

| 证券研究报告 |

本轮市值管理政策周期下的投资机会

2024.12.3

张文宇

S0740520120003

zhangwy01@zts.com.cn

徐驰

S0740519080003

xuchi@zts.com.cn

戴志锋

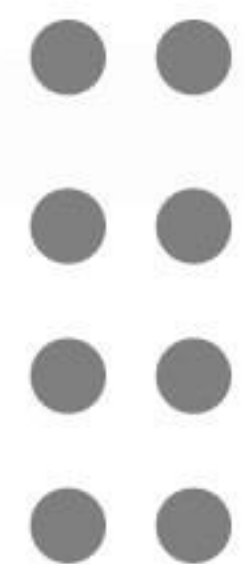
S0740517030004

daizf@zts.com.cn

目录

CONTENTS

- ① 市值管理：新阶段的政策导向与价值内涵
- ② 分红与股权激励：价值共享的战略优化
- ③ 股份回购与增持：资本市场信心重塑工程
- ④ 并购重组：引导新质生产力培育发展
- ⑤ ESG披露：将社会价值纳入考量



1

市值管理：新阶段的政策导向 与价值内涵

行业研究

新“国九条”奠定基调：鼓励市值管理、并购重组、分红回购

■ 2024年4月，新“国九条”提出：推动上市公司提升投资价值。

- 制定上市公司市值管理指引。
- 研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。
- 引导上市公司回购股份后依法注销。
- 鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。
- 依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。

项目	具体内容
总体要求	深刻把握资本市场高质量发展的主要内涵。未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
上市制度	提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准。明确上市时要披露分红政策。将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。从严监管分拆上市。严格再融资审核把关。
退市制度	进一步严格强制退市标准。建立健全不同板块差异化的退市标准体系。收紧财务类退市指标。完善市值标准等交易类退市指标。
上市公司质量	严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人减持，按照实质重于形式的原则坚决防范各类绕道减持。责令违规主体购回违规减持股份并上缴价差。严厉打击各类违规减持。 对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。
并购重组	加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。 完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度。进一步削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。
投资者	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。建立交易型开放式指数基金(ETF)快速审批通道，推动指数化投资发展。全面加强基金公司投研能力建设，从规模导向向投资者回报导向转变。稳步降低公募基金行业综合费率，研究规范基金经理薪酬制度。优化保险资金权益投资政策环境，更好鼓励开展长期权益投资。

资料来源：中国政府网，中泰证券研究所

上市公司市值管理政策节奏：今年以来持续推进落地

■ 年初以来，资本市场改革深化和国资委对市值管理关注持续提升：

- 2024年1月，国资委国新办发布会提出：进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
- 2024年1月，证监会2024年系统工作会议：加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。大力推动提升上市公司的可投性，完善上市公司质量评价标准，督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红。
- 2024年1月，中央企业、地方国资委考核分配工作会议：2024年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。
- 2024年9月，924金融三部委会议，同日证监会发布《市值管理指引》（征求意见稿）。

时间	部门	政策来源	重点内容
2024年1月	国资委	地方国资负责人会议	支持有条件的企业加快改制上市步伐，推动地方国有控股上市公司提升发展质量，强化市值考核评价，积极维护股东权益。
2024年1月	国资委	国新办新闻发布会	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。前期，我们已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
2024年1月	证监会	证监会2024年系统工作会议	加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。大力推动提升上市公司的可投性，完善上市公司质量评价标准，督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红。
2024年1月	国资委	《以新担当新作为开创国资央企高质量发展新局面》	深入推进提高央企控股上市公司质量专项行动，完善上市公司绩效评价体系，充分体现上市公司真实价值。
2024年1月	国资委	2024年中央企业、地方国资委考核分配工作会议	2024年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。
2024年3月	证监会	《关于加强上市公司监管的意见(试行)》	压实上市公司市值管理主体责任、提升股份回购效果和监管约束力等。
2024年4月	国务院	《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》	推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024年9月	证监会	《上市公司监管指引第10号——市值管理(征求意见稿)》	明确了市值管理定义和目标，还制定了较为详细的实施方式和规定，明确责任归属。《指引》提到上市公司可以综合应用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式等方式提升上市公司投资价值。并指出董事、高级管理人员、控股股东、实际控制人可以在符合条件的情况下制定、披露并实施股份增持计划，提振市场信心。

资料来源：国资委，证监会，国务院网站，中泰证券研究所

证监会市值管理指引政策：引导上市公司提升投资价值

- 9月24日，证监会就《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》（简称“市值管理新规”）公开征求意见。“市值管理新规”是资本市场首次针对上市公司市值管理发布专项制度文件。
- 1、明确了市值管理的定义和方式。上市公司应当聚焦主业提升经营效率和盈利能力，同时可以结合自身情况运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份增持和回购等方式提升投资价值。
- 2、明确董监高、控股股东等相关主体的责任义务。一是董事会需重视上市公司质量提升，在重大决策和具体工作中充分考虑投资者利益。二是董事长要做好相关工作督促、推动和协调，董监高人员要积极参与提升上市公司投资价值的各项工作。三是董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露等相关工作；四是控股股东可在符合条件情况下通过股份增持、自愿延长股份锁定期等方式提振市场信心。
- 3、明确指数成份股和长期破净公司的特殊要求。一是主要指数成份股公司需制定并公开披露市值管理制度，明确职责分工、内部考核评价等；二是长期破净公司应披露估值提升计划，包括目标、期限及具体措施。
- 4、明确市值管理中禁止事项。明确上市公司及其控股股东等要提高合规意识，不得在市值管理中出现违法违规、损害中小投资者权益行为。



资料来源：证监会，中泰证券研究所

市值管理的理论逻辑——从价值创造到价值实现的正反馈

- 对上市公司而言，市值管理是长期的战略管理过程。 $P=EPS*PE$
- 提升上市公司自身价值 $\rightarrow EPS \uparrow$ —— 选择适当的方式向资本市场传达公司价值 $\rightarrow PE \uparrow$ —— 上市公司价值被资本市场认可 $\rightarrow P \uparrow$
- 真正的市值管理需要在价值创造、价值传递和价值实现三个维度统筹发力。

市值管理主要分为价值创造、价值运营和价值实现三个过程



资料来源：中泰证券研究所

市值管理的理论逻辑——从价值创造到价值实现的正反馈

- 1、在价值创造方面，通过产业升级、技术创新、管理优化、兼并重组持续提升企业竞争力；通过制定合理的发展战略、完善公司治理、培育核心竞争力，切实提高经营质量。
- 2、在价值传递方面，加强投资者关系管理，提升信息披露质量，构建良性互动机制；用资本市场语言增强投资者对公司价值的认同。
- 3、在价值实现方面，灵活运用分红、回购、股权激励等工具，并根据不同市场环境选择恰当的实施时机和力度。企业建立系统性的市值管理体系，将其作为提升企业价值的长效机制。

市值管理重点在于提高投资价值

制定合理的发展战略、完善公司治理、培育核心竞争力，切实提高经营质量

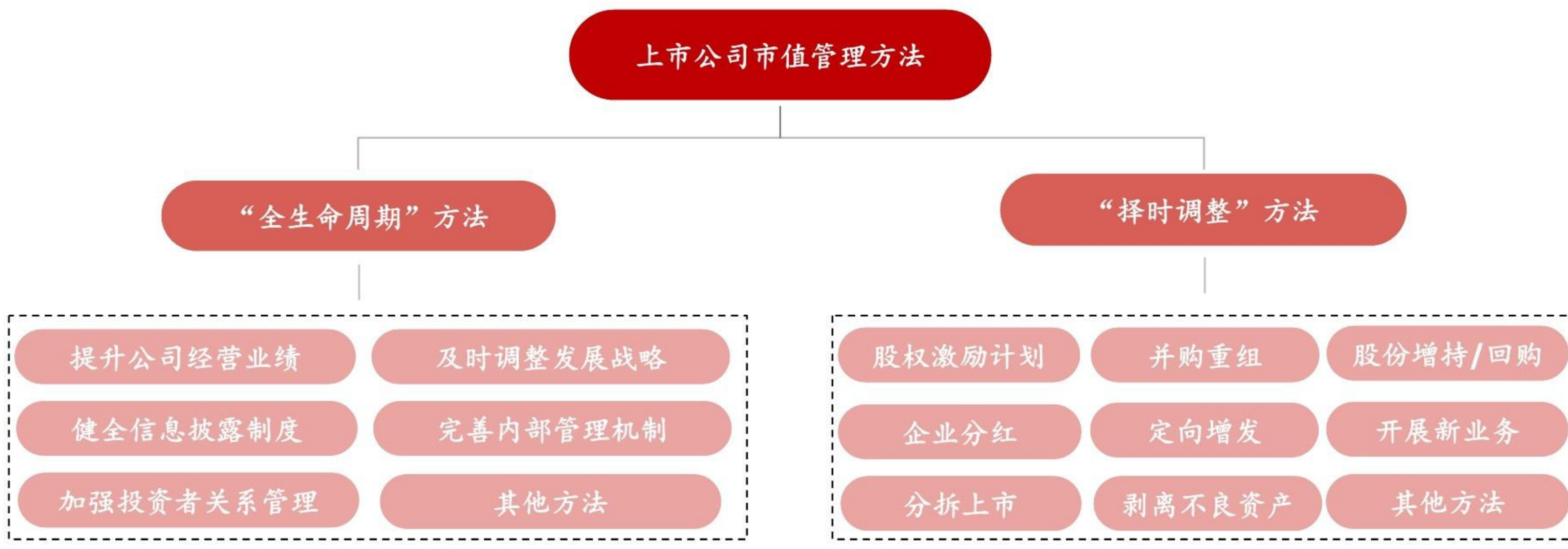


建立健全投资者沟通机制，保持与市场的良性互动，增强投资者对公司价值的认同

把市值管理纳入公司整体战略，与企业的长期发展目标相结合

市值管理的理论逻辑——从价值创造到价值实现的正反馈

- 市值管理贯穿企业全生命周期，包括提升公司经营业绩、及时调整发展战略、健全信息披露制度、完善内部管理机制、加强投资者关系管理等。
- 企业可以通过一定手段动态调整内在价值与市值间的偏差，如股权激励计划、并购重组、增持/回购等。



资料来源：中泰证券研究所

市值管理新阶段的政策导向与价值内涵

- 2024年以来金融政策总体基调：“防风险”“严监管”基础上，促进资本市场中长期稳健发展。
- 金融工作**两大政策方向**：
- 1) 对于保险、社保、央国企等“耐心资本”“鼓励加杠杆”；
- 2) 对游资、量化、私募等短线资金“炒作”，以及上市公司“虚假回购”“实质减持”“转融通”等“伪市值管理”进行严格监管。

市值管理新阶段的政策导向与要求	
股权激励	《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》鼓励董事会建立长效激励机制，充分运用股权激励、员工持股计划等工具，合理拟定授予价格、激励对象范围、股票数量和业绩考核条件，强化管理层、员工与上市公司长期利益的一致性，激发管理层、员工提升上市公司价值的主动性和积极性。
回购	《监管指引》规定上市公司监管指引董事会应当结合上市公司的股权结构和业务经营需要，推动在公司章程或者其他内部文件中明确股份回购的机制安排。鼓励上市公司将回购股份依法注销。鼓励有条件的上市公司根据回购计划安排做好前期资金规划和储备。
减持与增持	《监管指引》规定控股股东、实际控制人可以在符合条件的情况下制定、披露并实施股份增持计划，或者通过自愿延长股份锁定期、自愿终止减持计划以及承诺不减持股份等方式，提振市场信心。上市公司应当积极做好与股东的沟通引导股东长期投资。鼓励控股股东、实际控制人长期持有上市公司股份，保持上市公司控制权的相对稳定。
提升分红	《监管指引》规定董事会应当重视上市公司质量的提升，根据当前业绩和未来战略规划就上市公司投资价值制定长期目标，在公司治理、日常经营、并购重组及融资等重大事项决策中充分考虑投资者利益和回报，坚持稳健经营，避免盲目扩张，不断提升上市公司投资价值。鼓励董事会制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。
并购重组	“科八条”“促进并购重组的6条措施”大力支持并购重组：支持上市公司围绕战略性新兴产业，未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业的并购，以及有助于提升关键技术水平的未盈利资产的收购。两会期间国资委要求“央企在25年，战略新兴产业收入占比达到30%”，对央企并购重组提出刚性要求。

资料来源：证监会，中泰证券研究所

本轮市值管理周期与“12-15年”显著不同

- 宏观政策背景：以安全为基础的高质量发展**VS**“经济增速合理区间”下的“万众创新、大众创业”
- 金融政策背景：“三大会议”下的金融供给侧改革“严监管”的总基调**VS**大力鼓励“金融创新”的基调
- **2023**年以来，我国金融政策出现明显变化，金融环境整体收紧，提出金融监管要“长牙带刺，有棱有角”。**2024**年4月新“国九条”出台，突出“严监严管”基调，与前两个国九条有较大区别。2004年，2014年的“国九条”以发展建设资本市场为主，而新印发的“国九条”则主要以加强监管为主，以推动建设一个长期健康发展的资本市场。

