



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

能源央企上市公司在新一轮国改中的机遇

—行业深度报告

2023 年 4 月 9 日

证券研究报告

行业研究

行业深度

煤炭开采

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明：能源行业首席分析师
执业编号：S1500518070001
联系电话：010-83326712
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰：电力公用行业联席首席分析师
执业编号：S1500522070001
联系电话：010-83326723
邮箱：lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

能源央企上市公司在新一轮国改中的机遇

2023年4月9日

本期内容提要：

- ◆ 本次《提高央企控股上市公司质量工作方案》是历次国企改革的延续，也是新一轮央企改革的起点。纵览国有企业改革的脉络，我们发现改革一直沿着相互关联的两条线路不断行进，一是使国有资本向关乎国家安全和经济的关键领域集中，二是保证国有企业作为一个独立市场主体高效运行。经过多年公司制股份制改革，央国企的许多核心资产已经进入上市公司。而随着国企改革三年行动方案（2020-2022）圆满完成，为进一步落实和深化《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》和国企改革三年行动要求，国资委提出了《提高央企控股上市公司质量工作方案》，为央企控股上市公司指明了改革方向，开启了新一轮的央企改革。后续的相关文件与领导谈话，也进一步为此次央企改革完善了内容、理清了框架。通过对《方案》的指导思想和主要内容的总结，我们认为，本次改革或将承继之前国企改革的两条主线，一是聚焦主业，推动国有资产进行战略性重组、专业化整合；二是提升内在质量，进行企业制度深化改革，将“一利五率”作为考核指标。同时，本次改革的新重点在于建设中国特色估值体系的相关要求，实现央企下属上市公司市场价值与内在价值相匹配，从而达到国有资产保值增值的目的。
- ◆ 能源类央企是本次改革的重点。在全球能源危机与“逆全球化”扰动下，国家能源政策重点从“能源转型”转向“能源安全”，赋予了能源央企新的历史使命。国资委在《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》提出，“增强重要能源资源托底作用。推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产，扩大优质煤炭产能，构建新型电力系统。”能源行业需要发挥托底作用，而行业内的央国企控股的能源类上市公司具有较为重要的作用。
- ◆ 央国企能源板块仍处在低估状态，国有资产保值任重道远。在助力国家战略和履行社会责任方面，能源类央国企上市公司承担了关键职责，与中国特色估值体系的核心内涵较为契合。而当前能源类央国企虽然有着较为优质的基本面，但是市场估值偏低。近年来，央国企能源上市公司尽管盈利情况转好，在2016-2021归母净利润增长方面优于全市场平均表现，但内在价值的提升并未反映在估值方面。在《方案》深化央企控股上市公司改革，推进提高市场价值的要求下，能源类央国企中的优秀标的“高盈利、高现金、高分红”地特点有望获得关注、可持续的优质资产内在价值有望被市场逐渐认可。同时，这类标的也满足国家对于稳定资本市场，吸引长线资金的诉求。能源类企业市场价值与内在价值有望逐渐匹配，走向价值重估之路。
- ◆ 在这一轮央企控股上市公司质量提升中，能源类企业或将延续历次国企改革中“聚焦主业，推动国有资产进行战略性重组、专业化整合”的路线。央企集团或将进一步提高资产证券化率，将优秀资产注入上市平台，推进国有资产整合，以达到改善关系国家民生重要行业，促进国有资产增值保值的目的。而以现金方式收购集团资产，收购进程快，现有股东股份不会被稀释，能有效增厚公司EPS。对于部分能源央企核心平台，基于政策导向和公司自身的“高盈利，高现金”的特点，有较大可能通过现金收购方式实现公司价值的外延增长。综合考虑集团资产情况（集团资产证券化率、净资产收益率、净利润率）与公司现状（经营现金流、负债率、估值、集团持股比例），我们筛选了资产注入可能性更高的能源央企上市公司。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>2

- ◆ “一利五率”新指标或将推动能源央企上市公司提升公司质量与内在价值，实现内生增长。“一利五率”有效反映了国家对于央企上市公司的经营要求，对应了《方案》对于公司内在价值提升的要求，与国家发展的政策导向息息相关。2023 年的“一利五率”考核，强调“推动经济运行整体好转”。“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。央企能源上市公司作为央企能源集团下属的重要资产，其经营水平和资产质量或将被“一利五率”所推动，有望进一步改善提升。
- ◆ 在建设中国特色估值体系的过程中，我们认为，“高盈利，低估值，高分红”的能源央企上市公司存在估值重塑的机会。从能源类央企上市公司整体来看，当前市盈率（PE）、市净率（PB）水平普遍较低，内在价值未被市场真正认识，而其中有些公司资产盈利能力良好，基本面较好，股东回报率高，属于“高盈利，低估值，高分红”的公司，在新一轮改革过程中，估值修复的空间可能更大，也有望满足国家对于稳定资本市场，吸引长线资金的诉求。本次《方案》强调了“增进上市公司市场认同”的相关要求。这与中国特色估值体系的建设密不可分。能源板块作为国家能源安全战略的重要基石，央企能源上市公司作为能源央企市场价值实现的重要资产，也有望受益于此，迎来估值重塑。综合考虑公司估值（市净率 PB，市盈率 PE），公司资产质量（净资产收益率、净利润率）与公司股东回报情况（股息率，三年年均分红率），我们筛选出了在内在价值与市场价值进行匹配的过程中，估值修复空间可能更大的公司。
- ◆ 投资建议：我们认为，出于国家战略和能源安全的考虑，能源央企需要承担新的历史使命，下属上市平台进行资产重组、专业化整合的进程或将加速，优质资产也有望加快注入，从而实现外延增长。在推进“经济运营整体好转”的大背景下，国资委对于央企“一利五率”的指标考核或将传导到下属上市公司，有望助推公司质量和内在价值的进一步提高。同时，在中国特色估值体系建设过程中，能源类央企下属“高盈利，低估值，高分红”的优质公司有望逐渐被市场认可，内在价值有望被逐步发现，市场价值或将向内在价值逐步回归，从而走向价值重塑之路。因此，对于能源类央企上市公司，我们建议关注以下三条投资主线：1. 推动专业化整合，聚焦主业、资产注入的外延增长。2. 提升“一利五率”，改善内在价值的内生增长。3. 建设中国特色估值体系，价值实现与估值重塑。综合以上投资主线，我们建议关注的公司如下：
- ◆ 煤炭行业：中国神华，中煤能源，电投能源，天地科技；
- ◆ 电力行业：国电电力，华能国际，华电国际，长江电力，国投电力，华能水电，中国核电；
- ◆ 油气行业：中国海油，中国石油，中国石化。
- ◆ 风险因素：全球经济严重衰退，宏观经济大幅失速下行；宏观层面的改革政策与推进力度不及预期；受各种因素影响相关公司改革进度存在不确定性。

一、《提高央企控股上市公司质量工作方案》引领的改革主线	6
1.从历年国企改革到《提高央企控股上市公司质量工作方案》	6
1.1 梳理多年来国企改革脉络	6
1.2 国企改革三年行动方案（2020-2022）效果显著	6
2.由《方案》开启的新一轮央企改革	7
2.1 《方案》为新一轮央企改革提供了基本框架和指导原则	7
2.2 《方案》之后，央企改革相关文件陆续推出	7
3.《方案》进行深化改革的三条主线	8
3.1 聚焦主业，国有经济战略重组和专业化整合	8
3.2 企业制度深化改革，提升公司质量内在价值，达到“一利五率”的新指标要求	8
3.3 建设中国特色估值体系，推进市场价值与内在价值相匹配	9
二、能源类央企上市公司是新一轮改革的重点	10
1.能源安全和能源转型，都赋予了能源央企新的历史使命	10
1.1 能源类央企上市公司在全部央企中地位重要	10
1.2 央企上市公司在能源行业内较为重要的作用	11
2.央企能源板块市场价值与内在价值不匹配，国有资产保值任重道远	12
2.1 近年来，央企能源板块尽管收益能力转好，估值仍旧较低	12
2.2 目前，在全部央企中，能源板块估值较低而资产收益率相对靠前	13
3.煤炭，电力，油气板块近年来盈利能力与估值变化	13
3.1 煤炭，电力，油气板块央企上市公司对比	13
3.2 煤炭板块上市公司对比	14
3.3 电力板块上市公司对比	15
3.4 油气板块上市公司对比	15
三、能源类央企集团上市公司在本轮改革中的机会	16
1.央企下属优势上市公司平台	16
1.1 央企集团及下属上市公司梳理	16
1.2 集团下核心平台筛选	18
2.聚焦主业，战略重组，能源央企上市公司资产注入的外延增长	19
2.1 具有良好的未上市资产是集团资产注入的前提	19
2.2 具有现金收购能力的能源央企集团核心平台	21
2.3 以现金方式进行资产注入可能性更大的能源央企上市公司平台	23
3.“一利五率”新指标，能源央企上市公司有望提升内在价值，实现内生增长	23
3.1 核心平台“一利五率指标”	23
4.建设中国特色估值体系，能源央企上市公司的估值重塑	26
4.1 “高盈利，低估值，高分红”的能源央企核心平台	26
4.2 在估值重塑过程中机会可能更大的能源央企核心平台	28
四、投资策略	29
风险因素	30

表目录

表 1: 历次国企改革目的与内容	6
表 2: 国企改革三年行动主要目标任务已经完成	6
表 3: 《方案》的框架与内容	7
表 4: 《方案》的后续文件及领导发表内容	7
表 5: 央企，国企上市公司与全市场在“一利五率”方面的对比	9
表 6: 能源央企集团数据与下属上市公司列表	16
表 7: 能源央企集团下属核心上市公司平台（简称“核心平台”）	18
表 8: 以现金方式资产注入可能性较大的核心平台（以经营性现金流净流量排序）	23
表 9: 2022 前三季度核心平台“一利五率”（以净资产收益率排序）	24
表 10: 估值重塑空间较大的核心平台（以股息率排名）	28
表 11: 重点上市公司估值表	30

图目录

图 1: 央企上市公司归母净利润（2016-2021 五年增长率）[%]	9
图 2: 央企上市公司 ROE（2016-2021 五年平均值）[%]	9

图 3: 2018-2022Q3 央国企上市公司市盈率显著低于市场.....	9
图 4: 2018-2022Q3 央国企上市公司市净率显著低于市场.....	9
图 5: 2022 前三季度, 央国企上市公司能源公司营业收入占比.....	10
图 6: 2022Q3, 央国企上市公司能源公司市值占比.....	10
图 7: 各行业央国企上市公司营业收入及净利润排序.....	10
图 8: 各行业央国企上市公司总市值及成分股个数排序.....	10
图 9: 2022Q3, 能源类央国企个股数量在行业内占比靠前.....	11
图 10: 2022Q3, 能源类央国企市值在行业内占比靠前.....	11
图 11: 2013-2022Q3, 央国企与能源板块对比, ROE (TTM) (整体法).....	12
图 12: 2013-2022Q3, 央国企与能源板块对比, 营业利润同比增长.....	12
图 13: 2012-2022Q3, 央国企与能源板块对比 PE (TTM).....	12
图 14: 2012-2022Q3, 央国企与能源板块对比 PB (MRQ).....	12
图 15: 全部央国企各板块 2022 前三季度 ROE (非年化) (横轴) 与市净率 PB (纵轴).....	13
图 16: 2013-2022Q3 央国企能源板块内部净 ROE (TTM) (整体法).....	13
图 17: 2013-2022Q3 央国企能源板块内部利润总额同比增长率 (整体法).....	13
图 18: 2012-2022Q3, 央国企能源板块内部 PE (TTM) (整体法).....	14
图 19: 2012-2022Q3 央国企能源板块内部 PB (MRQ) (整体法).....	14
图 20: 2017-2022Q3, 煤炭板块公司 ROE (TTM) (整体法).....	14
图 21: 2017-2022Q3, 煤炭板块公司 PB (MRQ) (整体法).....	14
图 22: 2017-2022Q3, 电力板块公司 ROE (TTM) (整体法).....	15
图 23: 2017-2022Q3, 电力板块公司 PB (MRQ) (整体法).....	15
图 24: 2018-2022Q3, 油气板块公司 ROE (TTM) (整体法).....	15
图 25: 2018-2022Q3, 油气板块公司 PB (MRQ) (整体法).....	15
图 26: 2022 上半年, 能源央企集团资产证券化率 [%].....	19
图 27: 能源央企集团 2022 前三季度 ROE (非年化) [%].....	20
图 28: 能源央企集团与下属核心平台资产质量对比, 2022 前三季度 ROE (非年化) [%].....	20
图 29: 能源央企集团 2022 前三季度 ROA (非年化) [%].....	21
图 30: 能源央企集团与下属核心平台 2022 前三季度 ROA (非年化) 对比 [%].....	21
图 31: 2022 年前三季度核心平台经营性净现金流 [亿元].....	22
图 32: 2022Q3 核心平台在手货币资金 [亿元].....	22
图 33: 核心平台估值 PB (MRQ).....	22
图 34: 2022Q3, 核心平台资产负债率 [%].....	22
图 35: 核心平台 ROE (非年化) (横轴) 与 PB (纵) 对比.....	26
图 36: 核心平台 PE (TTM) (纵轴) 与 2019-2021 平均分红率 (横轴) 对比.....	27
图 37: 核心平台股息率 [%].....	28
图 38: 核心平台 2019-2021 平均分红率 [%].....	28

一、《提高央企控股上市公司质量工作方案》引领的改革主线

经过多年公司制股份制改革，中央企业的许多核心资产已进入上市公司。为进一步落实深化《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》和国企改革三年行动要求，国资委于 2022 年提出《提高央企控股上市公司质量工作方案》，这为央企控股上市公司的新一轮改革指明了方向。进一步提高央企控股上市公司质量对于实现中央企业高质量发展、助力资本市场健康发展、维护国民经济平稳运行都具有重要意义。

1.从历年国企改革到《提高央企控股上市公司质量工作方案》

1.1 梳理多年来国企改革脉络

表 1：历次国企改革目的与内容

阶段	时期	目的	内容
机制创新阶段	1978—1992 年	转变国有企业经营方式、提高国有资产运营效率	放权让利和两权分离
制度创新阶段	1993—2002 年	“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度	转换企业经营机制、建立现代企业制度与国有企业重组等
体制创新阶段	2003—2012 年	“权利、义务和责任相统一”、“管资产与管人、管事相结合”的国有资产管理体制	国有经济战略性调整、设立国资委、完善国有企业法人治理结构、垄断行业改革等
全面深化国企改革阶段	2013—2019 年	形成国企改革的“1+N”文件和政策体系，确立国有企业改革的主体框架	分类改革为前提，以发展混合所有制经济为突破口
建设世界一流企业阶段	2020 年至今	形成更加成熟的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制，推动国有经济布局优化和结构调整	推动国企党的领导与公司治理相统一，突出强调市场主体地位，两非“两资”清退

资料来源：人民政协网，《从历年政府工作报告观察国企改革历程》，信达证券研发中心整理

纵观这几次国企改革，我们发现国家始终以做大做强国有资本，健全中国特色社会主义经济体制为目标。从改革的具体要求来讲，国有企业改革一直沿着相互关联的两条线路不断深化，一是宏观层面的国有经济战略性重组，使国有资本向有关国家安全和经济的关键领域集中。二是微观层面的企业制度探索，推动企业逐步建设中国特色现代企业制度，在防止国有资产流失的前提下，提升企业内在的管理和经营质量。

1.2 国企改革三年行动方案（2020-2022）效果显著

在刚刚结束的国企改革三年行动方案（2020-2022）中，改革目的已基本完成。目前，宏观方面，大量央企集团战略性重组，加快了国有经济布局优化结构调整、提升了资源配置效率，国有资本向重要行业和关键领域集中程度不断提升。企业微观方面，国有企业公司制改制基本完成，企业独立市场主体地位逐步确立，“两非”（非主业、非优势）、“两资”（低效、无效资产）清退既定任务基本完成；国有企业灵活高效的市场化经营机制正在加速形成，企业活力与效率大幅提升，混合所有制改革成效显著，基本具备进一步改革的基础。

