4%	1.7%	0.3%	71.9%	4.1%	21.2%
	家用电器	1.0%	12.7%	8.8%	1.0%	69.6%	5.9%	13.7%
	轻工制造	1.9%	6.8%	3.1%	0.6%	78.4%	9.3%	8.6%
	商贸零售	6.0%	36.0%	6.0%	1.0%	47.0%	3.0%	42.0%
	社会服务	14.1%	39.7%	5.1%	0.0%	41.0%	0.0%	53.8%
下游 必选消费	美容护理	0.0%	12.1%	9.1%	0.0%	72.7%	6.1%	12.1%
	食品饮料	2.4%	26.8%	2.4%	0.8%	62.2%	5.5%	29.1%
	纺织服饰	2.8%	9.4%	0.0%	1.9%	80.2%	5.7%	12.3%
	医药生物	3.6%	11.3%	6.0%	0.6%	73.4%	4.6%	14.9%
	农林牧渔	9.9%	20.7%	3.6%	0.9%	63.1%	0.9%	30.6%
TMT	电子	3.8%	8.2%	10.5%	0.2%	68.8%	8.4%	12.0%
	计算机	9.1%	8.0%	8.9%	0.3%	71.5%	1.1%	17.2%
	通信	13.0%	7.6%	5.3%	0.0%	71.8%	1.5%	20.6%
金融地产	银行	16.7%	42.9%	40.5%	0.0%	0.0%	0.0%	59.5%
	非银金融	24.7%	41.2%	15.3%	1.2%	16.5%	0.0%	65.9%
	房地产	9.7%	52.4%	2.9%	1.9%	30.1%	2.9%	62.1%
支持服务	公用事业	23.9%	40.3%	5.2%	0.0%	29.1%	0.7%	64.2%
	交通运输	18.9%	45.7%	3.1%	0.0%	31.5%	0.0%	64.6%
	环保	5.1%	23.9%	5.8%	0.7%	61.6%	1.4%	29.0%
综合	综合	0.0%	61.9%	4.8%	4.8%	23.8%	4.8%	61.9%

数量占比

市值占比

大类	行业	中央国有企业	地方国有企业	公众企业	集体企业	民营企业	外资企业	国央企市值占比
上游资源	石油石化	89.3%	0.8%	0.3%	0.2%	9.1%	0.3%	90.1%
	煤炭	55.2%	40.9%	0.0%	0.0%	4.0%	0.0%	96.0%
	有色金属	16.5%	41.1%	1.4%	1.7%	38.7%	0.2%	57.6%
	钢铁	48.7%	29.7%	0.0%	0.0%	21.6%	0.0%	78.4%
	基础化工	8.1%	28.9%	2.6%	0.3%	57.5%	2.5%	37.0%
中游	建筑材料	27.3%	30.6%	2.7%	0.2%	33.3%	5.9%	57.9%
	机械设备	17.6%	11.4%	6.6%	0.1%	61.1%	3.1%	29.0%
	建筑装饰	62.4%	21.2%	1.4%	0.0%	14.4%	0.6%	83.6%
	电力设备	9.0%	6.7%	4.3%	0.0%	77.3%	2.3%	15.7%
	国防军工	62.3%	6.0%	2.3%	0.0%	29.0%	0.0%	68.3%
下游 可选消费	汽车	8.1%	19.5%	0.9%	0.1%	63.0%	7.5%	27.7%
	家用电器	0.8%	7.2%	18.3%	13.3%	56.1%	4.1%	7.9%
	轻工制造	2.3%	4.6%	2.9%	0.7%	83.2%	6.3%	6.9%
	商贸零售	20.0%	30.7%	10.4%	5.5%	30.5%	2.2%	50.7%
	社会服务	13.5%	40.8%	2.9%	0.0%	42.7%	0.0%	54.3%
下游 必选消费	美容护理	0.0%	8.1%	5.1%	0.0%	80.8%	6.0%	8.1%
	食品饮料	0.5%	71.5%	4.4%	0.3%	20.0%	3.3%	72.0%
	纺织服饰	5.0%	10.3%	0.0%	1.8%	65.0%	17.9%	15.3%
	医药生物	5.2%	11.4%	10.4%	1.1%	68.8%	2.8%	16.6%
	农林牧渔	8.6%	9.7%	15.0%	0.4%	66.1%	0.1%	18.2%
TMT	电子	4.8%	10.4%	30.0%	0.3%	48.6%	5.9%	15.2%
	计算机	22.9%	6.7%	10.4%	0.1%	58.4%	0.8%	29.5%
	通信	70.7%	2.4%	5.2%	0.0%	21.1%	0.6%	73.1%
金融地产	银行	68.0%	13.3%	18.7%	0.0%	0.0%	0.0%	81.3%
	非银金融	44.4%	24.1%	23.4%	0.1%	7.9%	0.0%	68.5%
	房地产	23.8%	42.6%	11.3%	0.5%	18.8%	3.0%	66.4%
支持服务	公用事业	68.2%	22.4%	0.8%	0.0%	8.2%	0.1%	90.6%
	交通运输	48.9%	30.9%	0.9%	0.0%	18.8%	0.0%	79.9%
	环保	8.9%	37.4%	3.8%	1.2%	46.6%	1.5%	46.3%
综合	综合	0.0%	46.4%	0.8%	3.8%	46.0%	3.0%	46.4%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

央企和地方国企职工人数、薪资情况拆解



- 国央企截至2023年报统计口径，全国央企职工人数达到922万人，地方国企员工人数达到564万人，上市企业口径下国央企吸纳就业占比达到50%；分行业看，银行、建筑装饰、通信、石油石化央企员工人数达到90万以上，汽车、煤炭地方国企员工人数达到50万以上。
- 从薪资增速的角度看，2022、2023年上市企业员工薪酬增速分别为5.1%、4.6%，2022年以来国有体制薪资增速较为稳健。从近10年的工资增速CAGR看，TMT>上游>制造业>消费&支持性行业>金融地产，地方国企工资增速较慢，外企及少数其他类型企业工资增速10年CAGR在8%以上，央企在全社会工资增速下行时安全垫较强。

图：各企业类型员工人数及变化

体制	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
央企	730.9	740.4	767.6	762.3	792.8	824.9	828.6	876.7	927.2	922.1
地方国企	424.1	443.2	461.9	484.3	507.1	513.6	521.2	534.7	549.5	564.7
民营企业	352.7	424.5	505.7	623.0	697.4	760.4	883.1	1008.9	1113.7	1189.4
集体企业	10.3	12.5	14.3	14.3	15.3	16.2	17.4	18.1	18.7	18.6
外资企业	27.1	27.8	32.4	37.5	40.0	40.5	43.7	67.3	70.7	73.4
公众企业	167.3	182.5	199.0	223.0	265.8	266.1	286.0	284.1	277.2	
其他企业	7.9	8.0	6.3	7.6	7.6	9.1	8.7	9.0	9.1	9.0

体制	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
央企	17.9	9.5	27.1	-5.2	30.5	32.1	3.7	48.1	50.6	-5.1
地方国企	21.6	19.1	18.6	22.4	22.8	6.5	7.6	13.5	14.8	15.1
民营企业	37.8	71.8	81.3	117.2	74.4	63.0	122.7	125.9	104.7	75.8
集体企业	-0.1	2.2	1.8	0.0	1.1	0.9	1.2	0.7	0.6	-0.1
外资企业	1.6	0.7	4.7	5.1	2.5	0.5	3.3	23.6	3.4	2.8
公众企业	6.4	15.2	16.5	24.0	42.8	0.2	14.0	5.9	-1.9	-6.8
其他企业	-0.6	0.1	-1.7	1.3	0.0	1.5	-0.4	0.3	0.1	0.0

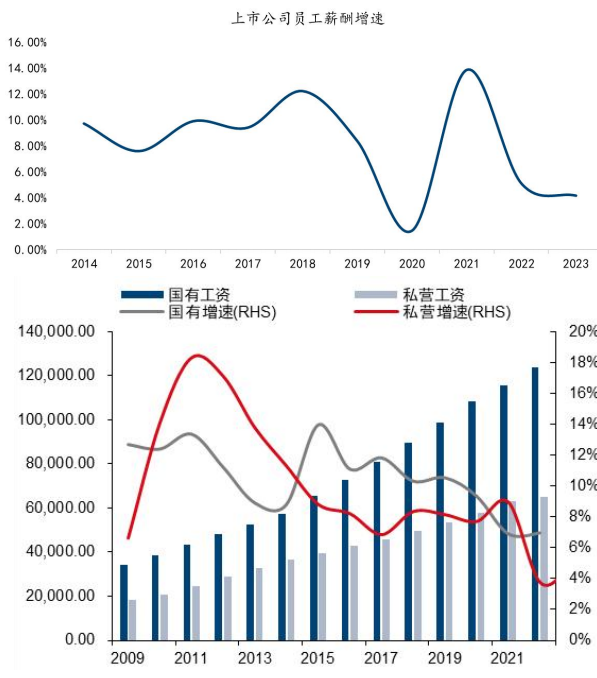
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：不同行业国央企上市公司人数分布

大类	央企总人数	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	大类	地方国企总人数	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
上游	石油石化	97.8	103.2	100.9	114.0	111.7	107.0	104.4	99.2	97.5	96.4	92.9	上游	石油石化	1.9	1.6	1.7	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	
	煤炭	21.6	21.3	20.8	19.3	18.0	17.3	16.3	16.1	16.8	16.6	16.6		煤炭	59.2	62.9	60.5	53.6	53.2	57.1	56.1	55.8	54.6	55.5	57.7
	有色金属	19.3	18.5	17.8	17.0	16.9	16.6	16.1	15.4	14.7	15.4	15.3		有色金属	20.5	19.6	19.7	19.1	19.1	19.5	21.2	22.2	23.1	24.4	
	钢铁	31.8	29.5	28.3	24.8	23.4	22.9	23.7	22.5	22.0	21.2	20.6		钢铁	23.2	23.7	22.7	22.2	20.2	20.5	20.3	21.0	20.7	19.4	19.3
中游	基础化工	7.8	7.1	6.3	7.3	7.8	9.5	10.7	10.9	11.5	12.2	11.0	中游	基础化工	25.2	24.1	26.1	26.2	26.7	27.1	27.9	25.9	26.8	29.2	30.4
	建筑材料	5.5	5.7	5.3	5.9	6.0	6.2	6.3	6.4	13.3	13.5	13.1		建筑材料	12.0	12.6	12.2	13.7	13.7	14.3	14.7	14.8	14.5	15.0	15.2
	机械设备	31.0	31.7	32.8	32.2	30.3	29.1	30.6	31.0	31.9	31.6	31.2		机械设备	14.0	14.5	14.9	14.4	15.1	15.3	15.1	16.0	16.7	18.3	18.5
	建筑装饰	120.5	122.7	125.8	130.4	131.0	140.4	143.4	146.8	156.9	162.9	165.1		建筑装饰	10.0	11.4	12.4	14.1	18.8	20.5	23.0	27.6	30.0	31.4	32.7
下游消费	电力设备	7.9	8.6	8.7	9.8	10.3	10.7	10.2	10.1	10.5	10.9	11.3	下游消费	电力设备	7.4	7.4	7.6	8.6	9.5	9.6	11.1	12.0	13.2	14.4	15.0
	国防军工	25.5	30.2	30.1	32.0	31.9	32.5	31.2	31.2	30.6	30.6	30.1		国防军工	0.7	0.9	1.1	1.5	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.6
	汽车	10.7	11.6	12.0	13.0	12.3	12.0	11.9	13.3	13.4	13.5	14.0		汽车	39.3	43.1	48.2	49.8	51.9	57.4	56.6	57.4	57.5	58.8	58.2
	家用电器	2.1	1.9	1.9	1.7	1.8	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4		家用电器	11.4	11.6	11.8	12.4	12.7	12.4	11.5	12.4	12.3	12.4	12.6
TMT	轻工制造	0.9	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	TMT	轻工制造	2.9	2.8	2.7	2.9	3.1	3.2	3.1	2.8	2.7	2.6	2.5
	商贸零售	3.4	3.6	3.6	4.6	5.4	5.7	5.4	5.9	5.7	5.3	5.1		商贸零售	19.3	23.3	23.1	22.4	23.0	25.0	24.5	22.8	22.3	22.3	21.1
	社会服务	1.3	1.4	1.5	1.7	1.8	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1		社会服务	9.3	8.7	9.4	14.2	13.9	13.8	13.5	11.9	9.7	9.3	11.0
	美容护理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		美容护理	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
金融地产	食品饮料	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	金融地产	食品饮料	22.5	22.8	23.2	22.9	23.6	25.4	25.2	25.4	25.8	26.1	25.9
	纺织服饰	4.3	4.2	4.3	4.0	3.6	3.2	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1		纺织服饰	4.8	5.0	4.9	5.1	5.2	4.9	4.7	4.4	4.4	3.9	3.5
	医药生物	7.4	7.4	8.0	10.8	11.2	11.3	11.8	13.0	13.0	12.9	13.5		医药生物	18.3	18.6	19.4	20.4	21.4	22.5	23.0	23.9	25.1	25.3	25.5
	农林牧渔	6.1	5.7	6.0	5.9	6.1	7.0	6.7	6.4	6.1	6.2	6.5		农林牧渔	11.3	10.3	9.2	8.6	8.5	6.9	6.1	5.9	6.0	5.9	7.1
支持性行业	电子	4.1	5.2	5.9	7.5	7.6	9.4	10.2	12.7	12.1	10.8	11.5	支持性行业	电子	8.6	11.6	14.5	17.3	19.1	19.6	18.3	19.6	20.9	20.6	22.3
	计算机	11.3	12.4	13.5	14.0	12.7	14.0	15.2	16.0	18.2	19.2	19.2		计算机	3.2	3.6	4.3	5.5	5.9	6.2	6.3	6.5	6.6	6.9	7.1
	通信	26.7	27.6	28.2	30.6	30.7	30.4	30.0	30.2	57.9	103.7	102.4		通信	1.5	1.6	1.7	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	3.0	3.0
	传媒	1.0	0.9	0.9	1.5	2.1	2.2	2.4	2.3	2.3	2.1	2.0		传媒	10.2	12.9	14.4	17.3	19.2	18.8	18.8	18.4	19.1	18.8	18.4
TMT	银行	168.0	170.7	173.9	173.0	170.5	168.0	184.3	184.1	183.1	182.7	185.0	金融地产	银行	12.6	12.6	15.6	20.8	22.0	24.0	26.5	27.1	29.4	31.8	32.0
	非银金融	21.5	21.7	23.3	24.3	24.1	43.7	43.7	44.7	44.7	44.3	43.3		非银金融	4.6	5.3	7.5	8.3	9.7	11.9	12.4	13.9	15.5	16.9	17.5
	房地产	10.2	11.3	10.5	11.5	12.3	13.2	18.9	19.3	20.6	21.3	18.8		房地产	9.3	9.8	9.2	10.2	11.4	12.5	13.4	13.9	13.4	13.2	14.2
	公用事业	19.5	19.8	21.7	21.6	22.4	23.9	26.7	26.7	28.4	28.9	28.8		公用事业	10.4	10.6	10.9	11.4	12.5	12.7	13.0	13.1	15.0	15.4	17.7
支持性行业	交通运输	44.4	44.3	45.2	46.0	47.1	49.5	54.6	54.3	55.7	55.1	56.3	支持性行业	交通运输	18.9	20.6	22.9	24.3	27.5	27.1	27.9	27.4	28.1	29.2	31.1
	环保	0.3	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2	1.1	1.5	1.5	1.4	1.4		环保	4.4	4.9	5.6	6.1	7.1	7.9	8.5	9.4	11.8	12.5	12.4
	综合	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		综合	4.9	4.6	5.0	4.8	4.6	4.7	4.6	4.3	4.2	4.0	3.7
	综合	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		综合	4.9	4.6	5.0	4.8	4.6	4.7	4.6	4.3	4.2	4.0	3.7

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：全口径下公共和私营部门收入增速变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

各部门的收入轧差梳理分析

统计中包括所有企业（包括非规上企业），抽样调查的方式进行。

私营：内资企业中的私营有限责任公司、私营股份有限公司、个人独资企业和合伙企业。

非私营：国有单位、城镇集体单位和其他单位。

图：全口径下各行业公共和私营部门的收入轧差分布

国有、私营工资轧差	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
农林牧渔业	-0.8%	-2.9%	0.9%	0.2%	2.3%	3.2%	3.4%	8.7%	5.6%	4.7%	-3.7%	-2.2%	18.2%	23.9%	33.4%
采矿业	102.0%	108.2%	114.0%	109.2%	97.2%	70.2%	66.9%	56.2%	55.7%	73.2%	84.2%	80.3%	75.6%	73.4%	78.5%
制造业	67.0%	80.4%	81.1%	78.3%	67.9%	68.9%	72.8%	66.7%	68.9%	72.6%	58.6%	68.1%	63.4%	75.6%	75.4%
电力、燃气及水的生产和供应业	144.9%	136.9%	153.4%	141.4%	130.0%	130.2%	125.8%	131.2%	117.4%	120.1%	119.6%	109.5%	102.9%	101.6%	104.0%
建筑业	25.8%	39.7%	43.0%	38.2%	29.8%	25.7%	19.5%	18.8%	17.3%	18.5%	12.7%	4.5%	16.5%	24.4%	28.9%
交通运输、仓储和邮政业	75.8%	78.1%	82.4%	82.3%	93.0%	79.6%	68.2%	75.1%	77.7%	82.9%	75.7%	56.9%	52.0%	51.3%	51.2%
信息传输、计算机服务和软件业	47.8%	50.5%	48.6%	41.7%	44.4%	36.6%	24.7%	21.0%	21.7%	17.5%	25.4%	24.8%	17.8%	15.4%	17.7%
批发和零售业	54.5%	73.9%	79.7%	81.4%	74.0%	82.9%	89.4%	89.2%	87.1%	93.4%	104.3%	128.4%	128.7%	137.3%	135.6%
住宿和餐饮业	32.2%	35.6%	36.1%	37.7%	39.5%	32.7%	36.0%	36.8%	35.3%	37.8%	37.4%	31.0%	27.5%	27.5%	27.4%
金融业	131.5%	86.3%	116.3%	160.4%	150.9%	135.5%	128.5%	124.2%	102.7%	108.7%	88.3%	81.1%	94.8%	84.9%	67.7%
房地产业	42.0%	44.4%	46.2%	62.2%	41.2%	29.7%	33.8%	33.9%	35.8%	40.8%	41.4%	39.6%	49.3%	59.5%	68.3%
租赁和商务服务业	42.3%	42.6%	41.0%	45.5%	41.1%	28.4%	25.0%	25.7%	23.0%	22.3%	23.6%	20.7%	31.5%	29.4%	34.0%
科学研究、技术服务业和地质勘查业	85.9%	80.5%	84.3%	92.6%	75.4%	62.2%	55.6%	59.4%	62.7%	70.7%	82.3%	88.7%	79.6%	79.4%	86.1%
水利、环境和公共设施管理业	30.5%	34.9%	29.9%	25.5%	21.8%	12.5%	12.3%	14.7%	17.6%	26.0%	34.3%	44.4%	63.5%	68.5%	75.3%
居民服务和其他服务业	68.8%	84.1%	76.7%	79.7%	56.4%	50.7%	47.9%	48.0%	51.2%	60.3%	63.0%	74.6%	84.1%	77.7%	89.3%
教育	53.7%	64.6%	79.2%	83.8%	80.3%	65.9%	69.2%	82.1%	91.6%	96.1%	102.9%	103.4%	132.3%	122.3%	140.4%
卫生、社会保障和社会福利业	94.8%	96.2%	90.6%	84.4%	83.9%	74.8%	73.7%	81.2%	87.6%	96.2%	93.3%	99.8%	98.8%	95.9%	99.3%
文化、体育和娱乐业	111.0%	123.5%	111.7%	114.8%	107.8%	95.5%	100.6%	110.0%	108.1%	113.2%	118.9%	125.0%	124.5%	116.3%	126.0%

图：上市公司口径下各行业公共和私营部门的管理者收入轧差分布

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

行业领域	一级行业	前三名高管平均个人薪酬		前三名董事平均个人薪酬		董事长		总经理		独立董事		财务总监		董秘	
		央企较民企	地方国企较民企	央企较民企	地方国企较民企	央企较民企	地方国企较民企	央企较民企	地方国企较民企	央企较民企	地方国企较民企	央企较民企	地方国企较民企	央企较民企	地方国企较民企
上游资源	石油石化	-0.6%	-10.5%	-16.0%	-19.1%	-23.0%	-35.8%	-22.6%	-16.1%	134.6%	-16.1%	124.5%	65.3%	12.4%	4.5%
	煤炭	26.6%	4.7%	-21.1%	-23.7%	-16.5%	-0.8%	5.3%	-21.8%	58.6%	-26.7%	167.8%	96.5%	34.7%	8.7%
	有色金属	-26.2%	-9.9%	-49.1%	-26.2%	-26.3%	-3.1%	-38.6%	-8.4%	2.1%	-1.7%	90.6%	116.3%	-1.4%	-1.6%
	钢铁	4.5%	-42.1%	-15.4%	-56.1%	-49.5%	-67.4%	13.5%	-55.1%	53.4%	9.8%	324.7%	72.4%	36.5%	-56.2%
	基础化工	32.5%	-6.9%	-9.1%	-19.2%	-6.8%	-17.6%	-6.3%	-19.1%	16.5%	9.4%	158.9%	95.5%	40.2%	4.5%
中游制造	建筑材料	51.2%	-16.2%	21.4%	-25.4%	-0.9%	-34.9%	82.0%	-13.6%	33.9%	28.3%	246.7%	128.9%	91.2%	10.8%
	机械设备	19.4%	19.4%	-5.1%	-3.1%	-9.2%	10.2%	5.1%	25.3%	31.4%	4.2%	134.0%	118.9%	25.3%	22.9%
	建筑装饰	61.5%	27.0%	18.4%	7.9%	2.7%	-4.2%	44.2%	16.0%	23.9%	11.7%	176.9%	124.4%	89.2%	32.0%
	电力设备	-17.3%	-12.2%	-39.3%	-25.5%	-33.3%	-21.7%	-22.6%	-9.5%	6.2%	10.5%	91.2%	75.9%	2.7%	-3.0%
	国防军工	-5.7%	5.8%	-19.4%	-1.6%	5.0%	21.2%	-12.0%	-9.0%	15.6%	-4.0%	136.2%	131.5%	6.6%	-6.4%
下游	汽车	0.1%	-5.2%	-18.4%	-16.5%	-9.4%	-10.7%	-14.3%	-0.3%	10.5%	14.7%	148.3%	108.2%	31.5%	-0.9%
	家用电器	-36.5%	10.4%	-46.4%	-7.0%	—	66.3%	-21.5%	-0.1%	230.4%	1.2%	103.4%	121.8%	—	7.1%
	轻工制造	13.2%	-28.2%	-4.3%	-17.4%	54.2%	13.6%	-6.0%	-23.6%	45.0%	0.2%	103.6%	104.2%	12.1%	-29.8%
	商贸零售	71.5%	-1.3%	62.1%	-17.6%	62.4%	-13.2%	95.7%	7.1%	50.0%	-11.5%	157.1%	71.4%	123.7%	7.4%
	社会服务	-7.7%	-9.0%	-26.6%	-16.9%	-2.4%	-24.3%	-21.7%	-31.8%	-5.0%	-3.6%	131.2%	101.3%	33.9%	1.3%
下游	美容护理	—	-34.9%	—	-23.9%	—	-19.3%	—	-5.5%	—	-12.2%	—	59.2%	—	-35.4%
	食品饮料	-47.2%	-13.1%	-58.5%	-25.2%	-45.1%	-37.2%	-44.5%	-19.9%	22.3%	4.1%	92.5%	107.6%	-22.0%	0.8%
	纺织服装	17.4%	-13.4%	-12.0%	-27.3%	13.0%	-29.6%	-0.9%	-44.2%	70.5%	-20.1%	129.0%	86.8%	96.2%	-25.1%
	医药生物	31.1%	-11.9%	-0.8%	-18.5%	31.4%	-29.4%	39.7%	-6.9%	52.9%	-5.6%	86.6%	108.1%	35.2%	-9.4%
	农林牧渔	20.4%	-18.5%	-8.5%	-29.2%	24.7%	-35.9%	27.9%	-3.8%	-13.4%	-16.0%	198.6%	63.3%	52.5%	-7.7%
TMT	电子	77.9%	41.1%	40.4%	21.8%	86.4%	47.7%	62.6%	36.2%	20.4%	4.7%	169.3%	140.9%	68.1%	56.5%
	计算机	14.8%	13.6%	-7.7%	-0.5%	13.8%	60.9%	25.5%	25.7%	25.1%	-8.2%	124.6%	92.0%	26.1%	8.9%
	通信	6.8%	55.9%	-15.4%	21.6%	-9.9%	27.3%	6.8%	32.4%	50.6%	11.3%	65.2%	109.7%	22.3%	2.4%
	传媒	-34.2%	-29.2%	-41.4%	-48.4%	-33.6%	-45.4%	-29.6%	-27.7%	-19.5%	-5.1%	55.5%	66.7%	-19.6%	-11.2%
	非银金融	-13.2%	3.4%	-38.2%	-32.7%	-22.0%	-17.2%	-19.9%	-17.7%	59.6%	23.3%	229.7%	181.7%	-8.9%	7.9%
环保公用	房地产	33.1%	-28.7%	23.8%	-35.3%	128.2%	-25.5%	9.8%	-41.9%	20.9%	-16.5%	208.5%	88.5%	63.8%	-19.3%
	公用事业	-0.3%	-20.7%	-21.7%	-35.9%	-31.2%	-47.0%	-6.4%	-18.9%	16.6%	-8.6%	126.5%	86.6%	8.1%	-12.6%
	交通运输	15.0%	-29.9%	-25.2%	-42.1%	14.6%	-37.2%	20.3%	-22.1%	45.5%	-8.1%	233.3%	122.6%	44.0%	-3.8%
	环保	31.7%	4.7%	-8.0%	-4.5%	27.1%	2.2%	-19.2%	-4.1%	6.0%	-1.6%	156.1%	141.9%	88.1%	29.5%
	综合	—	-22.0%	—	-26.0%	—	-15.5%	—	-30.4%	—	—	—	50.3%	—	34.8%
全A平均		11.9%	-2.8%	-12.9%	-17.6%	-2.4%	-11.6%	4.5%	-7.6%	41.9%	10.6%	140.8%	104.9%	35.5%	9.3%

