

经济观察报 记者

梁冀

2022年11月21日至12月2日，仅十个交易日，千亿市值、被誉为“中字头低估值龙头股”的中国联通（600050.SH）股价飙涨超过25%。

11月21日，证监会主席易会满在出席2022年金融街论坛年会时表示，要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。

翌日，中国联通收获涨停。事实上，最近受央企估值重构、信创国资云、业绩改善等多种利好因素的推动，近期三大电信运营商中国联通、中国移动（600941.SH）和中国电信（601728.SH）的股价均迎来一轮大幅上涨。

11月29日，中国联通董事长刘烈宏在该公司三季度业绩说明会上表示，过去20年的估值模型和披露口径已经无法精准地反映出5G时代特别是数字经济时代运营商的真实投资价值。这或是央企掌门人首度间接公开响应“中国特色的估值体系”。

Wind数据显示，部分国企、银行上市企业估值处于低位。截至11月末，Wind全A市盈率（PE）和市净率（PB）分别为16.8倍和1.6倍，而中证国企指数市盈率和市净率分别为11.0倍和1.1倍，显著低于Wind全A估值水平。

“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，这在中国资本市场是重要且现实的问题。”中金公司研报点评称，从整体市场尤其是A股市场的估值体系来看，尽管A股国际化程度近年有所提升，但国内资金仍然主导市场定价，A股的估值更多由内部的基本面预期变化、流动性和风险溢价等因素决定。

华泰证券固收首席分析师张继强团队则表示，当前世界正处于新的动荡变革期，中国经济正处于新旧动能切换期，中国企业盈利能力和资产负债表的中长期改善、中国无风险收益率中枢的中长期下移及A股估值体系的国际化重构，都有望支持A股中长期估值中枢具备稳定提升空间。

估值洼地

经营稳健、高股息、低波动的个股往往令人想当然地认为会受到市场追捧，然而，上述特点一应俱全的银行股却不受资金青睐。今年以来，银行股估值趋势回落，处于历史区间偏低水平，这与其“旱涝保收”的基本面形成鲜明反差。

Wind数据显示，截至11月末，金融板块的市盈率与市净率分别为5.9倍和0.58倍，市净率估值已处于历史最低水平。上市银行的市盈率和市净率则分别为4.3倍和0.51倍，股息率则高至6.1%。

横向对比美国同业，中国上市大行的市盈率水平更是差了一个数量级。截至11月末，工商银行(601398.SH)、建设银行(601939.SH)、中国银行(601988.SH)、农业银行(601288.SH)、交通银行(601328.SH)与邮储银行(601658.SH)“六大行”市盈率均在4倍附近，分别为4.17倍、4.31倍、4.05倍、3.96倍、3.83倍和4.72倍。

而六家华尔街大行高盛(GS.N)、摩根士丹利(MS.N)、摩根大通(JPM.N)、花旗集团(C.N)、富国银行(WFC.N)、美国银行(BAC.N)市盈率分别为10.22倍、13.50倍、11.51倍、6.55倍、12.71倍与11.57倍。即便是备受资本青睐的股份制银行龙头招商银行(600036.SH)，其市盈率也仅为6.47倍，尚不及华尔街大行中“吊车尾”的花旗银行。

中金公司策略首席王汉锋团队认为，银行及国有上市公司偏低估值产生的原因可能是多方面的。首先，利率市场化等因素影响市场对银行业绩预期，银行作为周期性行业业绩受宏观经济波动影响较大；其次，在中国的新老经济转型过程中，银行业基本认知属于传统领域，上市国企中传统老经济行业占比也较高，在此背景下近十年上市公司中新经济表现整体好于传统经济，且投资者对银行及国有上市公司的账面价值认知也存在一定分歧；此外，银行业内客观存在同质化、经营管理等方面市场化程度不高等现象，也是投资者当前对银行定价不高的主要原因。

华泰证券还指出，除银行外，国企大多分布在传统行业，市场对其产能问题、业绩稳而不快，经营效率、应收账款质量、市场化程度等存在顾虑，使得这些板块内国企估值折价度偏高。国有企业在经济发展中扮演重要作用，肩负着国计民生的重任，因此相比非国有企业，国有企业更多集中在公用事业、环保等公益属性强、关系国民经济命脉的行业，发挥着基础保障的作用。除银行外，公用事业、环保、通信、钢铁等传统行业国企数目占比较高的板块内，国企相对非国企都具备一定的估值折价。

定价博弈

“中国特色的估值体系的核心，即正确评估上市国企价值。”申万宏源策略团队在报告中表示，而与美股相较，A股金融、医药、工业与能源等行业估值水平较低，信息技术、消费板块估值水平则偏高。