表 2：国企改革三年行动主要目标任务已经完成

	改革方向	具体内容
宏观路线	国有经济布局优化结构调整	央企超 70% 营收，涉及金融、煤炭、交通运输、电信运营、军工等重点领域
	专业化整合，关键领域集中度	4 组 7 家央企战略性重组，新组建接收 8 家央企，实施 30 余个央企专业化整合项目
	新兴产业战略布局	2020 年以来央企战略性新兴产业年均投资增速超 20%，营业收入占比达 35% 以上
微观路线	公司制改革全面完成	1.3 万户中央企业，子企业；2.5 万户地方各级国有企业，子企业建立董事会
	经理层成员任期制和契约化	覆盖范围达 8 万户企业 22 万人
	“两非”“两资”清退完成	以市场化方式盘活存量资产 3066.5 亿元

资料来源：新华社，图表：《国企改革三年行动，带来哪些改变？》，信达证券研发中心整理

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>6

2.由《方案》开启的新一轮央企改革

2.1《方案》为新一轮央企改革提供了基本框架和指导原则

在 2022 年,《国企改革三年行动方案》的收官之年,国资委提出了《提高央企控股上市公司质量工作方案》(下称《方案》),这开启了新一轮的央企改革。《方案》明确了提高央企上市公司质量的指导思想和整体思路,要求中央企业要做好三个方面的统筹平衡,即坚持做优存量与做精增量结合;坚持价值创造与价值实现兼顾;坚持依法合规与改革创新并重。

《方案》从推动上市平台布局优化和功能发挥、促进上市公司完善治理和规范运作、强化上市公司内生增长和创新发展、增进上市公司市场认同和价值实现等四个实施方面,提出 14 项具体工作举措。

表 3:《方案》的框架与内容

框架	具体内容
推动上市平台布局优化和功能发挥	加强顶层设计,建立资本运作规划制定机制。
	分类推进上市平台建设。照“做强做优一批、调整盘活一批、培育储备一批”的总体思路。
促进上市公司完善治理和规范运作	充分发挥上市平台功能,开展股权债权融资,支持主业发展。
	完善中国特色现代企业制度,健全国有控股上市公司治理机制。
	调整优化股权结构,引入积极股东完善治理。
	持续提高信息披露质量,提升上市公司透明度。
强化上市公司内生增长	贯彻落实新发展理念,探索建立健全 ESG 体系。
	坚持依法合规经营,防范化解重大风险。
	深化提质增效,提高综合经营管理水平。
增进上市公司市场认同	提升自主创新能力,当好科技创新国家队。
	健全激励约束机制,加强人才队伍建设。
	强化投资者关系管理,建立多层次良性互动机制。
	推动业绩说明会常态化召开,使高质量业绩说明会成为央企标配。
	树立科学市场价值观,合力打造价值实现新局面。

资料来源:国务院国资委,《提高央企控股上市公司质量工作方案》,信达证券研发中心整理

2.2《方案》之后,央企改革相关文件陆续推出

表 4:《方案》的后续文件及领导发表内容

时间	主体	文件/会议	内容
2022 年 11 月 21 日	证监会主席易会满	金融街论坛年会	需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要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。一方面要“练好内功”,加强专业化战略性整合,提升核心竞争力;另一方面,主动加强投资者关系管理,让市场更好地认识企业内在价值。
2022 年 12 月 2 日	上交所	《中央企业综合服务三年行动计划》	1. 服务推动央企估值回归合理水平。2. 服务助推央企进行专业化整合。3. 服务完善中国特色现代企业制度。
2022 年 12 月 15 日	习近平主席	《当前经济工作的几个重大问题》	国企改革三年行动已见成效,以提高核心竞争力为重点,谋划新一轮深化国有企业改革行动方案。要坚持分类改革方向,发挥国有资本投资运营公司作用,以市场化方式推进国企整合重组。
2023 年 1 月 5 日	国资委书记张玉卓	中央企业负责人会议	中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”,“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速,力争取得更好业绩;“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 16 日	国务院国资委	《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》	国资国企将以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点,深入实施新一轮国企改革深化提升行动,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。

资料来源:信达证券研发中心整理

《方案》的后续文件和领导谈话为新一轮央企改革进一步完善了内容，理清了框架。如上交所的《中央企业综合服务三年计划》，则明确提出了央企的三条改革路线。而在中央负责人会议上，张玉卓书记提出的“一利五率”为公司完善治理体系和促进内生增长提出了具体明确的指标要求。易会满主席在金融界论坛上提出的“中国特色估值体系”，也为央企上市公司增进市场认同，实现市场价值指引了方向。

3. 《方案》进行深化改革的三条主线

我们认为，新一轮央企改革或将会依照《方案》和相关文件，承继之前国企改革的两条主线，一是聚焦主业，推动国有资产进行战略性重组、专业化整合；二是提升内在质量，利用“一利五率”进行企业制度深化改革。同时，本次改革的新重点在于“增进上市公司市场认同”的相关要求。这与中国特色估值体系的建设密不可分，也要求上市平台实现市场价值与内在价值相匹配，从而达到国有资产保值增值的目的。

我们认为央企上市公司的改革或将继续深化。其中的龙头企业作为“排头兵”，先一步深化改革的措施与成果将起到示范作用。下一步或将类似成功改革经验应用在地方法国企上。

3.1 聚焦主业，国有经济战略重组和专业化整合

本次央企控股上市公司改革提出于国改三年的收官之年，同时，2022年也是国家内部经济下行压力承重，国际政治环境动荡的一年。因此，在《方案》中对央企公司的要求主要在于稳定经济发展，保障重点领域供应，成为建设世界一流企业的“主力军”、“排头兵”。央企控股上市公司市场化的属性也便于实现整合平台资源，打造领军领航企业。此外，央企上市公司多为所在行业龙头，其作为经济发展和供应保障的基本盘，提质增效是较为重要的发展目标。因此，调整国有资产结构，进行专业化整合，聚焦主业是重要的改革方向。

关于具体的整合要求，《方案》中提出，“国有集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司，必要的也可单独上市。同时，加强上市资源培育储备，孵化一批科技创新实力强、市场前景好的优质资源对接资本市场。集团公司拥有多个上市公司的，可多种方式重组推动优质资源向上市公司汇聚，对层层嵌套、业务分散、“小散弱”状态的，要梳理整合；对集团整体上市的，要重点推动上市公司内部板块整合清晰归位，统筹实现解决同业竞争、突出主责主业双重要求。”

3.2 企业制度深化改革，提升公司质量内在价值，达到“一利五率”的新指标要求

《方案》也要求深化解决部分中央企业内部上市平台定位不清、分布散乱、实力较弱的具体问题，并提出了相应的量化要求。而《方案》的改革重点由全部国企转变为央企公司，我们认为这是基于央企控股上市公司的属性。相对于国企上市公司，央企控股的背景意味着公司的实际控制人为国资委，易于统一管理和直接考核，由此进行下一步改革的力度深度或将更强。在引入积极股东环节，完善企业治理结构，进行企业制度创新等方面成效或更显著。

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。2020年，首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021年，为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2022年，针对“两利四率”指标，进一步提出“两增（利润总额和净利润增速高于国民经济增速）一控（控制好资产负债率）三提高（营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高）”的总体要求。2023年的中央企业负责人会议上，国资委在总结近几年工作成效基础上，对中央企业经营指标体系进行了优化调整，将“两利四率”调整为“一利五率”。“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速；“一稳”即企业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

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。

表 5: 央企、国企上市公司与全市场在“一利五率”方面的对比

	利润总额同比增长率[%]	资产负债率 [%]	2022 前三季度 ROE (非年化) [%]	研发投入强度[%]	人均营业收入[万元]	营业现金比率[%]
全部 A 股	1.17	82.93	9.00	2.19	178.99	16.22
全部央企	-1.16	85.64	9.30	1.50	233.43	18.27
全部央企	3.83	82.84	9.24	1.58	260.40	11.71

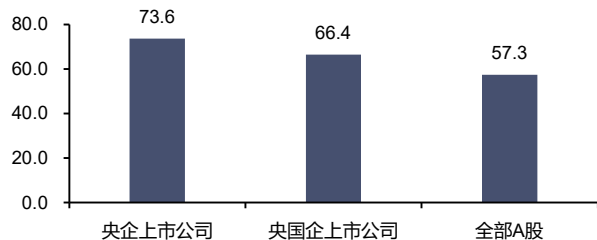
资料来源: wind, 信达证券研发中心 (数据计算自 2022 三季报) 注: 本表中用人均营业收入替换了全员劳动强度。

3.3 建设中国特色估值体系, 推进市场价值与内在价值相匹配

我们认为, 帮助推进国家发展, 稳定经济, 回报社会, 或将是在新的中国特色估值体系下评估公司价值的重要影响因素。因此, 中国特色估值体系或是国家长期发展计划的重要环节, 也是国有资产长期可持续价值增长的较为有效的支撑。央企国企上市公司同时也承担着国有资产保值增值的重要任务, 将央企国企内部核心优质业务上市, 通过提升内在价值, 并使其市场价值与内在价值相匹配, 或是实现国有资产保值增值的较好方式。

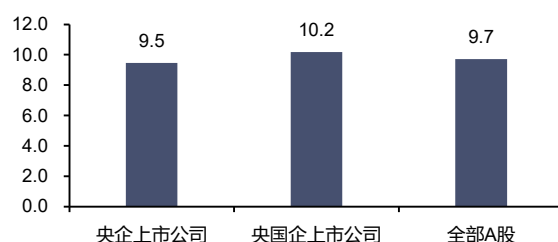
央企国企的盈利能力与资产质量相较普通上市企业均较优秀, 从逻辑上讲, 应该拥有更高的估值。然而, 在二级市场表现来看, 央企国企上市公司市场价值与内在价值仍有不小差距。从数据看, 央企上市公司的业绩增长是高于市场平均水平的, 而净资产收益率差距不大。2017-2021 年, 央企上市公司的归母净利润五年累计增长率为 73.6%, 上市国企为 66.4%, 而市场平均值为 57.3%; 央企上市公司的净资产收益率平均值为 9.5%, 上市国企为 10.2%, 而市场平均值为 9.7%。

图 1: 央企上市公司归母净利润 (2016-2021 五年增长率) [%]



资料来源: wind, 信达证券研发中心

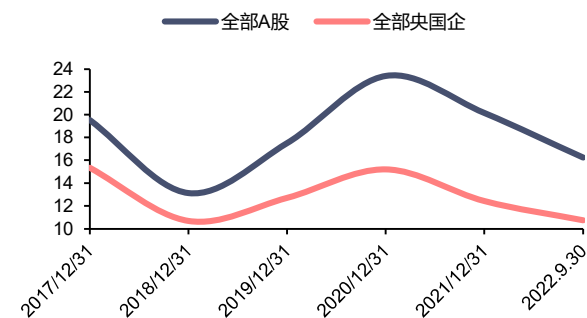
图 2: 央企上市公司 ROE (2016-2021 五年平均值) [%]



资料来源: wind, 信达证券研发中心

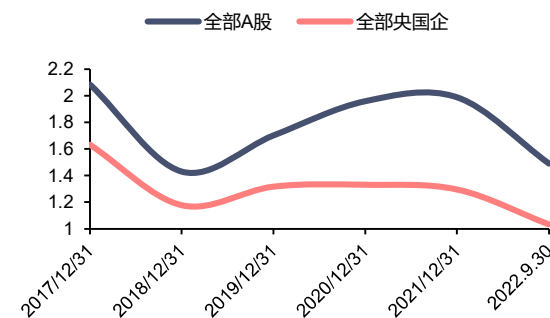
而在估值方面, 2017-2022 年, A 股整体 PE 估值中枢在 18 倍左右, 而央企国企的 PE 估值中枢在 12 倍左右。两者差距显著, 且每一年全市场平均估值均高于央企国企上市公司, 两者差值在 2020 年达到最大, 近两年虽然差距有所减小但仍大于 2017-2018 年水平。PB 的中轴则分别在 1.7 倍和 1.1 倍左右, 变化幅度与 PE 相比较为缓和, 但总体趋势相近。

图 3: 2018-2022Q3 央企上市公司市盈率显著低于市场



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4: 2018-2022Q3 央企上市公司市净率显著低于市场



资料来源: wind, 信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>9

二、能源类央企上市公司是新一轮改革的重点

1.能源安全和能源转型，都赋予了能源央企新的历史使命

在“逆全球化”的趋势以及世界政治经济格局不安定的环境下，国家的基本能源政策从“能源转型”转向了“能源安全”，赋予了能源央企新的历史使命，而能源类央企控股的上市公司，作为央企资产的重要部分，或将承担更重要责任。国资委在《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》提出，“增强重要能源资源托底作用。推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产，扩大优质煤炭产能，构建新型电力系统。”

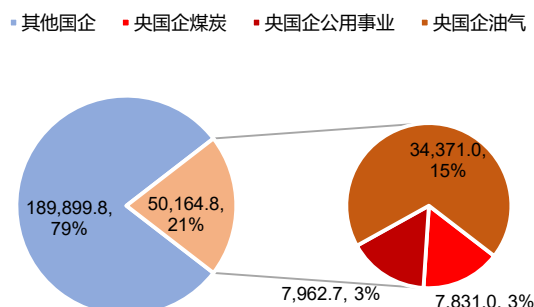
1.1 能源类央企上市公司在全部央企中地位重要

我们认为，能源类央企在全部央企中是不可或缺的一部分。第一，从经济发展角度，国内经过疫情三年，经济形势下行，亟待复苏，能源行业是重要支撑和基础性产业，在保障重点领域供应方面有不可忽视的作用。另一方面，行业经济贡献大（2022 年前三季度营业收入占比 21%，净利润占比 16%）且下游产业较多，在推动复苏方面也是较为重要的助力。

第二，从体量上看，能源板块也是央企上市公司改革的重要部分，上市公司的个股数量（9%），市值占比（13%）均占全部国央企上市公司的较大比重。

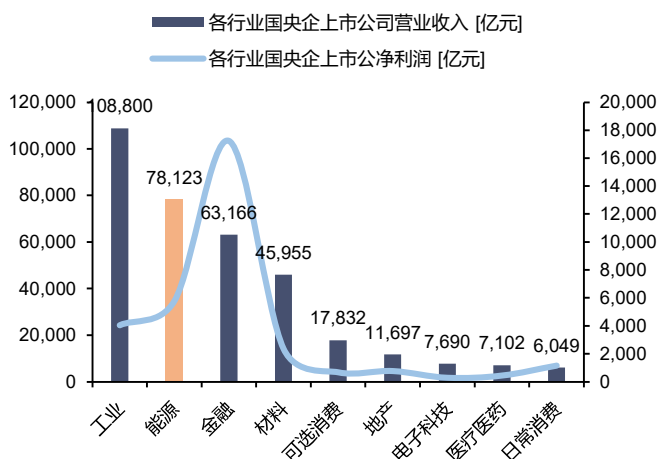
第三，从政策角度上讲，如上文提到的 2023 年的央企“一利五率”考核指标保持了“利润总额增长率”、“全员劳动强度”的考核，体现了国家对于央企拉动 GDP 贡献的重视，能源类央企在营业收入和净利润两项数据表现上较为出色，正符合了国家政策导向。

图 5: 2022 前三季度, 央企上市公司能源公司营业收入占比



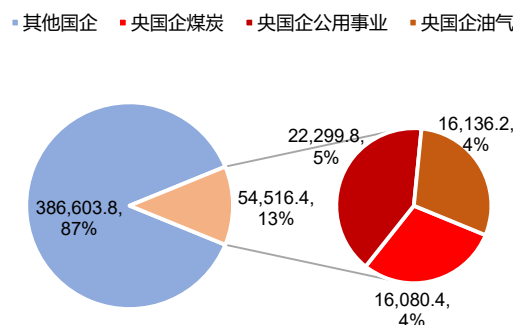
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 各行业央企上市公司营业收入及净利润排序



