

国央企市值管理：现状及路径展望

华泰研究

2024年2月22日 | 中国内地

深度研究

研究员 王以
SAC No. S0570520060001 wangyi012893@htsc.com
SFC No. BMQ373 +(86) 21 2897 2228

研究员 王伟光
SAC No. S0570523040001 wangweiguang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

及时增持及回购、加大分红力度，市值管理不再“雾里看花”

1.24 国务院国资委首提将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核中，“市值管理”这一概念重回投资者视野。自04年被提出以来，市值管理发展呈现从国企聚焦央企、从抽象逐步具象、从幕后走向台前的特征，期间涌现了诸如中国神华、宝钢股份、中信证券等成功案例。但我们也要认识到，与发达市场相比，我国国央企在市值管理工具使用上仍有欠缺、实操上往往雾里看花：尽管国央企分红力度和广度相当，但分红持续性、对财政的支持力度仍有待提升，此外回购、增持、并购等市值管理工具使用也有待发挥。展望未来，随着市值管理的深化，国央企或将迎来进一步价值重估。

从价值创造到价值实现，“市值管理”从幕后走到台前

伴随着股权分置改革而生的市值管理并非舶来品，从04年被提出→14年被写入顶层文件→24年被纳入央企考核，市值管理这一概念呈现从国企聚焦央企、从抽象逐步局限、从幕后走向台前的特征：①最初由证监会对所有国央企提出，2015年后主要由国资委对旗下央企提出，层级更高、聚焦性更强，②最初多担任口号、信号意义，缺乏工具实现，15/18年分红/回购制度改革后工具逐步完善，③在过往改革中，市值管理往往仅作为附属要求、国央企“内修”才是重点，今年初其正式被纳入央企年度考核，从幕后走向台前，国央企“外练”下市值管理将成为连接内在与市场价格的重要桥梁。

国央企分红力度与广度初具，但“股权财政”仍尚有空间

分红是市值管理的重要工具之一，我国国央企分红力度并不弱、但持续性有待提升。具体来看，2022年上市国央企分红占A股上市企业总分红约70%，近10年分红率均值约为31%，与海外（30%-35%）相差不大，但能连续分红10年的国央企占比不足三成、且地方国企（24%）更是弱于央企，相比之下美国、日本能连续10年分红的企业占比均在五成以上，好的点在于近五年国央企分红意愿有所提升；此外，近五年国有经济营收占GDP比重中枢约为65%，横向对比各国处于前列水平，但国有经济向财政的分红率（一次分红视角下）中枢仅为1.2%，与经济重要性明显错配，尚有提升空间。

产业资本与并购运用经验欠缺，对应相关工具亟待发力

市值管理的其余工具，如回购、增持、并购等则由于运用历史较短、相关法规仍待完善，使用频次和经验相对欠缺。具体来看，①截至2022年，A股国央企回购额占净利润比重仍不足2%，低于美国（60%）及日本（15%），节奏上看在市场下行压力较大阶段，美股/日股回购占净利润比重明显提升，但A股国央企回购金额占比高峰对市场下行区间的指示意义仍偏弱，②近五年我国国央企并购交易规模（国内+海外）占GDP比重不足1%，不及美国（10%）、日本（2%）及韩国（3%），③长期来看民企大股东增持占比达60%，而国央企往往仅在市场历史阶段性底部增持，市场“稳定器”作用有待夯实。

内修外练，国央企价值重估需“价值创造→价值实现→价值经营”三管齐下

以发达市场为镜，市值管理是确保企业内在和外在价值统一的有效工具，国央企最终价值的实现需要“价值创造→价值实现→价值经营”三管齐下：①打铁还需自身硬，我们认为央国企应根据“一利五率”指标修好内功，提升核心竞争力，②提升公司治理能力，以实现企业内在价值传播，③“用”好资本市场、做好价值经营、实现市场价值与内在价值的吻合：1) 增强持续回报股东的动力，提升分红持续性，2) 适度简化回购流程、优化回购节奏，适时开展护盘式回购；③优化并购配套环境，通过并购重组做大做强。文末附华泰策略国央企“市值管理”组合。

风险提示：市值管理政策出台不及预期，历史数据的指示意义失效。



正文目录

“中国特色”市值管理的前世今生	4
市值管理并非舶来品，而是“中国特色”的市值管理	4
市值管理工具箱一览	9
价值创造：打铁还需自身硬，“一利五率”关注“内功”	10
价值实现：混改促进公司治理，维护投资者关系以实现价值传播	11
价值经营：“熊市护盘，牛市控制”，是本轮市值管理考核的重中之重	11
国际比较：以海外为鉴，解析我国市值管理的发展空间	14
分红——运用程度已较为成熟，持续性有待进一步提升	15
回购——回购规模及节奏有较大优化空间	17
国企是并购重组的主力军，但活跃度有待提升	19
市场化增持及股权激励角度，国企的“稳定器”作用有待夯实	21
央企市值管理的优秀案例探析	23
中国神华——积极响应市值管理，树立稳定高分红的优质央企形象	23
宝钢股份——跟随政策指引，打响蓝筹回购第一枪	24
中信证券——逆周期收购助其提升综合竞争力，开拓业务版图	26
借他山之石，探讨我国市值管理的发展方向	27
明确市值管理含义，严防“伪市值管理”	27
价值创造：打铁还需自身硬，“修内功”为市值管理的基础	27
价值实现：提高公司治理能力，加强投资者关系管理	27
价值经营：善用分红/回购/并购工具，“用”好资本市场	28
市值管理下，哪些央国企大有可为？	29
风险提示	29

图表目录

图表 1：投资学理论上，企业价值可划分为账面价值、内在价值与市场价格	5
图表 2：市值管理对国企的提振作用显著	6
图表 3：前五大股东持股比例中值并未明显降低	7
图表 4：自由流通市值口径，A股散户投资者占比仍较高	7
图表 5：市值管理概念发展历程	8
图表 6：市值管理更具象化、中国特色化	9
图表 7：市值管理工具箱：价值创造、价值实现与价值经营三大环节	10
图表 8：2022-2024 央企考核指标变迁史	10
图表 9：混改及国企公司治理政策梳理	11
图表 10：我国回购政策一览	12
图表 11：分红政策及表述一览	12
图表 12：我国并购政策一览	13

图表 13: 美国“美国企”集中分布在金融、房地产板块 (2022 年)	14
图表 14: 日本“美国企”集中分布在工业、原材料、金融板块 (2022 年)	14
图表 15: 2017 年以来央国企分红规模持续提升	15
图表 16: 央企连续 5 年分红的企业数量占比达 50%	15
图表 17: 我国央国企的分红率与海外发达市场基本相当	15
图表 18: 央国企在分红持续性方面表现略弱	15
图表 19: 美国“美国企”分红率明显高于整体, 中枢在 50%左右	16
图表 20: 日本“美国企”分红率近 10 年来中枢在 44%左右	16
图表 21: 中国国企分红率不论是一次分配还是二次分配均相对较低	16
图表 22: 国有经济在国民经济中占据重要地位 (2022 年, 营收/GDP)	16
图表 23: 国际比较, A 股回购水平高于德国, 但明显落后于美国和日本	17
图表 24: 中国央国企回购金额占其净利润比重低于整体水平	17
图表 25: 美国“美国企”回购金额占净利润比重在 57%左右	17
图表 26: 日本“美国企”回购金额占净利润比重在 15%左右	17
图表 27: 股市下行压力较大时, 美股回购力度加大 (18H2/20Q1/22H1)	18
图表 28: 股市下行压力增大, 日本回购力度提升 (16Q2/20Q1/22H2)	18
图表 29: 股市下行压力较大时, A 股国企回购力度提升不足	18
图表 30: 2000 年以来仅 7%的央国企回购案例用于市值管理	18
图表 31: 以数量计, 23 年完成重大资产重组的上市公司中国企占 56%	19
图表 32: 按交易金额计, 国企占 23 年全国并购交易总规模的 85.6%	19
图表 33: 2012-22 年北美并购交易规模	20
图表 34: 2022 年欧洲并购交易数量逆势上升	20
图表 35: 我国国企并购交易规模占 GDP 比重与美国相距甚远	20
图表 36: 美国私募股权基金数量及规模	21
图表 37: 2021 年以来大多数情况下民企仍然是增持主力, 近期央国企增持有所发力	21
图表 38: 历史上历次阶段性底部, 央国企增持市值占比明显提升	22
图表 39: 2010 年以来的股权激励案例均以民企为主	22
图表 40: 中国神华跑赢行业指数与上证指数 (累计收益率)	23
图表 41: 中国神华于 2015-2016 年股价多次跌破每股净资产	24
图表 42: 自发布公告后, 中国神华 PB (LF) 明显提升	24
图表 43: 十余年来, 中国神华均保持高水平的稳定分红	24
图表 44: 宝钢回购后股价涨跌幅变化	25
图表 45: 回购后, 宝钢表现从跑输大盘转为跑赢大盘	25
图表 46: 宝钢股份三次回购情况	25
图表 47: 宝钢股份每股收益及资产负债率变动	25
图表 48: 2015.6.30-2016.6.30 主要钢企市值变动对比	25
图表 49: 中信证券并购广州证券经股东大会通过后股价的涨幅情况	26
图表 50: 中信历年并购情况一览	26
图表 51: 中信证券深耕证券业务, 逐步发展为行业龙头	26
图表 52: 华泰央国企“市值管理”组合	29

