



央企掘金：华证央企价值发现 50 指数

2024 年 11 月 27 日

摘要

- **央企聚焦主责主业具有独特优势。**国防、军工与能源资源类集团下属公司能更好地依凭资源禀赋，发挥集团内产业链上下游合作优势，提高市场竞争力；处于充分竞争市场的央企集团可以通过聚焦主责主业，精简支干，缓解过度多元化带来的管理效率与资源利用效率低下的问题。
- **中央企业经营指标体系引导央企持续优化盈利能力与经营效率。**随着中央企业经营指标体系的发展完善，央企在投入产出效率、发展质量和科技创新方面均有较大的进步，具体体现为劳动生产率（人均创收）、现金流充裕度和科技创新投入持续上升，资产负债率得到有效控制。
- **央企整体被长期低估，政策要求或使低估值央企的市值管理成为刚需，可以期待优质央企未来实现价值回升。**
- **华证指数将于 2024 年 12 月 9 日上线华证央企价值发现 50 指数，系统性衡量和追踪聚焦主责主业、满足央企考核要求且具有市值管理需求的央企。**该指数自 21 年央企考核指标体系发展成较为成熟的“两利四率”以来，超额收益较为稳定。随着市值管理政策进一步落实，央企价值发现 50 指数有望受益于高质量、低估值特征，迎来持续行情。

风险提示：板块表现不及预期；指数编制相关风险；政策出台不及预期；历史数据的指示意义失效。



目录

1. 探索央企的内在价值.....	4
1.1 聚焦主责主业，依托资源禀赋，推动效率提升.....	4
1.2 “一利五率”考核体系引导央企高质量发展.....	6
1.3 低估值央企具有市值管理需求.....	7
2. 华证央企价值发现 50 指数.....	8
2.1 华证央企价值发现 50 指数编制方案.....	8
2.2 华证央企价值发现 50 指数绩效表现.....	9
2.3 华证央企价值发现 50 指数指数画像.....	9
2.4 华证央企价值发现 50 指数前二十大成份股.....	10



图表目录

图表 1：采用 HHI 指标帮助定义主责主业.....	5
图表 2：央企集团主责主业（以中国航空工业集团有限公司为例）.....	5
图表 3：中央企业考核指标体系的变迁过程.....	6
图表 4：央企人均创收中位数（万元）.....	6
图表 5：央企营业现金比例中位数.....	6
图表 6：央企研发强度中位数.....	7
图表 7：央企资产负债率中位数.....	7
图表 8：央企估值持续低于同类企业，具有市值管理需求.....	7
图表 9：华证央企价值发现 50 指数编制方案.....	8
图表 10：华证央企价值发现 50 指数走势.....	9
图表 11：华证央企价值发现 50 指数绩效表现.....	9
图表 12：华证央企价值发现 50 指数行业分布.....	10
图表 13：华证央企价值发现 50 指数因子特征.....	10
图表 14：华证央企价值发现 50 指数前二十大成份股列表.....	10

报告正文

近年来，A 股上市公司资本开支意愿下降，资本扩张周期结束。我国的经济增长对国内投资的依存度较高，在全球经济形势不确定性较高的环境下，央企更可能承担起逆周期调节的角色。央企成为一条重要的投资主线，我们将在下文中详细讨论如何从质量与估值两个方向去发现更具有投资价值的央企。

