

从“国企重估”到“特色稳市”

——新黄金系列报告二

核心观点

如果说首篇报告《“乱世”新纪元，拥抱“新黄金”》回答的是：为什么在全球传统“安全资产”出现裂痕的背景下，中国高分红国企有望成为长期资金配置的“新黄金”；系列一《从老黄金到新黄金》回答的是，为什么无论石油美元体系强化还是弱化，“新黄金”都具备更高确定性；那么本篇《从“国企重估”到“特色稳市”》则聚焦：为什么央企“新黄金”能够在资本市场层面真正走向长期重估，并具备长牛基础。

一、如何理解“国企重估”“特色稳市”与“新黄金”的关系？

我们认为，“国企重估”与“特色稳市”是央企“新黄金”重估逻辑在资本市场层面的前后两步。“国企重估”解决的是央企“值不值”的问题，本质上是推动市场重新建立适配中国核心资产特征的定价框架，即从过去单纯强调高成长、高弹性，转向更加重视安全属性、稳定现金流、股东回报和主权信用延伸价值；“中特稳”解决的则是央企“稳不稳”的问题，本质上是增强资本市场内在稳定性、加强战略性力量储备和稳市机制建设，降低核心资产的流动性折价与波动溢价，改善高分红央企的可持有性。两者共同作用下，央企高分红资产正从过去的低估值防御品种，逐步转向兼具安全与收益的配置型资产。

二、2022年以来央国企资产价值重估

从“国企重估”看，2022年底以来国资委优化央企考核“指挥棒”，央企经营目标逐步由重规模、重利润转向重资本回报、重现金流、重经营质量，市场对央国企的价值认知也开始发生变化。我们认为，“国企重估”不是简单提升央企估值，而是从优化央商业模式、引导价值发现、推动优质资产证券化、强化资本市场资源配置功能四个层面，系统性重塑央企定价框架。其深层意义在于，央企不再只是“便宜资产”，而开始被重新认识为一类具备安全属性、现金流优势与战略资源价值的核心资产。

过去我国A股市场估值结构并不均衡，对于国有企业的估值体系明显不符合其基本面和社会贡献。央国企合计市值占比为47%，与市值占比不同的是，央国企估值水平始终较低，4月17日中证国企（内含国企+央企）最新PE（TTM）/PB（LF）仅15.4/1.3倍，显著低于中证民企的54.3/3.7倍。从估值历史走势上看，自2010年以来央国企估值始终处于较低水平，股权价值修复潜力较大。ROE角度看，截至2025年Q3中央国有企业（492家）、地方国有企业（1044家）、民营企业（3474家）净资产收益率ROE（TTM）分别为8.78%、7.14%、6.38%，央企盈利能力近年来呈现出了相对韧性。从国资委披露的数据看，截至2024年末国有企业总计资产总额已经超过400万亿元，但ROA水平仅为1.08%，若未来能够有效盘活庞大的国有存量资产并提升经营效率，在总资产不变的情况下，假设ROA能够提升0.3%以上，国有企业利润则有望增加万亿级别规模，同时上缴利润的增加或有效对冲近年来卖地收入的边际降幅。我们认为，伴随国资委对于央国企考核标准的逐步推进，有望引导央企改善商业模式，进一步吸引国际资本投资央国企权益资产。

分析师：李超
 执业证书号：S1230520030002
 lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
 执业证书号：S1230522080006
 linchengwei@stocke.com.cn

分析师：费瑾
 执业证书号：S1230524070007
 feijin@stocke.com.cn

分析师：王瑞明
 执业证书号：S1230525080002
 wangruiming@stocke.com.cn

相关报告

- 《经济周周看：本周经济景气度延续回落》 2026.04.20
- 《从老黄金到新黄金》 2026.04.17
- 《如何解读强开局背后的弱修复？》 2026.04.16

三、从“特色稳市”到长牛逻辑：央企重估正在补齐最后一块拼图

从“中特稳”看，当前政策脉络已经从“增强资本市场内在稳定性”逐步演进至“完善中国特色稳市机制建设”。对于真正决定资产估值中枢的长期资金而言，低估值从来不是最核心的吸引力，可持续持有才是。稳市机制最重要的作用，不是简单推升市场点位，而是通过增强市场韧性、改善流动性预期、降低极端波动概率，压降核心资产的折现率。过去 A 股对高分红央企的低估，更大程度上来自市场整体波动率较高、风格切换频繁、短期交易资金主导；而当稳市机制逐步走向制度化、工具化、常态化后，高分红央企将越来越接近具备类固收属性的配置型权益资产，而不再只是单纯的价值防御交易品种。

进一步看，“国家队”操作是“中特稳”最具象化的体现。按 2025 年年报口径，“国家队”相关账户持有 ETF 市值约 1.55 万亿元、直接持股期末市值约 4.67 万亿元，呈现出“股票是底仓、ETF 是工具”的稳市格局。其中，ETF 持仓高度集中于沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000 等核心宽基指数，说明“国家队”稳市首先稳的是市场中枢；而直接持股则高度集中于国有大行等金融核心资产，表明“国家队”稳市的底层锚定对象仍是金融权重和大市值核心资产。虽然“国家队”并未直接大规模买入央企红利 ETF，但其通过宽基 ETF 稳定指数中枢和流动性预期，实际上也同步稳定了银行、能源、通信、公用事业、建筑及资源品等央国企核心资产的估值底部。

总的来看，从“国企重估”到“特色稳市”，中国央企尤其高分红央企的资本市场逻辑正在发生深刻变化。前者解决的是“央企为什么不应再被旧估值框架长期压制”的问题，后者解决的是“央企为什么能够承接更大规模长期资金、并具备长牛基础”的问题。于是，央企“新黄金”的逻辑已经不再只是低估值+高股息，而是演变为“安全资产属性+稳定现金流回报+制度性稳市支撑”的三重共振。“国企重估”负责重估，“特色估值”负责长牛。

□ 风险提示

全球地缘政治冲突超预期；长期资金的制度性限制超预期；美国维持中东影响力的实际路径与推演不符；历史类比可能失效；央企红利资产的“实物安全”属性未获全球资金广泛认可。

正文目录

1 为什么“新黄金”需要资本市场制度承接？	5
2 2022 年以来央国企资产价值持续重估	5
2.1 “国企重估”如何开展？	5
2.1.1 第一步：做好基本面增强内生动力，考核引导央企改善商业模式	6
2.1.2 第二步，引导市场价值发现，央国企超额收益显现	8
2.1.3 第三步，推动央国企优质资产证券化盘活存量资产	10
2.1.4 第四步，优化市场资源配置功能，构筑新型举国体制	11
3 从“特色稳市”到长牛逻辑：央企重估正在补齐最后一块拼图	12
3.1 “特色稳市”的本质：降低核心资产风险溢价	12
3.2 稳市机制常态化，正在重塑央企估值下限	12
4 复盘“国家队”：稳股市时，“国家队”在买什么？	13
4.1 从 2025 年年报口径看，“国家队”呈现股票是底仓、ETF 是工具的稳市格局	13
4.2 “国家队”稳市首先稳的是市场中枢，而市场中枢背后首先是金融核心资产	14
4.3 当前“国家队”并非直接大规模买入央企红利 ETF，但本质上仍在为央企核心资产建立定价锚	16
5 从“国企重估”到“特色稳市”：为什么央企“新黄金”具备长牛基础	17
6 风险提示	18