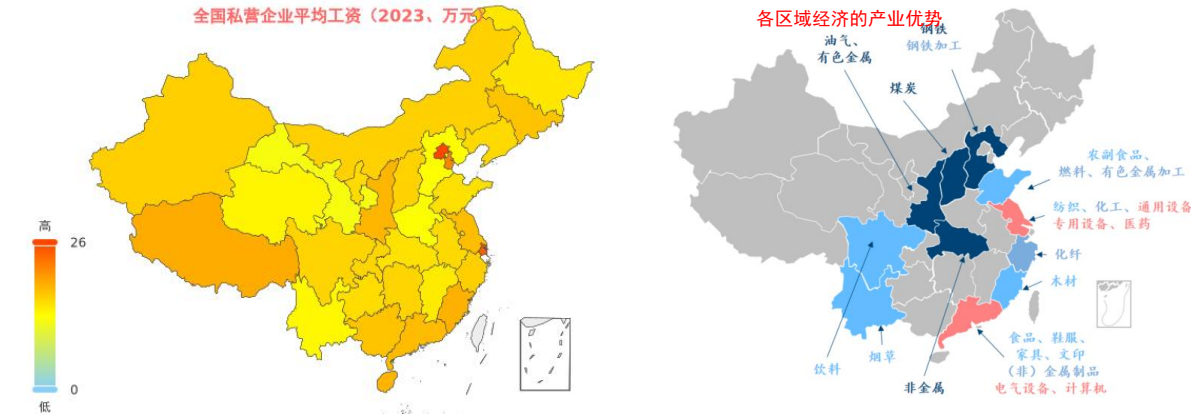
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

分区域来看产业和收入分布对应

- 根据上市公司注册地数据，各省份平均收入水平：跨省看，上市公司在北京、上海、天津的收入水平最高。第一梯队：北京、上海、天津；第二梯队：新疆、陕西、山西。
- 从上市公司整体看，北京、上海、天津收入水平较高，年薪达到24万以上。从增速看，宁夏、山西、山东近十年的收入增速较快。如果仅看上市公司中的民营企业，除开北京、上海、天津外，收入水平最高的省份为福建（18万）、海南（17.9万）和陕西（17.8万）。但民营企业水平低于整体上市公司。民营企业中收入增速最高的省份为山西（11.8%）、宁夏（10.3%）和吉林（9.6%）。采用私营（民营）企业口径，国家统计局和上市公司数据在东部地区收入增速上出现差异，全口径数据显示东部地区收入增速最高，而上市公司数据显示东部地区收入增速落后于中部地区。

图：区域经济与收入水平



上市公司数据显示，东部地区收入水平最高，但增速近年来落后于中部和东北地区

工资增速	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东部	7.4%	3.1%	14.8%	10.2%	12.2%	5.2%	-1.8%	14.4%	2.4%	2.6%
中部	8.8%	6.1%	9.2%	14.6%	14.6%	1.5%	0.7%	16.2%	5.7%	4.7%
西部	-6.0%	9.5%	8.8%	9.4%	15.5%	8.1%	-2.6%	14.8%	5.2%	0.2%
东北	4.7%	15.2%	3.2%	19.6%	8.6%	3.6%	8.9%	18.8%	-2.0%	4.4%

全口径数据显示，东部地区收入水平最高，增速水平也是最高

工资增速 (%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东部地区	4.5	14.5	18.0	17.8	13.5	11.2	9.0	9.0	6.9	9.2	7.7	6.9	9.6	4.7	4.2
中部地区	11.6	12.0	19.9	14.9	14.3	11.5	8.2	6.8	7.8	8.8	7.0	11.2	7.9	1.5	5.6
西部地区	10.1	14.8	19.7	17.7	16.0	10.8	8.1	7.0	5.6	6.3	6.7	8.0	7.5	2.8	5.8
东北地区	9.9	12.9	18.8	14.3	14.2	6.3	5.3	3.1	4.5	6.9	7.5	10.2	9.5	3.7	3.5

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：全口径下各地域平均工资

平均工资 (万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR (10年)
广东省	10.06	10.93	11.46	12.18	12.89	14.20	15.35	15.48	17.74	17.98	18.58	6.3%
北京市	13.80	14.87	16.17	17.86	19.18	21.13	22.93	23.02	26.20	27.13	27.80	7.3%
吉林省	8.26	9.29	10.43	10.60	11.46	12.78	13.05	13.12	16.80	16.08	17.43	7.7%
江苏省	10.41	11.26	11.91	12.54	13.50	16.45	15.41	15.44	17.89	18.57	18.89	6.1%
辽宁省	9.09	9.51	10.84	10.26	12.53	13.38	14.13	13.59	15.84	16.42	17.07	6.5%
安徽省	8.08	8.65	9.06	9.81	11.08	12.39	13.17	13.44	15.36	16.75	17.05	7.8%
四川省	8.79	10.01	10.71	10.33	12.09	13.31	14.96	14.80	16.84	17.51	17.77	7.3%
浙江省	9.97	10.14	10.62	11.53	12.57	13.39	14.53	14.46	16.58	16.86	17.32	5.7%
湖南省	8.53	8.91	9.40	10.30	11.66	14.65	13.71	14.15	15.93	16.76	17.59	7.5%
河北省	8.80	9.06	9.40	10.30	11.79	12.51	13.59	12.83	14.67	15.42	16.08	6.2%
新疆维吾尔自治区	11.18	10.94	12.13	13.61	15.89	15.93	17.17	17.36	20.56	20.70	21.45	6.7%
山东省	8.20	8.73	9.49	10.68	11.74	13.29	14.13	14.15	16.49	16.71	17.71	8.0%
河南省	7.60	8.21	8.52	9.12	10.19	11.22	11.87	11.77	13.33	13.89	14.50	6.7%
山西省	8.72	8.68	9.70	8.98	10.99	11.86	12.93	13.60	16.39	17.37	19.10	8.2%
江西省	7.69	8.59	8.60	9.91	11.22	12.38	12.92	12.97	15.10	15.63	16.44	7.9%
青海省	7.15	8.15	9.24	9.30	10.28	12.32	12.79	11.32	13.77	15.79	15.83	8.3%
湖北省	8.73	9.13	10.42	10.76	12.85	14.20	14.74	13.92	16.73	17.36	17.59	7.3%
内蒙古自治区	17.58	10.70	10.18	11.35	11.64	12.81	14.04	14.67	16.84	17.61	19.00	0.8%
海南省	24.72	9.89	9.42	12.51	12.95	14.50	15.94	15.47	17.45	17.63	18.09	-3.1%
重庆市	11.34	11.41	11.94	12.65	13.15	14.40	15.66	15.87	17.74	18.05	18.87	5.2%
陕西省	10.20	10.69	11.10	11.45	12.67	16.17	17.80	17.07	18.96	20.47	20.04	7.0%
福建省	9.12	10.17	11.03	12.54	13.07	14.05	15.03	15.26	17.46	17.73	18.73	7.5%
广西壮族自治区	8.44	9.19	10.84	11.01	10.96	12.59	14.07	13.68	16.34	16.35	16.59	7.0%
天津市	13.55	14.22	14.49	14.88	17.12	17.79	19.27	20.00	23.06	24.07	24.29	6.0%
云南省	9.97	10.57	12.37	13.33	13.21	14.28	15.63	15.30	17.14	18.85	19.69	7.0%
甘肃省	7.45	7.23	7.68	8.42	10.08	11.33	11.89	11.76	12.90	14.06	15.53	7.6%
宁夏回族自治区	5.97	7.23	8.00	9.54	9.46	10.16	11.44	11.09	14.19	14.82	16.08	10.4%
贵州省	9.37	10.45	11.16	11.84	12.40	13.22	14.40	14.46	16.85	17.70	17.90	7.8%
黑龙江省	8.28	8.41	9.04	10.43	7.79	11.59	12.40	14.24	15.87	15.93	16.94	7.4%
西藏自治区	13.19	15.02	17.42	16.59	17.13	18.28	17.81	16.42	18.56	19.58	19.57	4.0%
上海市	17.36	17.16	18.77	19.14	19.83	21.56	23.24	22.68	25.87	26.83	27.44	4.7%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：全口径下国有公司分行业的收入变化率梳理

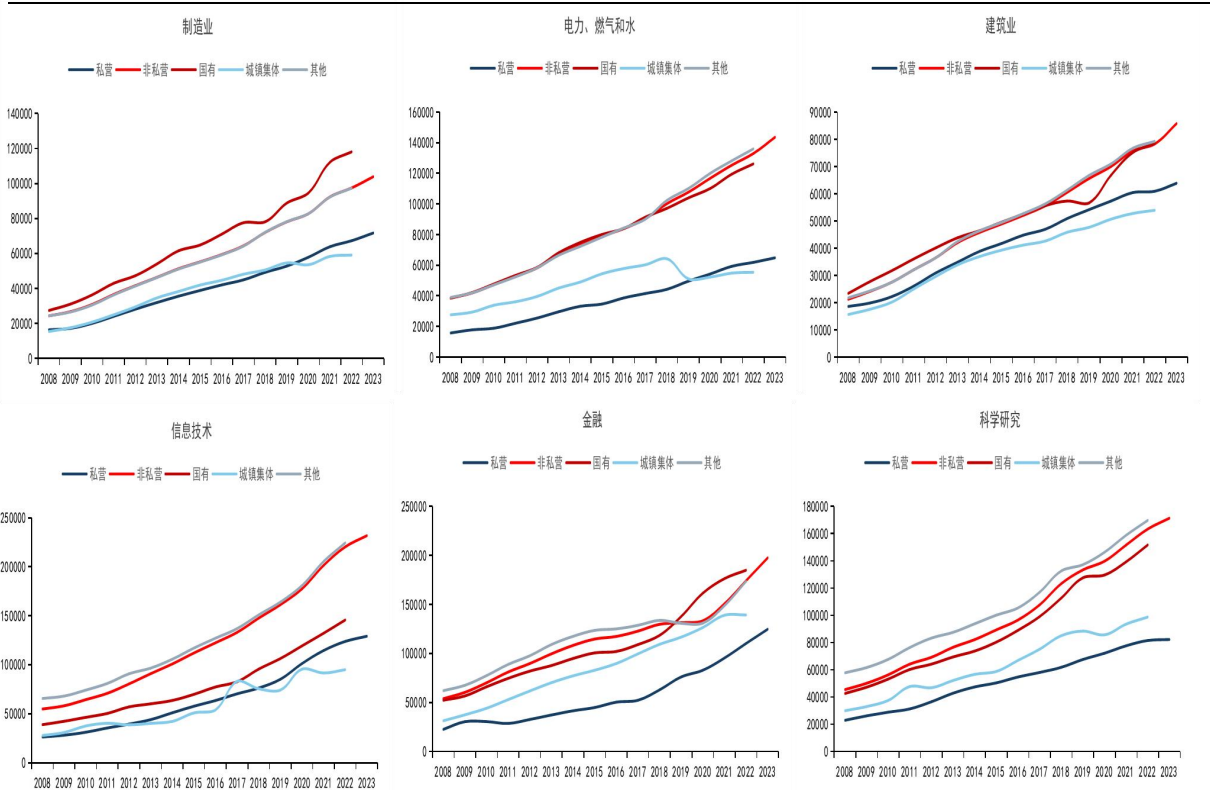
国有工资增速	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
农林牧渔业	14%	17%	17%	17%	13%	9%	13%	5%	9%	-2%	5%	25%	11%	11%
采矿业	9%	16%	19%	10%	-4%	6%	0%	3%	16%	14%	10%	7%	13%	13%
制造业	13%	17%	18%	10%	14%	14%	5%	10%	9%	1%	14%	6%	19%	5%
电力、燃气及水的生产和供应业	9%	13%	12%	10%	16%	10%	7%	5%	9%	6%	7%	6%	9%	6%
建筑业	19%	15%	14%	11%	9%	6%	7%	6%	6%	3%	-1%	18%	13%	4%
交通运输、仓储和邮政业	12%	15%	18%	15%	10%	10%	8%	7%	11%	6%	-5%	3%	8%	6%
信息传输、计算机服务和软件业	9%	9%	9%	13%	5%	6%	10%	11%	7%	16%	11%	12%	11%	10%
批发和零售业	19%	16%	15%	15%	18%	15%	8%	7%	11%	13%	21%	9%	14%	4%
住宿和餐饮业	11%	13%	20%	16%	9%	10%	9%	8%	8%	7%	2%	-3%	11%	1%
金融业	8%	16%	13%	10%	7%	8%	6%	1%	7%	9%	16%	17%	9%	5%
房地产业	11%	10%	29%	-1%	5%	11%	11%	12%	8%	7%	5%	10%	12%	2%
租赁和商务服务业	11%	11%	17%	14%	4%	6%	12%	7%	7%	5%	5%	11%	9%	6%
科学研究、技术服务和地质勘查业	11%	13%	13%	6%	8%	6%	9%	11%	11%	14%	13%	2%	8%	9%
水利、环境和公共设施管理业	10%	10%	13%	12%	9%	8%	12%	10%	10%	10%	13%	10%	3%	7%
居民服务和其他服务业	9%	12%	14%	2%	10%	9%	9%	10%	14%	9%	15%	7%	2%	8%
教育	16%	13%	11%	10%	9%	9%	18%	12%	12%	11%	10%	9%	4%	9%
卫生、社会保障和社会福利业	11%	12%	15%	14%	10%	9%	14%	12%	12%	9%	13%	6%	10%	7%
文化、体育和娱乐业	11%	9%	15%	12%	9%	8%	14%	8%	10%	11%	14%	4%	6%	6%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

不同类别属性的公司收入存在分化

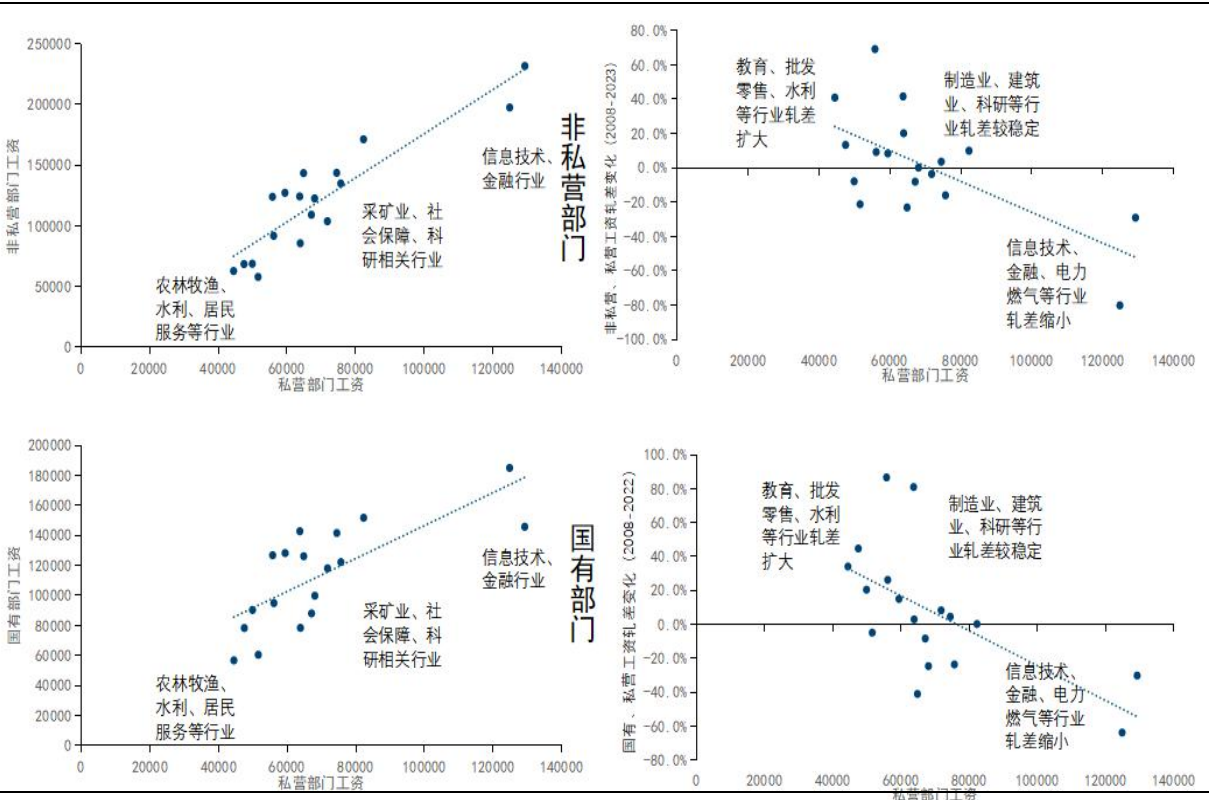
- 分行业来看，上市公司口径收入提升、存在涨价预期的行业，包括电力设备、汽车、家用电器、电子、基础化工等行业。
- 对代表性行业分析发现，非私营企业中外资收入水平较高，带动非私营企业收入整体上行，随后是国有企业，城镇集体企业收入水平排名靠后，而私营企业收入水平与城镇集体企业的水平相当。

图：各行业不同属性上市公司的收入变化趋势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：各行业不同属性部门相对收入变化趋势的关系



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

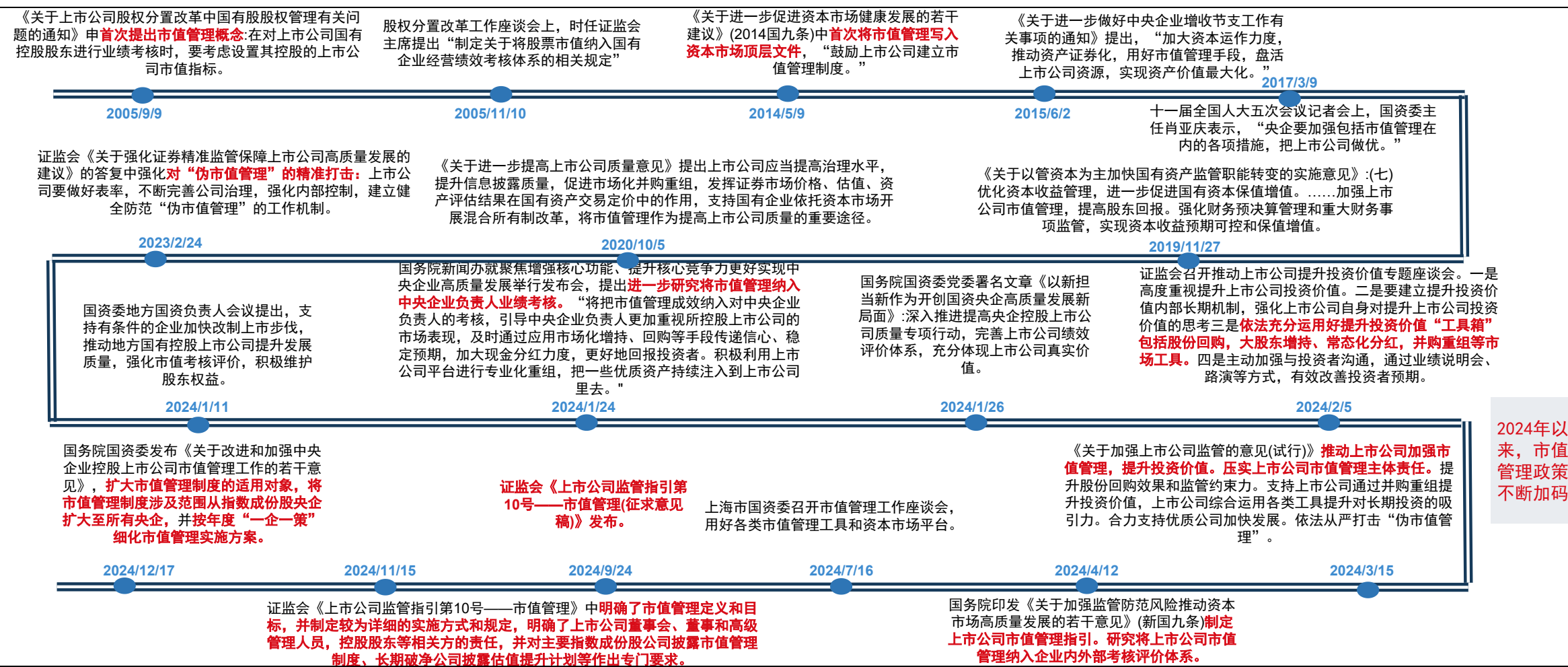
- [01] 2024年国央企表现复盘
- [02] 国央企画像
- [03] 2025年国央企突围的核心逻辑
- [04] 国央企投资策略实战

核心逻辑之制度供给：市值管理启新章



2005年上市公司股权分置改革时期，市值管理的概念首次提及；2014年新国九条首次将市值管理撰入资本市场顶层文件，首次以官方政策形式提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”；后续十年间市值管理的要求不断充实完善并聚焦于央企；今年以来，市值管理政策不断加码，先后于2024年9月24日和11月15日发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》（简称“市值管理新规”）的征求意见稿和正式稿，对上市公司市值管理进行全面规范。

图：市值管理相关政策时间轴梳理



2024年以来，市值管理政策不断加码

资料来源：证监会官网，国资委官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

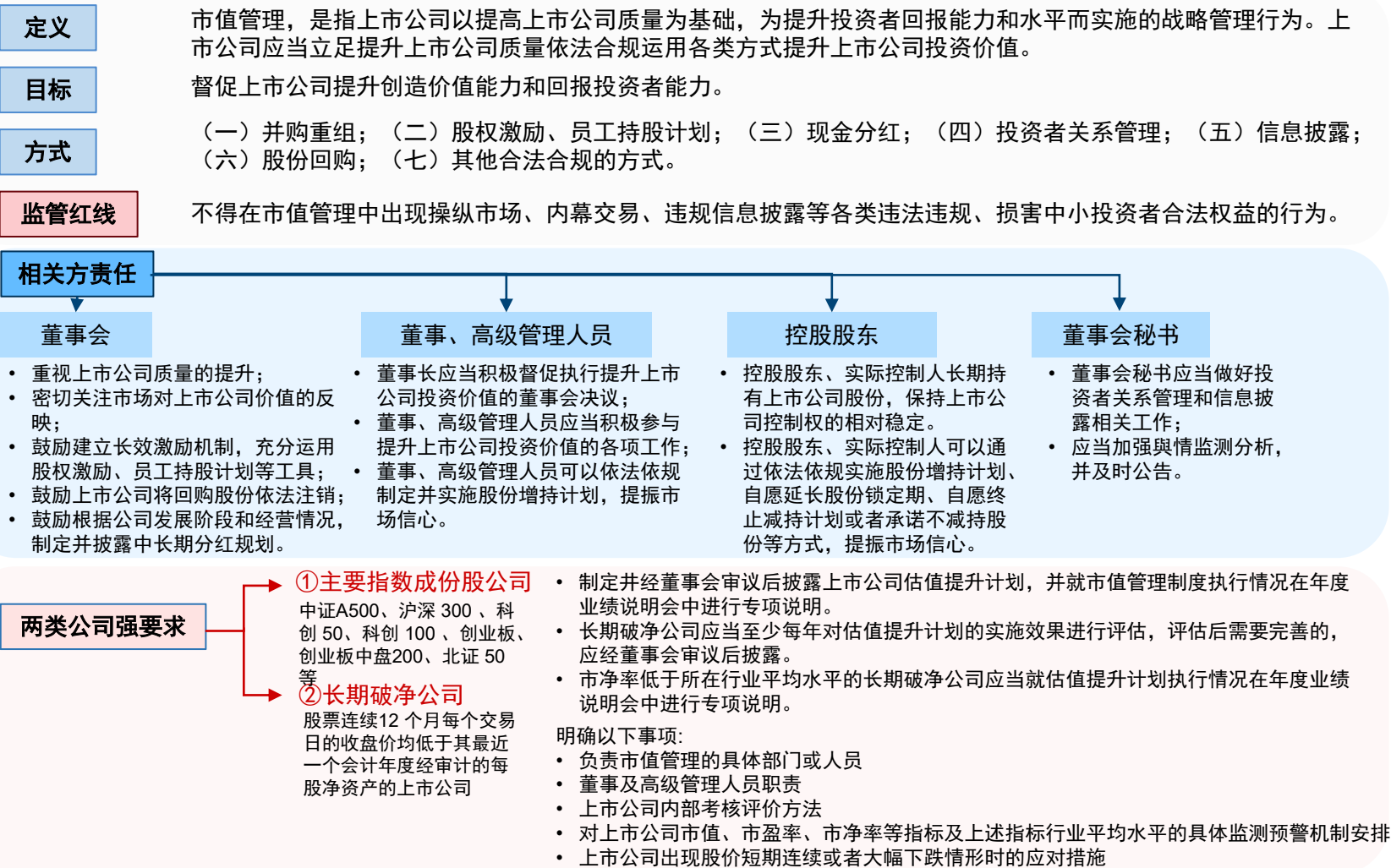
“市值管理新规”明确了市值管理的定义、目标、方式和监管红线，指出四类市值管理相关主体的责任与义务，规范两类公司的特殊要求：

