

港股策略

中国特色估值体系中的投资机会

我们的分析显示，在过去的16年期间，央国企的收入与中国GDP的相关性接近60%，表明了央国企在支持中国经济发展方面一直发挥着重要作用。随着中国特色的估值体系的构建，我们预计央国企将迎来估值重估。我们认为随着国资委优化2023年央企考核指标，央企将更加关注净资产收益率(ROE)和现金流方面的提升。同时，潜在的股权激励计划扩张将有助推动央国企管理层采取更积极行动，以提振公司股价表现。我们在本报告中将从考核指标和行业主题两大方面寻找投资机会，时对港股市场中的央国企以不同估值指标进行梳理。

- **中国现代资本市场背景及央国企估值重塑机遇。** 央国企在支持国内经济转型和进一步发展方面起着关键作用，故此央国企在优化商业模式、提高资本效率和改善经营业绩方面的工作显得至关重要。我们预计央国企估值重塑将为能源、科技和金融等具备战略意义的关键行业注入全新活力。随后，国资委于2023年初提出优化央企考核指标以推动高质量增长，包括新增净资产收益率和营业现金比率指标。我们期待央国企将制定更多目标及落地多方面战略来优化资本回报、减少低效率情况，以推动更高质量增长。
- **优化央企考核指标下可关注以下行业：** 央国企价值重估是实现中国特色估值体系的关键路径之一，可从三个大方向实现：1) 提升生产力；2) 改善现金流；3) 资产注入及分拆。随着新一轮央企评考核指标优化的展开，有望进一步提升央国企在技术能力和整体运营效率等方面的核心竞争力，同时透过企业架构优化增强其核心功能。我们预计能源及电力、通信服务和军工等行业将会从中受益。
- **重点关注以下投资主题机会：** 我们同时看好符合政策路径且具备投资主题机会的央国企：(1) 数字经济+央国企：研发投入力度大的科技、电信服务央国企；(2) 国家安全+央国企：对国家能源和信息安全起关键作用的能源、软硬件国企；(3) “一带一路”+央国企：参与“一带一路”建设的能源、交通、建筑等央国企。
- **港股上市央国企的估值情况：** 据我们统计，共有324家央国企（包括中央及地方国有企业）在香港上市，其中金融/能源/通信行业分别占港股上市国有企业总市值的43%/16%/10%。就市盈率而言，在港股上市的206家央国企中（剔除市值低于5亿美元后），共有28家央国企的2023年预测市盈率低于4倍，而金融和工业（主要为基建）行业占多数。就股息率而言，共有19家公司股价交易在股息率大于9%的水平。

贺赛一, CFA
 (852) 3916 1739
 hesaiyi@cmbi.com.hk

冯键嵘, CFA
 (852) 3900 0826
 waynefung@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D
 (852) 3761 8967
 yebingnan@cmbi.com.hk

陈喆, CFA
 (852) 3916 3739
 gigichen@cmbi.com.hk

陶冶
 franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
 luwentao@cmbi.com.hk

伍泳雅
 (852) 3761 8725
 katherineng@cmbi.com.hk

张元圣
 (852) 3761 8727
 kevinzhang@cmbi.com.hk

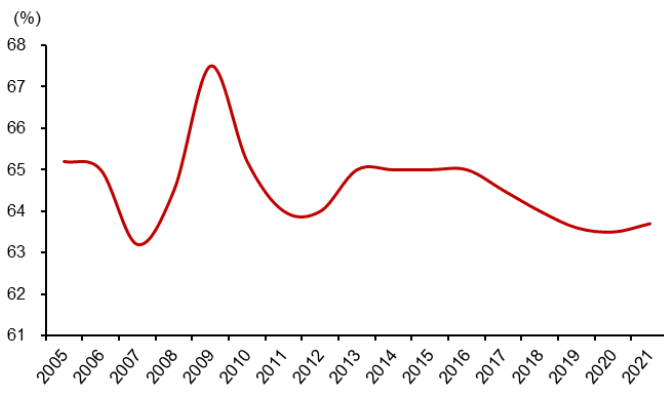
马毓泽
 (852) 3900 0805
 nikama@cmbi.com.hk

- **投资建议：1) 金融保险行业：(i) 中国财险 (2328 HK)：**展望 2023 年，我们看好中国财险，基于其承保利润有望在综合成本率稳步下行的基础上得以持续提升。随着公司对高质量业绩的把控及运营发展效率的持续关注，我们认为公司在中特估体系下的新考核指标中有望进一步释放其价值潜能；**(ii) 中国人寿 (2628 HK)：**我们看好中国人寿新业务价值的企稳回升，对公司股价将形成基本面的正面支撑。根据渠道调研的结果，我们认为一季度公司开门红业绩的大幅回升有望带动公司一季度整体寿险新业务价值实现正增长，同时寿险新业务增长动能有望在 2023 年全年持续。此外，公司代理人产能的持续提升，也将为寿险新业务增长带来动力。**2) 基建股：**随着中国与中东关系持续改善，基建公司将受益于中国基建支出的强劲增长以及海外业务机遇。基建行业的相关股票目前交易在 2-4 倍 2023 年市盈率。**3) 煤炭股：**收益稳定（目前股息率 11-14%），具有防御性。