1. 探索央企的内在价值

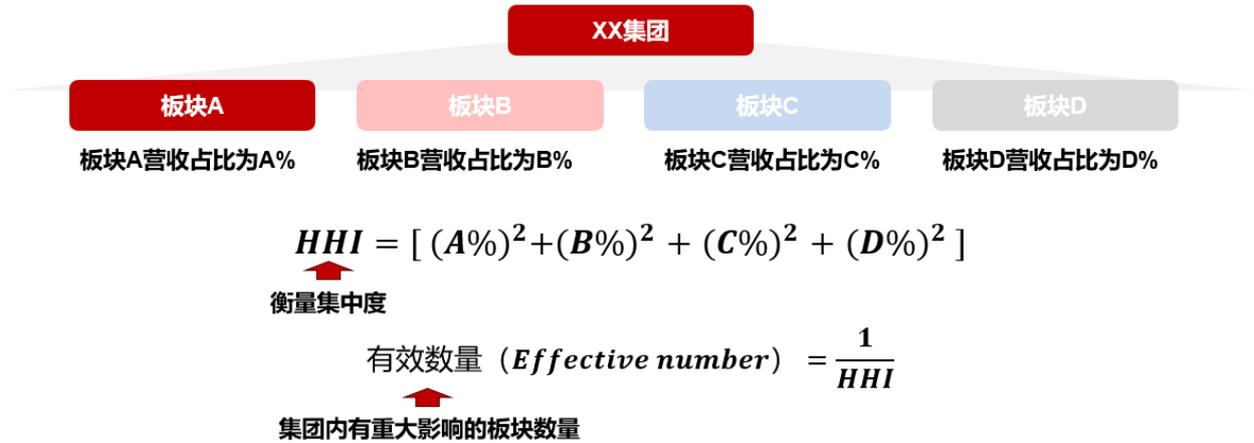
1.1 聚焦主责主业，依托资源禀赋，推动效率提升

政策持续引导中央企业聚焦主责主业。2020 年 5 月，《政府工作报告》要求“国企要聚焦主责主业，健全市场化经营机制，提高核心竞争力”；2021 年-2023 年间，国务院国资委在国资国企改革的多份政策文件中强调“站位党和国家工作大局，引导国有企业强化战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，聚焦主责主业发展实体经济”。

从经济学逻辑上来看，央企聚焦主责主业亦具有独特优势。央企集团可以简单分为两类，第一类央企的核心业务集中在国防、军工与能源资源类行业，第二类央企则处于竞争性行业领域。针对第一类央企而言，聚焦主责主业可以使得集团下属公司更好地依凭资源禀赋，发挥集团内产业链上下游合作优势，提高市场竞争力。对于第二类央企而言，聚焦主责主业，精简支干的子公司/孙公司，可以有效缓解集团过度多元化带来的管理效率与资源利用效率低下问题。

那我们又该如何定义聚焦主责主业的上市公司呢？这里我们需要引入一个常见的企业多元化程度的衡量指标——HHI（赫芬达尔-赫希曼指数）。HHI 通过计算市场中所有企业市场份额的平方和来衡量市场的集中度，经济学中通常采用 $1/HHI$ 来界定市场中有效企业数量（营收排名超过 $1/HHI$ 的企业能够对市场产生重大影响）。在界定聚焦主责主业的央企时，我们借鉴了这一概念，我们将上市公司按照所属集团和行业进行划分，分别计算各集团内行业的年度营收占比，找出集团内营收占比靠前的行业，并将这些行业界定为对应集团的主业。

图表 1：采用 HHI 指标帮助定义主责主业



资料来源：华证指数整理

采用 HHI 判定集团内拥有重大影响力的板块，基本能够使得选取的相关个股核心业务属于集团主业或属于集团主业供应链的重要环节。这为我们后续指数编制选取各央企集团主业提供了思路。

图表 2：央企集团主责主业（以中国航空工业集团有限公司为例）



资料来源：华证指数整理

1.2 “一利五率”考核体系引导央企高质量发展

近年来,为推动中央企业加快实现高质量发展,国资委探索建立了中央企业经营指标体系。2019年,首次形成“两利一率”的考核指标体系。此后逐年优化,到2023年已建立起“一利五率”的指标体系,明确“一增一稳四提升”的考核目标,为央企提高核心竞争力指明了方向:利润总额增速高于国民经济增速,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、营业现金比率进一步提升。

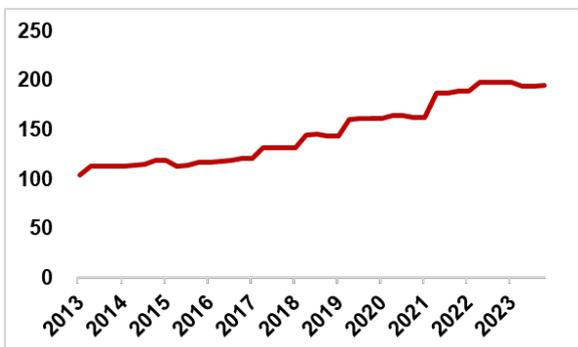
图表 3: 中央企业考核指标体系的变迁过程



资料来源: 国资委官网, 华证指数整理

在中央企业经营指标体系的引导下,央企在投入产出效率、发展质量和科技创新方面均有较大的进步,具体体现为劳动生产率(人均创收)、现金流充裕度和科技创新投入持续上升,资产负债率得到有效控制。

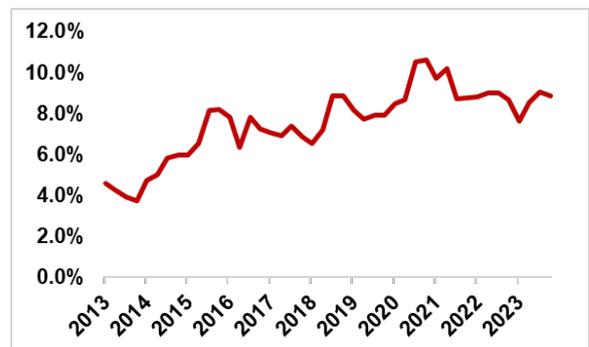
图表 4: 央企人均创收中位数(万元)