(1) 市值管理方式包括**并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等**。

(2) 两类强要求的公司包括**中证A500、沪深 300 、科创 50、科创 100 、创业板、创业板中盘 200、北证 50 等的成份股公司及连续12个月破净的公司**。

图：上市公司监管指引第10号——市值管理内容梳理

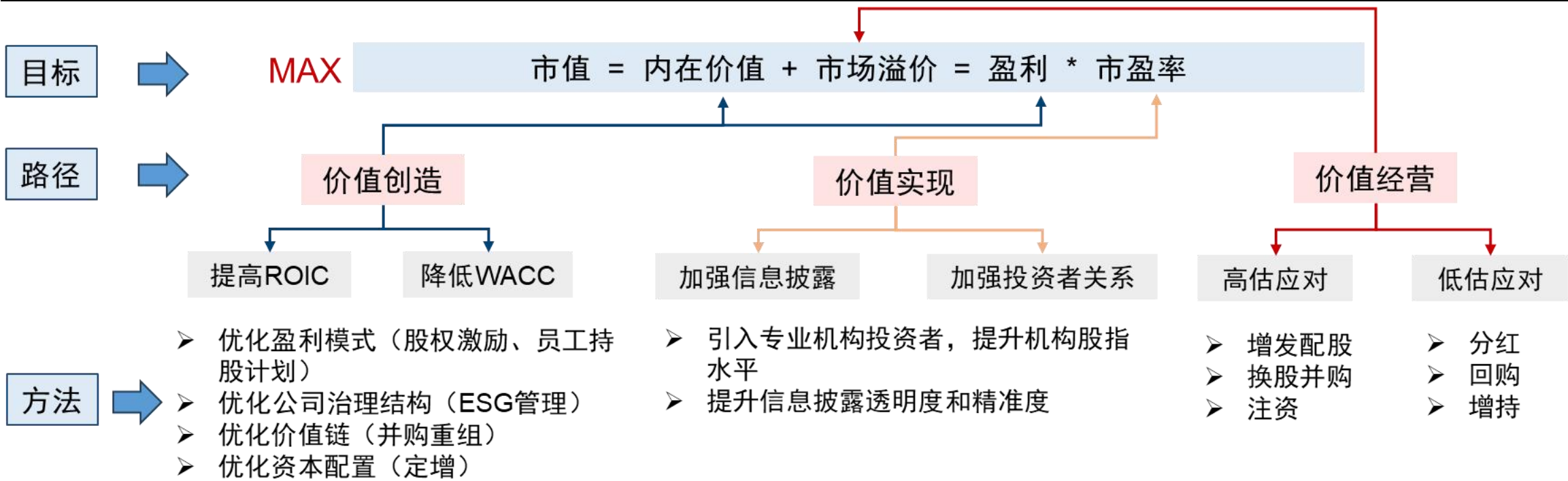
上市公司监管指引第10号——市值管理



资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

- 市值管理的目标是实现股东价值的最大化，路径可以分为三步，即价值创造、价值实现、价值经营，分别对应：（1）经营效率和盈利能力；（2）上市公司投资价值提升（提升估值）；（3）控制股价波动幅度。
- 市值管理的内涵即综合运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方法提升实现市值管理的三个环节。

图72：市值管理的内涵与方法



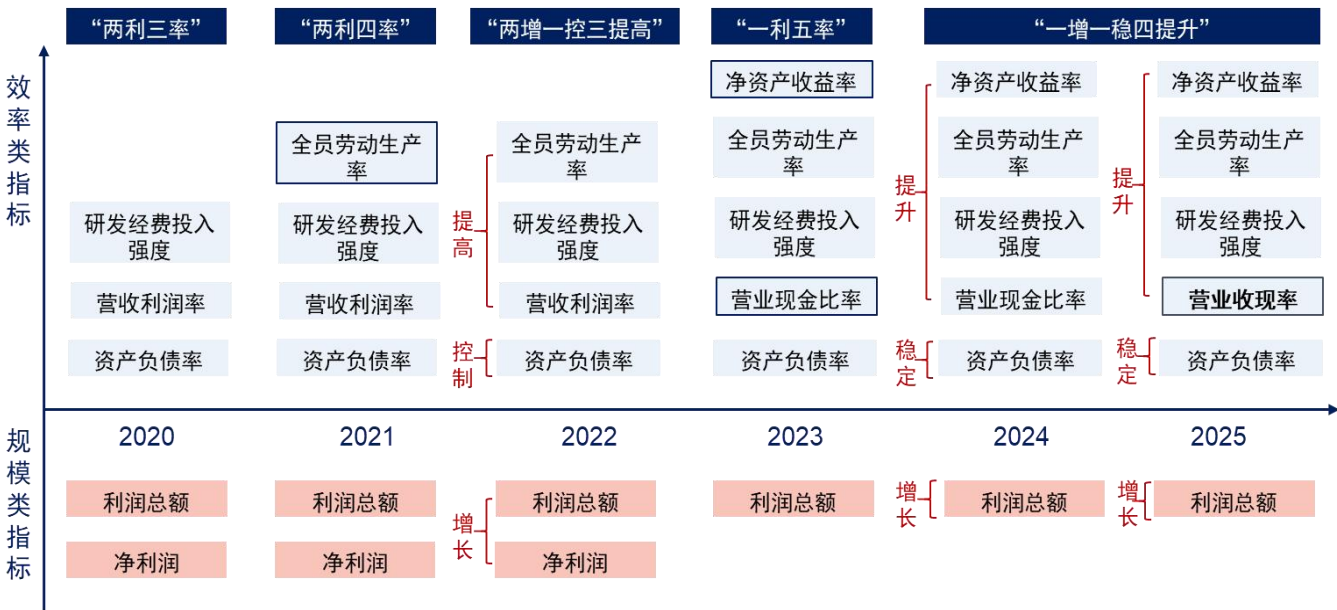
资料来源：施光耀，刘国芳.《市值管理论》，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之制度供给：国央企实现市值管理的三条路径

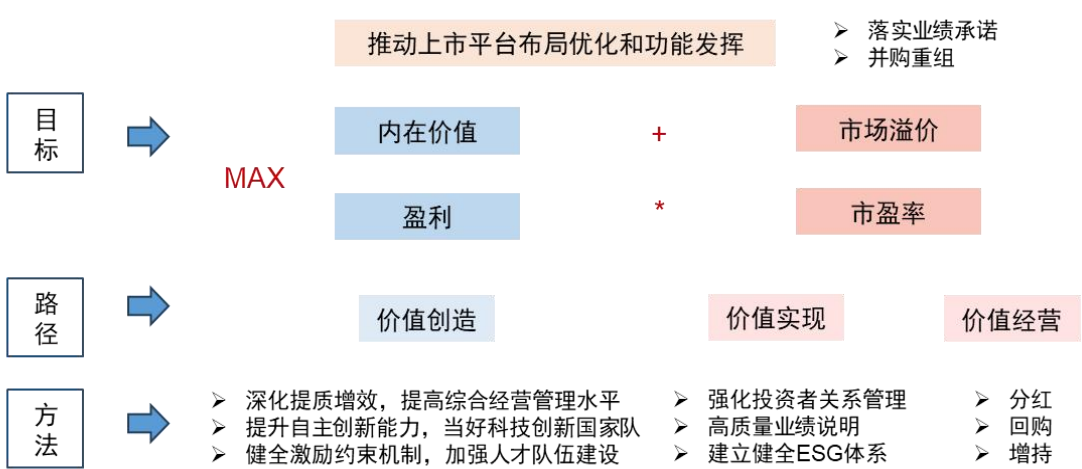


- 随着市值管理纳入央企考核体系，成为除“一利五率”、“一增一稳四提升”以外的新增量，国央企可以通过价值创造、价值实现和价值经营三条路径实现市值管理。
- “一增一稳四提升”考核目标是国央企价值创造的结果，通过强化投资者关系的管理、提升披露质量可以促进国央企投资价值更好的实现，分红、回购、增持等手段则是国央企价值经营的方法，也是市值管理的直接体现。

图：国央企考核指标体系变迁



图：国央企市值管理的路径和方法



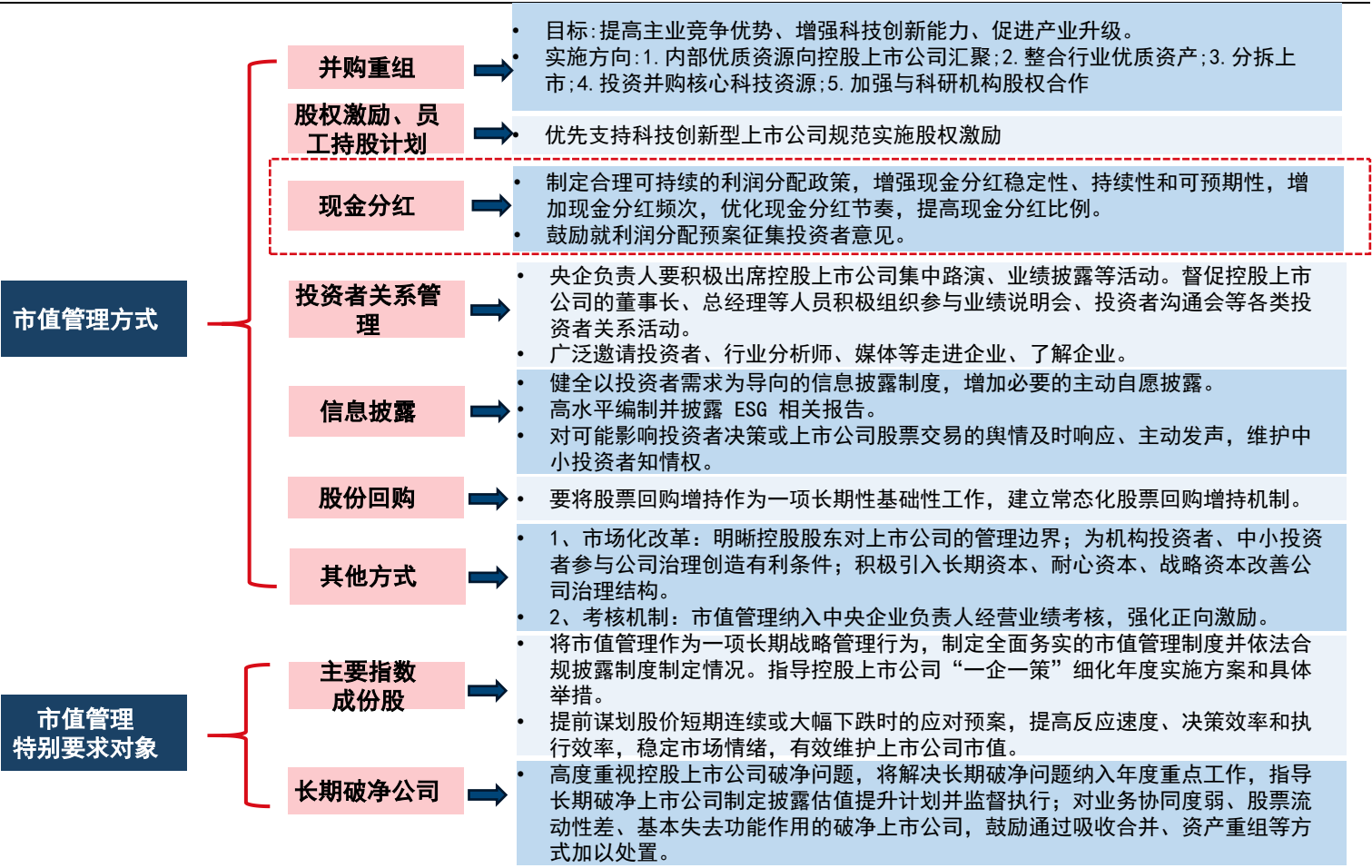
资料来源：国务院国资委，《中央企业高质量发展考核指标体系变迁逻辑与落实路径》朱俊卿、池国华（2023），国信证券经济研究所整理

资料来源：《提高央企控股上市公司质量工作方案》，国信证券经济研究所整理

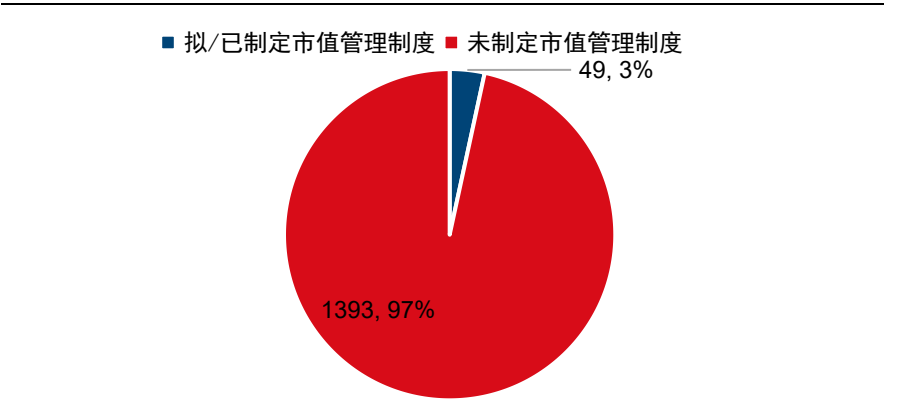
核心逻辑之制度供给：国央企后续市值管理制度披露空间大

- 国务院国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》（简称《意见》），详细阐述央企开展市值管理的目标与方式，提出将市值管理制度涉及范围从指数成份股央企扩大至所有央企，并按年度“一企一策”细化市值管理实施方案。
- 截至2025年1月16日，共49家A股央国企发布市值管理制度相关公告；其中，21家上市央国企公告拟制定市值管理制度，占全部拟制定市值管理上市公司的21.4%；5家上市央国企已制定市值管理制度但暂未披露，15家上市央国企已正式披露市值管理制度，各自占比5.1%，15.3%。

图：《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》具体内容

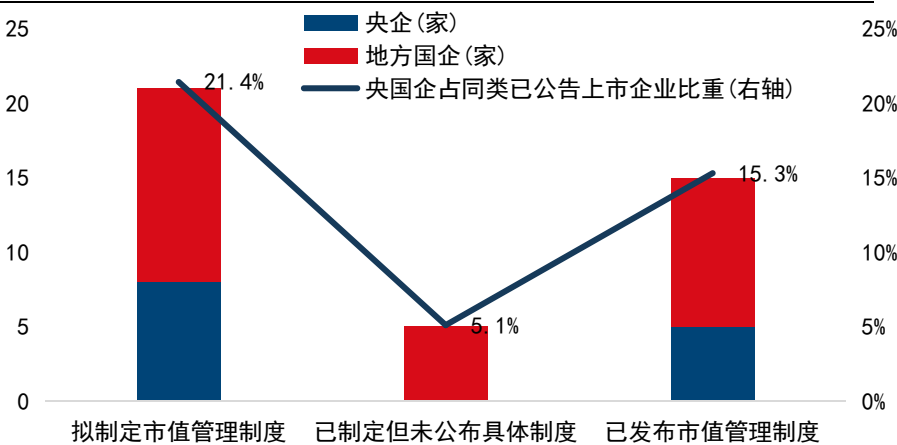


图：A股上市央国企市值管理制度进展分布情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：A股上市央国企拟/已制定市值管理制度进展情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之制度供给：国企混合所有制改革，并购重组具备重要时代意义

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 国企混合所有制改革是指以国有企业为主体，通过引入非国有资本，实现股权的多元化与治理结构的优化，进而提升企业的效率与竞争力。2020年《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》提出，要积极稳妥深化混合所有制改革，支持国有企业、民营企业及其他各类所有制企业取长补短、相互促进、共同发展。2023年中央经济工作会议部署：“深入实施国有企业改革深化提升行动、增强核心功能、提高核心竞争力”。从微观企业经营上看，深化国有企业混合所有制改革有利于放大国有资本功能、实现保值增值。改革本身亦可撬动优质社会资本，实现国企资源禀赋与民企商业模式灵活性的有机融合，进一步做优做大国有资本。

图：国企混合所有制改革八大方式及具体路径

方式	路径阐述
资产重组	已上市国企通过发行股份购买资产、吸收合并等方式引入社会资本，同步实现上下游产业链打通、业务拓展等目标
整体或核心资产上市	母公司整体上市、核心子公司上市、公司资产注入已上市的子公司平台等，上市后可进一步通过并购重组等方式“二次混改”
引入战略投资者	已上市国企向特定对象发行股票以引入战略投资者，丰富股权结构+完成融资
员工持股	权益性的长期激励方式，通常情况下与其他混改方式同步进行，企业混改路径标签的组成部分
增资扩股	增资扩股引入非国有股东，基于《央企混合所有制改革操作指引》采取竞价、竞争性谈判、综合评议等方式遴选投资人
国有股权转让	不改变注册资本的前提下向非国资方转让国有股权实现混合所有制目标，本质上是“存量混改”
合资新设	国企与非国有资本合作，共同出资设立新的混合所有制企业
反向混改	“正向混改”的相对概念，民营、外资等非国有资本与国企达成合作，引入一定规模的国有资本。（股权转让、定增等路径）

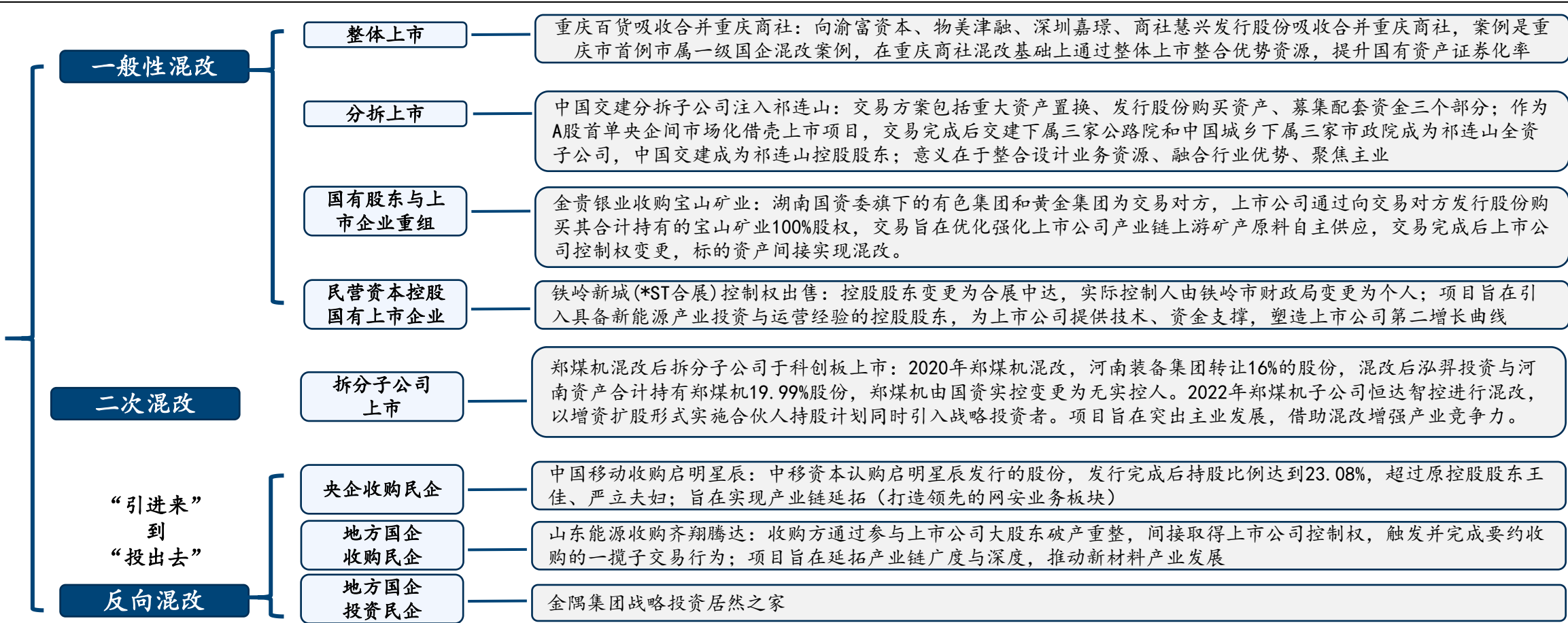
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之制度供给：并购重组之于市值管理



- 并购重组助力国企混合所有制改革的内涵包括下列几点:1)引入多元化投资主体，改善公司治理结构；2)提高生产效率，增强企业核心竞争力；3)优化国有资本产业布局结构，提高资源配置效率。
- 从模式上看，包括下列三种：1)一般性混改：国有圈子公司引入非国有资本(整体上市、分拆上市、重组上市、引入战略投资者、控股股东变迁);2)二次混改：结合员工持股计划分拆上市，主要方式包括再融资、存量股份协议转让等方式引入战略投资者；3)反向混改：国资入股“纾困”，亦实现自身的产业结构调整。

图：并购重组服务于国企改革典型模式及案例



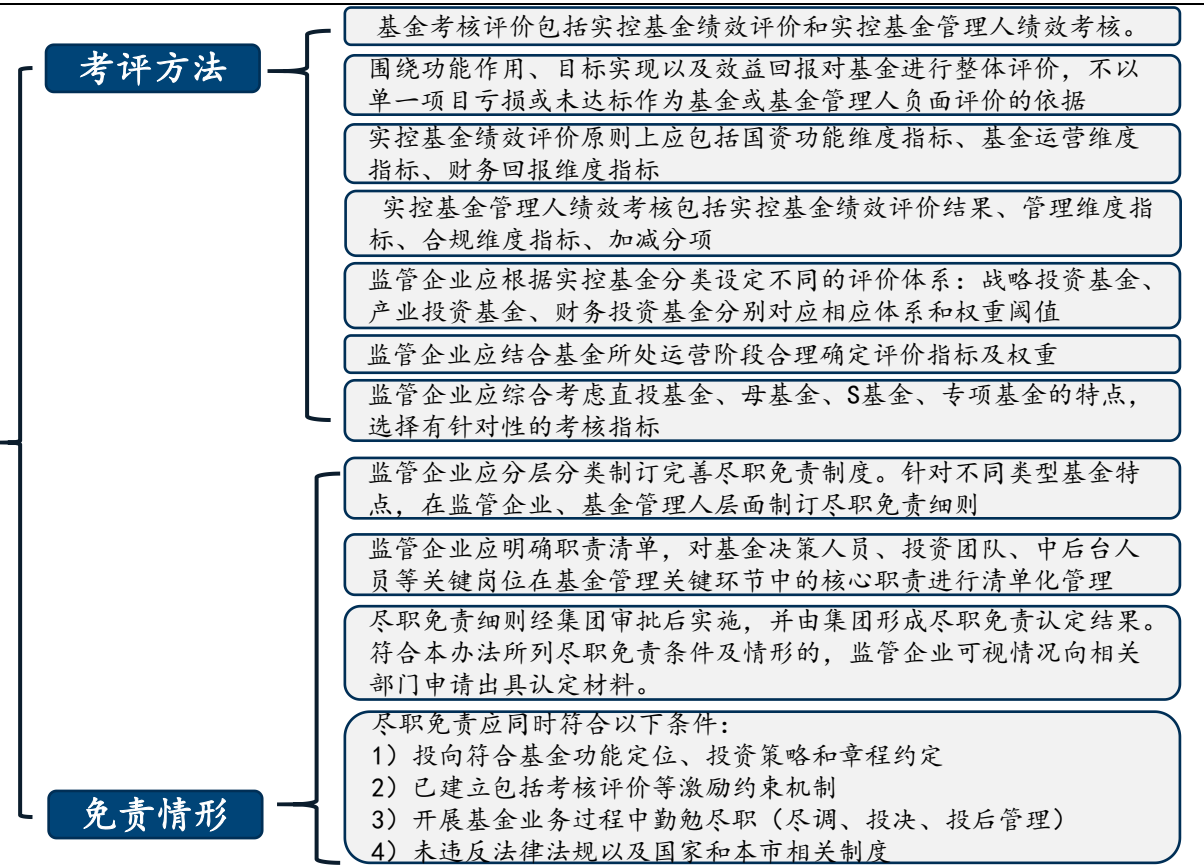
资料来源：WIND，中国上市公司协会.北京.中国财政出版传媒集团（2024）《上市公司并购重组年度报告2024》，国信证券经济研究所绘制 注:图中案例仅作为梳理，不涉及投资建议与主观意见

核心逻辑之制度供给：上海新政策或为国资并购里程碑



- 全国首个省级层面的国资基金考核评价及尽职免责制度文件发布。上海市国资委联合市委金融办共同印发《市国资委监管企业私募股权投资基金考核评价及尽职免责试行办法》（以下简称《试行办法》），明确国资基金整体评价原则——不以单一项目亏损或未达标作为基金或基金管理人负面评价的依据。同时还提出建立分层分类长周期考核评价体系，并开出尽职免责清单，鼓励国资基金积极作为。