图表目录

图 1: 国企重估的深层次逻辑链.....	6
图 2: 2019 年至今, 国资委对于央企考核“指挥棒”变化	7
图 3: 2007 年-2025 年 Q3 央企、国企、民企净资产收益率 ROE (TTM) 统计	8
图 4: 中证国企 (含央企)、中证民企市盈率 PE (TTM)	10
图 5: 中证国企 (含央企)、中证民企市净率 (LF)	10
图 6: 2025 年地方本级国有土地出让收入同比-14.7%	11
图 7: 2025 年中国国有资本经营收入约 8547 亿元	11
图 8: 对其他金融性公司债权与沪深 300 指数走势, 体现稳市资金逆周期发力	15
图 9: “国家队”持有核心指数 ETF 构成 (2025 年年报)	16
图 10: “国家队”持有核心指数 ETF 产品构成 (2025 年年报)	16
图 11: “国家队”持有基金市值增加 TOP5(2025 年年报)	16
图 12: “国家队”持有基金市值减少 TOP5(2025 年年报)	16
图 13: 沪深 300 行业权重	17
图 14: 沪深 300 历年权重变动 (行业参考左图)	17
表 1: 央国企主题 ETF 基金概况	9
表 2: 2024 年国有企业经营情况 (部分数据缺失)	10
表 3: “中特稳”提出的政策脉络	13

1 为什么“新黄金”需要资本市场制度承接？

我们在“新黄金”开篇报告《“乱世”新纪元，拥抱“新黄金”》中首提：在“乱世”环境下，央行购金驱动黄金牛市的逻辑，未来有望在另一条主线上重演，即规模远大于全球央行资产的长期资金，将因传统固收类“安全资产”出现裂痕，而在全球范围内寻找新的兼具“安全+收益”资产；而中国高分红国企，是最符合这一要求的“新黄金”。其中，银行、公用事业、通信运营等央企红利类安全资产，是“新黄金”的第一条主线。

但宏观逻辑要真正转化为资本市场中的长期重估，还必须回答一个中间问题：为什么全球长期资金愿意长期持有中国央企资产？答案不仅在于资产本身兼具安全与收益，也在于中国资本市场正在形成更强的制度承接能力。如果说开篇报告回答的是“为什么央企红利可以成为新黄金”，那么本篇回答的是“为什么这一逻辑能够在资本市场层面转化为长牛”。

2 2022 年以来央企资产价值持续重估

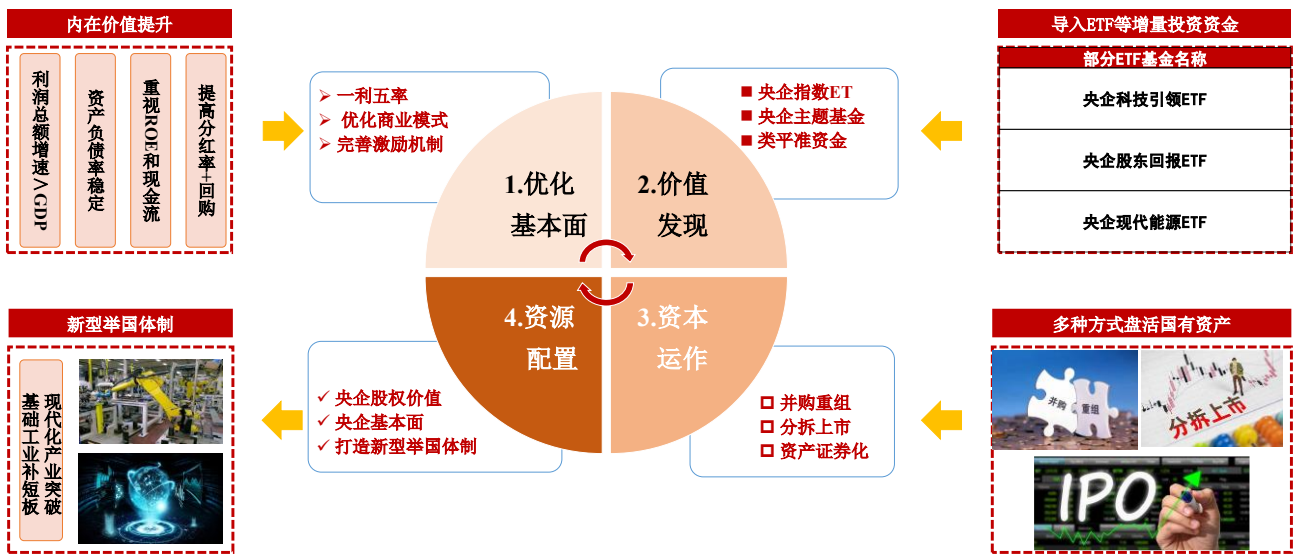
2022 年底，国资委将 2023 年央企考核标准调整，中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，对比 2022 年“两利四率”的考核体系和“两增一控三提高”的目标，新增了对于 ROE 和营业现金比率的要求。在 2023 年的政府工作报告也重点指出：深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。随后国资委、上交所纷纷发声，多支央企主题 ETF 逐步推出。央企估值得到明显修复，相关企业出现显著的超额收益，同期以中科曙光、中国中铁、中国石油、中国移动、中国银行为代表的央企涨幅均超过 50%。

我们理解“国企重估”需结合我国国情、央企定位、国家战略，给予央企合理定价，此前央企长期估值偏低（低 PE/PB、高股息），与其企业地位、盈利能力不匹配，同时多数央企市净率低于一倍，损害了上市央企的正常融资功能，随着 2022 年底国资委修改央企考核指挥棒，给予了央企未来明确的经营导向，即从“重规模、重利润”转向“重资本回报、重现金流、重经营质量”，资本市场的审美也逐步转向“高 ROE、高现金流、高分红”。往后看，2024 年年底国资委进一步调整了央企的 2025 年考核指标，2025 年“一利五率”经营指标体系总体稳定、个别优化，“一利”仍为利润总额，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，总要求是“一增一稳四提升”，即利润总额稳定增长，资产负债率保持总体稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升，同时国资委要求央企“树牢科学市值管理理念，更好维护资本市场稳定”。

2.1 “国企重估”如何开展？

主要分为以下四步：1) 优化央企商业模式，筑牢经营基本面；2) 引导市场价值发现，助力央企股权价值（主要为 PB）修复；3) 通过多种资本运作（并购重组、分拆上市等）推动优质国有资产证券化，落实专业化整合强化央企核心竞争力；4) 充分利用资本市场引导社会资金流入央企或央企项目，打造新型举国体制，补齐基础工业短板，投入现代化产业突破等关键优先领域，优化资源配置支持民生、科创等领域发展。伴随国资委对于央企考核标准的逐步推进，有望引导央企改善商业模式，进一步吸引国际资本。

