

## 专题策略报告

# 央国企重估：节奏与空间

## ——“大安全当立”系列报告（二）

方正证券研究所

### 分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

### 相关研究

《大安全当立：AI 涌现和央国企盐铁——“大安全当立”系列报告（一）》2023.06.18

《“中特估”再出发：央国企并购重组》2023.06.17

### 报告摘要：

- **“中特估-央国企重估”是类似于 16-17 年“供给侧改革”的主线行情：财政补贴不动→供给出清→涨价重估。**从财政角度来看，“中特估-央国企重估”类似于“供给侧改革”：22 年房地产“硬着陆”，土地财政收入降速，导致依赖大量财政补贴的央国企泛公用事业部门，会以某种形式实现“供给出清”，供给曲线上移，形成新的价格均衡，带来央国企“价格修复→估值修复”的主线行情。
- **市场关切：如何实现“供给出清-涨价重估”？一方向+方式+迹象。**
  - （1）谁会出清？——中国的水费、电费和过路费是全球主要经济体中接近最低的，这种“垄断低价”是央国企承担社会责任的体现，需要大量财政补贴。去年以来房地产“硬着陆”导致财政收入下滑，将导致央国企泛公用事业部门，会以某种形式实现“供给出清”。
  - （2）如何出清？——“报价者出清”将是央国企泛公用事业部门实现“供给出清”的重要手段。国资委 3.17“加快（央国企）同质业务整合”指明了“报价者出清”的方向；6.14“央企并购重组”专题会则进一步明确“报价者出清”具体实现的政策路径。
  - （3）有无证据？——泛公用事业已有涨价迹象。21 年提出的“要素市场化改革”，涉及泛公用事业行业，当前各个行业也均已有不同的涨价迹象，如电价/运价上涨，通信费用降价趋缓等。
- **投资机会：央国企“涨价重估”的节奏+方向+空间**
  - （1）节奏：6.14“央企并购重组”专题会明确“供给出清-报价者出清”的具体实现路径，类似于 16 年 7 月 8 日的“实质性供给出清政策细则落地”，有望开启“中特估-央国企重估”的“第二波行情”！
  - （2）方向：央国企泛公用事业部门中，“低估值+低毛利+高补贴”特征的电力/通信/公路/铁路/机场/港口等，在财政补贴降速后，有望率先实现“供给出清-报价者出清”，将迎来“涨价重估”的第二波行情。
  - （3）空间：央国企泛公用事业的估值，仍有“翻倍空间”。当前央国企泛公用事业的估值（PB）和毛利率只有海外对标公司的一半，原因在于，央国企泛公用事业部门需要承担社会责任，提供“垄断低价”的生产要素（比如中国的电价只有欧盟的一半），而这需要大量财政补贴的支撑。今年最大的变化在于，房地产“硬着陆”，财政收入明显下滑。财政补贴收敛，也将会导致中国泛公用事业部门提供的“垄断低价”生产要素的价格回归均衡以及估值回归均衡：对标全球公用事业的估值，仍有翻倍空间（具体空间详见正文）。
- **核心假设风险：策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。**

## 正文目录

1 “供给出清-涨价重估”：“中特估-央国企重估”行情的核心逻辑	4
1.1 “中特估-央国企重估”类似于16-17年的“供给侧改革”行情	4
1.2 16-17年“供给侧改革”：央国企债务违约，供给出清，涨价重估	4
1.3 “中特估-央国企重估”：土地财政降速，供给出清，涨价重估	6
2 市场关切：“供给出清-涨价重估”的方向、方式和迹象	8
2.1 谁会出清？——依赖财政补贴的央国企泛公用事业部门	8
2.2 如何出清？——整合同质化业务的“报价者出清”	9
2.3 有无证据？——泛公用事业已有涨价迹象	10
3 投资机会：央国企“涨价重估”的节奏与空间	12
3.1 节奏：重视政策细则落地的“第二波行情”	12
3.2 方向：“低估值+低毛利+高补贴”的央国企泛公用事业（电力/通信/公路/铁路/机场/港口等）	12
3.3 空间：央国企泛公用事业的估值，仍有“翻倍空间”！	14
4 风险提示	20

图表目录

图表 1: “央国企重估”即将迎来第二波主线行情.....	4
图表 2: 2010-2012 年煤炭产能扩张导致竞争结构恶化.....	5
图表 3: 2009-2012 年钢铁产能扩张导致竞争结构恶化.....	5
图表 4: 钢铁、煤炭行业央国企杠杆率 2015 年达到高点.....	5
图表 5: 煤炭、有色金属行业杠杆率 13-15 年大幅上行.....	5
图表 6: 2015、2016 年煤炭、钢铁行业信用债违约占比达历史最高.....	5
图表 7: 22 年土地相关税收近 10 年来首次下滑.....	6
图表 8: 22 年土地使用权出让收入下滑 1.8 万亿元.....	6
图表 9: 23 年一季度土地财政收入不足 1.4 万亿.....	6
图表 10: “垄断低价”到价格回归, 本质上是供给侧出清后的必然结果.....	7
图表 11: 国内配电侧成本远低于欧洲发达国家.....	8
图表 12: 中国运营商信息资费在全球处于最低梯队.....	8
图表 13: 国内物流成本相比海外也具备明显优势.....	8
图表 14: “报价者”出清是 本轮央国企“供给出清”的方式.....	9
图表 15: 要素市场化改革相关政策.....	10
图表 16: 21 年开始, to-B 端电价开始上涨.....	11
图表 17: 近期国内峰谷电价调整政策.....	11
图表 18: 国内公路物流运价指数 22 年出现进一步上涨.....	11
图表 19: 22 年国内主要港口费率提升.....	11
图表 20: 16 年供给侧结构性改革的行情走势: 政策密集验证及政策成果显现阶段超额收益明显.....	12
图表 21: 多数通信、公用事业、交通运输细分行业具备“低估值”+“高补贴”的特征.....	13
图表 22: 兼具“低估值”+“高补贴”+“低毛利”特征的公司.....	14
图表 23: 国内央国企的估值对比海外和国内民企的历史估值中枢大多具备明显修复空间.....	15
图表 24: 国内央国企的毛利率对比海外和国内民企的毛利率中枢大多具备明显修复空间.....	16
图表 25: 国内央国企龙头和同行业海外龙头对比, PB 和毛利率均具备明显上升空间.....	17
图表 26: 综合电信服务行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	18
图表 27: 独立电力生产商与能源贸易商行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	18
图表 28: 航空航天与国防军工行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利.....	18
图表 29: 新能源发电行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	18
图表 30: 航空货运与物流行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	18
图表 31: 航空行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	18
图表 32: 公路运输行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	19
图表 33: 航运行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	19
图表 34: 建筑产品行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	19
图表 35: 建筑工程行业国内龙头央国企及海外龙头估值&毛利率.....	19

## 1 “供给出清-涨价重估”：“中特估-央国企重估”行情的核心逻辑

### 1.1 “中特估-央国企重估”类似于 16-17 年的“供给侧改革”行情

“央国企重估”的核心逻辑：财政补贴降速，供给出清，涨价重估。从经济学原理来看，22 年房地产“硬着陆”，土地财政收入降速，依赖财政补贴的央国企泛公用事业部门，拿到的补贴减少，会导致相应部门的供给出清，供给曲线上移，形成新的价格均衡，也就是“涨价重估”。

6.14 国资委“央企并购重组”专题会以来，我们判断：“央国企重估”将引领 23 年“中特估”的第二波主线行情。自去年 11 月证监会主席易会满提出“中特估”以来，央国企已获得明显的超额收益。我们在 6.17《“中特估”再出发：央企并购重组》中提示：6.14 国资委“央企并购重组”专题会，指明了“供给出清-报价者出清”的具体实现路径，有望引领第二波“中特估”行情！