资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 10 月 31 日

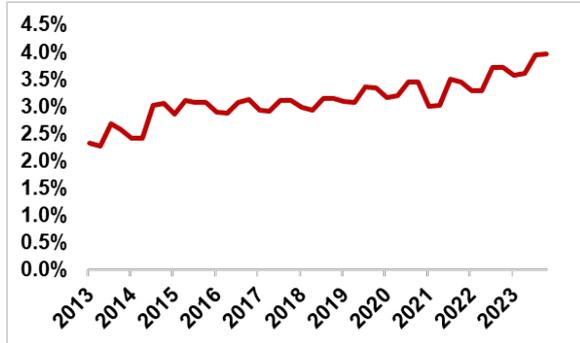
图表 5: 央企营业现金比例中位数



资料来源: Wind, 华证指数整理

截至 2024 年 10 月 31 日

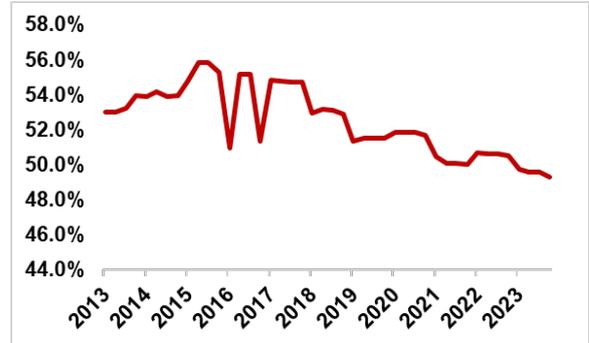
图表 6：央企研发强度中位数



资料来源：Wind，华证指数整理

截至 2024 年 10 月 31 日

图表 7：央企资产负债率中位数



资料来源：Wind，华证指数整理

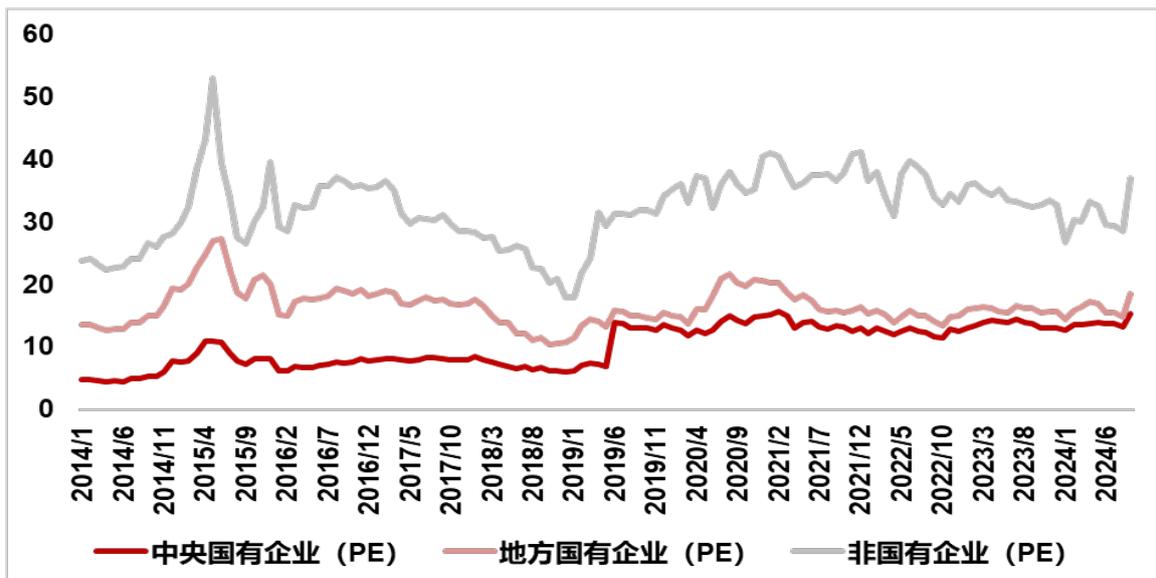
截至 2024 年 10 月 31 日

中央企业经营指标体系明确描绘了高质量发展的央企的基本面特征，参照这些考核维度进行筛选可能是寻找优质央企的合理途径。

1.3 低估值央企具有市值管理需求

与国内对应领域民企龙头相比，中国大型央企存在明显估值折价，央企股价表现长期受估值拖累。

图表 8：央企估值持续低于同类企业，具有市值管理需求



资料来源：Wind，华证指数整理

截至 2024 年 10 月 31 日

2024 年 1 月 24 日，国资委相关负责人在国新办发布会上首次提出将要把市值管理纳入央企负责人考核，将有助于提高央企对公司市值管理的重视程度，提升上市央企的可投资性。26 日，国资委党委在《学习时报》刊发署名文章，强调要“充分体现上市公司真实价值”。29 日，国资委召开中央企业、地方国资委考核分配工作会议，明确提出：推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。2024 年 9 月 24 日，证监会正式发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》，对主要指数成份股公司披露市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。