图1： 国企重估的深层次逻辑链



资料来源：浙商证券研究所

本节我们详解国企重估深层次逻辑链四步：①优化基本面；②价值发现；③资本运作；④资源配置。

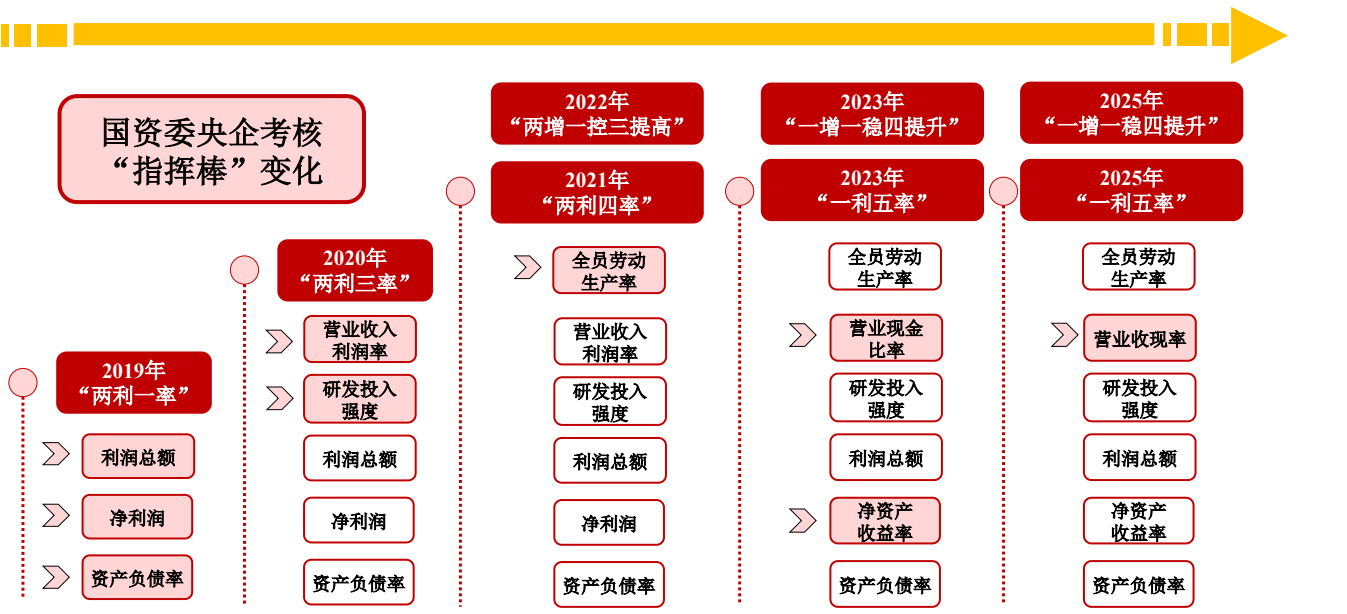
2.1.1 第一步：做好基本面增强内生动力，考核引导央企改善商业模式

从2023年国资委对于央企的考核要求看，中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，对比2022年“两利四率”的考核体系和“两增一控三提高”的目标，新增了对于ROE和营业现金比率的要求。我们梳理了2019年至今央企考核“指挥棒”并将逐年优化后的指标用箭头表示，2023年对于央企的考核指标为：

- 1) “一增”：确保利润总额高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；
- 2) “一稳”：资产负债表总体保持稳定；
- 3) “四提升”：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（2025年替换为营业收现率）4个指标进一步提升。

整体看，国资委对央企的考核要求与时俱进，立足国情，未来有望推动央企实现高质量发展。通常国资委对于央企经营的约束力较强，考核标准往往决定了央企贯穿全年的工作目标，央企预计未来将淡化对于经营收入规模的增长，有望通过优化商业模式的方式增加经营质量，增加价值修复内生动力。值得注意的是，国资委优化2025年考核标准，用“营业收现率”替换“营业现金比率”，这一变化强调关注实际收到的现金，重视公司产品的现金收入能力，同时也将激励央企扩大有效投资。

图2：2019年至今，国资委对于央企考核“指挥棒”变化



资料来源：国资委，浙商证券研究所

2023年以来国资委根据“一增一稳四提升”的总体目标，对中央企业2023年度预算目标进行严格审核并逐户分解批复，将与中央企业负责人经营业绩考核工作紧密挂钩衔接，确保经营目标责任落实到位。根据2024年初新华社在国资委中央企业、地方国资委考核分配工作会议上了解到的信息。国资委对中央企业全面实施“一企一策”考核，即统筹共性量化指标与个体企业差异性，根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况，增加反映价值创造能力的针对性考核指标，“一企一策”签订个性化经营业绩责任书。2025年9月在“高质量完成‘十四五’规划”系列新闻发布会国务院国资委专场上，国资委表示：国资委全面实施“一业一策、一企一策”考核，先后出台26个具有针对性的行业考核实施方案，2025年对中央企业考核的个性化指标占比达到76%以上。实施的具体举措包括建立考核“双加分”机制，分档设置效益指标考核目标，对跑赢国民经济增速的企业给予考核加分，同步设立提质增效特别奖，对作出突出贡献的企业再给予额外加分，引导央企积极确定挑战性目标。对踩红线、越底线的违规事项加强惩戒，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，稳定预期，更好地回报投资者。

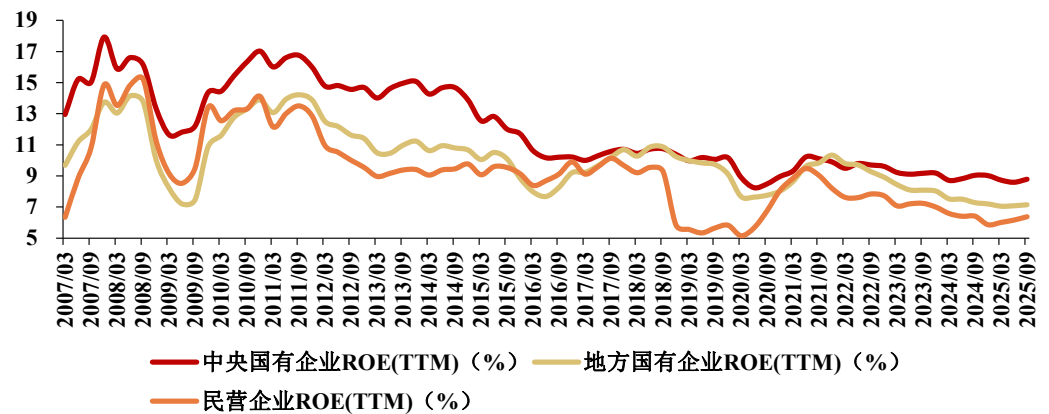
在“管资本”方面，2023年初国资委表示：要引导中央企业更加注重投入产出效率，加大亏损企业治理力度，加快“两非”“两资”剥离处置，盘活存量资产，提高资产使用效率，提升净资产创利能力和收益水平。2025年9月国资委表示，我们进一步完善主责主业动态管理制度，重新核定了30家中央企业主业，加快清理退出非主业非优势业务和低效无效资产，目前中央企业主业投资占比和从事主业的子企业数量占比均超过90%。

在“现金流”管理方面，2023年12月国资委于中央企业财务工作会议指出当前中央企业司库体系基本建成，进一步推动了中央企业数字化转型，实现中央企业银行账户全部可视、资金流动全部可溯、归集资金全部可控。以中核集团为例，2024年利用司库体系实现资金集中和账户全周期、穿透式跟踪监管，强化集团统一管控，提升资金管控力和资金运营效率。2024年初集团境内全口径资金集中度达88.47%，可归集口径资金集中度达到97.59%。

具体 ROE 数据看，截至 2025 年 Q3 中央国有企业（492 家）、地方国有企业（1044 家）、民营企业（3474 家）净资产收益率 ROE（TTM）分别为 8.78%、7.14%、6.38%，央企经营近年来呈现出了显著韧性。2025 年 12 月，国务院国资委党委召开专题会议强调：中央企业要走专业化、差异化、高端化发展路线，自觉抵制“内卷式”竞争，更多实现以价值创造为引领的内涵式发展。2026 年 1 月，国资委提出以战略性重组破解“行业内卷”，优化国有资本配置，推动国有资本向关键领域集中，减少同质化竞争。

尽管近年来央企上市公司的 ROE 水平并未录得明显修复，但我们认为未来国资考核改革与反内卷政策有望形成制度合力，将进一步优化资源配置，持续改善国企盈利能力。对于建筑、钢铁、建材等高度内卷行业，监管层面有望通过限制企业低于成本价承揽项目、无序扩产，引导企业转向技术升级、优质优价、精益运营，实现行业竞争格局优化。国有龙头企业未来有望主动落实良性竞争要求，有序规范投标报价、协同管控产能投放，行业长期价格内卷态势逐步缓解，企业毛利率、净资产收益率稳步修复。

图3：2007年-2025年Q3 央企、国企、民企净资产收益率 ROE（TTM）统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.2 第二步，引导市场价值发现，央国企超额收益显现

2024 年 1 月，国资委在中央企业、地方国资委考核分配工作会议上表示全面推开上市公司市值管理考核，量化评价中央企业控股上市公司市场表现，客观评价企业市值管理工作举措和成效。