图表1：“央国企重估”即将迎来第二波主线行情

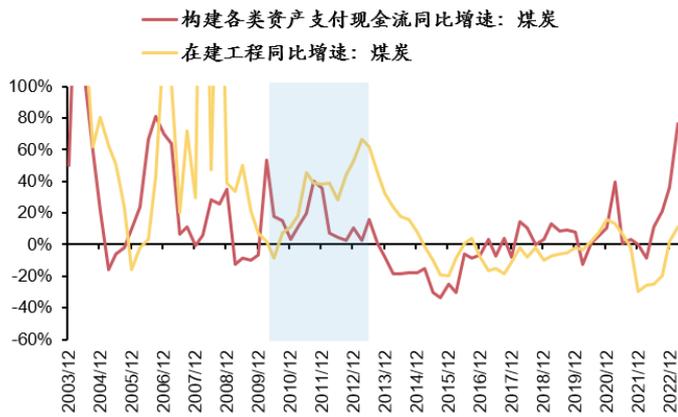


资料来源：Wind, 方正证券研究所

### 1.2 16-17 年“供给侧改革”：央国企债务违约，供给出清，涨价重估

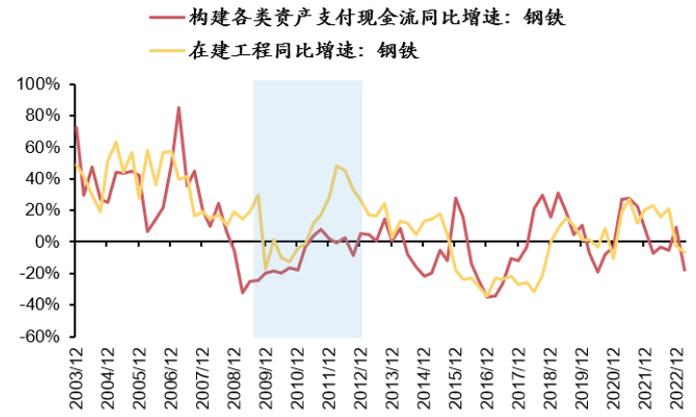
14-15 年的经济衰退周期中，当时的央国企，尤其是钢铁/煤炭/化工/有色等传统周期行业积累了大量的债务。08 年金融危机后，“4 万亿”投资带来传统周期行业的产能急剧扩张，2012 年以来“产能过剩”持续掣肘传统周期行业的盈利能力。伴随着 2014-15 年国内经济进入下行周期，叠加严重的“产能过剩”问题，传统周期行业的营收明显下滑，债务压力不断积累。2015 年末，钢铁/化工/有色/煤炭等传统周期行业的资产负债率，达到历史高位。

图表2:2010-2012年煤炭产能扩张导致竞争结构恶化



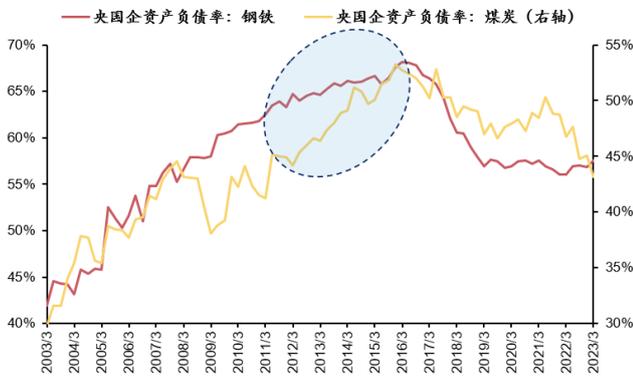
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表3:2009-2012年钢铁产能扩张导致竞争结构恶化



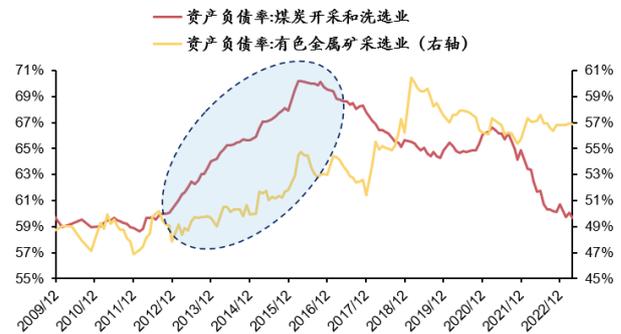
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4:钢铁、煤炭行业央企杠杆率 2015 年达到高点



资料来源: Wind, 方正证券研究所

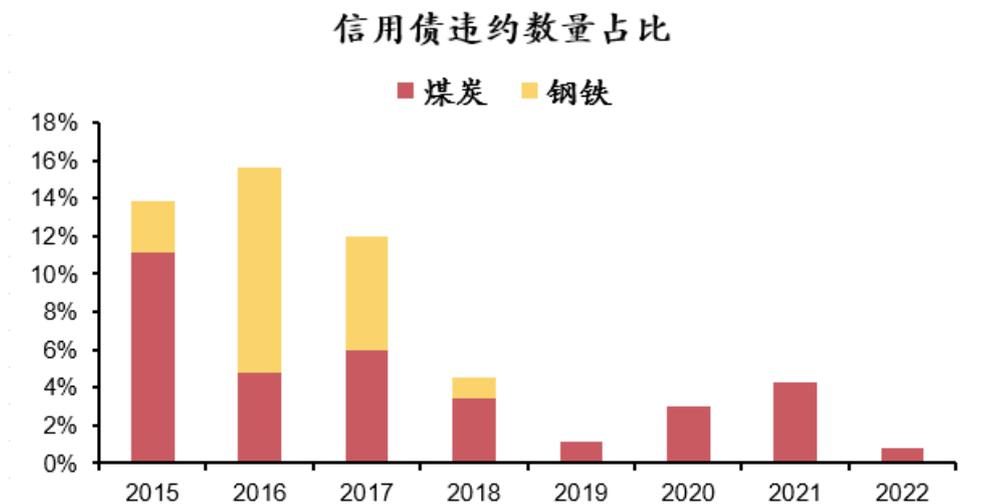
图表5:煤炭、有色金属行业杠杆率 13-15 年大幅上行



资料来源: Wind, 方正证券研究所

高额的债务风险导致 2015-16 年频发的违约事件。在 2015-16 年的经济衰退周期中，传统周期行业的营收普遍下滑，高额债务风险随之暴露。2015 和 2016 年煤炭、钢铁、有色金属合计信用债违约占全市场的违约比例分别高达 13.89% 和 15.66%。

图表6:2015、2016 年煤炭、钢铁行业信用债违约占比达历史最高



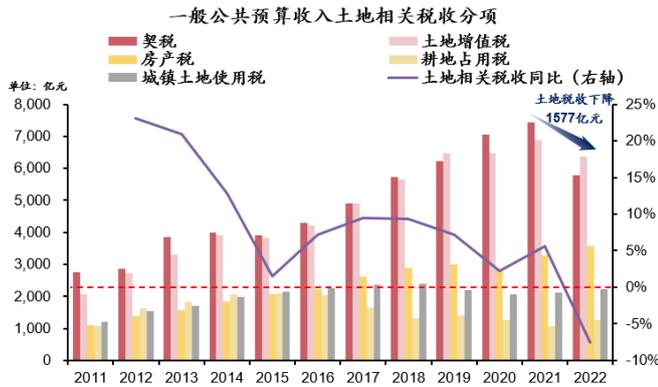
资料来源: Wind, 方正证券研究所

大量的债务违约，又导致财政补贴无法覆盖，传统产能供给出清，以及涨价重估。2016-17年，财政补贴难以持续填覆盖央国企传统周期行业过高的债务缺口，因此供给侧的出清成为了当时的必然选择。供给侧的出清会带来供给曲线上移，形成新的价格均衡，也就是“涨价”，而“涨价”也能够带来传统周期行业的盈利能力改善，并且在资本市场实现“重估”。

### 1.3 “中特估-央国企重估”：土地财政降速，供给出清，涨价重估

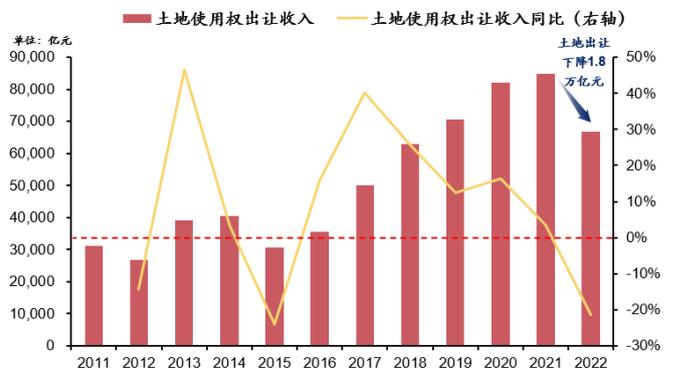
土地财政的降速，导致央国企拿到的财政补贴下滑。22年房地产市场“硬着陆”，土地相关税收与土地使用权出让收入明显下滑1.9万亿，财政收入收敛，使得央国企长期以来的高额补贴难以为继。

图表7:22年土地相关税收近10年来首次下滑



资料来源：国家统计局、财政部，Wind，方正证券研究所

图表8:22年土地使用权出让收入下滑1.8万亿元



资料来源：国家统计局、财政部，Wind，方正证券研究所

今年5%的GDP增长目标意味着房地产大概率很难“强刺激”，财政收入的压力将继续存在。23年“两会”政府工作报告中提出，23年GDP增速目标是5%左右，这在一定程度上，意味着今年地产大概率不会强刺激。经测算，今年一季度土地财政收入不足1.4万亿，由此可见，今年土地财政收入继续下行的概率较大。