“中国特色”市值管理的前世今生

进入 2024 年以来，新一轮国企改革深化行动稳步落地：1 月 10 日，国务院出台《关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》，明确完善国有资本收益上交机制，优化调整国有资本结构，管理好我国广义财政的“四本账”；24 日，国务院国资委表示进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核；26 日，国资委党委在《学习时报》刊发署名文章，强调要“充分体现上市公司真实价值”。1 月末（29 日），国资委召开中央企业、地方国资委考核分配工作会议，明确提出：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。央企市值管理成为 2024 年开年市场关注的焦点。

站在新一轮国企改革再出发的时点，本篇报告旨在从策略视角切入，通过我国央企与国际发达市场对于市值管理工具的使用复盘及对比，探讨如下问题：

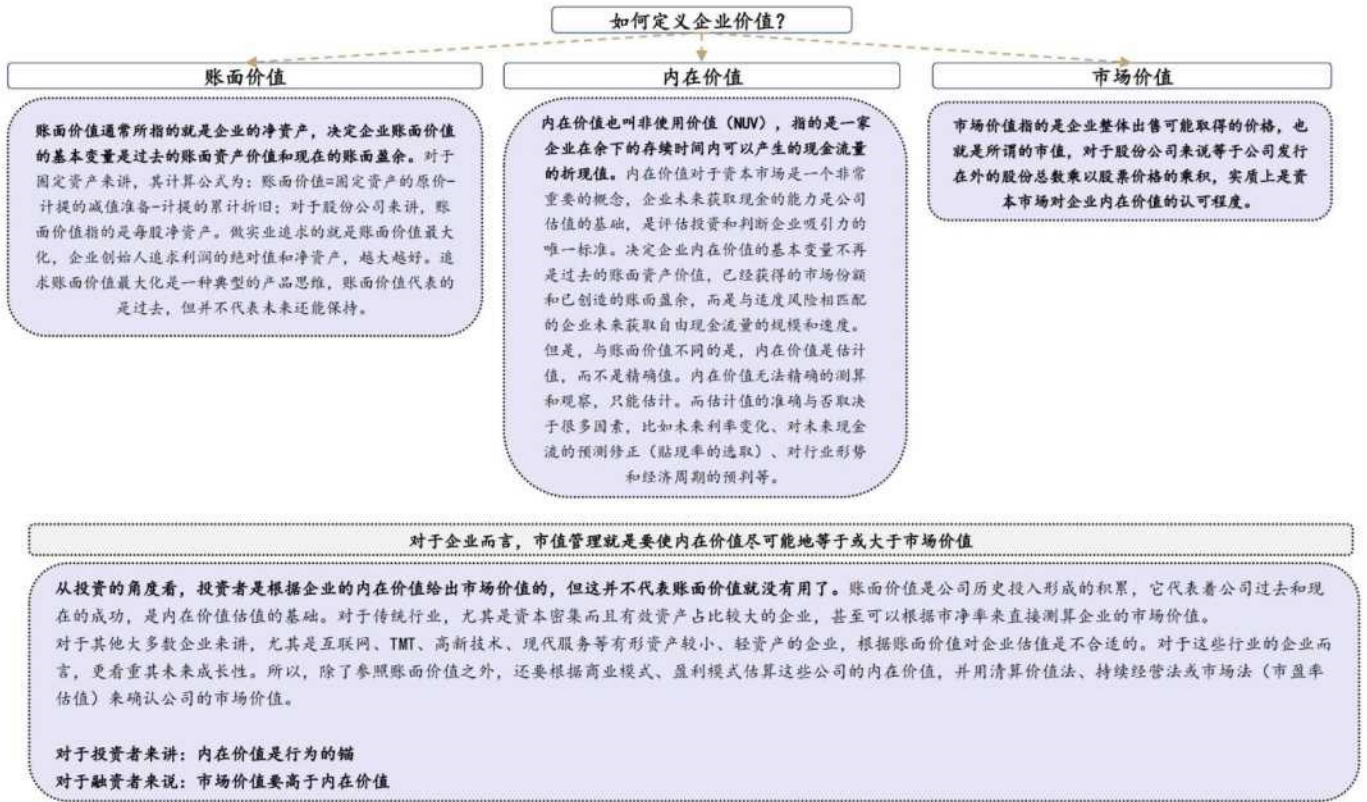
- 1) 我国的市值管理究竟是什么？本轮市值管理有何“特色”？市值管理常用的工具有哪些？
- 2) 与海外发达市场相比，我国对于市值管理常用工具的使用情况如何？
- 3) 回溯历史，那些通过善用工具成功实现市值管理目标的央企可以给我们提供哪些可借鉴的经验？
- 4) 综合前文分析与讨论，针对我国央企市值管理发展提出建议。

市值管理并非舶来品，而是“中国特色”的市值管理

我国的“市值管理”这一概念最早于 2005 年提出，起初为股权分置改革服务。在资本市场建立的早期，A 股上市公司多为国企改制上市，股权较为集中，截至 2004 年底，大股东持有的非流通股占总股本的中位数为 61.7%，前五大股东持股比例中位数为 61.3%。高持股集中度叠加较低的股本流通度使得公司价值最大化与股东价值最大化之间无法划上等号，股权分置使得管理层没有动力提升公司自身的市值、而股权集中及过小的流通盘导致中小投资者利益受侵害的现象屡见不鲜。为此，国务院于 2004 年发布“国九条”，明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”，2005 年 5 月，股权分置改革正式开始，“股改第一股”三一重工的股改方案于 5 月 10 日正式亮相。

2005 年秋，三一重工的股权分置改革试点工作取得初步成功，并于 9 月召开“首批股改回顾与展望座谈会”，时任“三一重工”股改投资者关系管理顾问、现任中国上市公司市值管理研究中心主任的施光耀先生在会上首次明确提出：市场进入全流通的后股改时代，上市公司要直面市值管理的大课题，尤其是要从股东、股价和股本 3 个方面进行市值管理，以促进公司市值的持续和稳健的增长，率先明确提出了当前意义上的市值管理概念。同年 11 月，彼时的证监会主席尚福林在股权分置改革座谈会上提出“研究制定将股票市值纳入国有企业经营绩效考核的相关规定”，市值管理概念的雏形开始初步确立。

论及概念，市值管理与国外流行的“价值管理”理念有一定的相似度，20 世纪 80 年代，麦肯锡首先提出了价值管理的概念，强调企业通过价值创造提升内在价值，但其并未考虑内在价值在市场上的反映。相比之下，我国所谈及的“市值管理”是对企业内在价值和**市场价值的综合管理**：既需要着眼于上市公司内在价值的提升，又要注重与资本市场的对接，因此，市值管理是在境外成熟资本市场价值管理理论的基础上，结合我国资本市场实际情况，加以本土化与特色化：以价值创造为核心，通过价值经营的方式达到价值实现，即**市场价值与内在价值的吻合**。

图表1：投资学理论下，企业价值可划分为账面价值、内在价值与市值


资料来源：《会计学》（姚荣祥、陈红 2021），华泰研究

在市值管理概念被提出的最初几年，相关理论研究并未跟上，实务操作更是十分欠缺。一方面，市值管理这一概念在彼时的资本市场看来过于新颖与独特，从提出到被理论和实务界接受本身便需要一定的过渡期；另一方面，随股权分置改革而来的是 07-08 年初的 A 股牛市，快速攀升的公司股价及市值使得企业无法及时意识到市值管理在实践中的必要性。2008 年，股权分置改革基本完成，原先的非流通股转变为限售股，在限售期满之后即可上市流通。自此，股价和市值开始与广大股东的利益挂钩，资本市场价值发现的功能逐步体现。与此同时，A 股市场逐渐结束波澜壮阔的牛市，包括首钢股份、中国铁建在内的诸多大型上市国企的股价跌破每股净资产，市值明显低于公司的内在价值，动荡的市场使得上市公司及其股东逐渐意识到通过市值管理工具向投资者传递信息的重要性。

此外，A 股的高散户占比、我国独特的股权结构以及资本市场制度设计的“中国化”等长期市场特征也使得单靠股权分置改革无法实现公司内在价值与资本市场表现的完全匹配。具体来看，2013 年在沪深交易所开户的个人投资者近 9000 万人，其中 50 万元人民币以下投资者完成的交易约占股票交易总量的 60%，中小投资者为 A 股的重要参与主体；长期以来我国资本市场在制度设计中更多偏重于融资，对中小投资者权益保护重视不够，形成了融资者强、投资者弱的失衡格局；在“资本多数决定”的原则下，“一股独大”现象仍存，为侵占中小投资者权益提供了条件和机会，导致“隧洞效应”。