央国企基本面及关键财务指标复盘

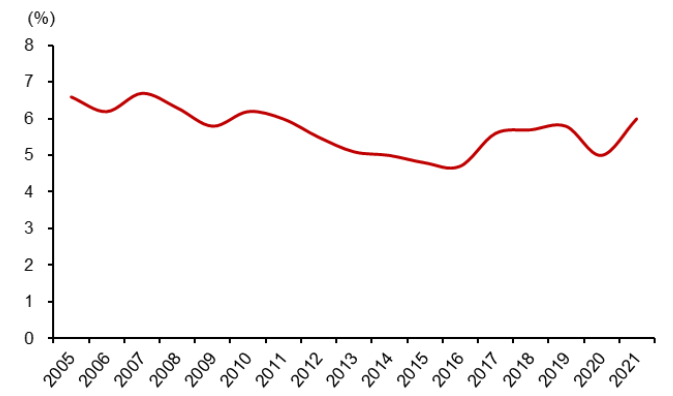
- **央国企的行业平均资产负债率处于较低水平。**随着 2016 年以来开展的一系列资本投资以及并购改革重组，央国企的资产负债率在 2019-2021 年间均降至 64% 以下（根据万得数据），为过去 20 年以来的最低水平。
- **央国企净资产收益率自 2017 年以来持续改善；但仍远低于私营公司。**央国企净资产收益率在 2007-2016 年呈下降趋势。受益于企业盈利能力的提升和去杠杆化，央国企的净资产收益率从 2016 年的 4.7% 提升至 2021 年的 6%，但仍远低于民营企业，可见仍具备进一步提升空间。

图 1: 央国企资产负债率趋势



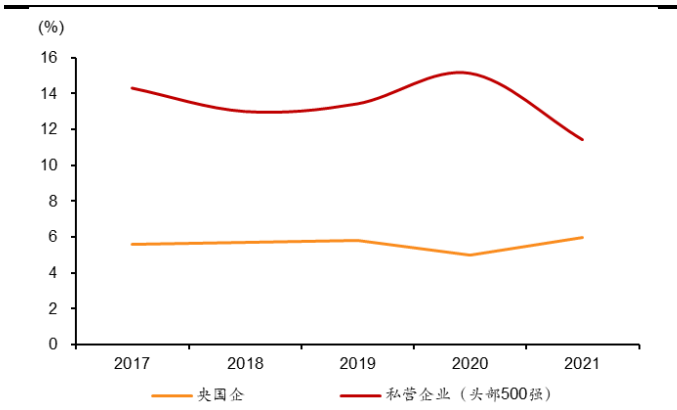
资料来源：Wind、招银国际环球市场

图 2: 央国企净资产收益率趋势



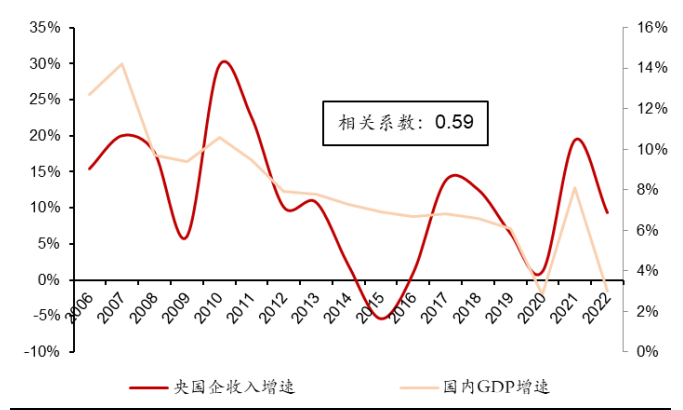
资料来源：Wind、招银国际环球市场

图 3: 央国企净资产收益率多年低于私营企业（头部 500 强）水平



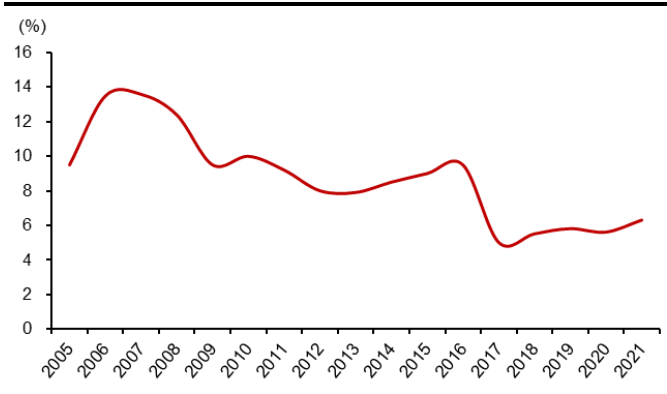
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 4: 中国 GDP 增速与央国企收入增速呈正关系



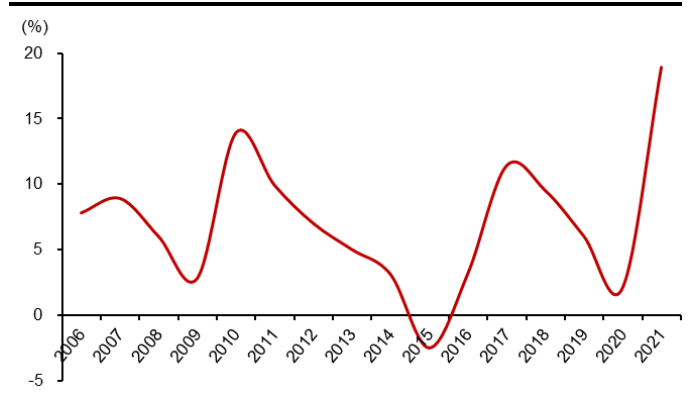
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 5: 央国企净利润率趋势



资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 6: 央国企净利润增长趋势



资料来源: Wind、招银国际环球市场

考核指标体系优化将有助提升央国企的盈利质量

为推进央国企的高质量发展，国资委明确提出 2023 年中央企业经营指标体系将新增以下两项考核指标：（1）以净资产收益率代替净利润指标；（2）以营业现金比率代替营业收入利润率。同时，对资产负债率指标的考核要求从“控制好”变更为“总体保持稳定”。

我们预计以上优化措施将会有效激励央国企管理层：（1）更好地管理运营资金并改善现金流；（2）更关注自身盈利增长；（3）加大杠杆（尤其是在信贷宽松环境下）以扩张业务并改善净资产收益率；（4）分拆资产。

图 7: 央企考核指标体系从“两利四率”变为“一利五率”