图表9:23年一季度土地财政收入不足1.4万亿

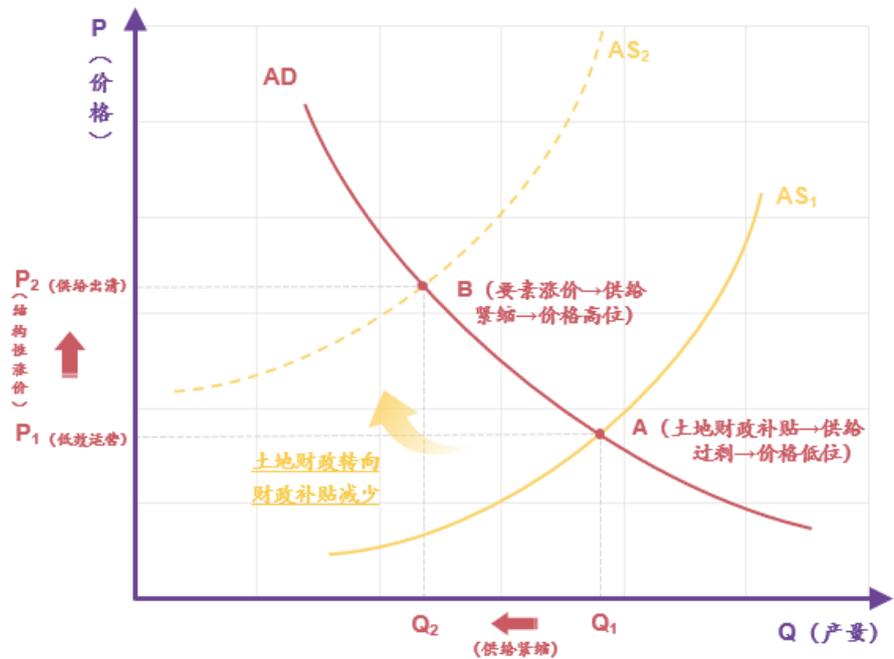
土地财政项目		2022年一季度 (亿元)	2023年一季度 (亿元)	同比变化
土地相关 税收	契稅	1581	1614	2.1%
	土地增值稅	2217	1801	-18.8%
	房產稅	706	869	23.1%
	耕地占稅	435	411	-5.5%
	城鎮土地使稅	465	551	18.5%
	合计	5404	5246	-2.9%
政府性基金 預算收入	土地使用权出让收入	11958	8728	-27.0%
土地财政合计		17362	13974	-19.5%

资料来源：Wind，方正证券研究所

我们判断：土地财政降速，将导致部分长期依赖财政补贴的效率相对不高的部门（央国企公用事业），无法获得足够的财政补贴，从而面临供给出清，供给曲线上移，形成新的价格均衡，也就是（泛公用事业）生产要素价格的结构性上涨！由此将形成央国企的“价格修复→估值修复”的主线行情！

因此，从经济学原理的角度来看，16-17年“供给侧改革”和当前的“中特估-央国企重估”的逻辑是一致的。22年的土地财政收入降速与15年末的传统周期行业的高额债务压力类似，都会导致财政补贴难以为继——（1）22年以来财政补贴回落，会带来依赖财政补贴的泛公用事业部门的经营压力；（2）15年以来财政补贴不动，会导致传统周期行业的债务风险。财政补贴难以为继，则会带来相关部门的供给出清，供给曲线上移，形成新的价格均衡，以及资本市场重估，也就是“财政补贴不动—供给出清—涨价重估”。

图表10：“垄断低价”到价格回归，本质上是供给侧出清后的必然结果



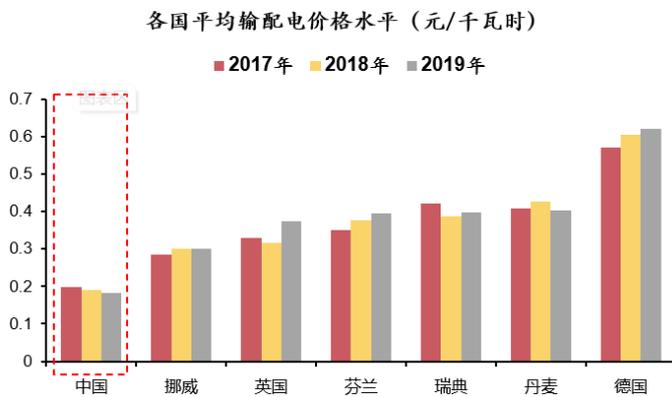
资料来源：方正证券研究所

## 2 市场关切：“供给出清-涨价重估”的方向、方式和迹象

### 2.1 谁会出清？——依赖财政补贴的央国企泛公用事业部门

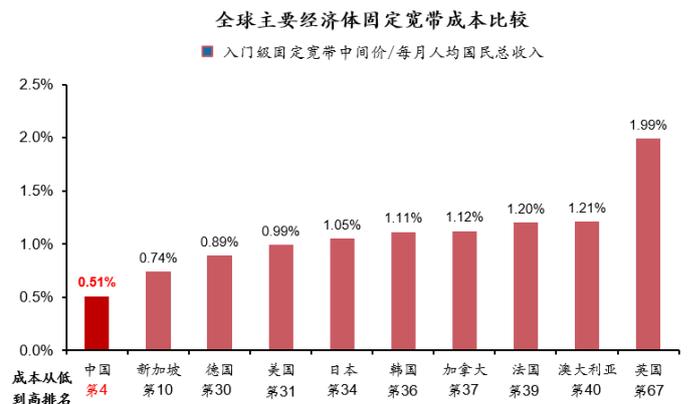
财政补贴降速，央国企泛公用事业部门，将面临供给出清。中国的电费、网费和过路费（泛交运费）在全球主要经济体中接近最低，这是中国的央国企承担社会责任的体现！我们认为：央国企之所以可以实现生产要素价格的“垄断低价”，主要得益于大量的财政补贴。不过，去年以来房地产“硬着陆”，财政收入下滑，央国企泛公用事业部门无法获得足够的财政补贴，将面临事实上的供给出清。

图表11: 国内配电侧成本远低于欧洲发达国家



资料来源：国家发展改革委员会、欧盟统计局、IEA、蒋熠《基于国际电价比较的我国电价形成机制优化研究》，方正证券研究所

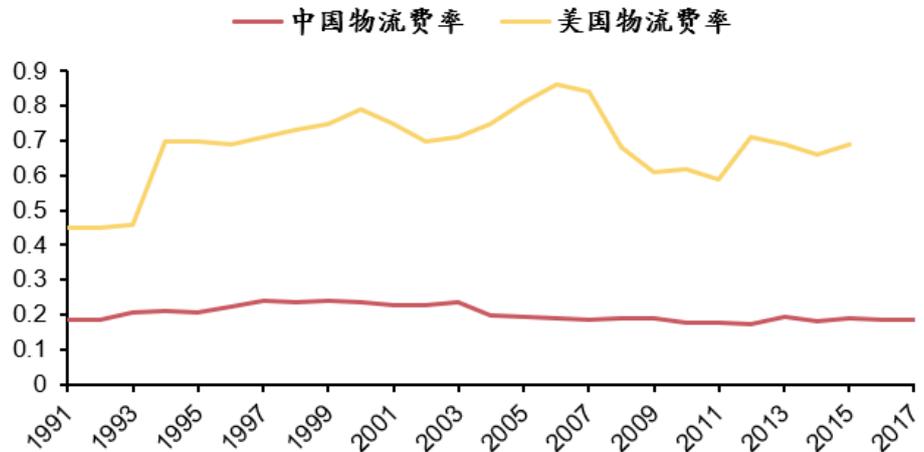
图表12: 中国运营商信息资费在全球处于最低梯队



资料来源：ITU，方正证券研究所

图表13: 国内物流成本相比海外也具备明显优势

### 中美单位周转量物流费率 (元/吨公里) (1991年基期价格)



资料来源：《中国统计年鉴》，《中国物流年鉴》，《美国物流年鉴》，张兆民、韩彪《社会物流费用占GDP比重分解与中美比较》，方正证券研究所



### 2.3 有无证据？——泛公用事业已有涨价迹象

21年提出“要素市场化改革”，涉及泛公用事业行业。21年“十四五”规划中提出推进要素市场化配置改革，推进能源、铁路、电信、公用事业等行业竞争性环节市场化改革，这本身已经是“垄断低价”生产要素价格回归的重要提示。

