

基本面量化系列——央企数据策略专题（一）

科学量化央企分析视角，动态跟踪多维数据策略

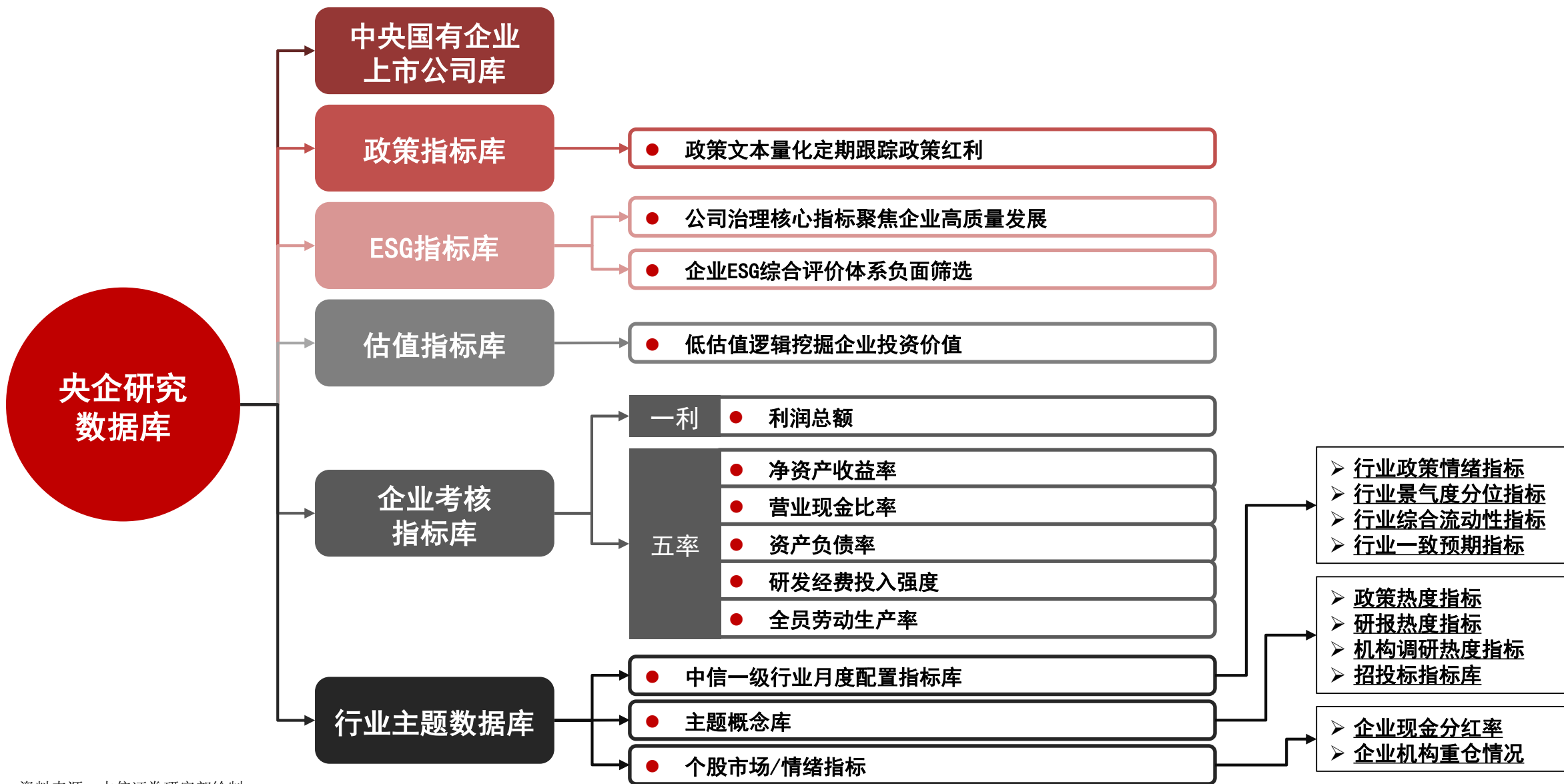
张若海、伍家豪、宋广超、汤可欣

中信证券研究部 数据科技组

2023年3月31日

核心观点：二十大提及推动国有企业做强做优做大，有助于逆全球化背景下发挥新型举国体制的优势。从年度政策统计视角看央企投资主题，建议聚焦新兴科技与大安全主题。2021全年上市央企总营收占全A的43.0%，是我国国民经济的稳定器，但相比民企长期存在估值折价，其中TMT与基建板块尤甚。央企核心业务成长与资本市场估值重塑主要聚焦于更合理的公司治理与更充分的资本市场沟通。我们基于“5+1”维度指标化数据直观跟踪企业特征与变化，构建综合数据策略动态聚焦央企投资价值，2023Q1央企的收益率分层统计分化明显，合理融入行业配置策略可以进一步提升分层效果，单季度多空组合收益率为22.96%。

- **新一轮国企改革深化提升行动将推动国有资本和国有企业做强做优做大，产业政策的科学统筹有助于发挥新型举国体制的优势。**
 - 二十大提及推动国有企业做强做优做大，助力逆全球化背景下新型举国体制的优势发挥：二十大报告全文提及“深化国资国企改革；推动国有资本和国有企业做强做优做大”，在当前逆全球化背景下坚定推进国有企业高质量发展，对国家发展、国家安全都至关重要。
 - 央企投资应以政策动态为指引，聚焦“安全”与“科技”两大主题：基于二十大报告我们梳理了16个政策战略主题并映射至240个市场概念板块，通过对近3年政策文本统计可以看到新兴科技与能源转型逐步成为政策牵引重点，主要涉及TMT产业、电新、汽车、石油石化、军工等行业。
- **长期坚持高质量发展是实现中国特色估值体系的重要前提，低估值背景下央企的投资者交流与市场化资金引入具备大幅提升潜力。**
 - 央企是我国国民经济的稳定器和压舱石，但相比民企长期存在估值折价：截止2023-03-09，上市央企数量相对全A占比约8.64%（去掉银行业为8.56%），流通市值占比约为24.6%（去掉银行业为21.76%），2021全年营收占比43.0%（去掉银行业为40.50%）。近10年央企相比民企长期存在估值折价，截至2022年底仍有约2/3的行业存在市盈率折价，其中TMT与基建板块尤甚。
 - 央企核心业务成长与资本市场估值重塑主要聚焦于公司治理与资本市场沟通：从2020-2023年上市公司披露的调研事件统计看，千亿市值以上的非央企平均调研次数是央企的2.6倍，但由于央企抗风险与高分红等特性，全市场约有1/3的主动管理型基金重仓股包含央企。为了更好地衡量企业的公司治理能力，对于关键支出与利润分配两个视角，我们分别重点关注了管理层薪酬、研发费用与企业分红、股权激励等维度。
- **基于“5+1”维度指标化数据直观跟踪企业特征与变化，构建综合数据策略动态聚焦央企投资价值。**
 - 基于“5+1”维度量化跟踪央企高质量发展进程，动态聚焦政策红利下ESG与考核指标优秀的央企的低估值机会：基于政策、ESG、估值、央企考核和其他5个维度，结合行业配置框架构建月度央企打分数据策略，其中回溯来看政策红利指标化与ESG评级体系均具备明显的多空组合收益。
 - 央企在2023Q1的收益率分层统计分化明显，合理融入行业配置策略可以进一步提升分层效果：基于综合数据策略打分结果，在2023Q1（截至3月26日）对所有A股上市央企进行收益率分层统计，形成明显分化，头部20%与尾部20%近三个月平均涨跌幅分别为16.98%和5.98%。
- **风险提示：国企改革政策推进不及预期；数据统计结果可能存在偏差。**



CONTENTS

目录

1. 央企投资年度政策主题聚焦与央企低估值现状
2. 央企研究数据库构建与指标化方法介绍
3. 多维数据跟踪策略构建与分层效果统计
4. 风险提示

1. 央企投资年度政策主题聚焦与央企低估值现状

- I. 新兴产业、自主可控、能源基建或成为国有资本与企业做强做优的重点抓手
- II. 央企业务布局广，市场交流有待提升，数据策略研究方法具备宽度优势
- III. 低估值背景下央企的投资者交流与市场化资金引入具备大幅提升潜力

推动国有资本与企业做强做优，涉及新兴产业、自主可控、能源基建等



- 2023年03月16日，国务院国资委党委在人民论坛发表署名文章《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》
 - 文章对始于2019年12月的国企改革三年行动作出总结，同时提到，未来将深入实施新一轮国企改革深化提升行动。
 - 文章在新一轮国企改革深化提升行动部分提到：坚定不移推动国有资本和国有企业做强做优做大，在建设现代化产业体系、构建新发展格局中发挥更大作用。

《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》部分内容梳理

核心内容	推进方向	涉及要点
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 以国企改革三年行动为标志的新时代国企改革取得重大成果 ➢ 坚持和运用好新时代国企改革的宝贵经验 ➢ 乘势而上实施新一轮国企改革深化提升行动 	围绕增强产业引领力深化改革	更大力度布局 前瞻性战略性新兴产业 ：新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保产业；集成电路、工业母机；传统产业数字化智能化绿色化转型升级。
		强化在产业链循环畅通中的支撑带动作用：深入推进战略性重组和专业化整合；加快在重要领域和节点实现 自主可控 。
		积极参与全球产业链优化布局：以高质量共建“ 一带一路 ”为重点，增强资本、技术、人才等各类要素全球化配置能力。
	围绕提升科技创新力深化改革， 有效发挥在新型举国体制中的重要作用	加快原创性引领性科技攻关：强化企业科技创新主体地位，提升基础研究和应用基础研究能力。
		大力提高投入产出效率：强化以企业为主导的产学研深度融合。
		加快建设科技创新国家战略人才力量：赋予领军人才更大技术路线决定权和经费使用权。
	围绕提高安全支撑力深化改革	增强 重要能源资源托底 作用：推进重要能源、矿产资源勘探和增储上产，扩大优质煤炭产能；种子自主可控、海外粮源掌控。
		强化 重要基础设施建设 ：通信网络等新型基础设施建设；构建新型电力系统、强化主干电网布局；加快建设主干管网、关键大通道和重要枢纽。
		坚决守住不发生重大风险的底线。
	围绕打造现代新国企深化改革	提升国有企业公司治理现代化水平。
		全面构建中国特色现代企业制度下的新型经营责任制。
		健全更加精准灵活、规范高效的收入分配机制。
围绕营造公平竞争市场环境深化改革	深入推进政企分开、政资分开。	
	深化国有企业分类核算、分类考核。	

新兴科技与能源产业仍为牵引重点，“安全”成为短期关键词

- 科技安全与新兴产业、新能源与碳中和、能源和其他资源安全成为2010年来提及强度最高的政策主题。
- 涉及“安全”的政策主题提及强度在近年均大多呈现上涨趋势，能源安全、科技安全、社会安全、国防安全、粮食安全均为短期关注重点。