图：《市国资委监管企业私募股权投资基金考核评价及尽职免责试行办法》一览



图：《上海市国资委监管企业私募股权投资基金业务管理办法》一览

	发起设立 实控基金管理人	参股投资 非实控基金管理人	发起设立 实控基金	参与 投资基金
金融企业	可根据相关行投资非实控基金管业监管规定发起人应具有明确的起设立实控基战略或业务协同目金管理人	投资非实控基金管理人应具有明确的战略或业务协同目标，监管企业及其子企业合计持股比例原则上不高于25%(投资其他监管企业实控基金管理人可适当提高比例)	可以发起设立战略投资基金、产业投资基金、财务投资基金	可以参与战略投资基金、产业投资基金、财务投资基金
投资类企业	可根据自身功能定位发起设立实控基金管理人	同上	围绕自身功能定位，可以发起设立战略投资基金、产业投资基金 主业包含金融控股的投资类企业可以发起设立财务投资基金	可参与投资战略投资基金、产业投资基金 主业包含金融控股的投资类企业可以参与投资财务投资基金
具有行业龙头地位、承担产业转型升级或科技孵化任务的产业集团	可以围绕主业同上发起设立实控基金管理人	同上	可以发起设立战略投资基金、产业投资基金 不得发起设立财务投资基金	可以参与投资战略投资基金以及 与主业相关的产业投资基金 不得发起设立财务投资基金
其他产业集团	原则上不得发起设立实控基金管理人	同上	原则上不得作为管理人发起设立实控基金	可参与投资战略投资基金以及 与主业相关的产业投资基金 不得参与投资财务投资基金

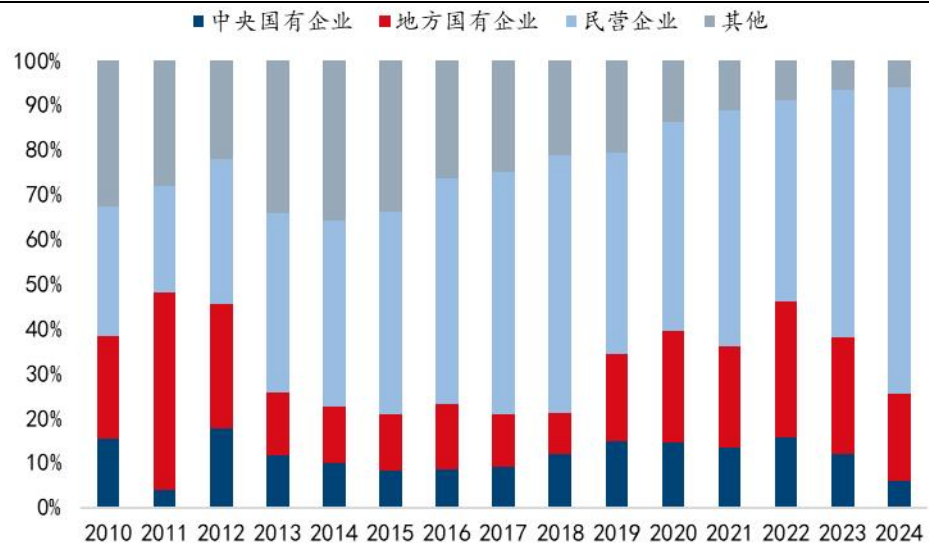
资料来源：上海国资委官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：上海国资委官网，通力律师事务所官网，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之制度供给：央企并购重组活跃度上升

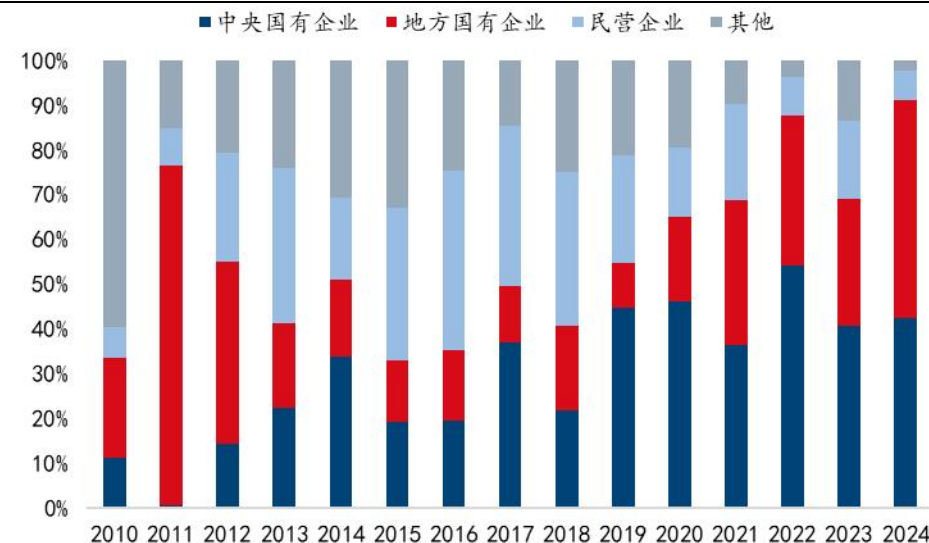
- 考虑竞买方企业类型，国资占比不低，且金额占比逐年提升。
- 央国企并购重组单数占比大于金额占比，反映央企并购重组大多以单笔大额并购为主，凸显其重要性。
- 当前央国企并购重组金额与数量仍有较大提升空间，考虑并购重组作为市值管理的抓手，央国企的并购重组活跃度仍有进一步上升空间。

图：并购重组各类型企业单数分布



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：并购重组各类型企业金额分布

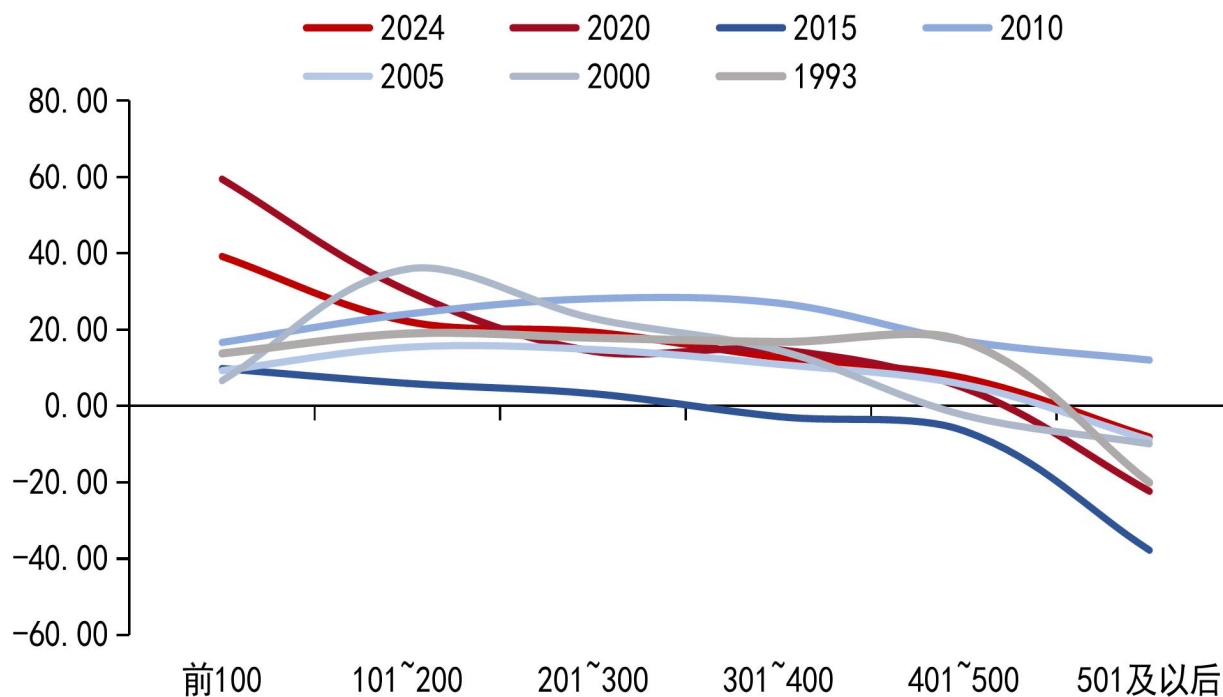


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之风格研判：大盘风格并不差

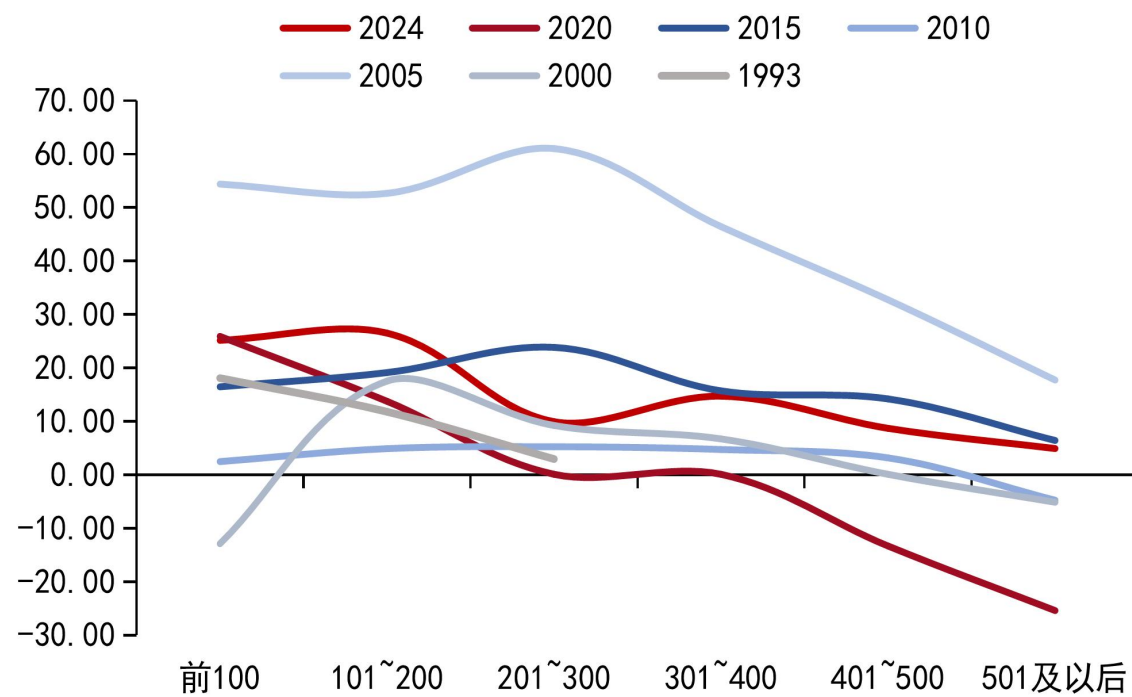
- 过去三十年间，日美市场大市值股票（核心资产）的相对涨幅均在上升。
- 美股的信息科技龙头是典型的大市值企业，日本市场的“商社股”，韩国的“财阀股”，涨势和权重双向提高。技术核心和产业集中度都在“缩圈”，价值股的成本优势和成长股的技术壁垒构筑起护城河，最终结果都是龙头股受益。
- 从成长到价值，大市值企业在股市中的权重和涨幅贡献都在增加，价值型龙头崛起，指数/被动产品>个股/主动产品。

图：美国大小市值股票涨幅差异在扩大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：日本大小市值股票涨幅差异在扩大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之风格研判：中小盘情绪面存在“X因素”



- 中短期维度小盘股情绪面“X因素”：退市新规+年报预告。“退市新规”实施在即，2024年为第一个财务年度过渡期，新一轮退市制度改革包括下列五大维度：1）新增三类规范类退市情形；2）收紧财务类退市指标；3）完善市值标准等交易类退市指标；4）科学设置重大违法强制退市适用范围；5）新增分红风险警示。新一轮退市制度供给下，财务造假退市概率或大幅提升，1月为年报预告集中披露期，净利润为负、期末净资产为负等情形处于披露范畴，2024年4月中“新国九条”发布、2024年6月中监管部门针对上市企业密集发函，均对小盘股产生较大冲击，退市新规执行叠加年报预告披露或成小盘股情绪面上的“X因素”。

图：退市新规拆解

情形	内容	过渡期安排
资金占用长期不解决导致资产被“掏空”	公司被控股股东(无控股股东，则为第一大股东)或者控股股东关联人非经营性占用资金的余额达到 2 亿元以上或者占公司最近一期经审计净资产绝对值的 30%以上，被中国证监会责令改正但未在要求期限内完成整改，且在公司股票停牌两个月内仍未完成整改。	自新上市规则发布之日起施行。
多年连续内控非标意见	连续 2 年财务报告内部控制被出具否定或者无法表示意见，或者未按照规定披露内部控制审计报告的公司纳入退市风险警示范围，第三年再次触及前述情形的，将被终止上市。	以 2024 年度为第一个会计年度。
控制权无序争夺	信息披露、规范运作、无序争夺等存在重大缺陷，股票停牌后两个月内仍未按要求完成改正。	自新上市规则发布之日起施行。

新增三类规范退市情形

完善市值标准等交易类退市指标

收紧财务类退市指标

科学设置重大违法强制退市适用范围

新增分红风险警示

上市板	修订前	修订后	适用范围	变化方向
主板、创业板、科创板	公司披露的营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中资产和负债科目的连续 2 年均存在虚假记载，造假金额合计达到 5 亿元以上，且超过该 2 年披露的相应科目年度合计金额的 50%	(1) 公司披露的营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中资产和负债科目任一年度虚假记载金额达到 2 亿元以上，且超过该年度披露的相应科目绝对值的 30%； (2) 公司披露的营业收入、利润总额、净利润、资产负债表中资产和负债科目连续两年虚假记载金额合计达到 3 亿元以上，且超过该两年披露的相应科目合计金额的 20%； (3) 公司披露的年度报告财务指标连续三年存在虚假记载。	(1) 和 (2) 适用于 2024 年度及以后年度的虚假记载行为； (3) 适用于 2020 年度及以后年度的虚假记载行为。	完善
北交所	-	-	(1) 和 (2) 适用于 2024 年度及以后年度的虚假记载行为； (3) 适用于 2021 年度及以后年度的虚假记载行为。	新增

上市板	修订前	修订后	变化方向
主板	连续 20 个交易日的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元。	主板 A 股(含 A+B 股)市值标准从现行“3 亿元”提高至“5 亿元”。	收紧
创业板	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	无变化
科创板	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元	无变化
北交所	-	连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 100 万股	新增要求

上市板	修订前	修订后	变化方向
主板	最近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负值且营业收入低于1亿元。	最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值，且扣除后的营业收入低于3亿元。	收紧
创业板&科创板	最近一个会计年度经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负值且营业收入低于1亿元。	最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值，且扣除后的营业收入低于 1 亿元。	完善
北交所	最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于 5000 万元	最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值且营业收入低于 5000 万元。	完善

上市板	内容
主板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于 5000 万元
创业板&科创板	最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于3000 万元。但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过15%或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过 3 亿元的除外。
北交所	(1) 删除董事会审议定期报告时同步审议权益分派方案要求；(2) 新增中期分红以最近一期经审计未分配利润为基准，并合理考虑当期利润情况。
过渡期	以 2024 年度为第一个会计年度，以 2022 年度至 2024 年度为最近三个会计年度。

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

核心逻辑之风格研判：退市风险不易波及大盘风格



图：宽基指数调仓维度看，上证 50、沪深 300 涉及退市案例更少

- 12月中旬A股核心宽基指数完成新一轮调仓，样本股半年内相对稳定，从指数调仓的维度上看，上证50、沪深300成分股5年内退市案例较少,近10年共计仅涉及16只个股，踩雷概率低。

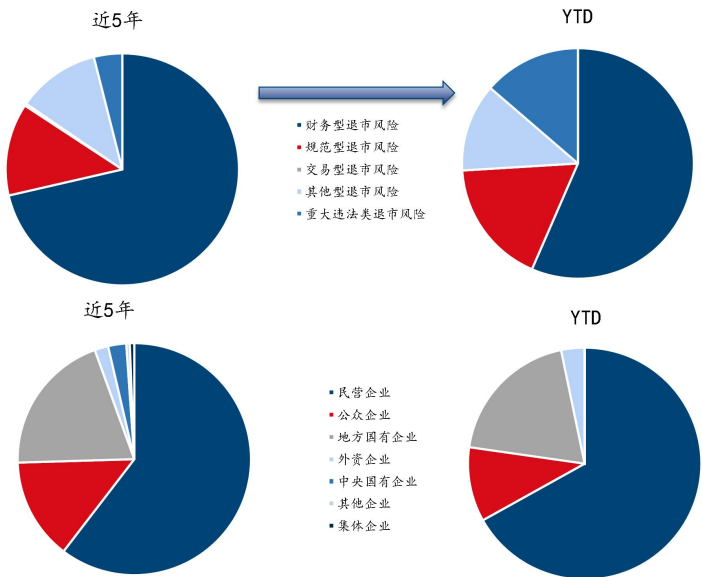
上证50		中证500				中证1000					
退市个股名称	剔除日期	退市个股名称	剔除日期	退市个股名称(续)	剔除日期(续)	退市个股名称	剔除日期	退市个股名称(续1)	剔除日期(续1)	退市个股名称(续2)	剔除日期(续2)
*ST信威(退市)	2017-12-11	ST鸿达(退市)	2023-06-12	退市刚泰(退市)	2019-06-17	ST鸿达(退市)	2023-11-13	*ST华仪(退市)	2020-01-13	ST星源(退市)	2017-12-11
东方明珠(退市)	2015-05-21	*ST中天(退市)	2023-06-12	神雾退(退市)	2019-06-17	*ST庞大(退市)	2023-06-12	当代退(退市)	2019-12-16	必康退(退市)	2017-06-12
中国北车(退市)	2015-05-21	ST阳光城(退市)	2022-12-12	退市华业(退市)	2019-06-17	*ST嘉凯(退市)	2022-12-12	退市辅仁(退市)	2019-12-16	新光退(退市)	2017-06-12
沪深300		中航机电(退市)	2022-06-13	外运发展(退市)	2019-01-18	ST美置(退市)	2022-06-13	退市中天(退市)	2019-12-16	*ST弘高(退市)	2017-06-12
退市个股名称	剔除日期	*ST泛海(退市)	2022-06-13	营口港(退市)	2018-12-17	中潜退(退市)	2022-06-13	暴风退(退市)	2019-12-16	退市海润(退市)	2017-06-12
葛洲坝(退市)	2021-06-15	*ST蓝光(退市)	2022-06-13	银河退(退市)	2018-12-17	退市紫晶(退市)	2022-06-13	奇信退(退市)	2019-06-17	众和退(退市)	2017-06-12
ST阳光城(退市)	2021-06-15	ST泰禾(退市)	2021-12-13	和佳退(退市)	2018-12-17	经纬纺机(退市)	2021-12-13	*ST天润(退市)	2019-06-17	*ST柏龙(退市)	2017-06-12
必康退(退市)	2020-06-15	葛洲坝(退市)	2021-09-28	中弘退(退市)	2018-12-17	大通退(退市)	2021-12-13	新海退(退市)	2019-06-17	*ST上普(退市)	2017-06-12
康得退(退市)	2019-06-17	*ST凯乐(退市)	2021-09-13	凯迪退(退市)	2018-06-11	退市易见(退市)	2021-06-15	神城A退(退市)	2019-06-17	退市运盛(退市)	2017-06-12
*ST中天(退市)	2018-12-17	*ST搜特(退市)	2021-06-15	天夏退(退市)	2018-06-11	*ST艾格(退市)	2021-06-15	印纪退(退市)	2019-06-17	神雾退(退市)	2016-12-12
*ST信威(退市)	2018-06-11	退市西水(退市)	2021-06-15	华信退(退市)	2018-06-11	丹邦退(退市)	2021-06-15	长城退(退市)	2019-06-17	退市西水(退市)	2016-12-12
退市保千(退市)	2018-06-11	*ST紫鑫(退市)	2020-12-14	神雾退(退市)	2017-12-11	数知退(退市)	2021-02-18	退市游久(退市)	2019-06-17	蓝盾退(退市)	2016-12-12
乐视退(退市)	2017-12-11	营口港(退市)	2020-06-15	*ST海投(退市)	2017-12-11	*ST中天(退市)	2020-12-14	天翔退(退市)	2019-06-17	*ST西源(退市)	2016-12-12
*ST庞大(退市)	2017-06-12	蓝盾退(退市)	2020-06-15	退市美都(退市)	2017-06-12	易尚退(退市)	2020-12-14	欧浦退(退市)	2019-06-17	首商股份(退市)	2016-12-12
武钢股份(退市)	2017-02-14	ST粤泰(退市)	2019-12-16	ST贵人(退市)	2017-06-12	*ST柏龙(退市)	2020-12-14	退市中新(退市)	2019-06-17	华北高速(退市)	2016-12-12
*ST泛海(退市)	2016-12-12	*ST美盛(退市)	2019-12-16	长城信息(退市)	2017-01-18	新文退(退市)	2020-12-14	长生退(退市)	2018-12-17	退市刚泰(退市)	2016-06-13
营口港(退市)	2016-12-12	*ST宜生(退市)	2019-12-16	ST阳光城(退市)	2016-12-12	吉艾退(退市)	2020-12-14	猛狮退(退市)	2018-12-17	银河退(退市)	2016-06-13
招商地产(退市)	2015-12-30	*ST金洲(退市)	2019-12-16	退市保千(退市)	2016-06-13	*ST宜康(退市)	2020-12-14	盛运退(退市)	2018-12-17	ST鸿达(退市)	2016-06-13
东方明珠(退市)	2015-05-21	天茂退(退市)	2019-12-16	印纪退(退市)	2016-06-13	退市博天(退市)	2020-12-14	光一退(退市)	2018-12-17	*ST蓝光(退市)	2016-06-13
中国北车(退市)	2015-05-21	小天鹅A(退市)	2019-06-17	ST泰禾(退市)	2016-06-13	众应退(退市)	2020-12-14	*ST民控(退市)	2018-12-17	*ST美盛(退市)	2016-06-13
宏源证券(退市)	2015-01-26	中航机电(退市)	2019-06-17	烯碳退(退市)	2016-06-13	天夏退(退市)	2020-08-17	邦讯退(退市)	2018-12-17	顺利退(退市)	2016-06-13
		ST美置(退市)	2019-06-17	华泽退(退市)	2016-06-13	退市中昌(退市)	2020-08-17	科林退(退市)	2018-12-17	退市工新(退市)	2016-06-13
		退市金钰(退市)	2019-06-17	华信退(退市)	2015-12-14	退市济堂(退市)	2020-07-13	天茂退(退市)	2018-06-11	*ST荣华(退市)	2016-06-13
		退市鹏起(退市)	2019-06-17	*ST中天(退市)	2015-12-14	网力退(退市)	2020-06-15	腾信退(退市)	2018-06-11	退市昌鱼(退市)	2016-06-13
		*ST宏图(退市)	2019-06-17	退市大控(退市)	2015-12-14	晨鑫退(退市)	2020-06-15	千山退(退市)	2018-06-11	退市保千(退市)	2015-12-14
		聚龙退(退市)	2019-06-17	ST平能(退市)	2015-12-14	华讯退(退市)	2020-06-15	斯太退(退市)	2018-06-11	退市绿庭(退市)	2015-12-14
		新光退(退市)	2019-06-17	营口港(退市)	2015-06-15	金刚退(退市)	2020-06-15	退市罗顿(退市)	2018-06-11	退市秋林(退市)	2015-12-14
		北讯退(退市)	2019-06-17	退市吉恩(退市)	2015-06-15	腾邦退(退市)	2020-06-15	德奥退(退市)	2018-06-11	天翔退(退市)	2015-12-14
		维鹰退(退市)	2019-06-17	退市海润(退市)	2015-06-15	退市环球(退市)	2020-06-15	退市富控(退市)	2018-06-11	退市辅仁(退市)	2015-12-14
						*ST宜生(退市)	2020-06-15	龙力退(退市)	2018-06-11	欣泰退(退市)	2015-12-14
						退市银鸽(退市)	2020-06-15	金亚退(退市)	2018-06-11	印纪退(退市)	2015-06-15
						退市美都(退市)	2020-06-15	北讯退(退市)	2017-12-11	大华农(退市)	2015-06-15
						ST贵人(退市)	2020-06-15	退市海创(退市)	2017-12-11	吉艾退(退市)	2015-06-15
						*ST航通(退市)	2020-02-17	*ST宋都(退市)	2017-12-11	退市济堂(退市)	2015-06-15
										圣莱退(退市)	2015-06-15
										北讯退(退市)	2015-06-15

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:本表退市个股仅作为客观数据梳理，不涉及投资建议及主观意见

核心逻辑之风格研判：退市风险警示案例中，国央企占比较低

- 基于近5年、年初至今两个口径统计，全部退市风险警示案例中，涉及国央企的比例从近五年的22.48%进一步降低至19.48%，最严退市新规下央国企具备较厚的存续性安全垫。
- 从个股特征上看，年初至今实施退市风险警示的地方国企实施当日平均市值与中位数市值分别为35.8亿、23.2亿，换言之，规避地方国企微盘股几乎可以实现远离退市风险。
- 超过100亿的地方国企退市风险警示多为“重大信息披露违法类”。