过去我国 A 股市场估值结构并不均衡，对于国有企业的估值体系明显不符合其基本面和社会贡献。从 A 股上市企业市值分布来看，央企、国企、民企总市值分别为 39、22、51 万亿元，分别占比 30%、17%、40%，央国企合计市值占比为 47%。与市值占比不同的是，央国企估值水平始终较低，4 月 17 日中证国企（内含国企+央企）最新 PE（TTM）/PB（LF）仅 15.4/1.3 倍，显著低于中证民企的 54.3/3.7 倍。从估值历史走势上看，自 2010 年以来央国企估值始终处于较低水平，股权价值修复潜力较大。

2022 年 11 月以来，随着顶层设计对于央国企市场价值发现的引导，机构和个人投资者投资理念逐步成熟，当前低估值央国企标的修复行情已现，中期向上趋势已然确立，超额收益初步显现。从引导机构资金配置看，截至 2026 年 4 月国内基金市场央国企主题 ETF 基金共计 45 支，当前规模约 567 亿元。我们认为，未来随着相关主题 ETF 的逐步入市将推动市场更多机构投资者参与央国企标的投资，有望再次催化“国企重估”价值发现。

表1：央国企主题ETF基金概况

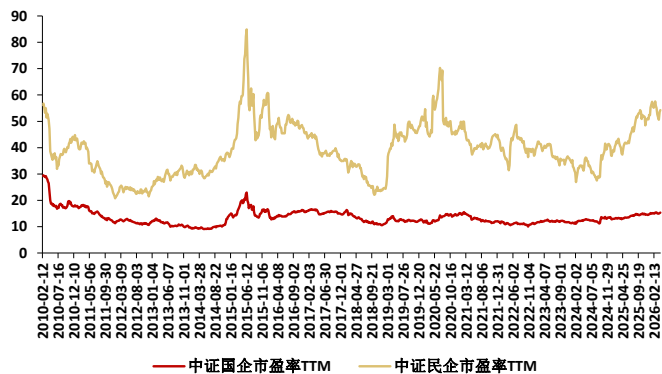
代码	名称	上市日期	估算规模(亿元)
512950.SH	央企改革ETF华夏	2019-01-18	61.5
512960.SH	央企结构调整ETF博时	2019-01-18	58.8
513920.SH	港股通央企红利ETF华安	2024-01-05	58.3
510810.SH	上海国企ETF汇添富	2016-08-29	52.2
520990.SH	港股央企红利ETF景顺	2024-07-10	51.1
513910.SH	港股通央企红利ETF华夏	2024-03-04	45.6
515900.SH	央企创新ETF博时	2019-12-18	39.1
159959.SZ	央企ETF银华	2019-01-18	30.0
520660.SH	港股通央企红利ETF南方	2024-07-10	26.2
510720.SH	红利国企ETF国泰	2024-05-15	20.8
515680.SH	央企创新ETF嘉实	2019-12-18	19.5
515600.SH	央企创新ETF广发	2019-12-18	18.7
561580.SH	央企红利ETF华泰柏瑞	2023-05-30	18.5
159850.SZ	恒生国企ETF华夏	2021-02-19	5.9
159333.SZ	港股央企红利ETF万家	2024-09-03	5.0
159266.SZ	港股央企红利ETF永赢	2025-08-01	4.7
560700.SH	央企红利ETF广发	2023-06-06	4.3
560170.SH	央企科技ETF南方	2023-07-06	4.2
562850.SH	央企能源ETF嘉实	2023-08-09	4.2
159281.SZ	港股央企红利ETF天弘	2025-09-02	4.1
159336.SZ	央企红利ETF融通	2025-02-12	3.9
513170.SH	恒生央企ETF鹏华	2024-04-19	3.8
560810.SH	央企ESGETF融通	2024-12-09	3.0
563060.SH	央企50ETF易方达	2025-05-19	2.6
517180.SH	中国国企ETF南方	2021-12-28	1.7
560070.SH	央企红利ETF汇添富	2023-06-06	1.6
563050.SH	央企科技ETF易方达	2023-07-06	1.5
517090.SH	央企共赢ETF国泰	2021-12-28	1.4
159519.SZ	港股国企ETF国泰	2023-08-31	1.3
510060.SH	央企ETF工银	2009-10-27	1.0
159335.SZ	央企科创ETF融通	2024-09-05	1.0
562380.SH	央企科技ETF银华	2023-07-06	1.0
159332.SZ	央企红利ETF富国	2024-08-01	0.9
159974.SZ	央企创新ETF富国	2019-12-18	0.8
561790.SH	央企能源ETF博时	2023-08-09	0.8
159143.SZ	港股通央企红利ETF平安	2026-01-12	0.8
561960.SH	央企回报ETF招商	2023-06-06	0.7
513810.SH	港股国企ETF华夏	2023-09-01	0.7
561060.SH	国企红利ETF华安	2023-09-21	0.6
530880.SH	红利国企ETF银河	2024-11-12	0.5
159719.SZ	国企ETF平安	2021-12-28	0.4
159515.SZ	国企红利ETF鹏扬	2023-09-06	0.4
563890.SH	国企红利ETF创金合信	2025-10-17	0.3
510270.SH	国企ETF中银	2011-08-18	0.3
159528.SZ	国企改革ETF富国	2024-05-20	0.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，未来市场对于央国企的估值会更加注重其在国家经济和社会发展中的价值贡献，在评估指标和方法上会加入国家层面的考虑。伴随国资委考核体系对于央国企市场

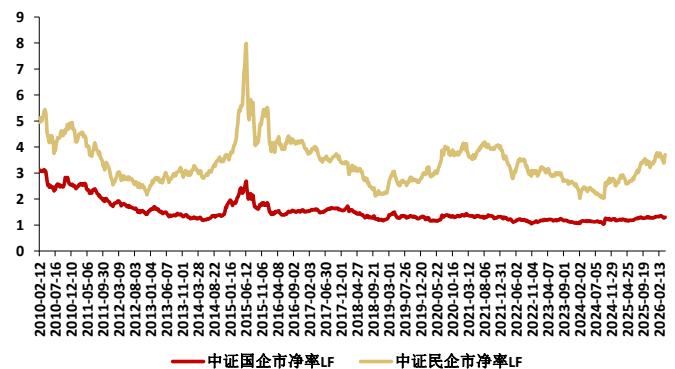
价值发现的引导，机构和个人投资者投资理念逐步成熟，当前低估值央企标的修复行情已现，中期向上趋势已然确立，超额收益初步显现。

图4：中证国企（含央企）、中证民企市盈率 PE (TTM)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：中证国企（含央企）、中证民企市净率 (LF)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.3 第三步，推动央企国企优质资产证券化盘活存量资产

参考国务院发布的《国务院关于2024年度国有资产管理情况的综合报告》披露的国有资产管理情况，2024年，中央企业/地方国有企业资产总额分别为123.6/278.1万亿元、负债总额分别为83.7/176.8万亿元，平均资产负债率分别为67.7%/63.6%。2024年，国有企业总计资产总额401.7万亿元。2024年，国有企业实现营收总额84.7万亿元，实现利润总额4.35万亿元，ROA仅为1.08%，总资产经营效率较低，存量资产规模庞大，对于央企而言盘活存量资产意义重大。

表2：2024年国有企业经营情况（部分数据缺失）

经营指标 (截至2024年末)	中央企业 (万亿元)	地方国有企业 (万亿元)	合计 (万亿元)
资产总额	123.6	278.1	401.7
负债总额	83.7	176.8	260.5
负债率	67.7%	63.6%	64.8%
营业收入	-	-	84.7
营业收入同比增速	-	-	1.30%
利润总额	2.60	1.75	4.35
利润总额同比增速	-	-	0.4%
应交税费	2.60	3.28	5.88
应交税费同比增速	-	-	-0.7%