二十大部分重点政策主题在政策文件中的提及强度统计

政策主题	科技安全与新兴产业	新能源与碳中和	能源和其他资源安全	传统产业绿色转型	国防安全	生态保护与污染治理	社会安全	乡村振兴	区域战略	粮食安全	文化自信与文化产业	健康中国	公共服务与社会保障	对外开放	金融安全与金融改革	国企改革
2010	945.2	449.2	503.1	718.4	218.7	170.8	180.8	288.1	185.2	128.2	106.4	63.9	63.9	0.0	79.1	0.5
2011	939.2	429.6	451.5	708.4	199.8	194.8	196.8	312.3	216.7	131.7	71.6	48.1	48.1	0.0	66.7	0.0
2012	1438.1	708.8	616.6	826.3	313.8	171.9	230.8	350.2	282.2	115.2	135.2	93.8	93.8	0.0	39.7	0.9
2013	1183.3	666.0	570.7	908.1	177.8	195.8	193.9	371.9	319.9	108.6	91.3	73.3	73.3	0.0	44.0	0.0
2014	953.8	507.9	447.9	616.3	153.9	121.2	168.7	222.8	190.8	135.5	54.4	44.5	44.5	2.0	47.7	0.0
2015	1438.0	505.2	517.5	605.4	415.6	128.6	358.2	210.2	187.3	263.6	189.3	162.6	163.1	138.6	145.1	0.0
2016	2090.4	791.9	786.5	667.9	684.5	218.2	524.3	263.8	226.4	313.7	234.3	241.7	239.9	176.8	154.5	4.9
2017	1578.9	603.5	578.7	523.6	562.8	225.0	491.6	214.9	153.8	228.7	232.6	297.5	298.5	298.2	149.4	3.8
2018	1868.9	1204.0	1416.2	622.5	638.4	812.5	678.6	523.8	170.7	326.6	238.2	286.9	286.4	293.2	177.1	5.4
2019	1904.8	1115.2	1009.6	676.8	724.9	1406.6	727.4	506.6	247.3	223.4	203.3	240.1	240.1	192.1	131.5	10.7
2020	2761.6	1805.3	1542.3	685.3	994.1	1281.8	743.8	389.2	281.4	258.4	200.4	181.8	181.8	174.0	194.7	10.4
2021	3252.0	2232.6	1362.8	1548.7	863.0	941.6	691.0	900.3	362.9	321.3	300.4	320.1	319.1	259.9	160.1	13.0
2022	3129.5	1805.4	1085.0	980.0	929.2	412.7	738.4	685.6	281.8	322.5	261.8	225.7	224.9	189.5	173.6	6.9
2023年1-2月	323.5	189.6	122.8	87.8	74.1	34.7	92.1	140.1	17.2	69.5	103.8	116.9	116.0	24.5	9.2	0.0
总强度	23807.2	13014.0	11011.2	10175.4	6950.6	6316.1	6016.4	5379.9	3123.7	2947.1	2423.0	2396.9	2393.3	1748.9	1572.4	56.4

资料来源：中国政府网，各部委官网，Wind，中信证券研究部

注：政策主题提及强度的计算是基于每个政策主题下的wind概念提及强度统计求和得到，所以政策主题强度受到相关wind概念与二级市场可投资板块的数量影响

基于预训练模型语义关联政策主题与市场概念，再通过成分股映射至行业



中信证券一级行业与政策主题相关性测算

中信证券一级行业	电子	计算机	电力设备及新能源	汽车	家电	通信	石油石化	国防军工	机械	电力及公用事业	建材	有色金属	基础化工	煤炭
概念板块														
双循环	1.0243	0.6709	1.1299	1.3700	1.4850	0.1830		0.1515	0.4455				0.0361	
碳中和	0.1122		2.9219	2.2807	0.2817	0.0971	0.0587		0.3782	1.1937	0.3139	0.7702	0.5019	0.1095
5G应用	1.4735	1.1490	0.4187	1.6604	1.5851	0.6367		0.1199	0.2828					
低碳	0.1120	0.0266	0.3487	0.1282	0.5878	0.0129	0.1004		0.0134	0.5773	1.1352	0.1773	0.3553	2.1565
一带一路			0.1428	0.0791		0.1740	1.5292	0.1901	0.4301		0.9477	0.1103		
数字经济	1.4574	0.9202	0.1428			2.6859		0.1795					0.0383	
专精特新	0.6410	0.3291	0.3360	0.1256	0.1788	0.1449	0.0032	0.8244	0.7930	0.0412	0.2650	0.3620	0.7379	
国产化创新	0.6661	0.2450	0.3031	1.1753	1.5788	0.1339		0.2036	0.2439			0.2092	0.0595	
国产软硬件	0.6586	2.3956	0.2236	0.0730		0.1412		0.3299	0.0884			0.0180		
新材料	0.1984		1.0209				0.0525	0.3121	0.0044		0.5803	0.5080	0.7541	
信创产业	1.3972	1.3534				0.5794		0.3660	0.0373					
新能源汽车	0.0901		0.7877	1.7401	0.2054				0.0935			0.5798	0.2492	
锂电池	0.0915		0.8309	0.7846	0.0188				0.1536	0.0365	0.1475	0.7868	0.6151	
智能家居	0.9659	0.2130	0.0407		1.6952	0.1377		0.0309	0.0476					
节能减排	0.0977	0.0375	0.2564	0.0200	1.2400	0.0111	0.0492		0.0566	0.2676	0.5137	0.0295	0.2724	
天然气		0.0032	0.0042				2.7701		0.0687				0.0116	
高端装备制造	0.0820		0.9918	0.5320		0.0707		0.8202	0.5017					
国企混改		0.0076	0.0898	0.0090	0.0204	0.1019	0.6843	0.1121	0.0718	0.0351	0.2393	0.0434	0.0195	0.0781
半导体产业	1.4494	0.2080	0.0864		0.0384	0.2611		0.1271	0.1537				0.0797	
无人驾驶	0.2930	0.1919		1.7148		0.0795		0.1099						
自主可控	0.9335	1.1109		0.0726		0.1552		0.0552						
新能源	0.0397		1.2723						0.2279	0.4292	0.1159	0.0176	0.0252	
储能	0.0362		1.0426	0.7937					0.1076				0.2307	
光伏	0.0448		1.0183	0.0284		0.0095	0.0831		0.3367	0.0736	0.1150	0.0167	0.0913	0.0602
锂矿	0.0175		0.0172	0.6232						0.0553	0.0573	0.7377	0.1171	
在线旅游														
元宇宙	0.7772	0.3293				0.1200		0.0809						
智能交通	0.1738	0.3820	0.1018	0.9760		0.0572		0.0533	0.0052					
高铁	0.0042	0.0074	0.0226			0.0123			0.2535		0.2876		0.0230	
工业4.0	0.0053	0.0562	0.1077	0.0173	0.9908	0.1558	0.0048		0.2841					
合计	22.4385	19.6905	19.5788	17.9318	15.2773	8.7254	8.5547	8.5232	8.0095	7.7409	7.5818	6.8592	6.5369	6.3786

资料来源：中国政府网，各部委官网，wind，中信证券研究部

注：单元格数字大小表示行业中概念板块的“政策主题相关性” = 【中信一级行业在概念板块的市值分布比例】 * 【概念板块与政策主题的语义相关度】

研究范围：公司属性为中央国有企业的A股上市公司

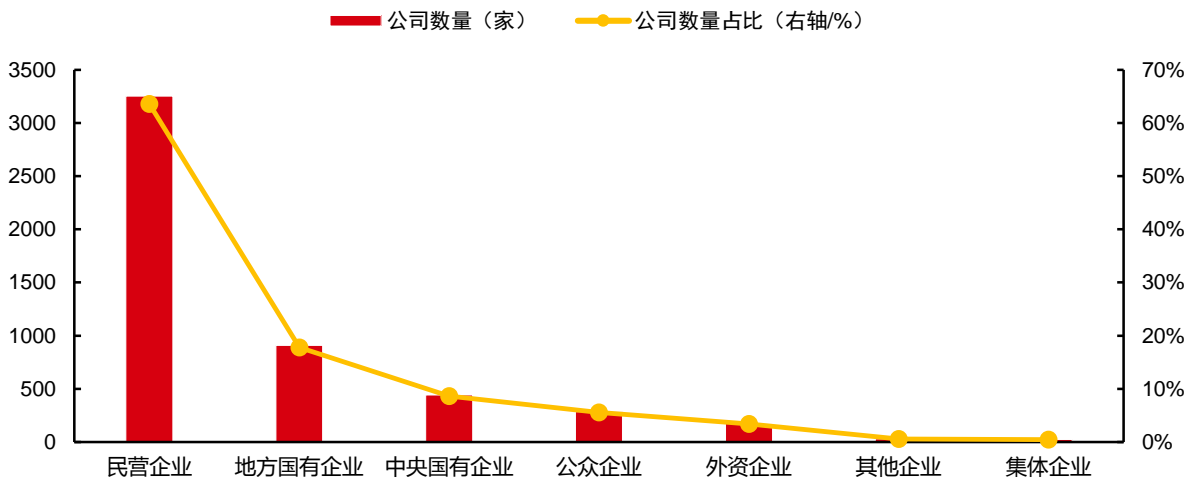
■ 央企研究范围：在A股上市的所有中央国有企业

➢ 公司属性判定依据：根据公司股权结构关系披露的实际控制人性质，当企业实控人为国资委、中央国有企业、中央国家机关时，企业所有制属性归类为中央国有企业。

■ 央企是我国国民经济的稳定器和压舱石，截止2023-03-09：

- A股上市的所有中央国有企业共442家，占比8.64%；
- 流通市值占比约为24.6%
- 2021年全年营业总收入占比43.0%。

A股上市公司属性分布



资料来源：wind，中信证券研究部
注：数据统计截止2023-03-09

2021年起新增或公司属性变更为中央国有企业的上市公司

证券代码	证券简称	中信证券一级行业	总市值 (亿元)	PB (LF)	股息率 (近12个月/%)
600917.SH	重庆燃气	电力及公用事业	126.81	2.5701	1.8340
301175.SZ	中科环保	电力及公用事业	98.62	3.1074	0.0000
688248.SH	南网科技	电力设备及新能源	282.80	10.9222	0.1697
003031.SZ	中瓷电子	电子	200.54	16.3083	0.1117
000761.SZ	本钢板材	钢铁	165.15	0.8750	14.9253
600782.SH	新钢股份	钢铁	148.28	0.5508	10.5478
688119.SH	中钢洛耐	钢铁	83.03	2.6504	0.0000
688375.SH	国博电子	国防军工	400.81	7.1122	0.4990
688297.SH	中无人机	国防军工	345.60	6.0093	0.0000
688439.SH	振华风光	国防军工	215.24	5.1323	0.0000
688151.SH	华强科技	国防军工	73.55	1.7542	1.5691
688425.SH	铁建重工	机械	273.08	1.7634	1.9141
301048.SZ	金鹰重工	机械	53.33	2.5674	1.1914
301311.SZ	昆船智能	机械	50.40	2.9062	0.0000
300962.SZ	中金辐照	机械	47.36	5.4223	1.3935
688459.SH	哈铁科技	机械	45.26	1.3888	0.0000
301137.SZ	哈焊华通	机械	28.82	2.2832	0.5363
688295.SH	中复神鹰	基础化工	379.98	8.2299	0.0000
688779.SH	长远锂科	基础化工	299.61	3.6892	0.7019
301090.SZ	华润材料	基础化工	160.22	2.3705	0.4524
002096.SZ	南岭民爆	基础化工	146.70	2.0228	0.0777
688722.SH	同益中	基础化工	46.24	3.9352	0.0000
688456.SH	有研粉材	基础化工	34.00	3.0186	0.7317
688509.SH	正元地信	计算机	38.81	2.5502	0.2379
301058.SZ	中粮科工	建筑	87.04	4.8558	0.8829
300197.SZ	节能铁汉	建筑	68.88	1.0751	0.0000
601156.SH	东航物流	交通运输	249.25	1.9433	4.3949
001213.SZ	中铁特货	交通运输	202.67	1.1011	0.5110
300087.SZ	荃银高科	农林牧渔	110.63	6.5522	0.4023
301215.SZ	中汽股份	汽车	78.02	2.9022	0.3898
000663.SZ	永安林业	轻工制造	30.27	3.0996	0.0000
600916.SH	中国黄金	商贸零售	204.12	3.0165	1.9753
600941.SH	中国移动	通信	19357.83	1.5671	4.4014
688387.SH	信科移动-U	通信	233.16	3.3717	0.0000
600129.SH	太极集团	医药	197.92	6.6522	0.0000
300294.SZ	博雅生物	医药	173.97	2.4257	0.4348
600422.SH	昆药集团	医药	151.09	3.0400	1.3550
688190.SH	云路股份	有色金属	106.88	5.2945	0.3705