“中国特色的估值体系”于11月21日被提出后，当周北向资金大幅流入，银行则收获最大买入。Wind数据显示，11月21日至25日，北向资金净流入银行板块29.16亿元；此外，电力及公用事业、非银金融板块也获北向资金大额买入，分别录得12.77亿元、11.62亿元。石油石化、国防军工与交通运输等板块也实现资金净流入。

纵观整个11月，万得全A指数上涨7.86%，北向资金净流入600.95亿元，单月净流

入金额为年内次高，其中沪股通净买入374.56亿元，深股通净买入226.39亿元；从行业变动看，银行获北向资金最大规模加仓，加仓金额超百亿，有色金属、非银金融等行业也成为北向配置重点。

在国泰君安策略分析师方奕看来，当前A股估值更注重产业趋势和即期盈利水平，板块估值差异较大。对标海外，A股以民生服务相关行业近年估值水平相对较低，如金融、医药、工业、能源、可选消费，而信息技术、消费板块估值水平相对较高。他表示，参考过往历史变化，A股当前估值更重产业趋势和即期盈利水平，近年以来成长板块估值水平显著高于消费、传统周期品。

方奕表示，西方的估值体系重点以私人股东占主导，更加重视经营效率等指标，包括利润增长、ROE（净资产收益率）、向私人股东创造回报等，但是简单将其中国化可能是片面的，不足以反映企业所承担的社会责任，尤其是对央企公司而言。对社会价值的考量，还需考虑资本市场在国内经济发展阶段的角色与功能，要与国内的经济结构与社会体制所适配，单一借鉴海外成熟资本市场经验不可取。中国特色的估值体系应考量未来一段时间社会发展所需要的产业结构、主导因素、文化价值观念及生产资料来源与生产方式，二级市场证券研究需要正确发挥指引A股估值定价的作用。

在投资者结构方面，申万宏源策略报告指出，外资评价一个国家资本市场投资价值往往倾向于评估海外验证过的经济发展模式能否套用在市场现阶段，中国在发展方式上更加强调中国特色，外资对中国特色的认知需要时间，尽管外资依然会有“战术性回流”到A股的资金，但一段时间内可能不会“战略性超配”，外资对A股影响力减弱是大概率。

优化配置

监管层在当前时点提出建设中国特色的估值体系，申万宏源认为原因有二：一是促进国企改革、加速资本运作，二是为优化国有资本布局做准备。

申万宏源指出，在历史上，由于考核资产证券化率，不少国企以上市为最终目的，而非将上市作为畅通融资渠道、进一步做大做强的手段。这使得部分国企在上市后“躺平”，缺乏其作为公众公司的意识，和市场沟通不到位，进而导致估值过低、甚至破净，极大阻碍了其通过定增、并购、重组等方式进一步发展的能力。

目前，中国共有国企1331家，其央企435家，地方国企896家。其他类型企业包括民企、公众企业、集体企业、外资企业和其他企业分别为3166家、277家、23家、170家和31家，民企上市公司占比超2/3。多种所有制经济并存，覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构，是我国资本市场的特征与优势。

11月27日，国家统计局发布的数据显示，1-10月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额22648.9亿元，同比增长1.1%；股份制企业实现利润总额50877.4亿元，下降2.1%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额16617.2亿元，下降7.6%；私营企业实现利润总额19641.2亿元，下降8.1%。

国信证券策略分析师王开认为，目前A股估值中枢相对健康，行业估值结构与基本面相关性较大，高质量发展指引下，未来上市公司在产业结构上的交集有望增加，在现有基础上进一步认知和把握不同产业结构下的估值逻辑，是走好中国特色金融发展之路的重要环节。

易会满此前在讲话中表示，估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度。上市公司尤其是国有上市公司，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，要进一步强化公众公司意识，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，这也是提高上市公司质量的应有之义。

王开表示，估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度，在国企“练好内功”+“强化公众意识”双管齐下的过程中，投资者有望进一步认识国企的内在价值，国企上市公司，尤其是新兴产业内的国企上市公司估值中枢存在一定提升空间。

国信证券统计数据显示，截至2022年11月21日，地方国有企业、中央国有企业、民营企业PE(TTM)中位数分别为16.56倍、23.41倍和29.22倍。分产业看，以电子、通信、医药、传媒、电力设备为代表的新兴产业，对应行业的国有企业估值中位数均大幅低于民营企业。此外，部分上游行业如钢铁、化工、煤炭国有企业整体估值水平低于同行业其他类型企业。

张继强认为，未来以险资、养老金、社保为代表的国内长端资金流入股市，国企上市公司股价波动小、股息率高，与长线资金偏好资产特征相符，因此未来长线资金的进一步入市有望带来国企价值重塑。

不过，市场也有观点认为，估值本身并无国有民营之别。估值对应的是股票更是公司——这必然要求公司能够持续稳定的赚钱；其也是估值核心。因此，公司能否稳定与持续增长是唯一的标准。