图表：2017年与2023/24年金融工作表述变化

整体定调：	2017年全国金融工作会议：金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。 2023年中央金融工作会议：金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分。
金融服务实体：	2017年全国金融工作会议：金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措。要贯彻新发展理念，树立质量优先、效率至上的理念，更加注重供给侧的存量重组、增量优化、动能转换。 2023年中央金融工作会议：高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务。要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。
金融监管：	2017年全国金融工作会议：防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。 2023年中央金融工作会议：要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。 2024年省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班：金融监管要“长牙带刺”、有棱有角，关键在于金融监管部门和行业主管部门要明确责任，加强协作配合。在市场准入、审慎监管、行为监管等各个环节，都要严格执法，实现金融监管横向到边、纵向到底。
金融开放：	2017年全国金融工作会议：要积极稳妥推动金融业对外开放，合理安排开放顺序，加快建立完善有利于保护金融消费者权益、有利于增强金融有序竞争、有利于防范金融风险的机制。要推进“一带一路”建设金融创新，搞好相关制度设计。 2023年中央金融工作会议：要着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。坚持“引进来”和“走出去”并重，稳步扩大金融领域制度型开放，提升跨境投融资便利化，吸引更多外资金融机构和长期资本来华展业兴业。

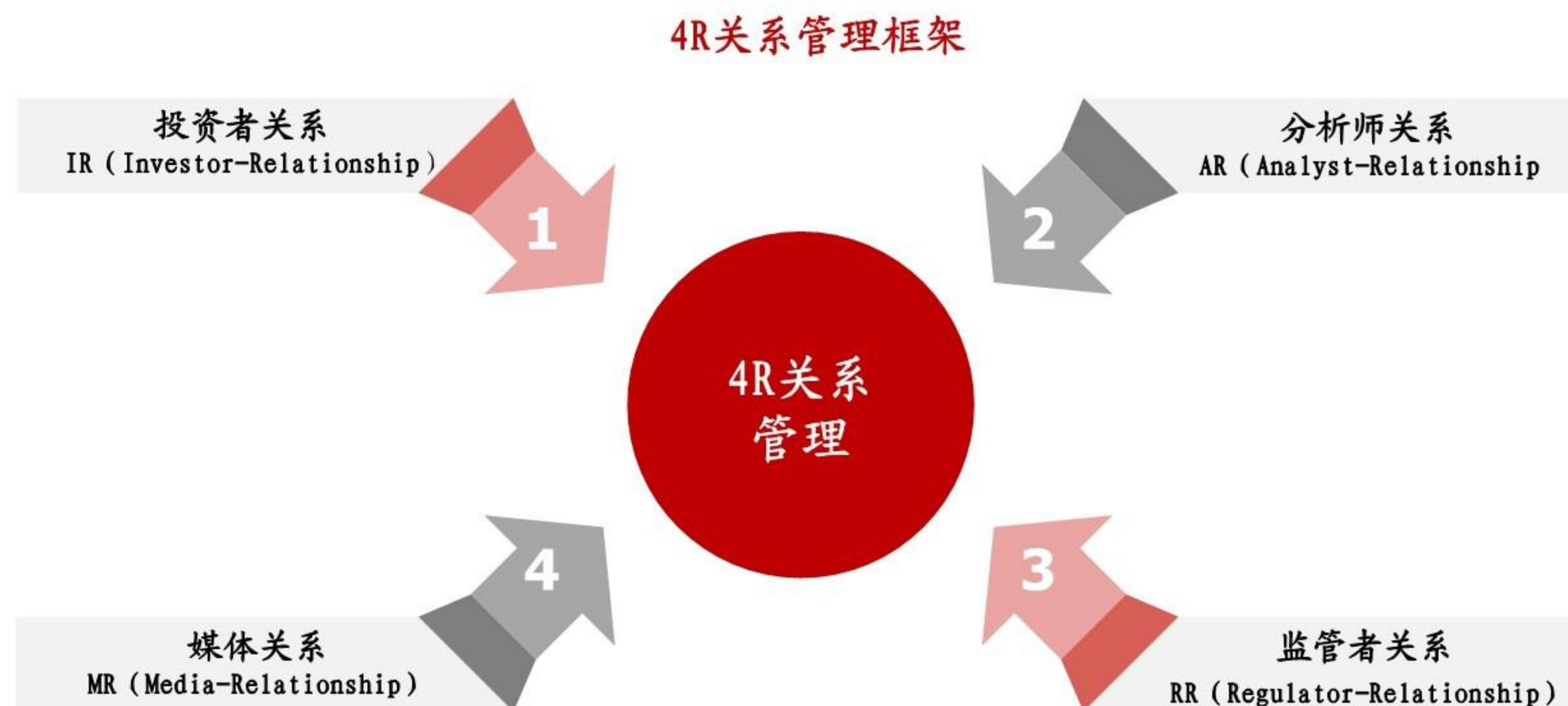
图表：2004，2014，2024三次颁布“国九条”主要内容对比

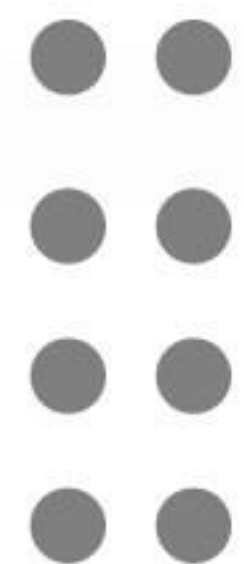
2004年1月31日发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	2014年5月9日发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	2024年4月12日发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
一、充分认识大力发展资本市场的重要意义	一、总体要求	一、总体要求
二、推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	二、发展多层次股票市场	二、严把发行上市准入关
三、进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展	三、规范发展债券市场	三、严格上市公司持续监管
四、健全资本市场体系，丰富证券投资品种	四、培育私募市场	四、加大退市监管力度
五、进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作	五、推进期货市场建设	五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强
六、促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平	六、提高证券期货服务业竞争力	六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性
七、加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平	七、扩大资本市场开放	七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量
八、加强协调配合，防范和化解市场风险	八、防范和化解金融风险	八、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展
九、认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放	九、营造资本市场良好发展环境	九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力

资料来源：中国政府网，证监会，中泰证券研究所；

市值管理新阶段：研究的价值凸显

- 1.公募机构服务：实现上市公司股东结构优化、带客户调研，三地反路演、行业及公司深度报告等。
 - 2.产业咨询信息：产业整体数据，行业和同业数据高频更新。
 - 3.产业链协同：上下游客户对接，产业链高层与高层的对接。
 - 4.并购标的研究及挖掘：对接上市公司投资业务。
- 总之：好研究的本质是产业的前瞻与产业链资源的匹配，资产的定价以及资产前瞻的判断。好的研究是深度、前瞻和较高正确率。





2

分红与股权激励：价值共享的战略优化

分红率提升是估值重塑的关键抓手

- 提高分红率可以使得上市公司通过吸引长期资金、降低股权资本成本等机制提升股价估值中枢。
- 21年以来，通过不断强化央国企的分红率，A股2023年国企整体分红率达到39.84%，股息率达到3.10%；其中，央企分红率达到38.31%，股息率达到3.52%。
- 在稳定分红收益的支撑下，2023年以来央国企风险溢价整体稳定，而民企风险溢价则持续震荡上升。

图表：提高分红率对于股价的机制

提高分红率对于股价的机制

1、吸引长期投资者

- 高分红率吸引偏好稳定现金流的长期资金，**推高股价**。

2、增强投资者信心

- 传递出公司财务健康信号，表明企业具备稳定的现金流和盈利能力。高且稳定的分红政策让市场给予公司溢价估值。
- 投资者通常将稳定分红公司视为“避险资产”

