



大公国际：国有企业在探索 建立中国特色估值体系中的 地位与作用



大公国际 宏观研究团队

2023 年 2 月 7 日

传统估值方法常用的有绝对估值法 (DDM、DCF)、相对估值法 (PE、PB、PS、EV/EBITDA) 等, 这些方法本身具有一定的局限性。在这样的估值体系下, 我国不少上市公司的估值与其价值不符。在此背景下, 证监会主席易会满于 2022 年 11 月 21 日在金融街论坛年会上提出要“探索建立具有中国特色的估值体系”。本文认为, 建立具有中国特色的估值体系其底层逻辑是将中国特色的估值要素纳入到中国上市公司的估值评估中, 如承担更多社会责任、肩负国家战略任务、维护国家安全稳定、促进民生保障的优质上市公司, 其估值将得到正向修正。其中, 国有上市公司估值回归将是重要一环。

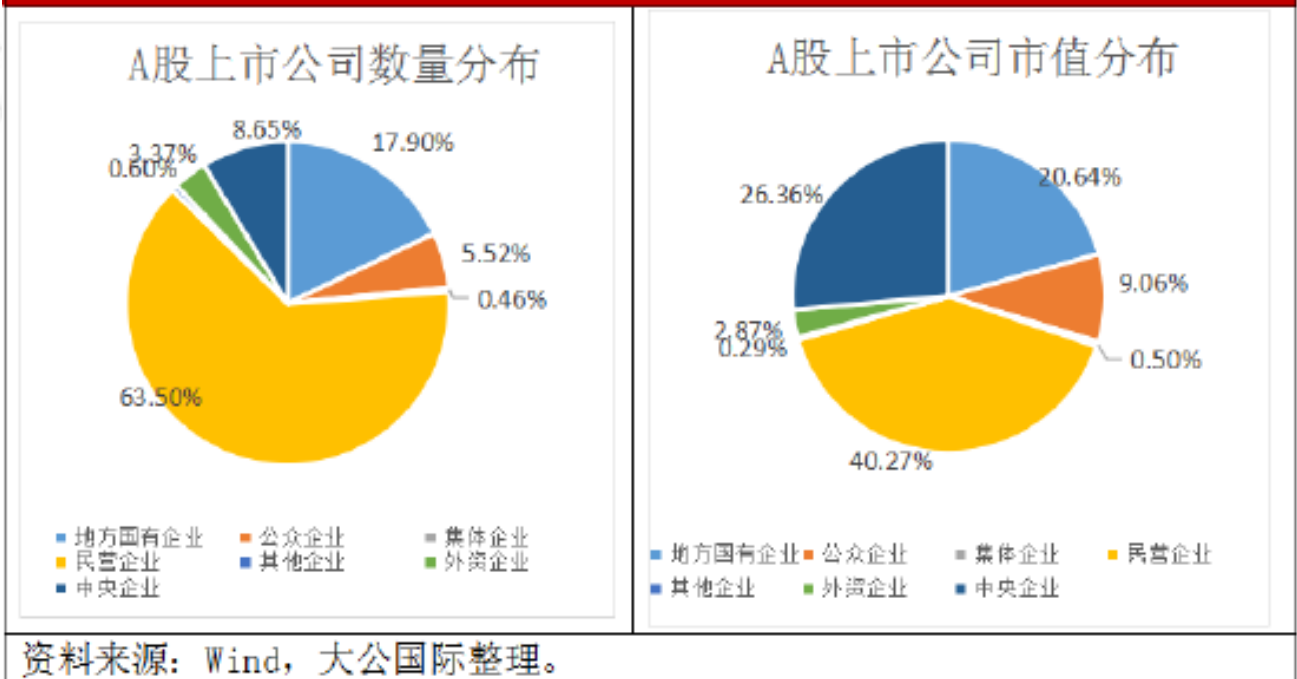
一、国有企业在我国 A 股市场的重要地位

(一) 市值占比高、行业分布广

截至 2022 年 12 月 20 日, 我国共有上市公司 5039 家, 市值共计 84.32 万亿。从上市企业公司属性来看, 有民营企业、地方国有企业、中央企业、公众企业、外资企业、集体企业和其他企业, 是典型的多种所有制经济并存的资本市场特征。从各类上市公司数量占比来看, 前三类依次为民营企业、地方国有企业、中央企业, 占比分别为 63.50%、17.90%和 8.65%。从各类上市公司市值占比来看, 前三类依次为民营企业、中央企业和地方

国有企业，占比分别为 40.27%、26.36%和 20.64%。由此可知，虽然国有(含中央及地方)上市公司数量远不及民企，但其市值占比近 A 股一半，在 A 股市场占有重要地位。