图表15:要素市场化改革相关政策

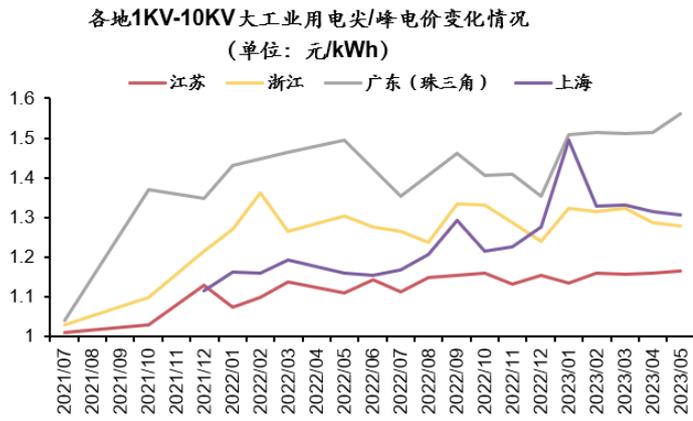
时间	发布单位	文件名称	主要内容
2022年1月18日	国家发展改革委员会、能源局	《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》	健全统一电力市场体系的交易机制，完善电力价格形成机制，做好市场化交易与调度运行的高效衔接
2022年1月6日	国务院	《关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	支持完善资源市场化交易机制，开展电力现货交易试点，深化天然气市场化改革
2021年10月11日	国家发展改革委员会	《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》	有序放开全部燃煤发电电量上网电价，扩大市场交易电价上下浮动范围，推动工商业用户都进入市场，保持居民、农业用电价格稳定
2021年9月11日	国家发展改革委员会	《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	坚持政府调控和市场导向相结合，发挥市场配置能源资源的决定性作用，推行用能指标市场化交易
2021年7月26日	国家发展改革委员会	《关于进一步完善分时电价机制的通知》	进一步完善目录分时电价机制，持续深化电价市场化改革、充分发挥市场决定价格作用，形成有效的市场化分时电价信号
2021年5月18日	国家发展改革委员会	《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》	深入推进能源价格改革：持续深化电价改革，不断完善绿色电价政策，稳步推进石油天然气价格改革，完善天然气管道运输价格形成机制，系统推进水资源价格改革，加快公共服务价格改革
2021年3月12日	国务院	《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》	推进要素市场化配置改革，推进能源、铁路、电信、公用事业等行业竞争性环节市场化改革，允许制造业企业全部参与电力市场化交易
2020年11月28日	民航局、国家发展改革委员会	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	放开3家以上（含3家）航空运输企业参与经营的国内航线的旅客运输价格，由航空运输企业依法自主制定

资料来源：国务院、国家发展改革委员会、民航局、能源局，方正证券研究所

同时，仔细观察当前的泛公用事业，能够发现各个行业均已有不同的涨价迹象

首先，电价自21年开始便开始上涨，23年峰/谷电价调整本质上还是对企业端电价的变相涨价。自21年开始，江苏、上海、广东等地的大工业用电尖/峰电价逐渐上涨，22年普遍经历一轮提价。同时，22年底的峰/谷电价调整，本质上也是在保证居民电费不大幅上涨的同时，对企业端用电价格的涨价措施。

图表16:21年开始, to-B 端电价开始上涨



资料来源: 国家电网, 方正证券研究所

图表17:近期国内峰谷电价调整政策

时间	发布单位	文件名称	政策表述
2022年12月14日	上海发改委	《关于进一步完善我市分时电价机制有关事项的通知》	一般工商业及其他两部制、大工业两部制用电冬夏两季峰平谷比价 <b>1.8:1:0.4</b> , 尖峰时段电价在高峰电价的基础上上浮 <b>25%</b> , 其他月份峰平谷比价 <b>1.6:1:0.5</b>
2022年11月29日	山东发改委	《关于工商业分时电价政策有关事项的通知》	高峰时段上浮 <b>70%</b> 、低谷时段下浮 <b>70%</b> 、尖峰时段上浮 <b>100%</b> 、深谷时段下浮 <b>90%</b>
2022年11月7日	河南发改委	《关于进一步完善分时电价机制有关事项的通知》	一般峰平谷电价比调整为 <b>1.64:1:0.41</b> 1、7、8、12月峰平谷电价比调整为 <b>1.71:1:0.47</b> , 尖峰用电价格在其他月份峰段电价基础上上浮 <b>20%</b>
2022年10月31日	江西发改委	《关于进一步完善分时电价机制有关事项的通知》	高峰时段电价上浮 <b>50%</b> , 低谷时段电价下浮 <b>50%</b> 尖峰时段电价在高峰时段电价基础上上浮 <b>20%</b>
2022年10月28日	河北发改委	《关于进一步完善河北南网工商业及其他用户分时电价政策的通知》	高峰和低谷时段用电价格在平段电价基础上分别上下浮动 <b>70%</b> ; 尖峰时段用电价格在高峰电价基础上上浮 <b>20%</b>

资料来源: Wind, 方正证券研究所

其次, 运输相关价格也有不同程度的上涨。22年公路物流运价指数进一步上涨, 宁波港、上海港、广州港等港口运价也有不同程度上调。

图表18:国内公路物流运价指数 22年出现进一步上涨



资料来源: 国家电网, 方正证券研究所

图表19:22年国内主要港口费率提升

港口名称	调整时间	项目内容	价格 (元/箱)		调整幅度
			调整前	调整后	
宁波舟山港	2021年12月1日	装卸船作业20英尺普通重箱	490	539	10%
		装卸船作业20英尺空箱	429	472	10%
		装卸船作业40英尺普通重箱	751	826	10%
		装卸船作业40英尺空箱	643	707	10%
上海港	2021年12月3日	内贸中转装卸20英尺普通重箱	160	240	50%
		内贸中转装卸20英尺空箱	-	240	-
广州港	2021年12月8日	装卸船作业20英尺外贸普通重箱 (驳船集港)	540	583	8%
		装卸船作业20英尺外贸普通重箱 (拖车集港)	490	583	19%
		装卸船作业20英尺空箱	300	357	19%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

第三, 通信费用降价的趋势也已经有所趋缓。2015年李克强在政府工作报告中首次提示运营商的“减速降费”, 而在经历了7年的“提速降费”后, 22年和23年政府工作报告中已不再部署“提速降费”相关任务, 这意味着通信费用降价的趋势也已经有所缓和。

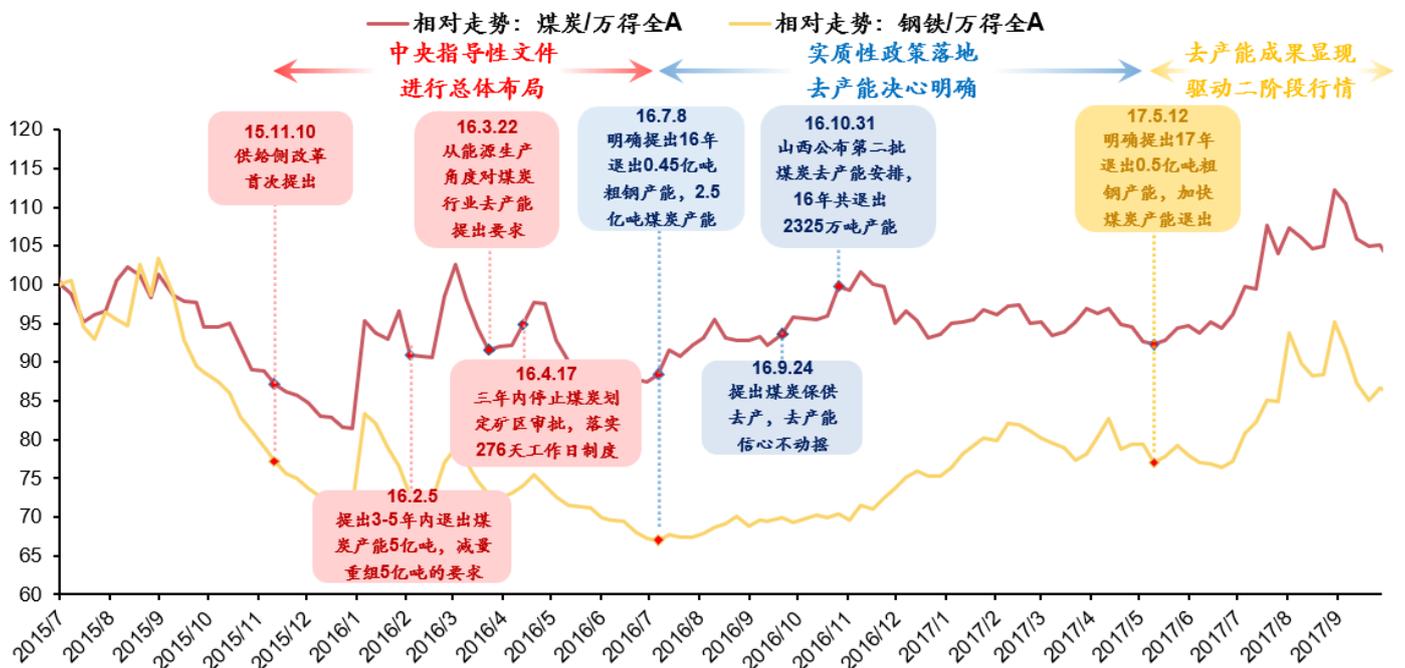
### 3 投资机会：央国企“涨价重估”的节奏与空间

#### 3.1 节奏：重视政策细则落地的“第二波行情”

16年“供给侧改革”行情经验显示，当前“中特估-央国企重估”应关注实质性政策细则落地后的“第二波行情”。借鉴16年“供给侧改革”政策后，煤钢行情的3个阶段：“方向性政策落地”→“实质性政策细则落地”→“政策效果落地”。其中，“第二波行情”开始于16年中，煤炭、钢铁等行业的实质性去产能政策细则发布，驱动行业产生持续的超额收益。

我们判断：与16年7月8日的“实质性政策细则落地”类似，6月14日国资委“央企并购重组”专题会，是对“供给出清-报价者出清”具体政策路径的确认，有望开启“中特估-央国企重估”的“第二波行情”！