在上述背景下，投资者对于市值管理的需求日益高涨，并获得高层的积极回应。2013年10月，人民日报发文《保护中小投资者就是保护资本市场》，强调中小投资者对资本市场发展的重要作用，指出当前A股对于分红、回购等市值管理工具运用意识的欠缺及系列伪市值管理乱象，呼吁构建一系列有针对性的制度安排和政策措施。由此，**市值管理概念重新被提出**。同年12月，国务院发布《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，引导上市公司回购股份。2014年，证监会在上市公司回购普通股专题座谈会上表示，监管层支持上市公司通过回购股份等方式开展市值管理，并于14年3月再度呼吁上市公司重视市值管理，希望对自己公司有信心且有能力的上市公司在市场低迷时通过回购股份来维护公司市值。同年5月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新“国九条”），明确提出要“鼓励上市公司建立市值管理制度”，并鼓励市场化并购重组，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式，这是市值管理首次被写入资本市场顶层文件。

本轮市值管理的浪潮伴随着国企改革行动的深化，因此市场反映更为热烈，2014年5月市值管理被写入资本市场顶层制度设计的纲领性文件后，国企相对上证指数明显走高，并购重组、再融资等本就受益于2013年暂停IPO及互联网浪潮催化的市值管理工具迎来新一轮运用热潮。

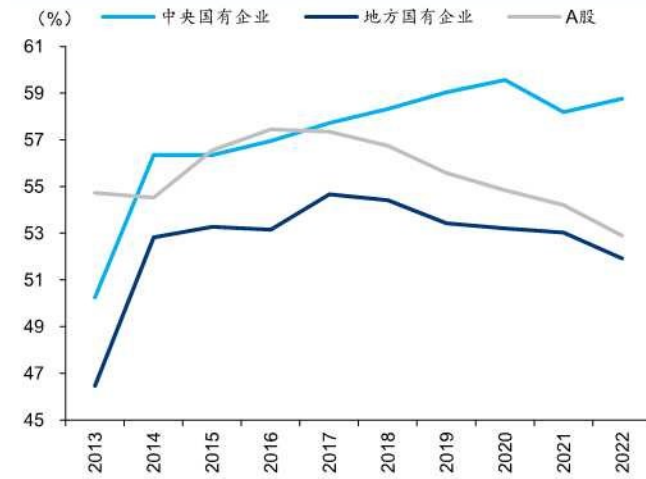
图表2：市值管理对国企的提振作用显著



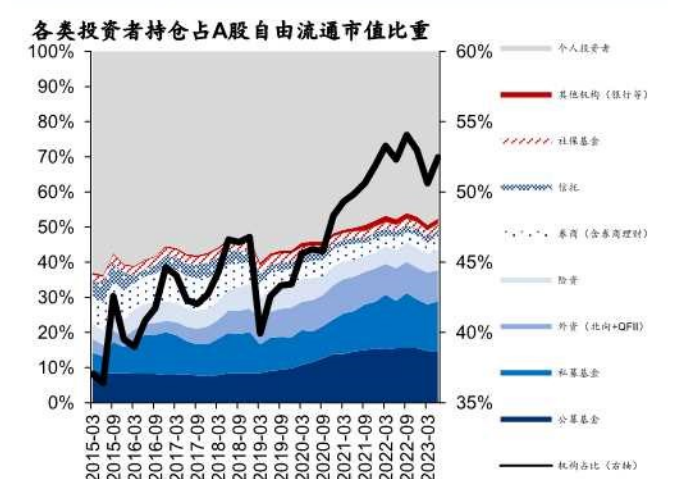
资料来源：Wind，华泰研究

在涌动的市值管理热潮下，“伪市值管理”乱象愈发突出，或主因市值管理的概念被单一误读为股价管理。由于“市值=股本×股价，股价=市盈率PE×每股收益EPS”，如若企业只考虑前一等式，而忽略了后一等式所蕴含的提升每股收益、增强盈利能力的内涵，则容易形成“市值管理=操纵股价”的误解，市值管理随之变为“伪市值管理”，甚至沦为恶意套利的工具。例如，2013年恒康医疗（现：新里程 002219.CH）实际控制人闾文彬与蝶彩资产实际控制人谢风华合谋，以市值管理的名义实施信息操纵进而哄抬股价，达到高价减持的目的，非法获利5100余万元，严重违背了市值管理的初衷。

居高不下的上市公司持股集中度及法律法规未及时完善亦阻碍了市值管理的进程。截至2022年底，A股前五大股东持股比例中位数仍在50%以上，相比十年前仅降低不足5%，央企持股集中度反而有所提升；法律法规方面，虽高层在14年便开始呼吁上市公司重视回购等市值管理工具，但相应的配套法规起步较晚，例如，2018年修订后的《公司法》才开始逐渐完善股份回购制度。此外，当前A股散户投资者的持股占比较高，投资者投资的情绪化、短线化等问题亦对市值管理的发展有所阻碍。

图表3：前五大股东持股比例中值并未明显降低


资料来源：Wind，华泰研究

图表4：自由流通市值口径，A股散户投资者占比仍较高


资料来源：Wind，华泰研究

由上文分析我们可以看出，市值管理并非舶来品，而是从05年便被提出的中国特色本土化概念。历经十余年发展，市值管理在国家顶层设计中的地位逐渐提升，制度探索逐渐从理论转向实践，但由于我国长期的股权结构特征及正确概念被误读、法律法规未及时完善等问题，市值管理工具在我国上市企业中的运用意识仍较为欠缺。

2022年，新一轮聚焦于国企的市值管理改革开启，致力于提高国企的价值实现及价值经营能力，建设“中国特色估值体系”。2022年5月27日，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》中，提出要“鼓励中央企业探索将价值实现因素纳入上市公司绩效评价体系，建立长效化、差异化考核机制，引导上市公司依法合规、科学合理推动市场价值实现”。两年来，监管层与业界积极探索市值管理的正确内涵及工具的有效使用，2023年2月，证监会在对《关于强化证券精准监管保障上市公司高质量发展的建议》的回复中明确，将强化对“伪市值管理”的精准打击，倡导正确科学的市值管理。2024年1月24日，国务院国资委召开新闻发布会，宣布将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，五日后，国务院国资委宣布推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。

图表5：市值管理概念发展历程


资料来源：Wind，华泰研究

复盘“市值管理”的演变历程，我们发现：

- ① **市值管理的对象从国企到“对央企进行重点突破”，且在顶层设计中的地位逐渐提升。**2004-2014年间，市值管理主由证监会提出，最初范围是所有国有企业。自2015年起，市值管理的提出及规划部门提升为国务院国资委，且在专注于对国有资产管理的同时，明确了“实现资产价值最大化”的目的。今年以来，国务院国资委更是聚焦于央企市值管理的考核，体现本轮改革的专业化、精细化。
- ② **从理论到实践，市值管理工具更“具象化”。**2014年以前，有关市值管理的讨论停留在理论层面，缺乏明确的实践指引。2014年，监管层逐渐倡导上市企业重视回购工具对于稳定股价的作用；2019年起，国资委的表述中开始强调“提高股东回报”。2024年1月24日，国资委在国新办新闻发布会上进一步明确“及时通过运用市场化的增持、回购等手段来传递信心、稳定预期，加大现金分红力度来更好地回报投资者”，对“如何进行市值管理”作出了实际回答。此外，本轮改革中将市值管理成效纳入央企负责人考核，倒逼央企负责人加强公司治理。
- ③ **市场下行压力较大区间策略以倡导鼓励为主，牛市策略以规范为主。**纵观近二十年的政策定调，我国顶层设计中对于市值管理工具的倡导多集中于市场下行压力较大区间策略，如在市场下行压力较大时鼓励上市公司及其股东进行回购与增持，而对于牛市策略中的市值管理工具则更侧重于“规范”与“限制”，如规范大股东减持行为等。