图 1 A 股上市公司数量与市值分布（按公司属性分）



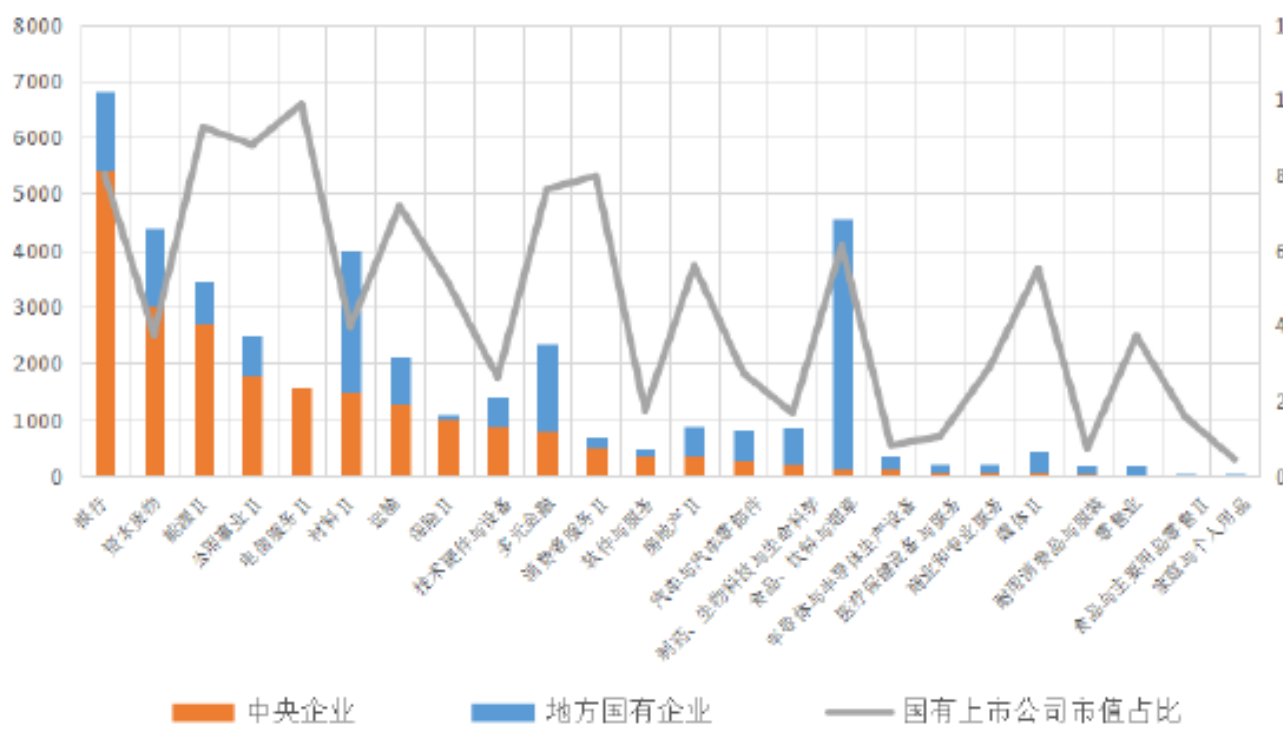
从证监会的行业分类来看，全部 A 股上市公司共分布在 81 个行业，其中中央企业涉及 60 个行业，地方国有企业涉及 70 个行业，两者合计涉及 76 个行业，基本覆盖各行各业。

从各行业上市公司数量来看，央企上市公司数量排名前五的行业分别为资本货物、材料、技术硬件与设备、公用事业、运输，分别有 110 家、74 家、38 家、33 家和 24 家，地方国有企业上市公司数量排名前五的行业分别为资本货物、材料、公用事业、食品饮料与烟草、房地产，分别有 159 家、130 家、60 家、56 家和 54 家。

从各行业上市公司市值来看，央企上市公司市值排名前五的行业分别为银行、资本货物、能源、公用事业和电信服务；地方国有企业上市公司市值排名前五的行业分别为：食品饮料与烟草、材料、多元金融、银行和资本货物。

从市值占比来看，国有企业在电信服务、能源、公用事业、银行、消费者服务、多元金融、运输、食品、饮料与烟草、房地产、媒体、保险行业的市值占比均超过 50%。

图 2 国有上市公司市值行业分布及占比（单位：十亿元）



注：按 wind 二级行业分类，下同。
资料来源：Wind，大公国际整理。

(二) 高分红、低估值

长期以来，国有企业上市公司被市场普遍认为存在高分红、低估值等特点。从近五年各类企业股息率情况来看，国有企业在近几年尤其疫情以来，仍保持着较高的股息率，而其他类型企业受经济周期、外部环境影响较大，股息率偏低或较不稳定。