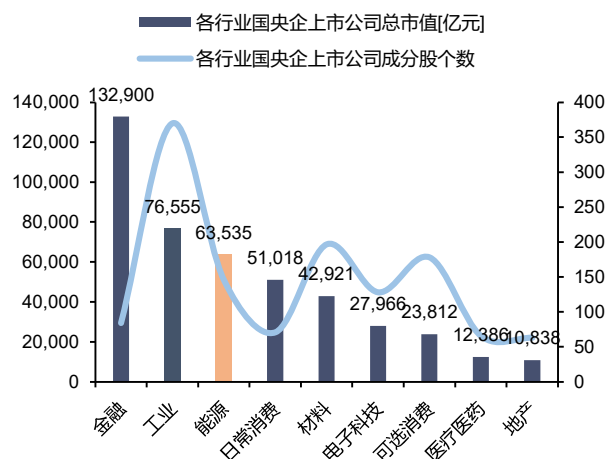
资料来源: wind, 信达证券研发中心(数据自 2022 前三季度)

图 6: 2022Q3, 央企上市公司能源公司市值占比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 8: 各行业央企上市公司总市值及成分股个数排序



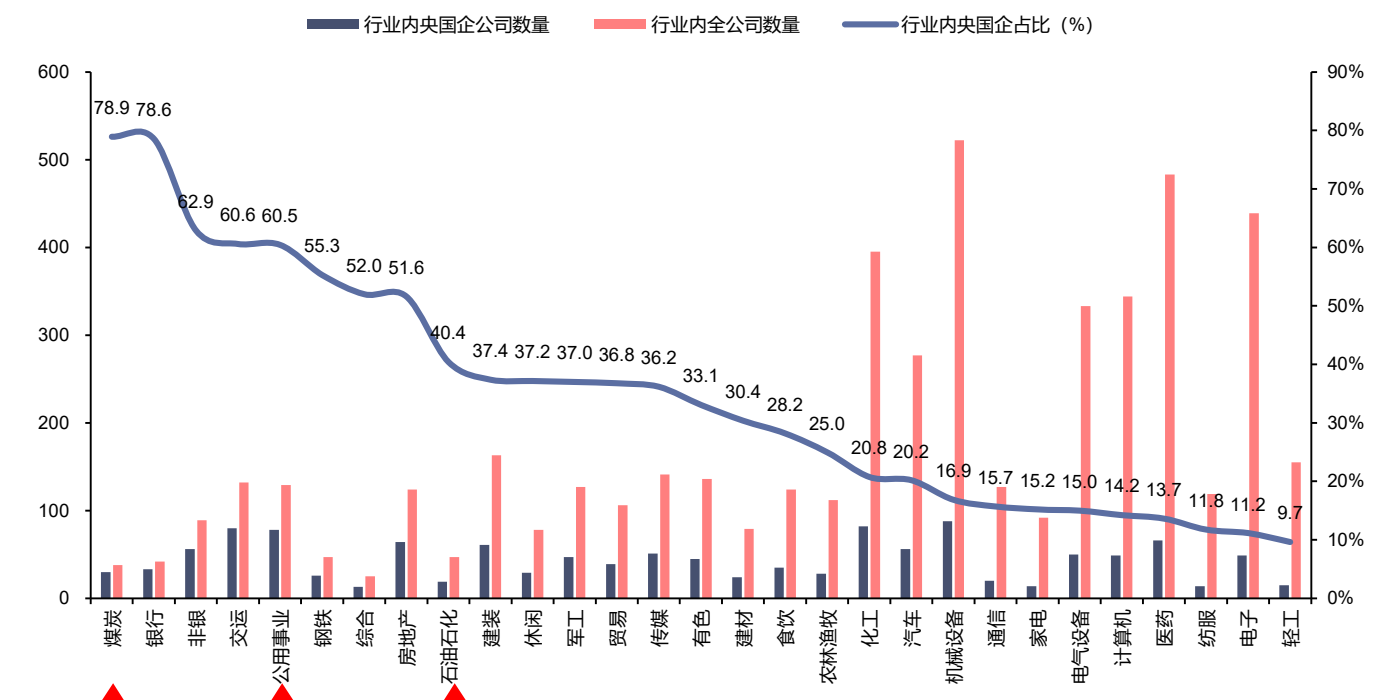
资料来源: wind, 信达证券研发中心 (总市值截至 2022/09/30)

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

1.2 央国企上市公司在能源行业内较为重要的作用

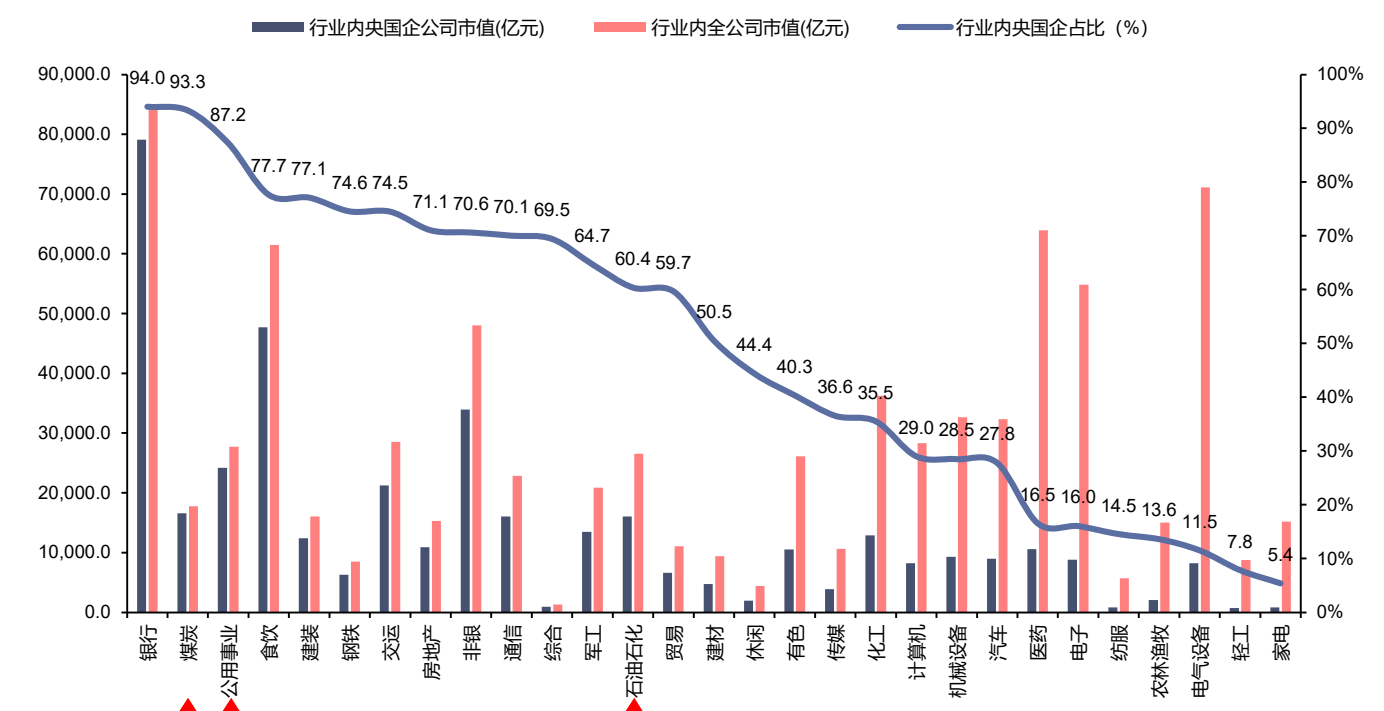
能源板块上市公司多为央国企，在比例上远远大于其他板块，我们认为，央国企下属能源上市公司对整个能源安全体系较为重要。公司数量占比，煤炭在全板块位于第一位(78.9%)，公用事业板块位于第五位(60.5%)，油气板块位于第九位(40.4%)。公司市值占比，煤炭板块位于第二位(93.3%)，电力板块位于第三位(87.2%)，油气板块位于十三位(60.4%)。均排名靠前。

图 9：2022Q3，能源类央国企个股数量在行业内占比靠前



资料来源：wind，信达证券研发中心（数据报告期 2022Q3）

图 10：2022Q3，能源类央国企市值在行业内占比靠前



资料来源：wind，信达证券研发中心（总市值截至 2022/09/30）

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

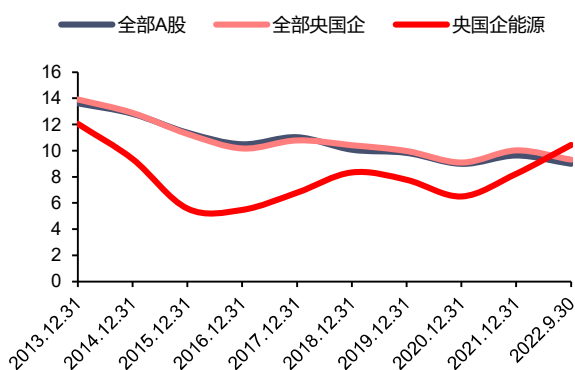
2. 央企能源板块市场价值与内在价值不匹配，国有资产保值任重道远

我们认为，在助力国家战略和履行社会责任方面，能源类央企上市公司承担了关键的职责，与中国特色估值体系的核心内涵较为契合。然而，当前能源类央企虽然有着较为优质的基本面，但市场估值偏低。

在新一轮深化央企改革过程中，推进提高公司价值的要求下，我们认为，企业制度的改革有望落实到公司质量与内在价值的提升，“一利五率”的相关指标也为公司发展指引了方向。而随着中国特色估值体系的建设，能源类央企下属具有“高盈利、高现金、高分红”的上市公司值得关注，这类公司的内在价值有望被市场逐渐认可。同时，此类公司稳定的高回报率或也吻合国家对于稳定资本市场，吸引长线资金的诉求。能源类企业市场价值与内在价值或将逐渐匹配，走向价值重估之路。另一方面，能源类央企中大量的国有资产通过上市公司市场化，这些被低估的优质国有上市资产或将进行估值重塑，有望实现国有资产保值增值。

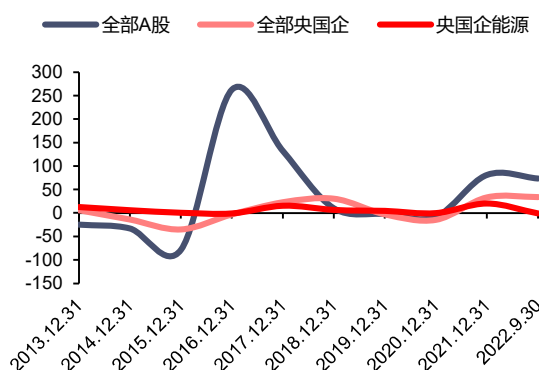
2.1 近年来，央企能源板块尽管收益能力转好，估值仍旧较低

图 11: 2013-2022Q3, 央企与能源板块对比, ROE (TTM) (整体法) [%]



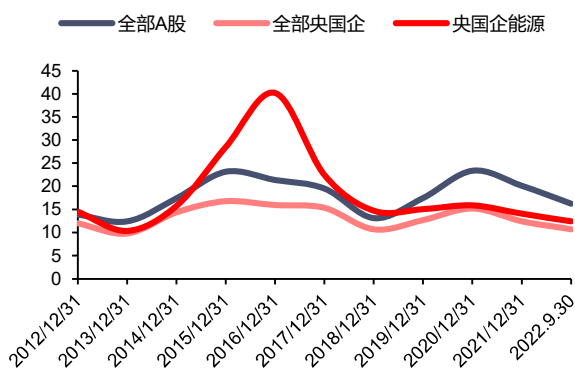
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 12: 2013-2022Q3, 央企与能源板块对比, 营业利润同比增长 [%]



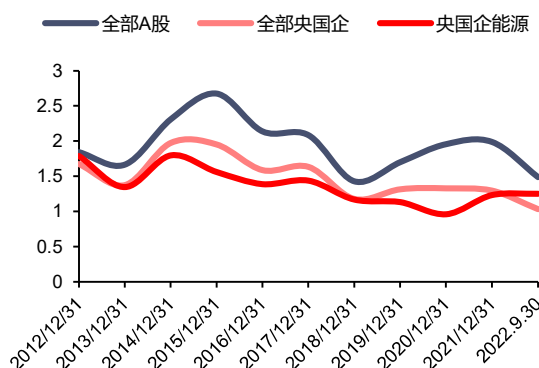
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 2012-2022Q3, 央企与能源板块对比 PE (TTM)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 2012-2022Q3, 央企与能源板块对比 PB (MRQ)

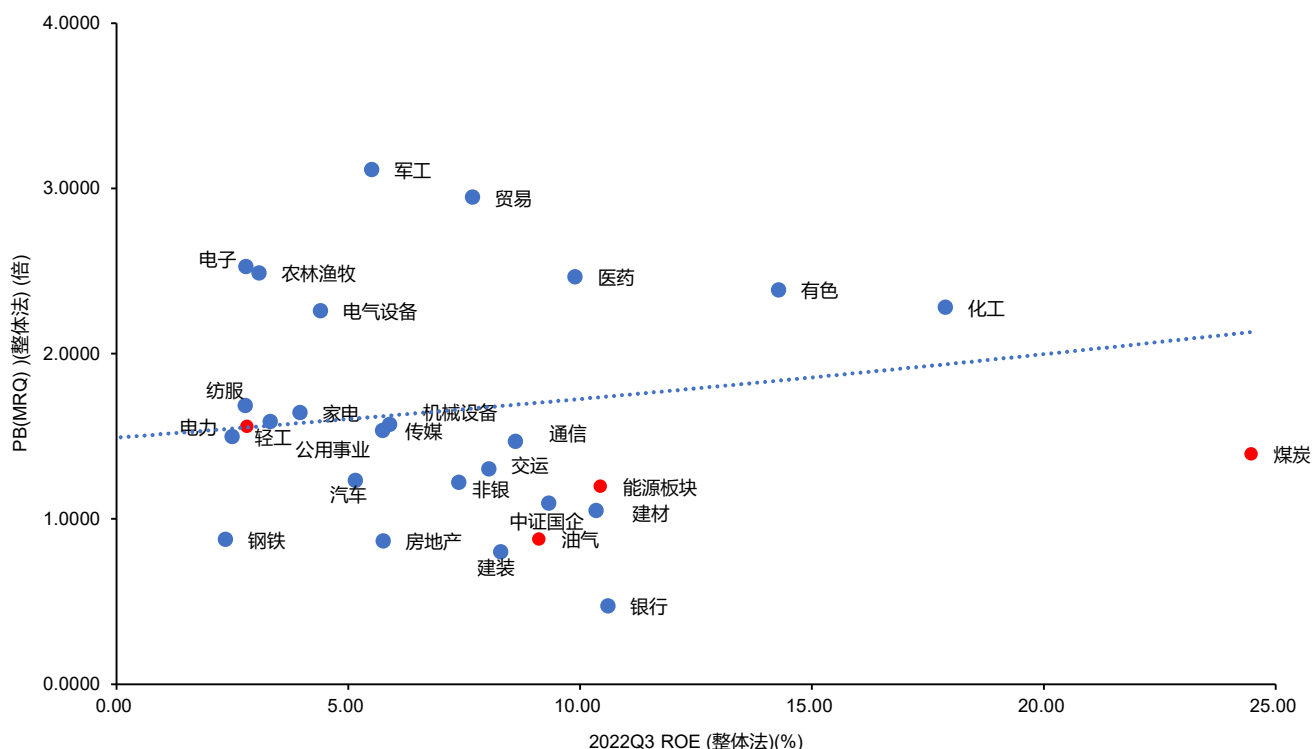


资料来源: wind, 信达证券研发中心

ROE 数据方面，A 股与央企能源板块的 ROE 呈现逐年中枢下行。而央企能源板块在 2016 年供给侧改革之后，ROE 下降趋势出现反转，中枢维持逐年上行，净资产收益率的表现更优秀。在营业利润的增长方面，央企能源板块在 2018 年后与整个市场共振，中枢相对稳定。由于行业的周期性特点，盈利波动更大，在周期上行时公司成长更为明显。在 PE 估值方面，央企能源板块自 2018 年后维持在 15 倍左右，略高于全部央企平均水平。PB 虽然 20 年以后有所增长，平均值依旧持续维持在 1.5 以下。对比全市场平均 18 倍左右的 PE 和 1.7 左右的 PB，仍有明显差距。