图：退市风险类型、国央企占比相关统计



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：涉及ST的国央企特征挖掘

代码	名称	实施日期	实施ST原因	一级行业	退市风险类型	企业属性	实施当日市值(亿)
002217.SZ	*ST合泰	2024-11-25	收到法院受理公司重整申请裁定	电子	规范型退市风险	地方国有企业	80.09
002310.SZ	*ST东园	2024-11-25	收到法院受理公司重整申请裁定	建筑装饰	规范型退市风险	地方国有企业	62.30
600225.SH	*ST卓朗	2024-11-01	因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚	计算机	重大违法类退市风险	地方国有企业	102.68
600715.SH	*ST文投	2024-10-22	收到法院受理公司重整申请裁定	传媒	规范型退市风险	地方国有企业	37.10
000525.SZ	ST红太阳	2024-09-19	收到法院受理公司重整申请裁定	基础化工	规范型退市风险	地方国有企业	51.40
002168.SZ	ST惠程	2024-09-19	因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚	电力设备	重大违法类退市风险	地方国有企业	19.60
002336.SZ	*ST人乐	2024-08-09	主要银行账户被冻结	商贸零售	规范型退市风险	地方国有企业	13.68
600831.SH	ST广网	2024-07-09	因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关	传媒	重大违法类退市风险	地方国有企业	18.98
600287.SH	ST舜天	2024-07-09	出现其它异常状况，实施特别处理	商贸零售	其他型退市风险	地方国有企业	15.01
002721.SZ	ST金一	2024-06-06	因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关	纺织服饰	重大违法类退市风险	地方国有企业	68.34
300600.SZ	ST瑞科	2024-05-21	因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关	国防军工	重大违法类退市风险	地方国有企业	17.77
002092.SZ	ST中泰	2024-05-21	因重大信息披露违法受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关	基础化工	重大违法类退市风险	地方国有企业	121.21
000070.SZ	ST特信	2024-05-14	在规定期限内未对存在重大会计差错或虚假财务会计报告进行改正	通信	规范型退市风险	地方国有企业	67.62
300368.SZ	ST汇金	2024-05-14	在规定期限内未对存在重大会计差错或虚假财务会计报告进行改正	计算机	规范型退市风险	地方国有企业	19.99
300300.SZ	ST映创	2024-05-14	在规定期限内未对存在重大会计差错或虚假财务会计报告进行改正	计算机	规范型退市风险	地方国有企业	13.34
002528.SZ	ST英飞拓	2024-05-06	公司在年度报表被出具无法表示意见或者否定意见	计算机	财务型退市风险	地方国有企业	67.25
002217.SZ	*ST合泰	2024-05-06	经审计的期末净资产为负值;最近三个会计年度扣除非经常性损益后净利润均为负值;最近一年审计报告带有“持续经营能力存在不确定性”的表述	电子	财务型退市风险	地方国有企业	38.02
600083.SH	*ST博信	2024-05-06	经审计的期末净资产为负值	综合	财务型退市风险	地方国有企业	10.14
600213.SH	*ST亚星(退市)	2024-05-06	经审计的期末净资产为负值	汽车	财务型退市风险	地方国有企业	15.07
603023.SH	*ST威帝	2024-05-06	最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于1亿元	汽车	财务型退市风险	地方国有企业	15.46
300208.SZ	*ST中程	2024-04-30	经审计的期末净资产为负值;最近三年连续亏损,最近一年审计报告带有“持续经营能力存在不确定性”的表述	综合	财务型退市风险	地方国有企业	19.04
300013.SZ	*ST新宁	2024-04-30	经审计的期末净资产为负值;最近三个会计年度扣除非经常性损益后净利润均为负值;最近一年审计报告带有“持续经营能力存在不确定性”的表述	交通运输	财务型退市风险	地方国有企业	8.71
002251.SZ	ST步步高	2024-04-30	最近三年连续亏损,最近一年审计报告带有“持续经营能力存在不确定性”的表述	商贸零售	财务型退市风险	地方国有企业	34.36
002310.SZ	*ST东园	2024-04-30	经审计的期末净资产为负值;最近三年连续亏损,最近一年审计报告带有“持续经营能力存在不确定性”的表述	建筑装饰	财务型退市风险	地方国有企业	22.83
600715.SH	*ST文投	2024-04-29	最近一年审计报告带有“持续经营能力存在不确定性”的表述;经审计的期末净资产为负值	传媒	财务型退市风险	地方国有企业	31.90
002087.SZ	新纺退(退市)	2024-04-29	在规定期限内未对存在重大会计差错或虚假财务会计报告进行改正	纺织服饰	规范型退市风险	地方国有企业	3.76
600387.SH	*ST海越	2024-04-23	被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告;被会计师事务所出具了无法表示意见的审计报告	石油石化	财务型退市风险	地方国有企业	17.98
002336.SZ	*ST人乐	2024-04-22	经审计的期末净资产为负值;最近三个会计年度扣除非经常性损益后净利润均为负值	商贸零售	财务型退市风险	地方国有企业	30.27
002490.SZ	ST墨龙	2024-04-01	最近三个会计年度扣除非经常性损益后净利润均为负值	机械设备	财务型退市风险	地方国有企业	25.69
300096.SZ	ST易联众	2024-01-02	公司被控股股东及其关联方非经营性占用资金或违反规定决策程序对外提供担保,情形严重的	计算机	其他型退市风险	地方国有企业	23.48

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:本表个股仅作为客观数据梳理，不涉及投资建议及主观意见

核心逻辑之增量资金：险资举牌大型央企&地方国企

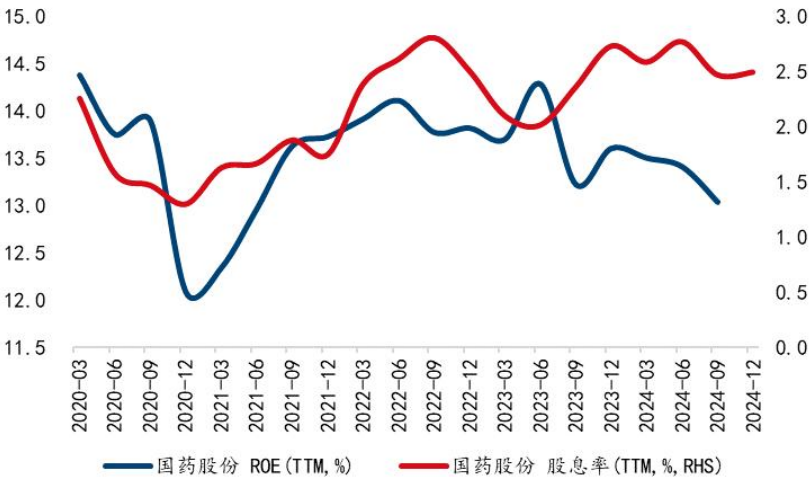
- 以新华保险为例，2024年12月14日，新华保险举牌海通证券H股，为近五年险资首次举牌券商股，且举牌后三次增持；再往前回溯，2024年11月14日，国药股份、上海医药同时发布公告称，获新华保险增持并被举牌。
- 从举牌路径看，分红稳定的央企、地方国企更受青睐。作为我国医药行业的代表性公司，国药股份及上海医药具备较强的中长期盈利能力，叠加相对稳健的股息支付水平，符合险资中长期投资理念。海通证券H股相对A股具备较高的股息率溢价，且估值性价比更高。
- 2023年末新华保险与中国人寿成立的鸿鹄基金，在2Q24增持陕西煤业至前十大，以陕煤为代表的中长期盈利能力稳定的地方国企现金奶牛亦符合险资长期投资需要。

图：3Q24 陕西煤业前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	持股比例变动(%)	股本性质
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	6,325,960,665	65.25	1,744.70	0.10	A股流通股
2	香港中央结算有限公司	329,539,614	3.40	90.89	-0.04	A股流通股
3	中国证券金融股份有限公司	195,047,597	2.01	53.79	0.00	A股流通股
4	唐亮	101,800,000	1.05	28.08	0.02	A股流通股
5	太平人寿保险有限公司	90,216,250	0.93	24.88	0.15	A股流通股
6	张尧	84,871,085	0.88	23.41	0.04	A股流通股
7	陕西有色金属控股集团有限责任公司	79,999,900	0.83	22.06	0.00	A股流通股
8	上证50交易型开放式指数证券投资基金	78,105,677	0.81	21.54	0.17	A股流通股
9	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	74,262,666	0.77	20.48		A股流通股
10	鸿鹄志远(上海)私募投资基金有限公司	70,162,252	0.72	19.35		A股流通股
合计		7,429,965,706	76.65	2,049.18		

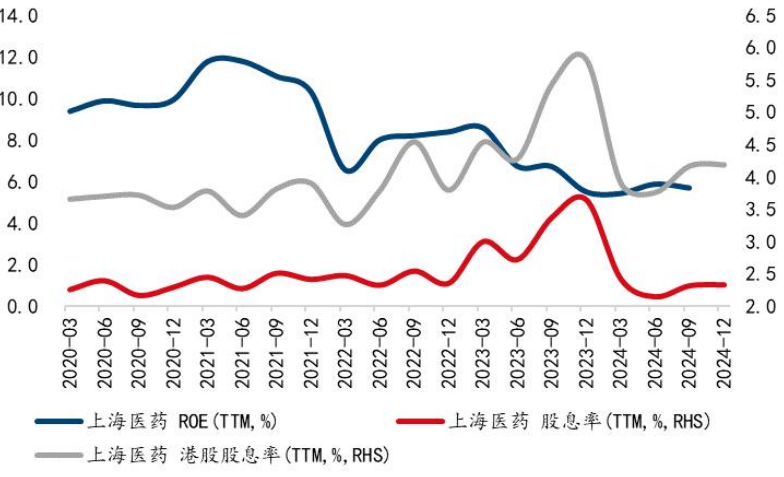
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：国药股份股息率与ROE走势（单位：%）



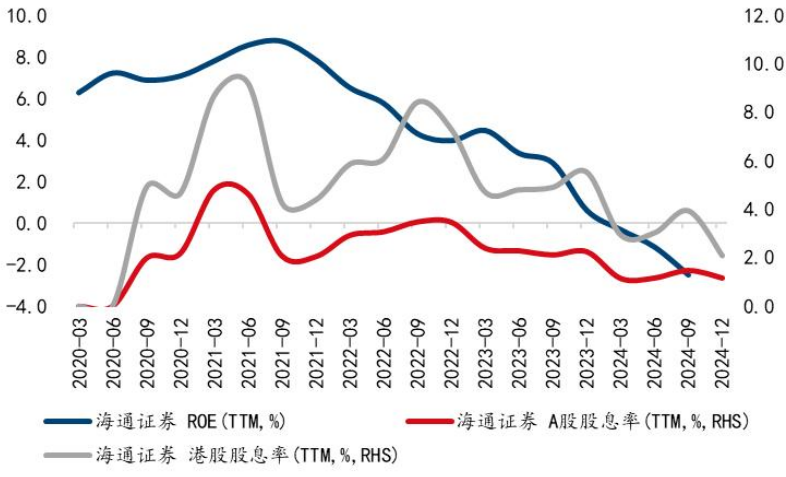
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：上海医药股息率及 ROE 走势（单位：%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：海通证券股息率与ROE走势（单位：%）

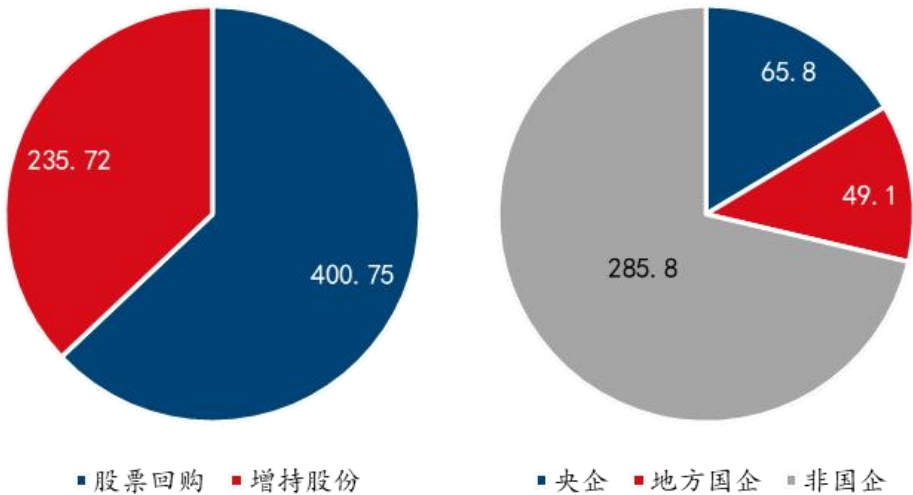


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之增量资金：国央企回购再贷款获批金额超过110亿

- 截至2025年1月18日，共有324家企业获得股票回购增持再贷款，其中股票回购专项贷款金额400.75亿。按照企业类型划分，央企、地方国企、非国企获批回购专项贷款金额分别为65.8亿、49.1亿和285.8亿。
- 获批回购再贷款的国央企整体PB水平偏低，股息率较高，其中中国石化、招商港口、华发股份、浦东金桥等标的至今仍破净；从行业分布看，获批回购再贷款央企集中在交运、地产，地方国企行业相对分散。

图：回购增持再贷款获批情况统计



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：国央企回购再贷款获批情况统计

企业属性	代码	证券简称	一级行业	总市值(亿)	股息率	PB	公告日期	贷款金额上限(万元)	贷款银行
央企	688375.SH	国博电子	国防军工	272.6	1.12	4.78	2024/12/28	27,000	建设银行
	600115.SH	中国东航	交通运输	911.7	-	4.61	2024/12/14	45,000	交通银行
	600328.SH	中盐化工	基础化工	110.2	3.66	0.92	2024/12/10	9,000	中国银行
	002415.SZ	海康威视	计算机	2603.8	3.23	3.39	2024/12/10	175,000	农业银行
	301090.SZ	华润材料	基础化工	99.3	0.58	1.46	2024/11/19	7,700	交通银行
	001914.SZ	招商积余	房地产	102.0	1.77	1.00	2024/10/25	10,920	招商银行
	601598.SH	中国外运	交通运输	385.1	5.47	1.03	2024/10/25	37,940	中国银行
	001965.SZ	招商公路	交通运输	890.7	4.07	1.38	2024/10/25	43,260	招商银行
	601872.SH	招商轮船	交通运输	574.1	4.79	1.57	2024/10/21	44,300	招商银行
	601919.SH	中远海控	交通运输	2279.2	5.25	1.06	2024/10/21	30,000	中国银行
	600028.SH	中国石化	石油石化	7543.7	5.57	0.92	2024/10/21	90,000	中国银行
	601866.SH	中远海发	交通运输	334.0	2.07	1.11	2024/10/21	28,720	中国银行
	001872.SZ	招商港口	交通运输	503.7	2.88	0.82	2024/10/20	38,900	招商银行
	001979.SZ	招商蛇口	房地产	925.1	3.13	0.95	2024/10/20	70,200	招商银行
地方国企	600325.SH	华发股份	房地产	146.1	6.97	0.70	2025/1/17	53,600	中国银行
	600810.SH	神马股份	基础化工	78.5	1.80	1.09	2025/1/16	27,000	工商银行
	002443.SZ	金洲管道	钢铁	30.3	1.03	0.88	2025/1/9	14,400	中国银行
	300569.SZ	天能重工	电力设备	47.4	1.60	0.87	2025/1/8	3,570	招商银行
	600022.SH	山东钢铁	钢铁	147.6	-	0.75	2025/1/7	25,100	工商银行
	000531.SZ	穗恒运A	公用事业	66.2	1.57	1.00	2024/12/21	7,000	工商银行
	002068.SZ	黑猫股份	基础化工	86.5	-	2.92	2024/12/5	13,500	工商银行
	000528.SZ	柳工	机械设备	234.6	1.66	1.33	2024/12/3	42,000	工商银行
	601700.SH	风范股份	电力设备	48.5	1.18	1.81	2024/11/21	25,000	农业银行
	000661.SZ	长春高新	医药生物	381.3	4.75	1.63	2024/11/16	35,000	平安银行
	000725.SZ	京东方A	电子	1633.8	0.69	1.26	2024/11/14	70,000	工商银行
	600639.SH	浦东金桥	房地产	122.2	5.23	0.87	2024/11/12	17,500	农业银行
	002696.SZ	百洋股份	农林牧渔	17.2	-	1.25	2024/11/11	4,011	兴业银行
	601666.SH	平煤股份	煤炭	224.2	10.82	0.91	2024/10/31	90,000	工商银行
	002083.SZ	孚日股份	纺织服饰	46.0	4.24	1.00	2024/10/25	13,800	兴业银行
	002967.SZ	广电计量	社会服务	107.6	2.10	3.02	2024/10/20	29,900	建设银行
	300185.SZ	通裕重工	电力设备	96.3	1.01	1.44	2024/10/20	20,000	建设银行

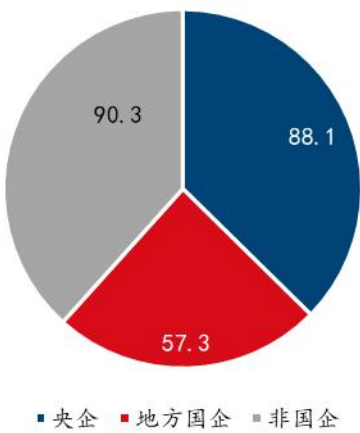
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:个股仅作为客观数据梳理，不涉及推荐意见与投资建议

核心逻辑之增量资金：国央企增持专项贷款获批占比超60%



- 当前增持专项贷款发放超280亿，基于贷款上限测算，国央企获批占比超过60%。其中，25家上市央企获批超过88亿。
- 行业分布上看，使用专项贷款进行增持的国央企整体呈现杠铃型特征，既有低PB、高股息、现金流稳定的深度价值企业；也有军工、汽车、计算机行业的高成长企业。

图：增持专项贷款发放情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

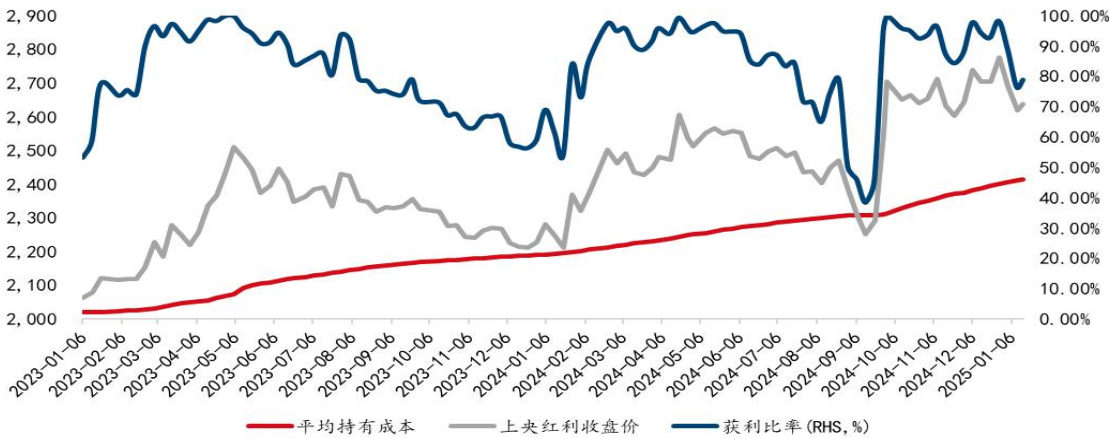
图：国央企增持专项贷款获批情况统计

企业属性	代码	证券简称	一级行业	总市值(亿)	股息率	PB	贷款人	贷款人身份	贷款金额 上限(万元)	贷款银行
央企	000883.SZ	湖北能源	公用事业	306.2	1.91	0.89	湖北宏泰集团有限公司	公司股份比例5%以上股东	18,000	中国银行股份有限公司湖北省分行
	600184.SH	光电股份	国防军工	52.2	0.56	2.07	北方光电集团有限公司	控股股东	4,500	中国农业银行股份有限公司西安分行
	600184.SH	光电股份	国防军工	52.2	0.56	2.07	中兵投资管理有限责任公司	控股股东北方光电集团有限公司之一致行动人	4,500	中国农业银行股份有限公司北京市分行
	300294.SZ	博雅生物	医药生物	146.2	1.59	1.95	华润医药控股有限公司	控股股东	3,600	中国工商银行股份有限公司北京市分行
	601918.SH	新集能源	煤炭	182.6	2.13	1.18	中国中煤能源集团有限公司	控股股东	45,000	中信银行股份有限公司北京分行
	000758.SZ	中色股份	有色金属	98.2	-	1.75	中国有色矿业集团有限公司	控股股东	18,000	中国农业银行股份有限公司北京市分行
	688375.SH	国博电子	国防军工	272.6	1.12	4.78	中电国基南方集团有限公司	控股股东	27,000	中国建设银行股份有限公司南京秦淮支行
	601668.SH	中国建筑	建筑装饰	2326.3	4.86	0.52	中国建筑集团有限公司	控股股东	108,000	中国农业银行股份有限公司
	000778.SZ	新兴铸管	钢铁	144.3	1.66	0.56	新兴际华集团有限公司	控股股东	27,000	中国农业银行股份有限公司
	002368.SZ	太极股份	计算机	139.1	0.81	2.77	中电太极(集团)有限公司	控股股东	18,000	中国建设银行股份有限公司北京市分行
	600750.SH	江中药业	医药生物	142.8	5.29	4.20	华润江中制药有限公司	控股股东	8,400	中国工商银行股份有限公司南昌东湖支行
	600176.SH	中国巨石	建筑材料	450.8	2.44	1.55	中国建材股份有限公司	控股股东	90,000	中国农业银行股份有限公司总行营业部
	600231.SH	凌钢股份	钢铁	47.9	-	0.80	凌源钢铁集团有限责任公司	控股股东	2,000	中国银行股份有限公司辽宁省分行
	600176.SH	中国巨石	建筑材料	450.8	2.44	1.55	振石控股集团有限公司	持股5%以上股东	70,000	中国农业银行股份有限公司桐乡市支行
	600850.SH	电科数字	计算机	148.5	2.09	3.24	中电科数字科技(集团)有限公司	控股股东	18,000	中国工商银行股份有限公司上海市嘉定支行
	600850.SH	电科数字	计算机	148.5	2.09	3.24	中电科投资控股有限公司	一致行动人	14,000	上海浦东发展银行股份有限公司北京分行
	600877.SH	电科芯片	电子	150.1	-	6.12	中电科投资控股有限公司	控股股东之一致行动人	35,000	上海浦东发展银行股份有限公司北京分行
	601868.SH	中国能建	建筑装饰	942.2	1.70	0.91	中国能源建设集团有限公司	控股股东	30,000	中国工商银行股份有限公司
	000733.SZ	振华科技	国防军工	227.2	2.72	1.57	中国振华电子集团有限公司	控股股东	14,000	中国建设银行股份有限公司贵阳城北支行
	601975.SH	招商南油	交通运输	159.4	-	1.52	中国长江航运集团有限公司	控股股东	26,000	招商银行股份有限公司武汉分行
	601880.SH	辽港股份	交通运输	377.7	1.21	0.94	大连港集团有限公司	控股股东之一致行动人	35,000	中国银行股份有限公司大连分行
	601598.SH	中国外运	交通运输	385.1	5.47	1.03	中国外运长航集团有限公司	控股股东	30,000	招商银行股份有限公司北京分行
	600028.SH	中国石化	石油石化	7543.7	5.57	0.92	中国石油化工集团有限公司	控股股东	70,000	中国银行股份有限公司
	600428.SH	中远海特	交通运输	145.5	3.66	1.20	中国远洋运输集团有限公司	间接控股股东中远海运集团全资子公司	28,800	中国银行股份有限公司上海市分行
	600026.SH	中远海能	交通运输	638.8	4.26	1.83	中国远洋海运集团有限公司	间接控股股东	135,800	中国银行股份有限公司上海市分行
地方国企	603712.SH	七一二	国防军工	125.2	0.37	2.72	天津智博智能科技发展有限公司	控股股东	5,000	渤海银行股份有限公司天津分行
	600033.SH	福建高速	交通运输	107.3	4.35	0.93	福建省高速公路集团有限公司	控股股东	20,000	兴业银行股份有限公司福州分行
	600098.SH	广州发展	公用事业	215.3	4.07	0.81	广州产业投资控股集团有限公司	控股股东	13,500	中国工商银行股份有限公司
	000709.SZ	河钢股份	钢铁	219.1	1.89	0.43	唐山钢铁集团有限责任公司	控股股东之一致行动人	19,440	中国农业银行股份有限公司河北省分行
	000709.SZ	河钢股份	钢铁	219.1	1.89	0.43	邯郸钢铁集团有限责任公司	控股股东	19,440	中国建设银行股份有限公司邯郸分行
	000155.SZ	川能动力	公用事业	202.7	1.46	2.05	四川省能源投资集团有限责任公司	控股股东	40,000	中国建设银行股份有限公司成都新华支行
	603369.SH	今世缘	食品饮料	564.8	2.21	3.84	今世缘集团有限公司	控股股东	49,000	中国银行股份有限公司淮安分行
	601588.SH	北辰实业	房地产	59.9	1.12	0.52	北京北辰实业集团有限责任公司	控股股东	5,550	中国工商银行股份有限公司
	600395.SH	盘江股份	煤炭	106.3	5.66	0.96	贵州能源集团有限公司	控股股东	10,800	中国工商银行股份有限公司贵州省分行
	600738.SH	丽尚国潮	商贸零售	34.8	0.85	1.77	浙江元明控股有限公司	控股股东	6,200	中国工商银行股份有限公司浙江省分行
	000637.SZ	茂化实华	石油石化	19.3	-	3.10	茂名港集团有限公司	控股股东	1,800	中国建设银行股份有限公司茂名市分行
	000937.SZ	冀中能源	煤炭	217.7	12.99	1.04	冀中能源集团有限责任公司	控股股东	36,000	中国建设银行股份有限公司邢台分行
	603239.SH	浙江仙通	汽车	36.7	2.36	3.28	台州五域产业发展有限公司	控股股东	2,880	中国工商银行股份有限公司浙江省分行
	600172.SH	黄河旋风	机械设备	61.4	-	2.97	许昌市国有资产投资有限公司	控股股东	6,000	平安银行股份有限公司郑州分行
	600985.SH	淮北矿业	煤炭	371.1	7.26	0.89	淮北矿业(集团)有限责任公司	控股股东	30,000	中国建设银行股份有限公司淮北市分行
	600742.SH	一汽富维	汽车	64.7	4.02	0.77	吉林省亚东国有资产投资有限公司	控股股东	3,500	中国银行股份有限公司吉林省分行
	600293.SH	三峡新材	建筑材料	36.5	-	2.11	当阳市城市投资有限公司	控股股东	7,000	中国农业银行股份有限公司
	600235.SH	民丰特纸	轻工制造	19.8	1.06	1.33	嘉兴民丰集团有限公司	控股股东	2,800	中国工商银行股份有限公司浙江省分行
	002100.SZ	天康生物	农林牧渔	84.9	-	1.22	新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司	控股股东	14,000	中国光大银行股份有限公司乌鲁木齐分行
	000541.SZ	佛山照明	家用电器	86.8	2.13	1.36	广东省电子信息产业集团有限公司	控股股东一致行动人	5,000	中国光大银行股份有限公司广州分行
	600020.SH	中原高速	交通运输	90.1	3.72	0.79	河南交通投资集团有限公司	控股股东	20,000	中国建设银行股份有限公司河南省分行
	603167.SH	渤海轮渡	交通运输	40.3	11.87	1.09	辽渔集团有限公司	控股股东	6,580	中国建设银行股份有限公司大连甘井子支行
	600108.SH	亚盛集团	农林牧渔	53.7	0.20	1.27	甘肃省农垦集团有限责任公司	控股股东	17,500	上海浦东发展银行股份有限公司兰州分行
	000582.SZ	北部湾港	交通运输	195.4	4.04	1.14	广西北部湾国际港务集团有限公司	控股股东	28,000	中国建设银行股份有限公司广西壮族自治区分行营业部
	600821.SH	金开新能	公用事业	103.7	3.32	1.13	天津金开企业管理有限公司	控股股东	27,000	中国邮政储蓄银行股份有限公司天津分行
	600059.SH	古越龙山	食品饮料	75.8	1.68	1.30	中国绍兴黄酒集团有限公司	控股股东	10,500	中国工商银行股份有限公司绍兴分行
	600755.SH	厦门国贸	交通运输	140.5	10.32	0.69	厦门国贸控股集团有限公司	控股股东	28,370	中国银行股份有限公司厦门市分行
	600169.SH	太原重工	机械设备	80.7	-	2.57	太原重型机械集团有限公司	控股股东	8,400	兴业银行股份有限公司太原分行
	601168.SH	西部矿业	有色金属	421.1	2.83	1.50	西部矿业集团有限公司	控股股东	70,000	中国农业银行股份有限公司青海省分行
	000581.SZ	威孚高科	汽车	178.5	6.64	0.93	无锡产业发展集团有限公司	控股股东	11,000	中信银行股份有限公司无锡分行
	600648.SH	外高桥	房地产	128.9	3.61	1.03	上海外高桥资产管理有限公司	控股股东	48,000	中国银行股份有限公司上海市浦东开发区支行