政策要求或使低估值央企的市值管理成为刚需，可以期待优质央企未来实现价值回升，在构建央企投资组合时向低估值央企适当倾斜有望获得更加丰厚的收益。

2. 华证央企价值发现 50 指数

基于上述分析，华证指数将于 2024 年 12 月 9 日上线华证央企价值发现 50 指数（以下简称“央企价值发现 50 指数”），旨在反映 A 股市场中聚焦主责主业的高质量、低估值央企的整体表现。

2.1 华证央企价值发现 50 指数编制方案

央企价值发现 50 指数系统性衡量和追踪聚焦主责主业、满足央企考核要求且具有市值管理需求的央企。

图表 9：华证央企价值发现 50 指数编制方案

指数代码	995236.SSI
基日	2016 年 12 月 31 日
成分数量	50
样本空间	同华证央企指数的样本空间
可投资性筛选	过去一年日均成交金额排名所在证券交易所全部上市股票的前 80%
选样方法	<p>a. 在符合上述可投资性筛选条件的样本空间内按照上市公司所属的央企集团分类，选取所处行业对其所属的央企集团有重大影响的上市公司作为待选证券；</p> <p>b. 对于属于金融行业的待选证券，根据资产负债率变化率绝对值、人均创收、研发支出、净资产收益率和利润总额增速五项指标计算质量因子得分；对于属于非金融行业的待选证券，根据资产负债</p>

	率变化率绝对值、人均创收、研发支出、净资产收益率、利润总额增速和营业现金比例六项指标计算质量因子得分；
	c.按照质量因子得分选取排名前 60%的待选证券；
	d.剔除动量因子排名后 20%的股票，将剩余股票按照估值因子（BP、EP 和 CFP 综合得分）由高到低排序，共选取前 50 只股票作为样本。
加权方法	自由流通市值加权
权重上限	5%
定期调整	每半年调整一次，调整实施时间为每年 6 月和 12 月的第 10 个交易日

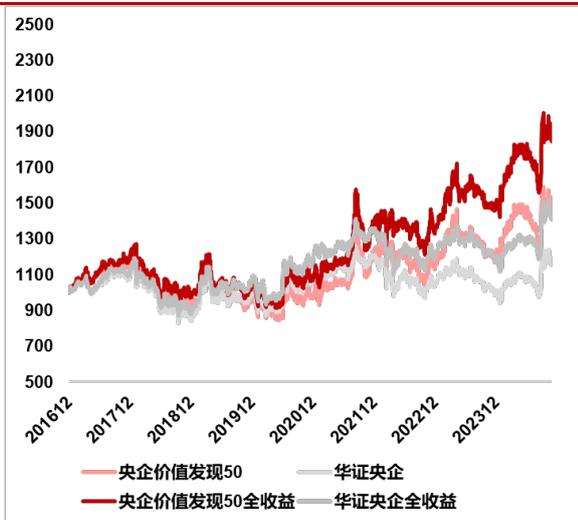
资料来源：华证指数

截至 2024 年 11 月 26 日

2.2 华证央企价值发现 50 指数绩效表现

自 21 年央企考核指标体系发展成较为成熟的“两利四率”以来，华证央企价值发现 50 指数的超额收益较为稳定。随着市值管理政策进一步落实，央企价值发现 50 指数有望受益于高质量、低估值特征，迎来持续行情。