2.2 目前，在全部央国企中，能源板块估值较低而资产收益率相对靠前

图 15：全部央国企各板块 2022 前三季度 ROE(非年化)(横轴)与市净率 PB(纵轴)



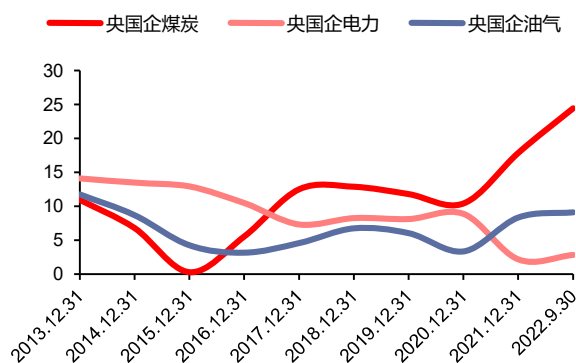
资料来源：wind，信达证券研发中心（PB 数据截至 2023/3/30）

我们认为，目前，在央国企全板块中，能源板块整体处于 PB 较低而 ROE 较高的状态。煤炭板块虽然 PB 位于中游水平，但煤炭板块资产收益率遥遥领先其它版块。油气板块 ROE 位于中游，而 PB 在全板块中基本处于最低位置，只比建筑装饰和银行板块略高。电力板块的 PB 位于中游，而 ROE 由于近年的盈利下降处在较低的位置，未来或将受益于全国电力市场化的改革迎来反转。如上文所言，央国企上市公司相对全部市场处于归母净利润高增长，PB，PE 估值较低的状态，而能源板块相较央国企各个板块，也具有类似特征。因此，我们认为在全市场中，央国企能源类上市公司处于优质资产被低估的状态。

3.煤炭，电力，油气板块近年来盈利能力与估值变化

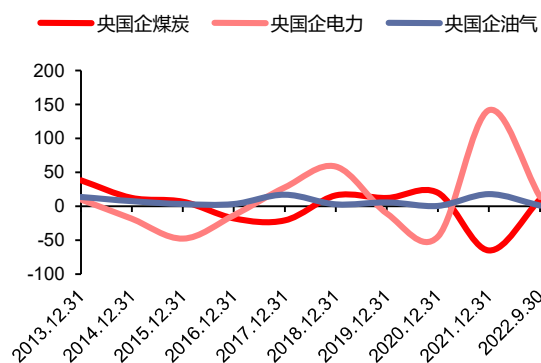
3.1 煤炭，电力，油气板块央国企上市公司对比

图 16：2013-2022Q3 央国企能源板块内部 ROE (TTM) (整体法) [%]



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 17：2013-2022Q3 央国企能源板块内部利润总额同比增长率(整体法) [%]

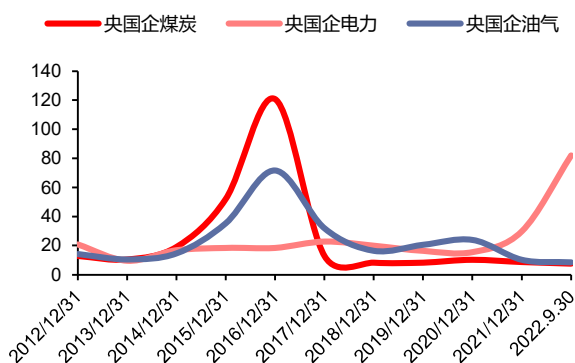


资料来源：wind，信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>13

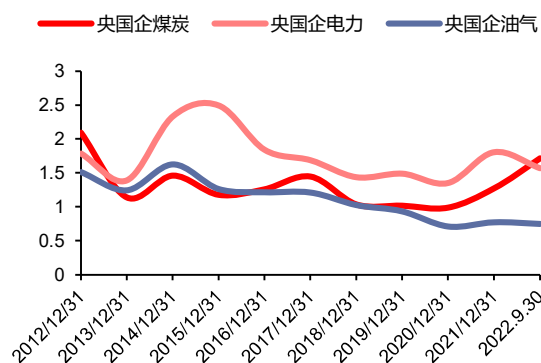
2020 年后，煤炭，油气相关能源资源供需关系紧张，国家能源政策重点也由“能源转型”转向“能源安全”，强调加强煤炭、油气等传统能源的高效利用和重点领域的供应保障。煤炭，油气板块公司也结束了 2018-2020 年 ROE 中枢的整体下行，迎来了较为明显的效益提升，煤炭公司的 ROE 上涨尤为明显。而电力板块公司的 ROE 中枢持续下行，在 2020 年后表现更为明显，我们认为，这主要是受制于成本端的提升和销售价格端的限制，尤其是受火电板块的拖累。利润同比增长方面，能源板块体现了一定的周期性，变化的幅度在近年来有明显的扩大趋势，电力板块的波动更明显。

图 18: 2012-2022Q3, 央企能源板块内部 PE (TTM) (整体法)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 19: 2012-2022Q3 央企能源板块内 PB (MRQ) (整体法)

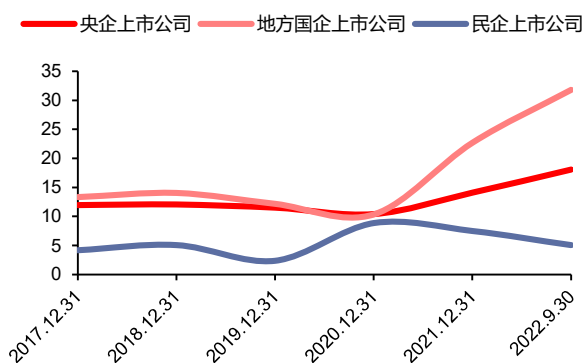


资料来源: wind, 信达证券研发中心

我们认为，PE 估值方面，电力板块的明显抬升主要是由于近年来的利润下滑，而油气，煤炭板块在 15-16 年的急速上升后回落，一直在低位维持平稳。PB 估值方面，能源板块总体呈现中枢下行的趋势。煤炭板块公司在 2020 年后基于股价上涨有明显抬升，电力板块公司自 2018 年后有所波动，但总体保持平稳，油气公司板块的 PB 中枢呈逐年下降趋势。

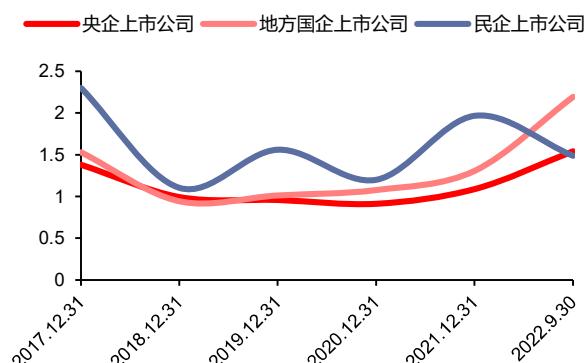
3.2 煤炭板块上市公司对比

图 20: 2017-2022Q3, 煤炭板块公司 ROE (TTM) (整体法) [%]



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 21: 2017-2022Q3, 煤炭板块公司 PB (MRQ) (整体法)

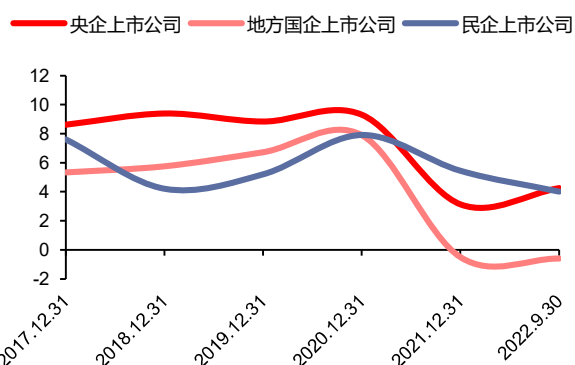


资料来源: wind, 信达证券研发中心

ROE 数据方面，煤炭地方国企上市公司表现优于央企上市公司。受益于煤炭价格的提升，资产收益率在 2020 年后迎来了大幅度增长。民企上市公司整体表现弱势，ROE 呈下降趋势，远低于国企央企表现。PB 估值方面，2020 年后随着企业经营效益改善和煤炭板块整体股价的提升，国企央企上市公司的该项指标也有一定程度的增长，走势与 ROE 接近。但考虑到 ROE 的增长幅度更为明显，我们认为 PB 的增长仍不足以完全反应企业效益增长的速度。而煤炭行业在能源政策导向调整与电力市场化加速推进背景下，叠加新一轮煤矿产能周期，供需或将长期趋紧，煤炭公司的高收益有望维持，内在价值有望逐渐被市场认可，估值有望迎来进一步修复。

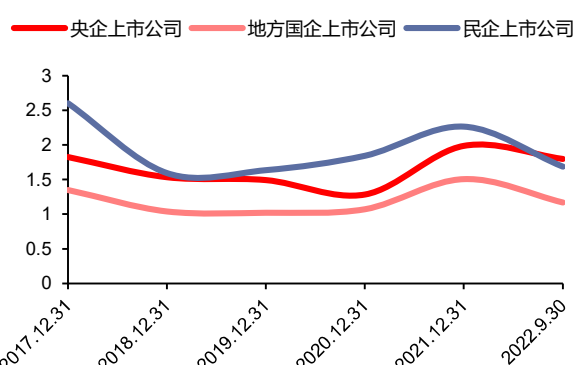
3.3 电力板块上市公司对比

图 22: 2017-2022Q3, 电力板块公司 ROE (TTM) (整体法) [%]



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 23: 2017-2022Q3, 电力板块公司 PB (MRQ) (整体法)



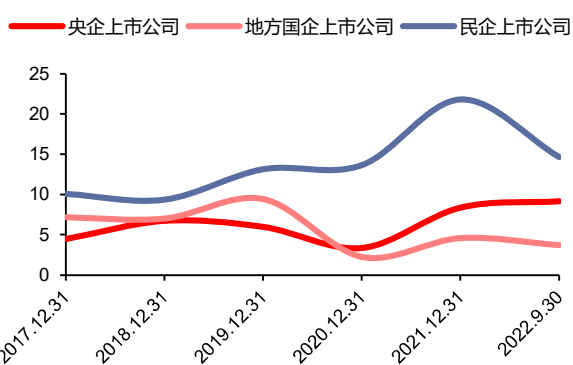
资料来源: wind, 信达证券研发中心

2020 年后, 电力板块 ROE 中枢下行。我们认为, 主要原因是电力行业近年成本端大幅提升, 而价格端受到政策压制, 企业盈利能力逐年下降。根据 2022 年三季报, SW 火力发电板块, ROE (整体法) 为 -7.05%; SW 电力板块, ROE (整体法) 则为 3.06%, 有较大的差距。而火电企业主要集中于央国企, 承担托底保供的责任, ROE 整体数据受影响更直接。PB 估值方面, 民企较高; 而地方国企整体低于央企部分, 但 ROE 下行也更剧烈。央企公司由于多元的产业结构, 经营方面整体更稳定。

我们认为, 我国经济步入高质量发展阶段, 新兴产业的产值规模持续增加, 能耗/电耗水平或将提升, 而且随着我国居民人均收入水平的进一步提升, 电力行业的重要程度有望提升。国家能源政策也开始调整, 强调能源供给与保障安全。受益于全国电力市场化的改革, 火电板块在价格端的困境或将缓解, 有望带动电力板块整体的盈利提升。

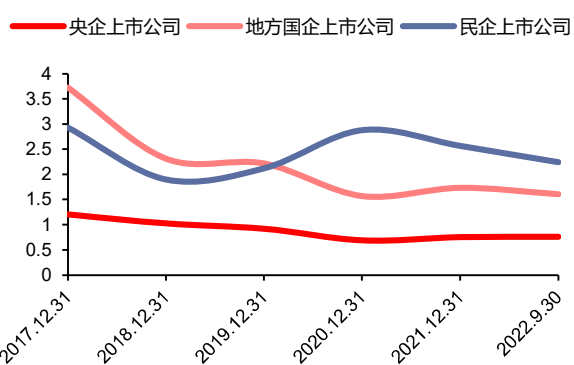
3.4 油气板块上市公司对比

图 24: 2018-2022Q3, 油气板块公司 ROE (TTM) (整体法) [%]



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 25: 2018-2022Q3, 油气板块公司 PB (MRQ) (整体法)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

油气板块 ROE 数据方面, 与煤炭, 电力板块不同, 油气民企上市公司总体高于央企和地方国企, 我们认为, 这主要是由于以“三桶油”为代表的央国企的炼油主业毛利率较低, 主要服务于国家战略; 而民企公司主业以大炼化为主, 经营效率更高, 成本更低。根据 2022 年三季报, SW 油气炼化工程板块, ROE (整体法) 为 1.19%; 而 SW 炼化化工板块, ROE (整体法) 则为 9.82%。在 PB 估值方面, 央企公司显著低于地方国企和民企, 甚至部分处于破净状态, 在未来估值重塑方面或有更大空间。

三. 能源类央企集团上市公司在本轮改革中的机会

1. 央企下属优势上市公司平台

1.1 央企集团及下属上市公司梳理

作为本次改革的重点，我们对能源类央企集团及下属上市公司进行了梳理。

表 6：能源央企集团数据与下属上市公司列表

能源类央企	集团资产证券化率[%]	2022 前三季度 集团 ROE(非年化)[%]	2022Q3 集 团资产负债 率[%]	集团简况与主营业务	央企下属上市公司	证券代码
国家能源投资集团	65.70	8.79	58.12	中国国电集团公司和神华集团有限责任公司联合重组而成，拥有煤炭、电力、运输、化工等全产业链业务，是全球规模最大的煤炭生产公司、火力发电公司、风力发电公司和煤制油煤化工公司。	中国神华	601088.SH
					国电电力	600795.SH
					龙源电力	001289.SZ
					英力特	/00916.HK
					英力特	000635.SZ
					龙源技术	300105.SZ
					莱宝高科	002106.SZ
中国中煤能源集团	85.51	9.83	58.55	销售煤炭，出口，勘探、煤炭及伴生产品的开采、洗选加工、焦化和制气、煤化工、煤层气开发、电力生产、电解铝生产和铝材加工、煤矿机械设备制造、	长源电力	000966.SZ
					中煤能源	601898.SH
					新集能源	601918.SH
中国煤炭科工集团	/	/	/	主业为煤炭及相关工程的咨询；煤炭工艺技术开发；矿山机械及相关开发销售；	上海能源	600508.SH
					天地科技	600582.SH
中国华能集团	56.83	2.70	72.22	五家大型国有独资发电企业集团之一，主营业务包括电源开发、投资、建设、经营和管理，电力（热力）生产和销售，金融、煤炭、交通运输、新能源。	华能国际	600011.SH
					华能水电	600025.SH
					长城证券	002939.SZ
					内蒙华电	600863.SH
中国华电集团	28.07	3.48	69.76	五家大型国有独资发电企业集团之一，主营电力生产、热力生产和供应；与电力相关的煤炭等一次能源开发。水电开发资源集中于乌江流域。	新能泰山	000720.SZ
					华电国际	600027.SH
					黔源电力	002039.SZ
					国电南自	600268.SH
					华电重工	601226.SH
国家电力投资集团	33.23	2.23	72.95	五家大型国有独资发电企业集团之一，业务涵盖电力、热力、煤炭、铝业、物流、金融、环保、光伏、电站服务等领域，拥有核电、火电、水电、风电、光伏发电等全部发电类型。	金山股份	600396.SH
					中国电力	2380.HK
					上海电力	600021.SH
					电投能源	002128.SZ
					电投产融	000958.SZ
中国大唐集团	57.59	1.01	74.40	五家大型国有独资发电企业集团之一。主要业务覆盖电力、煤炭、金融、海外、煤化工、能源服务六大板块。	吉电股份	000875.SZ
					远达环保	600292.SH
					大唐发电	601991.SH
					大唐新能源	1798.HK
					华银电力	600744.SH
国家开发投资集团	68.06	8.50	68.75		桂冠电力	600236.SH
					大唐环境	1272.HK
					国投电力	600886.SH