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:个股仅作为客观数据梳理，不涉及推荐意见与投资建议

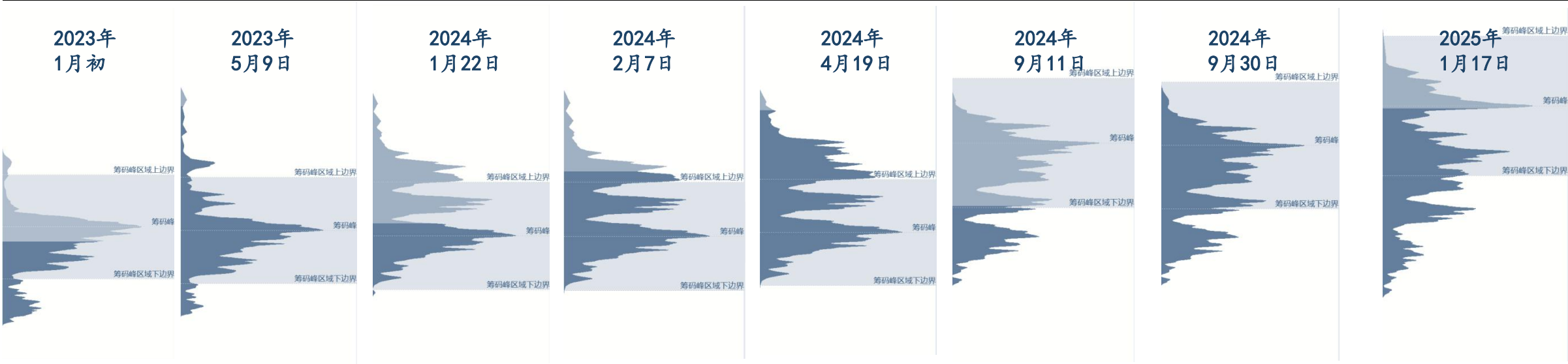
核心逻辑之筹码结构：央企红利并未触及止盈风险位

图：上证央企红利并未触及止盈风险位



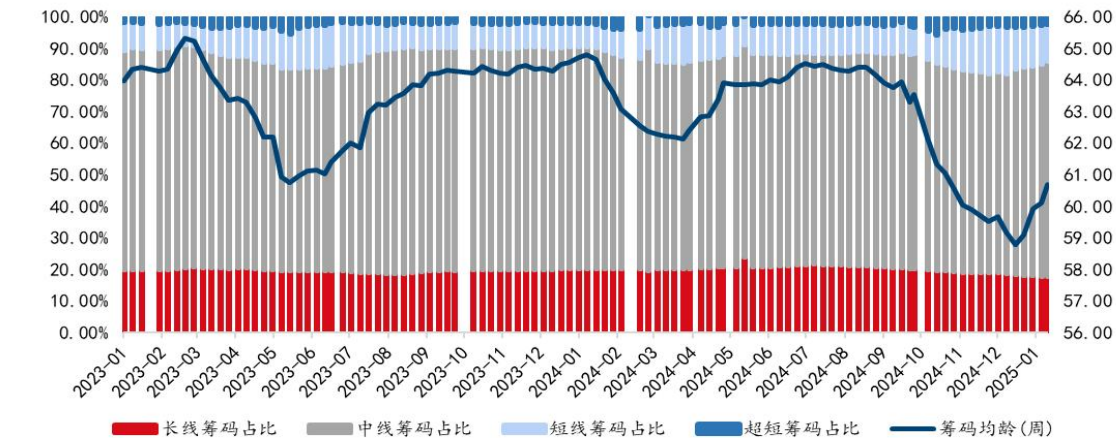
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：上证央企红利关键位置筹码峰



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：央企红利筹码龄与长中短线筹码占比分析



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之基本面稳定性：国央企盈利稳定性更强

考虑到部分国央企盈利体量太大，对整体法口径的计算影响过大，我们以中位数口径的财报数据进行比对：

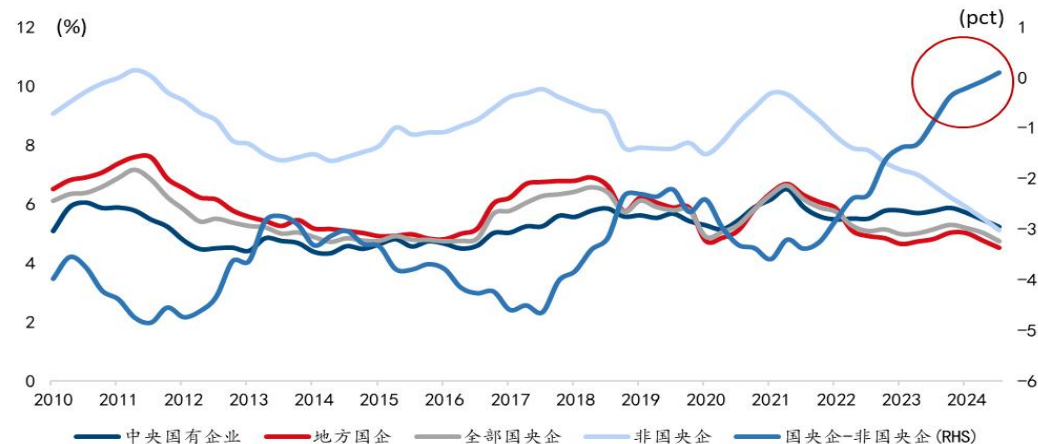
- 1) ROE稳定性方面，2021年Q2以来的盈利下行周期里，全部非国央企的ROE中枢由9%快速回落至4.5%，相应地央企ROE仅从8.2%回落至5.7%，2023年央企ROE反超非国央企。
- 2) 利润率方面，国央企相对民企的净利率中枢剪刀差到达最高位。
- 3) 非季节性业绩增速方面，2021年Q2以来，国央企相对非国央企优势较为明显，除2024年外，其余时间段相对非国央企的扣非净利润增速中枢轧差都达到4pct。

图：国央企ROE稳定性更强



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：国央企相对民企的净利率中枢剪刀差到达最高位



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：国央企基本面坚挺程度好于民企

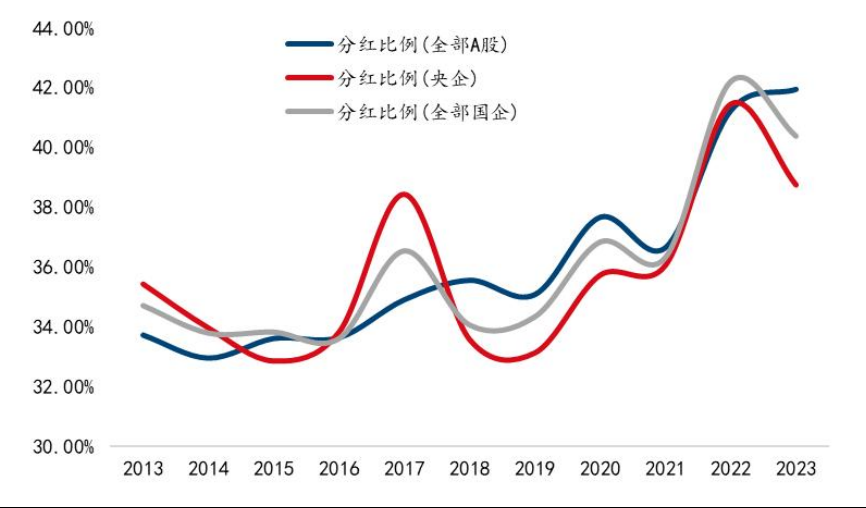


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之基本面稳定性：国央企分红倾向更明显

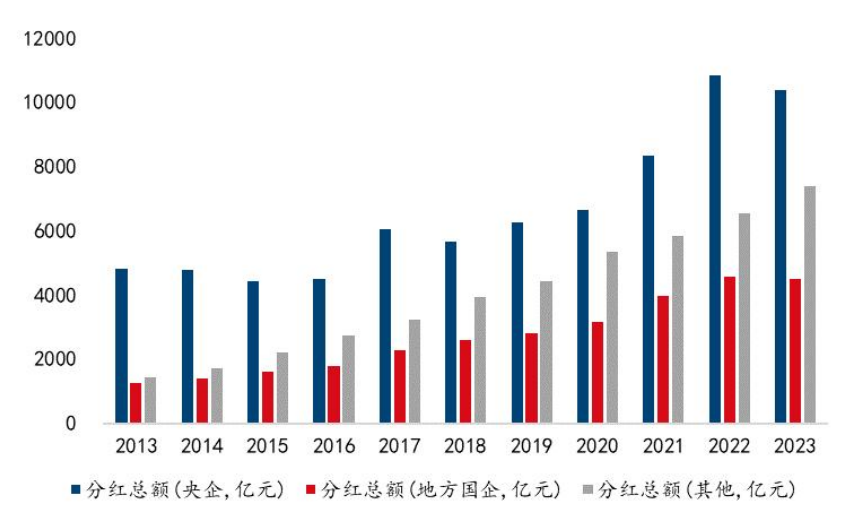


图：央企及其他企业分红比例



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：央企及其他企业分红金额



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：除偏消费属性的行业外，其余大类行业分红主要由央企贡献

央企分红占行业分红比(%)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
大类风格	申万行业											
上游资源	石油石化	99.2%	99.1%	98.4%	95.6%	97.6%	93.6%	91.3%	86.0%	87.4%	96.5%	94.0%
	煤炭	85.7%	90.2%	95.4%	72.3%	86.7%	58.2%	61.2%	65.4%	54.4%	41.7%	50.1%
	有色金属	7.0%	6.9%	5.1%	8.4%	5.5%	5.5%	7.6%	9.6%	12.5%	10.1%	13.9%
	钢铁	69.9%	65.7%	64.8%	72.1%	60.0%	66.4%	71.3%	54.5%	67.9%	61.6%	60.4%
	基础化工	9.5%	13.8%	5.9%	11.1%	8.4%	8.9%	8.2%	7.1%	10.3%	8.5%	4.1%
中游制造	建筑材料	12.2%	9.8%	12.6%	17.1%	14.7%	12.6%	9.1%	13.0%	21.2%	32.0%	24.9%
	机械设备	19.1%	34.0%	35.9%	43.2%	27.8%	22.2%	31.6%	23.3%	25.1%	23.7%	23.4%
	建筑装饰	84.0%	82.2%	82.8%	80.1%	75.3%	75.2%	75.8%	71.4%	72.9%	71.1%	72.1%
	电力设备	17.1%	19.7%	20.5%	20.6%	15.1%	14.8%	15.7%	12.2%	11.8%	7.5%	9.1%
	国防军工	74.9%	68.8%	58.1%	56.5%	60.7%	61.2%	57.8%	59.1%	56.3%	62.4%	72.2%
下游可选消费	汽车	6.3%	8.3%	12.6%	9.2%	9.0%	2.7%	3.2%	19.2%	13.5%	9.6%	10.4%
	家用电器	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	2.2%	0.7%	0.4%	0.5%	0.3%	0.0%	0.0%
	轻工制造	1.9%	1.6%	0.9%	1.0%	0.9%	1.1%	1.8%	2.1%	3.4%	5.7%	0.6%
	商贸零售	14.0%	14.6%	17.8%	15.5%	14.7%	12.7%	16.2%	20.2%	21.6%	18.6%	33.0%
	社会服务	7.1%	13.1%	6.7%	7.7%	7.6%	10.4%	6.3%	18.3%	12.5%	22.1%	14.1%
下游必选消费	美容护理	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	食品饮料	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.2%
	纺织服饰	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	6.4%	1.0%	2.0%	1.5%	2.5%	4.4%	5.4%
	医药生物	12.4%	9.8%	7.7%	9.2%	8.0%	8.2%	6.3%	5.6%	6.2%	6.3%	7.6%
	农林牧渔	12.7%	34.8%	15.8%	9.0%	14.9%	13.4%	6.1%	6.3%	24.2%	18.7%	31.0%
TMT	电子	7.9%	5.7%	3.7%	4.9%	4.4%	4.2%	4.8%	4.7%	4.5%	4.7%	3.8%
	计算机	41.9%	42.4%	47.3%	48.1%	46.1%	50.4%	47.6%	46.7%	49.4%	47.0%	43.6%
	通信	58.7%	54.0%	45.9%	26.6%	36.7%	39.6%	39.3%	36.6%	79.1%	92.8%	91.2%
	传媒	8.5%	8.5%	5.2%	8.0%	10.7%	10.4%	15.3%	5.7%	3.9%	3.9%	4.4%
	银行	80.4%	78.3%	77.5%	76.3%	76.3%	71.8%	68.6%	70.2%	69.5%	68.8%	67.4%
大金融	非银金融	41.7%	44.1%	34.9%	31.7%	32.2%	26.2%	38.4%	37.5%	38.0%	32.8%	33.3%
	房地产	18.7%	17.4%	23.5%	22.2%	24.6%	26.2%	28.6%	27.1%	30.0%	26.0%	43.5%
环保公用	公用事业	67.4%	67.5%	68.3%	69.6%	73.4%	72.7%	72.7%	68.0%	74.5%	74.0%	66.1%
	交通运输	40.9%	37.4%	41.2%	32.7%	38.4%	33.3%	34.2%	37.7%	52.2%	70.0%	49.7%
	环保	5.2%	8.2%	7.0%	6.3%	9.0%	5.5%	5.9%	4.0%	2.8%	3.7%	4.5%
	综合	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

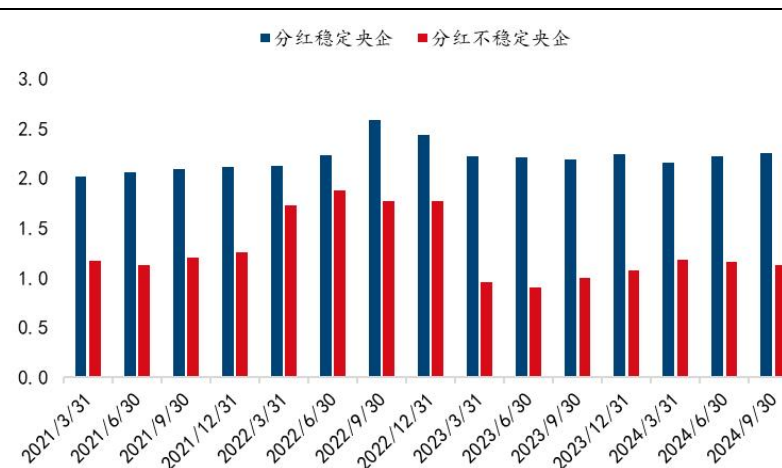
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

核心逻辑之基本面稳定性：分红稳定→市值管理成效显著

根据2019年以来的现金分红次数和近三年年度现金分红比例，将2019年以来累计分红次数大于等于4次、2019-2023年度现金分红比例大于25%的央企定义为分红稳定央企。

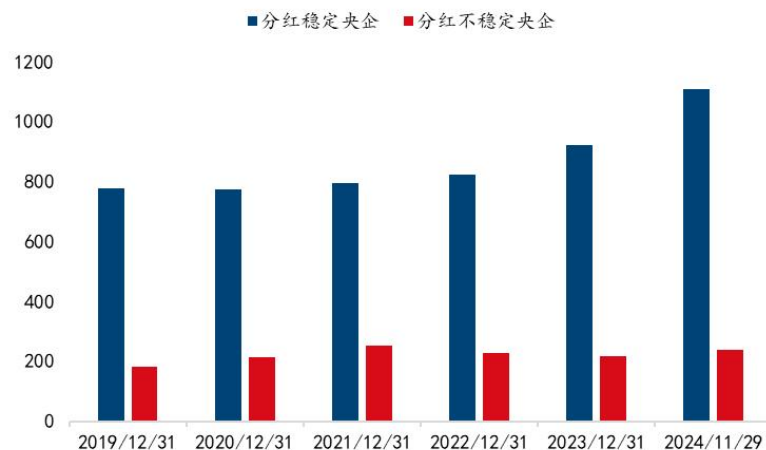
市值角度，分红稳定央企整体是指更大且市值稳步增长，分红不稳定央企的市值更小且有收缩趋势，两者差异逐渐扩大；股价表现上，分红稳定央企在不同市场行情表现较为稳健；盈利能力上，分红稳定央企的ROE更为稳定在7.4%以上，分红不稳定央企ROE平均值连续接近4年为负。

图：两类央企的股息率（TTM）（单位：%）



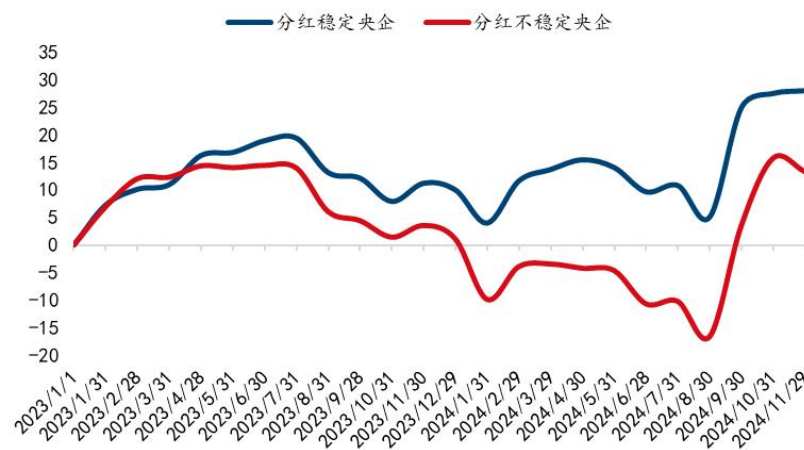
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：两类央企的市值平均数变迁（单位：亿元）



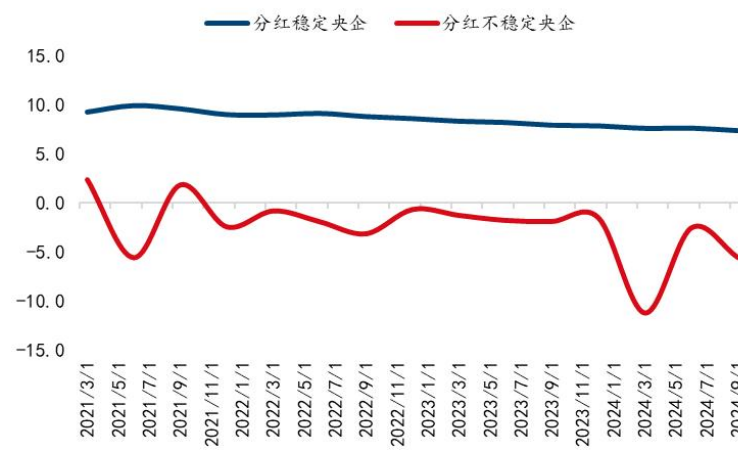
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：两类央企自2023年以来涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：两类央企的ROE（TTM）（单位：%）



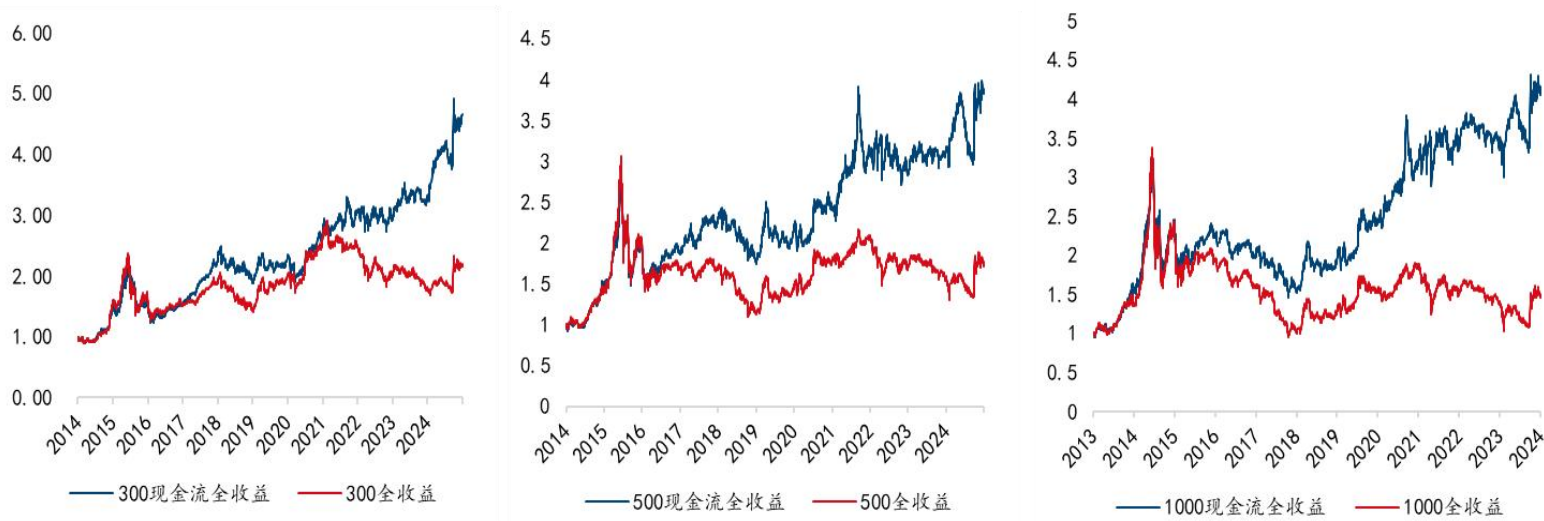
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- [01] 2024年国央企表现复盘
- [02] 国央企画像
- [03] 2025年国央企突围的核心逻辑
- [04] 国央企投资策略实战

思路1：国央企现金奶牛

- 美国现金奶牛指数以罗素1000指数成份股为样本空间，每期选取自由现金流收益率（自由现金流/企业价值）TOP100作为成份股，自1995年6月以来，相对罗素1000年化超额14%+；A股现金奶牛指数整体表现同样好于各自宽基基准。
- 2014年起300现金流、300价格指数维度年化收益分别为11.1%、5%，年化超额6.1%；考虑股息收益后，近5年300现金流、500现金流、1000现金流相对各自基准的年化超额分别为13.9%、8.6%、13.4%，300、1000的年化超额幅度与美股罗素1000接近。
- 考虑更深层次的风险收益情况，宽基现金流指数在Calmar、Sharpe等维度相对基准的优势明显，同时并不会放大波动。
- 长期利率下行背景下，A股现金奶牛策略具备穿越牛熊的高胜率特征。
- 极端压力测试视角，在基准指数回撤超过20%的行情下，现金奶牛颇具韧性。