资料来源：国务院，财政部，浙商证券研究所

2022年5月，国资委召开“深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进会”，并表示，要继续加大优质资产注入上市公司力度，稳妥探索符合条件的多板块上市公司分拆上市，加快板块清理整合，鼓励央企和地方国企交叉持股。我们认为，资产证券化阶段或主要通过对于优质国有资产的证券化有助于推动国资的保值增值，通过并购重组、分拆上市等资本运作方式，有望加快投资者对优质国有资产价值发现，具体有：

1) 并购重组方面：重组方式包括合并（吸收合并、新设合并）、收购、接管等，是扩张性的重组工具。2023年6月，国资委召开央企提高上市公司质量暨并购重组工作专题会并指出，央企要充分发挥市场在资源配置决定性作用，以上市公司为平台开展并购重组，提高核心竞争力、增强核心功能。此后，有多家央企推进并购重组，例如中国宝武钢铁集团与中国中钢集团实施重组、中航电测收购成飞集团、中国船舶吸收合并中国重工等多次并购重组动作、国泰君安和海通证券的地方国资券商整合等等。

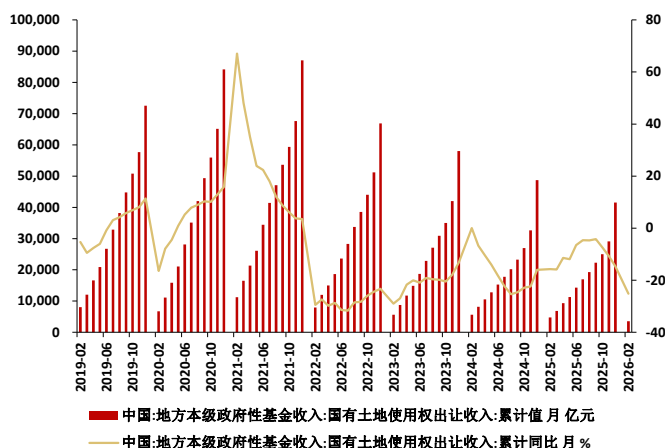
2) 分拆上市方面：指上市公司将其部分资产或业务作为控股子公司独立上市的资本运作方式。这种资本运作方式在国际上常被用于多元化公司提高主业集中度、运营效率和估值。2019年12月，证监会正式发布实施《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，支持符合条件的企业在境内分拆上市，并指出：上市公司分拆是资本市场优化资源配置和深化并购重组功能的重要手段，有利于公司进一步实现业务聚焦、提升专业化经营水平，更好地服务科技创新和经济高质量发展。此后，有多家央企推进分拆上市，例如：中国交建分拆设计板块并借壳祁连山（A股市场首次进行央企间市场化借壳重组上市）、中国能建分拆易普力并借壳南岭民爆、中国西电分拆所属子公司西安高压电器研究院股份有限公司至科创板上市等等。

2.1.4 第四步，优化市场资源配置功能，构筑新型举国体制

财政的“四本帐”包括一般公共预算账户，政府性基金预算账户，社保基金预算账户和国有资本经营预算账户。其中国有资本经营预算账户的收入来自国有企业利润分配。

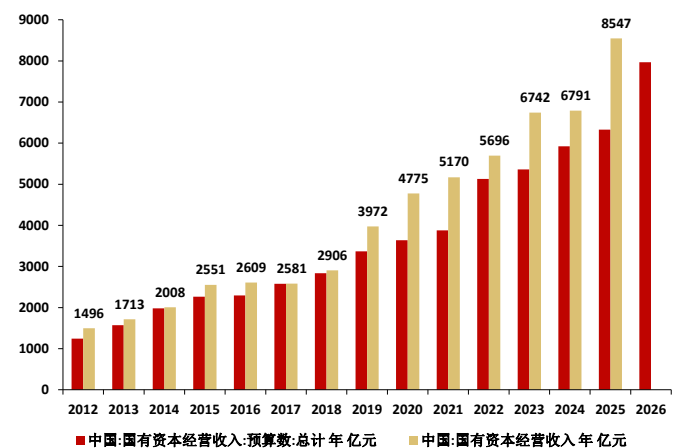
2025年全年地方本级国有土地出让收入为4.15万亿元，同比-14.7%，较2021年卖地收入减少4.55万亿，过去四年平均每年缩减规模超过万亿。从国资委披露的数据看，截至2024年末国有企业总资产总额已经超过400万亿元，但ROA水平仅为1.08%，若未来能够有效盘活庞大的国有存量资产并提升经营效率，在总资产不变的情况下，假设ROA能够提升0.3%以上，国有企业利润则有望增加万亿级别规模，同时上缴利润或有效对冲近年来卖地收入的边际降幅。

图6：2025年地方本级国有土地出让收入同比-14.7%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2025年中国国有资本经营收入约8547亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

近年来，中央多次强调构筑新型举国体制，指出“要推动有效市场和有为政府更好结合，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，通过市场需求引导创新资源有效配置，形成推进科技创新的强大合力”。2023年政府工作报告中指出：完善新型举国体制，发挥好

政府在关键核心技术攻关中的组织作用，支持和突出企业科技创新主体地位，加大科技人才及团队培养支持力度。我们认为，国企重估的本质是从基本面和股权价值角度出发，全方位提升央企核心竞争力，同时吸引社会资本投入基础工业补短板 and 现代化产业突破，为新型举国体制筑牢基础。

3 从“特色稳市”到长牛逻辑：央企重估正在补齐最后一块拼图

对真正决定资产估值中枢的长期资金而言，低估值从来不是最核心的吸引力，可持续持有才是。这恰恰是“中特稳”的意义所在，对央企“新黄金”而言，估值修复只能解决“值不值”的问题，而稳市机制建设真正解决的是“能不能持有”“敢不敢增配”的问题。如果说“国企重估”是在抬升央企资产的估值中枢，那么“中特稳”就是在抬升其估值下限、压降其风险溢价。只有当市场能够提供更稳定的底部和更清晰的流动性预期时，央企红利的股息收益和长期复利特征，才会被全球长期资金真正视为可配置资产。

3.1 “特色稳市”的本质：降低核心资产风险溢价

从政策演化看，“中特稳”并非突然出现的新概念，而是已经初步形成了一套覆盖预期管理、战略性力量储备、流动性支持、长钱入市和上市公司市值管理的稳市工具箱。其一，在顶层制度方面，2024年新“国九条”将“加强战略性力量储备和稳定机制建设”写入国务院文件，并强调增强资本市场内在稳定性，这意味着稳市机制首先是一套制度安排，而不是简单的短期救市工具。其二，在战略性力量储备层面，中央汇金等长期资金主体在市场波动阶段通过增持ETF及核心资产发挥“压舱石”作用，本质上承担的是托底市场中枢、稳定核心权重资产预期的功能。其三，在流动性工具层面，2024年10月创设的证券、基金、保险公司互换便利与股票回购增持再贷款，已构成支持资本市场稳定发展的两项核心货币政策工具；2025年5月人民银行又将两项工具额度合并使用，总额度8000亿元，以提升工具使用的便利性和灵活性，更好满足不同类型机构需求。其四，在投资端机制层面，六部门于2025年联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，重点推动商业保险资金、社保基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金和公募基金等中长期资金加大入市力度，本质上是在通过“引长钱、促长投”提升市场稳定资金占比。

从定价逻辑看，稳市机制最重要的作用，不是简单推升市场点位，而是通过增强市场韧性、改善预期和降低极端波动的概率，压降核心资产的折现率。过去A股对高分红央企的低估，部分来自盈利增速偏低，但更大程度上来自市场整体波动率较高、风格切换频繁、短期交易资金主导。稳市机制如果能够使市场更加可托底与可预期，那么稳定分红资产的贴现方式就会发生变化，高分红央企会越来越接近兼具权益弹性与类固收特征的配置型资产，而不是单纯的价值防御交易品种。