资料来源：wind，中信证券研究部
注：变化统计从2021-01-01至2023-03-09

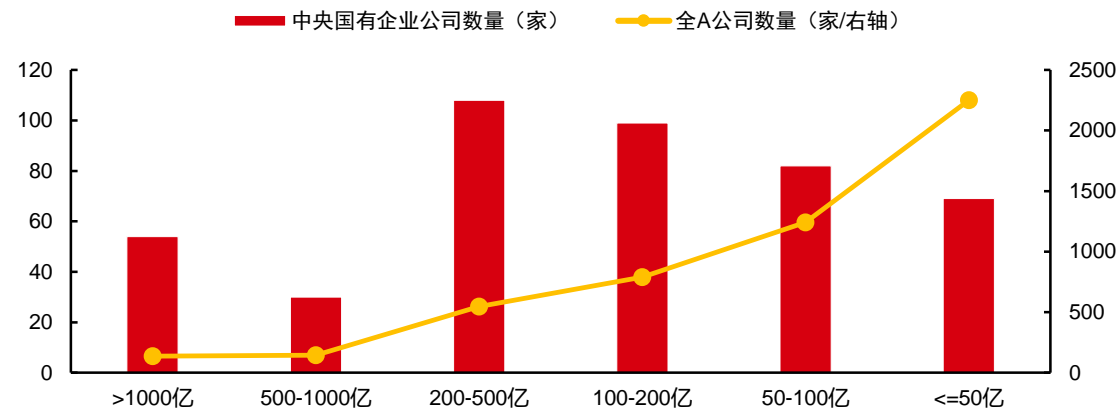
行业分布上偏好机械、军工、电力及公共事业等民生、安全、支柱产业



■ 统计在A股上市的中央国有企业：

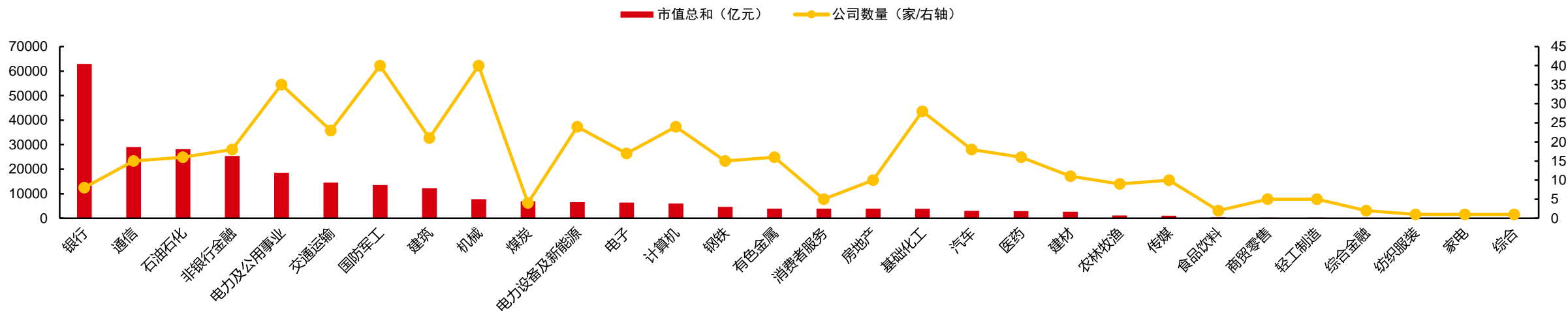
- 从市值区间分布看，全部A股中100亿以上市值的公司占比为31.68%，中央国有企业中的百亿以上公司数量占比为65.84%。
- 从行业分布看，市值分布最高的行业为银行、通信、石油石化；公司数量分布最高的行业为机械、国防军工、电力及公共事业。

A股上市的中央国有企业的市值分布



资料来源：wind，中信证券研究部 注：数据统计截止2023-03-09

A股上市的中央国有企业在中信证券行业的分布统计



资料来源：wind，中信证券研究部
注：数据统计截止2023-03-09

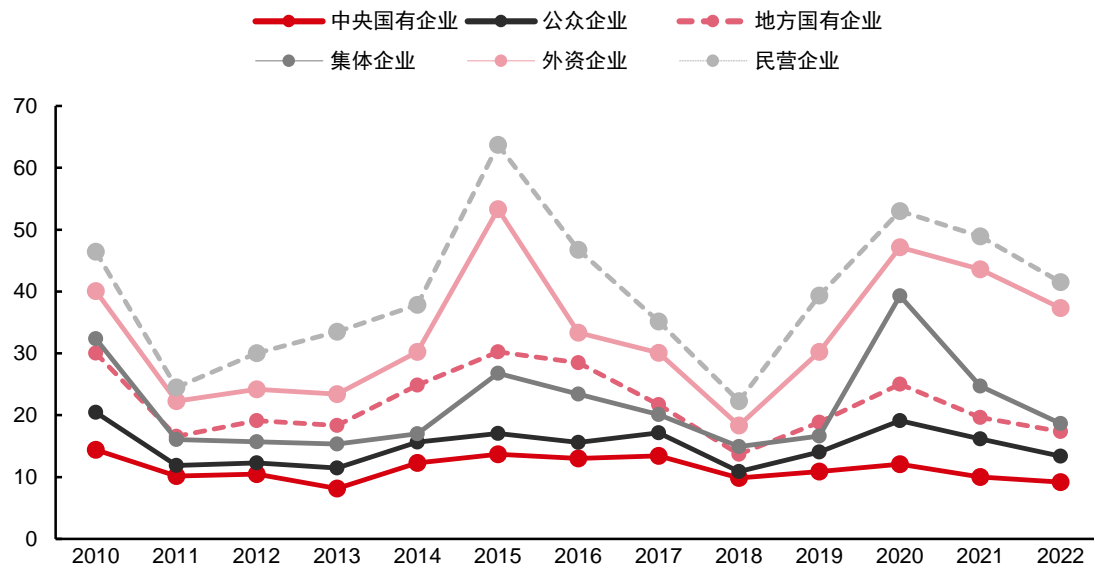
截至2022年底约三分之二行业的央企相比民企存在市盈率估值折价的情况 中信证券 CITIC SECURITIES

■ 从过去10年的滚动市盈率统计看：

- 全A中央国有企业的估值长期处于各类公司属性中最低的位置；
- 民营企业在全A占比63.6%，市盈率长期处于各类公司属性中的最高的位置；
- 此外地方国有企业在全A占比17.8%，估值介于央企与民企之间。

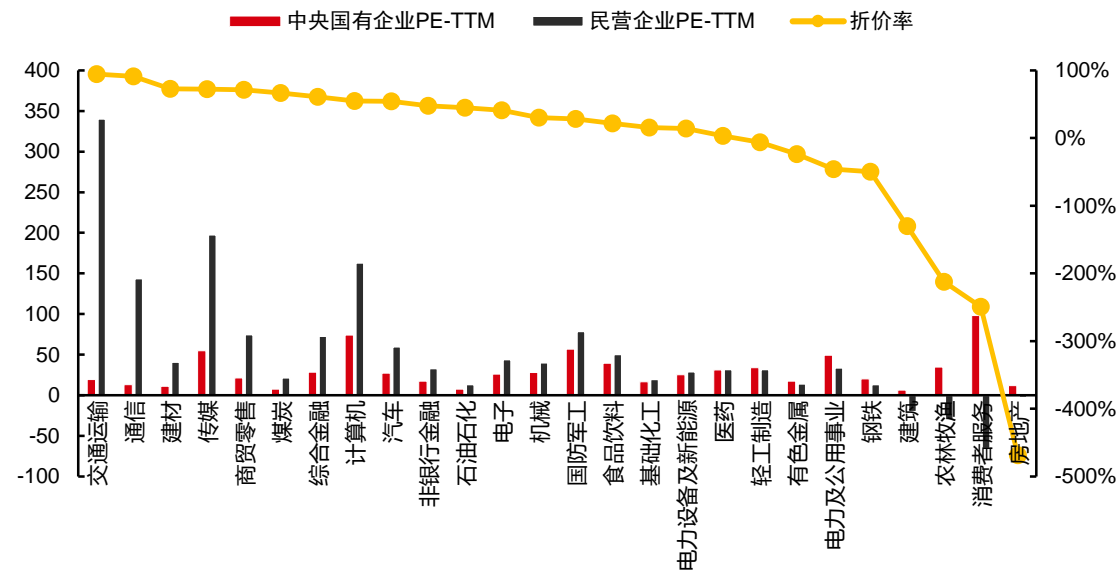
■ 根据2022年12月31日的市盈率截面统计结果看，大约三分之二的中信证券一级行业中的央企相对民企存在市盈率折价的情况，其中交运、建材、TMT等板块折价率居高。

不同公司属性PE-TTM年度变化对比



资料来源：wind，中信证券研究部
注：年度统计为每年最后一个交易日的滚动市盈率

分行业对比央企相对民企估值折价率



资料来源：wind，中信证券研究部 注：折价率计算公式=(民企PE-央企PE)/ABS(民企PE)；行业内央企数量小于2家或民企数量少于5家的中信证券一级行业不做统计。

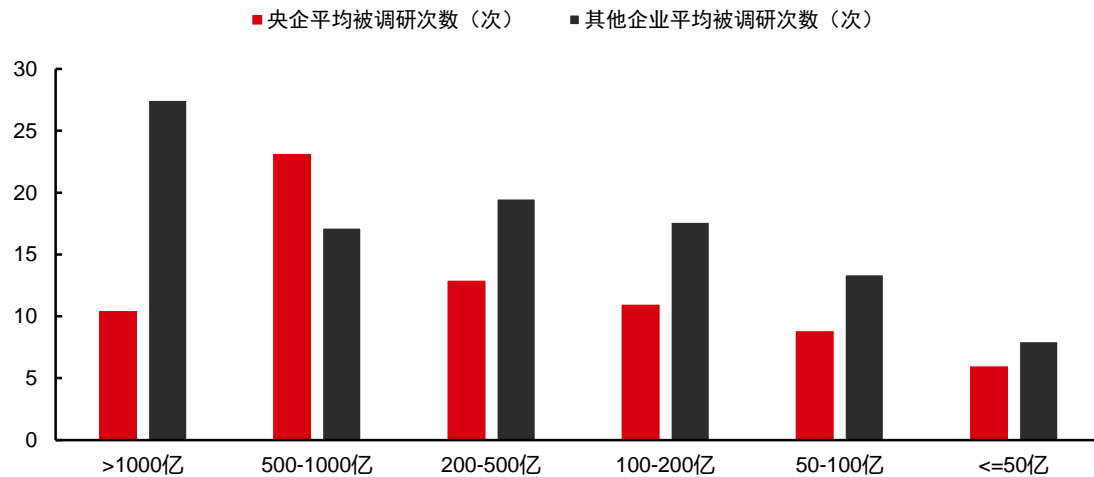
■ 部分行业央企与投资者交流频率相对不高，但近两年有所好转：

- 从2020-2023年上市公司披露的平均机构调研事件看，千亿以上市值的中央国有企业平均被调研次数为10.5次，其他公司平均被调研次数为27.5次。
- 2021年国资委下发《关于做好央企控股上市公司2021年投资者沟通工作有关事项的通知》，提出央企要全面梳理上市公司投资者沟通工作情况，帮助投资者更好了解上市公司情况，并强调“原则上要求上市公司董事长、总经理亲自参加”。

■ 中央国有企业产业布局相对较宽，央企集团跨产业布局十分常见，基于数据的研究具备一定优势：

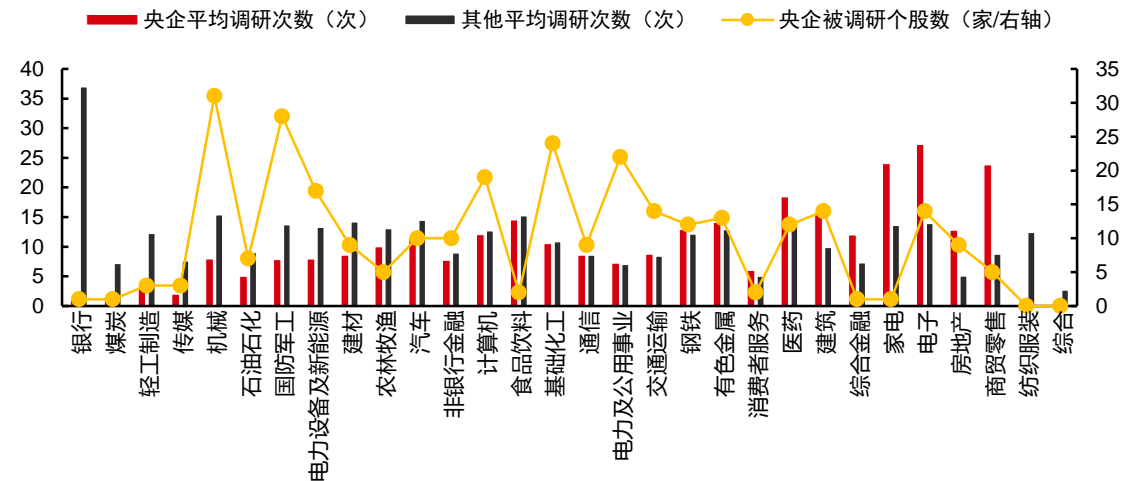
- 自上而下看产业覆盖宽度大，跨产业链的传导与分析更加容易；
- 数据优势：量化、客观、高频。