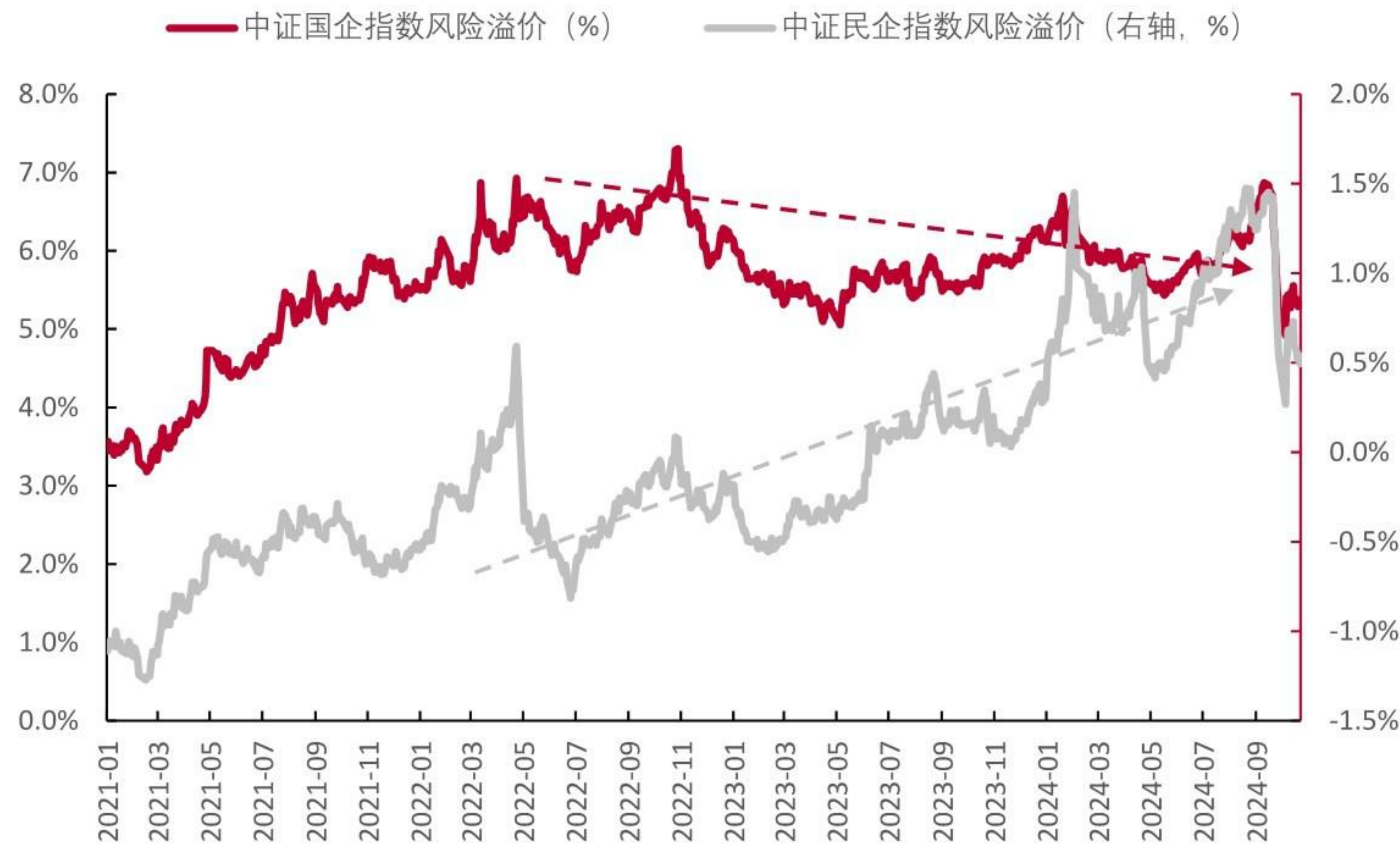
3、降低资本成本

- 市场认为高分红率的公司风险较低，因此这类公司通常享有较低的股权资本成本。而资本成本降低会提升公司估值，从而**推高股价**。

4、负面影响：

- 可能削弱企业在未来项目上的投资能力

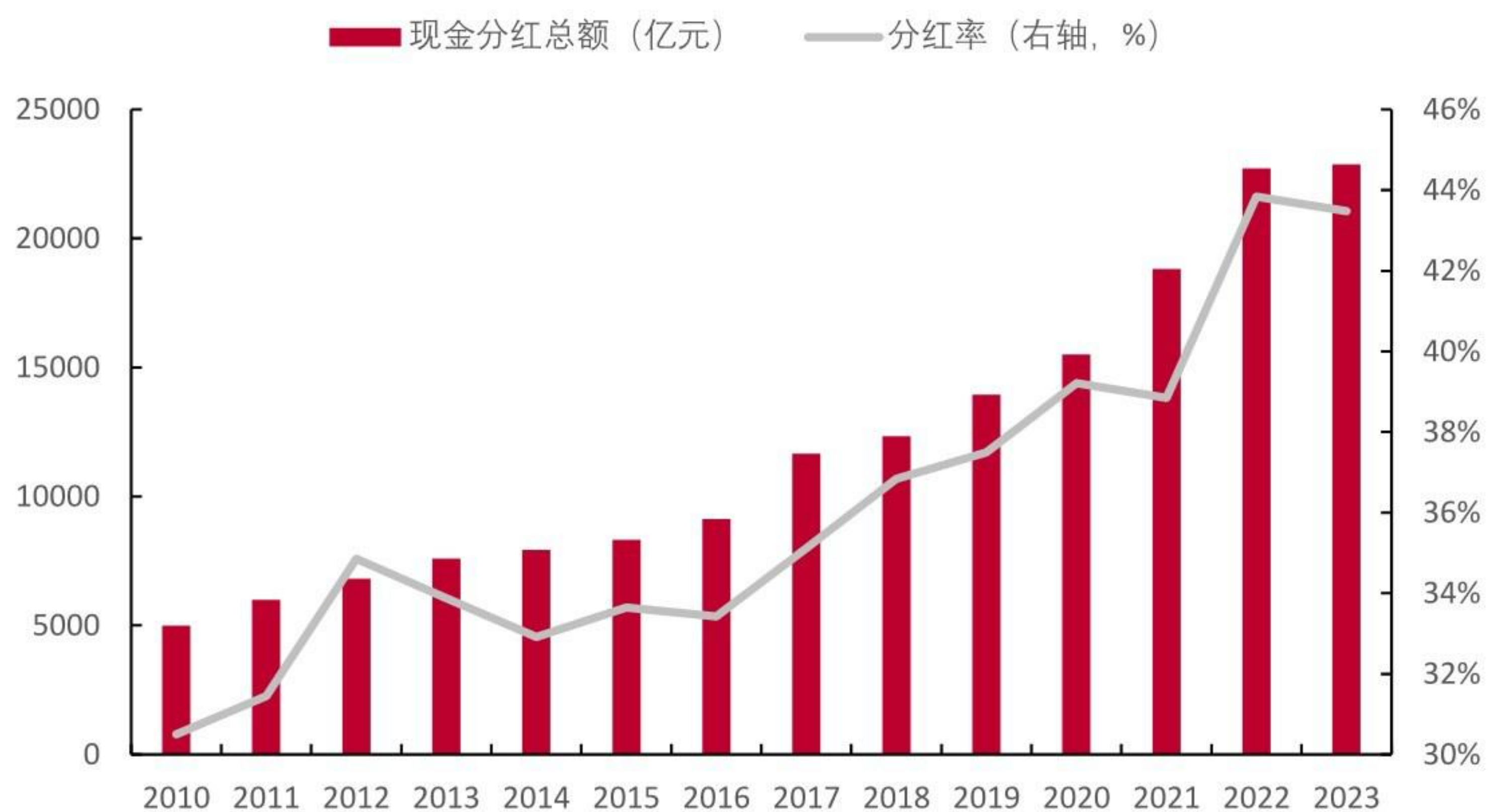
图表：2021年以来民企风险溢价持续上升，而央国企保持稳健



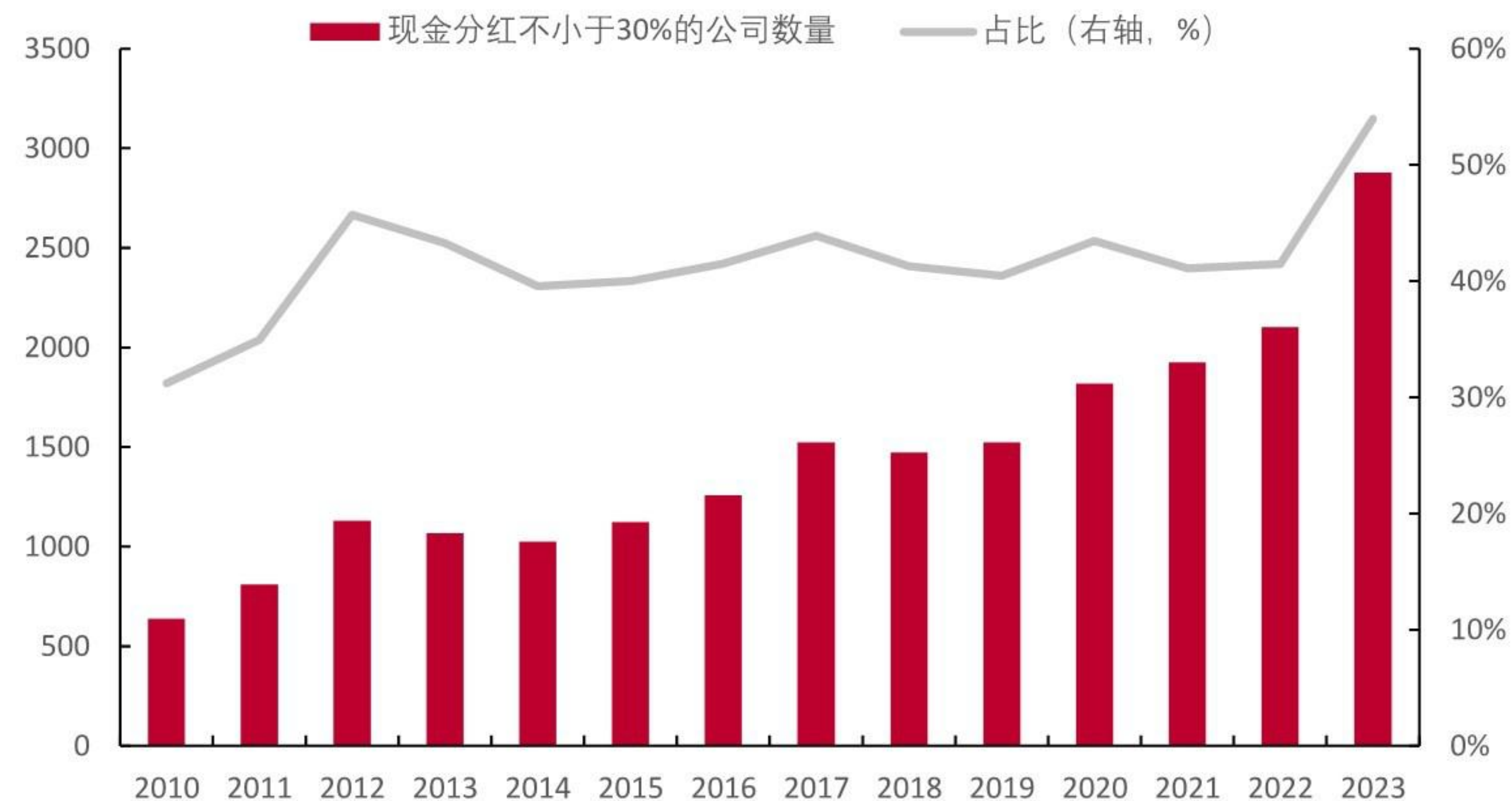
A股分红率与分红额逐年攀升

- 2010年至2023年，A股分红额整体攀升。2023年全A股分红额达到2.29万亿元，整体分红率达到43.5%，股息率推升至2.2%（截至2024年10月）。
- 从个股来看，A股上市公司分红意愿整体上升：2023年现金分红比例大于（或等于）30%的公司数量达到2879家，占比由22年41%跃升至54%。

图表：A股分红额逐年攀升，整体分红率达到43.5%



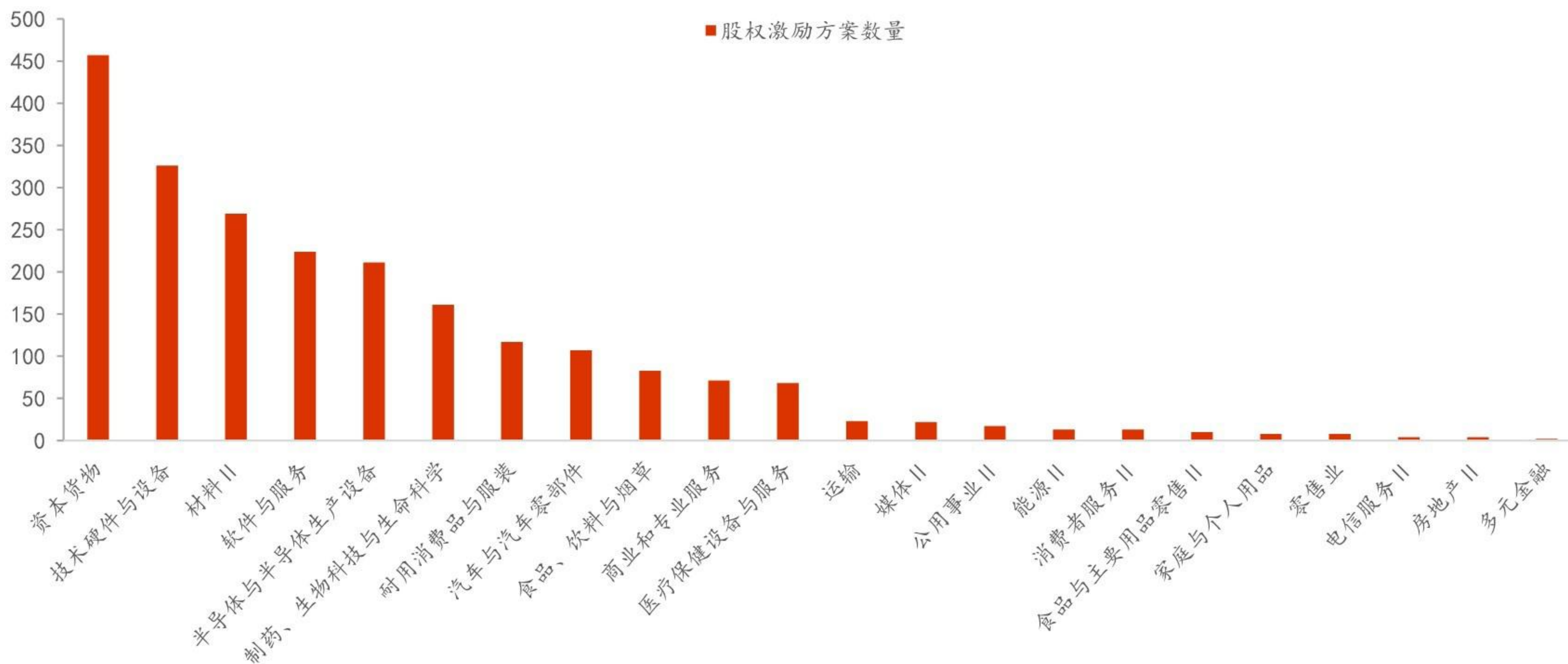
图表：A股分红率超过30%的公司数量与占比整体上升



股权激励与员工持股：激发企业内生动力

- 股权激励通过激发核心员工积极性与提升投资者对企业未来业绩正向预期来提升企业估值中枢。
- 股权激励作为一种激励机制，在上市公司中的普及程度有所提高。股权激励多发生在科技行业，其中技术硬件与设备（14.70%）、材料（12.13%）及软件与服务（10.10%）等行业实施方案数量较多。
- 从公司属性来看，民企的股权激励实施方案更为频繁，2021年至2024年（截至11月7日）民企在实施的股权激励方案达2522家，占比80%。