图表20:16年供给侧结构性改革的行情走势：政策密集验证及政策成果显现阶段超额收益明显

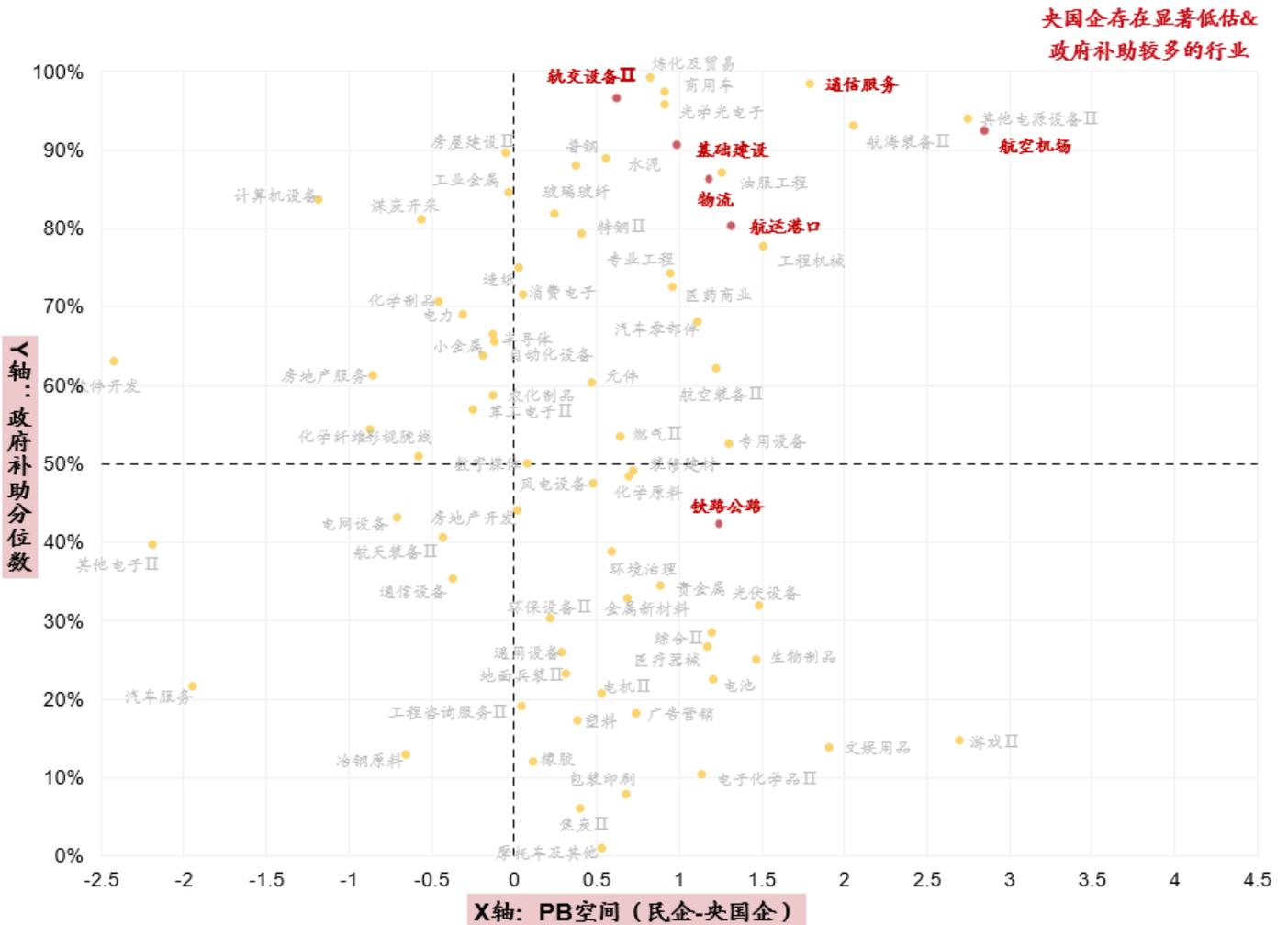


资料来源：Wind，国资委等，方正证券研究所 注：图中数据经标准化处理

#### 3.2 方向：“低估值+低毛利+高补贴”的央国企泛公用事业（电力/通信/公路/铁路/机场/港口等）

依赖大规模财政补贴，且估值偏低的央国企泛公用事业，将成为“供给出清-报价者出清”的重要方向，也就是“涨价重估”的重要领域。我们统计了二级细分行业央国企过去5年拿到的财政补贴规模（去量纲化），并对比这些行业内部的央国企相对民企的低估程度。可以看到：电力、通信、交通运输、公用事业细分行业的央国企，PB大多低于对应行业的民企，同时平均政府补贴额也位于全行业央国企的50%分位数以上。具体来看，对应细分行业主要集中在能源/通信/交运等领域：电力、通信服务、航空机场、轨交设备、航运港口、物流、铁路公路等。

图表21:多数通信、公用事业、交通运输细分行业具备“低估值”+“高补贴”的特征



资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 图中显示剔除消费行业后的所有申万二级行业 数据截至 23/6/15

除估值和政府补贴外, 毛利率水平同样需要被纳入考量。“垄断低价”本身不仅仅使得央国企需要大量补贴, 同时也导致央国企毛利率长期不及民企。因此, 如果在上述央国企占比较高的行业中, 筛选兼具“低估值”+“高补贴”+“低毛利”特征的交集, 可以得到如下公司——

图表22: 兼具“低估值”+“高补贴”+“低毛利”特征的公司

一级行业	公司代码	公司简称	PB (LF)	二级行业民企 PB (LF)	PB空间 (民企-个股)	PB空间分位数	政府补助 (亿元)	政府补助分位数	公司毛利率	二级行业民企毛利率	毛利率空间 (民企-个股)	毛利率空间分位数	股息率	股息率分位数
交通运输	600787.SH	中储股份	0.92	2.32	1.40	89.3%	0.03	67.9%	2.8%	9.9%	7.1%	73.0%	1.85%	65.2%
	600561.SH	江西长运	1.53	2.24	0.71	70.3%	0.10	66.6%	-14.7%	12.7%	27.4%	97.9%	0.26%	37.2%
	600115.SH	中国东航	4.19	6.15	1.96	97.1%	0.00	-	-8.6%	6.1%	14.7%	88.2%	0.00%	32.9%
	603167.SH	渤海轮渡	0.88	2.53	1.65	94.7%	0.16	86.9%	9.5%	21.5%	11.9%	82.6%	0.00%	32.9%
	600057.SH	厦门象屿	1.24	2.32	1.07	79.7%	1.06	91.7%	2.1%	9.9%	7.8%	74.6%	0.00%	32.9%
	600279.SH	重庆港	0.85	2.53	1.67	95.5%	0.11	74.9%	6.2%	21.5%	15.3%	89.0%	0.99%	53.2%
	600755.SH	厦门国贸	0.87	2.32	1.45	90.6%	2.11	89.3%	1.6%	9.9%	8.3%	75.4%	5.82%	92.2%
	600704.SH	物产中大	0.77	2.32	1.55	93.3%	0.91	92.5%	3.3%	9.9%	6.6%	70.6%	3.31%	79.4%
	600009.SH	上海机场	2.98	6.15	3.18	98.1%	0.02	83.7%	-0.5%	6.1%	6.7%	71.1%	0.00%	32.9%
	000906.SZ	浙商中拓	1.42	2.32	0.90	74.9%	0.94	71.9%	1.5%	9.9%	8.4%	76.2%	5.77%	91.7%
	601598.SH	中国外运	0.92	2.32	1.39	88.8%	0.84	92.0%	6.8%	9.9%	3.0%	54.0%	6.13%	93.0%
	600575.SH	淮河能源	0.92	2.24	1.32	86.1%	0.47	75.4%	5.6%	12.7%	7.1%	72.7%	0.00%	32.9%
	002183.SZ	怡亚通	1.55	2.32	0.77	71.1%	0.10	69.3%	4.3%	9.9%	5.6%	67.1%	0.75%	48.7%
	000905.SZ	厦门港务	1.14	2.53	1.38	88.0%	0.27	80.2%	2.8%	21.5%	18.6%	93.0%	0.82%	50.3%
	600153.SH	建发股份	0.70	2.32	1.62	94.4%	2.22	93.6%	2.4%	9.9%	7.5%	74.3%	5.55%	90.6%
	601111.SH	中国国航	3.87	6.15	2.29	97.9%	0.85	94.9%	-5.0%	6.1%	11.1%	81.0%	0.00%	32.9%
	600026.SH	中远海能	1.84	2.53	0.68	69.5%	0.00	40.9%	30.4%	21.5%	-9.0%	29.9%	0.00%	32.9%
公用事业	600642.SH	中能股份	1.03	1.53	0.50	61.2%	0.50	82.9%	12.6%	25.7%	13.1%	85.0%	2.47%	73.5%
	000027.SZ	深圳能源	1.09	1.53	0.44	58.3%	0.02	63.1%	22.1%	25.7%	3.5%	55.6%	2.17%	68.7%
	600098.SH	广州发展	0.88	1.53	0.65	67.4%	0.11	75.9%	10.1%	25.7%	15.6%	90.1%	1.61%	62.6%
	600578.SH	京能电力	1.17	1.53	0.36	54.0%	0.20	77.0%	9.4%	25.7%	16.3%	90.6%	0.00%	32.9%
	600023.SH	浙能电力	1.06	1.53	0.47	59.6%	2.21	93.3%	4.3%	25.7%	21.4%	95.2%	0.00%	32.9%
	600617.SH	中国核电	1.59	2.39	0.80	72.2%	1.03	91.4%	8.6%	14.0%	5.4%	66.3%	0.46%	42.8%
	002479.SZ	富春环保	1.00	1.53	0.53	62.3%	0.07	73.3%	13.9%	25.7%	11.8%	82.1%	4.50%	88.0%
石油石化	000698.SZ	沈阳化工	1.70	1.94	0.25	48.9%	0.02	55.1%	2.8%	8.5%	5.7%	67.9%	0.00%	32.9%
	601808.SH	中海油服	1.66	2.87	1.21	83.7%	0.07	81.3%	13.8%	28.9%	15.1%	88.8%	1.18%	57.0%
	600583.SH	海油工程	1.06	2.87	1.81	96.3%	0.24	88.0%	11.6%	28.9%	17.3%	91.2%	1.76%	64.2%
	600968.SH	海油发展	1.33	2.87	1.54	93.0%	0.33	88.5%	10.9%	28.9%	18.0%	91.7%	1.85%	65.8%
建筑装饰	601618.SH	中国中冶	0.84	2.27	1.43	90.4%	0.73	97.1%	9.4%	13.5%	4.1%	58.3%	2.01%	67.6%
	601117.SH	中国化学	0.93	2.27	1.35	86.6%	0.38	87.7%	7.9%	13.5%	5.6%	67.4%	2.20%	69.5%
	600629.SH	华建集团	1.61	2.31	0.70	70.1%	0.12	73.8%	23.5%	28.8%	5.3%	65.2%	0.26%	36.9%
	601669.SH	中国电建	0.82	1.84	1.02	78.3%	0.24	89.6%	12.2%	16.1%	3.9%	57.8%	1.53%	61.8%
	601390.SH	中国中铁	0.70	1.84	1.15	81.8%	1.00	98.4%	8.9%	16.1%	7.2%	73.3%	2.65%	76.5%
	601800.SH	中国交建	0.70	1.84	1.14	81.6%	0.55	97.3%	11.6%	16.1%	4.5%	61.2%	1.88%	66.6%
通信服务	601186.SH	中国铁建	0.56	1.84	1.28	85.0%	0.15	97.6%	7.8%	16.1%	8.3%	75.7%	2.51%	74.3%
	600050.SH	中国联通	0.98	2.98	2.00	97.3%	1.57	96.5%	24.4%	13.8%	-10.6%	28.3%	2.09%	67.9%
	601728.SH	中国电信	1.20	2.98	1.78	96.0%	1.84	97.9%	29.5%	13.8%	-15.7%	21.1%	3.46%	80.7%
	600941.SH	中国移动	1.58	2.98	1.40	78.3%	3.84	98.9%	27.4%	13.8%	-12.8%	24.1%	4.20%	87.2%

