

财联社4月7日讯（记者 沈述红）3月以来，以“中字头”为代表的央国企板块“各显神通”，展现出新气象。如何从“中特估”的beta中获取alpha的投资方向，成为了投资者关注的焦点。

在招商基金研究部首席经济学家李湛看来，“中特估”有可能成为未来投资的一条主线，但需要在产业价值重估、价值回归重估、价值发现重估这三个不同方向上，通过一定比例的投资组合，对冲央国企改革大板块内部非理性的波动，平滑产品净值曲线，提升产品的投资体验。

结合政策方向来看，他认为，契合国家战略发展方向的行业，以及核心竞争力稳定以及投资者关系管理体系成熟的上市公司有望从中受益，未来的国企价值抬升与结构性投资机会将主要围绕资源整合型、科创领头型和价值重估型三大方向发展。

不过，值得关注的是，机构投资者占比较低，中长期资金相对不足，稳健型企业价值普遍低估的现实处境，是央国企重新定价过程中的最大阻力。李湛表示，要提升股票市场资金的长期属性，可以从现有机构投资者角度出发，重点提升社保、保险类长期资金的权益类资产配置比重。

他同时认为，相关炒作与估值泡沫问题也应当予以关注，中特估值应当贴合基本面情况与市场行情。关于防范估值泡沫风险，可以重点关注上市央国企“一增一稳四提升”指标，理性考虑企业业绩表现、投入产出比以及现金流安全情况；同时可以重点关注不同板块估值水平差异，各行业国内国企与非国企、国内与海外国企估值水平差异，应当缩小到合理水平而非一味提升央国企估值水平。

或成未来投资主线之一

近期中国特色社会主义估值体系相关板块表现较好，受到投资者的热捧，数字经济、一带一路、股权激励、高分红潜力、ESG等相应关键词也被热捧和逐一拆解。

从指数来看，2022年11月发布的三大央企主题指数表现亮眼。截至4月7日，中证国新央企科技引领指数（932038.CSI）、中证国新央企现代能源指数（932037.CSI）和中证国新央企股东回报指数（932039.CSI）涨幅领先，今年以来分别上涨17.37%、6.02%和10.92%；从个股来看，“中字头”表现亮眼，三大通信运营商、“三桶油”行业领涨，一带一路与数字经济板块表现活跃。

出彩的市场表现之下，投资者疑惑的是：“中特估”背后所涵盖的投资机会，究竟是昙花一现的主题投资机会，还是中长期红利？

李湛直言，“中特估”有可能成为未来投资的一条主线。仅从机构持仓上看，目前

，机构对央国企的投资与持仓力度增加，相关主题基金也已上报。

此前的3月14日，9家头部基金公司集体上报央企主题ETF，追踪三大央企主题指数。其中工银瑞信、博时、嘉实申报央企能源ETF指数基金；易方达、南方、银华申报科技引领ETF指数基金；广发、汇添富以及招商申报股东回报ETF指数。

但他表示，“中特估”投资需要三个不同方向上通过一定比例的投资组合，对冲央国企改革大板块内部非理性的波动，平滑产品净值曲线，提升产品的投资体验。

他所提及的三个不同方向，即为央国企的产业价值重估、价值回归重估、价值发现重估。

其中，产业价值的重估，是以数字安全为代表的科技安全作为出发点，信创产业国家队被赋予重任，其产业价值需要重估，同时与AI+的重估也密不可分；价值回归的重估，是以“贸易安全”为出发点，既为了寻求新的发展空间，又为了在错综复杂的大环境下积极防御；价值发现的重估，其出发点则是基于“资本安全”。

“对于国有资本来说，只有流动和周转起来才会发挥其最大的作用。”李湛分析，通过资产市场的增减持，不断将国有资本投入到更有增长潜力的领域，可以动态优化国有资本在国民经济中的布局并发挥其最大作用。

而在如何有效提升央国企估值上，他认为有三点尤为重要：

一是要重视产业特性，正确评估战略前景与创新能力的价值，重视政策支持对企业基本面的长期影响，对处于不同行业、不同生命周期、不同环节的企业采用多样化估值方式，充分考虑产业结构变化，正确评估科技创新能力。

二是重视股东回报，正确评估薪酬激励与内部管理机制。

三是重视国企边际变化，正确反映的国企改革成果。“重点监控国企财务指标边际变化，及时调整估值方法及操作流程，是中国特色估值方法的重要工作之一。”李湛表示，探索建立具有中国特色的估值体系，关键在于准确全面认识、理解国企央企的价值。

## 关注三方面投资机会

事实上，在历史上，国企改革政策有比较强的连贯性。李湛认为，下一阶段国企改革政策的内涵，在于通过做大做强做优国有资本，提高国有企业内生价值从而实现国有企业估值重塑，这对资本市场中的国企与央企上市公司具有积极意义。