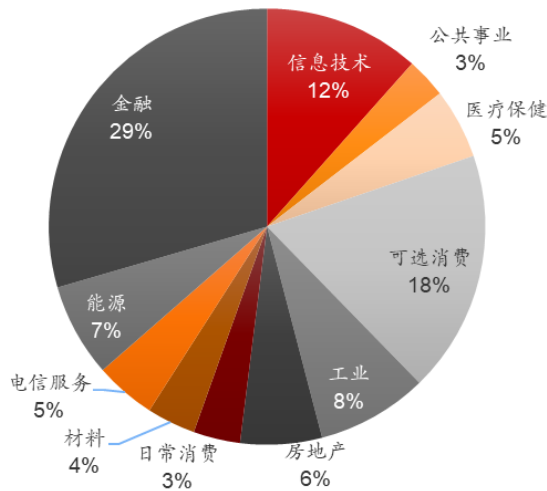
	2022	2023
考核指标	<ul style="list-style-type: none"> 盈利指标: 利润总额、净利润 经营比率指标: 营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率 	<ul style="list-style-type: none"> 盈利指标: 利润总额 经营比率指标: 资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率
要求指引	<ul style="list-style-type: none"> 利润总额和净利润增速高于国民经济增速 控制好资产负债率 营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费进一步提高 	<ul style="list-style-type: none"> 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、全员劳动生产率、研发经费投入强度、营业现金比率实现进一步提升

资料来源: 国资委、招银国际环球市场

金融行业：市值占比最高，看好保险国企

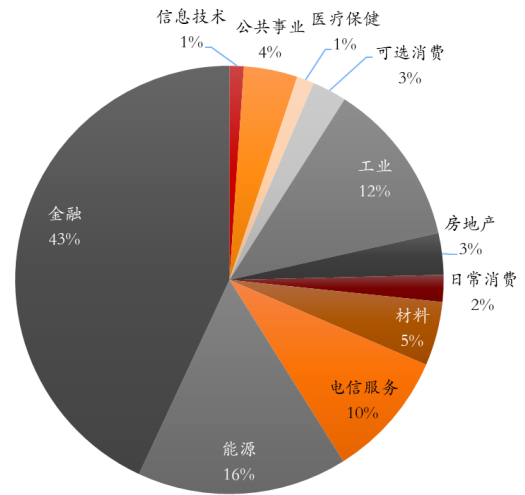
- **大型国有银行：**虽然受贷款市场利率下行的影响，银行净息差将有所承压，但对大型国有银行来说，贷款投放量的增长伴随资产质量的稳健提升，有望支撑 2023 年全年利润的稳步回升。此外，新商业银行资本管理方法的落地执行，将成为板块当前重要的估值催化剂，支撑国有大型银行股息率进一步提升。
- **大型国有保险公司：**寿险方面，我们看好寿险公司新业务价值增长动能有望在 2023 年全年企稳回升，主要受居民对储蓄型产品的需求增强及寿险代理人产能进一步提升的带动。财险方面，我们看好中国财险 (2328 HK) 在承保利润率方面有望持续优于同业，基于公司领先于行业的大模型及数据基础，叠加对公司业务质量及效率胜于销量的重视。此外，将于今年全面执行的新金融工具、保险合同准则将为板块的估值修复提供新催化剂，看好头部价值率具备优势的保险公司。

图 8: 港股市场行业占比 (按市值统计)



资料来源：Wind、招银国际环球市场
注：根据公司市值统计

图 9: 港股上市央国企行业占比 (按市值统计)



资料来源：Wind、招银国际环球市场
注：根据公司市值统计

图 12: 港股上市央企国企估值排名 (按股息率排序) (1)

Table with columns: 公司, 行业, 价格 (本地货币), 市值 (US\$ mn), 股息率 (%) FY23E, 市盈率 (x) FY23E, 市盈率 (x) FY24E, 市盈率 (x) FY24E, 企业价值倍数 (x) FY23E, 企业价值倍数 (x) FY24E, 盈利增长 (%) FY23E, 盈利增长 (%) FY24E. Lists various companies like 兖矿能源, 华润啤酒, etc.

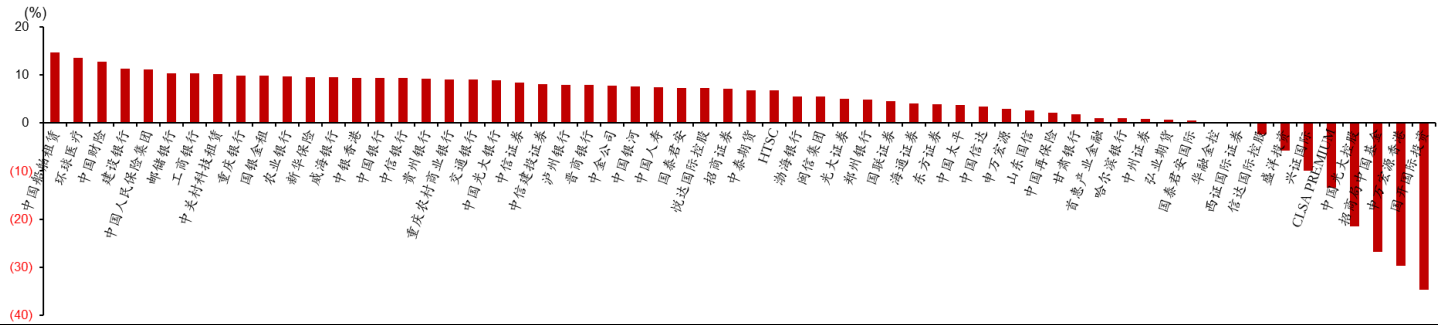
资料来源: 彭博、Wind、招银国际环球市场

图 13: 港股上市央企估值排名 (按股息率排序) (2)

Table with 14 columns: 公司, 行业, 价格 (本地货币), 市值 (US\$ mn), 股息率 (%), FY23E, 市盈率 (x), FY23E, 市净率 (x), FY23E, 企业价值倍数 (x), FY23E, 同比增长 (%), FY23E. Rows include companies like 中信证券, 中航航空租赁, 联想集团, etc.