资料来源: Wind, 方正证券研究所注: PB空间指公司PB相比于同行业民企PB中枢的差, 好利率空间指公司毛利率相比于同行业民企毛利率的差, 数据截至23/6/21

### 3.3 空间: 央国企泛公用事业的估值, 仍有“翻倍空间”!

对标海外行业, 国内泛公用事业央国企毛利率和估值均具备明显上修空间。相比于生产要素接近市场化的海外市场, 国内通信、交通运输、公用事业等行业的央国企的要素价格低位, 使其毛利率相比海外处于偏低位置。而较低的盈利能力也拖累了央国企的估值, 使其PB不仅仅低于国内民企, 也低于海外同行水平——

(1) 泛公用事业央国企PB明显低于海外及国内民企: 观察国内“泛公用事业”行业的央国企估值(PB(LF)), 不仅仅大多行业的估值低于国内对应民企, 同时还明显低于标普500指数估值。仅非传统电信运营商、航空、电力行业估值高于海外中枢。

图表23:国内央国企的估值对比海外和国内民企的历史估值中枢大多具备明显修复空间

板块	行业	PB (LF)										
		国内央国企			标普500			国内民企			国内央国企修复空间	
		历史中枢	23/4/17	当前分位数	历史中枢	23/4/17	当前分位数	历史中枢	23/4/17	当前分位数	相比海外估值中枢	相比国内民企估值中枢
金融	多元化银行	0.96	0.53	6.9%	1.25	1.07	21.3%	-	-	-	136.0%	-
	区域性银行	1.04	0.56	3.8%	1.15	0.87	9.7%	-	-	-	106.9%	-
电信运营	综合电信服务	1.27	1.42	66.9%	2.24	1.63	9.5%	2.37	2.71	81.3%	58.5%	67.3%
	非传统电信运营商	4.84	5.74	74.5%	1.36	0.23	0.1%	3.79	3.72	53.1%	-76.4%	-34.0%
运输	铁路运输	1.38	1.18	35.6%	3.97	6.28	86.1%	2.78	2.66	18.8%	236.6%	135.9%
	航空	2.04	4.04	90.6%	3.10	3.12	54.7%	1.34	7.10	98.7%	-23.2%	-66.9%
	航空货运与物流	2.40	1.43	21.9%	6.11	5.11	33.2%	3.89	2.59	11.9%	328.3%	172.6%
公用事业	燃气	3.27	1.94	1.3%	2.12	1.64	13.8%	3.93	2.67	22.5%	9.3%	102.7%
	电力	1.66	1.89	79.4%	1.77	2.16	83.2%	1.83	0.90	11.3%	-6.6%	-3.2%
	复合型公用事业	1.59	1.71	63.8%	1.95	2.04	54.2%	3.17	1.51	1.9%	14.0%	85.3%
	独立电力生产商与能源贸易商	1.33	1.32	40.4%	3.84	10.16	91.7%	-	-	-	191.2%	-
	水务	2.08	1.23	10.6%	3.40	3.54	54.8%	3.02	1.58	22.5%	176.5%	145.1%
国防军工	航天航空与国防	3.18	3.02	48.1%	4.87	4.95	63.0%	4.47	4.64	58.8%	61.3%	48.0%
建筑装饰	建筑产品	2.78	3.55	76.3%	7.62	4.62	55.5%	2.96	2.48	35.6%	114.9%	-16.6%
	建筑与工程	1.32	1.05	38.1%	3.21	4.43	90.9%	2.84	1.69	15.6%	205.8%	170.8%

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所 注: 图中历史中枢为2010年至今平均数(剔除极端值后); 标普500至不同行业对应标普500行业指数数据截至23/4/17

(2) 泛公用事业的毛利率同样有提升空间, 亦即具备明显“涨价”空间: 观察同样的泛公用事业行业, 发现大多数央国企行业对比于海外和国内民企的毛利率同样具备明显的上升空间。未来随着“要素市场化改革”推动的生产要素涨价, 泛公用事业行业的毛利率将逐渐修复, 带动估值修复。

图表24:国内央国企的毛利率对比海外和国内民企的毛利率中枢大多具备明显修复空间

板块	行业	毛利率										
		国内央国企			标普500			国内民企			国内央国企修复空间	
		历史中枢	22/9/30	当前分位数	历史中枢	22/9/30	当前分位数	历史中枢	22/9/30	当前分位数	相比海外毛利率中枢	相比国内民企毛利率中枢
电信运营	综合电信服务	27.4%	27.1%	52.9%	57.2%	57.3%	56.54%	8.4%	33.3%	33.3%	110.7%	-69.0%
	非传统电信运营商	37.5%	37.7%	63.6%	59.3%	55.0%	22.69%	46.5%	5.9%	5.9%	57.0%	23.2%
运输	铁路运输	25.3%	15.0%	13.7%	36.6%	38.1%	63.55%	10.5%	33.3%	33.3%	143.1%	-30.4%
	航空	11.1%	-31.4%	2.0%	0.1%	20.8%	48.42%	13.3%	2.0%	2.0%	100.4%	142.4%
	航空货运与物流	4.6%	4.2%	35.3%	20.0%	20.8%	82.92%	16.5%	7.8%	7.8%	380.8%	297.6%
公用事业	燃气	18.3%	15.7%	23.5%	47.1%	56.1%	59.97%	25.1%	3.9%	3.9%	199.4%	59.5%
	电力	20.3%	7.1%	7.8%	62.7%	55.1%	4.02%	30.1%	7.8%	7.8%	777.4%	320.9%
	复合型公用事业	12.3%	12.5%	56.9%	61.6%	59.6%	28.80%	43.2%	45.1%	45.1%	392.0%	244.6%
	独立电力生产商与能源贸易商	15.5%	22.8%	67.4%	24.3%	20.2%	0.02%	-	-	-	6.5%	-
	水务	37.7%	33.7%	33.3%	69.2%	63.5%	50.79%	38.9%	23.5%	23.5%	105.1%	15.3%
国防军工	航天航空与国防	15.5%	14.8%	17.6%	19.1%	16.2%	16.00%	31.4%	90.2%	90.2%	29.2%	112.0%
建筑装饰	建筑产品	13.2%	9.1%	7.8%	30.2%	31.3%	49.45%	25.2%	21.6%	21.6%	230.4%	175.7%
	建筑与工程	11.3%	10.7%	19.6%	8.9%	14.8%	83.91%	15.2%	13.7%	13.7%	-17.2%	41.7%