3.2 稳市机制常态化，正在重塑央企估值下限

到2026年，稳市场已不再只是对市场波动的被动应对，而开始成为资本市场高质量发展的内生目标之一。证监会系统工作会议总结2025年工作时，已明确提出“推动构建中国特色稳市机制，中长期资金入市取得重要突破”；同年3月，吴清主席再次提出“完善中国特色稳市机制建设，丰富跨周期、逆周期调节的手段和机制，增强市场内在稳定性”。

对央企“新黄金”而言，这意味着其长期估值逻辑正在发生根本变化，未来决定其估值中枢的，不再只是盈利增速与股息率，还包括一个越来越重要的新变量，即制度性稳定溢价。当稳市机制越完善、战略性力量储备越充足、长钱入市越持续，央企高分红资产就越

有可能从低估值防御品种转化为长期配置的核心底仓。这正是“国企重估”向“中特稳”演化后，对“新黄金”逻辑最关键的增量。

表3：“中特稳”提出的政策脉络

提出时间	会议/文件/发言人	详细内容	意义
2024/1/22	国务院常务会议	会议强调，要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度， 增强市场内在稳定性 ，并“采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心”。	从国务院层面提出“增强市场内在稳定性”，是后续“中特稳”政策链条的最早顶层信号之一
2024/4/12	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	文件在“加强交易监管，增强市场内在稳定性”部分明确提出： 强化股市风险综合研判，加强战略性力量储备和稳定机制建设 ，并健全预期管理机制。这是“稳市机制建设”进入正式中央文件的重要节点。	把战略性力量储备与稳定机制建设正式写入国务院文件
2024/7/29	学习贯彻二十届三中全会精神暨年中工作会议（吴清）	会议提出，要通过进一步全面深化改革，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场；其中第一条就是“以改革促稳定，建立增强资本市场内在稳定性长效机制”。	将“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”明确为证监会改革主线之一
2024/9/24	国新办新闻发布会（潘功胜、吴清）	潘功胜宣布： 创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展 ，具体包括“证券、基金、保险公司互换便利”和“股票回购、增持专项再贷款”。吴清同时提出，要 突出增强资本市场内在稳定性 ，加快投资端改革，推动构建“长钱长投”政策体系，并发布中长期资金入市指导意见。	首次明确创设支持股市稳定发展的货币政策工具， 稳市开始有“金融工具化”抓手
2024/10/18	人民银行、金融监管总局、证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事项的通知》	明确该工具是为贯彻落实“ 建立增强资本市场内在稳定性长效机制 ”而设立；首期额度3000亿元，利率1.75%，支持上市公司和主要股东回购、增持股票，并强调“专款专用、封闭运行”。	将稳市工具正式制度化落地
2025/1/19	人民银行、证监会；股票回购增持再贷款座谈会	座谈会提出，为进一步发挥政策工具稳定资本市场作用，已对股票回购增持再贷款 降低自有资金比例要求至10%、延长贷款最长期限至3年、鼓励银行发放信用贷款 ，以更充分满足上市公司市值管理融资需求。	稳市工具进入优化扩容阶段，开始服务上市公司市值管理
2025/3/5	《政府工作报告》	2025年政府工作报告提出：“ 稳住楼市股市 ”，并在资本市场部分明确写入“ 深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设 ”。	“稳市机制建设”首次写入政府工作报告
2025/3/16	中办、国办：《提振消费专项行动方案》	文件在“拓宽财产性收入渠道”部分明确提出： 多措并举稳住股市，加强战略性力量储备和稳市机制建设 ，并加快打通保险资金、社保基金、养老金、年金等中长期资金入市堵点。这里的稳市已经不只是金融问题，也被纳入居民财富和消费修复框架。	“稳市”从资本市场政策进一步延伸到居民财富效应和提振消费框架
2026/1/15	证监会2026年系统工作会议（吴清）	会议总结2025年工作时指出：“ 推动构建中国特色稳市机制，中长期资金入市取得重要突破，市场呈现回暖向好态势 。”	官方首次明确提出“推动构建中国特色稳市机制”
2026/3/6	十四届全国人大四次会议经济主题记者会（吴清）	吴清表示，“十五五”时期，要 完善中国特色稳市机制建设，丰富跨周期、逆周期调节手段和机制，进一步增强市场内在稳定性 。	再度明确

资料来源：中国政府网、证监会、央行等、浙商证券研究所

4 复盘“国家队”：稳股市时，“国家队”在买什么？

若要具象化“中特稳”，最好的切口仍然是“国家队”操作。过去数轮市场波动中，中央汇金等战略性力量都扮演了重要角色。近两年更明显的变化在于，“国家队”的定位或已经从阶段性托底逐步转向制度化稳市的重要力量，与稳市机制建设、长钱入市和支持资本市场稳定发展的政策工具形成协同。证监会和新华社表述中关于“战略性力量储备”“稳市机制建设”的频繁出现，也意味着“国家队”不再只是历史经验，而是制度框架的一部分。

4.1 从2025年年报口径看，“国家队”呈现股票是底仓、ETF是工具的稳市格局

为便于行文，本部分所称“国家队”，主要是指公开披露中可识别、具有官方背景并在市场稳定过程中发挥作用的战略性资金账户，具体包括中央汇金、中央汇金资管、中国证监会、中国证金资管/定制基金、外管局旗下投资平台、全国社保基金及部分国务院国资委监管企业相关账户等。需要说明的是，各主体资金属性并不完全相同，本文采用合并口径，重在刻画其对市场中枢和核心资产的稳定作用。

为保证可比性，我们统一采用 2025 年年报口径，对“国家队”ETF 持仓与直接持股进行对比。结果显示，截至 2025 年年报，“国家队”相关账户合计持有 ETF 市值约 1.55 万亿元，而同期“国家队”直接持股期末市值约 4.67 万亿元，后者显著高于前者。这意味着从资产形态上看，“国家队”并非以 ETF 为主要配置底盘，而是以直接持有核心股票为主；ETF 更多承担的是流动性投放、指数托底和稳定预期的工具性功能。

进一步看，“国家队”ETF 持仓高度集中于汇金体系。中央汇金投资有限责任公司与中央汇金资产管理有限责任公司截至 2025 年年报合计持有 ETF 市值约 1.53 万亿元，占全部“国家队”ETF 持仓市值的 98.6%。这意味着若从 ETF 维度观察“国家队”稳市行为，汇金体系仍是当前战略性稳市力量的绝对核心载体，即“国家队”在稳市层面的关键力量，实质上仍然主要集中于汇金体系的资产配置与资金运用能力。

4.2 “国家队”稳市首先稳的是市场中枢，而市场中枢背后首先是金融核心资产

从 ETF 结构看，“国家队”资金几乎全部集中于核心宽基指数。若将沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000、创业板、科创 50 以及上证 180、上证 180 金融等核心指数 ETF 合并计算，相关持仓市值合计约 1.53 万亿元，占全部“国家队”ETF 持仓的 98.6%。其中，沪深 300 相关 ETF 持仓市值约 9798 亿元，占比 63.3%，是“国家队”ETF 配置的绝对主体；中证 1000、上证 50 和中证 500 分别约 1556 亿元、1517 亿元和 1282 亿元，占比分别为 10.1%、9.8%和 8.3%；创业板和科创 50 分别约 573 亿元和 310 亿元，占比 3.7%和 2.0%。从前十大 ETF 持仓看，华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达沪深 300ETF、华夏沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF、华夏上证 50ETF 位居前列，进一步印证“国家队”稳市首先稳的是大盘蓝筹、核心资产和市场中枢，而不是直接押注某一细分主题方向。