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

					中央企业中唯一的投资控股公司，覆盖电力，煤炭，交通，金融，工程，国际贸易六大板块。	国投资本	600061.SH
					中成股份	000151.SZ	
					华联国际	0969.HK	
					国投中鲁	600962.SH	
					亚普股份	603013.SH	
					神州高铁	000008.SZ	
					美亚柏科	300188.SZ	
中国长江三峡集团	52.78	6.41	52.50	以长江流域为主线，依托葛洲坝电站和三峡电站，\开发长江上游水能资源；全面实施以水电开发，新型清洁能源。	长江电力	600900.SH	
					三峡能源	600905.SH	
					湖北能源	000883.SZ	
中国广核集团	53.10	5.35	67.68	我国唯一一家以核电为主业，从事以核电和其他清洁能源为主的开发；组织电力（热力）生产和销售；开展核电技术研发、咨询服务；开展以核电为主的工程承包与咨询服务。	中国广核	003816.SZ	
					/中广核电力	/1816.HK	
中国核工业集团	57.67	3.69	68.05	是我国运行核电和在建核电的主要投资方、核电技术开发主体、最重要的核电设计及工程总承包商、核电运行技术服务商和核电站出口商，是国内核燃料循环专营供应商。	中广核新能源	1811.HK	
					中国核电	601985.SH	
					中国核建	601611.SH	
					中核科技	000777.SZ	
国家电网	3.42	2.30	54.95	为我国两大电网业务公司之一。国家电网公司是全球最大公用事业企业。输电，供电,电力研究与咨询。长距离、高效率输电的特高压输电方面有技术优势。	中核国际	2302.HK	
					国电南瑞	600406.SH	
					国网英大	600517.SH	
					平高电气	600312.SH	
					乐山电力	600644.SH	
					涪陵电力	600452.SH	
					国网信通	600131.SH	
					明星电力	600101.SH	
南方电网	1.58	2.41	60.96	为我国两大电网业务公司之一，以经营广东、广西、云南、贵州和海南五省(区)电网业务为主。主业为输电，供电，电力研究与咨询。	西昌电力	600505.SH	
					南网能源	003035.SZ	
					南网储能	600995.SH	
					南网科技	688248.SH	
中国节能环保集团	43.66	2.84	68.71	前身是国家计委节约能源计划局。投资开发、经营、管理和综合利用节能、节材、环保、新能源和替代能源的项目、与上述业务有关的物资、设备、产品的销售。	太阳能	000591.SZ	
					节能风电	601016.SH	
					百宏实业	2299.HK	
					万润股份	002643.SZ	
					中国恒有源集团	8128.HK	
中国石油天然气集团	86.42	5.02	45.16	是中国第一大石油和天然气生产商，主业为国内石油、天然气的生产、加工和销售，化工产品生产和销售，天然气运输和销售商。	中环装备	300140.SZ	
					中国石化	600028.SH	
					/中国石油化工股份	/0386.HK	
					中油资本	000617.SZ	
					大庆华科	000985.SZ	
中国石油化工集团	82.17	5.73	51.67	是中国第二大油气生产商，公司的境内油气勘探开发区块位于中国东部、西部、和南部地区。	中油工程	600339.SH	
					中国石化	600028.SH	
					/中国石油化工股份	/0386.HK	
					石化油服	600871.SH	
					/中石化油服	/1033.HK	
					四川美丰	000731.SZ	

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>17

中国海洋石油集团	/	/	/	是中国第三大国家石油公司，是中国最大的海上油气生产商。负责在中国海域对外合作开采海洋石油及天然气资源，	上海石化	600688.SH
					石化机械	000852.SZ
					泰山石油	000554.SZ
					中国海油	600938.SH
					/中国海洋石油	/0883.HK
					中海油服	600938.SH
					/中海油田服务	/02883.HK
					海油工程	600583.SH
					海油发展	600968.SH
					中海石油化学	3983.HK

资料来源：wind，信达证券研发中心（数据报告期 2022Q3）注 1：中国海洋石油集团，中煤科工集团无数据披露。注 2：资产证券化率数据使用 2022 中报。

1.2 集团下核心平台筛选

对能源集团下属的上市公司，我们进行了以下维度的筛选：1.主业聚焦于煤炭、电力、油气三个行业的央企集团旗下 A 股上市公司；2.总市值大于 100 亿元，筛选掉市值体量较小的公司；3.年成交额/流通市值，筛选掉资本市场关注度不足的公司。通过以上筛选，能源央企集团下属的核心上市平台公司如下表（以下简称“核心平台”）。

表 7：能源央企集团下属核心上市平台（简称“核心平台”）

所属集团	证券简称	证券代码	所属申万二级行业	总市值 [亿元]	年成交额 /流通市值[%]	主营产品类型
国家能源投资集团	中国神华	601088.SH	煤炭开采	5,366.59	7.41	火电、煤制品、原煤
	国电电力	600795.SH	电力	667.05	34.34	火电、热力、水电
	龙源电力	001289.SZ	电力	1,147.23	4.19	风电
中国中煤能源集团	中煤能源	601898.SH	煤炭开采	950.03	14.55	煤制品、燃气、化工原料
中国煤炭科工集团	天地科技	600582.SH	煤炭专用设备	225.97	29.97	风泵机械、冶金机械
中国华能集团	华能国际	600011.SH	电力	1,109.70	26.54	火电
	华能水电	600025.SH	电力	1,270.80	6.13	半导体太阳能光伏、水电
	内蒙华电	600863.SH	电力	216.69	42.64	火电、热力、市政供水
中国华电集团	华电国际	600027.SH	电力	519.32	44.72	火电
国家电力投资集团	电投能源	002128.SZ	煤炭开采	300.15	32.47	电解铝、煤制品、原煤
	上海电力	600021.SH	电力	275.76	71.65	火电、热力
中国大唐集团	大唐发电	601991.SH	电力	448.94	31.83	火电、热力、原煤
	桂冠电力	600236.SH	电力	439.05	5.81	火电、水电
国家开发投资集团	国投电力	600886.SH	电力	813.25	7.53	火电、水电
中国三峡集团	长江电力	600900.SH	电力	5,021.45	9.38	水电
	三峡能源	600905.SH	电力	1,557.21	17.52	变电设备、风电
中国广核集团	中国广核	003816.SZ	电力	1,316.05	8.28	核电
中国核工业集团	中国核电	601985.SH	电力	1,215.85	20.24	核电
国家电网	涪陵电力	600452.SH	电力	175.15	74.08	水电、有机化工原料
南方电网	南网能源	003035.SZ	电力	288.26	57.27	能源综合节能利用
	南网储能	600995.SH	电力	445.52	10.17	水电
中国节能环保集团	太阳能	000591.SZ	电力	268.56	64.78	半导体太阳能光伏
	节能风电	601016.SH	电力	248.64	32.87	风电

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

中国石油天然气集团	中国石油	601857.SH	炼化及贸易	10,581.87	2.96	成品油、油化工、原油生产
	中国石化	600028.SH	炼化及贸易	6,352.94	5.25	成品油、油化工、原油生产
中国石油化工集团	上海石化	600688.SH	炼化及贸易	284.61	12.34	成品油、液化气、化工原料
	中国海油	600938.SH	油气开采II	5,105.44	60.49	成品油、有机化工原料
中国海洋石油集团	中海油服	601808.SH	油服工程	563.27	11.28	油田服务
	海油发展	600968.SH	油服工程	324.27	15.87	海洋石油工程服务

资料来源: wind, 信达证券研发中心 (数据截至 2023/3/30)

2. 聚焦主业，战略重组，能源央企上市公司资产注入的外延增长

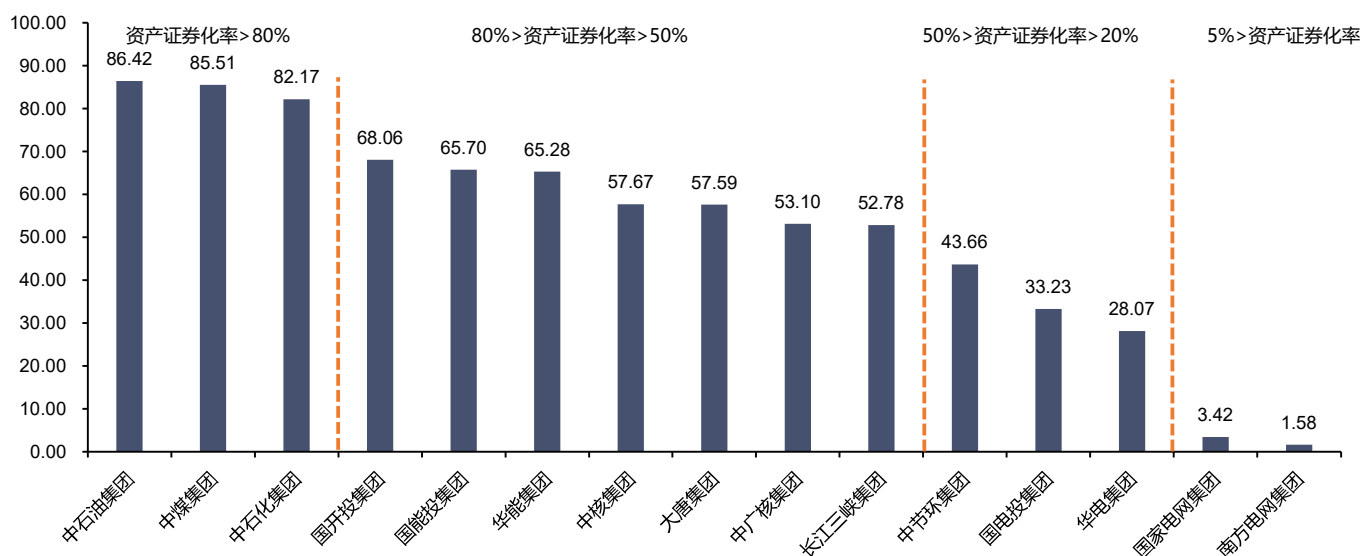
我们认为，在这一轮央企控股上市公司质量提升中，能源类企业或将延续“聚焦主业，推动国有资产进行战略性重组、专业化整合”的改革路线。上市公司或可进一步提高资产证券化率，将优秀资产注入上市平台，推进国有资产整合，以达到改善关系国家民生重要行业，促进国有资产增值保值的目的。而以现金方式收购集团资产，收购进程快，现有股东股份不会被稀释，能有效增厚公司 EPS。对于部分能源央企核心平台，基于政策导向和公司自身的“高盈利，高现金”的特点，有较大可能通过现金收购方式实现公司价值的外延增长。

《方案》中指出：“未来国有企业对自身要有明晰的战略定位和发展方向。首先要通过各类资本运作推动更多企业内优质资源向上市主体汇聚；其次对于一些业务协同弱、盈利能力差、存在失管失控风险的业务要灵活调整退出，进一步聚焦主业和优势领域；最后央企需要有前瞻意识，加强储备上市资源，继续孵化更多有发展潜力的优质资源对接资本市场。”

2.1 具有良好的未上市资产是集团资产注入的前提

资产注入的前提是集团有良好的未上市资产供上市公司收购。我们将用集团资产证券化率评价集团尚未注入上市公司的资产空间，用集团 ROE 和 ROA 评价集团现有资产的质量。

图 26：2022 上半年，能源央企集团资产证券化率 [%]

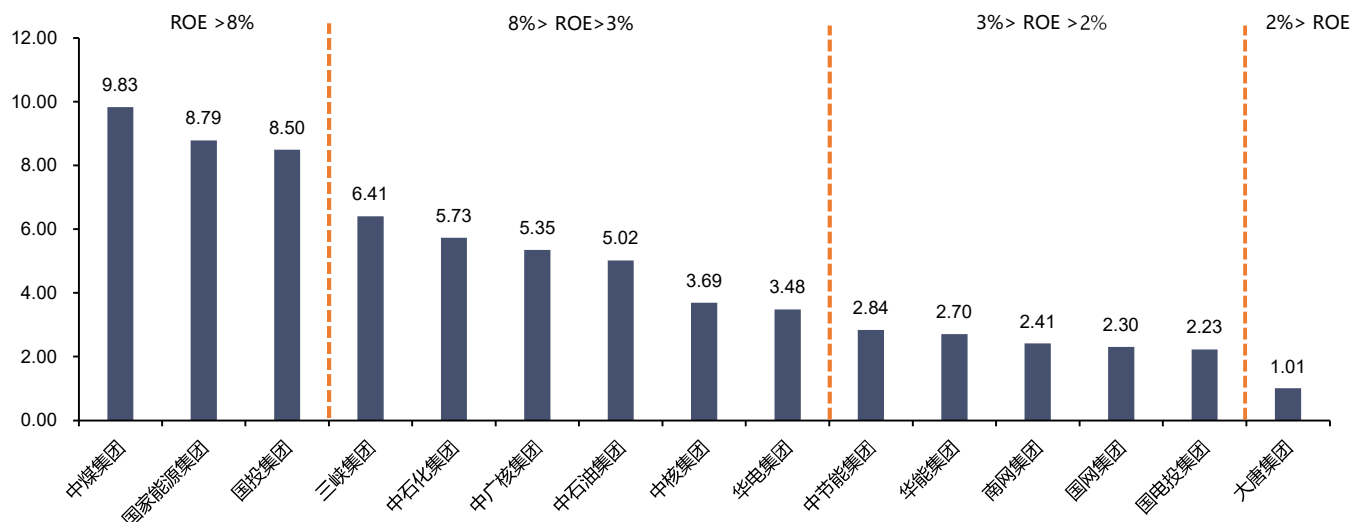


资料来源: wind, 信达证券研发中心

从集团资产证券化率的角度，国网集团、南网集团大部分资产尚未上市，集团证券化率分别为 3.42% 和 1.58%。虽然集团主业电网业务上市可能较小，但仍有如抽水蓄能、配网节能、综合储能、清洁能源发电等业务上市的相关机会，考虑到其目前较低的资产证券化率，相关业务的资产注入值得关注。中节能环保集团、国电投集团、华电集团的资产注入上市公司的空间较大 (<35%)。中石油集团，中煤集团，中石化集团的资产证券化率分别为 86.42%，85.51%，