2020-2023年中央国有企业与其他企业被调研情况分市值对比



资料来源：wind，中信证券研究部
注：数据统计时间范围为2020-01-01~2023-03-03

2020-2023年中央国有企业与其他企业被调研情况分行业对比

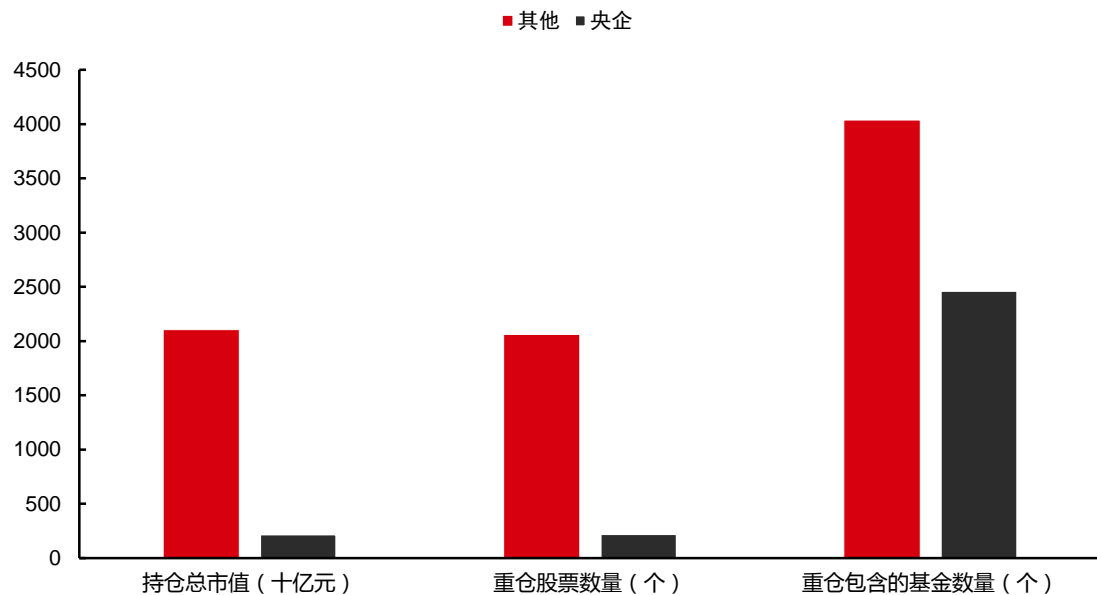


资料来源：wind，中信证券研究部
注：数据统计时间范围为2020-01-01~2023-03-03

约1/3的主动管理型基金对央企有重仓， 数字基建等行业的央企重仓比例有待提升

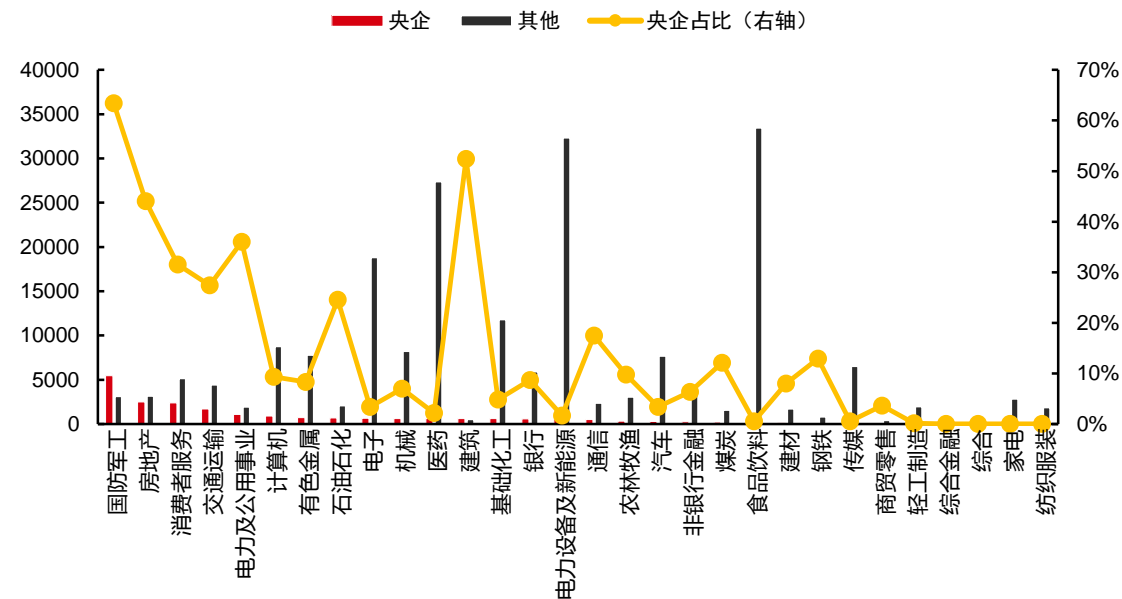
- **基金重仓央企市值与公司数量占比接近，约三分之一的主动管理型基金对央企有重仓：**
 - 截止2023年3月9日，A股上市的所有中央国有企业共442家，占比8.64%。从2022年Q4基金重仓情况看，重仓公司中央企业持仓总市值占比约9.34%，与公司数量占比接近，其中约37.9%的基金产品重仓股中包含央企。
- **2022Q4主动管理型基金对央企的重仓市值比例较高的行业集中于基建、能源、公共服务：**
 - 重仓市值比例最高的行业分别为国防军工、建筑、房地产、电力及公用事业等，与行业属性具备较强的相关性。
 - 随着数据要素的战略地位提升，数字基建的持仓结构仍有变化空间。

2022Q4主动管理型基金重仓央企与非央企的持仓对比



资料来源：wind，中信证券研究部

2022Q4主动管理型基金重仓央企与非央企的持仓市值分行业对比



资料来源：wind，中信证券研究部

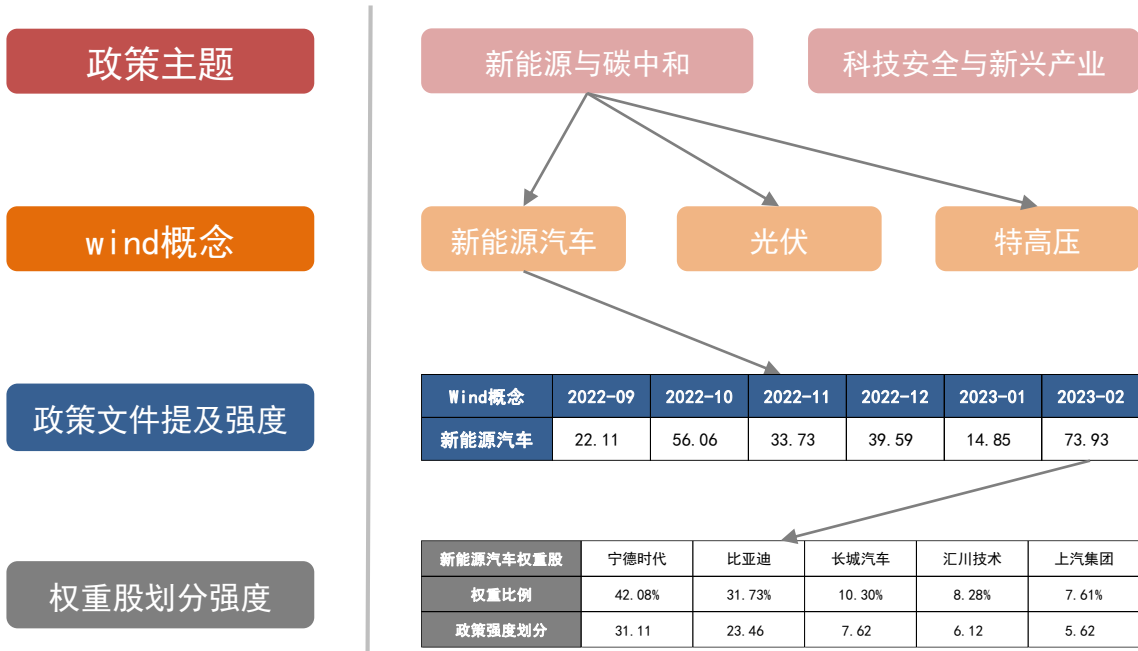
2. 央企研究数据库构建与指标化方法介绍

- I. 政策视角：二十大政策主题映射市场概念板块，精细量化政策提及强度
- II. ESG视角：公司治理核心指标量化评价，ESG评级体系负向筛选
- III. 估值视角：探索建立具有中国特色的估值体系，持续挖掘低估值机会
- IV. 央企考核视角：重点财务指标，复现自上而下央企考核视角
- V. 行业配置视角：以行业配置结果为基准，对评分结果进行权重调整

2.1 政策视角——政策文本库与主题概念库

- 从10年历史数据的回溯看，基于政策提及强度的算法可以较好地量化长时间维度下主题与概念的关注重点变迁。
- 政策提及强度构建方式介绍：
 - 政策主题映射wind概念：梳理二十大政策主题列表，人工对应政策主题相关的wind概念。
 - wind概念的政策强度量化：基于公开发布的政策文件统计wind概念的提及强度绝对值（无单位），其中提及强度的计算综合考虑了发文部门与产业相关性、政策文件之间相互引用情况、政策文件被新闻媒体报道情况、政策对wind概念关键词的提及情况等多个维度。
 - 按市值权重将主题的政策强度映射到wind概念的权重股。