结合政策方向来看，他认为未来的国企价值抬升与结构性投资机会将主要围绕以下几个方向：

一是资源整合型：国有企业战略定位清晰，战略性重组和专业化整合能有效优化资源布局，推动加快建设世界一流企业，央企专业化整合是重点工作方向。中国特色现代企业制度背景下，混合所有制改革仍然是推动国企经营机制转换与治理能力提升的关键力量，建议关注有平台型龙头央企，以及资产注入或重组预期的板块和标的。

二是科创领头型：“卡脖子”关键核心技术领域/战略新兴产业，具备数字化、智能化转型逻辑，以及符合ESG方向的优质国企与央企，尤其是符合国家安全背景的“链主”企业（各行业龙头央企国企）。

三是价值重估型：估值明显偏低的板块，以及结合财务指标看具备“核心竞争力”优质的板块和标的，有更大潜力迎来资本市场关注与估值重塑的机会。

“央企新的考核体系的改变，带来了巨大变化。”李湛指出，这使得国有股东和普通股东的利益得以统一，统一了管理层与股东的利益，也协调了国有体制和市场化机制的一致性。对公司的考核更注重市场价值后，市场化激励机制也会随之而来，而股权激励，是目前央国企改革中认同度较高的针对管理层的激励机制。

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

这之中，主要关注四大领域：一是高端技术突破：聚焦高端装备制造、信创、半导体、新材料等实现产业升级的关键产业；二是数字化转型与绿色发展：智慧工厂、智慧城市、智慧交通、绿色能源、低碳改造相关板块；三是增强国家安全力量：聚焦国防军工领域以及煤炭、油气、电力等能源保障领域；四是稳经济促增长：基建央企、金融地产以及银行等对于稳定经济增长具有重大意义的产业。

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

从公司竞争力上看，一方面，他建议重点关注打造现代产业链的央企集团“链长”，特别是承担与国家安全、科技创新、数字智能、绿色降碳相关的央企集团；另一方面，建议重点关注承担专业化整合作用的核心企业，包括装备制造、检验检测、医药健康、矿产资源、工程承包、煤电、清洁能源等领域存在重组整合预期的相关

上市央国企。

“从投资者关系管理上看，建议关注分红率稳定，投资者关系管理体系成熟以及合理运用市值管理工具的企业。”李湛说道。

风险、阻力与契机

伴随着央国企相关主题的强势表现，“炒作”与“泡沫”也如影随形。

李湛表示，炒作与估值泡沫问题应当予以关注，中特估值应当贴合基本面情况与市场行情。关于防范估值泡沫风险，他认为可以从两方面入手。

其一，从基本面看，重点关注上市央国企“一增一稳四提升”指标。2023年国资委重新划定了央国企考核指标，提出要确保利润总额增速高于全国GDP增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。“在确定估值水平时，应当理性考虑企业业绩表现、投入产出比以及现金流安全情况。”

其二，从市场行情看，重点关注不同板块估值水平差异。在他看来，不仅要关注各行业国内国企与非国企估值水平差异，还应重点关注各行业国内与海外国企估值水平差异。理性估值下，二者的估值水平差异应当缩小到合理水平而非一味提升央国企估值水平。

至于行情应该发展到何种程度，他认为估值水平是一个重要参照对象。“从国内角度讲，应当重点关注各行业国内国企与非国企估值水平差异；从国际角度讲，应当重点关注各行业国内与海外国企估值水平差异。在价值投资阶段，二者的估值水平差异应当缩小到合理水平。”

总体而言，李湛认为，中特估值不应当脱离业绩表现，同时也该兼顾市场整体风险。“上市公司资产质量改善程度是否符合预期、国企改革进展是否顺利，以及宏观经济是否持续上行、经济复苏进度是否符合预期、市场波动程度是否加大等，都是值得关注的风险点。”

另外，值得关注的是，机构投资者占比较低，中长期资金相对不足，稳健型企业价值普遍低估的现实处境，也是央国企重新定价过程中的最大阻力。

李湛分析，整体来讲，央国企经营风格稳健，营收能力稳定，其股票价格具有增长平稳、波动率小以及高分红的特征，长期表现出众却难以在短期带来高额回报。

而与海外资本市场相比，我国机构投资者占比较低，个人投资者占比较高。从时间维度上来看，个人投资以短期资金为主，追求短期高回报。“央国企股票长期稳健增长的投资属性与保险、社保等中长期机构投资者投资偏好相符，却难以获得个人投资者青睐，因而存在央国企整体业绩良好但估值溢价低于成长性企业的问题。”李湛表示。

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

根据监管规定，我国社保基金、基本养老保险基金投资于股票的比例上限分别为40%和30%，与美国DC计划和IRA计划相比仍有较大提升空间。“我国可以从提升机构投资者数量角度出发，重点吸引二三支柱养老金等更多长期资金入市。”李湛称。

数据显示，2022年11月25日，我国第三支柱个人养老金制度正式启动实施。但从整体来看，二三支柱养老金占比较低。截至2021年，我国养老金三支柱占比分别为57.1%、42.9%和0.01%；美国养老金三支柱占比分别为6%、58%和35%，我国二三支柱养老金规模存在较大增长空间，对于提升股票市场长期资金占比起着重大作用。

本文源自财联社记者 沈述红