图表：2021-2024年A股上市公司的股权激励多集中在科技行业

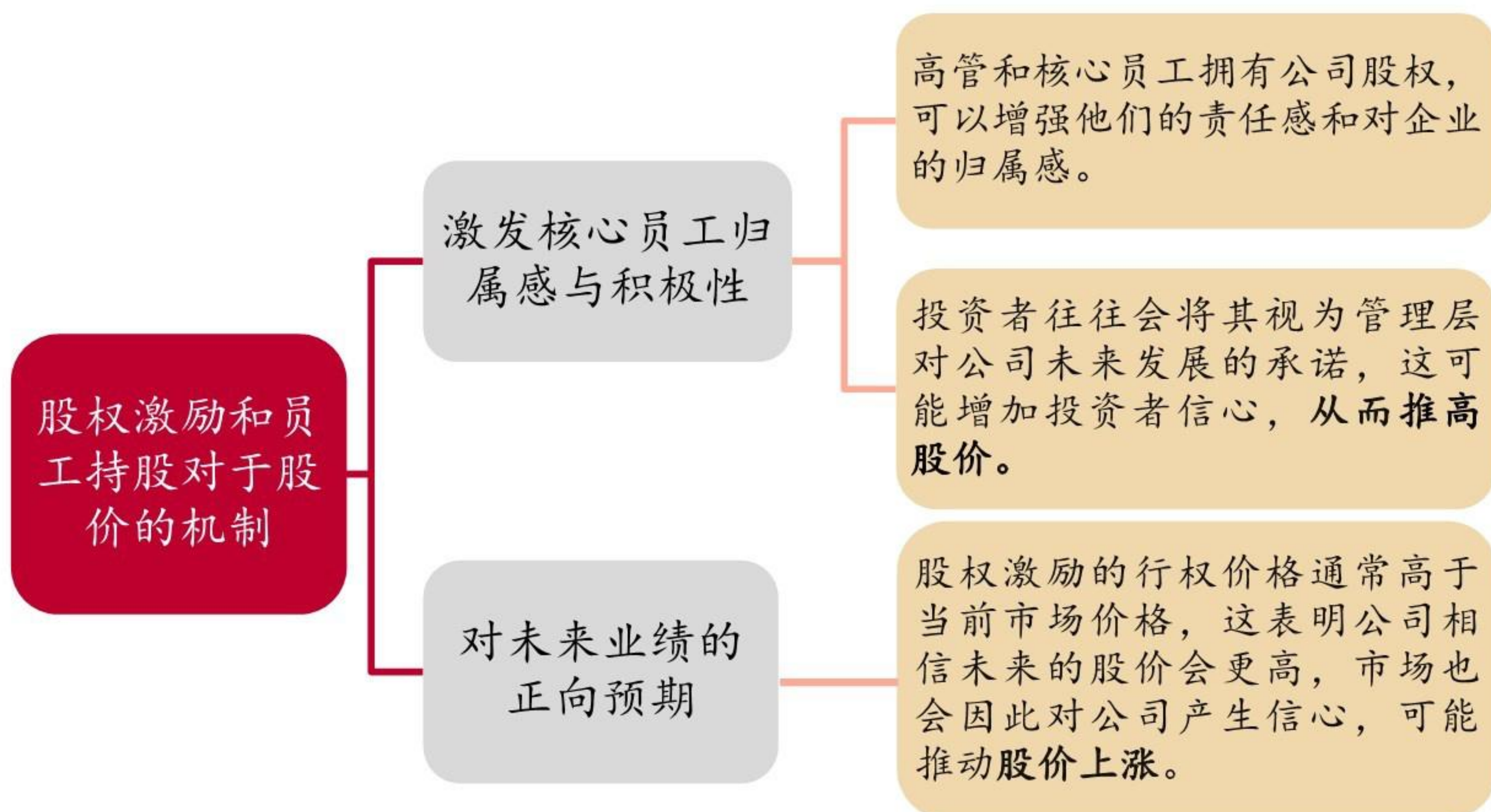


资料来源：Wind，中泰证券研究所；

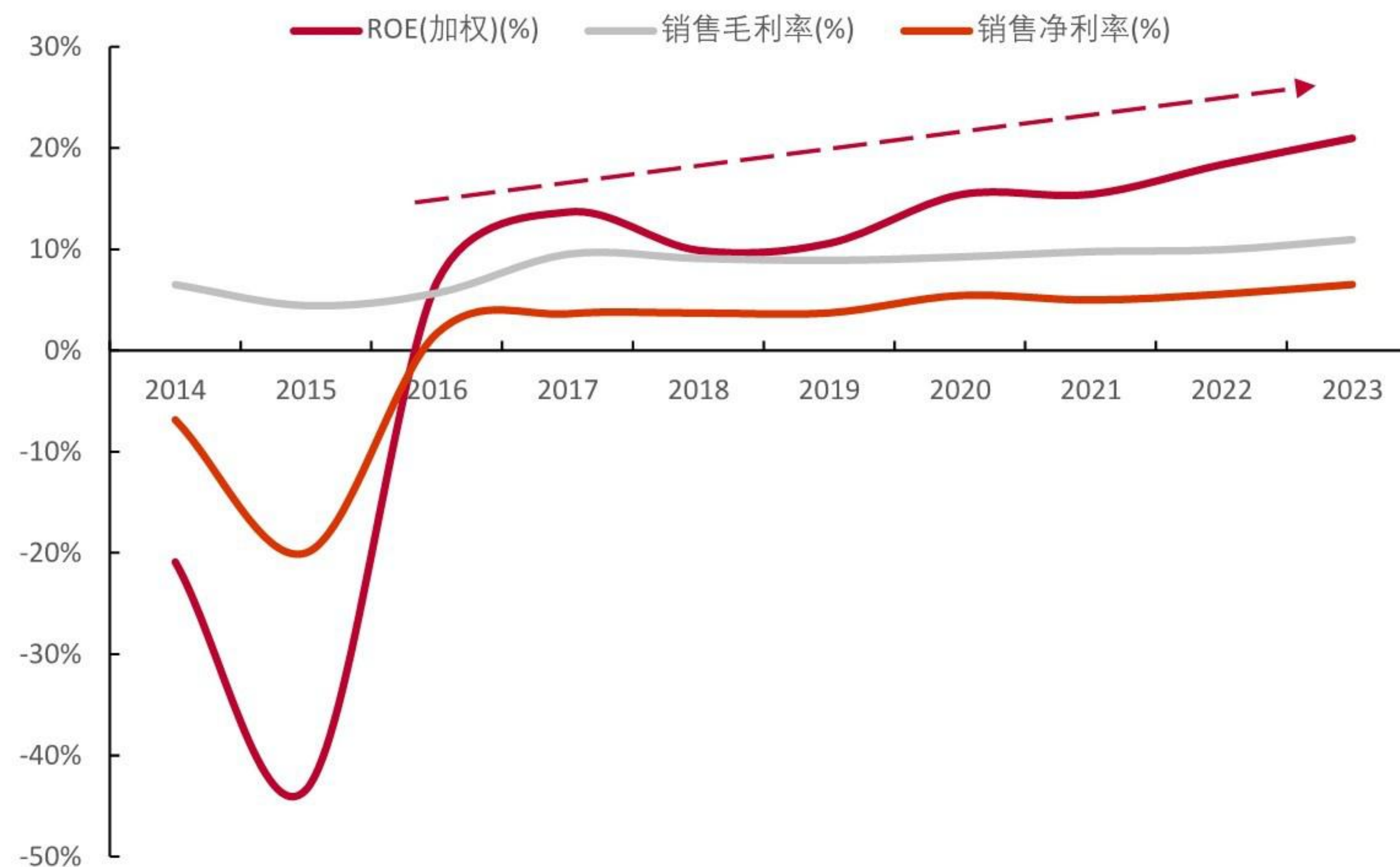
股权激励与员工持股：激发企业内生动力

- ▶ 伴随国企改革的深化，过去国企改革三年行动中，央国企开始逐渐受益于股权激励带来的效率抬升。近年来，军工主机厂在军品定价机制改革下的股权激励，使得企业盈利能力出现大幅提高。
- ▶ 例如，2016年以来，中航沈飞受益于定价机制改革与股权激励，业绩与盈利能力持续提高。2023年中航沈飞毛利率与净利率分别达到10.95%/6.51%，相比2016年大幅提高；ROE达到21%，相较2016年提升幅度超过200%。

图表：股权激励和员工持股对于股价的影响机制



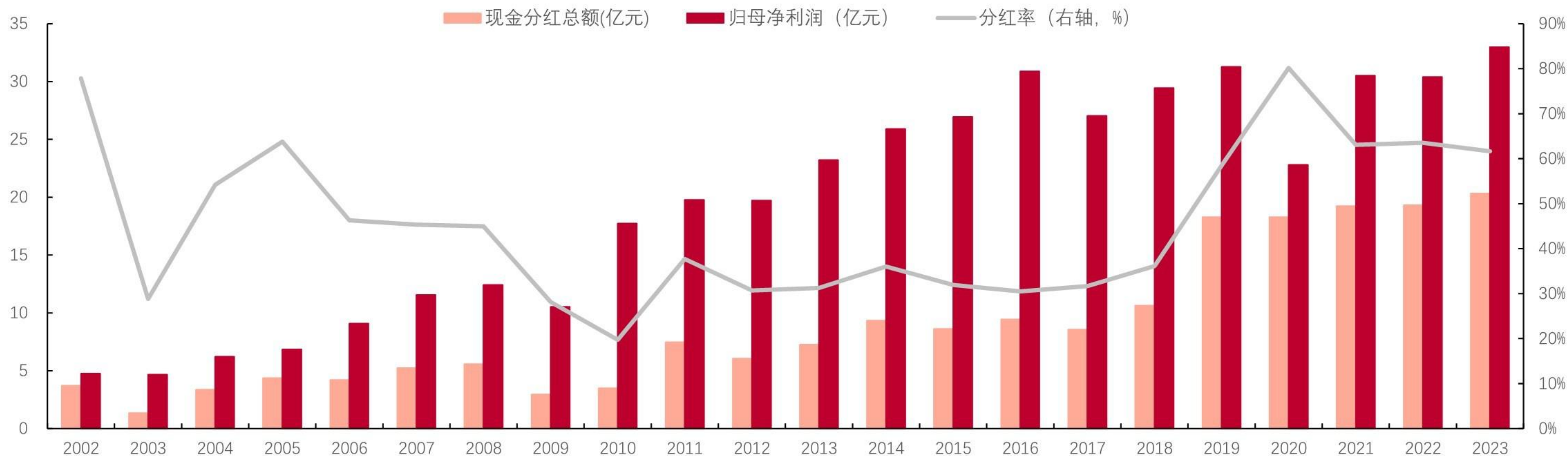
图表：中航沈飞2014-2023盈利能力持续提升



山东高速：持续高分红的市值管理典范

- 山东高速2002年上市以来每年持续现金分红，累计分红总额达到197亿元，平均分红率达到43.84%。2023年山东高速分红20.33亿元，分红率达到61.66%，位列行业前列。
- 为进一步彰显投资价值，山东高速集团在2020年披露的股东回报规划中承诺未来五年分红率不低于60%。公司2020年分红率达到80.16%，且至今已连续4年兑现承诺。