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所 注: 图中历史中枢为 2010 年至今平均数 (剔除极端值后); 标普 500 至对应标普 500 行业指数 数据截至 22Q3

观察行业龙头个股, 同样可以看出, “第一波行情”中, 国内泛公用事业龙头的“涨价重估”仍具备明显空间——

- (1) 国内龙头央国企 PE 大多与海外持平, 或高于海外龙头: 如果从 PE (TTM) 来看, 海外泛公用事业龙头公司的估值并未明显高于国内龙头, 部分行业国内央国企龙头 PE 甚至高于海外同行业龙头, 这说明国内央国企的估值症结并非在于对盈利的定价偏差。
- (2) 而如果通过 PB 视角, 国内龙头央国企 PB 大多低于海外龙头: 通信、公用、军工、交运等大多泛公用事业龙头央国企 PB 均低于海外龙头, 同时大多处于历史较低分位数水平。
- (3) 泛公用事业央国企低估真正的症结在于“垄断低价”对于毛利率的限制: 国内龙头央国企毛利率相比海外龙头仍有上升空间, 且大多明显低于海外龙头, 这意味着——如果未来要素价格市场化进程推进, “涨价重估”将是推动央国企重估的较优路径!

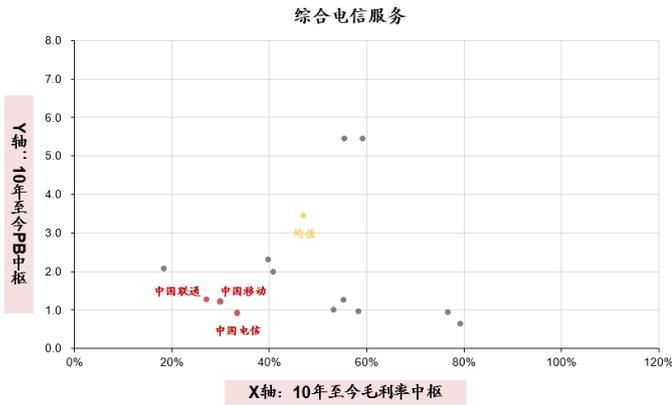
图表25: 国内央国企龙头和同行业海外龙头对比, PB和毛利率均具备明显上升空间

板块	行业	海内外龙头	国家	PE (TTM)			PB (LF)			毛利率		
				历史中枢	23/4/17	分位数	历史中枢	23/4/17	分位数	历史中枢	22/9/30	分位数
电信运营	综合电信服务	中国移动	央国企	12.0	17.5	100%	1.2	1.7	100%	29.9%	27.9%	9%
		Verizon通信股份	美国	13.5	7.8	3%	5.4	1.8	2%	59.2%	55.3%	8%
	非传统电信运营商	中国卫通	央国企	110.6	117.9	62%	4.8	5.7	74%	40.9%	37.7%	30%
		Iridium通信股份	美国	59.4	808.1	92%	1.5	6.6	99%	72.3%	70.6%	25%
运输	公路与铁路	招商公路	央国企	13.1	11.4	38%	1.0	1.0	60%	43.3%	35.5%	11%
		Getlink	德国	106.2	32.3	1%	3.1	3.4	57%	68.2%	-	-
	公路运输	锦江在线	央国企	27.2	11.1	8%	2.5	1.5	16%	18.8%	5.2%	2%
		奥多明尼昂货运	美国	24.9	27.9	73%	4.6	10.2	97%	26.3%	35.4%	94%
	铁路运输	大秦铁路	央国企	9.4	8.9	50%	1.4	0.9	23%	30.2%	22.1%	27%
		联合太平洋	美国	18.7	17.8	40%	5.1	10.1	89%	-	-	-
	海港与服务	上港集团	央国企	15.6	7.6	6%	1.9	1.2	9%	36.3%	39.4%	71%
		世邦	韩国	10.8	9.7	56%	0.4	0.9	99%	9.3%	9.0%	36%
	海运	中远海控	央国企	13.8	1.7	39%	2.2	0.9	4%	9.1%	44.1%	98%
		现代商船株式会社	韩国	14.2	1.0	17%	2.0	0.5	3%	8.4%	40.7%	85%
	航空	中国国航	央国企	11.0	-4.7	23%	1.9	4.7	94%	14.4%	-42.2%	2%
		达美航空	美国	9.7	10.5	60%	8.1	3.5	51%	-	-	-
	航空货运与物流	中国外运	央国企	9.8	8.2	29%	1.0	1.0	42%	6.5%	6.1%	27%
联合包裹服务股份		美国	18.6	15.6	16%	27.5	8.4	10%	20.9%	22.8%	83%	
机场服务	上海机场	央国企	14.8	-46.4	16%	2.8	3.5	68%	28.4%	-55.0%	14%	
	巴黎机场	德国	25.2	25.5	51%	2.6	3.3	74%	-	-	-	
公用事业	电力	长江电力	央国企	16.4	23.6	93%	2.3	2.5	59%	61.4%	62.9%	80%
		新纪元能源	美国	22.5	32.4	89%	2.6	4.0	87%	70.4%	75.6%	68%
	独立电力生产商与能源贸易商	中国广核	央国企	15.2	15.4	67%	1.5	1.4	40%	43.9%	34.1%	10%
		莱茵集团	法国	15.2	10.4	40%	1.6	1.0	8%	-	-	-
	新能源发电业者	中国核电	央国企	19.8	13.6	19%	2.1	1.6	32%	41.6%	48.3%	100%
		博枫	美国	11.7	4.6	28%	2.1	1.0	19%	66.4%	69.2%	71%
	燃气	新天绿能	央国企	24.7	17.2	9%	3.2	2.0	9%	29.5%	27.4%	30%
		Atmos能源	美国	18.9	19.9	63%	1.8	1.7	43%	55.7%	50.3%	43%
	水务	重庆水务	央国企	19.3	13.7	19%	2.4	1.5	4%	44.9%	41.1%	14%
		美国自来水股份	美国	26.7	34.0	74%	2.5	3.6	78%	-	-	-
国防军工	航天航空与国防	中国重工	央国企	25.5	-82.8	22%	1.8	1.1	11%	11.4%	6.8%	8%
		航宇工业	韩国	56.7	44.4	60%	3.6	3.7	61%	13.0%	11.8%	31%
建筑装饰	建筑产品	海螺新材	央国企	38.6	-25.1	10%	1.3	1.0	36%	12.2%	9.5%	14%
		Tyman	美国	40.2	9.8	5%	1.2	0.9	29%	33.7%	29.8%	4%
	建筑与工程	中国建筑	央国企	6.8	4.8	21%	1.1	0.8	20%	11.5%	10.7%	20%
		三星工程	韩国	20.7	9.1	25%	2.3	2.2	51%	9.2%	10.9%	60%
金融	多元化银行	工商银行	央国企	6.2	4.7	11%	1.0	0.5	6%	-	-	-
		摩根大通	美国	10.7	10.1	43%	1.2	1.5	71%	-	-	-
	区域性银行	江苏银行	央国企	6.0	4.2	5%	0.8	0.7	22%	-	-	-
		Truist金融	美国	13.6	6.7	1%	1.2	0.8	3%	-	-	-
	投资银行业与经纪业	中信证券	央国企	18.6	15.1	35%	1.7	1.3	15%	-	-	-

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所 注: 图中历史中枢为2010年至今平均数(剔除极端值后)数据截至23/4/17

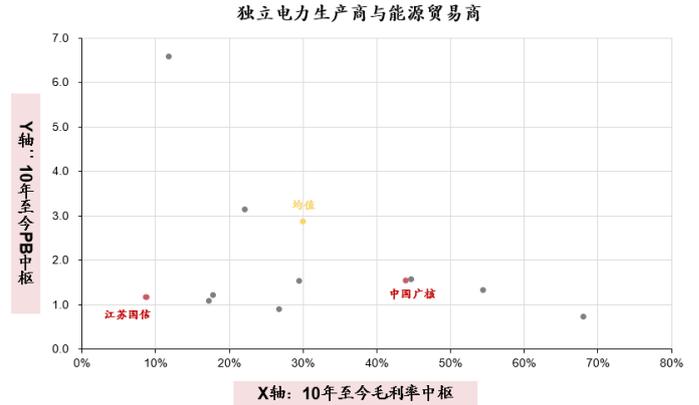
如果观察逐个行业的龙头公司, 也可以看到第一波行情中大多泛公用事业细分行业的央国企的毛利率和PB均具备不同程度的上涨空间。我们将细分行业的国内龙头央国企和海外龙头的PB历史中枢和毛利率历史中枢作对比, 可以看到, 大多泛公用事业央国企的PB中枢和毛利率中枢低于海外龙头, 具备一定程度上行空间。部分行业的毛利率已经与海外龙头平均水平接近, 但PB仍相对较低, 更表明其估值具备明显抬升的潜力。考虑到大多泛公用事业央国企的估值仍处于历史较低水平, 未来具备估值显著上修的空间。