央企政策强度计算示例



资料来源：中国政府网，各部委官网，wind，中信证券研究部

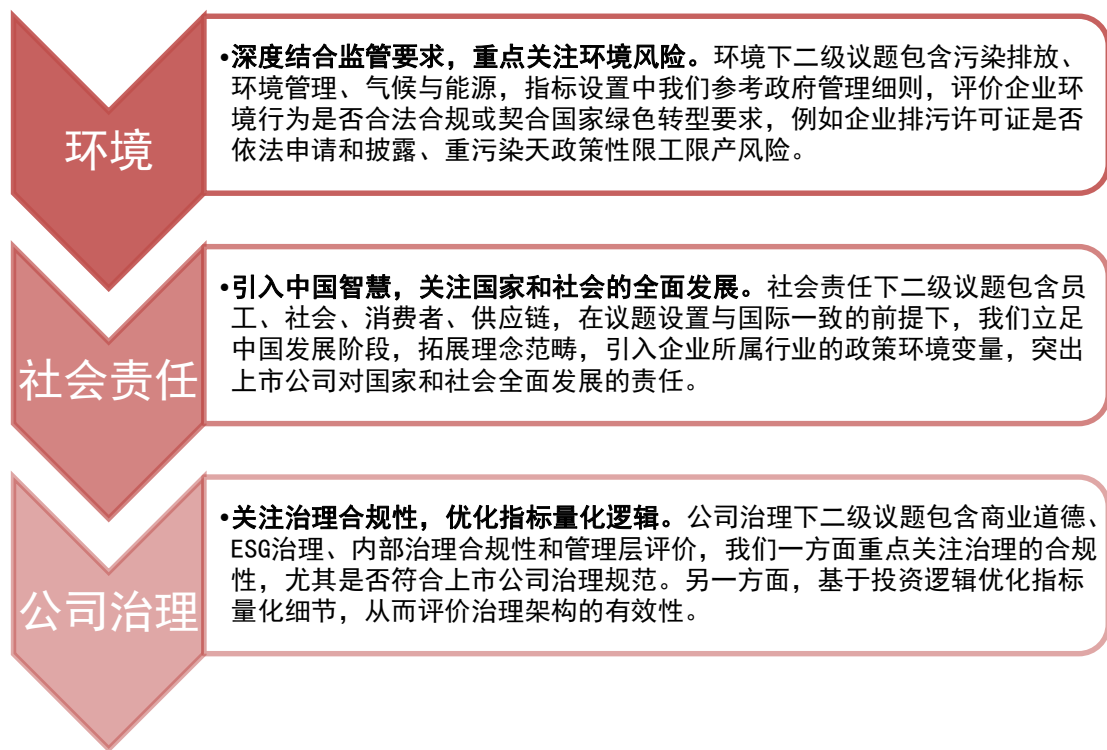
政策强度红利映射个股结果示例

股票简称	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02
中国神华	79.49	81.22	74.17	58.21	57.28	61.76	49.90	42.10	47.24	39.23	37.22	35.29	35.94	34.80
海康威视	79.07	75.84	74.13	66.78	62.67	64.24	39.89	42.50	39.32	33.08	35.43	36.85	36.86	30.68
航发动力	63.78	57.52	52.77	49.58	40.82	38.91	22.77	15.89	15.20	18.61	22.16	31.01	30.94	29.61
科大讯飞	39.68	39.93	38.81	38.56	35.75	36.49	19.90	19.38	17.54	16.99	18.66	23.52	24.93	22.54
长安汽车	40.23	34.70	26.39	23.30	23.41	19.75	18.09	21.07	21.98	22.04	20.96	23.26	20.24	22.35
中国重工	40.84	38.00	35.32	33.02	27.11	26.48	17.99	13.03	12.47	14.34	16.43	22.07	22.04	21.44
一拖股份	38.56	40.53	41.19	40.14	36.25	33.82	31.44	23.24	18.24	15.37	12.09	14.36	11.83	18.35
农发种业	14.52	16.03	16.78	17.46	17.55	18.31	19.62	17.61	16.58	15.02	12.67	14.04	11.33	16.46
中国核电	30.77	29.61	27.25	19.54	21.56	20.99	20.43	21.28	22.36	20.27	17.57	18.09	17.66	15.67
东方电气	26.29	27.52	26.64	17.36	16.51	15.67	13.91	13.11	13.54	12.99	12.94	16.34	16.46	15.08
中国软件	11.89	11.14	11.06	10.40	9.53	12.87	8.58	7.50	7.51	9.14	11.05	13.52	14.77	14.69
电科网安	26.75	28.13	27.26	25.62	22.33	26.44	17.57	13.10	12.80	13.08	14.61	14.09	13.50	12.82
国电南瑞	30.99	28.93	26.27	16.87	19.31	18.49	16.17	17.08	18.75	16.29	12.80	13.14	14.58	12.79
宝信软件	28.40	25.28	25.45	22.50	19.92	26.58	17.62	14.73	14.93	14.16	16.85	13.00	13.00	12.63
中国石油	42.22	43.93	42.21	27.12	24.01	21.26	14.50	10.77	10.57	8.88	8.35	10.53	9.56	10.89
国新健康	9.38	7.65	6.63	6.86	13.75	12.41	11.48	10.43	9.32	9.35	2.38	3.35	3.21	9.89
长江电力	41.77	35.37	31.48	19.96	18.49	17.78	15.53	17.28	16.44	14.83	14.06	11.21	11.81	8.87
碧水源	55.98	48.27	37.72	31.28	21.99	21.77	20.32	16.36	15.77	13.07	10.64	9.97	8.39	8.49

资料来源：wind，中信证券研究部

2.2 ESG视角——评级体系构建

- 以投资为导向，结合国际标准与中国智慧。在中信证券ESG指标体系构建的整体流程中，我们全面落实国际视野与中国智慧的结合，切实探索如何在与国际ESG评价体系接轨的同时又能结合我国的发展阶段，从而推动ESG理念从评价研究走向实战落地。



资料来源：中信证券研究部

ESG评级体系涉及的议题维度与指标列表

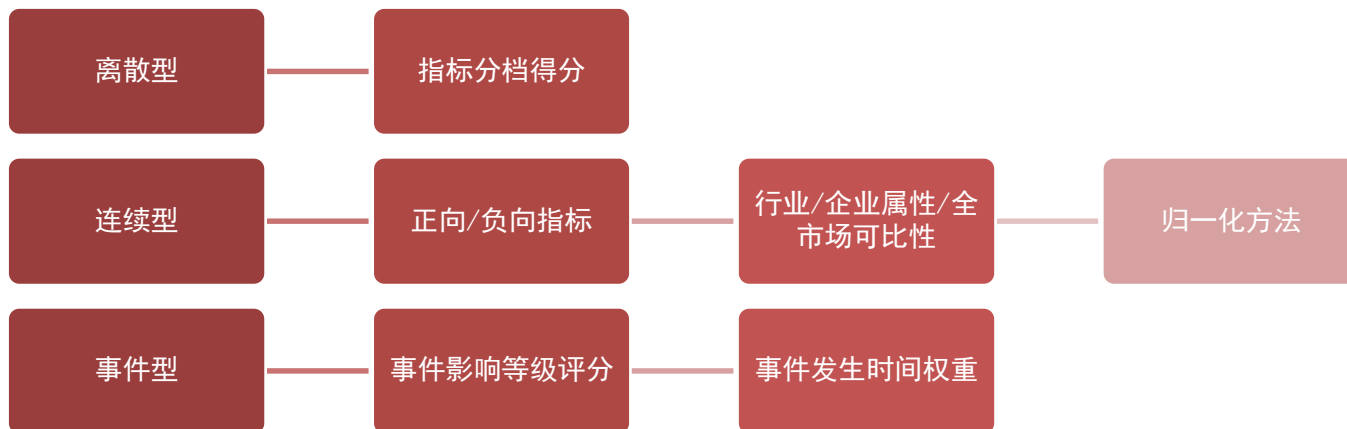
一级议题	二级议题	三级议题	指标名称
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入颗粒物排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入Nox排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入SO2排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入氨氮排放
环境	污染排放	企业污染排放水平	单位收入COD排放
环境	污染排放	企业环境信息披露合规性	排污许可执行报告披露比例
环境	污染排放	企业污染排放风险	重污染天气限工限产风险
环境	污染排放	企业污染排放风险	环境行政处罚
环境	企业环境管理	企业环境管理体系评价	环境管理体系认证
环境	企业环境管理	企业绿色生产水平	工信部绿色生产认证
环境	气候与能源	企业能源管理水平	能源管理体系认证
环境	气候与能源	企业对气候问题重视度	是否披露碳排放
社会责任	员工	企业安全管理体系评价	安全生产认证
社会责任	员工	企业安全管理体系评价	安全生产处罚
社会责任	员工	职工薪酬与福利	职工人均薪酬
社会责任	员工	职工薪酬与福利	职工人均社会保险费
社会责任	社会	企业业务的政策环境	企业的政策量化得分
社会责任	消费者	企业产品、服务质量	质量管理体系认证
社会责任	消费者	企业产品、服务质量	市场监管机构处罚
社会责任	消费者	客户隐私保护	信息安全管理体系
社会责任	供应链	企业供应链稳定性评价	企业供应链OR5集中度
社会责任	供应链	企业供应链关系评价	企业应付账款水平
社会责任	供应链	企业供应链关系评价	企业应收账款水平
公司治理	商业道德	企业涉及诉讼	刑事诉讼
公司治理	商业道德	反腐败	纪委监委调查
公司治理	ESG治理	ESG信息披露	单独披露CSR报告
公司治理	ESG治理	ESG信息披露	CSR报告进行第三方审计
公司治理	内部治理合规性	上市监管负面事件	交易所、证监会监管与处罚
公司治理	内部治理合规性	信息披露水平	交易所企业信息披露等级评价
公司治理	内部治理合规性	审计结果	财报审计意见结果
公司治理	内部治理合规性	审计结果	内控审计意见结果
公司治理	管理层评价	管理层激励制度	股权激励方案
公司治理	管理层评价	管理层收入评价	管理层总薪酬
公司治理	管理层评价	管理层收入评价	管理层薪酬/平均薪酬
公司治理	管理层评价	管理层收入评价	管理层薪酬/营业收入
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层平均任期
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层平均年龄
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层增减持比例
公司治理	管理层评价	管理层稳定性	管理层增减持数值

资料来源：秩鼎技术，恒生聚源，wind，中信证券研究部

2.2 ESG视角——以实质性为核心，结合量化回测与基本面逻辑

- 指标权重设置以实质性为核心，结合量化回测与基本面逻辑：
 - 核心假设：我们将指标权重视为该指标的实质性体现，因此权重差异性的本质是不同行业中ESG指标的实质性不同。假设指标在历史时期对股票收益的分层效果能一定程度反映该指标在特定行业内的实质性。
 - 量化回测：采用了ESG指标在行业中多空组合的累计收益率作为其实质性判断的基础。
 - 逻辑判断：同时我们认为指标历史收益表现并不能完全表征该指标的实质性，所以结合主观认知对其部分指标的分档结果进行调整。
- 评分体系指标量化：针对不同类型的指标数据，结合不同指标本身的含义，设计对应的量化方式。

不同类型ESG指标数据指标化打分逻辑示例



不同行业的ESG维度权重设置

行业	公司治理	环境	社会责任
传媒	48%	14%	38%
电力及公用事业	50%	17%	33%
电力设备及新能源	53%	15%	32%
电子	45%	19%	35%
房地产	55%	19%	26%
纺织服装	51%	16%	33%
非银行金融	52%	24%	24%
钢铁	49%	19%	31%
国防军工	51%	16%	33%
机械	50%	16%	34%
基础化工	49%	22%	29%
计算机	48%	16%	36%
家电	48%	19%	34%
建材	44%	20%	36%
建筑	48%	21%	31%
交通运输	52%	15%	33%
煤炭	42%	30%	27%
农林牧渔	53%	13%	34%
汽车	42%	25%	34%
轻工制造	45%	18%	37%
商贸零售	55%	12%	33%
石油石化	49%	23%	29%
食品饮料	46%	23%	31%
通信	47%	18%	35%
消费者服务	46%	13%	41%
医药	47%	17%	35%
银行	62%	14%	24%
有色金属	48%	27%	26%
综合	46%	20%	34%
综合金融	63%	2%	36%
平均值	49%	18%	32%

2.3 估值视角——探索建立具有中国特色估值体系

- 2022年11月21日举行了2022金融街论坛年会，中国证监会主席易会满重点阐述了上市公司结构与估值、资本市场投资文化、投资者结构三个问题，提及“把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。
- “中国特色的估值体系”是最终目标，高质量发展则是中长期的实现路径。其中高质量发展则对不同主题均提出了更高的要求，包括但不限于：
 - 市场：具备更加有效的资源配置等能力
 - 企业：具备更加突出的创新能力、投入产出效率、抗风险能力、投资者关系管理等
 - 投资人：更加关注企业的社会责任、重视资产的长期配置价值等方面

市场、企业、投资人的高质量发展共同探索建立具有中国特色的估值体系

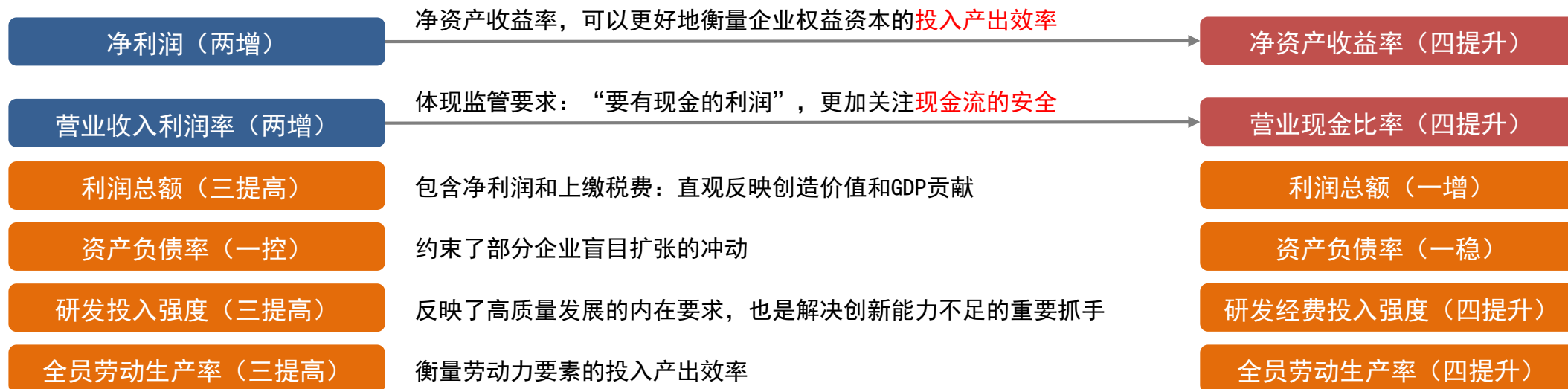
高质量发展



2.4 央企考核视角——一利五率

- 2023年1月5日，国资委召开中央企业负责人会议，进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”：
 - “一增”即确保**利润总额**增速高于全国GDP增速；
 - “一稳”即**资产负债率**总体保持稳定；
 - “四提升”即**净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率**4个指标进一步提升
- 2023年3月3日，国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，会议强调国资国企要进一步提高政治站位，把企业价值创造行动抓紧抓细：
 - 突出**效益效率**，切实提高资产回报水平；
 - 突出**创新驱动**，提升基础研究能力；
 - 突出产业优化升级，加快布局价值创造的**新领域新赛道**；
 - 突出服务大局，巩固在关系**国家安全和国民经济命脉**重要行业领域的控制地位。

