

中国科技产业链估值：跨国比较与中国实践

建设中国特色现代资本市场，科技股估值如何结合中国立场、突出中国实践是有待探索的前沿命题。本文着重讨论科技股估值体系、海外转型发展经验、中国科技产业链估值的跨国比较与投资方向，并与此前系列研究相对照。

- ❑ **探索和发展中国特色资本市场，完善科技行业估值体系是关键一招。**在过去较长的海内外科技股投资实践中，科技股估值的关键取决于产业预期与规模经济，即创新能否带来新技术渗透率提升与业绩高速增长。在建设中国特色现代资本市场下，科技股估值体系如何结合中国立场、突出中国实践是有待探索的前沿命题。结合国情，我们认为可以从三个方面改善中国科技股估值：1) 鼓励发展新兴产业与未来产业，培育壮大科技领军企业，打造有竞争力的科技产品与可持续增长商业模式；2) 优胜劣汰加快行业出清与竞争格局改善。鼓励并购重组强化主业，推动产业链上下游整合，发挥产业链协同效应，降低资本成本；3) 提高股东回报水平，提升分红比例与优化公司治理，在必要时回购注销股票，在讲发展的同时关注股东回报。
- **股市估值跃迁的海外经验：科技要素生产率的提升既是经济转型的胜负手，也是股票市场估值向上跃迁的关键动力。**近年来，中国经济在内外部压力下遇到了增长挑战。纵观海外经验，中国并非孤例，而破局的胜负手是提高全要素生产率。20世纪七八十年代地缘冲突频发，大国博弈步入深水区。历经三十年高增长，日德等后发国依靠投资驱动+产业补贴的模式迅速重建起雄厚的重化工业，并与领先国在产业上短兵相接。而两次石油危机直接导致油价大幅上升，全球需求锐减。日德都开启了剧烈的经济转型，并不约而同选择推动科技进步。彼时日德以举国体制发展高技术产业，提升新兴产业全球竞争力，并使用智能化、节能化策略改造升级传统行业，去化老旧过剩产能。股市表现上转型前期市场估值承压，随着转型模式确立估值开始扩张，科技龙头股领涨，并往往出现戴维斯双击行情。
- **科技产业链估值的跨国比较：科技板块市值权重有较大提升空间，部分估值已具备优势。**总体看，A股的市值结构与高质量发展的经济现实存在错位，新质生产力市值权重仍有很大提升空间。对比美/日/德/韩等国，中国新质力赛道当前估值偏低，这与中国科技股经营杠杆偏高，盈利波动性较大有关。但随着近年持续向创新驱动转型，盈利相对优势提升，中国科技股投资性价比突出，未来更多耐心资本有望进入市场。具体来说，1) A股科技制造与材料市值占比更高，TMT/汽车/医药等偏低。权重制造板块估值偏低，新兴产业链近年估值回落，汽车估值偏高。2) 较高的净利率与杠杆水平下中国新质力赛道ROE相对优势提升。优势赛道包括电力设备/机械/医药/化工，通信/汽车偏弱。结构上，电子/军工/汽车净利率有提高空间，医药/机械/软件/汽车行业杠杆偏低，融资支持力度可进一步加强。
- **科技投资的中国实践，围绕三主线布局。**1) 新兴产业扩订单：聚焦核心技术自主可控，持续提升产业全球竞争力，推荐电子半导体/通信/船舶军工等；2) 未来产业拓产品：新兴技术商品化与商业化加速，布局科创主题投资机会：低空经济/商业航天/量子技术/人工智能；3) 传统行业提效率：智能化、绿色化改造升级与设备更新，重视自主更新、央企主导、标准提升三条线索，推荐机械/商用车等。

1. 探索中国特色现代资本市场体系：三条路径优化投资回报，两大领域重塑估值体系	3
2. 从经典投资框架出发：科技股估值提升的核心在于科技创新带来的高成长性	4
3. 海外经验纵观：新质生产力是经济转型的胜负手	9
3.1. 逆全球化思潮迭起，新质生产力成为大国博弈的焦点	9
3.2. 日本：石油危机倒逼发展模式转型，举国攻关新质生产力	12
3.2.1. 转型历程：举国体制培育新质生产力，改造升级传统产业	12
3.2.2. 市场表现：作为转型中军的科技赛道领涨	13
3.3. 德国：聚焦发展新兴产业，改造升级传统产业	14
3.3.1. 转型历程：从粗犷扩张的重工业走向高附加值出口制造	14
3.3.2. 市场表现：转型模式确立估值率先修复，科技龙头迎双击行情	17
4. 新质生产力的多维跨国比较：A股科技赛道盈利优势改善，估值低位，配置价值凸显	18
4.1. 全球对比下A股配置价值凸显，新质力板块市值结构有待提升	18
4.2. A股新质生产力整体盈利优势改善，新兴赛道杠杆水平有待提升，传统领域亟待转变发展模式	20
4.2.1. 市值结构与估值比较：传统制造占比高，多数赛道相对低估	21
4.2.2. 盈利质量与杠杆水平：相对盈利优势改善	23
4.2.3. 海内外新质力龙头对标：估值仍有提升空间	26
4.3. 成因分析与展望：加快向创新驱动转型，降低经营波动性，大力培育耐心资本	27
5. 大力发展新质生产力，科技蓝筹迎价值重估	29
5.1. 新质生产力是高质量发展的重要着力点，政策供给确定性更强	29
5.2. 新质生产力意味着经济向创新驱动的发展模式转变，企业未来增长中枢提升	31
5.3. 高水平对外开放也是发展新质生产力的重要内涵	31
5.4. 鼓励兼并重组，降低再融资门槛，科创上市龙头更为受益	33
5.5. 产业映射：向传统产业要效率，向新兴行业要订单，向未来产业要产品	33