图：A股宽基现金流指数表现优异



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：A股宽基现金流指数风险收益对比

对比维度	300	300 现金流	500	500 现金流	1000	1000 现金流	考核口径
长期资本利得(2014起)	5.0	11.1	3.8	10.2	2.7	11.5	年化 收益率 (%)
长期资本利得(2020起)	-0.8	10.2	1.7	7.9	1.4	12.4	
中期资本利得(2024起)	15.2	36.5	5.6	18.8	1.2	14.5	
长期综合收益(2014起)	7.5	15.5	5.2	13.3	3.6	14.0	
长期综合收益(2020起)	1.6	15.5	3.4	12.0	2.6	16.0	
中期综合收益(2024起)	18.9	42.4	7.9	23.4	2.9	18.5	最大回撤 (%)
扛回撤能力(21.12-22.4)	-25.6	-13.5	-29.1	-17.8	-34.3	-19.7	
扛回撤能力(22.7-22.10)	-22.0	-15.0	-13.6	-17.4	-18.6	-14.0	
扛回撤能力(23.5-24.2)	-21.7	-15.1	-28.8	-12.2	-36.2	-22.7	区间 Calmar
Calmar(价格、2014起)	0.107	0.243	0.059	0.201	0.037	0.198	
Calmar(价格、2020起)	-0.018	0.473	0.041	0.228	0.030	0.482	
Calmar(价格、近三年)	-0.209	0.534	-0.210	0.133	-0.209	0.200	
Calmar(全收益、2014起)	0.162	0.346	0.081	0.264	0.050	0.249	
Calmar(全收益、2020起)	0.038	0.799	0.087	0.389	0.056	0.662	年化 波动率 (%)
Calmar(全收益、近三年)	-0.154	1.150	-0.175	0.339	-0.189	0.396	
波动率(价格、2014起)	21.9	21.7	25.2	26.3	27.4	26.3	
波动率(价格、2020起)	19.5	19.1	21.8	23.1	24.9	23.2	
波动率(价格、近三年)	18.7	18.8	22.2	22.5	25.7	22.7	
波动率(全收益、2014起)	21.9	21.6	25.2	26.3	27.4	26.2	年化 夏普率 (%)
波动率(全收益、2020起)	19.5	19.1	21.8	23.1	24.9	23.2	
波动率(全收益、近三年)	18.7	18.7	22.2	22.4	25.7	22.7	
Sharpe(价格、2014起)	0.27	0.56	0.22	0.47	0.18	0.52	
Sharpe(价格、2020起)	-0.03	0.55	0.11	0.39	0.12	0.60	
Sharpe(价格、近三年)	-0.41	0.51	-0.35	0.19	-0.32	0.26	年化 夏普率 (%)
Sharpe(价格、近一年)	0.76	1.83	0.29	0.82	0.16	0.65	
Sharpe(全收益、2014起)	0.38	0.76	0.27	0.60	0.22	0.62	
Sharpe(全收益、2020起)	0.10	0.84	0.19	0.58	0.16	0.75	
Sharpe(全收益、近三年)	-0.27	0.85	-0.26	0.39	-0.28	0.42	
Sharpe(全收益、近一年)	0.93	2.11	0.37	1.01	0.21	0.81	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注:指数仅为客观数据梳理，不涉及投资建议

思路1：国央企现金奶牛



- 选股思路1：同时考虑自由现金流和当前超调幅度，市值/企业自由现金流>0, 且位于全部国央企中的前100名；2020年一季报至今、季报期后第一个交易日进行调仓的情况下，策略年化收益超过20%，显著跑赢沪深300；
- 选股思路2：300、500、1000三个宽基现金奶牛指数中的国央企；
- 选股思路3：基于现金流+盈利质量进行选股

- 1) 连续五年经营活动产生现金流量净额为正
- 2) 盈利质量由高到低排名位于全部国央企前80%，其中盈利质量=(过去一年经营活动产生的现金流量净额 - 过去一年营业利润)/总资产
- 3) 按照自由现金流率(自由现金流率 = 自由现金流/企业价值)将全部国央企进行排名，选取需要的top k个股

图：国央企现金奶牛策略



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：宽基现金奶牛中的国央企

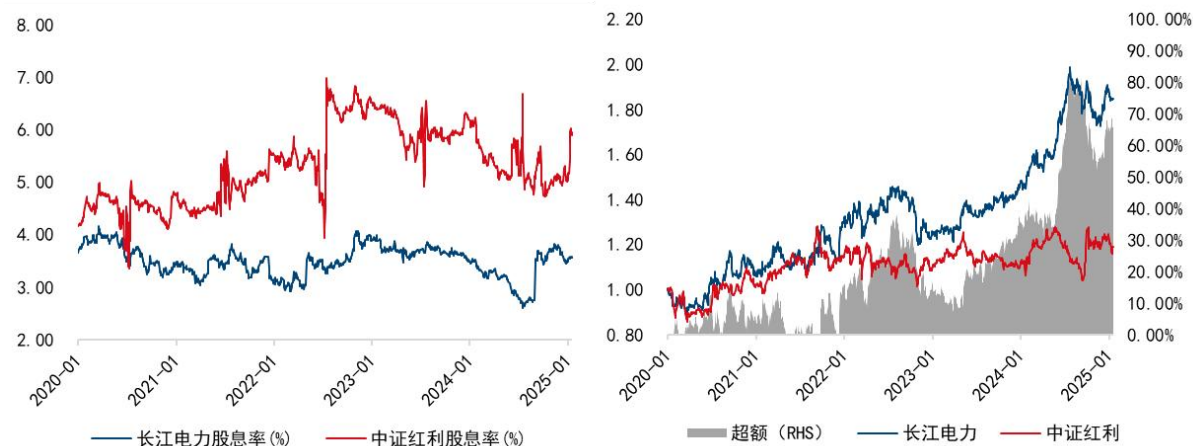
代码	简称	指数出处	企业类型	代码	简称	指数出处	企业类型
000338.SZ	潍柴动力	300现金流	地方国有企业	601880.SH	辽港股份	500现金流	中央国有企业
000661.SZ	长春高新	300现金流	地方国有企业	601958.SH	金钼股份	500现金流	地方国有企业
000708.SZ	中信特钢	300现金流	中央国有企业	000028.SZ	国药一致	1000现金流	中央国有企业
000725.SZ	京东方A	300现金流	地方国有企业	000429.SZ	粤高速A	1000现金流	地方国有企业
000786.SZ	北新建材	300现金流	中央国有企业	000488.SZ	晨鸣纸业	1000现金流	地方国有企业
000792.SZ	盐湖股份	300现金流	地方国有企业	000682.SZ	东方电子	1000现金流	地方国有企业
000807.SZ	云铝股份	300现金流	中央国有企业	000719.SZ	中原传媒	1000现金流	地方国有企业
000858.SZ	五粮液	300现金流	地方国有企业	000791.SZ	甘肃能源	1000现金流	地方国有企业
000975.SZ	山金国际	300现金流	地方国有企业	000923.SZ	河钢资源	1000现金流	地方国有企业
000983.SZ	山西焦煤	300现金流	地方国有企业	000951.SZ	中国重汽	1000现金流	地方国有企业
000999.SZ	华润三九	300现金流	中央国有企业	000968.SZ	蓝焰控股	1000现金流	地方国有企业
600018.SH	上港集团	300现金流	地方国有企业	002096.SZ	易普力	1000现金流	中央国有企业
600023.SH	浙能电力	300现金流	地方国有企业	002276.SZ	万马股份	1000现金流	地方国有企业
600406.SH	国电南瑞	300现金流	中央国有企业	002320.SZ	海峡股份	1000现金流	中央国有企业
600482.SH	中国动力	300现金流	中央国有企业	002697.SZ	红旗连锁	1000现金流	地方国有企业
600489.SH	中金黄金	300现金流	中央国有企业	300770.SZ	新媒股份	1000现金流	地方国有企业
600585.SH	海螺水泥	300现金流	地方国有企业	600033.SH	福建高速	1000现金流	地方国有企业
600900.SH	长江电力	300现金流	中央国有企业	600073.SH	光明肉业	1000现金流	地方国有企业
600938.SH	中国海油	300现金流	中央国有企业	600123.SH	兰花科创	1000现金流	地方国有企业
600941.SH	中国移动	300现金流	中央国有企业	600163.SH	中国能源	1000现金流	地方国有企业
601088.SH	中国神华	300现金流	中央国有企业	600267.SH	海正药业	1000现金流	地方国有企业
601225.SH	陕西煤业	300现金流	地方国有企业	600320.SH	振华重工	1000现金流	中央国有企业
601600.SH	中国铝业	300现金流	中央国有企业	600409.SH	三友化工	1000现金流	地方国有企业
601816.SH	京沪高铁	300现金流	中央国有企业	600420.SH	国药现代	1000现金流	中央国有企业
601857.SH	中国石化	300现金流	中央国有企业	600428.SH	中远海特	1000现金流	中央国有企业
601888.SH	中国中免	300现金流	中央国有企业	600452.SH	涪陵电力	1000现金流	中央国有企业
601898.SH	中煤能源	300现金流	中央国有企业	600480.SH	凌云股份	1000现金流	中央国有企业
601919.SH	中远海控	300现金流	中央国有企业	600662.SH	外服控股	1000现金流	地方国有企业
688009.SH	中国通号	300现金流	中央国有企业	600667.SH	太极实业	1000现金流	地方国有企业
000400.SZ	许继电气	500现金流	中央国有企业	600710.SH	苏美达	1000现金流	中央国有企业
000830.SZ	鲁西化工	500现金流	中央国有企业	600717.SH	天津港	1000现金流	地方国有企业
000937.SZ	冀中能源	500现金流	地方国有企业	600750.SH	江中药业	1000现金流	中央国有企业
002128.SZ	电投能源	500现金流	中央国有企业	600780.SH	通宝能源	1000现金流	地方国有企业
600096.SH	云天化	500现金流	地方国有企业	600835.SH	上海机电	1000现金流	地方国有企业
600258.SH	首旅酒店	500现金流	地方国有企业	600866.SH	星湖科技	1000现金流	地方国有企业
600312.SH	平高电气	500现金流	中央国有企业	600971.SH	恒源煤电	1000现金流	地方国有企业
600483.SH	福能股份	500现金流	地方国有企业	601038.SH	一拖股份	1000现金流	中央国有企业
600497.SH	驰宏锌锗	500现金流	中央国有企业	601083.SH	锦江航运	1000现金流	地方国有企业
600517.SH	国网英大	500现金流	中央国有企业	601096.SH	宏盛华源	1000现金流	中央国有企业
600612.SH	老凤祥	500现金流	地方国有企业	601101.SH	昊华能源	1000现金流	地方国有企业
600754.SH	锦江酒店	500现金流	地方国有企业	601811.SH	新华文轩	1000现金流	地方国有企业
600859.SH	王府井	500现金流	地方国有企业	601827.SH	三峰环境	1000现金流	地方国有企业
600863.SH	内蒙华电	500现金流	中央国有企业	601952.SH	苏垦农发	1000现金流	地方国有企业
600968.SH	海油发展	500现金流	中央国有企业	601975.SH	招商南油	1000现金流	中央国有企业
601000.SH	唐山港	500现金流	地方国有企业	603013.SH	亚普股份	1000现金流	中央国有企业
601001.SH	晋控煤业	500现金流	地方国有企业	603043.SH	广州酒家	1000现金流	地方国有企业
601019.SH	山东出版	500现金流	地方国有企业	603881.SH	数据港	1000现金流	地方国有企业
601156.SH	东航物流	500现金流	中央国有企业	603920.SH	世运电路	1000现金流	地方国有企业
601168.SH	西部矿业	500现金流	地方国有企业	605599.SH	莱百股份	1000现金流	地方国有企业

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理；注:个股不涉及投资建议,仅为客观数据梳理

思路1：国央企现金奶牛

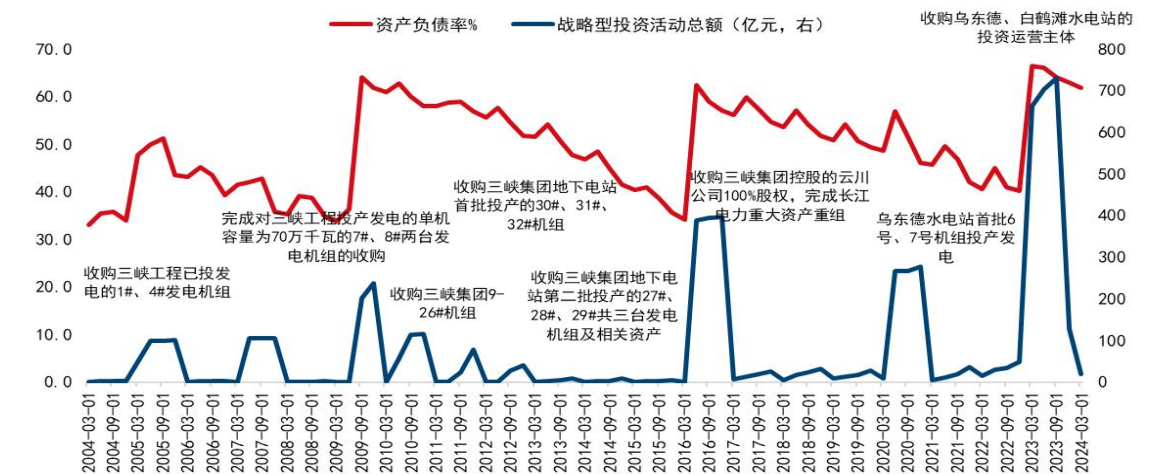
- 经典现金奶牛不一定是被红利指数纳入的狭义高股息资产，但收益表现与持股体验或远远好于红利指数整体水平。以长江电力为例，长江电力本身并不在中证红利等主流高股息指数中，其股息率长期中枢在3-4%之间，低于中证红利4%+的水平，在月频调仓的交易型高股息指数中同样无法被纳入。
- 长江电力更好的持股体验来源于水电本身的“低协方差”以及公司自身的现金奶牛属性。由于对宏观经济的预期不影响降雨，因此水电资产的协方差极低，另一方面，需求端水电的发电成本在各类电种中相对较低且满足“赛道+头部企业”装机占比双低的特质，更不容易受需求波动的影响。
- 大型水电企业为例，它们通过在初始投资阶段签订了非常长期的地租合约，实现了少数低成本供给获得超额收益。随着市场化持续推进以及优质资产相对愈发稀缺，每种能源品类中的少数低成本供给最终脱颖而出。具体到股价驱动力上，长江电力作为近乎永续资产，通过“负债前置”实现产能扩张，持续偿还负债减少财务费用对净利润的蚕食实现利润体量提升，在水电本身协方差较低的情况下，持续享受折现率下降带来的估值弹性。

图：长江电力与中证红利股息率&持有体验对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：长江电力历史战略投资复盘



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

思路2：港股国央企红利

- 在红利投资的过程中，我们认为港股高股息资产值得配置，但不适宜单独设立基准考核，核心原因在以下两个方面：1) 港股红利需要择时；2) 港股红利&核心资产替换策略整体容量有限。港股的流动性和估值体系与A股有差异，指数本身表现也会受到汇率波动影响，较难在固化的基准体系中拆分清楚，因此更多把港股国央企投资做为A股国央企投资的补充，在具有相对性价比的时候进行收益增强。
- 在前期报告《如何跑赢核心资产》中我们论证，以国央企含量较高的沪深300，“以H代A”的沪深300优选策略中，300 优选策略相对 300 在近 5 年内无法实现较好收益放大目标，核心原因在于替换进入策略的港股性价比优势不够。300 优选和 300 精明策略对应的经汇率调整后的价格比率为 1.05 和 1.1，但实际上对于同一时点的港股而言，在没有边际变化刺激时，10%的折价不一定足够。个股层面，1.5 倍的 AH 比价和 2倍的 PB 比价是较好的择时替换阈值。但是提升胜率后的替代权重降低，一定程度上导致超额收益无法进一步提升。

图：对AH优选替代类策略提升胜率会导致策略容量不足

AH优选类策略 (以300为例)

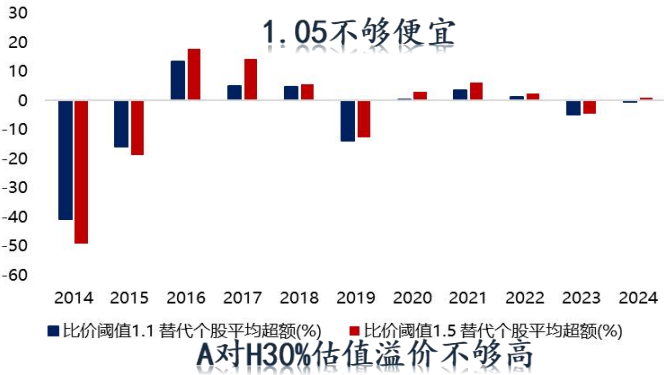
Step1:

对于未发行香港市场证券的样本公司，其沪深市场证券为沪深 300AH 优选指数的样本

Step2:

对于发行香港市场证券的样本公司，选取沪深市场证券、香港市场证券中价格相对较低的证券类别作为指数样本。如果样本公司经汇率调整后的沪深市场证券价格除以香港市场证券的价格比率小于 1.05，则选取沪深市场证券作为指数样本；反之，选取香港市场证券作为指数样本。

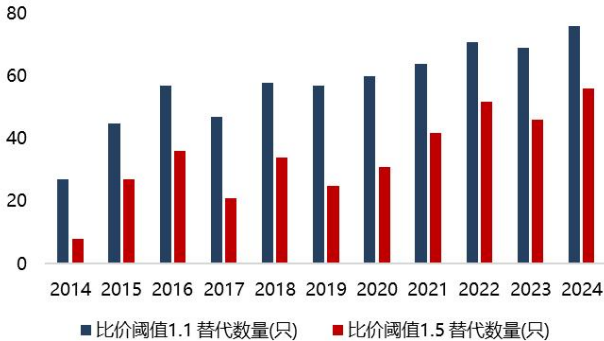
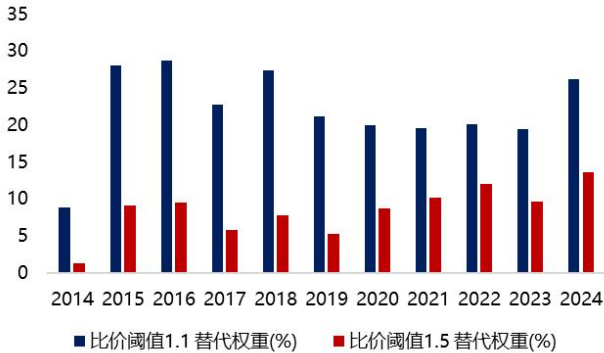
经汇率调整的AH比价	平均胜率	H股跑赢期间平均胜率	A股跑赢期间平均胜率
1.05	64.5%	73.8%	54.5%
1.1	64.9%	74.2%	55.0%
1.15	65.4%	74.6%	55.6%
1.2	65.8%	74.9%	56.2%
1.25	66.5%	75.6%	56.9%
1.3	67.1%	76.2%	57.5%
1.35	67.7%	76.6%	58.1%
1.4	68.3%	77.2%	58.8%
1.45	68.9%	77.8%	59.5%
1.5	69.4%	78.2%	60.0%



AH PB之比	平均胜率	H股跑赢期间平均胜率	A股跑赢期间平均胜率
1.3	67.1%	76.1%	57.4%
1.4	68.2%	77.2%	58.7%
1.5	69.3%	78.2%	59.9%
1.6	70.7%	79.5%	61.3%
1.7	72.1%	80.7%	62.9%
1.8	73.6%	81.9%	64.9%
1.9	75.0%	82.9%	66.5%
2	76.6%	84.2%	68.5%

提升到1.5
权重损失一半以上

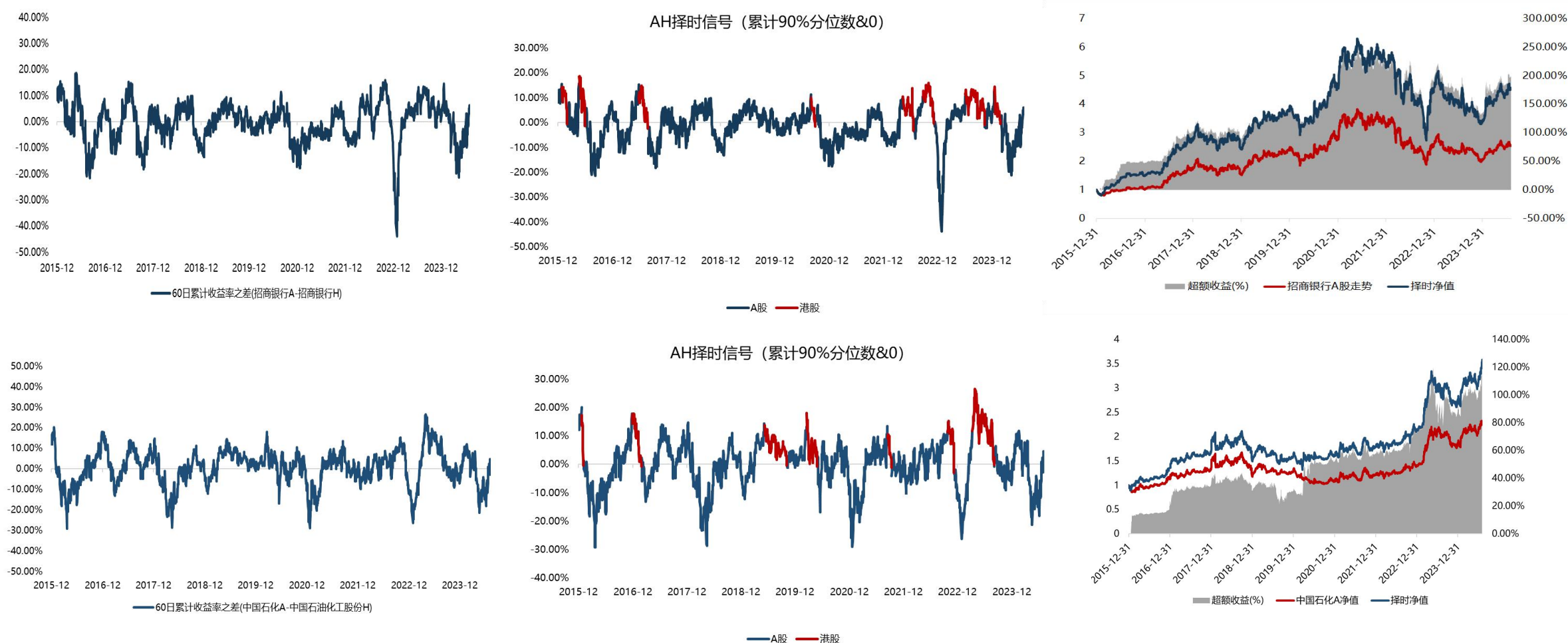
提升到1.5
可投个股数量
损失1/3以上



思路2：港股国央企红利

- 以招行、中石化为例，基于累计收益率之差适时增加投资组合中H股的暴露能够起到放大红利资产投资收益的作用。

图：各行业不同上市公司收入变化趋势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

思路2：港股国央企红利

图：在通央企红利成分股息率溢价对比

代码	简称	行业	对应A股	A股简称	港股股息率	A股股息率	港股股息率 (四周前)	A股股息率 (四周前)	股息率溢价 (税前)	股息率溢价 (税后)	股息率溢价 趋势(税后)	公司属性
0939.HK	建设银行	银行	601939.SH	建设银行	7.18%	4.73%	7.05%	4.72%	2.45%	0.80%		中央国有企业
0998.HK	中信银行	银行	601998.SH	中信银行	6.59%	4.75%	7.09%	4.80%	2.44%	1.01%		中央国有企业
1288.HK	农业银行	银行	601288.SH	农业银行	5.97%	4.53%	6.06%	4.58%	1.58%	0.34%		中央国有企业
1398.HK	工商银行	银行	601398.SH	工商银行	6.71%	4.59%	6.94%	4.69%	2.23%	0.82%		中央国有企业
1658.HK	邮储银行	银行	601658.SH	邮储银行	6.26%	4.91%	6.33%	4.82%	1.62%	0.33%		中央国有企业
3328.HK	交通银行	银行	601328.SH	交通银行	6.84%	5.05%	6.90%	5.00%	1.86%	0.46%		公众企业
3988.HK	中国银行	银行	601988.SH	中国银行	6.64%	4.31%	6.84%	4.49%	2.25%	0.89%		中央国有企业
6818.HK	中国光大银行	银行	601818.SH	光大银行	6.61%	4.64%	6.77%	4.68%	2.15%	0.79%		中央国有企业
0728.HK	中国电信	通信	601728.SH	中国电信	5.44%	3.36%	5.26%	3.31%	1.99%	0.90%		中央国有企业
0762.HK	中国联通	通信	600050.SH	中国联通	5.09%	2.68%	5.16%	2.46%	2.98%	1.88%		中央国有企业
0941.HK	中国移动	通信	600941.SH	中国移动	6.38%	4.01%	6.39%	3.94%	2.46%	1.16%		中央国有企业
0386.HK	中国石油化工股份	石油石化	600028.SH	中国石化	8.65%	5.48%	8.83%	5.38%	3.41%	1.65%		中央国有企业
0857.HK	中国石油股份	石油石化	601857.SH	中国石油	7.64%	4.89%	8.34%	5.28%	3.22%	1.51%		中央国有企业
0883.HK	中国海洋石油	石油石化	600938.SH	中国海油	6.32%	3.88%	6.99%	4.17%	2.85%	1.43%		中央国有企业
1088.HK	中国神华	煤炭	601088.SH	中国神华	8.00%	5.69%	7.77%	5.47%	1.92%	0.47%		中央国有企业
1898.HK	中煤能源	煤炭	601898.SH	中煤能源	5.44%	4.82%	5.40%	4.66%	0.62%	-0.39%		中央国有企业
0598.HK	中国外运	交通运输	601598.SH	中国外运	8.57%	5.58%	8.94%	5.52%	3.39%	1.62%		中央国有企业
2866.HK	中远海发	交通运输	601866.SH	中远海发	3.44%	1.30%	3.47%	1.22%	2.32%	1.62%		中央国有企业
0390.HK	中国中铁	建筑装饰	601390.SH	中国中铁	6.24%	3.55%	5.93%	3.30%	2.67%	1.49%		中央国有企业
1186.HK	中国铁建	建筑装饰	601186.SH	中国铁建	7.05%	4.11%	6.80%	3.79%	3.18%	1.78%		中央国有企业
1618.HK	中国中冶	建筑装饰	601618.SH	中国中冶	5.16%	2.31%	4.90%	2.16%	2.76%	1.78%		中央国有企业
1800.HK	中国交通建设	建筑装饰	601800.SH	中国交建	6.29%	3.05%	5.94%	2.78%	3.61%	2.33%		中央国有企业
1766.HK	中国中车	机械设备	601766.SH	中国中车	4.49%	2.68%	4.78%	2.48%	2.26%	1.31%		中央国有企业
3969.HK	中国通号	机械设备	688009.SH	中国通号	5.80%	2.95%	5.80%	2.71%	3.23%	2.05%		中央国有企业
1816.HK	中广核电力	公用事业	003816.SZ	中国广核	4.08%	2.59%	3.71%	2.34%	1.37%	0.63%		中央国有企业
1336.HK	新华保险	非银金融	601336.SH	新华保险	4.09%	1.82%	4.00%	1.71%	2.15%	1.38%		中央国有企业
1339.HK	中国人民保险集团	非银金融	601319.SH	中国人保	4.63%	2.28%	4.63%	2.13%	2.50%	1.58%		中央国有企业
2628.HK	中国人寿	非银金融	601628.SH	中国人寿	3.50%	1.12%	3.25%	1.04%	2.15%	1.51%		中央国有企业
6099.HK	招商证券	非银金融	600999.SH	招商证券	1.96%	1.42%	1.74%	1.30%	0.42%	0.08%		中央国有企业
6806.HK	申万宏源	非银金融	000166.SZ	申万宏源	2.84%	1.11%	2.63%	1.04%	1.42%	0.93%		中央国有企业
6881.HK	中国银河	非银金融	601881.SH	中国银河	3.57%	1.61%	3.42%	1.44%	1.90%	1.23%		中央国有企业

