

## 市场特征分化 科技股并非一枝独秀

从市场特征来看,目前市场认同“中特估行情”的一个基础在于在整体景气不强的背景下红利策略具备吸引力,那么随着一方面中特估相关优质国企估值有所修复,另一方面经济复苏的持续,价值股行情也会有逻辑的演进和分化,一部分具有盈利复苏弹性的价值股行情还将继续演绎。

从经济复苏视角看,本轮复苏节奏与市场对于经济复苏强度的预期与2012年有类似之处。2012年国内经济处于缓慢回升的阶段,库存周期逐步从主动去库存向被动去库存切换,基建投资增速于2月降低后稳步回升,地产销售和投资等指标在年初甚至上半年的回升并不明显,此时市场情绪仍弱势,在没有看到经济数据共振验证经济复苏强度之前,风险偏好偏低,上半年只有消费板块相对抗跌。这种预期差的修复直到下半年才有所缓解并且于12月明显爆发。6月以后,地产销售和消费数据率先出现了明显的回升,PMI于10月份重回并维持在扩张区间,市场对复苏的预期

才逐渐好转,并在12月趋于一致,引发了以银行地产为代表的行情。

从经济周期的演绎角度出发,2012年经济形势总体上处在从下降向回升的转换阶段,稳增长政策集中出台。实际上,2012年三季度经济基本面已经开始拐头向上,具体来看,库存周期从主动去库存向被动去库存逐渐切换,工业企业利润同比增速也在筑底。地产政策转松,数据也在走好,地产销售面积增速自2月份见底以来持续快速上行,地产投资增速从9月份见底后稳步回升。尽管库存压力去化,地产投资出现改善,但市场短期内似乎并不买账,对经济转向修复的预期迟迟未形成。随着全年降准降息、财政基建、地产放松等刺激政策,市场在2012年三季度末四季度初看到了更多复苏的迹象,比较典型像制造业PMI于8月见底后持续回升,并维持在50以上的扩张区间。于是四季度开始复苏主导A股,周期股开始出现上涨,最终12月迎来银行地产的强劲行情。

对比典型科技股行情,2013年

科技股一枝独秀,而2019年则相对均衡,从经济背景、行情演绎、板块相对强弱等层面,今年本轮TMT行情或更接近于2019年的行情,即整体市场风格更加均衡。科技股行情后期,业绩通常会成为驱动个股继续上行的核心因素。

陈果指出,以当年的5G行情为例,第一阶段主题的炒作风格明显偏向绩差股(以及小盘股),个股涨幅和盈利增速呈现显著的负相关性;而在第二阶段,板块内的许多个股业绩出现了明显的上行,炒作风格随即转向绩优股,个股涨幅和盈利增速呈现显著的正相关性;而在后续或是震荡或是上行的行情中,绩优股始终涨幅领先,这意味着5G的整轮行情是一个大浪淘沙的过程。

他认为,本轮行情后续演绎大概率会根据业绩分化,去伪存真,这一点已经在近期的行情中有所表现,即盈利增速超出或符合市场预期,对应股价逆势上行或相对抗跌,而业绩不及预期的股票已经出现了较为明显的回调。

## AI的炙手可热 彰显模型“饲料”

除“中特估”外,数字经济同样值得关注。中国具备数据资源优势,高质量数据或将成为AI大模型构筑竞争优势的关键。数据、算力和算法构成了AI背后的三大基石,尽管在算力与算法层面,相较于海外先进技术,中国仍然具备一定的追赶空间。例如,基于GPT-3.5架构的ChatGPT的火爆出圈掀起了一股AI热,大家对于AI的关注热情空前高涨,但中国乃至全球依然没有能够与之抗衡的大模型的诞生,部分业界人士的共识是中美在底层模型技术方面的差距在一到两年左右。同样,伴随大模型不断训练、迭代与进化,“卖铲人”逻辑下的算力需求高增确定,而中国在部分先进芯片领域可能仍然面临“卡脖子”难题。而除了以上两个方面,中国最重要的相对优势则在于数据资源与应用场景,庞大的人口规模与海量的应用场景产生了丰富的原貌数据。

陈果认为,这正是推进数据要素市场建设的目标与意义所在。回到AI大模型本身,当越来越多的厂商开始推出自己的大模型之后,高质量的数据资源同样将有望成为其构建各自差异化竞争力的关键。

值得一提的是,数据资源或许可以开辟与土地资源主导下类似的财政收入路径。海量、丰富的原始数据资源难以直接作为要素投入生产使用,需要通过“资源-资产-要素”的转换路径,数据要素市场的构建将推动这一路径的不断完善,由此催生数据财政的形成。与土地资源类似的是,数据资源的“资本化”将会成为数据财政形成的关键所在。由于社会主义公有制的土地所有权制度,经由政府主导的“招拍挂”等方式完成土地要素使用权的转让,创造了财政收入的来源;同样地,政府部门拥有的公共数据资源占高价值数据资源的比重较大,对其中部分数据使用权的有偿释放也会成为财政收入的源头。

此外,从“土地财政”到“土地金融”,推动了以土地作为核心要素撬动的融资模式的发展,而《企业数据资源相关会计处理暂行规定(征求意见稿)》的发布,或许意味着数据资产也可以充当抵押物的角色,部分行业数据资产的重估已经在发生。