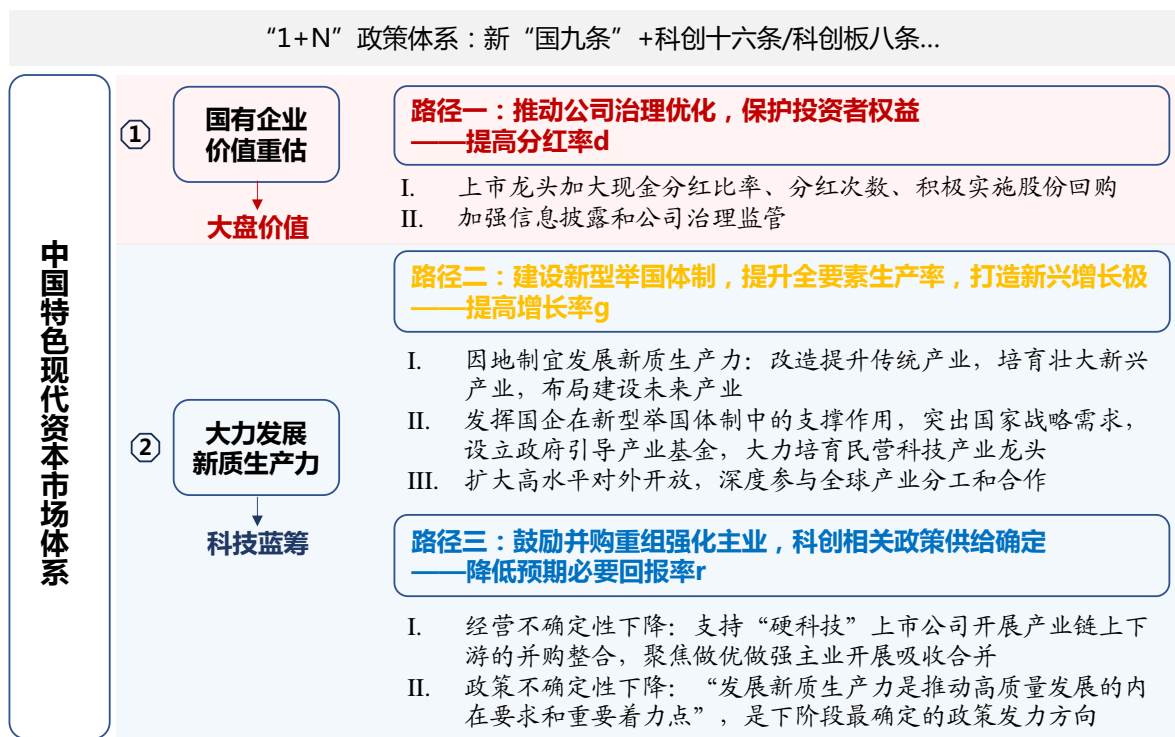
1. 探索中国特色现代资本市场体系：三条路径优化投资回报，两大领域重塑估值体系

推动资本市场高质量发展，三大路径优化投资回报。自新“国九条”颁布以来，推动资本市场高质量发展成为下阶段资本市场发展目标。我们认为，强大的资本市场是现代经济的标配，市场对于资本市场高质量发展如何促进新质生产力发展、完善中国特色现代金融体系已有诸多讨论，但对于其如何重塑中国资本市场估值体系，更好反应中国立场，结合中国实践仍有分歧，对于实现优化投资者回报，“创造更多增加居民财产性收入的机会”的具体影响路径仍有模糊之处。结合经典估值理论，我们认为，当前新一轮资本市场改革正从根源上优化A股市场的风险投资收益比，并推动估值中枢的提升。从DDM模型出发，中国特色现代资本市场体系将从三大路径影响市场估值定价体系，提升A股定价机制的科学性与有效性。具体来说，包括：1) 推动公司治理优化，保护投资者权益，提升A股上市公司分红比例d；2) 建设新型举国体制，提升全要素生产率，打造新兴增长极，即推动更多公司提升增长率g；3) 鼓励并购重组强化主业，持续供给科创相关政策，降低符合国家战略的赛道经营与政策的不确定性，即降低投资者对其的必要回报率r。

图1：资本市场高质量发展优化投资回报的三大路径：分红提升、提高增长率与增强政策与经营确定性

估值视角：中国特色现代资本市场体系如何优化投资回报

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^i}{(1+r)^i} = \frac{D_0(1+g)}{1+r} + \sum_{i=2}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^i}{(1+r)^i}$$
$$= \frac{D_0(1+g)}{(r-g)} = \frac{d * EPS_0(1+g)}{(r-g)}$$
$$PE \uparrow = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{d \uparrow * (1+g \uparrow)}{(r \downarrow - g \uparrow)}$$



我们认为，在未来成熟的中国特色现代资本市场体系之中，两大领域估值体

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/177146031161006146>