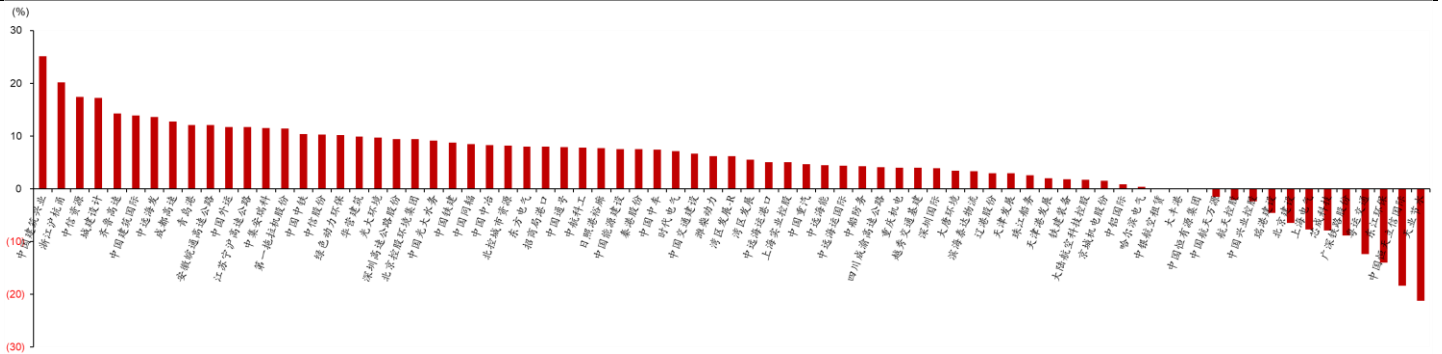
资料来源: 彭博、Wind、招银国际环球市场
注: 表格内灰色重点公司为招银国际研究部覆盖股票

图 14: 金融行业央国企净资产收益率水平



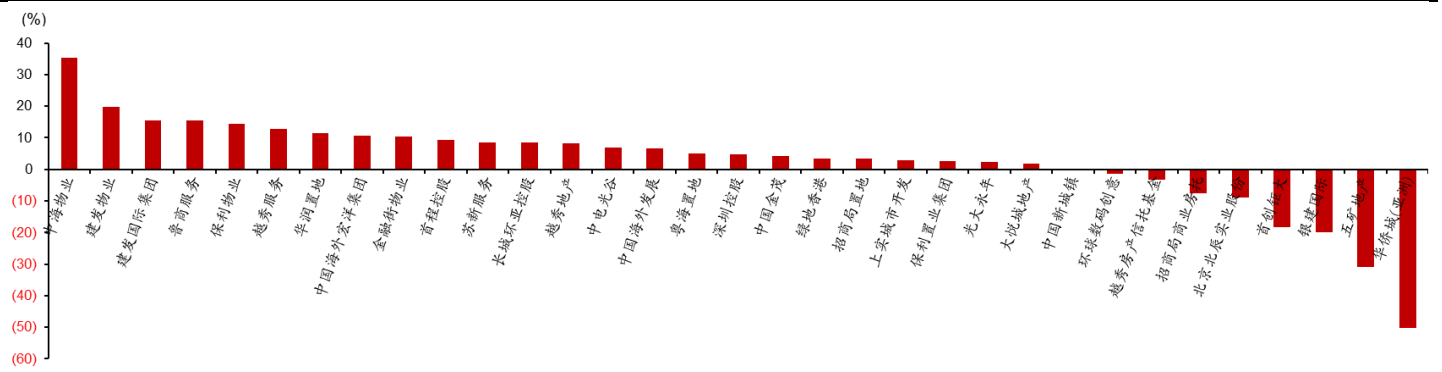
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 15: 工业行业央国企净资产收益率水平



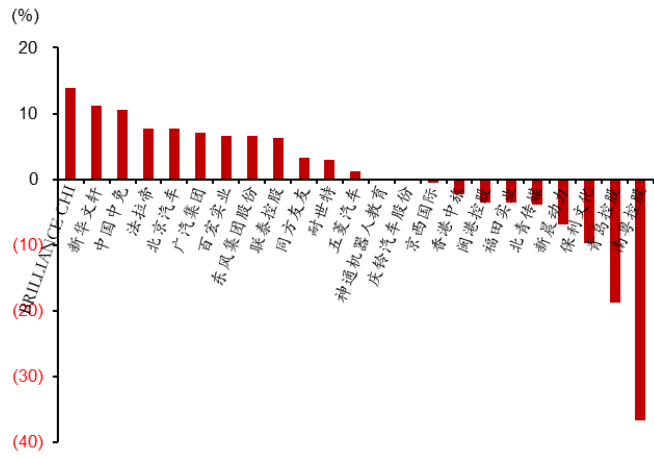
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 16: 房地产行业央国企净资产收益率水平



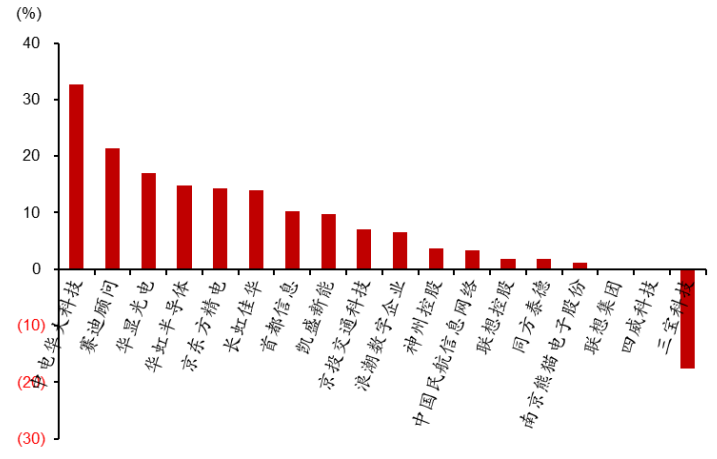
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 17: 可选消费行业央国企净资产收益率水平