“两利四率”向“一利五率”变化对比



2.5 行业配置视角——行业基本面跟踪指标形成配置结论，优化数据策略 中信证券 CITIC SECURITIES

- 聚焦基本面维度构建行业配置月度指标，形成行业配置结论。
 - 分析师一致预期：统计覆盖全市场的分析师的个股一致预期变化
 - 政策情绪指标化：统计覆盖大量政策及市场对政策的反映情况
 - 景气度分位指标：提炼所有中信证券一级行业的核心基本面指标变化信息
 - 行业流动性：月度低频统计行业流动性相比自身的变化情况
- 基于行业配置结论，对行业进行加权微调优化央企配置结论。

中观行业配置基本面跟踪多维指标库示例

指标生产日期	传媒_政策情绪	电子_政策情绪	计算机_政策情绪	通信_政策情绪	传媒_景气分位	电子_景气分位	计算机_景气分位	通信_景气分位	传媒_流动性	电子_流动性	计算机_流动性	通信_流动性
2022-01-31	0.8478	-2.0518	0.5421	0.1796	0.5833	0.0833	0.5000	0.7083	4.2000	-0.2705	0.9117	-0.4773
2022-02-28	-0.6304	-0.4104	0.9084	0.0359	1.0000	0.3333	0.5833	0.0833	5.1739	-1.8698	1.3139	-0.5947
2022-03-31	0.6739	1.5179	1.7817	1.6072	0.2500	0.4167	0.6667	0.4167	4.8895	-2.7619	1.4793	-0.3853
2022-04-30	3.3348	1.1036	0.3563	1.1214	0.2500	0.5000	0.6667	0.3333	5.2194	-3.4981	1.5509	-0.2839
2022-05-31	-5.3330	1.7541	1.6179	0.4910	1.0000	0.0833	1.0000	0.3333	4.0127	-3.6908	0.9935	-0.9713
2022-06-30	-1.0666	1.1508	1.1236	0.8982	0.2500	0.0833	1.0000	0.3333	2.4165	-3.6798	0.7181	-1.0865
2022-07-31	-0.2133	-0.5698	4.2247	0.1796	1.0000	0.1250	0.8333	0.4167	-0.1327	-3.3310	-0.5685	-1.1211
2022-08-31	-0.8427	1.3485	2.2849	1.5026	0.8333	0.3333	1.0000	0.3333	-1.1403	-1.9019	-1.5113	-1.1589
2022-09-30	-1.7685	0.2697	-0.3430	1.1005	0.9167	0.5833	1.0000	0.6667	-1.8859	-1.8403	-2.6405	-1.3686
2022-10-31	-0.3537	-1.5461	-0.0686	0.2201	0.8333	1.0000	1.0000	0.3333	-2.8180	-1.4394	-2.1032	-0.8084
2022-11-30	0.1959	-3.2584	-1.0423	-1.5560	0.9160	0.3330	0.9160	0.2500	-2.6212	-1.0399	-1.1047	0.4413
2022-12-31	0.0392	0.1157	-0.6085	-0.3112	0.4160	0.5830	0.9160	0.5000	-2.6233	-1.9517	-1.5709	0.9077
2023-01-31	-0.7922	0.5789	0.0116	0.2044	0.8330	0.6660	0.7500	1.0000	-1.9079	-2.4431	-1.0476	1.2558
2023-02-26	1.3995	1.9116	1.3166	1.8187	1.0000	0.7500	0.6660	0.9160	-0.1564	-3.4217	0.9651	2.2890

资料来源：中国政府网，各部委官网，wind，中信证券研究部测算

行业配置结论与央企数据策略结合示例

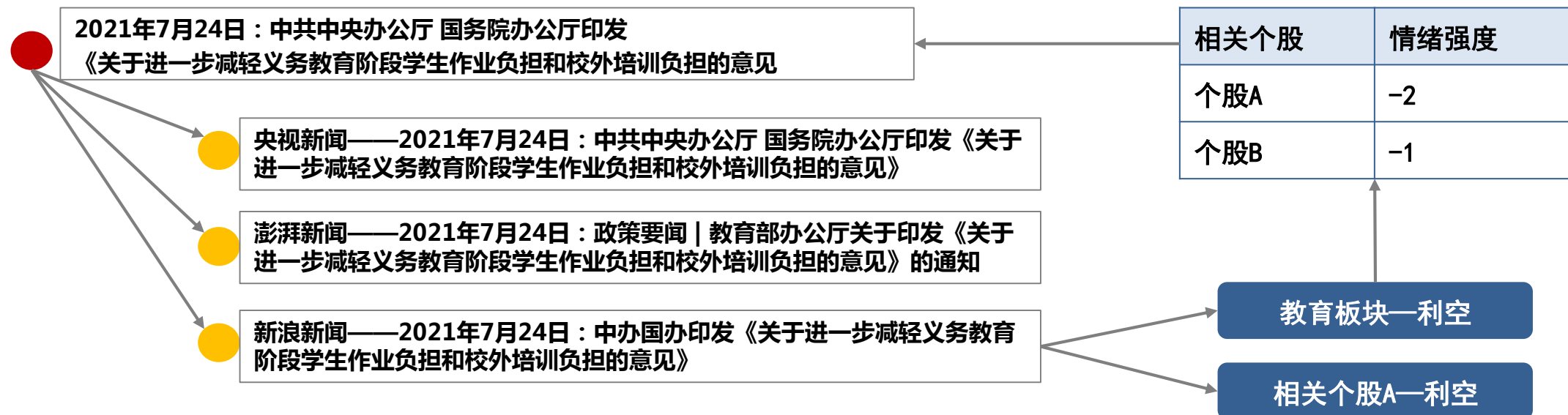


资料来源：中信证券研究部

2.5 行业配置视角——借助媒体解读构建市场化的政策情绪指标

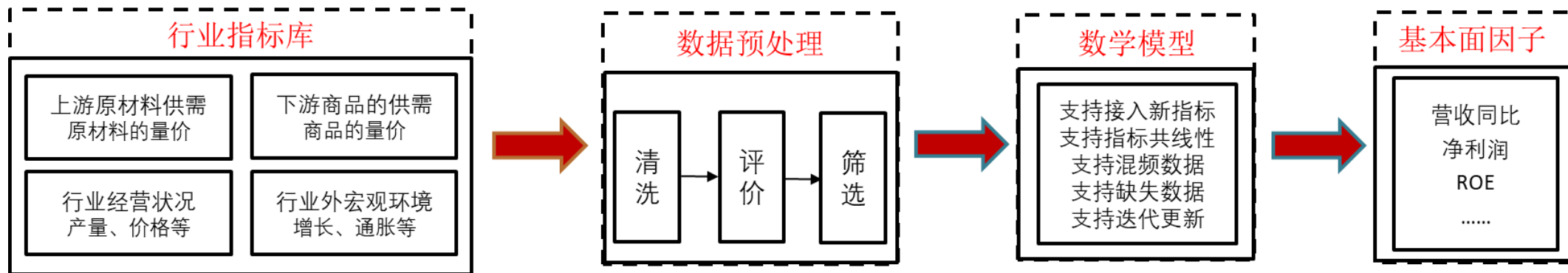
- 政策情绪指标化的难点在于量化市场对政策的反应：
 - 政策对市场的影响程度难以量化（eg：双减政策）
 - 市场对政策的反映态度难以量化（eg：集采政策）
- 借助媒体解读量化政策的市场情绪的双面理解：
 - 借助新闻媒体解读市场对政策的反映
 - 通过政策筛选对市场造成长期基本面影响的新闻信息

政策关联报导新闻示例——“双减”政策



2.5 行业配置视角——机器学习模型蒸馏大量基本面数据构建景气度指标 中信证券 CITIC SECURITIES

中观行业景气度量化框架



所属行业	指标名称	制表时间	指标权重	综合信号	分位数	环比变化	同比变化	环比幅度变化	同比幅度变化	持续变动
纺织服装	零售额:服装鞋帽、针、纺织品类:累计值	2022-12	0.23	5	1	1	1	1	0	1
纺织服装	城市CPI:衣着:当月同比	2023-01	0.23	2	0	0	1	0	1	0
纺织服装	PPI:皮革工业:当月同比	2023-01	0.18	1	1	-1	1	0	1	-1
纺织服装	柯桥纺织:价格指数:总类	2023-02	0.13	0	-1	1	-1	1	0	0
纺织服装	出口金额:纺织纱线、织物及制品:当月值	2022-12	0.10	-4	-1	-1	-1	0	0	-1
纺织服装	棉纺织行业采购经理人指数(PMI):新订单	2023-01	0.09	5	1	1	1	1	1	0
纺织服装	出口金额:服装及衣着附件:当月值	2022-12	0.04	0	0	1	-1	0	0	0
钢铁	PPI:黑色金属冶炼及压延加工业:当月同比	2023-01	0.21	2	0	1	-1	1	0	1
钢铁	销售量:重点企业:钢材:累计值	2022-12	0.19	5	1	1	1	1	0	1
钢铁	钢材综合价格指数	2023-02	0.18	2	0	1	-1	1	0	1
钢铁	高炉开工率(247家):全国	2023-02	0.15	3	0	1	1	1	0	0
钢铁	中国铁矿石价格指数(CI0PI)	2022-12	0.14	1	0	1	-1	1	0	0
钢铁	产量:重点企业:钢材:当月值	2022-12	0.05	1	0	1	-1	0	1	0
钢铁	钢铁行业采购经理人指数(PMI):全国	2023-01	0.04	3	1	1	-1	1	1	0
钢铁	价格:圆钢:Q235Φ20:全国	2023-02	0.03	2	0	1	-1	1	0	1
国防军工	工业增加值:铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:累计同比	2022-12	0.23	-1	0	0	-1	0	0	0
国防军工	出口金额:稀土及其制品:当月值	2022-12	0.16	-3	-1	-1	-1	0	0	0
国防军工	HS:出口金额:当月值:88章 航空器、航天器及其零件:人民币	2022-12	0.15	3	1	-1	1	1	1	0
国防军工	HS:出口金额:当月值:93章 武器、弹药及其零件、附件	2022-12	0.15	-2	-1	-1	-1	1	0	0
国防军工	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:利润总额:累计同比	2022-12	0.10	4	1	1	1	0	1	0
国防军工	PPI:雷达及配套设备制造:当月同比	2023-01	0.09	3	1	-1	1	1	1	0
国防军工	进口金额:涡轮喷气发动机:人民币:当月值	2022-12	0.07	5	1	1	1	1	1	0
国防军工	进口金额:涡轮喷气发动机:当月值	2022-12	0.04	5	1	1	1	1	1	0

资料来源: wind, 中信证券研究部测算

3. 多维数据跟踪策略构建与分层效果统计

- I. 多维度数据策略构建与央企推荐列表示例
- II. 多维数据策略分层效果明显，融入行业配置会增强头部收益率
- III. 利润分配视角看高质量发展：企业分红与股权激励
- IV. 关键支出视角看高质量发展：管理层薪酬与研发费用