图表6：市值管理更具象化、中国特色化

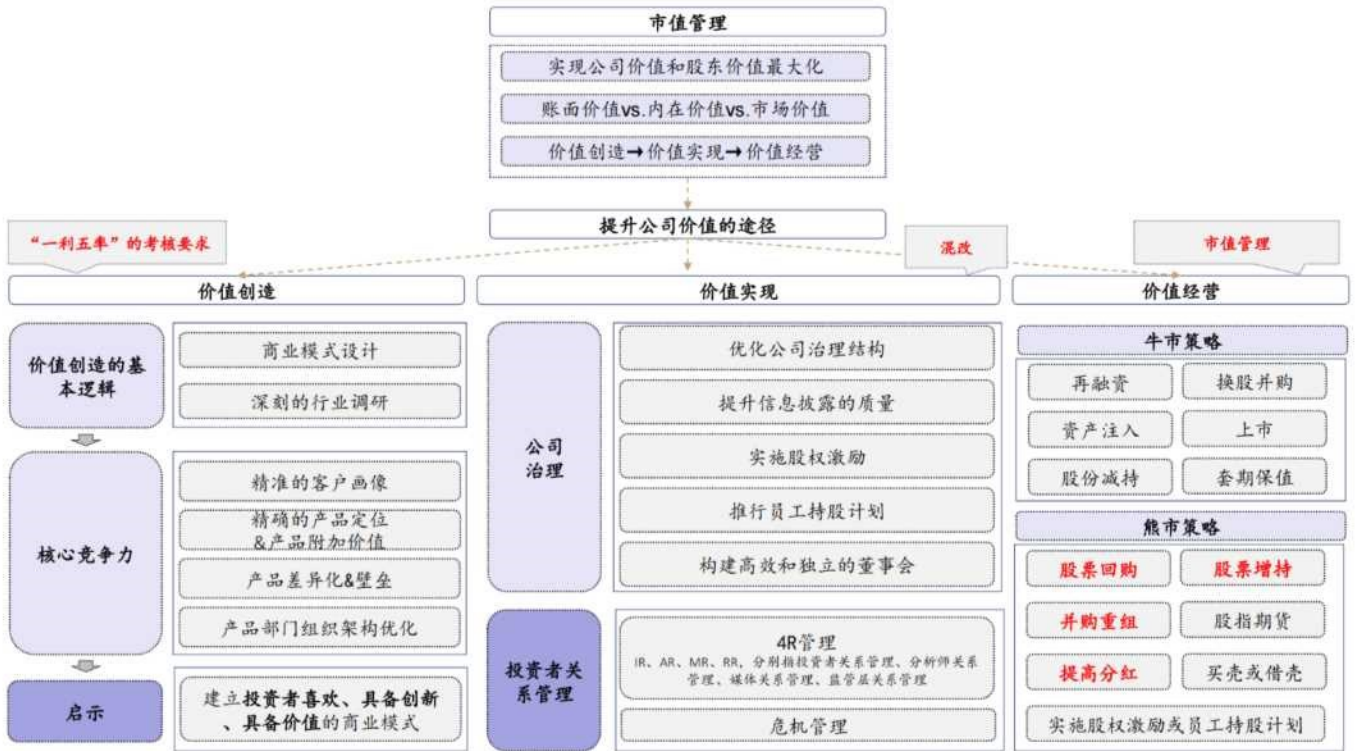
时间	部门	会议或文件	主要内容
2005年11月17日	证监会	股权分置改革工作座谈会	研究可全流通环境下的制度创新，支持已完成股改公司做优做强； 研究制定关于将股票市值纳入国企经营绩效考核体系的相关规定 ；推动制定股改对价支付的会计处理办法；研究制定针对改革进展较快的地区和已经完成改革的公司，实行倾斜政策的具体实施办法
2014年1月6日	证监会	上市公司回购普通股专题座谈会	证监会支持上市公司通过回购股份等方式开展市值管理
2014年5月9日	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（即新“国九条”）	鼓励上市公司建立市值管理制度
2015年6月2日	国资委	《关于进一步做好中央企业增收节支工作有关事项的通知》	加大资本运作力度，推动资产证券化， 用好市值管理手段，盘活上市公司资源，实现资产价值最大化
2017年3月	国资委	两会记者会	央企要加强包括市值管理在内的各项措施，把上市公司做优
2019年11月27日	国资委	《国务院国资委关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》	优化资本收益管理，进一步促进国有资本保值增值。完善考核指标体系，对不同功能定位、不同行业领域、不同发展阶段的企业实行分类、差异化考核。充分发挥考核导向作用，突出质量第一效益优先、服务国家战略、创新驱动发展、供给侧结构性改革等重点，完善激励约束机制。优化国有资本经营预算的收益与支出管理，更多体现出资人调控要求，提高资本金注入占预算支出的比重，推动资本预算市场化运作。 加强上市公司市值管理，提高股东回报 。强化财务预决算管理和重大财务事项监管，实现资本收益预期可控和保值增值 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24日	国资委	国新办新闻发布会	加大现金分红力度，更好地回报投资者

资料来源：证监会，国资委，华泰研究

市值管理工具箱一览

由上文分析可知，我国的市值管理颇具“中国特色”，但究其本质，核心目的是通过价值创造提升自身的内在价值，同时通过价值经营的方式达到价值实现（即市场价值与内在价值的吻合），从而实现股东价值的最大化。结合 05 年以来我国关于市值管理的讨论，并结合国外较为成熟的“价值管理”理念，我们构建了中国特色市值管理工具箱，协同考虑价值创造、价值实现、价值经营，以更好地实现市值管理目标。具体来看，价值创造、价值实现、价值经营三大环节或恰巧对应于 2014 年以来国企改革三大重要阶段——混改、“一利五率”及今年以来的市值管理。

图表7：市值管理工具箱：价值创造、价值实现与价值经营三大环节



资料来源：《会计学》（姚荣祥、陈红 2021），华泰研究

价值创造：打铁还需自身硬，“一利五率”关注“内功”

价值创造的基本逻辑为通过提升企业自身的核心竞争力，进而提高企业价值。2023年1月5日，国资委会议将央企考核指标由“两利四率”调整为“一利五率”，围绕价值创造展开，反映出对于商业模式、盈利质量等方面给予的关注倾斜。从边际变化来看：在考核指标方面，将净利润与利润总额两项指标合并为ROE指标，将营业收入利润率修改为营业现金比率指标，更全面地考核了企业的盈利质量及现金流管理能力，关注企业的高质量发展；在考核要求方面，放松资产负债率要求，给予企业一定的加杠杆空间，强调比率要求而淡化规模要求，引导企业优化商业模式以重塑估值、提升对于股东的综合回报率。2024年，央企考核进一步深化“一利五率”下的价值创造，对利润增长提出更高要求的同时，愈发重视科研产出，进一步引导企业提升核心竞争力。

图表8：2022-2024 央企考核指标变迁史

	2024	2023	2022
指标体系	“一利五率”	“一利五率”	“两利四率”
考核目标	一利稳定增长，五率持续优化	一增一稳四提升	两增一控三提高
具体指标	一利：利润总额 五率：资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、净资产收益率、营业现金比率	一利：利润总额 五率：资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、净资产收益率、营业现金比率	两利：净利润、利润总额 四率：资产负债率、营收利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
要求	一利稳定增长：利润总额、净利润和归母净利润协同增长 五率持续优化：净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同步改善； 研发投入强度和科技产出效率持续提高； 整体资产负债率保持稳定	一增：确保利润总额增速高于全国GDP增速 一稳：资产负债率总体保持稳定 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4个指标进一步提升	两增：利润总额和净利润增速高于国民经济增速 一控：资产负债率控制在65%以内 三提高：营业收入利润率再提高0.1个百分点、全员劳动生产率再提高5%、研发经费投入进一步提高

资料来源：国资委官网，华泰研究

价值实现：混改促进公司治理，维护投资者关系以实现价值传播

公司治理是央企对上市公司进行市值管理的基础，而国企相比民企而言，信息不对称等“委托-代理”问题更为突出。对此，2016年2月，国资委、发改委联合发布《国企“十项改革试点”落实计划》，提出在电力、石油、天然气等七大自然垄断领域开展混合所有制改革试点工作，在此期间涌现了中国联通（600050 CH）、东航物流（601156 CH）等经典的混改案例，意味着混改迈出实质性步伐。通过混合所有制改革，国企引入民营企业的市场机制和运营模式，明显提高公司治理能力。

图表9：混改及国企公司治理政策梳理

时间	部门	会议或文件	主要内容
2013	十八届三中全会	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	积极发展混合所有制经济
2014	国务院	《政府工作报告》	促进国有企业改革以放大国有资本、促进其保值增值并提高竞争力
2015	国务院	《关于深化国有企业改革的指导意见》	对国资国企改革做出总体部署，明确提出要推行职业经理人制度、合理增加市场化选聘比例等
2016	国资委、发改委	《国企“十项改革试点”落实计划》	在电力、石油、天然气等七大自然垄断领域开展混合所有制改革试点工作
2016	中央全面深化改革领导小组	《关于开展落实中央企业董事会职权试点工作的意见》	开展落实中央企业董事会职权试点，要坚持党的领导，坚持依法治企，坚持权责对等，切实落实和维护董事会依法行使中长期发展决策权和经理层成员选聘权、业绩考核权、薪酬管理权以及职工工资分配管理权等，推动形成各司其职、各负其责、协调运转、有效制衡的公司治理机制
2020	中央全面深化改革领导小组	《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》	到2022年，国有企业实现董事会应建尽建，配齐建强董事会中外部董事原则上占多数

资料来源：国资委官网，华泰研究

在“修内功”的同时，企业也需要通过价值传播促进市场对于公司内在价值的了解与认同，以达成价值实现的目的。市值管理需要上市公司做好对于投资者、证券分析师、监管机构与媒体等四大关键对象的维护管理，力求减少信息不对称，促进市值与内在价值的匹配。2023年以来，诸多央企通过召开业绩说明会等形式强化与投资者之间的沟通，传递经营成果，构建起多层次的投资者互动机制。当面临危机时，公司亦需及时出面，对自身情况及投资者关心的问题做出真实合理的解释，避免负面舆论影响企业的二级市场表现。

价值经营：“熊市护盘，牛市控制”，是本轮市值管理考核的重中之重

市场下行压力较大区间时，央企可通过回购、增持、分红等方式进行价值经营，实现波动中的市值管理。当前A股、尤其是央国企上市企业的性价比较高。此背景下，提出市值考核有利于央企通过多种方式进行价值经营，促进股价回归内在价值。

具体来看，市场下行压力较大区间时价值经营方式可包括：

- ① **回购与增持**：上市公司回购及增持通常向市场传递出管理层认为股价已被低估的信号，可以提振投资者情绪，有利于稳定股价。此外，回购可减少在外流通的普通股数量，有利于改善ROE等财务指标，并提升每股收益EPS，从而实现价值经营和国有资产保值增值。