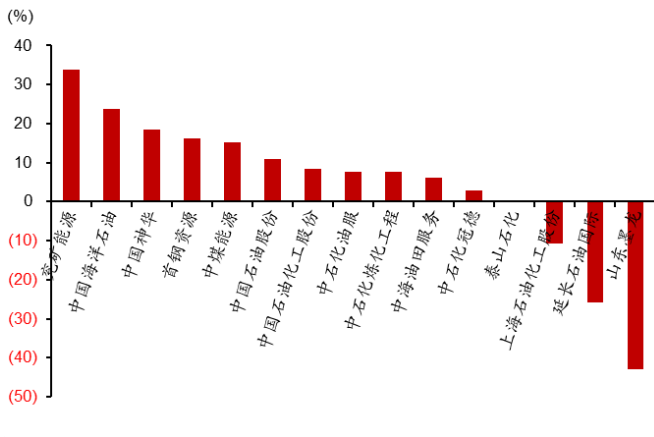
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 18: 信息技术行业央国企净资产收益率水平



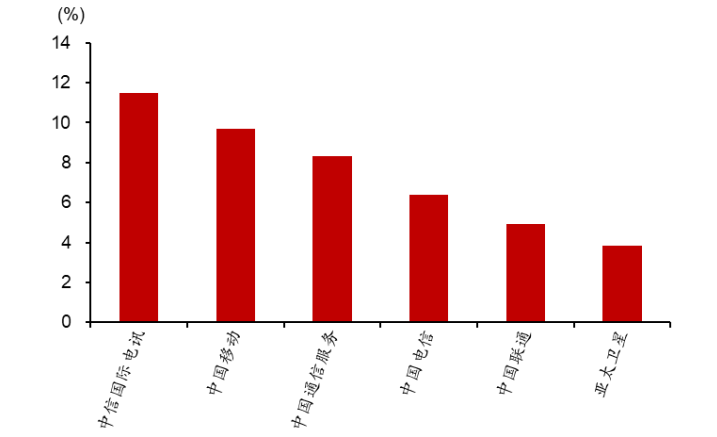
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 19: 能源行业央国企净资产收益率水平



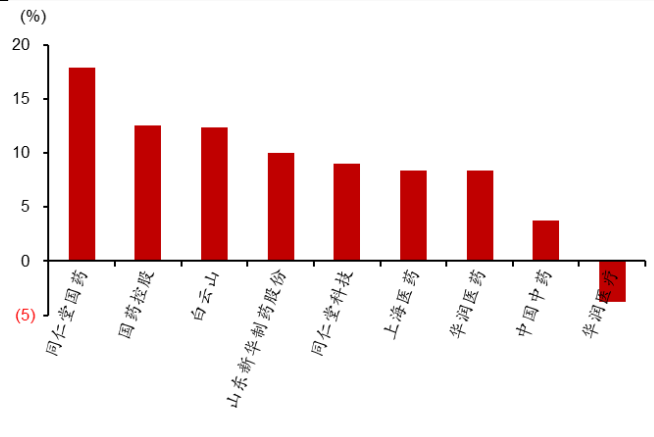
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 20: 电信服务行业央国企净资产收益率水平



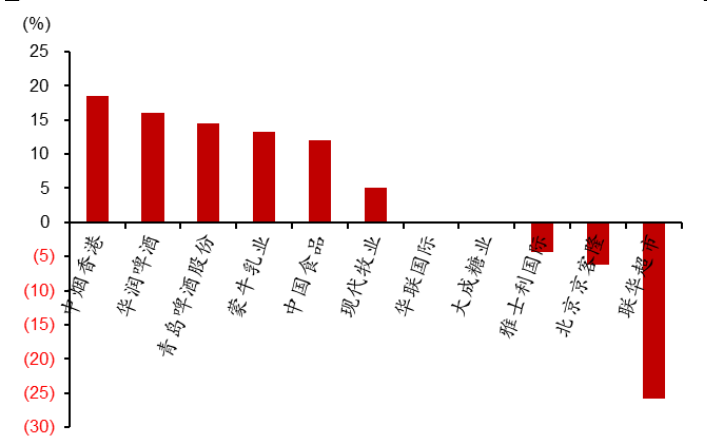
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 21: 医疗保健行业央国企净资产收益率水平



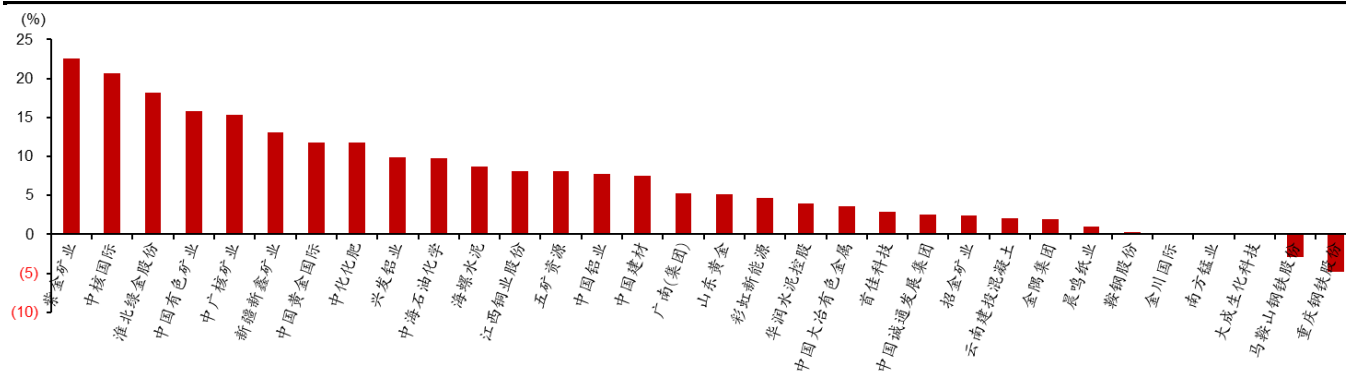
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 22: 必选消费行业央国企净资产收益率水平