图表：山东高速历年利润，分红额与分红率

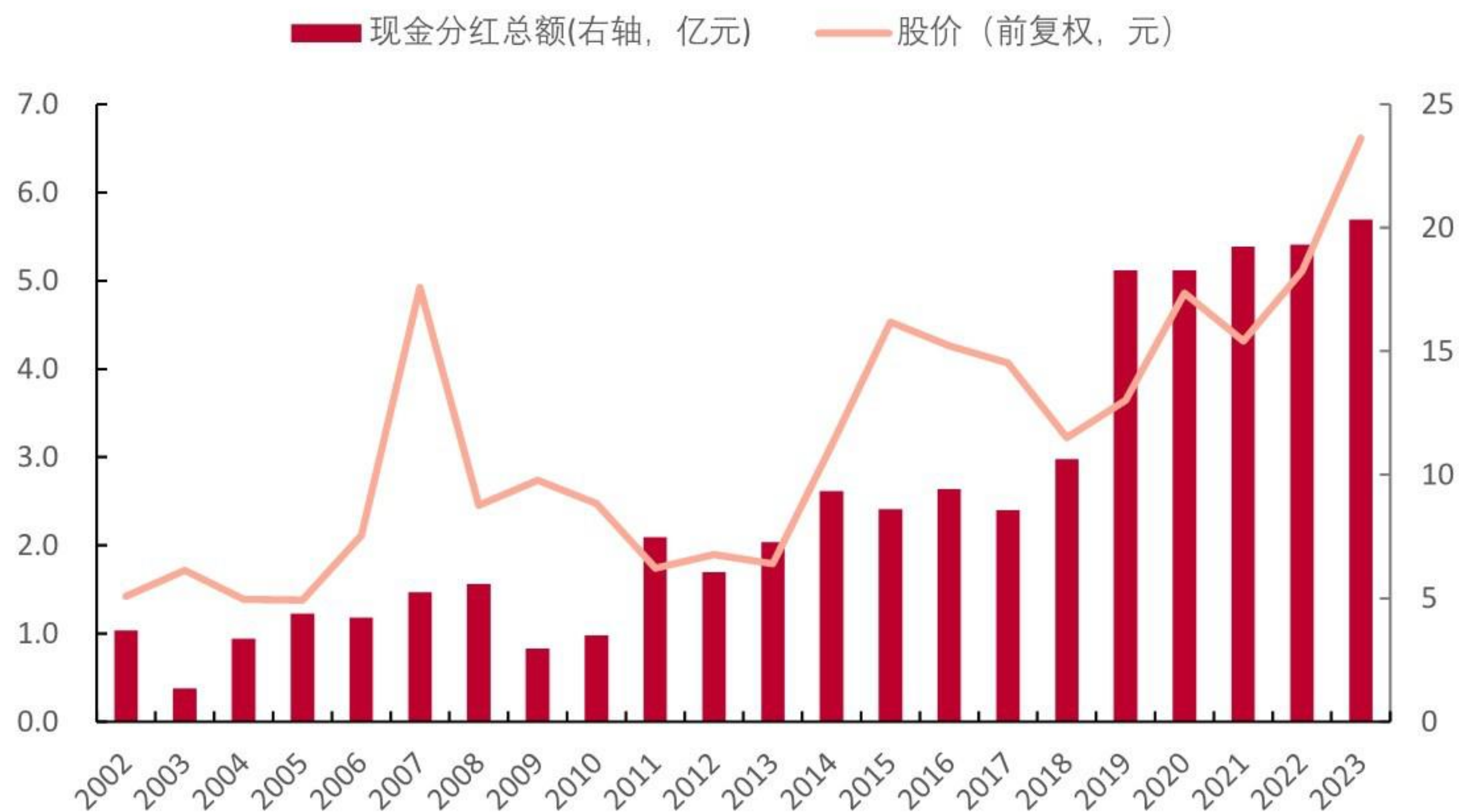


资料来源：iFinD, Wind, 中泰证券研究所；

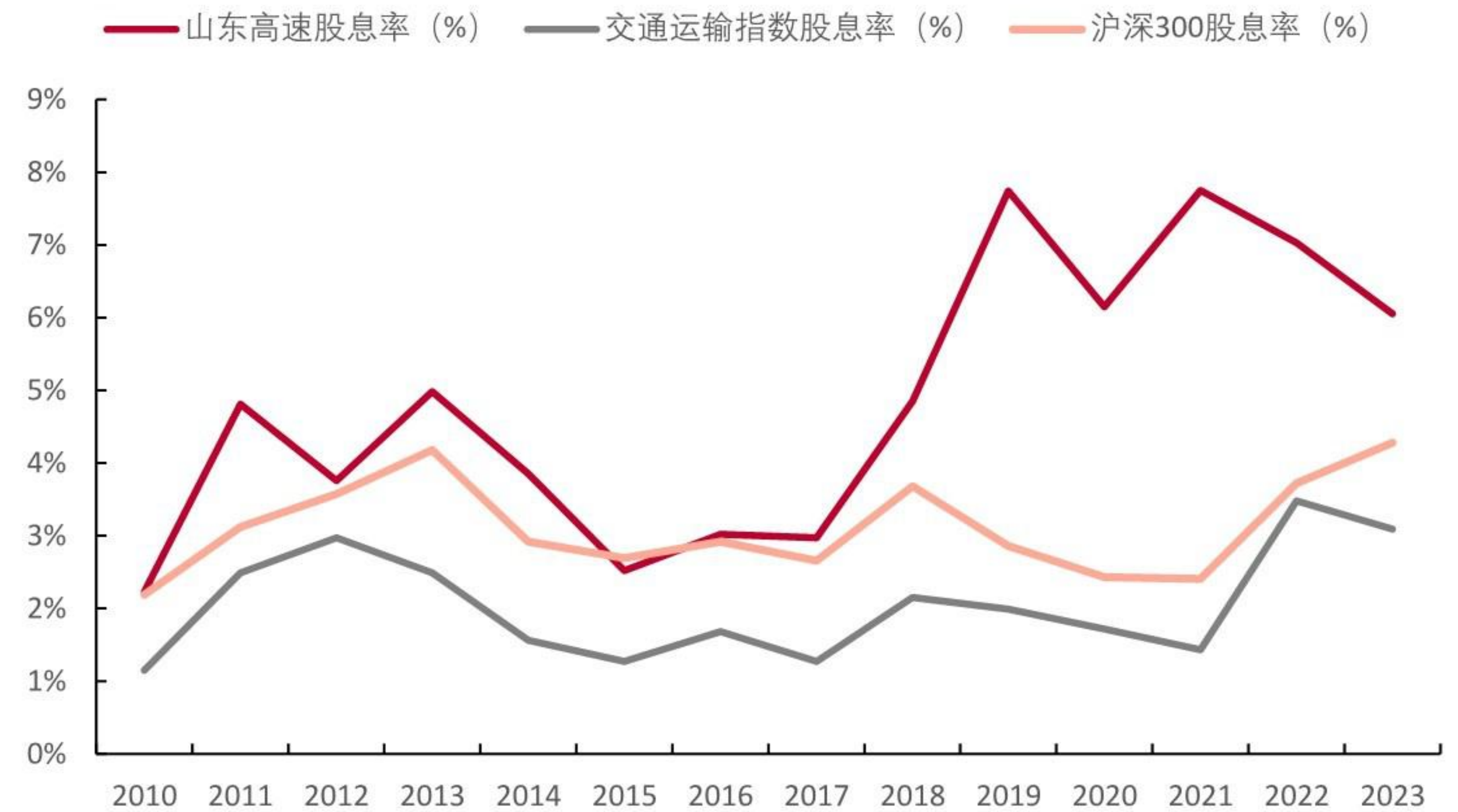
山东高速：持续高分红的市值管理典范

- 持续稳定的高分红政策为山东高速带来了显著的市值管理效果。在稳健业绩以及高分红率的支撑下，山东高速股价表现长期稳健上涨。
- 山东高速2020年至2024年股价波动率明显低于同行业水平，整体相对稳健，这或得益于山东高速股息率长期高于行业水平。截至2024年10月底，山东高速股息率达到4.88%，而交通运输指数与沪深300指数股息率分别为2.88%/2.97%。

图表：山东高速分红总额与股价表现



图表：山东高速股息率长期高于行业平均



资料来源：iFinD, Wind, 中泰证券研究所



3

股份回购：资本市场信心重塑工程

回购效应双驱动：提升EPS与传递管理层信心

- 回购通过提高每股盈利、彰显管理层信心、优化股票供给与财务效率多个维度提升股价与公司市值。
- 上市公司“借贷回购”是美股“百年长牛”的重要“密码”：从美国上市公司业绩拆分角度看，过去十五年，美国上市公司的每股盈利（EPS）年复合增速为11%，而企业利润复合增速仅为8%，两者间3%的差值就是回购“人为推升”的“增长”。当前美股EPS增长之中，公司通过回购股票所贡献的增长占比接近30%。

图表：回购对于股价的影响机制

回购对于股价的机制

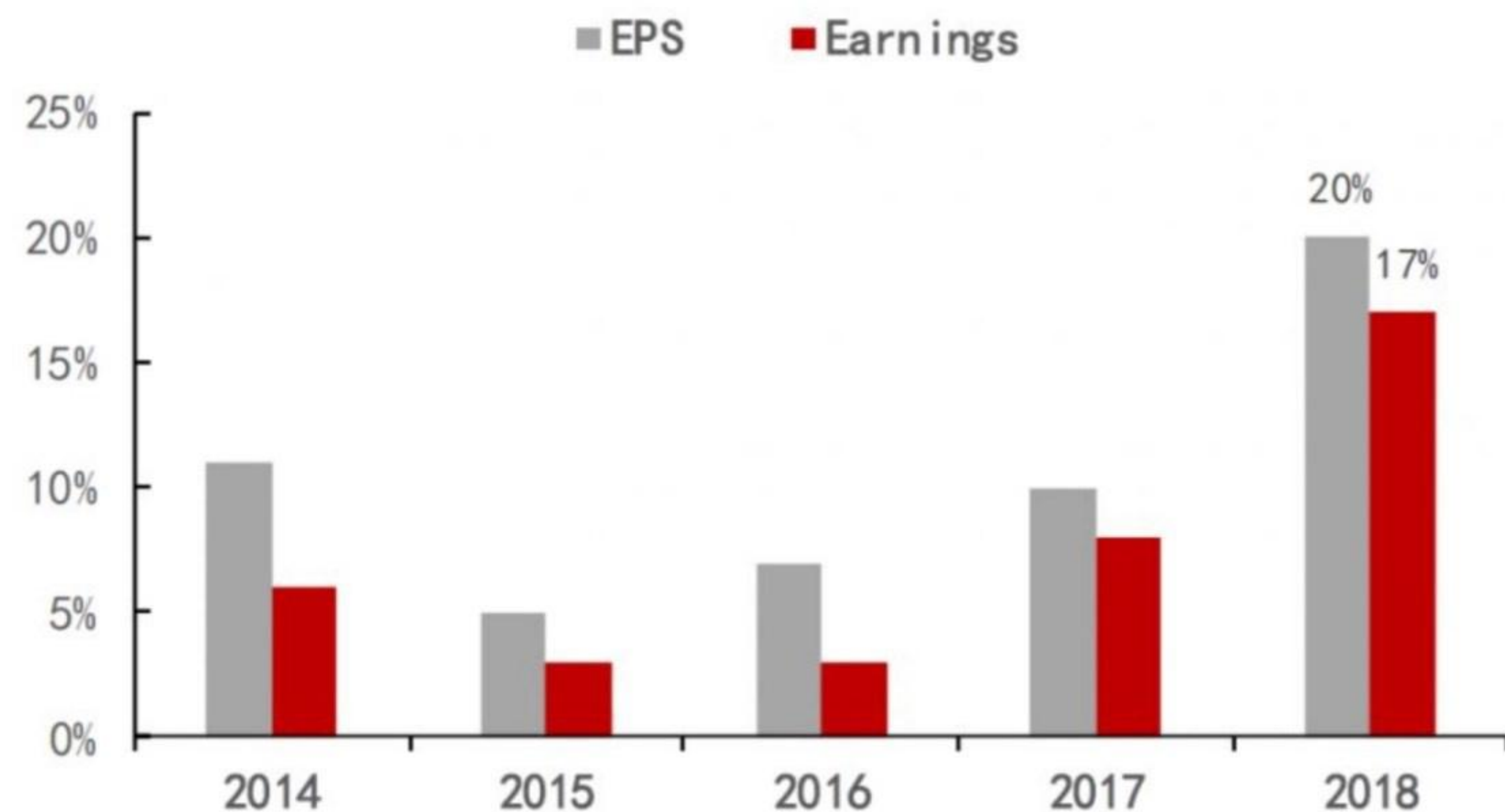
减少流通中的股票数量时，净利润分摊到更少的股票上，从而提高每股收益

股票回购减少了公司股本，提高了公司的负债比例。这有助于降低加权平均资本成本（WACC），提高财务杠杆效率。

向市场释放信号，表明管理层认为公司股价被低估，从而提振市场信心

股票回购减少了公司股本，提高了公司的负债比例。这有助于降低加权平均资本成本（WACC），提高财务杠杆效率。

图表：2014年-2018年美股回购对EPS的增长贡献了约30%



回购的由虚向实：倡导上市公司的价值回购

➤ 新一轮“减持新规”等新规以“实质重于形式”的原则，实际上是给“伪回购”等短期套利行为“套上紧箍咒”。

上市公司股东减持股份管理暂行办法（节选）

第七条	存在下列情形之一的，大股东不得减持本公司股份： （一）因涉嫌与本上市公司有关的证券期货违法犯罪，被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查，或者被行政处罚、判处有期徒刑不满六个月； （二）因涉及与本上市公司有关的违法违规，被证券交易所公开谴责不满三个月的； （三）因涉及证券期货违法，被中国证监会行政处罚，尚未足额缴纳罚没款的，但法律、行政法规另有规定，或者减持 2 资金用于缴纳罚没款的除外；
第八条	存在下列情形之一的，上市公司控股股东、实际控制人不得减持本公司股份： （一）上市公司因涉嫌证券期货违法犯罪，被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查，或者被行政处罚、判处有期徒刑不满六个月的； （二）上市公司被证券交易所公开谴责不满三个月的； （三）上市公司可能触及重大违法强制退市情形，在证券交易所规定的限制转让期限内的控股股东、实控人不得减持股份。
第九条	大股东计划通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份的，应当在首次卖出前十五个交易日向证券交易所报告并披露减持计划。
第十条	存在下列情形之一的，控股股东、实际控制人不得通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份： （一）最近三个已披露经审计的年度报告的会计年度未实施现金分红或者累计现金分红金额低于同期年均归属于上市公司股东净利润的百分之三十的，但其中净利润为负的会计年度不纳入计算； （二）最近二十个交易日中，任一日股票收盘价（向后复权）低于最近一个会计年度或者最近一期财务报告期末每股归属于上市公司股东的净资产的。
第十一条	最近二十个交易日中，任一日股票收盘价（向后复权）低于首次公开发行股票发行价格的，上市公司首次公开发行股票时的控股股东、实际控制人及其一致行动人不得通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份。
第十二条	大股东通过证券交易所集中竞价交易减持股份，或者其他股东通过证券交易所集中竞价交易减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份的，三个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的百分之一。
第十四条	大股东通过大宗交易方式减持股份，或者其他股东通过大宗交易方式减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份的，三个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的百分之二；股份受让方在受让后六个月内不得减持其所受让的股份。

资料来源：证监会，中泰证券研究所；

回购的由虚向实：倡导上市公司的价值回购

- 当前利率较低的“股票回购增持专项再贷款”，实际上是给了现金流分红较好的央国企便利回购的机会，其可借助这一工具，持续提升自身估值中枢。
- 央国企整体盈利较为稳健且估值相对偏低，其股息率相对较高，因此央国企回购收益相对可观。
- 随着回购带来的资金流入以及利好情绪释放，央国企估值亦会得到一定提升。

图表：央国企整体业绩稳健，且股息率相对较高



图表：高股息央国企将显著受益于“股票回购增持专项再贷款”