82.17%，大部分资产已上市。但考虑到集团主业的资产体量，仍有部分资产可能注入核心平台。

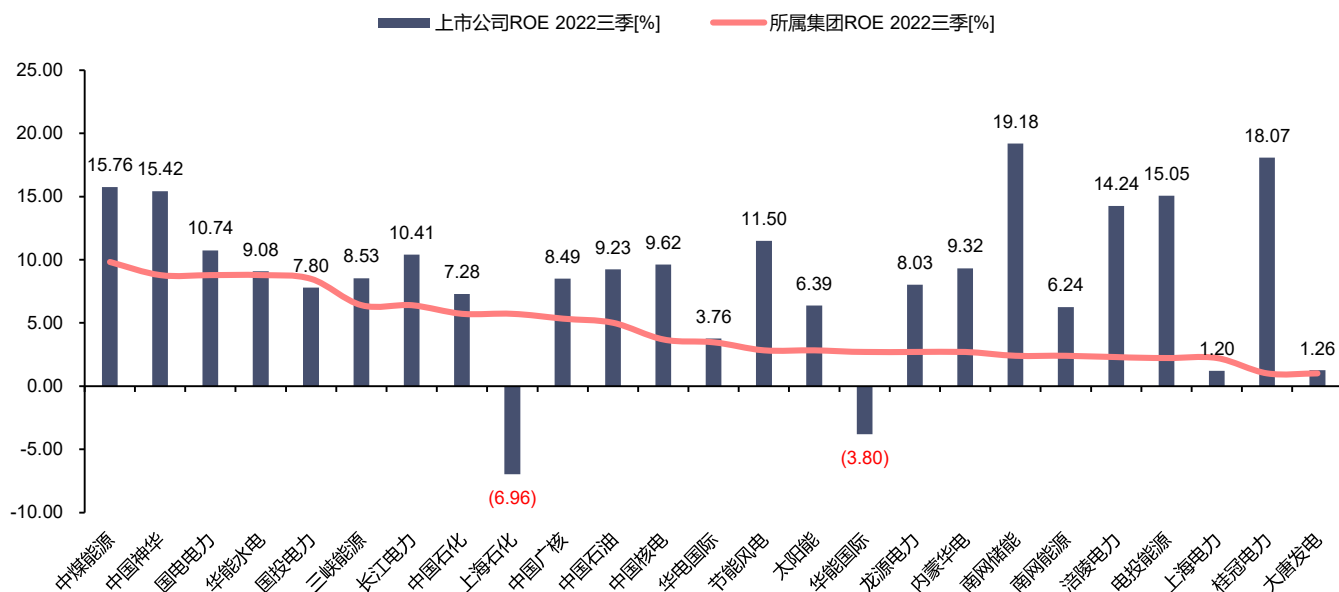
图 27：能源央企集团 2022 前三季度 ROE (非年化) [%]



资料来源：wind，信达证券研发中心

从集团净资产收益能力的角度，中煤集团，国家能源集团，国投集团的 ROE 数据较为领先（大于 8%），三峡集团，中石化集团，中广核集团，中石油集团属于集团资产质量优秀范围（大于 5%）。中国大唐集团数据较低（唯一小于 2% 的集团）。

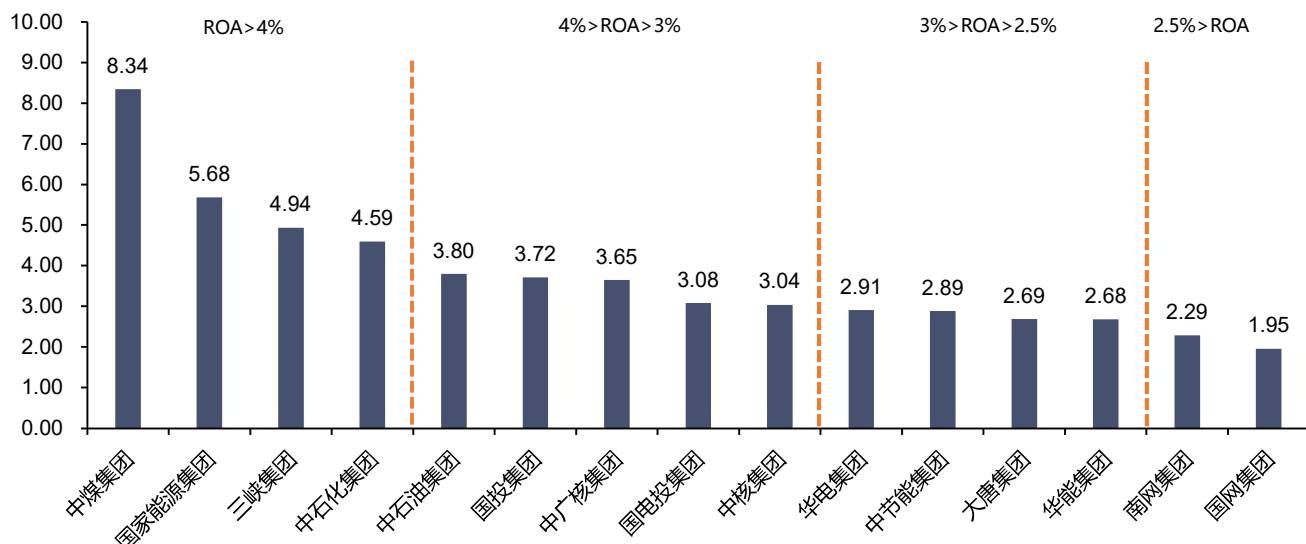
图 28：能源央企集团与下属核心平台资产质量对比，2022 前三季度 ROE (非年化) [%]



资料来源：wind，信达证券研发中心。

整体来看，核心平台的净资产收益率普遍高于所属央企集团，只有国投电力，上海石化，华能国际，上海电力四家公司的 ROE 低于所属集团。集团资产收益率高（大于 3%）且与上市公司相近的有：国投电力（国投集团），国电电力（国家能源集团），三峡能源（三峡集团），中国广核（中广核集团）。以上上市公司 ROE 与集团接近的公司，通过资产注入实现集团优质资产上市的可能性较高。

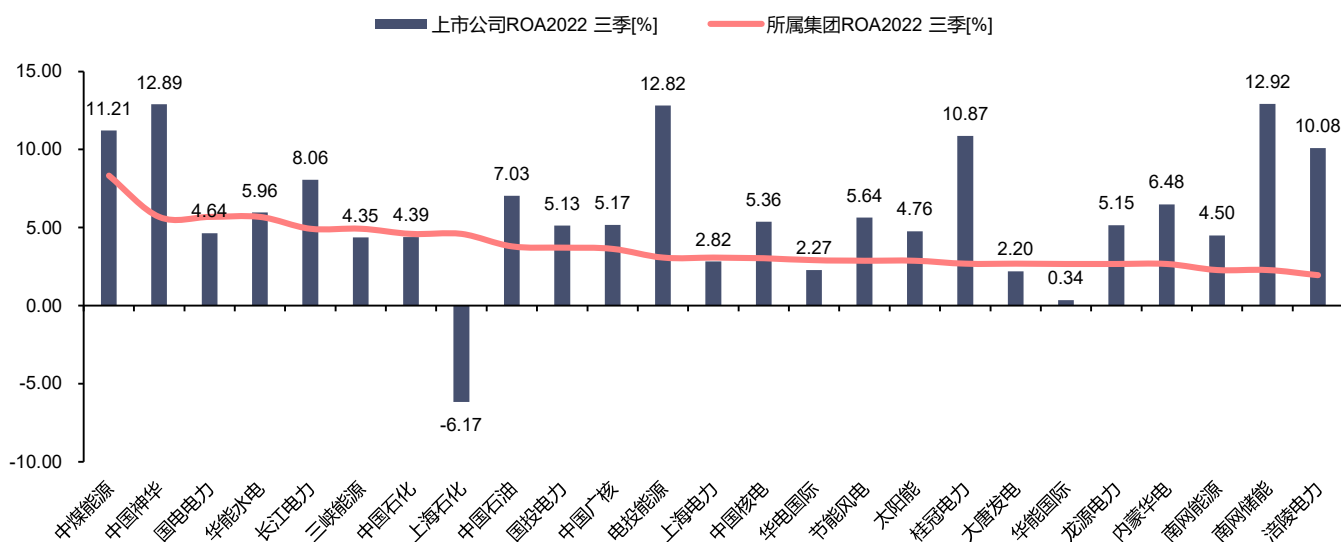
图 29：能源央企集团 2022 前三季度 ROA (非年化) [%]



资料来源：wind，信达证券研发中心。

从总资产回报率的角度,中煤集团的 ROA 占据优势地位(大于 8%),在上文分析的集团 ROE 对比,中煤集团也在各集团中处于领先地位。国家能源集团,三峡集团,中石化集团属于优秀情况(大于 4%),中石油集团,国投集团,中广核集团,国电投集团,中核集团表现良好(大于 3%)。南网集团,国网集团由于主业集中于电网相关服务,总资产回报率较低(<2.5%)。

图 30：能源央企集团与下属核心平台 2022 前三季度 ROA (非年化) 对比 [%]

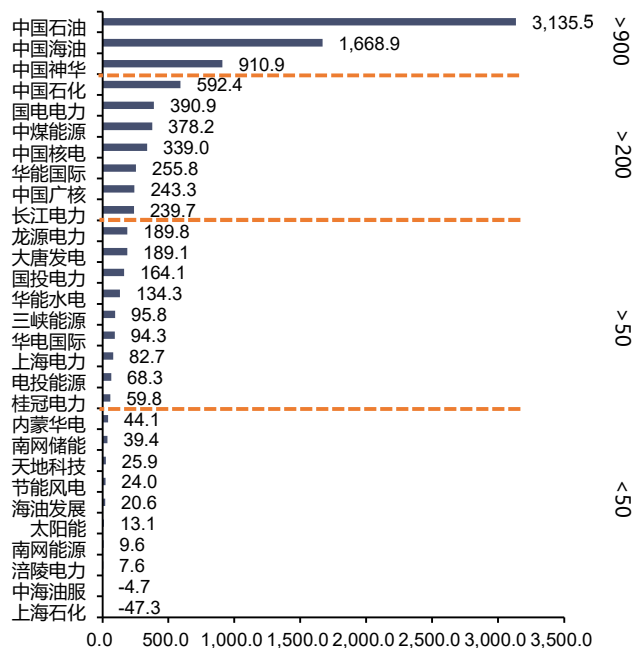


资料来源：wind，信达证券研发中心。

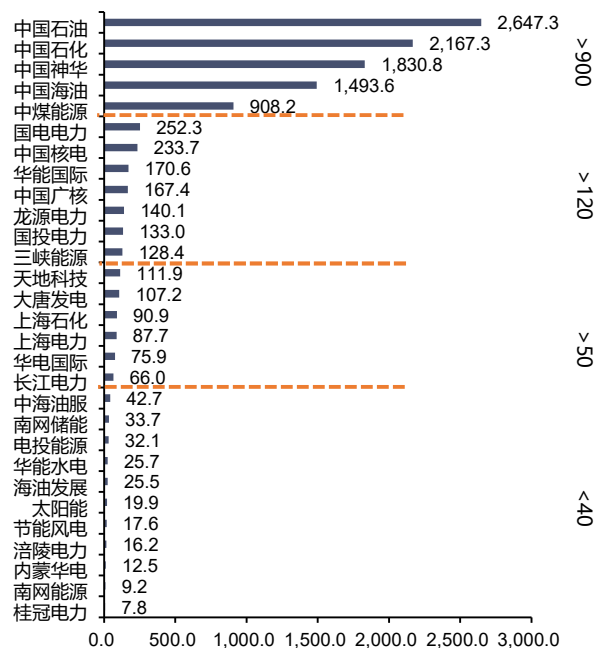
集团与下属核心平台在 ROA 方面较接近的有：三峡能源（三峡集团），中国广核（中广核集团），国电电力（国家能源集团），中煤能源（中煤集团），华电国际（华电集团）。

2.2 具有现金收购能力的能源央企集团核心平台

我们认为，上市平台以现金方式对集团资产进行收购的前提是充沛的现金流。资产负债率反映了公司的负债压力。同时，估值较低的公司以增发方式进行资产注入的可能性较小。

图 31：2022 年前三季度核心平台经营性净现金流 [亿元]


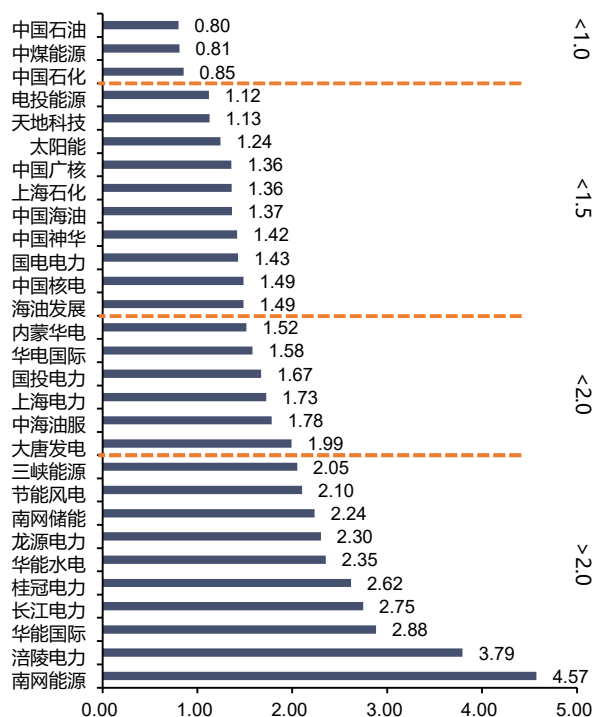
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 32：2022Q3 核心平台在手货币资金 [亿元]


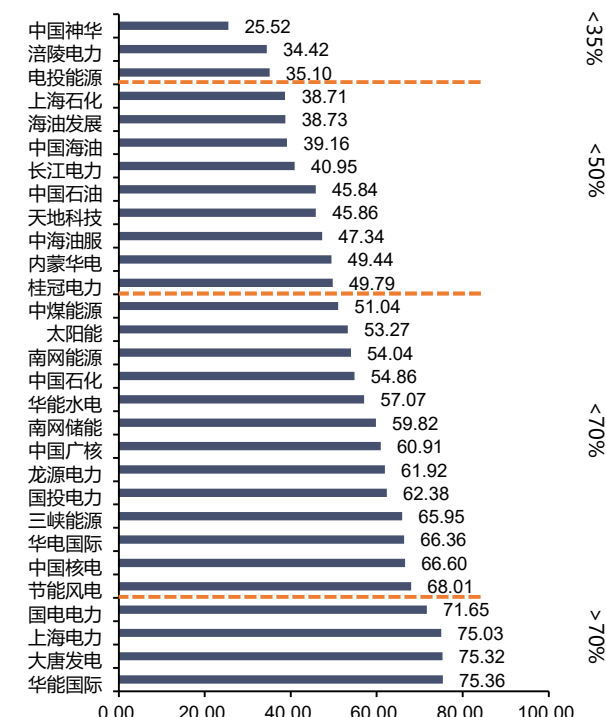
资料来源：wind，信达证券研发中心

从公司经营现金流的角度，中国石油，中国海油，中国神华的现金流情况具有明显优势（大于 600 亿）。中国石化，国电电力，中煤能源，中国核电，华能国际，中国广核，长江电力情况较好（大于 200 亿）。

从在手货币资金的情况来看，中国石油，中国石化，中国神华，中国海油，中煤能源有较大优势（大于 900 亿），与公司经营性现金流的排序情况基本一致。国电电力，中国核电，华能国际，中国广核，龙源电力，国投电力，三峡能源表现较好（大于 120 亿）

图 33：核心平台估值 PB (MRQ)


资料来源：wind，信达证券研发中心 (PB 数据截至 2023/3/30)

图 34：2022Q3，核心平台资产负债率 [%]


资料来源：wind，信达证券研发中心

从市净率估值角度，中煤能源、中国石化、中国石油处于破净状态（ <1.0 ），中国广核、上海石化、中国广核，中国神华，国电电力、华电国际、海油发展，中国核电较低（ <1.5 ）。处于破净状态的公司，不能通过增发的方式进行资产收购。

从资产负债率角度，资产负债率低的公司在偿债方面压力较小，现金使用更灵活。中国神华，涪陵电力，电投能源的负债情况良好（小于 35%），上海石化，海油发展，中国海油，长江电力，中国石油，天地科技，中油海服，内蒙华电，桂冠电力资产负债率较低（小于 50%）。