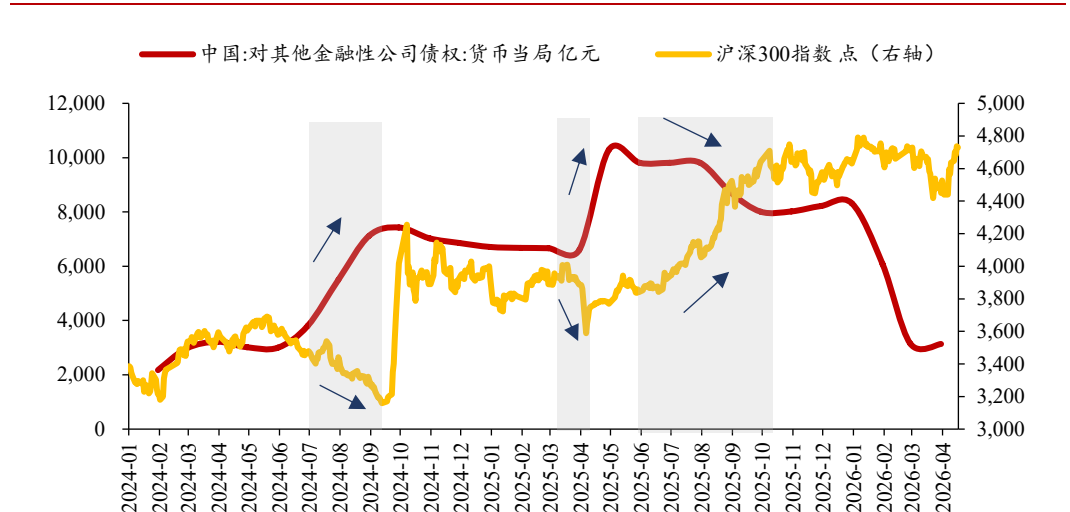
如果说上述存量结构反映的是“国家队”“稳什么”，那么流量变化则更能说明“国家队”“怎么稳”，从 2025 年年报口径下的市值增量看，“国家队”ETF 持仓较上期增加约 2486 亿元，新增资金同样主要流向核心宽基指数。市值增量居前的产品仍集中于沪深 300、上证 50、中证 500、中证 1000、创业板等宽基 ETF。这说明“国家队”并非仅在市场极端波动阶段被动托底，而是在通过更常态化的宽基配置强化资本市场底线预期，增强市场对核心权重资产的定价稳定性。从这个角度看，“中特稳”并不只是政策口径上的稳市机制建设，更已经在实际持仓结构上体现为以宽基 ETF 为抓手的制度化稳市框架。

由于“国家队”ETF 持仓主要依赖基金半年报、年报等定期披露，频率相对较低，难以对稳市行为进行高频跟踪。为更及时地观察稳市机制的启用节奏，我们进一步采用央行资产负债表中的“对其他金融性公司债权”作为辅助指标。之所以选择这一指标，一方面在于其披露频率为月度，能够较好弥补 ETF 持仓数据点状披露的不足；另一方面，2024 年 10 月创设的证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）直接面向证券、基金、保险公司开展操作，且通过该工具获取的资金只能投向资本市场，用于股票、股票 ETF 投资和做市，因此央行“对其他金融性公司债权”的变化，与稳市工具尤其是 SFISF 的启用节奏在逻辑上具有较高一致性。需要说明的是，该指标并不能完全等同于“国家队”净买入规模，它反映的是央行对非银金融机构稳市支持力度的边际变化，可作为观察“国家队”及稳市机制行为强弱的高频代理变量。

数据显示，“对其他金融性公司债权”并非平滑变动，而是呈现明显的阶段性抬升与回落特征，这与稳市资金逆周期发力、市场企稳后逐步退出的特征较为一致。2024 年初该指标仍处于相对低位，随后在市场承压阶段逐步抬升；2024 年三季度以后明显上台阶，表明稳市工具开始更大力度介入；进入 2025 年，该指标在二季度进一步跃升至高位，而对应阶段

沪深 300 仍处于修复初期，说明并不是在指数高位顺周期加力，而更多是在市场中枢偏低、预期仍不稳时提前加大支持力度。此后，伴随沪深 300 指数逐步修复并运行至相对高位区间，“对其他金融性公司债权”又从高位逐步回落，显示稳市工具并非持续单边投放，而是在市场企稳后边际退出。

图8：对其他金融性公司债权与沪深 300 指数走势，体现稳市资金逆周期发力

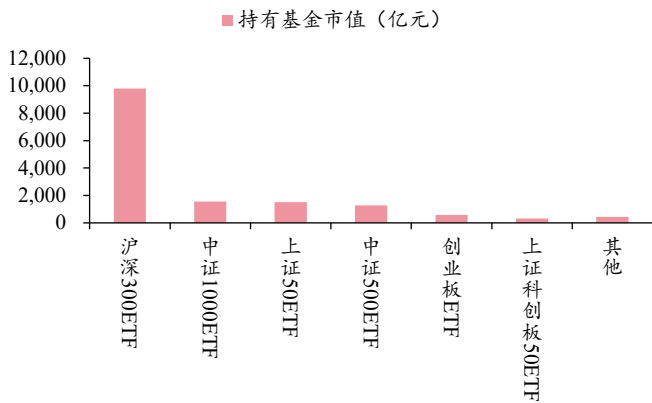


资料来源：Wind，浙商证券研究所

若进一步看个股端，“国家队”直接持股则更清晰地体现出对金融核心资产的锚定。按 2025 年年报期末持股市值统计，“国家队”前十大重仓股合计约 3.95 万亿元，占全部“国家队”直接持股市值的 84.6%；仅农业银行、中国银行、工商银行三只股票合计市值就达到 3.53 万亿元，占全部“国家队”直接持股的 75.5%，即“国家队”直接持股的底仓本质上高度集中于金融权重资产。

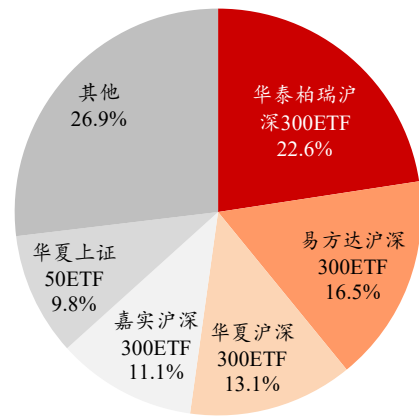
这说明，“国家队”稳市虽然在工具层面表现为 ETF 与个股两种方式，但持股均集中金融权重和大市值核心资产。ETF 端通过宽基稳住市场中枢，个股端通过直接持股稳住核心底仓，两者共同构成了中国特色稳市机制的重要支点。

图9：“国家队”持有核心指数 ETF 构成（2025 年年报）



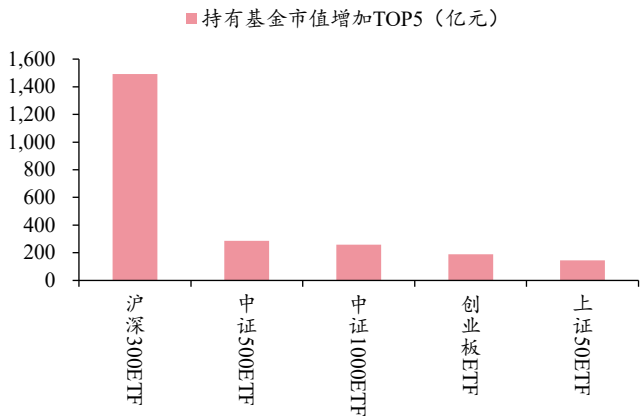
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图10：“国家队”持有核心指数 ETF 产品构成（2025 年年报）