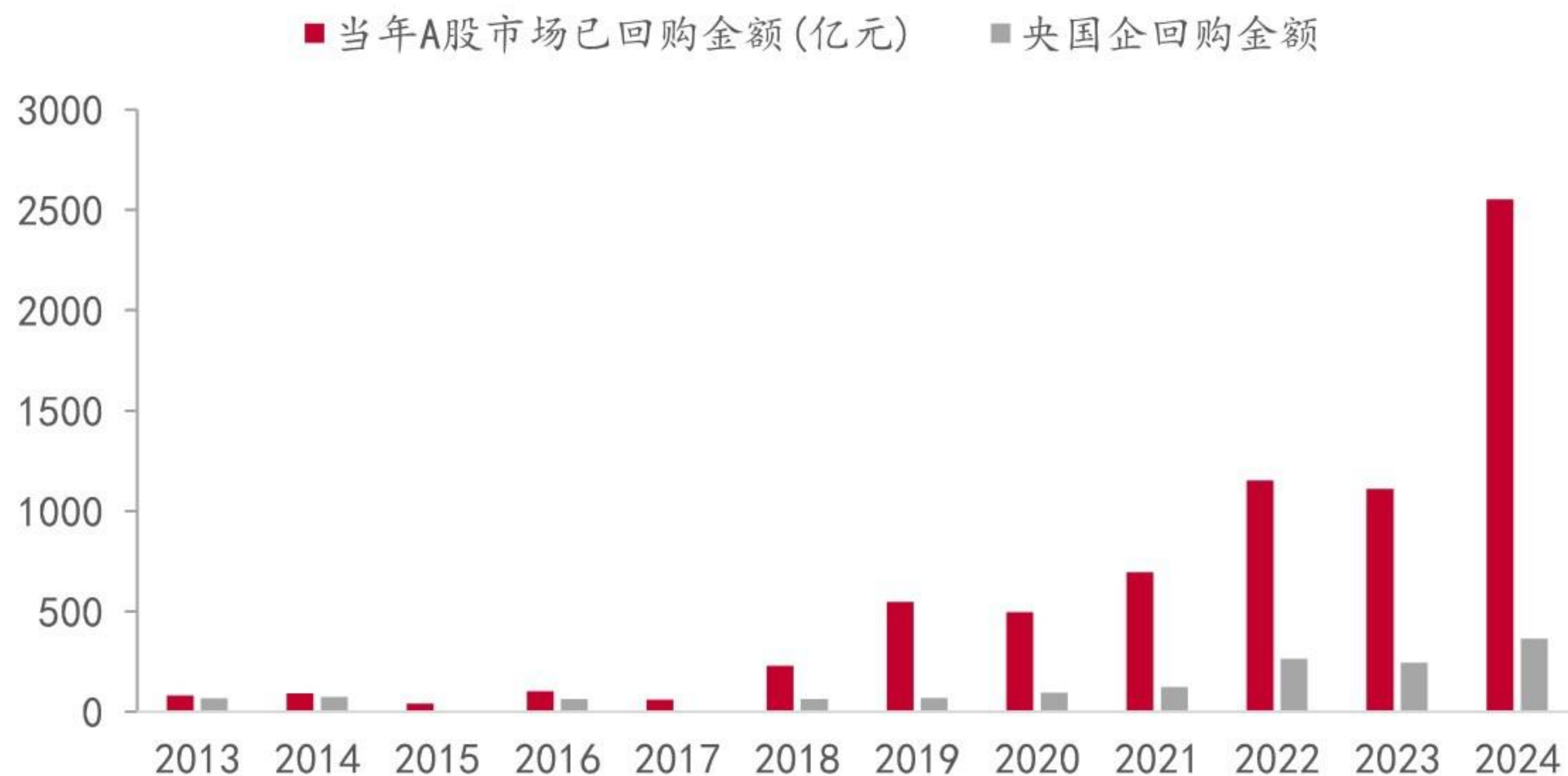
股票回购增持专项再贷款核心要求		
金融机构发放股票回购增持贷款	(一) 21家全国性金融机构可发放股票回购增持贷款	21家全国性金融机构可发放股票回购增持贷款。金融机构按市场化原则，自主向符合条件的上市公司和主要股东发放贷款，专项用于回购和增持上市公司股票（以下简称股票回购增持贷款）。
	(二) 严格确定贷款条件	发放贷款应当以上市公司已正式披露的回购方案或股东增持计划为前提，纳入对其的统一授信；贷款金额不得高于回购增持资金的一定比例。按照利率优惠原则，合理确定贷款利率，原则上不超过2.25%，豁免执行利率自律约定。
	(三) 严格管理贷款资金	要确保贷款资金“专款专用，封闭运行”。21家金融机构将监督上市公司和主要股东做到专款用于股票回购和增持。在贷款全部清偿前，资金账户不允许支取现金或对外转账。
中国人民银行发放股票回购增持再贷款	(一) 再贷款基本要素	21家金融机构按本通知规定向上市公司和主要股东发放股票回购增持贷款的，可向中国人民银行申请再贷款。再贷款首期总额度3000亿元，年利率1.75%，期限1年，可视情况展期。
	(二) 再贷款发放流程	再贷款按季度发放。对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%向21家金融机构发放再贷款。
	(三) 再贷款质押品要求	21家金融机构需向中国人民银行提供合格债券或经中央银行内部评级达标的信贷资产作为质押品。

资料来源：Wind，中泰证券研究所

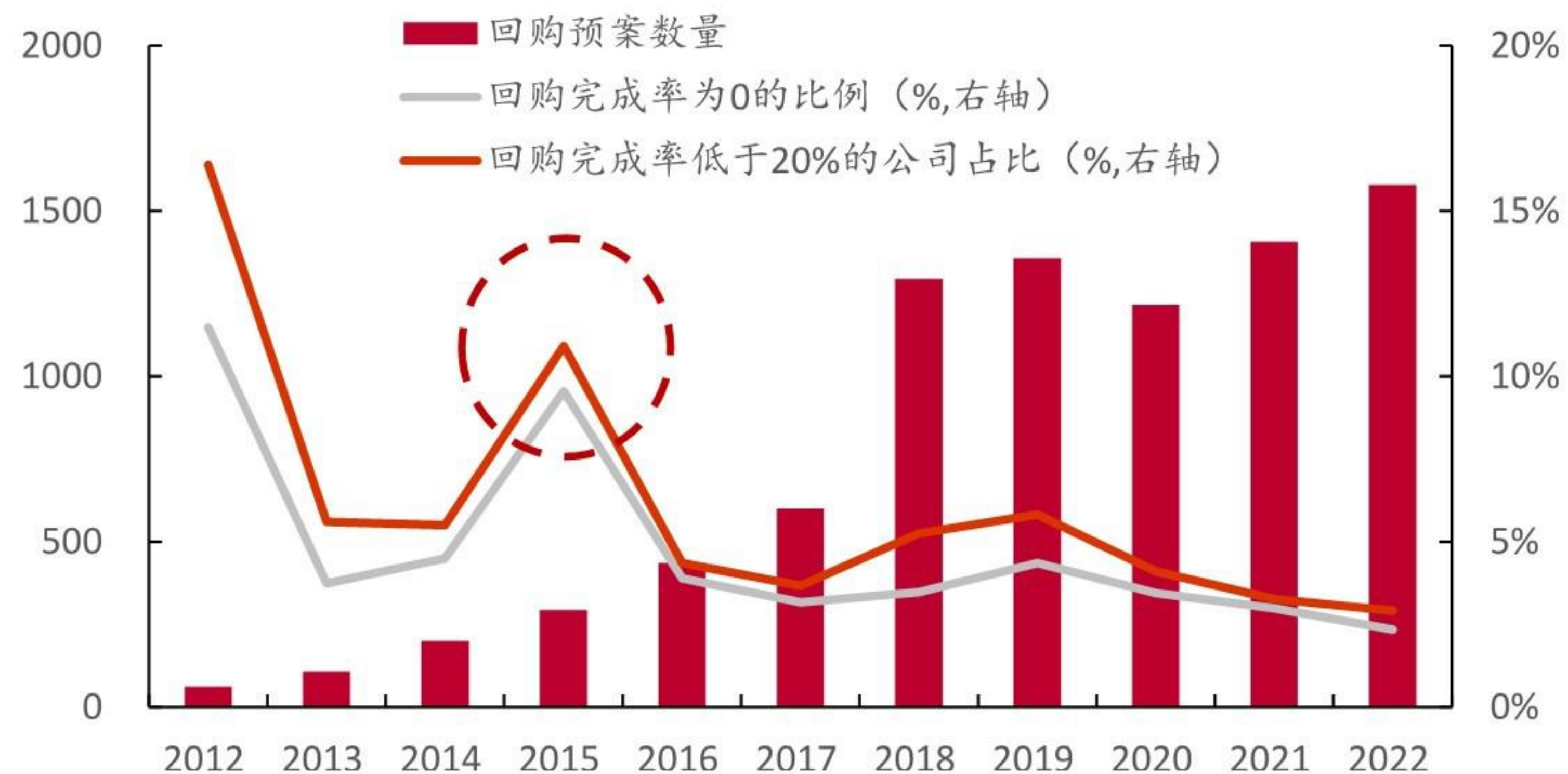
回购的由虚向实：倡导上市公司的价值回购

- 2013-2015年我国资本市场出现大量“伪回购”等行为，大量公司发布回购预案却未能完成。2015年发布回购预案的公司中，实际回购完成率低于20%的公司占比高达11%。2016年后随着市场估值逐渐回到合理区间，以及监管政策趋严，A股“伪回购”占比大幅下滑。
- 随着政策端对上市公司市值管理的支持加强，截至今年10月25日，上市公司对市值管理的重视度与践行度提升，2024年A股市场已完成回购2551.85亿元，其中央国企完成回购363.59亿元，均已超过23年全年金额。

图表：随着政策对回购的支持加强，2024年上市公司回购金额上升



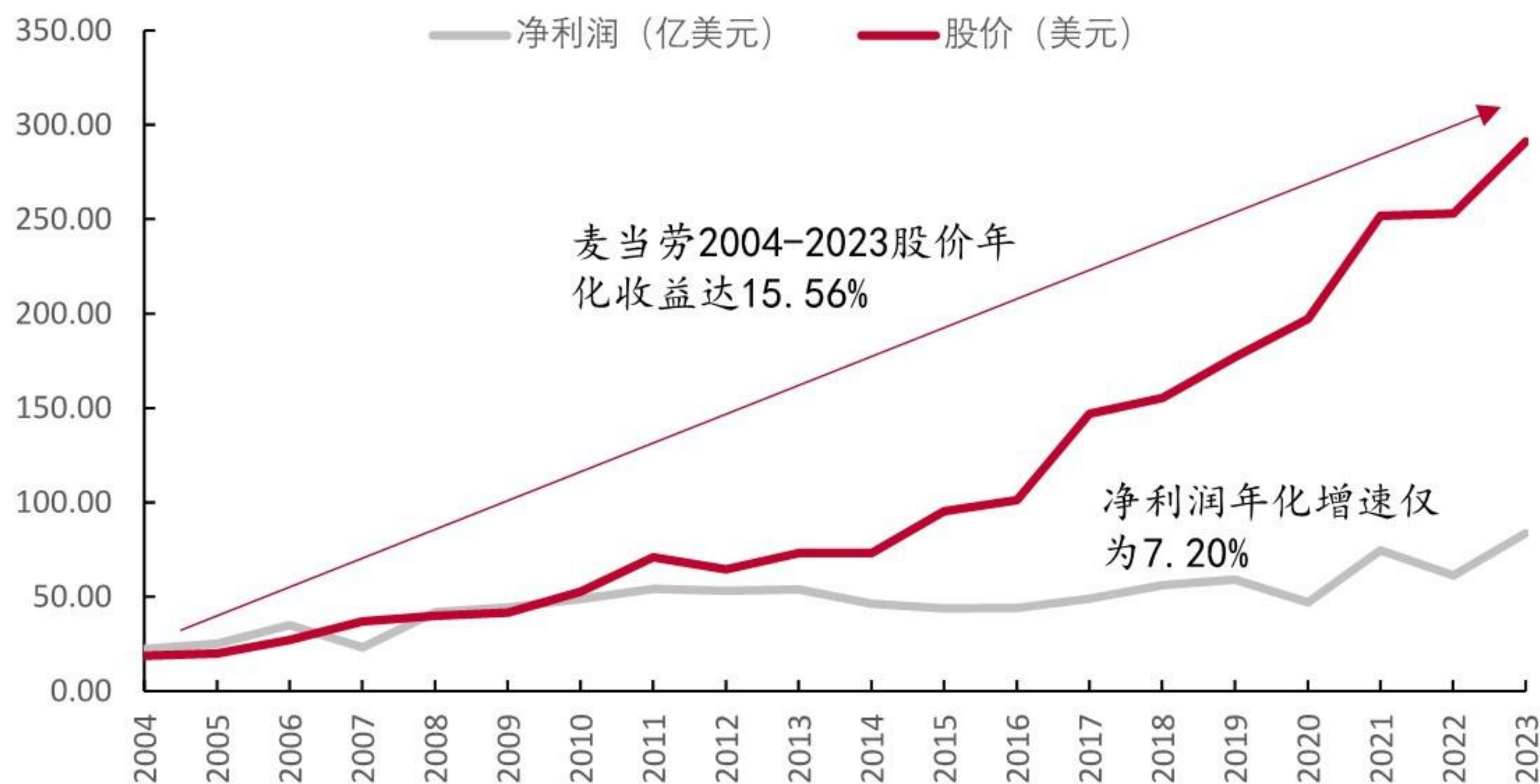
图表：2015年大量上市公司“假回购”或“蜻蜓点水”式回购



回购案例：麦当劳——“借贷回购”推动股价“长牛”

- 麦当劳作为国际餐饮巨头，其业绩增速整体承压，但股价却处于长期上涨状态。2004-2023年间，麦当劳净利润合计增长274.55%，而其股价则由18.66美元增长至291.24美元，合计增长1460.8%。
- 麦当劳股价上涨的关键在于持续的分红与回购。2004-2023年麦当劳的EPS增速长期高于归母净利润增速，其原因在于分红回购后，股权进一步集中所带来EPS的上升。对于大型公司而言，其相对较低的借贷成本进一步鼓励股东“借贷回购”，推升股价。