图表10：我国回购政策一览

时间	部门	会议或文件	主要内容
2005年6月16日	证监会	《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》	明确上市公司回购股份可以采取证券交易所集中竞价交易方式、要约方式，以及中国证监会认可的其他方式
2008年10月9日	证监会	《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》	简化报批程序，鼓励上市公司进行股份回购
2013年12月25日	国务院	《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》	引导上市公司承诺当公司股价低于每股净资产、市盈率低于同行业平均水平时，回购公司股份
2014年1月6日	证监会	上市公司回购普通股专题座谈会	证监会支持上市公司通过回购股份等方式开展市值管理
2015年8月31日	证监会、财政部、国资委、银监会	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	支持上市公司回购股份
2018年10月26日		《公司法》	对有关公司回购的规定进行了专项修改
2018年11月9日	证监会、财政部、国资委	《关于支持上市公司回购股份的意见》	拓宽回购资金来源、适当简化实施程序、引导完善治理安排，鼓励各类上市公司实施股权激励或员工持股计划，强化激励约束，促进公司夯实估值基础，提升公司管理风险能力，提高上市公司质量
2019年1月11日	沪深交易所	《上市公司回购股份实施细则》	落实公司法修改决定，完善股份回购制度
2022年5月27日	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	依法依规、适时运用上市公司回购、控股股东及董事和高级管理人员增持等手段，引导上市公司价值合理回归，助力企业良性发展
2023年12月25日	证监会	修订《上市公司股份回购规则》	一是着力提高股份回购便利度，放宽并增设一项为维护公司价值及股东权益所必需而回购股份的条件（即“护盘式回购”），取消禁止回购窗口期的规定，适度放宽上市公司回购基本条件，优化回购交易申报的禁止性规定。二是进一步健全回购约束机制，鼓励上市公司形成实施回购的机制性安排，明确触及为维护公司价值及股东权益所必需回购情形时的董事会义务。此外，《回购规则》还进行适应性文字性修改

资料来源：中国政府网，华泰研究

- ② **提高分红：分红是上市公司增强价值实现和市场认同的重要方式。**分红可优化股东回报，与投资者们共享公司高质量发展的成果，提高投资者获得感，有利于增强投资者信心。目前央企为市场上的现金分红主力军，2022年央企贡献了全市场70%的分红，后文亦会详细阐述。

图表11：分红政策及表述一览

时间	部门	会议或文件	主要内容
2008年10月	证监会	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》	拟公开发行证券的上市公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%
2012年5月	证监会	《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》	上市公司应当严格执行公司章程确定的现金分红政策以及股东大会审议批准的现金分红具体方案
2013年1月	上交所	《上海证券交易所上市公司现金分红的指引》	鼓励上市公司每年度均实施现金分红，对现金分红程度较高的公司有一定的激励措施
2013年12月	国务院	《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》	上市公司应当披露利润分配政策尤其是现金分红政策的具体安排和承诺。对不履行分红承诺的上市公司，要记入诚信档案，未达到整改要求的不得进行再融资。独立董事及相关中介机构应当对利润分配政策是否损害中小投资者合法权益发表明确意见
2015年8月	证监会、财政部、国资委、银监会	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	鼓励上市公司现金分红
2017年4月	证监会	中国上市公司协会第二届会员代表大会	上市公司现金分红是回报投资者的基本方式，是股票内在价值的源泉；上市公司不应长期无正当理由不分红
2022年5月	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	统筹运用上市公司股权激励以及科技型企业股权和分红政策，加大对科研人员的激励力度；鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报
2023年12月	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》	进一步健全上市公司常态化分红机制，提高投资者回报水平

资料来源：中国政府网，华泰研究

- ③ **实施股权激励或员工持股计划：**股权激励的本质是解决委托代理问题，将管理层和核心骨干与公司和股东的利益绑定，向外部投资者传递他们长期看好公司未来的显著信号，从而帮助公司获得更多溢价。

- ④ **并购**: 市场下行压力较大区间阶段, 可通过反周期并购重组的方式以股权换取并购标的, 从而节约成本、合理避税并增加收入, 并扩大公司规模、提升公司价值。

图表 12: 我国并购政策一览

年份	政策名称	主要内容
2001	《上市公司收购管理办法》	对上市公司收购作出法律界定。
2002	《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》	完善我国上市企业并购的法律框架。
2005	《企业国有产权向管理层转让暂行规定》	对管理层收购进行规范。
2008	《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》	全方位构建规范上市公司重大资产重组活动的制度安排, 首次将上市公司重大资产重组的标准和流程体系化、制度化。
2008	《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》	将上市公司股份回购行为由事前核准改为事后备案。
2010	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》	以汽车、钢铁、水泥等六大行业为重点, 推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作, 提高产业集中度, 促进规模化、集约化经营。
2011	修订《上市公司重大资产重组管理办法》	首次明确界定重组上市概念、标准和行为规范; 允许上市公司在发行股份购买资产时向特定对象发行股份进行融资。
2014	修订《上市公司重大资产重组管理办法》	进一步明确重组上市比照 IPO 标准进行审核; 允许上市公司可以向特定对象发行可转债用于购买资产或者与其他公司合并。
2015	《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	明确提出在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信等领域开展混合所有制改革试点。国企混改采取的主要办法为员工持股、引入基金、引入战略投资者、开放式改制重组等方式, 为并购市场带来了机会。
2016	修订《上市公司重大资产重组管理办法》	将重组上市认定标准的财务指标扩展至营业收入、净利润、总资产、净资产、发行股本, 且规定上市公司实际控制人突击入股标的、认购配套融资的部分在认定上市公司实际控制权时, 予以剔除计算, 进一步从严界定重组上市。
2019	修订《上市公司重大资产重组管理办法》	提出拟将控制权变更后注入资产不构成重组上市的年限由 5 年缩短至 3 年, 同时剔除了判断借壳时的净利润指标, 适度放宽重组上市认定标准。

资料来源: 中国政府网, 华泰研究

牛市时, 企业亦可通过并购、再融资、股份减持等方式进行市值管理, 促进其股价向内在价值靠拢, 具体方法包括:

- ① **再融资**: 再融资的具体方式包括配股、公开增发、定向增发和发行可转换债券等。它们不仅是公司直接融资的主要形式, 也是价值经营的重要手段, 通过调整资本结构来实现公司的市值优化。
- ② **股份减持**: 当股价高于内在价值时, 上市公司的国有股东可选择性、有计划地减持部分股份, 在资金回笼的同时提高股权资产的配置与利用效率。
- ③ **分拆与上市**: 公司可将自身估值较低、盈利状况较差且与核心业务相关性较弱的资产在合法合规的情况下转让给第三方, 或将自身具有独立运营能力且市场潜力良好的业务板块分拆上市, 从而享受被投资企业的净利润份额, 并更好地专注于自身主营业务的做大做强。
- ④ **套期保值**: 上市公司在注重证券市场工具组合应用的同时, 也可尝试发挥期货市场工具价格发现、风险规避和资源配置三大功能, 以实现国有资产保值增值、风险可控。

总体来看, 目前我国 A 股上市公司应用较多的价值经营工具主要为分红。利用资本市场工具在投资并购、资本运作、重组整合等领域尚处于探索之中, 利用资本市场期货工具进行风险规避的价值经营与创造模式则更有待发展。

国际比较：以海外为鉴，解析我国市值管理的发展空间

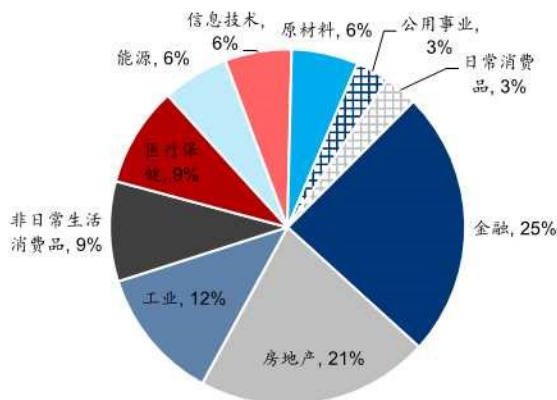
本节中，我们将全球主要市场对分红、回购及并购重组三大常用市值管理工具的使用情况进行对比分析，得出如下核心结论：

- ① 当前我国央国企在分红工具的使用意识及运用程度方面已较为成熟，但分红的持续性有待进一步完善，此外，作为国家财政收入的重要来源，国企向财政的分红有较大优化空间。
- ② 我国央国企对于回购、并购以及增持工具的运用经验较为欠缺。具体来看：回购规模上，我国央国企回购金额占净利润比重与海外市场的裂口较大，回购节奏上亦没有很好地服务于市值管理目的；以并购交易规模/GDP 来衡量并购工具的运用程度，我国央国企与美国差距较大、略低于日韩；中长期来看，民企仍为我国增持主力，国企“稳定器”的作用有待进一步夯实。