2.3 以现金方式进行资产注入可能性更大的能源央企上市平台

我们认为，公司的现金情况是以现金收购资产的重要考核标准（现金流量好，在手货币资金多），同时，低负债率和低市净率也会增加公司以现金收购的可能性。另一方面，我们以公司所属集团资产的情况作为辅助参考，考虑公司的资产注入空间较大（所属集团资产证券化率低），所属集团资产质量较高（ROE，ROA 高）。基于以上评价标准，我们认为以下公司以现金收购集团资产的可能性较大。

表 8：以现金方式资产注入可能性较大的核心平台（以经营性现金流净流量排序）

证券简称	2022 前三季度经营 性现金流[亿元]	2022Q3 在手 货币资金[亿 元]	总资产 负债率 [%]	PB (MRQ) [倍]	主营产品	所属集团	集团资产 证券化率 [%]	集团前三季 度 ROE（非年 化）[%]	集团前三季 度 ROA（非年 化）[%]
中国石油	4282.70	2647.28	45.84	0.80	成品油、油化工、原油生产	中石油集团	86.42	5.02	3.80
中国石化	1686.95	2167.28	54.86	0.85	成品油、油化工、原油生产	中石化集团	82.17	5.73	4.59
中国神华	1181.59	1830.79	25.52	1.42	火电、煤制品、原煤	国家能源集团	65.70	8.79	5.68
中煤能源	436.34	908.21	51.04	0.81	煤制品、燃气、化工原料	中煤集团	85.51	9.83	8.34
国电电力	432.01	252.34	71.65	1.43	火电、热力、水电	国家能源集团	65.70	8.79	5.68
中国核电	415.32	233.66	66.60	1.49	核电	中核集团	57.67	3.69	3.04
长江电力	380.96	65.99	40.95	2.75	水电	三峡集团	52.78	6.41	4.94
华能国际	325.20	170.62	75.36	2.88	火电	华能集团	65.28	2.70	2.68
中国广核	313.68	167.38	60.91	1.36	火电	中广核集团	53.10	5.35	3.65
龙源电力	262.97	140.05	61.92	2.30	风电	华能集团	65.28	2.70	2.68
国投电力	188.50	132.98	62.38	1.67	火电、水电	国投集团	68.06	8.50	3.72
华能水电	173.98	25.67	57.07	2.35	半导体太阳能光伏、水电	国家能源集团	65.70	8.79	5.68
三峡能源	128.75	128.35	65.95	2.05	变电设备、风电	三峡集团	52.78	6.41	4.94
大唐发电	109.56	107.16	75.32	1.99	火电、热力、原煤	大唐集团	57.59	1.01	2.69
电投能源	81.94	32.07	35.10	1.12	电解铝、煤制品、原煤	国电投集团	33.23	2.23	3.08
桂冠电力	59.58	7.78	49.79	2.62	火电、水电	大唐集团	57.59	1.01	2.69
上海电力	57.76	87.70	75.03	1.73	火电、热力	国电投集团	33.23	2.23	3.08
内蒙华电	52.12	12.46	49.44	1.52	火电、热力、市政供水	华能集团	65.28	2.70	2.68

资料来源：wind，信达证券研发中心。（数据报告期 2022Q3）（PB 数据截至 2023/3/30）注 1：资产证券化率数据计算自 2022 中报。注 2：标注红色的单元格代表该公司在该数据表现上优于其他公司。注 3：中国海油集团，中煤科工集团无集团相关数据披露。

3. “一利五率”新指标，能源央企上市公司有望提升内在价值，实现内生增长

3.1 核心平台“一利五率指标”

我们认为，新提出的“一利五率”考核指标较为有效反映了国家对于央企上市公司发展的方向指引，对应了《方案》对于公司内在价值提升的要求，是引导公司内生增长的合理考核指标。因此，我们对能源央企下属核心平台的一利五率进行了梳理。2023 年的“一利五率”

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>23

考核，强调“推动经济运行整体好转”。“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速（不再强调净利润增速，2023 年国家 GDP 增速目标为 5%）；“一稳”即资产负债率总体保持稳定（“控负债”变成“稳负债”，不再是单纯强调减负债）；“四提升”即净资产收益率（强调了投资回报率和国有资产的保值增值）、研发经费投入强度（科技创新与高质量发展）、全员劳动生产率（拉升人均 GDP 的要求）、营业现金比率（引导企业控制风险，平稳运营）4 个指标进一步提升。

表 9：2022 前三季度核心平台“一利五率”（以净资产收益率排序）

	ROE(非年化) [%]	营业现金比率[%]	资产负债率 [%]	利润总额(同比增长率) [%]	人均营业收入[万元]	研发投入强度[%]
全部 A 股	8.99	16.22	82.93	1.17	178.99	2.19
全部央企	9.24	11.71	82.84	3.83	260.4	1.58
央企能源	9.04	11.59	54.47	20.05	468.47	0.51
中国海油	20.75	53.64	39.16	109.90	1630.23	0.26
南网储能	19.18	61.57	59.82	33.60	276.81	0.30
桂冠电力	18.07	69.38	49.79	97.66	228.29	/
中煤能源	15.76	21.57	51.04	64.24	385.59	0.27
中国神华	15.42	36.36	25.52	36.09	321.67	0.65
电投能源	15.05	34.38	35.10	1.69	267.62	0.06
涪陵电力	14.24	27.73	34.42	47.85	372.81	/
节能风电	11.50	62.33	68.01	36.98	384.05	0.35
国电电力	10.74	26.73	71.65	146.24	345.20	0.16
长江电力	10.41	58.08	40.95	-2.15	535.48	0.05
中国核电	9.62	64.33	66.60	24.35	334.49	1.81
内蒙华电	9.32	23.41	49.44	1325.07	278.02	0.09
中国石油	9.23	12.77	45.84	40.70	600.06	0.57
华能水电	9.08	82.37	57.07	22.91	463.30	0.57
海油发展	8.75	6.58	38.73	29.45	210.12	2.66
三峡能源	8.53	55.04	65.95	41.41	393.81	0.02
中国广核	8.49	41.65	60.91	-1.18	332.38	1.52
天地科技	8.21	20.28	45.86	50.49	93.61	5.82
龙源电力	8.03	40.06	61.92	8.53	375.21	0.18
国投电力	7.80	42.98	62.38	14.88	429.17	0.03
中国石化	7.28	2.41	54.86	-16.32	636.08	0.37
太阳能	6.39	22.23	53.27	3.04	316.83	2.55
南网能源	6.24	45.08	54.04	20.70	396.39	0.11
中海油服	5.35	-1.94	47.34	31.80	163.27	2.60
华电国际	3.76	11.83	66.36	12.99	316.84	/
大唐发电	1.26	21.67	75.32	111.85	267.30	0.01
上海电力	1.20	29.71	75.03	1.21	426.55	0.32
华能国际	-3.80	13.91	75.36	-416.77	319.85	0.37
上海石化	-6.96	-8.19	38.71	-200.12	718.73	0.14

资料来源：wind，信达证券研发中心。（数据计算期为 2022 前三季度，）注 1：标注红色的单元格代表该公司在该数据表现上优于其他公司，标注蓝色的单元格代表该公司在该数据表现上劣于其他公司。2：标注“/”为公司未披露相关数据。

1. 净资产收益率是 2023 年“一利五率”中新增的“一提升”，我们认为，该数据反映了企业的经营与盈利能力，反映了国资委在新的指标考核中更强调国有资产的保值增值。而央企上市公司是推动经济平稳健康发展过程中较为重要的环节，公司的稳定经营在托底经济大盘、推动经济高质量发展中也具有重要作用。这不仅要求公司保持经营规模稳中有升，更重要的是获得较好的回报，而 ROE 数据比较好的体现了公司的资产回报率。从 ROE 来看，投资回报率较高的公司有中煤能源，中国神华，电投能源，桂冠电力，南网储能，中国海油。
2. “营业现金比率”同样是 2023 年“一利五率”中新增的“一提升”，我们认为，国家以此引导企业增强风险意识，维持平稳经营。在经济增长与稳定中，公司的现金流显得至关重要。在目前产业亟待复苏、复工复产渐进入良性循环的经济背景下，公司良好的现金流是维持稳定经营，进一步提高资产质量的基础。从营业现金比率来看，现金流量较好，运营更平稳的公司有桂冠电力，长江电力，中国核电，节能风电，南网储能，中国海油。
3. 2023 年，对资产负债率的要求从 2022 年的“控负债：资产负债率要控制在 65%以内”变为“稳负债：资产负债率总体保持稳定”，我们认为，这一数据的变化体现了国家对于资产负债率这一指标考核更为宽松。因为总体上讲，对于公司的质量提升，财务杠杆是有效的工具，保持一定的负债率从一定程度上讲也是公司运行良好的标志，合理的资产负债率水平是企业经营能力的重要体现。在核心平台中，债务情况良好的公司有中国神华，电投能源，长江电力，涪陵电力。后续在扩大生产，进行再投资时的杠杆空间也可能更大。
4. 在 2023 年的“一利五率”考核体系中，要求是利润总额增速高于全国 GDP 增速，而不再是 2022 年的“确保经济增长总额增速高于全国 GDP 增速”。我们认为，利润总额的考核要求体现出国家对于中央企业盈利能力的要求较为严格，也体现了中央企业在国家经济发展中的支撑作用。而能源央企上市公司在该项数据上的表现明显优于全部央企与全市场。从利润总额同比增长率来看，增速较快的公司有中煤能源，国电电力，大唐发电，桂冠电力，中国海油。
5. 我们将全员劳动生产率替换成了人均营业收入，我们认为，该指标衡量劳动力的投入产出效率，综合反映企业在国民经济中的社会贡献，体现了央企对国家的 GDP 的拉动作用。而核心平台在该数据上高于全市场平均水平，该数据较高的核心平台有：中国海油、上海石化、中国石化。
6. 整体来看，能源类央企的研发投资低于全市场表现，我们认为，在国家推进科技兴国，要求公司提高核心竞争力的背景下，这或许是值得提升的一方面。从研发投入来看，中国核电，中国广核，太阳能，中海油服，海油发展表现更好。

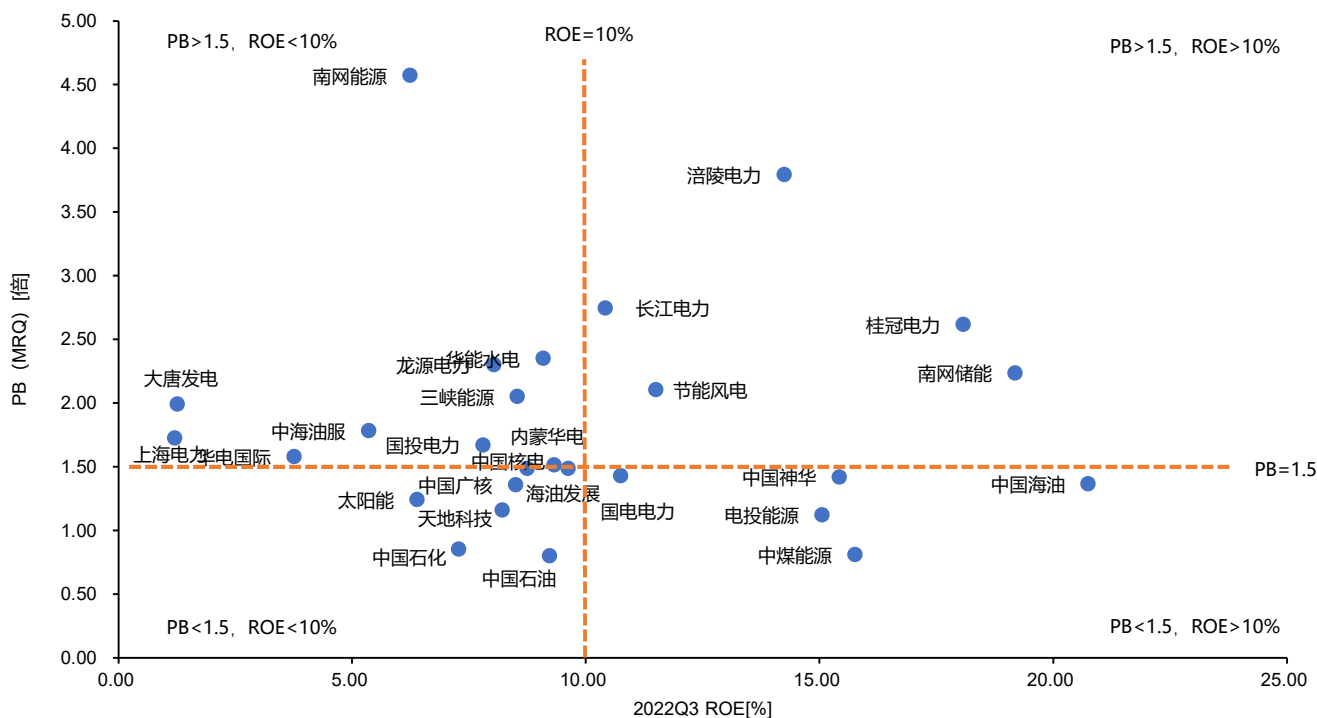
综合排名来看，我们认为，在“一利五率”方面优秀的公司如下：中煤能源、国电电力、中国海油。这类公司在目前国资委的考核标准中，属于内在质量较高的公司，其发展也更符合国家引导的政策方向，或将在中国特色估值体系的建设中，进一步实现估值重塑。另一方面，目前在“一利五率”方面提升空间较大，有望在新一轮改革背景下改善公司内在价值的标的如下：华能国际，华电国际，上海石化，中海油服，海油发展。作为能源央企集团的重要资产，这些公司也有望提升经营能力，改善治理结构，从而达到 2023 年国资委“一利五率”的考核要求。

4. 建设中国特色估值体系，能源央企上市公司的估值重塑

4.1 “高盈利，低估值，高分红”的能源央企核心平台

我们认为，从能源类央企上市公司整体来看，当前市盈率（PE）、平均市净率（PB）水平普遍较低，内在价值未被市场真正认识，而其中有些公司资产盈利能力良好，基本面较好，股东回报率高，属于“高盈利，低估值，高分红”，在新一轮改革中，估值修复的空间更大。也有望满足国家对于稳定资本市场，吸引长线资金的诉求。

图 35：核心平台 ROE(非年化)（横轴）与 PB（纵）对比



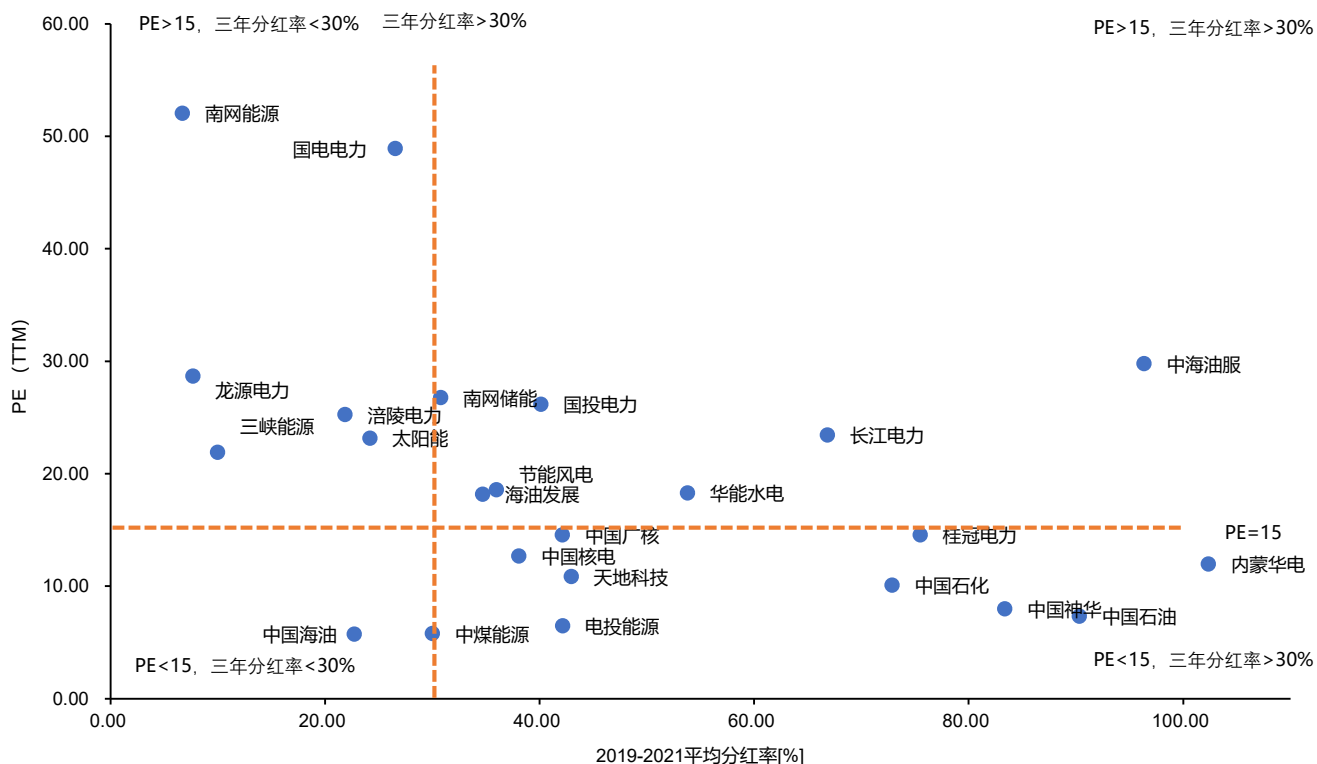
资料来源：wind，信达证券研发中心（ROE 数据为 2022 前三季度数据，PB 数据截至 2023/3/30）