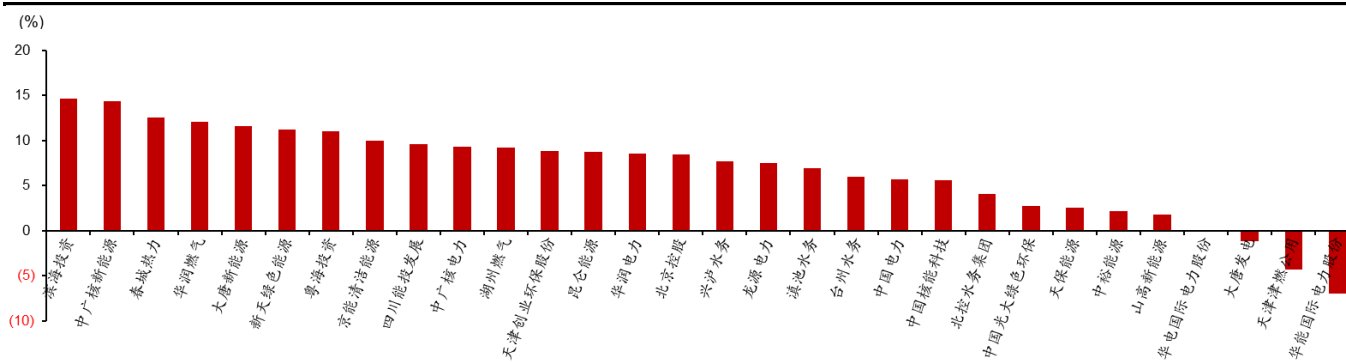
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 23: 材料行业央企净资产收益率水平



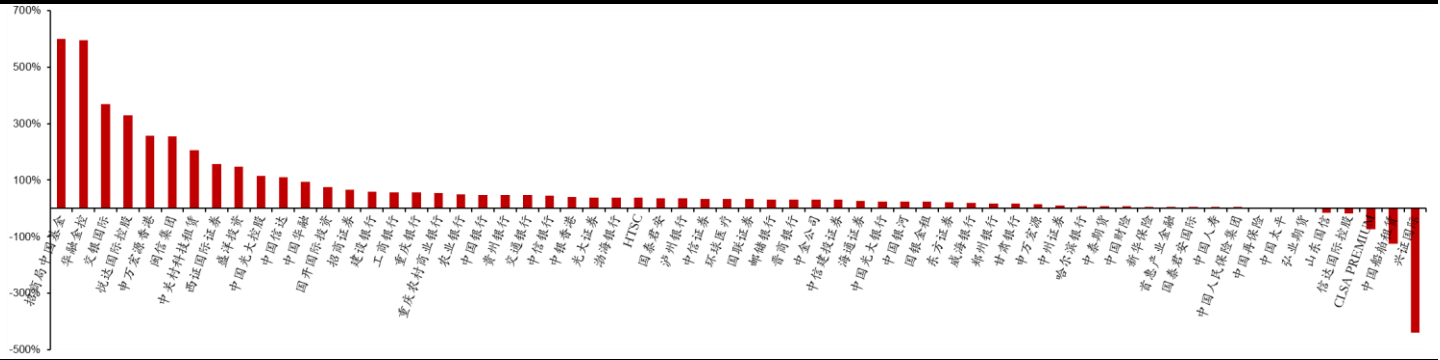
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 24: 公共事业央企净资产收益率水平



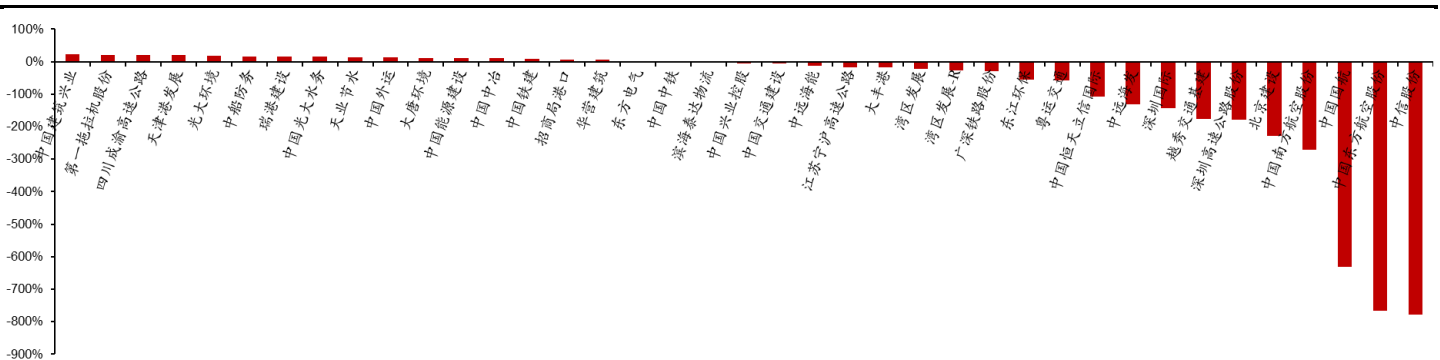
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 25: 金融行业央国企营业现金比率水平