图表 10：华证央企价值发现 50 指数走势



资料来源：华证指数

截至 2024 年 11 月 25 日

图表 11：华证央企价值发现 50 指数绩效表现

年份	央企价值发现 50	华证央企	超额收益	央企价值发现 50 全收益	华证央企全收益	超额收益
2017	15.99%	8.54%	7.45%	18.87%	10.81%	8.06%
2018	-19.79%	-21.48%	1.69%	-17.56%	-19.51%	1.95%
2019	5.32%	17.29%	-11.97%	7.28%	20.11%	-12.84%
2020	-0.12%	9.50%	-9.62%	2.79%	12.27%	-9.48%
2021	24.84%	10.79%	14.05%	28.63%	13.44%	15.19%
2022	-6.79%	-13.99%	7.20%	-3.72%	-11.45%	7.74%
2023	8.11%	-3.01%	11.12%	12.57%	-0.39%	12.96%
2024	18.53%	14.12%	4.41%	22.52%	17.47%	5.06%
累计	45.93%	15.45%	30.48%	84.58%	41.35%	43.24%
年化	4.87%	1.82%	3.04%	8.01%	4.45%	3.57%
夏普比率	0.241	0.107	-	0.398	0.261	-

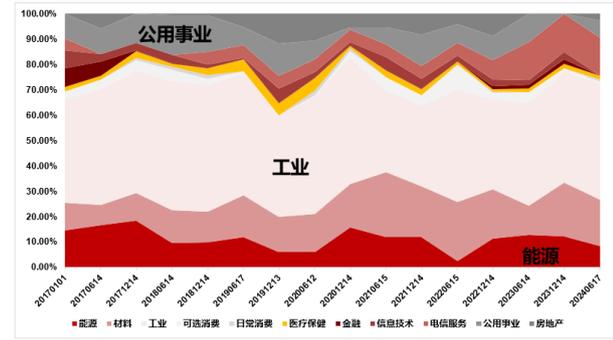
资料来源：华证指数

截至 2024 年 11 月 25 日

2.3 华证央企价值发现 50 指数指数画像

华证央企价值发现 50 指数呈现出显著的“大盘价值”风格，行业分布上符合央企制造业偏重的特征。

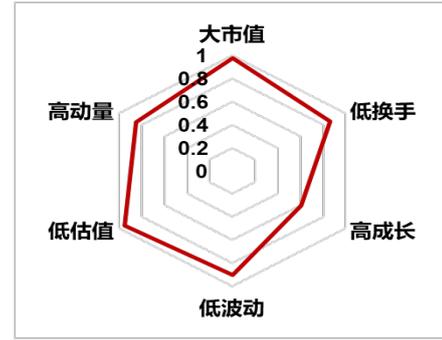
图表 12：华证央企价值发现 50 指数行业分布



资料来源：华证指数

截至 2024 年 11 月 25 日

图表 13：华证央企价值发现 50 指数因子特征



资料来源：华证指数

截至 2024 年 11 月 25 日

2.4 华证央企价值发现 50 指数前二十大成份股

华证央企价值发现 50 指数最新一期成份股 50 只，总市值达 46126 亿元，自由流通市值达 15315 亿元，流动性良好。

图表 14：华证央企价值发现 50 指数前二十大成份股列表

证券代码	证券简称	权重	所属集团	证券代码	证券简称	权重	所属集团
600050.SH	中国联通	5.00%	中国联合网络通信集团有限公司	601669.SH	中国电建	3.51%	中国电力建设集团有限公司
601857.SH	中国石油	5.00%	中国石油天然气集团有限公司	601186.SH	中国铁建	3.02%	中国铁道建筑集团有限公司
601919.SH	中远海控	5.00%	中国远洋海运集团有限公司	600011.SH	华能国际	3.00%	中国华能集团有限公司
600941.SH	中国移动	5.00%	中国移动通信集团有限公司	001979.SZ	招商蛇口	2.66%	招商局集团有限公司
601668.SH	中国建筑	5.00%	中国建筑集团有限公司	601800.SH	中国交建	2.38%	中国交通建设集团有限公司
601766.SH	中国中车	5.00%	中国中车集团有限公司	000807.SZ	云铝股份	2.29%	中国铝业集团有限公司
601728.SH	中国电信	5.00%	中国电信集团有限公司	601117.SH	中国化学	2.28%	中国化学工程集团有限公司
601390.SH	中国中铁	5.00%	中国铁路工程集团有限公司	601868.SH	中国能建	2.16%	中国能源建设集团有限公司
601600.SH	中国铝业	4.95%	中国铝业集团有限公司	002128.SZ	电投能源	1.94%	国家电力投资集团有限公司
600019.SH	宝钢股份	4.65%	中国宝武钢铁集团有限公司	601898.SH	中煤能源	1.85%	中国中煤能源集团有限公司

资料来源：华证指数

截至 2024 年 11 月 25 日

风险提示：板块表现不及预期；指数编制相关风险；政策出台不及预期；历史数据的指示意义失效。