综合数据策略构建央企打分结果示例

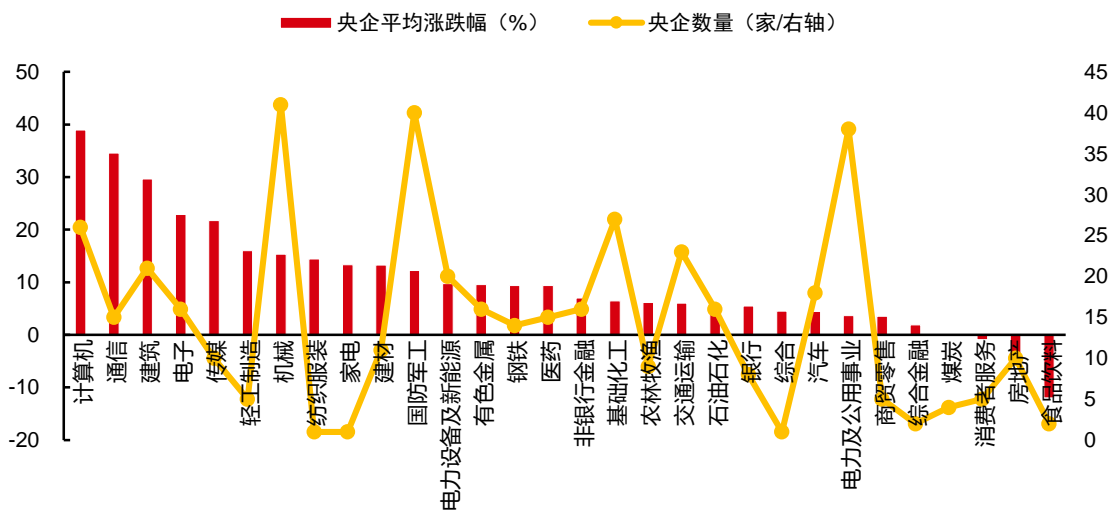
- 基于政策、ESG、估值、央企考核、其他5个维度，结合行业配置结论，构建数据策略形成所有央企的月度打分与排序。
 - 5个维度打分均处理成为央企排名百分位进行合并计算。
 - 对于政策打分，我们认为该项得分越高，中短期政策支持力度更强，很可能具备一定的市场热度与收益能力。
 - 对于ESG综合打分，我们直接按照ESG评级体系得分对所有企业进行评价。
 - 对于估值，我们目前仅使用PB-LF进行统计，基于低估值企业具备更高的上涨空间，对于估值越底的企业给予更高的得分。
 - 央企考核指标涉及：归母净利润、资产负债率、净资产收益率、现金比率、研发费用率等指标，其中资产负债率我们假设百分位处于合理区间的公司得分最高。
 - 其他：目前重点考虑公司治理维度的核心指标，例如企业分红、股权激励、管理层薪酬与研发投入。

多维数据策略形成个股打分排名示例

序号	证券代码	公司简称	中信证券一级行业	市值 (亿元) 2023-03-26	涨跌幅 (%) 2023-01-01 ~ 2023-03-26
1	000930.SZ	中粮科技	农林牧渔	163.02	4.5455
2	000625.SZ	长安汽车	汽车	1167.80	-4.3867
3	601766.SH	中国中车	机械	1713.32	16.8297
4	600050.SH	中国联通	通信	1749.24	22.7679
5	600482.SH	中国动力	电力设备及新能源	369.26	11.7724
6	601857.SH	中国石油	石油石化	10322.38	13.4809
7	603019.SH	中科曙光	计算机	578.29	78.4101
8	600498.SH	烽火通信	通信	234.94	50.6849
9	600582.SH	天地科技	机械	225.97	5.0000
10	601985.SH	中国核电	电力及公用事业	1236.59	9.3333
11	601038.SH	一拖股份	机械	130.90	3.0973
12	600100.SH	同方股份	计算机	236.53	63.8051
13	000050.SZ	深天马A	电子	268.88	26.3279
14	688009.SH	中国通号	机械	580.32	14.4050
15	600028.SH	中国石化	石油石化	6618.28	26.6055
16	600528.SH	中铁工业	机械	215.71	27.2608
17	600517.SH	国网英大	电力设备及新能源	301.93	9.0909
18	601608.SH	中信重工	机械	166.20	9.7421
19	600006.SH	东风汽车	汽车	115.00	3.0466
20	601919.SH	中远海控	交通运输	1826.82	10.3013
21	000016.SZ	深康佳A	家电	123.05	13.3038
22	002415.SZ	海康威视	电子	4176.31	28.6044
23	600875.SH	东方电气	电力设备及新能源	584.73	-10.7992
24	003816.SZ	中国广核	电力及公用事业	1479.61	8.9219
25	688187.SH	时代电气	机械	726.53	-5.9923
26	002226.SZ	江南化工	基础化工	148.87	14.6939
27	601800.SH	中国交建	建筑	1796.01	38.0124
28	300073.SZ	当升科技	基础化工	290.83	1.8085
29	000830.SZ	鲁西化工	基础化工	261.27	9.8467
30	601179.SH	中国西电	电力设备及新能源	279.87	18.4382
31	600271.SH	航天信息	计算机	251.81	30.5476
32	000800.SZ	一汽解放	汽车	385.18	7.1151
33	002281.SZ	光迅科技	通信	182.57	66.3486
34	601872.SH	招商轮船	交通运输	568.02	25.0447
35	601088.SH	中国神华	煤炭	5757.90	4.9240
36	000969.SZ	安泰科技	电力设备及新能源	93.26	17.2903
37	600299.SH	安迪苏	基础化工	238.42	7.6271
38	000400.SZ	许继电气	电力设备及新能源	247.24	22.7842
39	600320.SH	振华重工	机械	210.21	24.2991
40	600195.SH	中牧股份	农林牧渔	143.37	20.8262
41	600150.SH	中国船舶	机械	1082.33	8.6176
42	600406.SH	国电南瑞	电力设备及新能源	1846.34	13.0328
43	000591.SZ	太阳能	电力及公用事业	274.43	-4.2292
44	000998.SZ	隆平高科	农林牧渔	221.12	4.4804
45	002643.SZ	万润股份	基础化工	162.40	19.0996
46	001872.SZ	招商港口	交通运输	408.60	13.8579
47	601390.SH	中国中铁	建筑	1819.29	32.1942
48	600019.SH	宝钢股份	钢铁	1411.42	13.4168
49	600486.SH	扬农化工	基础化工	308.72	-4.1193
50	601186.SH	中国铁建	建筑	1287.34	22.6391

- 2023Q1，TMT板块涨幅居前，在疫后业绩真空期，ChatGPT的发布引起科技产业在一季度的交易热度持续走高。对比Q1行业涨跌幅与行业央企数量分布看，除计算机外，央企分布数量最多的行业整体涨跌幅均处于中间水平。
- 加入行业配置后的央企分层统计受到一定的影响，行业涨跌幅较低的行业，整体企业得分相对较低。
- 民生与安全行业公司得分普遍相对较高，企业得分受行业配置影响较小。

2023年1-3月分行业统计央企平均涨跌幅



资料来源：wind，中信证券研究部
注：数据统计时间范围为2023-01-01~2023-03-26

分层统计央企打分结果的行业分布情况

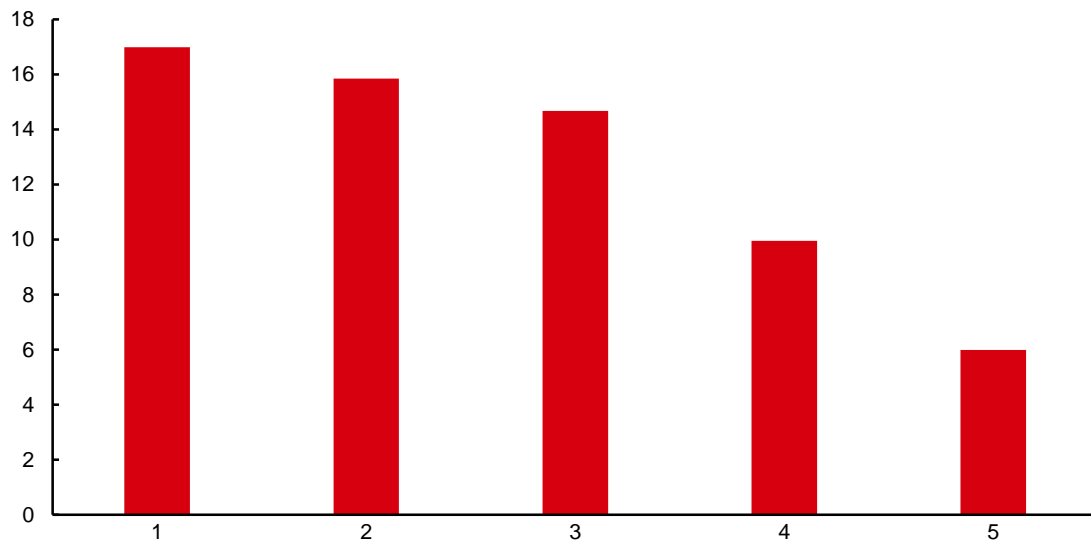
中信证券一级行业	央企平均涨跌幅 (%)	1	2	3	4	5	央企数量 (家/右轴)
计算机	38.94	7	11	2	4	2	26
通信	34.59	4	3	3	1	4	15
建筑	29.61	6	5	3	3	4	21
电子	22.91	4	5	2	2	3	16
传媒	21.73	0	1	5	4	0	10
轻工制造	15.99	0	1	3	1	0	5
机械	15.36	11	9	5	10	6	41
纺织服装	14.43	0	0	1	0	0	1
家电	13.30	1	0	0	0	0	1
建材	13.30	0	5	3	1	2	11
国防军工	12.21	3	10	12	6	9	40
电力设备及新能源	9.74	9	2	6	2	1	20
有色金属	9.56	0	1	8	3	4	16
钢铁	9.40	1	3	3	3	4	14
医药	9.37	0	1	7	4	3	15
非银行金融	7.00	0	1	0	5	10	16
基础化工	6.45	8	1	5	7	6	27
农林牧渔	6.18	6	0	2	0	1	9
交通运输	6.06	8	5	5	3	2	23
石油石化	5.86	2	8	0	2	4	16
银行	5.50	0	0	0	8	0	8
综合	4.53	0	0	0	0	1	1
汽车	4.47	6	1	2	5	4	18
电力及公用事业	3.65	9	12	7	4	6	38
商贸零售	3.56	0	1	1	1	2	5
综合金融	1.87	0	0	0	0	2	2
煤炭	0.08	2	0	1	1	0	4
消费者服务	-0.91	0	1	1	1	2	5
房地产	-4.24	0	0	0	5	5	10
食品饮料	-11.98	0	0	0	1	1	2

资料来源：wind，中信证券研究部 注：数据统计时间范围为2023-01-01~2023-03-26

多维数据策略分层效果明显，融入行业配置会增强头部收益率

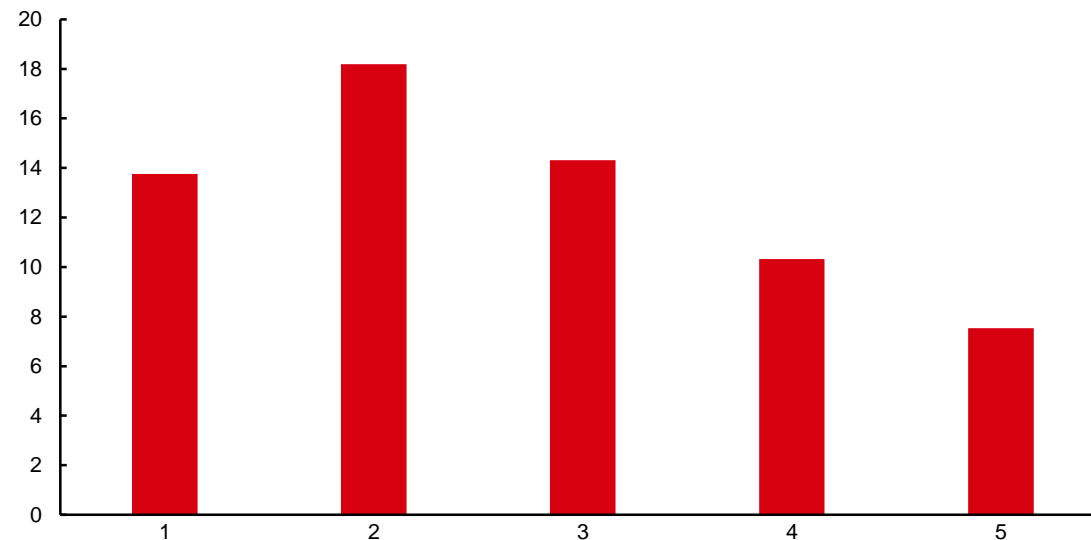
- 基于2022年末的财务指标形成央企综合打分，依据综合打分结果对截面结果进行分层统计。
 - 从统计结果看，截面分层收益率存在明显的分化；
 - 第一层近三个月平均涨跌幅为16.98%；
 - 第五层近三个月平均涨跌幅仅为5.98%。
- 行业配置使得分层收益率统计分化更加明显。
 - 由于行业配置重仓了计算机、通信等行业，在2023年Q1获得了更高的收益率。