此外，我们认为评估国企对于市值管理工具的运用情况，有必要将视野扩展至全球范围内的国企进行比较。不同国际机构或协议对国有企业有不同的界定，经济合作组织（OECD）在《OECD 国有企业公司治理指引》中，将国有企业定义为三种情形：1) 国家占有全部所有权的企业、2) 国家占有多数所有权的企业、3) 国家占有少数所有权但仍掌控着重要控制权的企业。国际货币基金组织（IMF）认为，国有企业应具有以下特征：1) 具有自己独立的法人身份、(2) 至少部分股份资本为政府部门所控制、3) 主要从事商业或经济活动。对中国而言，国有资产投资或持股超过 50% 的即为国有企业。然而在以私有制为主的西方资本主义国家中，国家参与企业微观经济活动更重要、更常用的工具为国家参股企业，即由国家投资或影响的持有非控制性股份的企业。

由此，进一步地，我们采用 IMF 对于国企的定义，筛选出全球主要市场中政府/主权财富基金/养老金/银行/保险合计持股比例在 20% 以上、且上述机构在公司前三大股东中出现的“类国企”，就其对分红、回购、并购重组等常见市值管理工具的运用情况作对比分析。具体来看，国有企业在全球多数国家的金融业（尤其是银行）、能源（尤其是油气）、公用事业（电力）等基础性和战略性行业中占据主导地位，美国的“类国企”集中分布在银行业及房地产板块，日本则集中于工业和原材料等板块。这与政府这只“看得见的手”作用密不可分：一是解决市场失灵、提供公共产品问题；二是维护经济社会有效运转，如电力、供水等国计民生相关的行业；三是发挥政策的引导作用，如国有银行等。

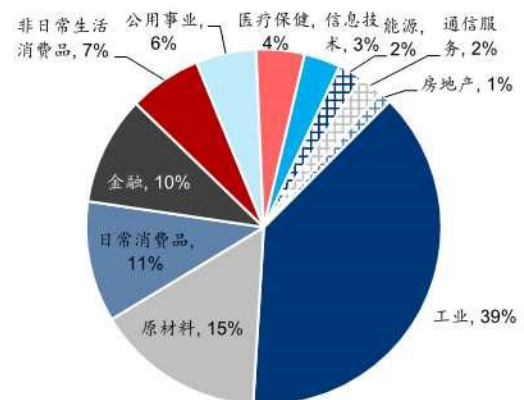
图表13：美国“类国企”集中分布在金融、房地产板块（2022年）



注：以市值计

资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表14：日本“类国企”集中分布在工业、原材料、金融板块（2022年）



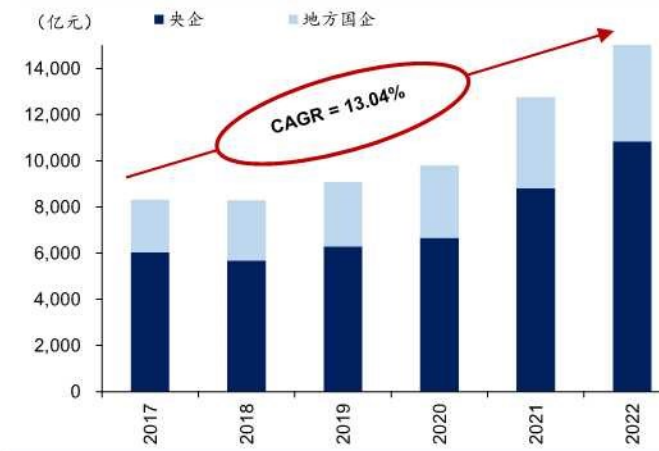
注：以市值计

资料来源：Bloomberg，华泰研究

分红——运用程度已较为成熟，持续性有待进一步提升

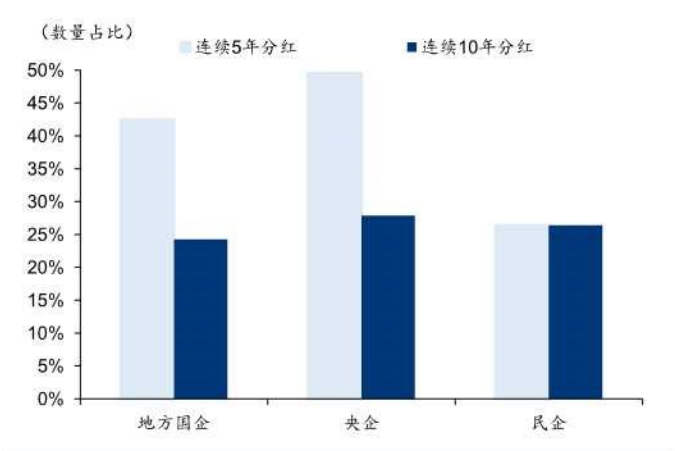
在诸多市值管理工具中，现金分红是央国企最常使用的工具，其规模及分红意愿显著领先于民营企业。从规模来看，2022年上市央国企现金分红总额共计1.53万亿元，占2022年A股上市企业总分红的70%，其中上市央企为主要拉动力量，全年累计现金分红1.08万亿元。分红意愿方面，2022年央企分红企业的数量占比达77%，显著高于民企（64%）及地方国企（62%），拉长视角来看，近五年来央企分红意愿明显提升，分红企业的数量占比自2017年的64%提升至2022年的77%，而地方国企略有下滑，自17年的67%降至22年的62%。分红持续性维度，央国企及民企在连续十年分红的企业数量占比方面大致相当，均为25%左右，但近年来，央国企持续性显著优于民企，前者连续五年分红的企业数量占比为45%，接近民企的2倍，约一半的央企实现了连续5年分红。从分红率中值来看，近五年来国民企年度现金分红比例均在30%左右，表现无异。

图表15：2017年以来央国企分红规模持续提升



资料来源：Wind，华泰研究

图表16：央企连续5年分红的企业数量占比达50%



资料来源：Wind，华泰研究

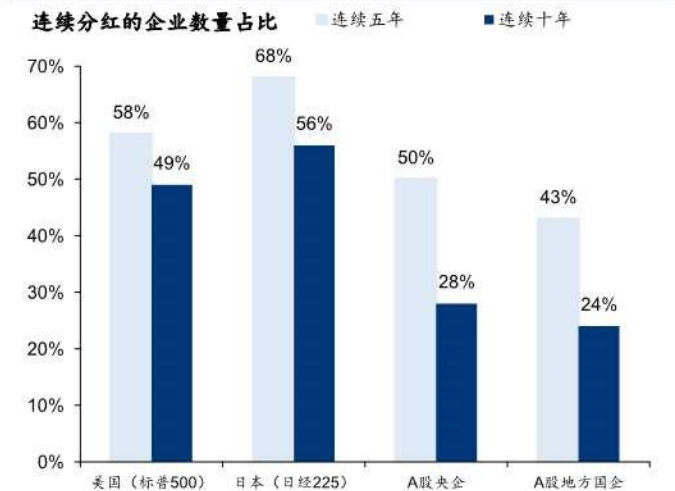
国际比较视角，我国央国企分红率与海外发达市场基本相当，但分红持续性有进一步提升空间。近十年来我国央国企的分红率与美国、日本相差不大，基本在30%-35%区间内，其中日本企业在2013年以来“安倍经济学”的指引下，逐渐重视股东回报，分红率取得长足进步；美国在上述区间内震荡幅度相对较大，而我国央国企则长期维持在31%左右，稳定性较强。然而在分红持续性方面，我国央国企表现略弱于海外：美国、日本连续十年分红的企业数量占比基本在一半以上，日本连续五年分红的企业更是接近七成，相比之下，我国央企连续十年分红的企业不足三成，地方国企的分红持续性则相对弱于央企。

图表17：我国央国企的分红率与海外发达市场基本相当



资料来源：Wind，Factset，华泰研究

图表18：央国企在分红持续性方面表现略弱



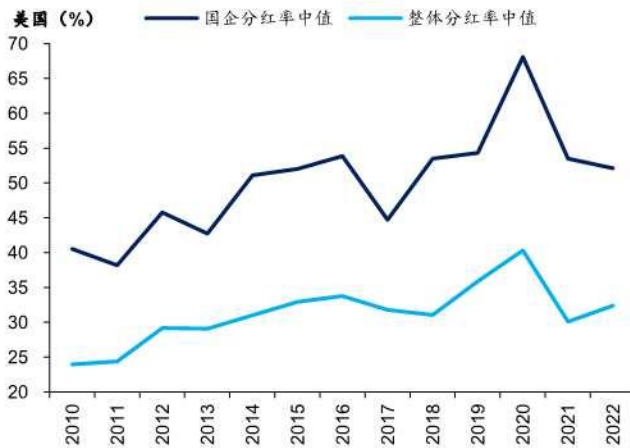
资料来源：Wind，Factset，华泰研究

不论是对以公有制为主的中国还是以私有制为主的海外其他经济体，国企向财政的分红都构成了国家财政收入的重要来源，从国企向财政的分红率和国企分红占 GDP 的比重两个维度来看，我国央企向财政的分红状况与海外市场相比差距甚远。

国企向财政的分红率维度，北欧多数国家的国企分红率（国企向财政分红/国企的归母净利润）在全球居前，其中芬兰、瑞典的国企分红率高达 70% 以上，俄罗斯、新加坡、克罗地亚等国家的国企分红率则由政府规定在 50% 以上。美国“美国企”2010 年以来的年度分红率中枢在 50% 左右，日本则略低于美国（44% 左右）。相比之下，我国国企“一次分配”在 2017-2022 年的平均分红率为 37.9%，同期“二次分配”的平均分红率更是不足 20%，和海外市场的裂口较大。