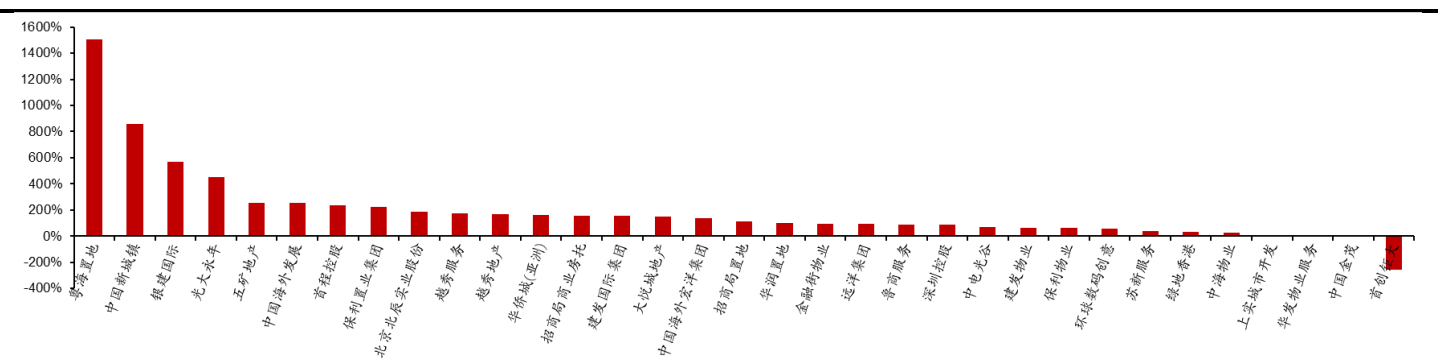
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 26: 工业行业央国企营业现金比率水平



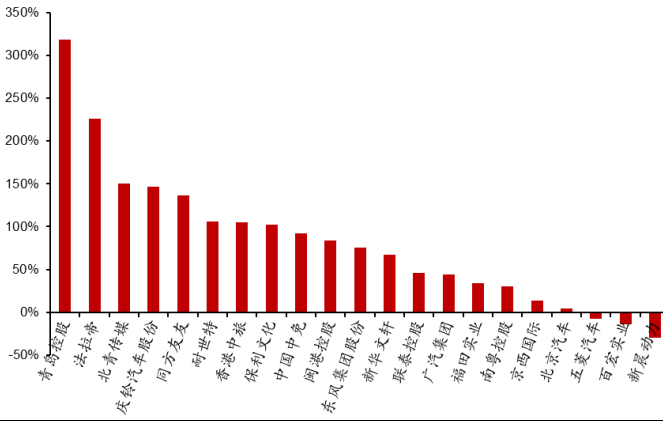
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 27: 房地产行业央国企营业现金比率水平



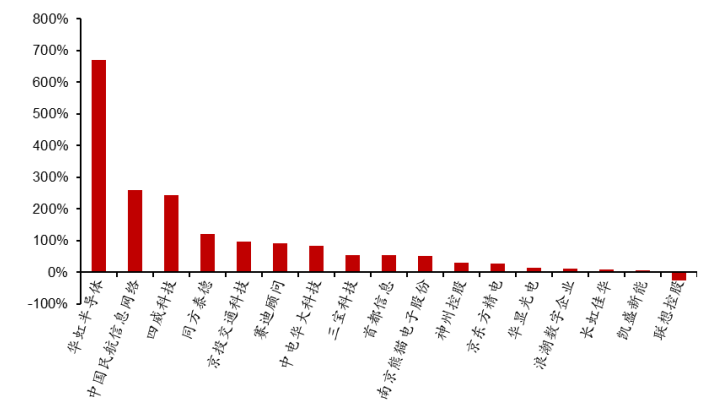
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 28: 可选消费行业央国企营业现金比率水平



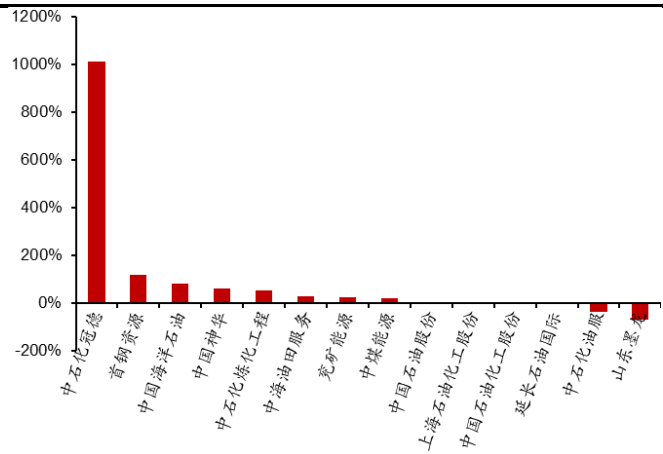
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 29: 信息技术行业央国企营业现金比率水平



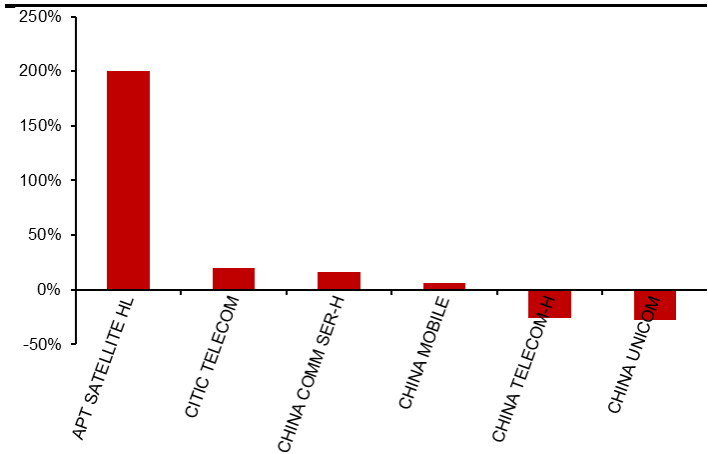
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 30: 能源行业央国企营业现金比率水平