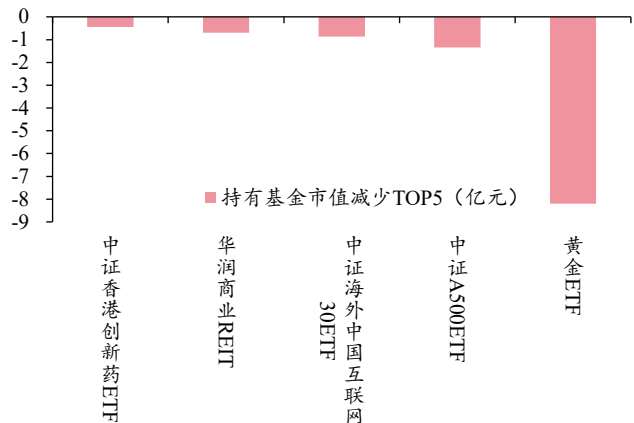
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图11：“国家队”持有基金市值增加 TOP5(2025 年年报)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图12：“国家队”持有基金市值减少 TOP5(2025 年年报)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4.3 当前“国家队”并非直接大规模买入央企红利 ETF，但本质上仍在为央企核心资产建立定价锚

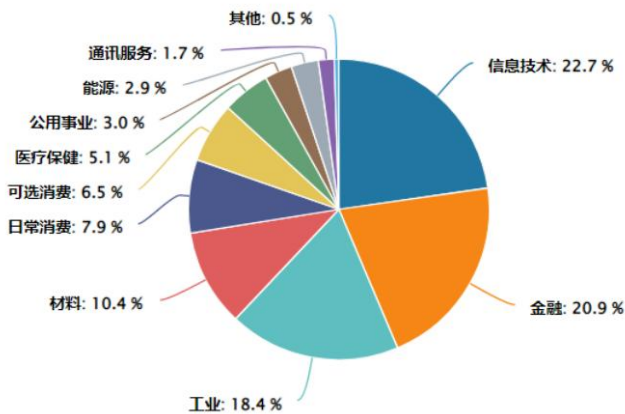
从表现上看，“国家队”并未直接大规模配置央企红利 ETF 或央企主题 ETF。截至 2025 年年报，广义央企主题 ETF，包括央企科技、央企 ESG、央企红利、港股通央企红利等产品，合计持有市值约 21.6 亿元，占全部“国家队”ETF 持仓的比重仅约 0.14%，显著低于宽基 ETF 的配置比例。这意味着“国家队”稳市并不是以直接买入央企红利 ETF 为主要形式展开的。

但从指数底层结构看，“国家队”买宽基，本质上仍在为央国企核心资产建立定价锚，原因在于“国家队”重仓的沪深 300、上证 50 等指数，本身就高度集中于银行、能源、通信、公用事业、建筑及资源品等大市值央国企和国企龙头。以沪深 300 为例，从其行业分布看，当前指数权重高度集中于信息技术、金融和工业三大板块，权重分别约为 22.7%、20.9%和 18.4%，三者合计已达 62.0%；若进一步加上材料板块 10.4%，前四大行业合计权重约 72.4%，说明沪深 300 本身就是典型的大市值核心资产指数。

进一步看，若从央国企和国企龙头较为集中的行业来理解，金融、工业、公用事业、能源、通信服务等板块在沪深 300 中的合计权重约 46.9%，若再考虑材料板块中相当比例的资源类、上游央国企龙头，则沪深 300 对于央国企核心资产的承载度实际上更高。也就是说，“国家队”重仓沪深 300，表面上是在稳指数、稳市场中枢，实质上可能是在同步稳定金融、能源、公用事业、通信及部分资源品、制造业龙头等大市值央国企核心资产的流动性预期和估值底部。

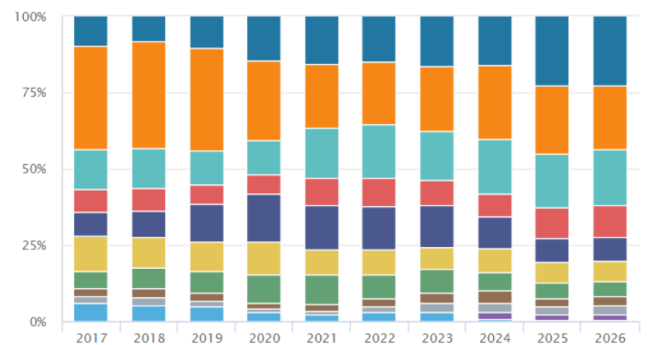
从“国企重估”到“中特稳”的演化逻辑也由此更加清晰，国企重估解决的是央企“值不值”的问题，而中特稳解决的是央企“稳不稳”的问题。“国家队”以宽基 ETF 和金融底仓持股为核心的稳市框架，本质上是在压降核心权重资产尤其是央国企核心资产的流动性折价和波动溢价，使其更适合被长期资金作为底仓持有。也正因如此，央企“新黄金”的重估逻辑，不只是来自高股息和低估值本身，更来自资本市场稳定机制建设对其估值下限的系统性托举。

图13：沪深 300 行业权重



资料来源：Wind，浙商证券研究所（截至 4 月 20 日）

图14：沪深 300 历年权重变动（行业参考左图）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（截至 4 月 20 日）

5 从“国企重估”到“特色稳市”：为什么央企“新黄金”具备长

牛基础

其一，估值重塑，从“便宜资产”到“安全资产”。“国企重估”带来的第一层变化，是央企资产不再仅仅因为便宜而被关注，而是因为它们代表了一类新的安全资产。前期报告已经指出，全球长期资金寻找“新黄金”的核心要求，是兼具安全与收益，而中国国企特别是高分红国企，正好匹配这种需求。于是央企重估的根基，并不在主题催化，而在资产属性的时代性变化。

其二，持有重塑，从“交易资产”到“配置资产”。“中特稳”带来的第二层变化，是央企高分红资产从交易性工具走向配置性底仓。一个市场是否具备长期牛市基础，关键不在于某个时点涨得快不快，而在于是否能够让长期资金在不确定性中依然愿意持有。稳市机制建设、战略性力量储备、长钱长投制度安排，共同提升的正是这类资产的可持有性。更重要的是，配置属性的形成并不只取决于分红率高低，还取决于波动率能否系统性下降。过去高分红央企虽然具备稳定现金流和较高股息率，但由于市场整体波动率偏高、风格切换

频繁，这类资产更多被视为阶段性的防御工具。随着“中特稳”逐步落地，市场尾部风险和极端波动有望被压平，央企高分红资产的波动率中枢也有望下移。

其三，资金重塑，从“短钱主导”到“长钱接力”。当估值逻辑与稳市机制同时改善后，央企“新黄金”最重要的变化将体现在投资者结构上。过去，这类资产更多依赖险资、公募红利产品和阶段性防御资金定价；未来，则有望逐步吸引更多国内中长期资金乃至境外配置型资金。对这类资金而言，分红率、波动率、流动性和政策可预期性必须同时改善，而“从国企重估到特色稳市”的政策演化，正是在同时改善这四个变量。

总的来看，从“国企重估”到“特色稳市”，中国央企尤其高分红央企的资本市场逻辑正在发生深刻变化。前者解决的是“央企为什么不应再被旧估值框架长期压制”的问题，后者解决的是“央企为什么能够承接更大规模长期资金、并具备长牛基础”的问题。于是，央企“新黄金”的逻辑已经不再只是低估值+高股息，而是演变为“安全资产属性+稳定现金流回报+制度性稳市支撑”的三重共振。**“国企重估”负责重估，“特色稳市”负责长牛。**

6 风险提示

地缘冲突超预期。当前俄乌冲突尚未结束，中东、印巴仍有潜在隐患，需关注相关事件对风险偏好的潜在冲击。

长期资金的制度性限制超预期。长期资金受政策影响较大，若中美金融摩擦加剧，可能出现对华投资限制。

美国维持中东影响力的实际路径与推演不符：地缘局势存在一定突发性，若中东地区冲突出现委内瑞拉式的“快速缓和”，实际演变方向或与预期存在差异。

历史类比可能失效：地缘博弈不确定性较高，虽然背景相似，但1956年苏伊士运河危机与当前中东变局的走势可能并不相同。

央企红利资产的“实物安全”属性未获全球资金广泛认可：国内基本面或政策存在不确定性，若出现基本面超预期下行或政策变动，全球资金可能重新评估央企红利资产的投资风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>