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:图中涉及标的仅为客观数据梳理，不涉及主观意见推荐

思路3：并购重组下的国央企投资机遇



◆ 资产注入(国资/地方政府实控人)

IPO相对收紧的环境下，企业融资渠道减少，部分实控人为国资委、地方政府的上市企业，有望以资产注入的形式并入同一实控人对应的上市平台，我们筛选下半年以来上市状态为 中止审查 和 撤回上市 的企业，实控人相同，GICS行业类别相同或近似的上市企业进行汇总，结果如下：

图：实控人为国资或地方政府，当前终止IPO的企业名单

日期	公司全称	上市板	状态	实控人	实控人属性	实控人对应上市公司 (同类或近似类别行业)
2024/9/30	青岛海湾化学股份有限公司	上证主板	中止审查	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	
2024/9/30	开源证券股份有限公司	深证主板	中止审查	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	
2024/9/30	华龙证券股份有限公司	上证主板	中止审查	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	
2024/9/30	浙江浙能燃气股份有限公司	上证主板	中止审查	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	浙能电力、浙江新能
2024/9/30	渤海证券股份有限公司	上证主板	中止审查	天津市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	
2024/9/30	佛山水务环保股份有限公司	深证主板	中止审查	佛山市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	佛燃能源
2024/9/30	北京屹唐半导体科技股份有限公司	科创板	中止审查	北京经济技术开发区财政审计局	地方政府	
2024/9/30	深圳市城市规划设计研究院股份有限公司	创业板	中止审查	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	建科院、深水规院、深城交
2024/9/30	西安泰金新能科技股份有限公司	科创板	中止审查	陕西省财政厅	地方政府	西部材料、西部超导、凯立新材
2024/8/27	财信证券股份有限公司	上证主板	中止审查	湖南省人民政府	地方政府	
2024/8/27	陕西省水电开发集团股份有限公司	上证主板	中止审查	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	陕西能源、陕天然气
2024/8/27	湖南省兵器工业集团股份有限公司	深证主板	中止审查	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	博云新材
2024/9/30	南方航空物流股份有限公司	上证主板	中止审查	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	南方航空
2024/9/30	中国茶叶股份有限公司	上证主板	中止审查	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	中粮科技、中国中免、
2024/9/30	中钢集团马鞍山矿山研究总院股份有限公司	科创板	中止审查	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	马钢股份
2024/9/30	中国铀业股份有限公司	深证主板	中止审查	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	中国稀土
2024/8/27	广州银行股份有限公司	深证主板	中止审查	广州市人民政府	地方政府	岭南控股、越秀资本
2024/9/24	中轻长泰(长沙)智能科技股份有限公司	科创板	终止(撤回)	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	
2024/7/29	江苏中法水务股份有限公司	上证主板	终止(撤回)	常熟市财政局(常熟市政府国有资产监督管理委员会)	地方国资委	
2024/7/10	欧冶云商股份有限公司	创业板	终止(撤回)	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	宝钢股份
2024/7/5	南航通用航空股份有限公司	深证主板	终止(撤回)	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	南方航空
2024/7/2	北京晶亦精微科技股份有限公司	科创板	终止(撤回)	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	中瓷电子、上海贝岭

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注:标的仅为客观公告筛选，不涉及主观投资建议

思路4：低估&待涨国央企

- 思路一：“9.24”后涨幅较低的国央企：9.24以来PB变动在5%以内，同时近13周一致预测净利润变化率大于0
- 思路二：长期破净、深度破净；
- 思路三：PEG小于0.5

图：9.24以来“拔估值”幅度较小的国央企

代码	简称	企业属性	一级行业	9.24起涨前PB	当前PB	PB变动	9.24日以来涨幅	一致预测13周变化率(%)	PE (TTM)	股息率
002332.SZ	仙琚制药	地方国有企业	医药生物	1.96	1.59	-18.9%	-15.8%	0.09	15.4	3.1
601456.SH	国联证券	地方国有企业	非银金融	1.50	1.28	-14.3%	16.2%	13.52	180.2	0.6
601088.SH	中国神华	中央国有企业	煤炭	2.21	1.90	-14.0%	1.3%	0.40	13.7	5.7
000400.SZ	许继电气	中央国有企业	电力设备	2.79	2.43	-13.1%	-12.2%	1.06	23.8	2.1
601225.SH	陕西煤业	地方国有企业	煤炭	2.62	2.29	-12.4%	-7.6%	0.06	10.1	7.0
000975.SZ	山金国际	地方国有企业	有色金属	3.98	3.68	-7.5%	-2.5%	5.91	22.6	1.7
600863.SH	内蒙华电	中央国有企业	公用事业	1.74	1.63	-6.6%	-3.0%	0.05	11.9	4.4
600312.SH	平高电气	中央国有企业	电力设备	2.51	2.40	-4.4%	-4.2%	1.84	21.9	2.4
601878.SH	浙商证券	地方国有企业	非银金融	1.60	1.53	-4.0%	4.4%	1.12	31.1	1.5
601628.SH	中国人寿	中央国有企业	非银金融	2.03	1.97	-3.2%	10.4%	56.83	10.1	1.6
601899.SH	紫金矿业	地方国有企业	有色金属	3.37	3.26	-3.1%	2.8%	5.08	14.8	1.8
000088.SZ	盐田港	地方国有企业	交通运输	1.43	1.40	-1.8%	7.8%	11.55	15.2	3.2
600008.SH	首创环保	地方国有企业	环保	1.08	1.07	-1.4%	10.2%	12.62	6.4	3.2
600021.SH	上海电力	中央国有企业	公用事业	1.24	1.23	-0.3%	5.4%	12.59	9.5	2.3
601991.SH	大唐发电	中央国有企业	公用事业	1.58	1.59	0.7%	4.3%	1.50	16.5	0.3
002100.SZ	天康生物	地方国有企业	农林牧渔	1.21	1.22	1.4%	6.5%	4.19	-29.0	-
601965.SH	中国汽研	中央国有企业	汽车	2.45	2.49	1.6%	4.7%	0.62	18.2	2.5
600551.SH	时代出版	地方国有企业	传媒	0.96	0.98	1.7%	3.3%	4.63	10.0	5.6
601179.SH	中国西电	中央国有企业	电力设备	1.69	1.72	1.8%	2.3%	1.48	32.4	1.7
600710.SH	苏美达	中央国有企业	商贸零售	1.56	1.59	2.2%	9.9%	2.16	10.5	3.6
600377.SH	宁沪高速	地方国有企业	交通运输	1.98	2.03	2.5%	8.2%	0.04	16.6	3.2
601319.SH	中国人保	中央国有企业	非银金融	1.10	1.14	3.9%	12.7%	26.90	7.8	3.2
601061.SH	中信金属	中央国有企业	商贸零售	1.63	1.70	4.2%	5.8%	26.58	16.2	2.1
000966.SZ	长源电力	中央国有企业	公用事业	1.07	1.12	4.2%	9.9%	17.27	25.1	0.7
600929.SH	雪天盐业	地方国有企业	基础化工	1.10	1.15	4.3%	4.5%	1.34	16.1	3.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注：个股仅作为数据梳理 不涉及主观投资建议，一致预测13周变化率计算公式为：一致预测净利润变化率(与13周前比)=(指定交易日一致预测净利润-13周前一致预测净利润)/ABS (13周前一致预测净利润)*100%

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

思路4：低估&待涨国央企



- 思路一：“9. 24”后涨幅较低的国央企；
- 思路二：长期破净、深度破净：行业层面，当前各行业连续12个月破净个股占比如图所示，后续关注破净个股数量占比较多的一二级市场；个股层面，关注预期净利润增速为正的连续12个月破净个股名单
- 思路三：PEG小于0. 5

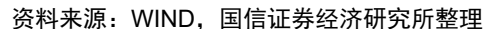
图：行业及个股层面长期破净关注方向

一级行业	国央企数量	破净国央企数量	国央企破净率	代码	简称	12个月最高PB	一级行业	企业属性	一致预测净利润增速(2024年, %)
银行	25	25	100.00%	601818.SH	光大银行	0.49	银行	中央国有企业	0.5%
钢铁	28	11	39.29%	600000.SH	浦发银行	0.49	银行	地方国有企业	11.7%
房地产	64	22	34.38%	601169.SH	北京银行	0.50	银行	地方国有企业	1.0%
建筑材料	25	6	24.00%	601992.SH	金隅集团	0.52	建筑材料	地方国有企业	1411.4%
建筑装饰	73	15	20.55%	000959.SZ	首钢股份	0.55	钢铁	地方国有企业	11.0%
交通运输	82	12	14.63%	601577.SH	长沙银行	0.56	银行	地方国有企业	4.4%
轻工制造	14	2	14.29%	601077.SH	渝农商行	0.58	银行	地方国有企业	4.4%
石油石化	23	3	13.04%	601166.SH	兴业银行	0.59	银行	地方国有企业	2.7%
煤炭	31	4	12.90%	601229.SH	上海银行	0.59	银行	地方国有企业	0.3%
商贸零售	42	5	11.90%	601860.SH	紫金银行	0.60	银行	地方国有企业	0.8%
汽车	62	5	8.06%	000990.SZ	诚志股份	0.62	基础化工	地方国有企业	62.3%
纺织服装	13	1	7.69%	601963.SH	重庆银行	0.64	银行	地方国有企业	3.2%
综合	13	1	7.69%	600208.SH	衢州发展	0.67	房地产	地方国有企业	34.5%
基础化工	94	7	7.45%	601998.SH	中信银行	0.68	银行	中央国有企业	2.2%
传媒	55	3	5.45%	601800.SH	中国交建	0.69	建筑装饰	中央国有企业	3.3%
医药生物	74	4	5.41%	601825.SH	沪农商行	0.69	银行	地方国有企业	2.0%
环保	40	2	5.00%	600266.SH	城建发展	0.70	房地产	地方国有企业	65.5%
公用事业	86	3	3.49%	600649.SH	城投控股	0.70	房地产	地方国有企业	33.8%
非银金融	56	1	1.79%	601939.SH	建设银行	0.71	银行	中央国有企业	0.1%
电子	57	1	1.75%	600269.SH	赣粤高速	0.72	交通运输	地方国有企业	10.3%
机械设备	97	1	1.03%	601658.SH	邮储银行	0.72	银行	中央国有企业	0.9%
美容护理	4	0	0.00%	600623.SH	华谊集团	0.74	基础化工	地方国有企业	21.2%
电力设备	60	0	0.00%	601288.SH	农业银行	0.74	银行	中央国有企业	2.0%
计算机	62	0	0.00%	000498.SZ	山东路桥	0.77	建筑装饰	地方国有企业	4.0%
有色金属	52	0	0.00%	601669.SH	中国电建	0.77	建筑装饰	中央国有企业	2.6%
社会服务	42	0	0.00%	600064.SH	南京高科	0.78	房地产	地方国有企业	18.3%
食品饮料	37	0	0.00%	600820.SH	隧道股份	0.79	建筑装饰	地方国有企业	5.0%
通信	27	0	0.00%	600919.SH	江苏银行	0.80	银行	地方国有企业	9.2%
国防军工	56	0	0.00%	601009.SH	南京银行	0.81	银行	地方国有企业	6.9%
家用电器	14	0	0.00%	600339.SH	中油工程	0.82	石油石化	中央国有企业	14.6%
农林牧渔	34	0	0.00%						

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理 注:个股仅作为数据梳理 不涉及主观投资建议

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 图：200亿以上国央企的PEG视角



注:个股仅作为数据梳理 不涉及主观投资建议,24-25净利润CAGR基于wind一致预期测算 气泡大小为股息率(TTM)

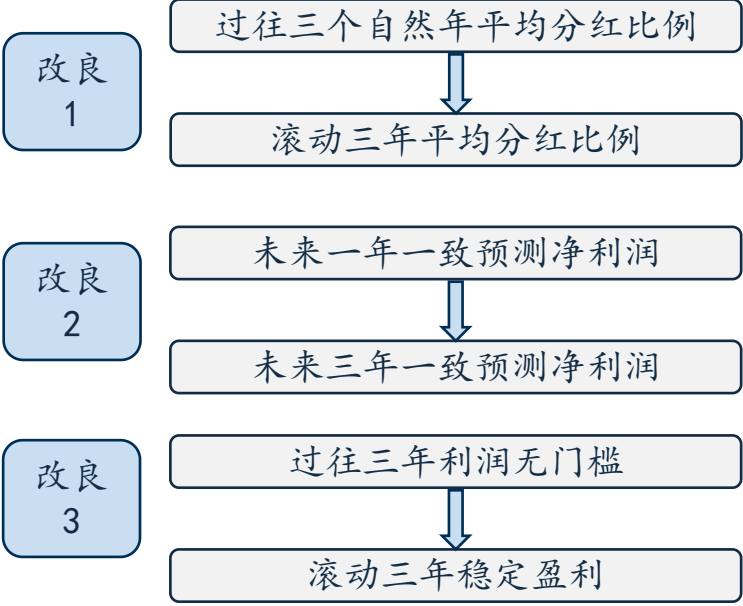
思路5：预期高股息



预期股息率再改良：我们从预期分红比例的可靠性，净利润的前瞻性，以及过往盈利稳定性对预期高股息模型进行进一步改良。

从结果上看，央企未来三年综合预期股息率top 50门槛大约在3.5%；地方国企盈利弹性较大，top 50预期股息率门槛接近5%。

图：国央企“预期高股息”再改良



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：国央企“预期高股息”再改良，前瞻维度拉长至未来三年

	代码	简称	申万行业	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	企业属性
1	600737.SH	中粮糖业	农林牧渔	201.1	10.44%	中央国有企业
2	000830.SZ	鲁西化工	基础化工	211.5	8.70%	中央国有企业
3	600433.SH	冠豪高新	轻工制造	53.7	8.20%	中央国有企业
4	600282.SH	南钢股份	钢铁	273.7	8.08%	中央国有企业
5	600750.SH	江中药业	医药生物	139.1	7.34%	中央国有企业
6	601006.SH	大秦铁路	交通运输	1198.6	6.30%	中央国有企业
7	000708.SZ	中信特钢	钢铁	567.3	5.84%	中央国有企业
8	603128.SH	华贸物流	交通运输	81.0	5.67%	中央国有企业
9	600028.SH	中国石化	石油石化	7592.2	5.34%	中央国有企业
10	000928.SZ	中钢国际	建筑装饰	88.7	5.29%	中央国有企业
11	601088.SH	中国神华	煤炭	7790.4	5.18%	中央国有企业
12	600916.SH	中国黄金	纺织服饰	141.3	5.14%	中央国有企业
13	600497.SH	驰宏锌锗	有色金属	283.6	5.13%	中央国有企业
14	600795.SH	国电电力	公用事业	763.4	5.05%	中央国有企业
15	300396.SZ	迪瑞医疗	医药生物	40.1	5.05%	中央国有企业
16	601288.SH	农业银行	银行	17744.1	4.97%	中央国有企业
17	601668.SH	中国建筑	建筑装饰	2318.1	4.88%	中央国有企业
18	601919.SH	中远海控	交通运输	2315.9	4.83%	中央国有企业
19	603013.SH	亚普股份	汽车	73.8	4.80%	中央国有企业
20	600863.SH	内蒙华电	公用事业	270.2	4.77%	中央国有企业
21	601658.SH	邮储银行	银行	5225.8	4.76%	中央国有企业
22	600019.SH	宝钢股份	钢铁	1463.5	4.76%	中央国有企业
23	600582.SH	天地科技	机械设备	239.2	4.76%	中央国有企业
24	600048.SH	保利发展	房地产	1045.0	4.69%	中央国有企业
25	600970.SH	中材国际	建筑装饰	243.9	4.66%	中央国有企业
26	600236.SH	桂冠电力	公用事业	499.7	4.65%	中央国有企业
27	601857.SH	中国石油	石油石化	16215.7	4.62%	中央国有企业
28	000591.SZ	太阳能	公用事业	172.4	4.32%	中央国有企业
29	000423.SZ	东阿阿胶	医药生物	399.1	4.25%	中央国有企业
30	601598.SH	中国外运	交通运输	376.4	4.17%	中央国有企业
31	600710.SH	苏美达	商贸零售	117.3	4.08%	中央国有企业
32	601398.SH	工商银行	银行	23629.7	4.04%	中央国有企业
33	600489.SH	中金黄金	有色金属	619.0	3.95%	中央国有企业
34	600328.SH	中盐化工	基础化工	110.7	3.94%	中央国有企业
35	600428.SH	中远海特	交通运输	145.3	3.92%	中央国有企业
36	000883.SZ	湖北能源	公用事业	306.8	3.88%	中央国有企业
37	600116.SH	三峡水利	公用事业	127.5	3.85%	中央国有企业
38	601872.SH	招商轮船	交通运输	566.0	3.81%	中央国有企业
39	001979.SZ	招商蛇口	房地产	914.2	3.75%	中央国有企业
40	000999.SZ	华润三九	医药生物	558.3	3.74%	中央国有企业
41	600508.SH	上海能源	煤炭	89.3	3.73%	中央国有企业
42	601728.SH	中国电信	通信	6295.7	3.72%	中央国有企业
43	601818.SH	光大银行	银行	2180.3	3.70%	中央国有企业
44	002128.SZ	电投能源	煤炭	441.8	3.67%	中央国有企业
45	002415.SZ	海康威视	计算机	2594.5	3.65%	中央国有企业
46	002057.SZ	中钢天源	社会服务	54.8	3.64%	中央国有企业
47	600062.SH	华润双鹤	医药生物	197.3	3.62%	中央国有企业
48	001965.SZ	招商公路	交通运输	901.6	3.60%	中央国有企业
49	002419.SZ	天虹股份	商贸零售	56.7	3.59%	中央国有企业
50	600900.SH	长江电力	公用事业	7046.8	3.53%	中央国有企业

央企前瞻分红50

	代码	简称	申万行业	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	企业属性
1	600546.SH	山煤国际	煤炭	221.2	7.82%	地方国有企业
2	600057.SH	厦门象屿	交通运输	136.2	7.75%	地方国有企业
3	000581.SZ	威孚高科	汽车	175.1	7.42%	地方国有企业
4	600755.SH	厦门国贸	交通运输	138.1	7.17%	地方国有企业
5	600373.SH	中文传媒	传媒	160.6	7.16%	地方国有企业
6	000983.SZ	山西焦煤	煤炭	441.1	7.11%	地方国有企业
7	601666.SH	平煤股份	煤炭	222.5	7.01%	地方国有企业
8	600502.SH	安徽建工	建筑装饰	76.4	7.01%	地方国有企业
9	601369.SH	陕鼓动力	机械设备	135.6	6.97%	地方国有企业
10	600971.SH	恒源煤电	煤炭	104.3	6.59%	地方国有企业
11	601225.SH	陕西煤业	煤炭	2123.2	6.54%	地方国有企业
12	000915.SZ	华特达因	医药生物	63.6	6.40%	地方国有企业
13	601699.SH	潞安环能	煤炭	407.1	6.37%	地方国有企业
14	601009.SH	南京银行	银行	1173.2	6.37%	地方国有企业
15	000906.SZ	浙商中拓	交通运输	43.3	6.36%	地方国有企业
16	600919.SH	江苏银行	银行	1761.7	6.35%	地方国有企业
17	600985.SH	淮北矿业	煤炭	361.2	6.31%	地方国有企业
18	600039.SH	四川路桥	建筑装饰	623.8	6.23%	地方国有企业
19	605599.SH	莱百股份	纺织服饰	83.1	6.21%	地方国有企业
20	601229.SH	上海银行	银行	1263.0	5.98%	地方国有企业
21	600894.SH	广日股份	机械设备	116.7	5.83%	地方国有企业
22	600820.SH	隧道股份	建筑装饰	199.3	5.80%	地方国有企业
23	000090.SZ	天健集团	房地产	72.5	5.76%	地方国有企业
24	603357.SH	设计总院	建筑装饰	48.2	5.74%	地方国有企业
25	600123.SH	兰花科创	煤炭	116.4	5.70%	地方国有企业
26	000685.SZ	中山公用	环保	126.6	5.67%	地方国有企业
27	601101.SH	昊华能源	煤炭	110.2	5.66%	地方国有企业
28	601169.SH	北京银行	银行	1270.7	5.61%	地方国有企业
29	601825.SH	沪农商行	银行	790.8	5.50%	地方国有企业
30	601168.SH	西部矿业	有色金属	408.7	5.50%	地方国有企业
31	300770.SZ	新媒股份	传媒	89.6	5.48%	地方国有企业
32	000937.SZ	冀中能源	煤炭	217.7	5.47%	地方国有企业
33	002083.SZ	孚日股份	纺织服饰	45.2	5.45%	地方国有企业
34	600741.SH	华域汽车	汽车	511.4	5.41%	地方国有企业
35	600188.SH	兖矿能源	煤炭	1341.3	5.32%	地方国有企业
36	600479.SH	千金药业	医药生物	43.1	5.29%	地方国有企业
37	601166.SH	兴业银行	银行	4113.3	5.26%	地方国有企业
38	601000.SH	唐山港	交通运输	259.6	5.23%	地方国有企业
39	601838.SH	成都银行	银行	701.8	5.22%	地方国有企业
40	600064.SH	南京高科	房地产	126.3	5.21%	地方国有企业
41	600642.SH	中能股份	公用事业	433.6	5.17%	地方国有企业
42	600284.SH	浦东建设	建筑装饰	56.7	5.08%	地方国有企业
43	603239.SH	浙江仙通	汽车	36.2	5.08%	地方国有企业
44	603071.SH	物产环能	煤炭	67.8	5.07%	地方国有企业
45	601577.SH	长沙银行	银行	335.0	5.03%	地方国有企业
46	600325.SH	华发股份	房地产	148.1	5.02%	地方国有企业
47	600461.SH	洪城环境	环保	123.8	4.90%	地方国有企业
48	601033.SH	永兴股份	环保	124.1	4.89%	地方国有企业
49	600901.SH	江苏金租	非银金融	300.6	4.83%	地方国有企业
50	000951.SZ	中国重汽	汽车	222.4	4.83%	地方国有企业

地方国企前瞻分红50

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

注:个股仅作为数据梳理 不涉及主观投资建议

- 一、海外货币政策节奏和幅度的不确定性；
- 二、文中所列指数、个股、产品仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

免责声明

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032