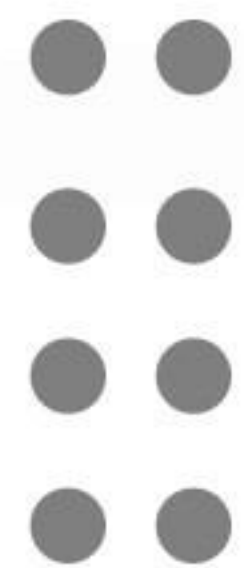
图表：麦当劳(MCD.N)股价涨幅远高于业绩增速



图表：麦当劳(MCD.N)通过借贷回购，其EPS增速长期高于净利润增速



资料来源：Wind，中泰证券研究所



4

并购重组：引导新质生产力培育发展

新兴产业整合机遇：聚焦新质生产力

- 当前我国供给侧产能过剩问题不再集中于上游原材料行业，而是逐渐聚焦于下游产品。
- 制造业投资，特别是新能源行业投资是近几年我国经济新的增长点。然而，去年以来我国经济面临内需不足，且出口承压等问题，总需求增长不及预期导致出现部分行业产能过剩。
- 以新能源为例，电力设备板块利润率自2022年就逐渐见顶，2023年以来板块整体面临一定的产能过剩，行业利润率显著下滑，当前板块利润率相对2022年高位已腰斩。在这种背景之下，**新兴行业领域迎来专业化整合的发展机遇。**

图表：电力设备板块利润率（%）与板块股价走势



资料来源：WIND，中泰证券研究所

培育发展新质生产力：重要性与紧迫性

- **国家的一系列重要安排部署强调了发展新质生产力的重要性与紧迫性，各政策层致力于促进新质生产力发展**
 - 培育新质生产力成为**2024年**以来各政策层共同发力的方向。从中央角度看，与大国核心科技竞争力密切相关的“颠覆性技术、前沿性技术”是中央层面“新质生产力”关注的重点所在。
 - 除了培育“颠覆性技术、前沿性技术”之外，新质生产力代表的是摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念先进生产力质态。以全要素生产率大幅提升为核心标志，本质是先进生产力。

- **资本市场要加大力度服务新质生产力。**
 - 新“国九条”明确提出要发挥好资本市场功能作用，促进新质生产力发展，意在通过多项政策措施，打通权益市场资金的需求端和供给端，更好助力新质生产力发展，服务国家重大战略。
 - 《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》也提出要更好服务科技创新，集中力量支持重大科技攻关，健全全链条“绿色通道”机制，旨在更好服务科技创新，促进新质生产力发展。

图表：顶层政策对新质生产力表述

时间	相关内容
2023年12月	中央经济工作会议明确指出，“要以科技创新推动产业创新，特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业新模式、新动能，发展新质生产力。”
2024年1月	总书记在二十届中央政治局第十一次集体学习时提到，“要聚焦国家战略和经济社会发展现实需要，以关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新为突破口，充分发挥新型举国体制优势，打好关键核心技术攻坚战，使原创性、颠覆性科技创新成果竞相涌现，培育发展新质生产力的新动能。”
2024年政府工作报告	将加快发展新质生产力列为十大工作任务之首，提出要“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。开展“人工智能+行动”。

图表：吴清主席在陆家嘴论坛上就发展新质生产力提出三方面举措

要点	具体内容
提升多层次市场的服务覆盖面和精准度	深入研究相关企业的特点、发展规律及其在投融资、激励约束、公司治理等方面的需求，有针对性地丰富资本市场的工具、产品和服务
壮大耐心资本	积极创造条件，吸引更多中长期资金进入资本市场
从制度机制以及理念上解决包容创新的问题	特别提出要发布深化科创板改革的8条措施，进一步突出科创板“硬科技”特色。

本轮并购重组旨在引导新质生产力培育发展

- 并购重组是未来的一大方向，直指央国企高质量发展的问题的核心：央国企产业转型升级（纵向整合），央国企做大做强（横向整合）。与历次并购重组新政策相比，2024年初以来的并购重组新政具备如下两个鲜明特征：
 - 1、旗帜鲜明鼓励产业并购，尤其是鼓励那些处于行业龙头地位的大公司通过并购重组进一步巩固自身的行业地位。适度放松对于重组标的业绩承诺的强制要求；鼓励行业龙头及“两创”公司高效并购优质资产。
 - 2、从严监管借壳上市和盲目跨界并购等行为，坚决打击炒壳行为。

图表：2024年以来监管部门出台一系列鼓励、引导并购重组的政策措施

2024年以来并购重组系列政策指引	
2024年2月5日	证监会召开并购重组座谈会，指出上市公司要切实用好并购重组工具，抓住机遇注入优质资产、出清低效产能，实施兼并整合，通过自身的高质量发展提升投资价值。
2024年3月15日	3月15日，证监会密集推出4项重磅新政（简称“3.15新政”），其中《关于加强上市公司监管的意见（试行）》再次提出，支持上市公司通过并购重组提升投资价值。
2024年4月12日	国务院印发《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”），鼓励上市公司运用并购重组提高发展质量，明确强调要加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。
2024年6月19日	“科创板八条”提出更大力度支持并购重组，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。
2024年9月24日	证监会发布新规“并购六条”（《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》），并同步就修订《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见，政策以发展新质生产力和支持产业整合为出发点，从监管包容度、支付、审核、中介服务等环节进一步提升并购重组效率。

图表：“并购六条”主要内容

- 一、支持上市公司向新质生产力方向转型升级，积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组；
- 二、鼓励上市公司加强产业整合，继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率；
- 三、进一步提高监管包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用；
- 四、提升重组市场交易效率，鼓励运用定向可转债等并购重组新支付工具，建立重组简易审核程序，提高重组效率；
- 五、提升中介机构服务水平，引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用；
- 六、依法加强监管，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：证监会，中泰证券研究所；

证监会“并购六条”政策：发展新质生产力、支持产业整合

- 9月24日，证监会发布“并购六条”（《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》），政策以发展新质生产力和支持产业整合为出发点，从监管包容度、支付、审核、中介服务等环节进一步提升并购重组效率。从“并购六条”的主要内容来看：
 - 一是，积极支持上市公司围绕战新产业、未来产业进行并购重组，支持收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。
 - 二是，鼓励传统行业通过重组合理提升产业集中度。
 - 三是，提升监管包容度，支持多种估值方式确定交易作价。
 - 四是，建立分期支付机制，鼓励上市公司综合运用各类支付工具增加交易灵活性。
 - 五是，对科技型企业并购重组实施“绿色通道”，精简满足超100亿市值等条件的优质公司发行股份购买资产的审核。
 - 六是，“并购六条”还提出严格监管“忽悠式”重组等举措。

政策要点	主要内容
助力新质生产力发展	1、支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组。 2、支持上市公司开展基于转型升级等目标的跨行业并购、收购有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产； 3、支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等。
加大产业整合支持力度	1、鼓励引导头部上市公司立足主业，加大对产业链上市公司的整合。 2、完善股份锁定期等政策规定，支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。 3、支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。 4、支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。
提升监管包容度	1、充分发挥市场在价格发现和竞争磋商中的作用，支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。 2、综合考虑标的资产运营模式、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等，多角度评价并购标的定价公允性。上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以自主协商是否设置承诺安排。 3、顺应产业发展规律，适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。
提高支付灵活性和审核效率	1、建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度。 2、建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间。 3、用好“小额快速”等审核机制，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”，加快审核进度。
提升中介机构服务水平	引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。
依法加强监管	严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，打击违规“保壳”行为等。

资料来源：证监会，中泰证券研究所；

并购案例：立讯精密——并购重组实现全面产业布局

- 立讯精密属于高新技术产业，主要致力于连接器研发、生产以及销售等，应用范围较广，用于3C以及汽车等相关领域。
- 自上市以来，立讯精密以主业发展为主，不断通过兼并收购、增资扩股等方法来扩大规模，同时在横向扩张的基础上进行纵向整合，参与产业链的创新发展，对上下游企业进行增资扩股和兼并收购，全面布局产业发展，提升获利能力，实现可持续发展。

图表：立讯精密主要并购重组



2014年立讯精密收购昆山联滔电子有限公司，切入苹果iPad、Mac连接器供应链，这是其与苹果合作的开始。



2014年立讯精密收购丰岛科技（苏州）100%股权，进入可穿戴设备领域。



2016年立讯精密取得苏州美特51%股权，获得了更好地微型电声器件业务发展平台。



2018年立讯精密收购光宝相机事业部企业立景创新公司，进入手机和PC摄像头业务。

图表：立讯精密产业布局版图



万华化学：并购+员工持股+分红，多维度市值管理创造卓越价值

- 万华化学是全球化工行业的领军企业，通过实施多维度市值管理战略，实现了市值从2016年不足300亿元到2024年近2500亿元的跨越式增长。
- 具体而言，万华化学通过资产整合、技术升级、全球布局、高比例分红等多维度市值管理方法，形成了独具特色的价值创造与价值实现体系。

图表：： 2016年以来万华化学市值出现跨越式增长，股价持续跑赢基准



资料来源：Wind，中泰证券研究所；万华化学相对万得全A走势线定基100点

万华化学：并购+员工持股+分红，多维度市值管理创造卓越价值

- 万华化学利用多种资本市场工具，以助力自身发展，更好回馈投资者。一方面，万华化学通过多轮并购整合，吸收优质资产，实现产业结构的优化和升级并扩大市场影响力。另一方面，万华化学制定了《骨干员工跟投管理办法》，将股东利益、公司利益和员工个人利益有机结合，提升公司核心竞争力，为股东创造更好的投资回报。
- 分红方面，万华化学自2001年上市以来累计现金分红25次，合计金额达479.48亿元，平均分红率达到35.91%，在大力扩张自身业务的同时兼顾投资者回报。

图表：万华化学重大并购重组梳理

2019年2月万华化学吸收合并万华化工，吸收合并后，万华化学以210万吨/年的总产能成为全球最大的MDI生产商。

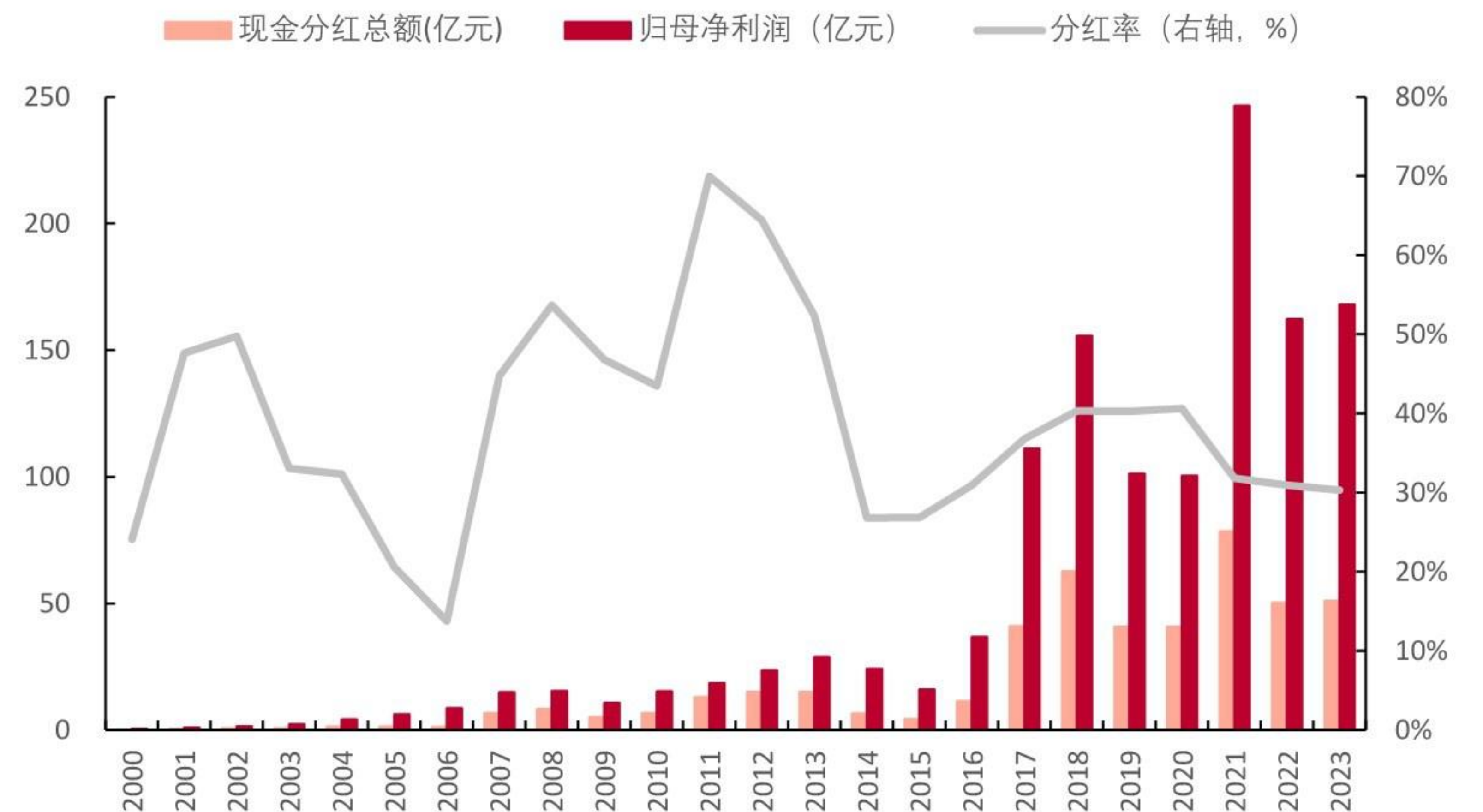
2019年7月万华化学收购瑞典国际化工100%股权，优化公司在欧洲的研发能力，提升公司的全球行业竞争力。