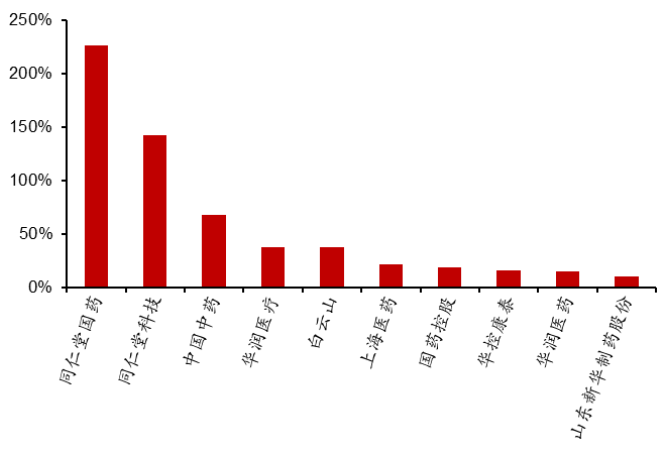
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 31: 电信服务行业央国企营业现金比率水平



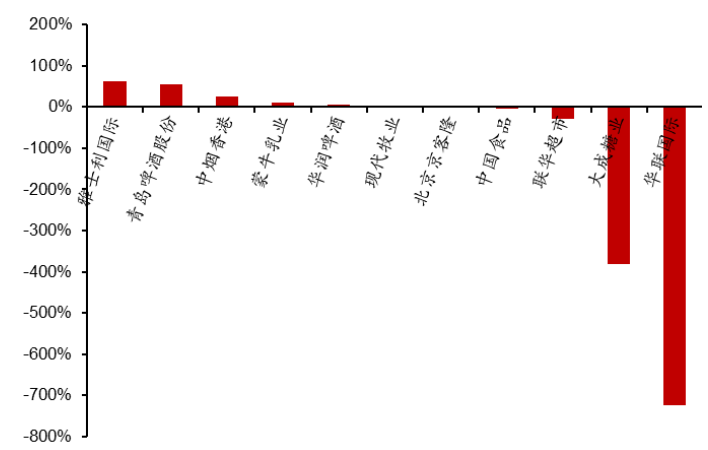
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 32: 医疗保健行业央国企营业现金比率水平



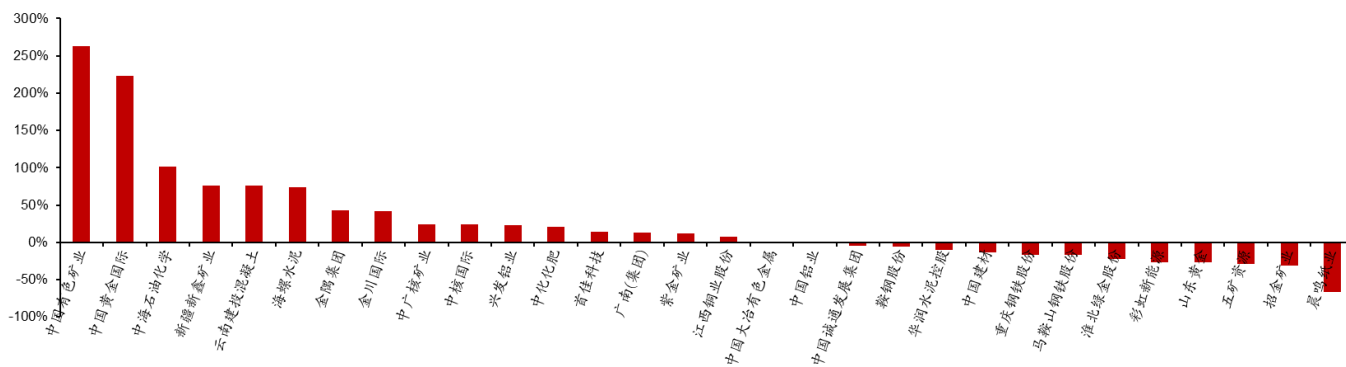
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 33: 可选消费行业央国企营业现金比率水平



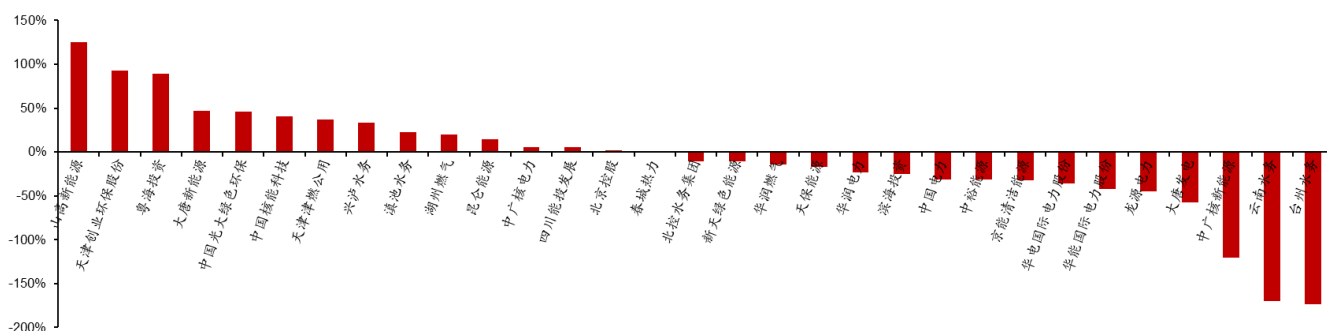
资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 34: 材料行业央企企业现金比率水平



资料来源: Wind、招银国际环球市场

图 35: 公共事业央企企业现金比率水平



资料来源: Wind、招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去 12 个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。