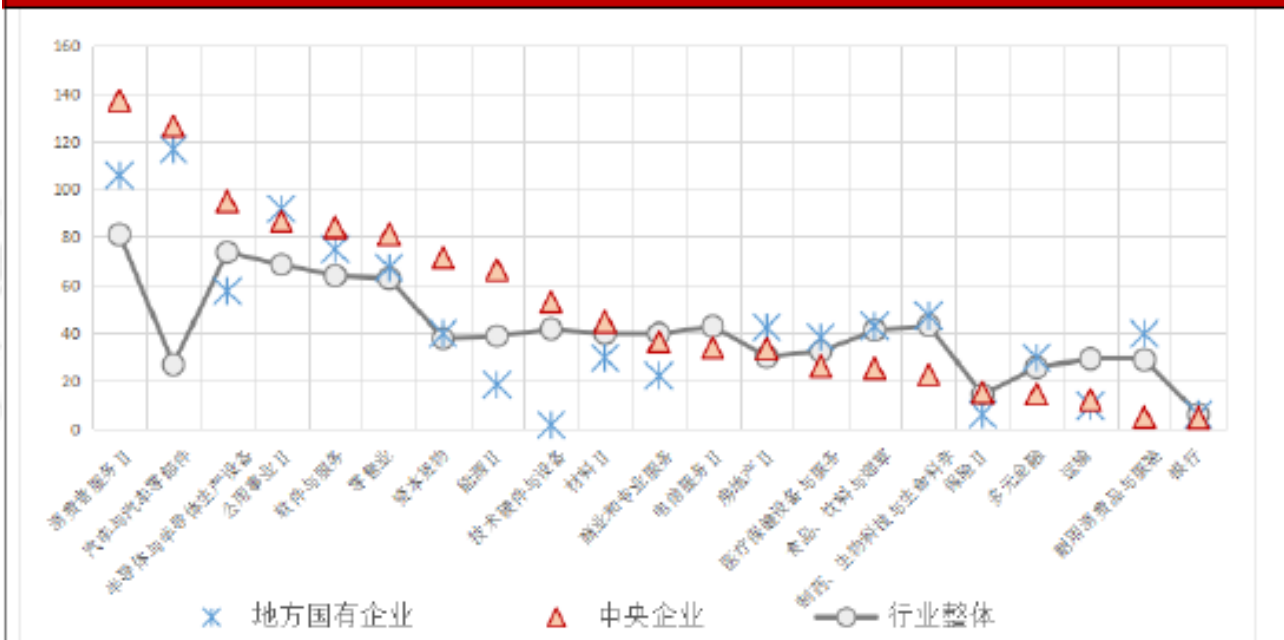
表 1 近五年股市平均股息率情况（单位：%）

	2021	2020	2019	2018	2017
A 股整体	1.22	1.14	0.97	0.99	1.00
中央企业	1.55	1.24	1.12	1.09	1.09
地方国有企业	1.57	1.31	1.23	1.30	1.27
民营企业	1.08	1.08	0.89	0.88	0.90
公众企业	1.06	1.16	0.95	0.97	1.21
集体企业	1.42	1.05	0.94	1.59	1.43
其他企业	0.83	0.54	0.49	0.44	0.57
外资企业	1.30	1.25	1.00	1.32	1.06

资料来源：Wind，大公国际整理。

估值方面，以市盈率（PE）为例，A 股各行业间估值差异较大，其中消费者服务、半导体类、软件与服务等类估值普遍更高，这类行业企业以成长股为主。而估值较低的有银行、多元金融、保险等。从央企估值情况来看，央企 PE 低于行业整体 PE 的行业有商业和专业服务、医疗保健设备与服务、食品、饮料与烟草、制药、生物科技与生命科学、保险、多元金融、运输、耐用消费品与服装和银行业。地方国有企业中，PE 低于行业整体 PE 的行业主要有半导体、能源、技术硬件与设备、材料、商业和专业服务、保险、运输和银行业。

图3 国有上市公司市盈率情况（单位：倍数）



资料来源：Wind，大公国际整理。

从已披露的上市公司调研数据来看，地方国有企业平均被调研次数为6次，中央企业平均为7次，均低于民营企业的10次。从被调研最高次数看，中央企业最高为117次，远低于地方国有企业的238次和民营企业的261次。

表2 近3年被调研情况

	平均被调研次数	最高被调研次数
民营企业	10	261
中央企业	7	117
地方国有企业	6	238
A股整体	9	261

资料来源：Wind，大公国际整理。

二、中国特色估值体系的上层目标及体系下的主要变化

（一）探索建立中国特色估值体系的上层目标是建设中国特色现代资本市场

2022年8月，证监会主席易会满在《求是》发表文章《努力建设中国特色现代资本市场》，首次正式提出“中国特色现代资本市场”的概念。我国是在社会主义市场经济条件下建设资本市场，市场的发展定位、功能职责须与社会主义基本制度相适应，一味的照搬西方发达国家的金融市场制度容易水土不服。因此，探索和建立中国特色现代资本市场，是中国式现代化发展的必然选择，而探索建立具有中国特色的估值体系，是建设中国特色现代资本市场目标任务的进一步细化。

（二）国有上市公司、战略新兴产业的优质上市公司估值有望得到正向修正

本文认为，探索建立中国特色估值体系的底层逻辑是将带有“中国元素”的价值评估要素纳入到中国上市公司的价值评估体系中，如承担更多社会责任、肩负国家战略任务、维护国家安全稳定、促进民生保障的优质上市公司，其估值有望得到正向修正。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52239