2020年3月万华化学收购福建康乃尔51%股权，继续提升公司产能，优化MDI产业布局，提升行业竞争力。

2022年9月万华化学购买烟台万华罐区资产组。

2023年3月万华化学收购烟台金螯100%股权。

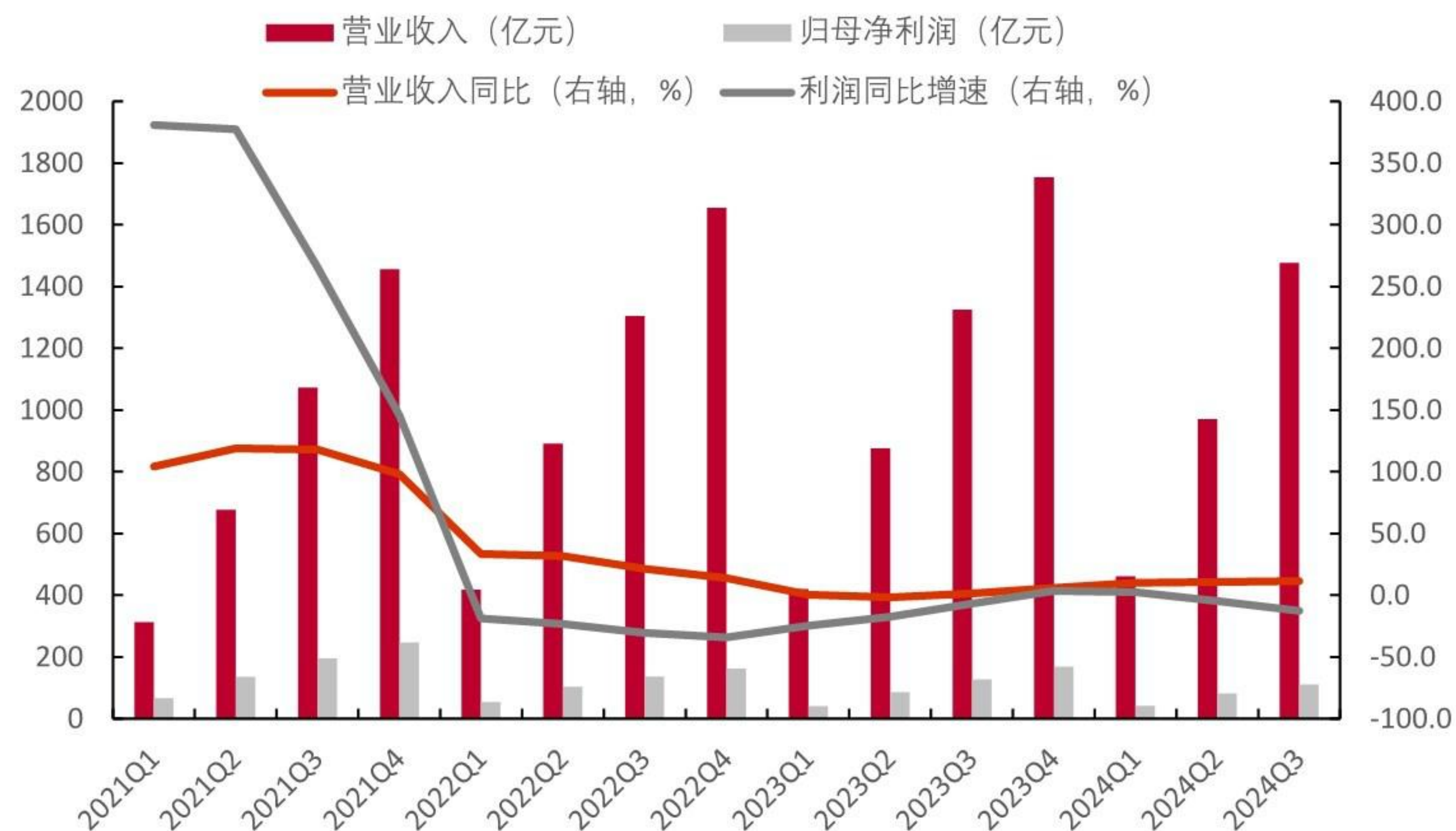
图表：万华化学历年利润，分红额与分红率



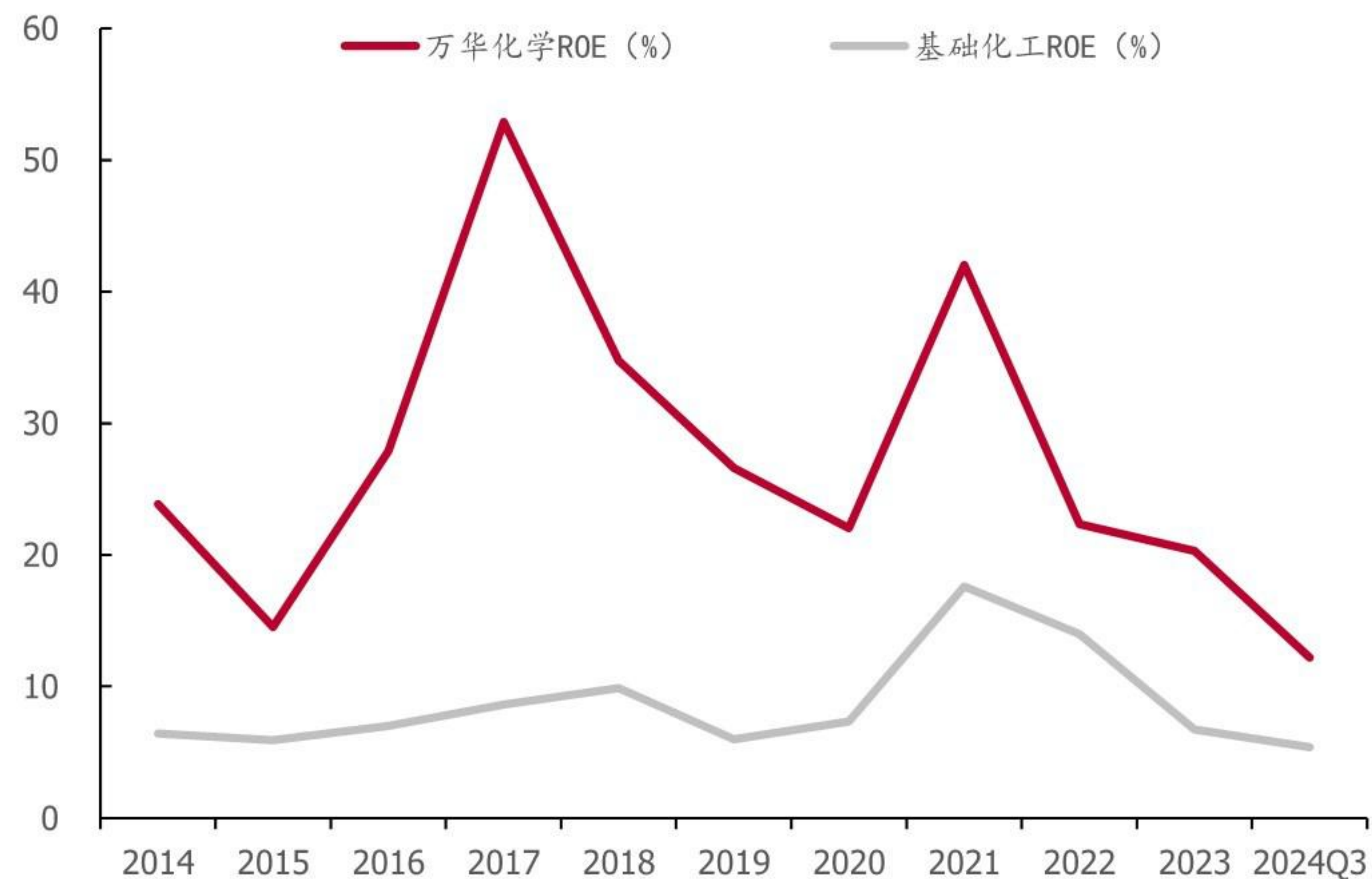
万华化学：并购+员工持股+分红，多维度市值管理创造卓越价值

- 万华化学凭借强大的技术创新能力、完善的产业链布局、多样化的产品线和有效的成本控制，已从单业务冠军发展为综合性化工巨头，具备较强的核心竞争力。
- 业绩方面，2024年前三季度万华化学实现营收1476亿元，归母净利润111亿元，在上市公司业绩整体承压的当下，万华化学业绩韧性显现。盈利能力方面，万华化学净资产收益率长期高于行业整体水平。

图表：万华化学营业收入与归母净利润表现



图表：万华化学ROE显著优于行业整体



资料来源：Wind，中泰证券研究所

给新一轮企业并购重组提供资本市场方案

一

并购的主体是谁，由谁推进？

- 当前我国产业结构中，中下游民营企业普遍存在同质化竞争严重、经营效益波动大、抗风险能力较弱等问题，难以作为并购重组的主导力量，这一现状制约了产业整合的深度和效率。
- 在此背景下，已完成供给侧改革、具备充足现金流和稳健利润的央国企将成为推动并购重组的核心主体。这类企业不仅具备雄厚的资金实力和成熟的管理体系，更能发挥产业引领和整合功能，通过并购重组加速产业升级，推动新质生产力发展，进而实现产业结构的优化和效率提升。

二

并购的标的估值如何给？

- 在“两个毫不动摇”的政策背景下，并购标的估值需要坚持市场化、法治化原则，既要充分尊重民营企业的合法权益，也要符合国有资产保值增值要求。估值定价应以市场公允价值为基础，综合考虑行业周期、企业质地和未来成长性，确保交易各方利益平衡。
- 当前新能源车、半导体等新兴领域的中下游民营企业面临现金流与估值双重压力，这为市场化并购创造了时间窗口。通过合理估值和灵活交易方式（如分步并购、股权置换等），既能帮助优质民企纾困，也能实现产业整合升级，是兼顾企业发展和行业整合的有效路径。

给新一轮企业并购重组提供资本市场方案

三

国有资产保值增值的严格要求约束

- 当前各部门政策对于“支持跨界并购、允许并购未盈利资产，提高监管包容度”等有明显变化。9月底政治局会议的政策重心阶段性变化也意味着中期并购重组政策空间打开。
- 未来3年或将是最重要的并购重组“窗口期”。

四

并购重组资金如何获取？

- 上市公司可借助“股票回购增持专项再贷款”持续提升自身估值中枢，这将使得保险、基金等机构资金重新认知央国企本身的内在竞争力及后续成长性。
- 保险、基金等专业机构愿意以更加具备成长性的“估值溢价”认购股权参与定增项目，可以撬动的社会资金大，而摊薄的国有股权份额少，在吸引社会资本的同时，确保国有资产保值增值的要求。
- 央国企通过回购、并购重组等市值管理中期不断提升估值中枢，将使得基金、保险等专业机构方的产品“净值”不断提升，形成“资金-企业市值-内在成长性-基金产品赚钱效应-耐心资本机构壮大-居民财富获得感”的“正循环”。



5

ESG披露：将社会价值纳入考量

ESG披露——政策制度推出，披露率逐渐上升

- ESG理念强调了企业的社会价值，这部分价值过去并未完全反映在定价中。而投资者看重企业是否能够通过ESG实践来提升其在投资市场的吸引力和竞争力，进而影响其股价和投资回报。
- 近年来，监管层面高度重视ESG信息的披露，引导投资者关注ESG相关信息。今年5月，在证监会的指导下，沪深北三大交易所正式施行了《上市公司持续监管指引——可持续发展报告》，对ESG报告实行半强制披露（强制披露名单包括上证180、科创50、深证100、创业板指数以及境内外同时上市的公司）。
- 24财年，《可持续发展报告》鼓励企业按照指引披露；25财年起，企业需按指引要求披露（需在26年四月底完成）。这种ESG的及时披露与社会价值的释放，也是企业市值管理吸引长期投资者的重要方式之一。

图表：2023年全A股上市公司新一年独立ESG/社会责任报告披露情况

	披露数量（家）	披露率	同比增长率
上交所上市公司	971	43.72%	14.78%
深交所上市公司	764	27.31%	32.41%
北交所上市公司	3	1.47%	—
全A股上市公司	1738	33.28%	22.14%

图表：2023年各行业A股上市公司新一年ESG/社会责任报告披露率



资料来源：中投产业研究院，中泰证券研究所；数据截至2023年6月

风险提示

- (1) 受消费乏力、投资减弱、外贸承压等影响，国内经济增长或不及预期；
- (2) 超预期风险未完全释放，“底线思维”下稳增长政策不及预期；
- (3) 外围扰动超预期变化，导致出口承压；
- (4) 数据统计误差；
- (5) 历史规律失效的风险；
- (6) 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。