当数据要素市场化的建设愈发成熟、数据要素的流转更加顺畅之际,真正做到数字经济新时代表下,数据资源与各行各业深度融合发展,带来各行业效率的明显提升。由此衍生出了数据财政的另一条路径模式,一则是政府通过对复杂的数据流通交易部分环节征税获得税收收入,即新税种的出台;二则无论新兴产业还是传统产业,如果数据要素带来的乘数效应伴随数字经济建设的推进不断提升,传统的政府税收收入同样能够得以提振。因此,数字经济与数据财政是相辅相成、交互影响的关系,对于数据财政的探索值得期待。

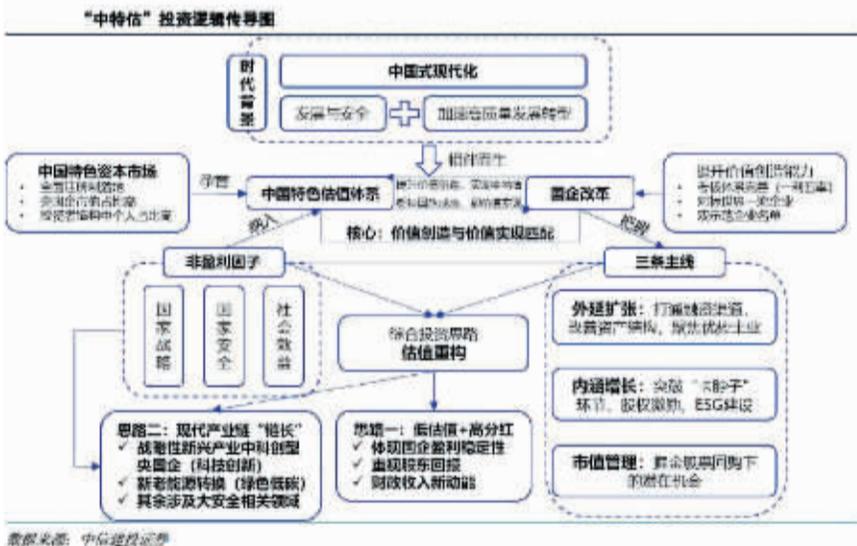
## “中国特色估值体系”与价值股重估

谈到2023年最具价值的投资主题,陈果认为“中特估”“与数字经济”两条主线不容忽视。

新一轮国企改革深化提升行动与“中国特色估值体系”的探索建立正在应运而生。伴随国企改革三年行动方案的完成,国有企业在“强治理、增活力、优布局”等方面都取得了一定的进展与成效,核心竞争力得以不断提升。自去年底易会满主席提出“探索建立具有中国特色的估值体系”到今年以来国资委的密集表态发声(如启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动等等),新一轮国企改革深化提升行动正在蓄势待发。此外,党的二十大报告中首次将国家安全单独列为一章,兼顾“发展与安全”正在成为政策聚焦的重点,“高质量发展与高水平安全良性互动”被愈发重视的时代背景再次推动央国企站在新一轮深化国改行动的起点。

“价值创造”与“价值实现”不匹配的问题需要得到解决。伴随考核体系的不断完善,从“两利一率”到“两利三率”,再到今年所提出的“一利五率”,由于过往的考核体系与提振估值的诉求可能是相悖的,以“做大”规模为目的的多元化乃至盲目扩张一定程度上会导致央国企忽略盈利能力、效率效益的提高,央国企在“做大”的同时也要更加注重“做强、做优”的要求。近期,国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动更进一步印证了“国资国企要进一步提高政治站位,把企业价值创造行动抓紧抓实”的目标。

事实上,央国企的价值创造能力其实并不落下风,国企改革行动以来的相对改善也卓有成效。如果将国



改革推动之初的2014年作为测算的起点,可以发现央国企“价值创造”的能力这些年以来其实部分优于民营企业。以今年新纳入考核体系的ROE指标来看,2018年以来央国企该项指标表现已经持续超越民营企业(除了疫情冲击的2020年以外);即使基于投资者可能更加偏爱的净利润增速的视角,其实央国企的盈利增速甚至在近年来也开始略微占优,2021和2022年两年中央国有企业增速都反超了民营企业。

如果不抱有“偏见”的角度来看待央国企,国企改革的纵深发展之下,央国企与民营企业核心竞争力的差异其实并不像市场所定价的那般。此外,从央国企自身纵向对比的角度来看,实施国企改革三年行动以来,央国企ROE的下行趋势也已出现了明显的企稳回升,“三年行动”对于央国企核心竞争力提升的成效已经开

始有所显现。

然而,基于估值视角来看,以全部沪深A股上市公司整体法统计,无论是否剔除金融及石油石化,央国企的PE和PB指标都明显低于民营企业,即“价值创造”与“价值实现”的不匹配,“探索建立中国特色估值体系”的提出为解决这一问题提供了契机。

陈果认为,“低估值+高分红”是一条重要且清晰的央国企投资思路,是助力央国企“价值实现”的潜在可选路径之一。提升现金分红水平有助于市场充分认知央国企盈利稳定性,符合强调股东回报的要求。通过分红的方式,央国企能够向资本市场传递自身目前现金流量状况良好,未来盈利能力稳定的积极信号,完善企业内部管理层与外部投资者之间的信息沟通渠道,使市场更充分地认知央国企价值创造的稳定性。