图表26:综合电信服务行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



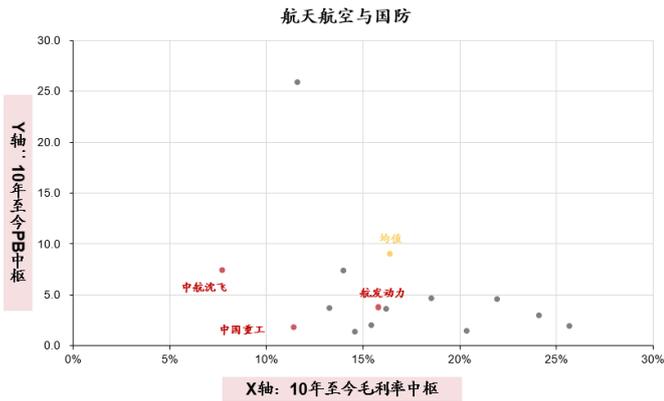
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所, 注: 红色点为国内龙头央企, 灰色点为海外国家龙头, 图内仅标明国内龙头公司名称, 数据截至 23/4/17, 后同

图表27:独立电力生产商与能源贸易商行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



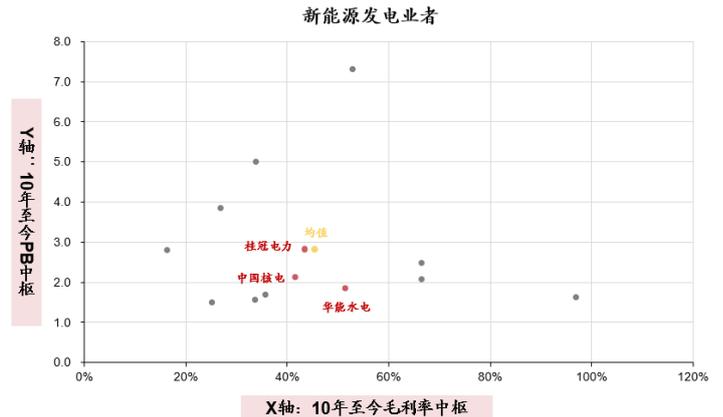
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所

图表28:航空航天与国防军工行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利



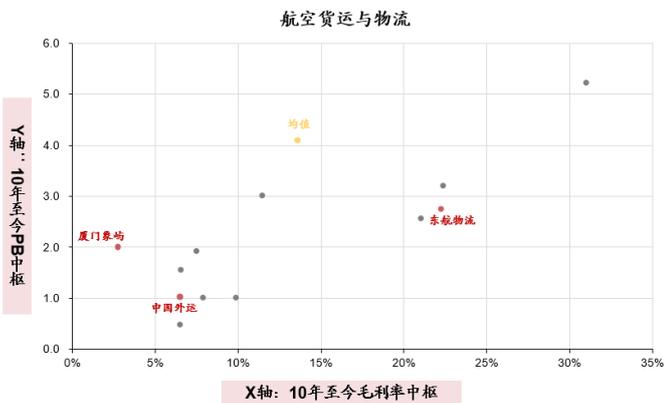
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所,

图表29:新能源发电行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



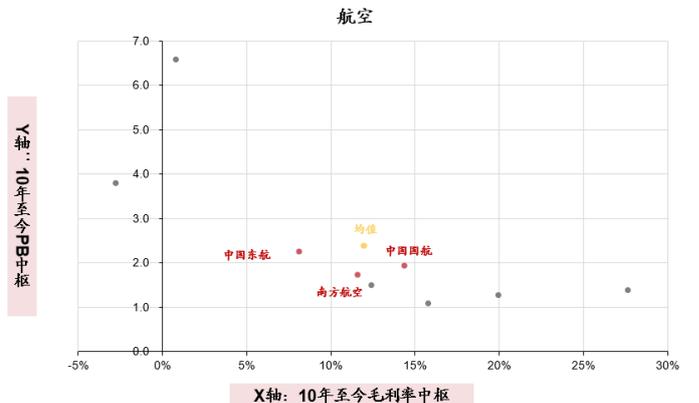
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所

图表30:航空货运与物流行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



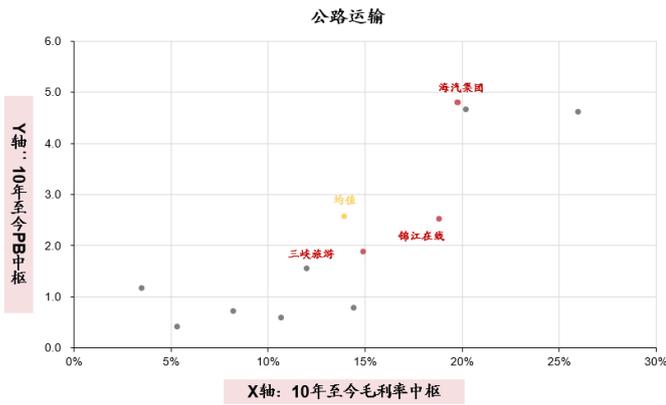
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所,

图表31:航空行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



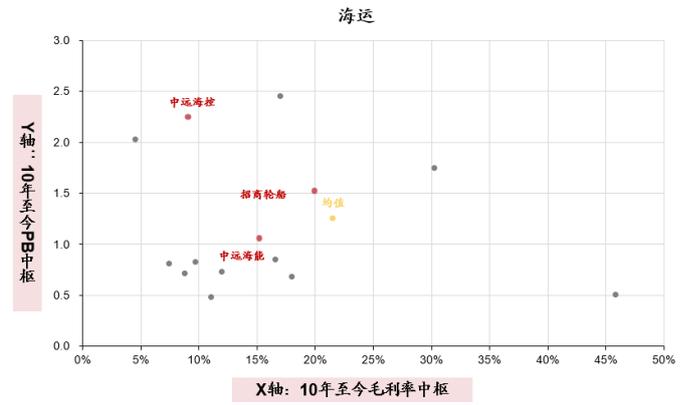
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所

图表32:公路运输行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



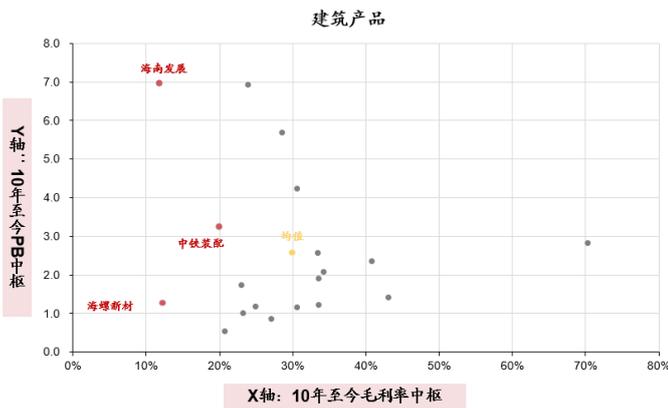
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所,

图表33:航运行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



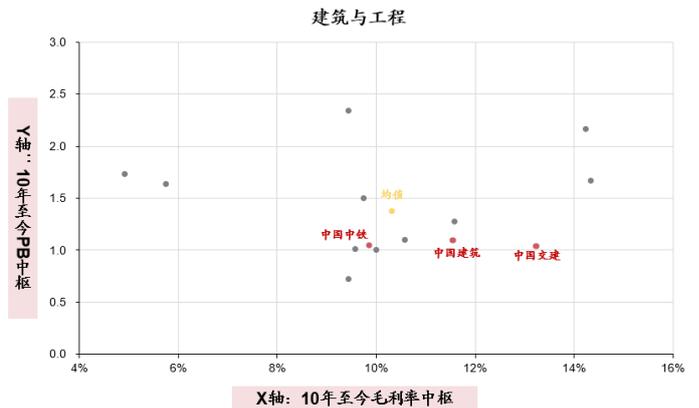
资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所

图表34:建筑产品行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所,

图表35:建筑工程行业国内龙头央企及海外龙头估值&毛利率



资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所

#### 4 风险提示

策略观点不代表行业；全球疫情控制存在反复，地缘政治风险；全球紧缩背景下，全球经济下行超预期；海外政策及加息节奏不确定，中国货币及财政政策的出台时间及形式存在不确定；盈利环境发生超预期波动。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：[yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)