从国企分红占 GDP 比重 vs 国有经济占国民经济的比重来看，2017 年以来，国有经济营收占 GDP 比重稳步提升，近 5 年中枢为 65%，而一次分配的国企分红占 GDP 比重仅为 1.2%、二次分配占 0.7%，与海外市场相比差距仍存。

图 19：美国“美国企”分红率明显高于整体，中枢在 50% 左右



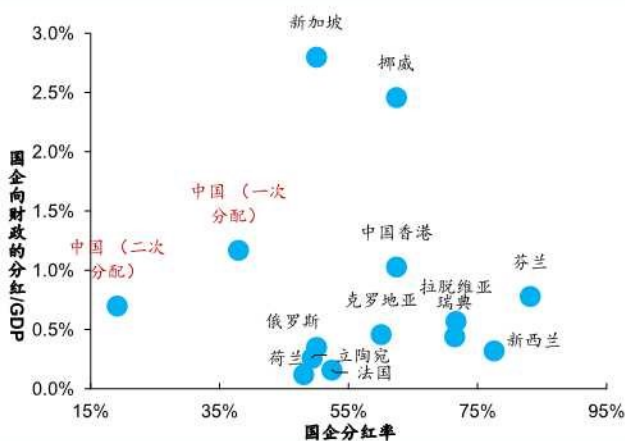
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图 20：日本“美国企”分红率近 10 年来中枢在 44% 左右



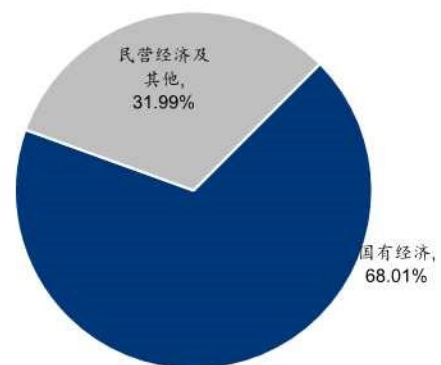
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图 21：中国国企分红率不论是一次分配还是二次分配均相对较低



资料来源：Bloomberg，《国有资产监督管理年鉴（2022）》国资委，华泰研究

图 22：国有经济在国民经济中占据重要地位（2022 年，营收/GDP）

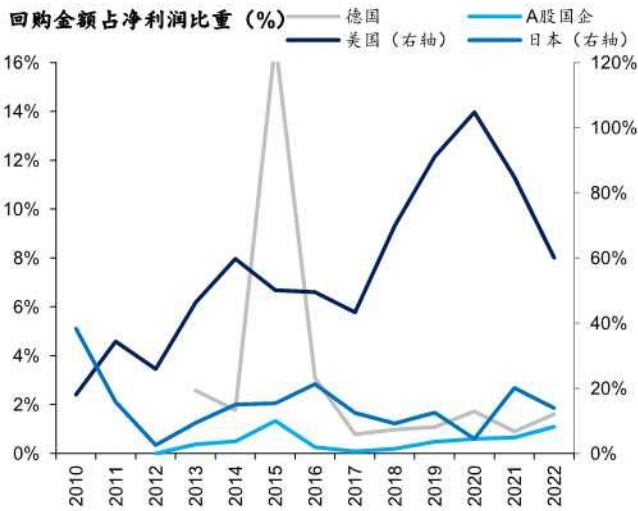


资料来源：Wind，华泰研究

回购——回购规模及节奏有较大优化空间

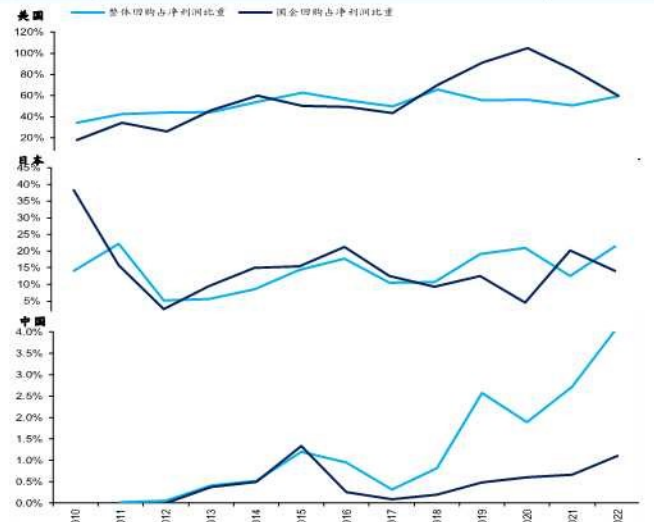
回购作为市场下行压力较大区间策略中稳定投资者信心、支撑自身股价的重要价值经营工具，在海外上市企业中广受青睐，而我国央国企对于回购工具的使用历史较短、意识较为欠缺。法律规章方面，我国上市企业回购自 2018 年公司法修订后才初入正轨（见第一节），而美股回购政策则在上世纪 80 年代开始便逐步完善，距今已有 40 余年的历史经验积累。回购规模方面，复盘全球主要市场自 2010 年以来回购金额占其净利润比重来看，A 股国企回购水平在近两年接近德国，但仍不足 2%，明显落后于美国（60%以上）和日本（15%左右）。具体来看，美国回购金额占净利润的比重自 2010 年以来总体呈上升趋势，并于 2020 年创下历史高点（105%），虽近年来有所回落，但仍维持在 60%以上，国企回购表现则自 2019 年以来尤为突出。日本回购水平次于美国，近 10 年来回购金额占净利润的比重于 15% 上下震荡。

图表23：国际比较，A股回购水平高于德国，但明显落后于美国和日本



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表24：中国央国企回购金额占其净利润比重低于整体水平



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表25：美国“美国企”回购金额占净利润比重在 57%左右



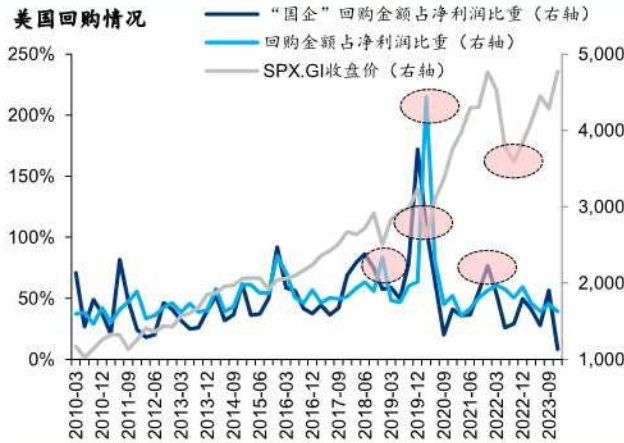
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表26：日本“美国企”回购金额占净利润比重在 15%左右

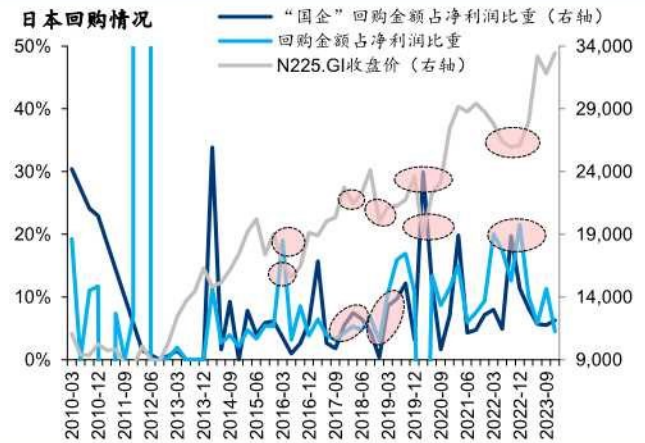


资料来源：Bloomberg，华泰研究

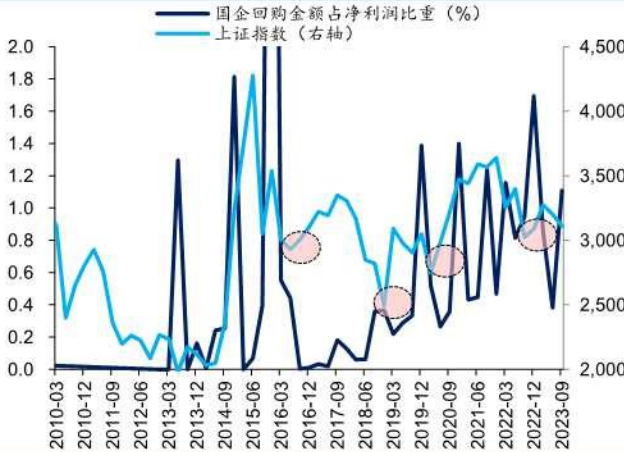
回购节奏方面，在股市下行压力较大的阶段，美股净利润中用于回购的比重明显提升，如 2015Q4（91%）、2018H2（平均为 81%）、2020Q1（215%）、2021Q4（77%）；日本企业同样加大回购力度，如 2016Q2（19%）、2020Q1（30%）、2022H2（20%）。相比之下，A 股国企的回购节奏有较大优化空间，在市场下行压力较大的阶段（如 2016Q3、2018Q4、2020Q1 等），我国国企回购规模并无明显提升，且统计 2000 年以来的我国央国企回购案例来看，用于市值管理的案例比重只有 7%，回购节奏并未较好地服务于市值管理目的。