在 PB-ROE 模型中，全部 A 股上市公司的数据如下：2023/3/30 的 PB 为 1.57（MRQ），2022 前三季度 ROE 为 8.99%。因此，我们将 PB=1.5，roe =10%作为标准进行筛选，对 PB 估值较低且资产收益率较高的核心平台分为以下三类：

- （1）第一类，ROE 大于 10%且 PB 小于 1.5 的公司：中煤能源，中国海油，中国神华，电投能源，国电电力。
- （2）第二类，PB 略大于 1.5 但 ROE 表现良好的公司：节能风电。
- （3）第三类，ROE 略低于 10%且 PB 较低的公司：中国石油，中国广核，中国石化，海油发展，天地科技，中国核电。

从中长期来看，二级市场对股票的估值水平通常会随着公司盈利能力的增强而上升，即 PB 与 ROE 理论上应当呈现正相关关系。我们认为，以上公司是目前处于低估状态的能源央企核心平台，估值修复空间较大。

图 36：核心平台 PE (TTM)（纵轴）与 2019-2021 平均分红率（横轴）对比



资料来源：wind，信达证券研发中心。（PE 数据截至 2023/3/30）注 1：此处筛选掉删去了市盈率为负的公司。

全部 A 股上市公司市盈率和 2019-2021 平均分红率的数据如下：2023/3/30 的 PE (TTM) 为 17.79，分红率为 27.85 %。因此，我们将 PE=15，分红率=30%作为标准进行筛选，对 PE 估值较低且股东回报较高的核心平台分为以下三类：

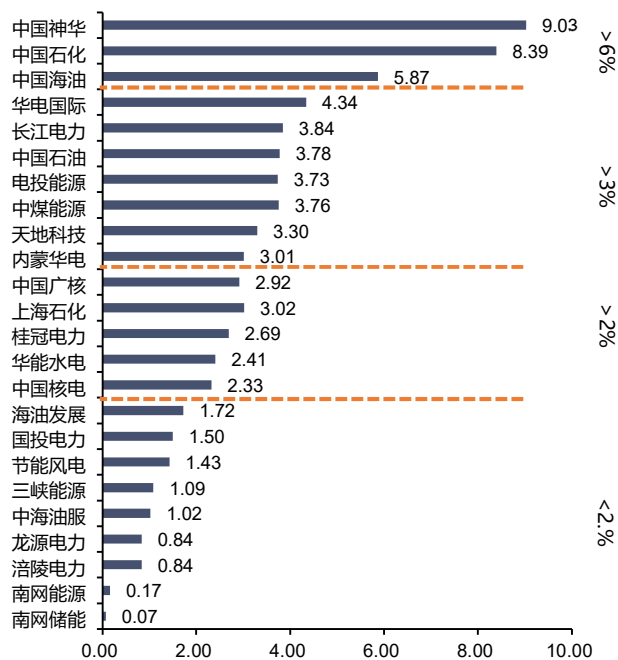
- (1) 第一类，三年分红率大于 30%且 pe 小于 15 的公司：内蒙华电，中国神华，中国石油，中国石化，桂冠电力，电投能源，中国核电，海油发展，天地科技，中国广核。
- (2) 第二类，PE 略大于 15 且分红良好的公司：华能水电，节能风电，海油发展。
- (3) 第三类，三年分红率略低于 30%且 pe 较低的公司：中煤能源，中国海油。

在这个模型中，我们将分红率计算的周期拉长，以减少各公司年度分红不均匀带来的误差。三年的平均分红率体现了公司最近的盈利情况和分红意愿。低估值，高分红的公司经营稳健性较高。在建设更稳定的资本交易市场的过程中，未来随着以险资、养老金、社保为代表的国内长线资金和以外资银行托管，海外养老基金为代表的配置型北向资金逐步流入股市，这类公司或将更受关注。

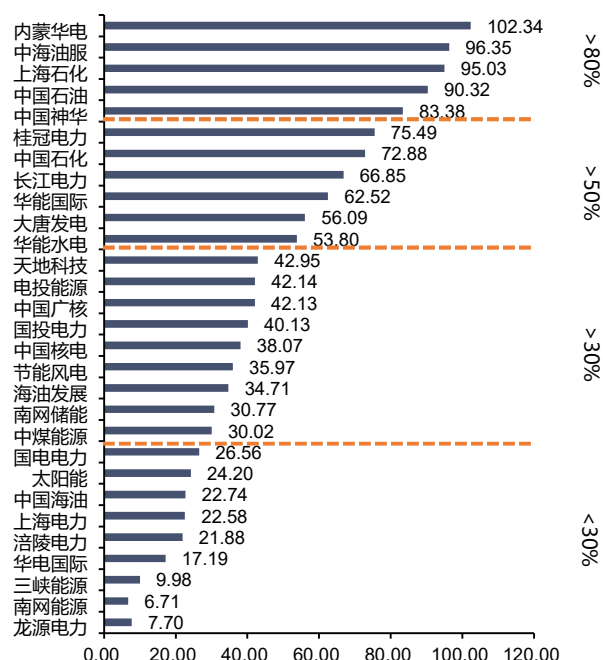
而股息率由分红率和市盈率组成。高股息意味着公司有实际支付的能力，证明了业绩的可靠性，也利于股东的长期持股。中国神华，中国石化，中国海油表现较为优秀（大于 6%），与其他公司有较大差距。华电国际，长江电力，中国石油，电投能源，中煤能源，天地科技，内蒙华电表现良好（大于 3%）。

公司分红率体现了公司的分红意愿。在公司 2019-2021 的三年平均分红率方面，内蒙华电，中海油服，上海石化，中国石油，中国神华表现优秀（大于 80%），桂冠电力，中国石化，长江电力，华能国际，大唐发电，华能水电表现良好（大于 50%）。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>27

图 37: 核心平台股息率[%]


资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 股息率按 2021 年度分红与 2023/3/30 收盘价计算得出。

图 38: 核心平台 2019-2021 平均分红率[%]


资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 分红率为零的公司未列出。

4.2 在估值重塑过程中机会可能更大的能源央企核心平台

构建“中国特色估值体系”的过程并非一日之功,也并非几家企业,几个行业的一己之力,这一过程是全面的,系统性的价值改善。中国特色估值体系或将引导央企国企内在价值逐步被市场发掘。我们认为,在《方案》推动国有控股上市公司价值回归,引导投资者以上市公司内在价值为决策基准,实现企业价值与市场价值逐渐匹配的要求下,能源板块作为国家能源安全战略的重要基石,能源央企上市公司作为能源央企市场价值实现的重要资产,有望受益于此,迎来估值重塑。

基于此,我们对于能源央企下属核心平台的资产与估值进行了以上多维度的评估,以确定资产优质,股东回报率高,却处于估值洼地的公司。下表筛选出我们认为的估值重塑空间较大的公司,并综合考虑公司在二级市场的估值情况(市净率 PB,市盈率 PE),公司资产质量(净资产收益率 ROE)与公司股东回报情况(三年年均分红率),我们认为以下公司资产质量更高而估值较低,更符合“高盈利,低估值,高分红”的条件,这些公司在构建中国特色估值体系,实现内在价值与市场价格进行匹配的过程中估值修复的机会可能更大。

表 10: 估值重塑空间较大的核心平台(以股息率排名)

	股息率[%]	2022 前三季度 ROE [%]	PB(MRQ)[倍]	PE(TTM)[倍]	2019-2021 平均分红率 [%]	主营产品类型
中国神华	9.03	15.42	1.42	8.03	83.38	火电、煤制品、原煤
中国石化	8.39	7.28	0.85	10.13	72.88	成品油、油化工、原油生产
中国海油	5.87	20.75	1.37	5.76	22.74	成品油、有机化工原料
华电国际	4.34	3.76	1.58	569.58	17.19	火电
长江电力	3.84	10.41	2.75	23.47	66.85	水电
中国石油	3.78	9.23	0.80	7.35	90.32	成品油、油化工、原油生产
电投能源	3.73	15.05	1.12	6.52	42.14	电解铝、煤制品、原煤

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

中煤能源	3.76	15.76	0.81	5.82	30.02	煤制品、燃气、化工原料
天地科技	3.30	8.21	1.13	10.89	42.95	风泵机械、冶金机械
内蒙华电	3.01	9.32	1.52	12.00	102.34	火电、热力、市政供水
中国广核	2.92	8.49	1.36	14.59	42.13	火电
上海石化	3.02	-6.96	1.36	-12.45	95.03	成品油、液化气、有机化工原料
桂冠电力	2.69	18.07	2.62	14.60	75.49	火电、水电
华能水电	2.41	9.08	2.35	18.31	53.80	太阳能光伏、水电
中国核电	2.33	9.62	1.49	12.72	38.07	核电
国投电力	1.50	7.80	1.67	26.22	40.13	火电、水电

资料来源: wind, 信达证券研发中心。(PB,PE,截至 2023/3/30) 注 1: 标注红色的单元格代表该公司在该数据表现上优于其他公司。注 2: 股息率按 2021 年度分红与 2023/3/30 收盘价计算得出。

四、投资策略

为进一步落实和深化《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》和国企改革三年行动要求,国资委提出《提高央企控股上市公司质量工作方案》,为央企控股上市公司指明了改革方向,开启了新一轮的央企改革。我们认为,央企控股上市公司或将依照《方案》及后续相关文件,按照以下三条主线进行改革,一是聚焦主业,推动国有资产进行战略性重组、专业化整合,实现平台资源的整合与重点领域的保障;二是提升内在质量,利用“一利五率”进行企业制度深化改革,实现中央企业的“稳增长,稳投资,稳效益,稳运行”;三是按照建设中国特色估值体系的相关要求,实现上市平台市场价值与内在价值相匹配,从而实现国有资产的保值增值。

在深化改革的过程中,能源类央企上市公司有望承担更大的社会责任和保障作用,我们建议关注专业化整合,价值创造和价值实现三个方面的投资机会,因此,我们认为。对于能源类央企上市公司,以下三条投资主线值得关注:

1. 出于国家战略和能源安全的考虑,能源央企或将承担新的历史使命,下属上市平台进行资产重组、专业化整合的进程或将进一步加快,优质资产或将加快注入上市公司,从而实现价值的外延增长。我们认为,更有可能以现金方式进行资产收购的公司:

煤炭行业: 中国神华, 中煤能源;

油气行业: 中国石油, 中国石化, 中国海油。

2. 在推进“经济运营整体好转”的大背景下,国资委对于央企“一利五率”的指标考核或将传导到下属上市公司,有望助推公司质量和内在价值的进一步提高。我们认为,在“一利五率”方面表现优秀,更符合国家政策对央企上市公司要求的公司:

煤炭行业: 中煤能源;

电力行业: 国电电力;

油气行业: 中国海油。

另一方面,我们认为,目前在“一利五率”方面提升空间较大,有望在新一轮改革背景下改善公司内在价值的标的如下:

电力行业: 华能国际, 华电国际;

油气行业: 上海石化, 中海油服, 海油发展。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 29

3. 我们认为，在中国特色估值体系建设的过程中，能源类央企下属“高盈利，低估值，高分红”的优质公司或将逐渐被市场认可，内在价值或将被逐步发现，市场价值有望向着内在价值逐步回归，从而走向价值实现和估值重塑之路。在建设中国特色估值体系过程中，更有可能实现内在价值与估值重塑的公司如下：

煤炭行业：中国神华，中煤能源，电投能源，天地科技；

电力行业：华能国际，华电国际，长江电力，国投电力，华能水电，中国核电；

油气行业：中国海油，中国石化，中国石油。

表 11：重点上市公司估值表

行业	证券代码	证券名称	收盘价	净利润(百万元)			EPS (元/股)			PE		
				2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E	2022A/E	2023E	2024E
煤炭	601088.SH	中国神华	28.13	81655.0	85397.7	87822.0	3.5	3.7	3.8	8.0	7.9	7.7
	601898.SH	中煤能源	10.64	25377.9	34266.8	37712.9	1.4	1.9	2.0	5.8	4.7	4.3
	002128.SZ	电投能源	13.39	4510.0	4932.0	5095.0	2.0	2.2	2.3	6.5	6.2	5.9
	600582.SH	天地科技	5.46	2339.0	2695.3	3068.1	0.6	0.7	0.7	10.9	8.6	7.6
电力	600795.SH	国电电力	3.74	6123.0	7431.0	9048.8	0.3	0.4	0.5	49.0	9.1	7.5
	600011.SH	华能国际	8.53	3316.5	8912.0	11603.0	-0.5	0.6	0.7	-18.1	16.3	11.8
	600027.SH	华电国际	5.76	2095.2	4953.0	6008.0	-0.7	0.5	0.6	569.6	11.9	9.8
	600900.SH	长江电力	21.22	19219.3	28674.8	29878.2	0.9	1.2	1.3	23.5	17.0	16.2
	600886.SH	国投电力	10.91	5133.9	6488.4	7204.3	0.4	0.9	1.0	26.2	12.7	11.4
	600025.SH	华能水电	7.06	6945.0	7772.0	8660.1	0.4	0.4	0.5	18.3	16.3	14.8
	601985.SH	中国核电	6.45	10216.0	10973.0	11997.5	0.5	0.6	0.6	12.7	11.1	10.2
	600938.SH	中国海油	17.15	141677.0	134568.0	136538.6	3.0	2.8	2.9	5.8	6.2	6.0
油气	601857.SH	中国石油	6.00	163977.0	127196.0	128802.0	0.8	0.7	0.7	7.4	8.7	8.7
	600028.SH	中国石化	5.60	75758.0	69302.0	74025.0	0.6	0.6	0.6	10.1	9.7	9.1

资料来源：wind，信达证券研发中心。（数据截至 2023/3/30）注 1：中国神华、中煤能源、华电国际、中国石油、中国石化、中国海油 2022 年报业绩已披露。相关数据使用年报实际值。注 2：中国神华、中煤能源盈利预测采用信达盈利预测，其余公司盈利预测来自一致预测

风险因素

- （1）全球经济严重衰退，宏观经济大幅失速下行；
- （2）宏观层面的改革政策与推进力度不及预期；
- （3）受各种因素影响相关公司改革进度存在不确定性。



研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的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。