2023年1-3月截面分层涨跌幅分化明显_加入行业配置 (%)



资料来源：wind，中信证券研究部 注：数据统计时间范围为2023-01-01~2023-03-26

2023年1-3月截面分层涨跌幅分化明显_不加入行业配置 (%)

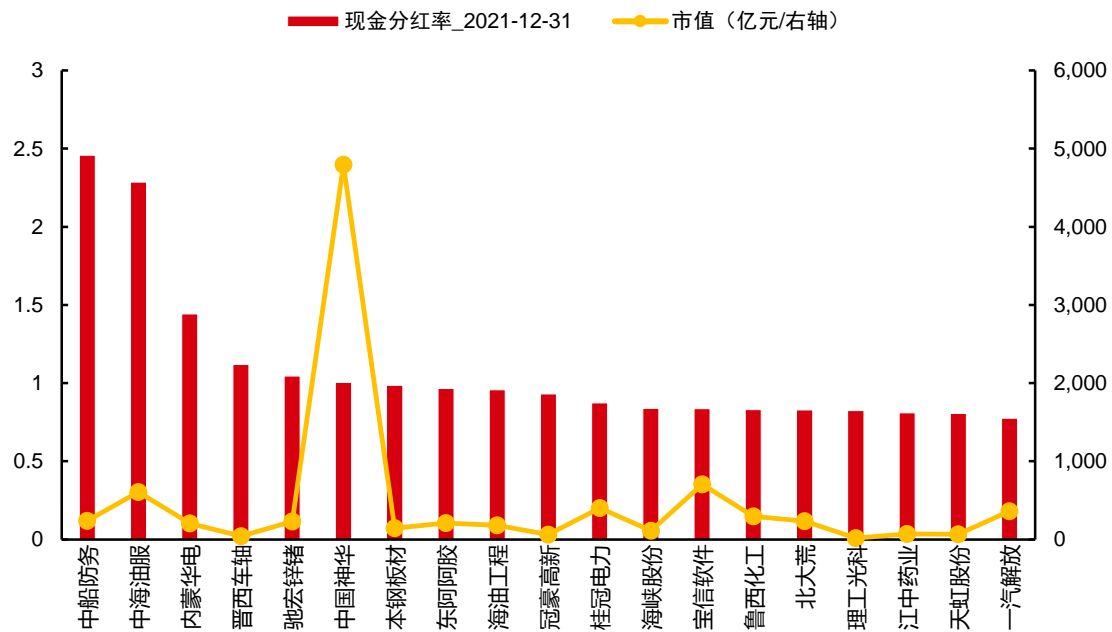


资料来源：wind，中信证券研究部 注：数据统计时间范围为2023-01-01~2023-03-26

利润分配视角看高质量发展：企业分红与股权激励

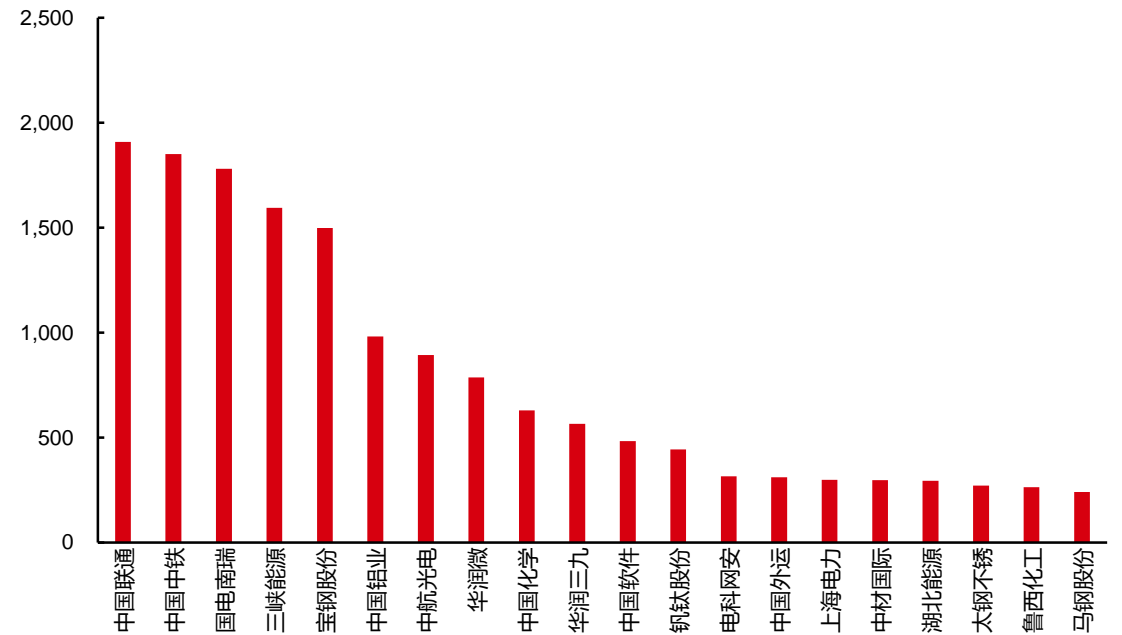
- 合理的股权激励有助于调动骨干人才积极性，促进国有资产保值增值。
 - 2020年4月23日国资委发布《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，提出面向股权激励对象应当聚焦核心骨干人才队伍，结合公司股本规模大小、激励对象范围和股权激励水平等因素合理确定权益授予数量，从而进一步推动中央企业控股上市公司建立健全长效激励约束机制，充分调动上市公司核心骨干人才的积极性，促进国有资产保值增值。
- 坚持市场化分红，有助于适应多元股东治理特点。
 - 央企在现金分红方面表现优异，体现了利润获取能力，也有助于吸引各类中长期资金入市。

现金分红率较高的央企



资料来源：wind，中信证券研究部
注：数据统计截止2022-06-30

近1年发布股权激励且市值超过250亿的央企（亿元）

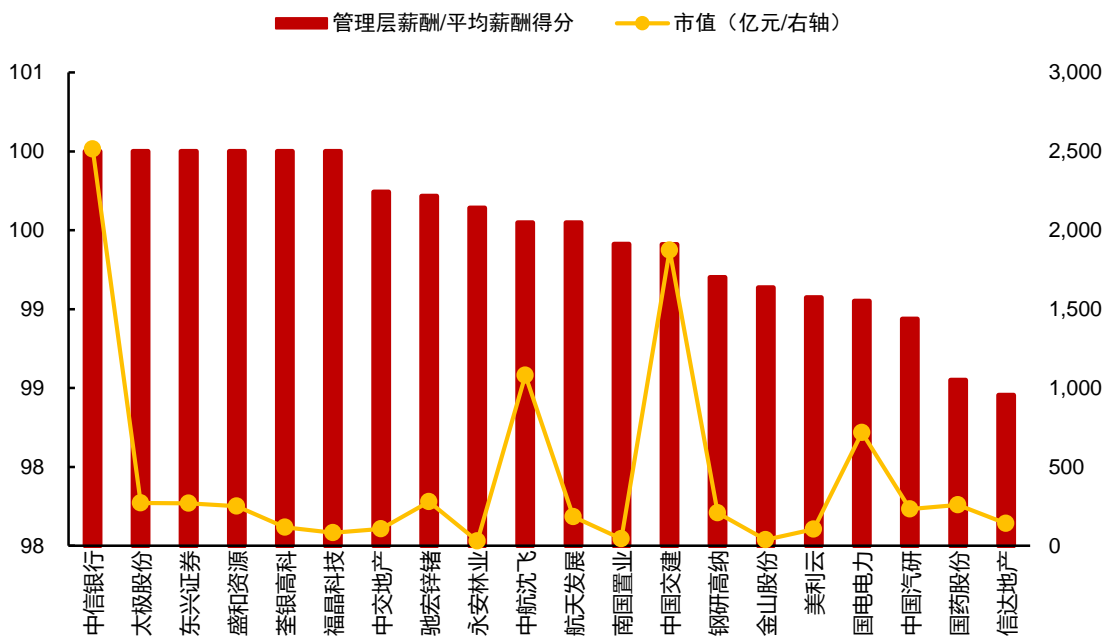


资料来源：wind，中信证券研究部
注：数据统计截止2022-06-30

关键支出视角看高质量发展：管理层薪酬与研发费用

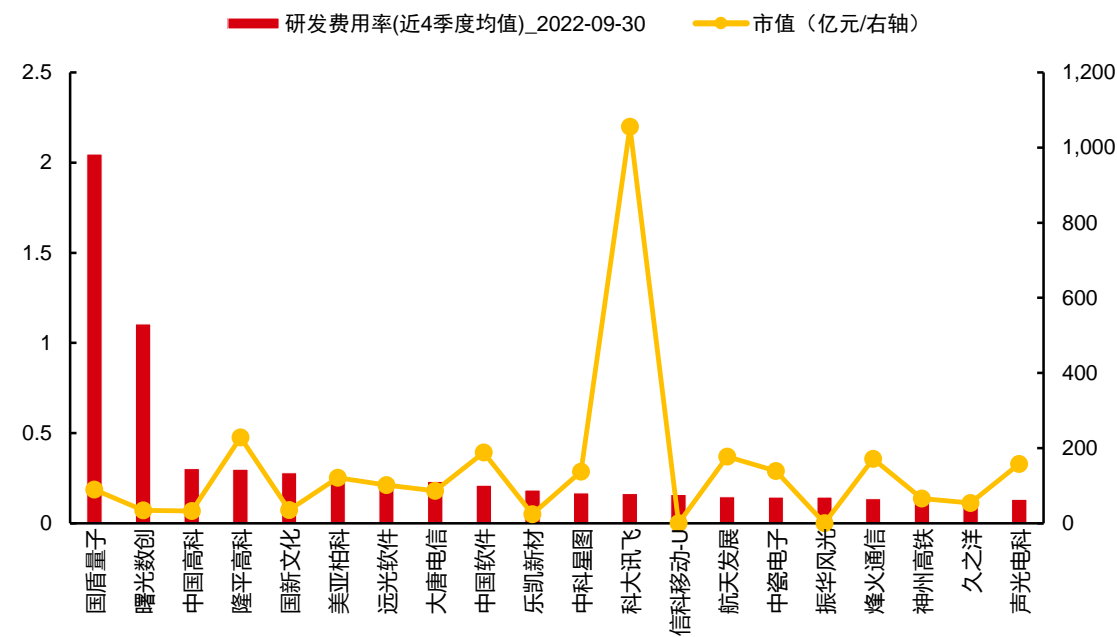
- 研发费用率体现公司的相对研发强度，持续的自主研发通常能为公司带来稳定的技术壁垒，并形成自主可控的能力。
 - 研发费用率 = 营业总收入 / 研发费用
- 合理制定公司高管薪酬，有助于企业在中长期维度高质量、健康发展。
 - 过低的薪酬体系可能导致公司管理层核心人才流失；
 - 过高的薪酬体系，一方面会导致管理层过分追求短期利益，另一方面也会造成不良的社会影响。

管理层薪酬打分最高的央企



资料来源：wind，中信证券研究部 注：数据统计截止2022-06-30

研发费用率较高的央企



资料来源：wind，中信证券研究部 注：数据统计截止2022-06-30

- 国企改革政策推进不及预期
- 数据统计结果可能存在偏差



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

张若海（数据科技首席分析师）

执业证书编号：S1010516090001

伍家豪（数据科技分析师）

执业证书编号：S1010522090002

宋广超（数据科技分析师）

执业证书编号：S1010522090005

汤可欣（数据科技分析师）

执业证书编号：S1010520120002

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有，保留一切权利。