图表27: 股市下行压力较大时, 美股回购力度加大(18H2/20Q1/22H1)


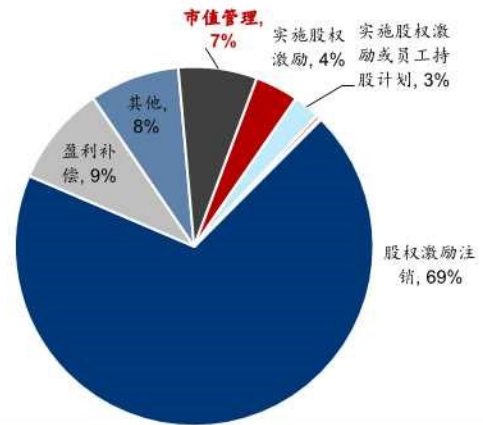
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表28: 股市下行压力增大, 日本回购力度提升(16Q2/20Q1/22H2)


资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表29: 股市下行压力较大时, A股国企回购力度提升不足


资料来源: Wind, 华泰研究

图表30: 2000年以来仅7%的央国企回购案例用于市值管理


注: 以案例数计, 数据截至2024.01.31

资料来源: Wind, 华泰研究

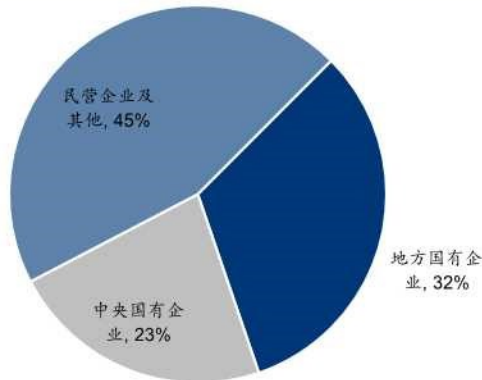
聚焦美国市场对于回购工具运用的先进经验, 较为宽松的回购制度及70年代尼克松政府对于现金股利形式的限制或是其回购工具被广泛应用的主因。一方面, 美国对股票回购的监管可归结为“原则允许, 例外禁止”, 整体制度较为宽松。美股企业所回购的股票可以直接注销, 以减少公司的注册资本; 亦可以保留为库存股, 其不享受分红、不参与每股收益和分配等。库存股制度有利于企业灵活调控流通股数量、抑制投机行为, 推动股票市场有序运行。另一方面, 为应对美国20世纪70年代出现的滞胀的局面, 尼克松政府提出“限制上市公司发放现金股利”, 回购工具则作为现金股利的替代品获得企业的青睐, 这为运用回购工具进行市值管理在美国上市企业中的普及奠定了良好的基础。此外, 美股上市企业多将回购用于市值管理, 常在经济复苏、企业盈利出现好转趋势的背景下主动回购, 以进一步催化股市上涨。

国企是并购重组的主力军，但活跃度有待提升

并购是企业市场下行压力较大区间时进行市值管理的重要战略工具之一，有助于提振企业的长期表现。根据贝恩研究院在《2023 年全球及中国并购市场报告》中对近 2900 家企业在 2008-2009 年经济衰退期的并购活动统计，在该区间开展并购的企业，在长期表现上更胜一筹：那些进行一次或多次收购交易的企业，在 2007-2017 年复合增长率达 5.9%，高于无收购交易的企业。2013 年以来，随互联网浪潮的兴起及并购监管力度的放松，叠加 2014 年“新国九条”首次将市值管理写入顶层文件的催化，并购交易作为市值管理工具之一逐渐受到企业青睐，并于 2016 年达到最高潮，而后随监管趋严逐步降温并趋于稳定，彼时的并购多出于对热门资产及概念的非理性追捧。2019 年起，在监管政策的引导下，并购理念开始转向成熟，并购动机不再仅仅是套利、炒作，而是重新回归市值管理的本源，关注并购重组活动对于公司质量的提升作用。

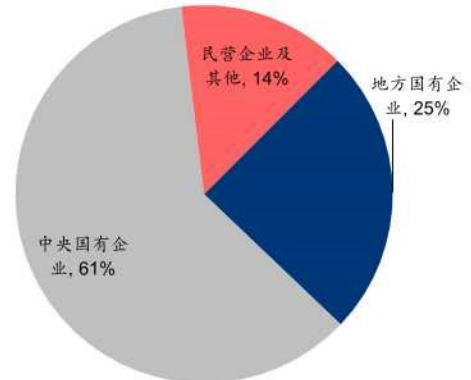
2020 年以来，国企改革进入深水区阶段，国企并购重组浪潮涌动，已成为全国并购交易的主要贡献力量。据普华永道《2022 年中国企业并购市场回顾与 2023 年前瞻》，受行业景气度及地缘政治影响，2022 年中国并购交易总额为 4858 亿美元，较 2021 年下降 20%，是自 2014 年以来的最低水平。但国企并购重组表现亮眼，大型国企（改革）交易成为中坚力量。2022 年中国并购市场共计发生 54 宗超大型并购交易（单宗 10 亿美元以上），仅占历史年均水平的一半，其中与国企及国企改革相关的交易达 35 宗，环比增加 13 宗，交易总额为 650 亿美元。2023 年国企贡献度进一步提升：完成重大资产重组的 62 家上市公司中，民营企业及其他、地方国有企业、中央国有企业分别有 28 家、20 家、14 家，国企占比在一半以上；按交易金额计，国企更是占并购交易总规模的 85.6%。

图表31：以数量计，23 年完成重大资产重组的上市公司中国企占 56%



资料来源：iFind，华泰研究

图表32：按交易金额计，国企占 23 年全国并购交易总规模的 85.6%

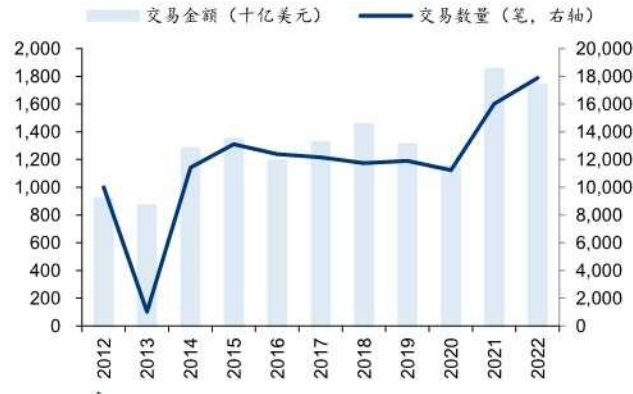


资料来源：iFind，华泰研究

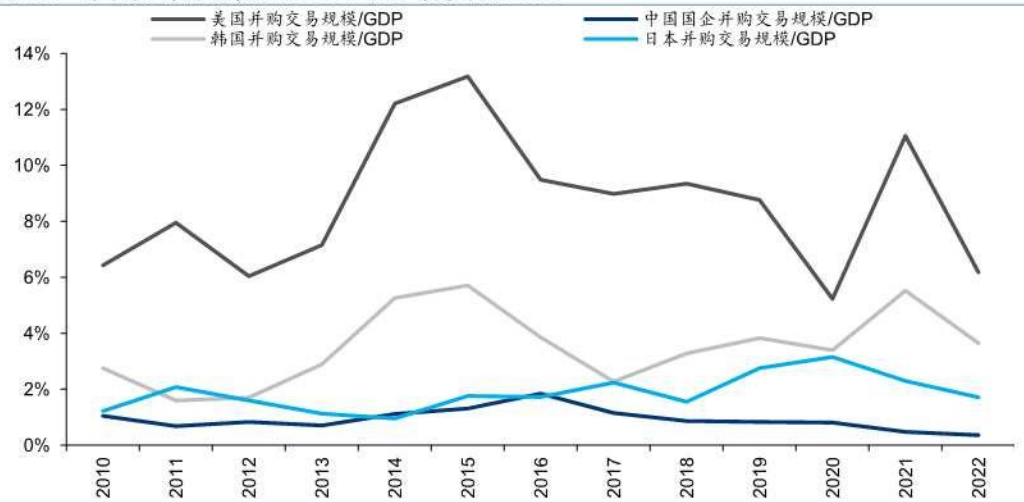
国际比较来看，以并购交易规模在 GDP 中的比重衡量并购工具的运用水平，我国国企与美国差距较大，略次于日韩。2010 年以来，美国并购交易规模占 GDP 比重中枢在 10% 左右，显著领先于全球其他经济体，韩国、日本对于并购的使用水平较为接近，其中韩国相对更高，2010 年以来并购交易规模占 GDP 比重在 3% 上下波动，日本则稳定在 2% 左右。而我国国企的并购交易规模占 GDP 比重除 2016 年以外均较低，近五年来不足 1%。

图表33：2012-22年北美并购交易规模


资料来源：Pitchbook，华泰研究

图表34：2022年欧洲并购交易数量逆势上升


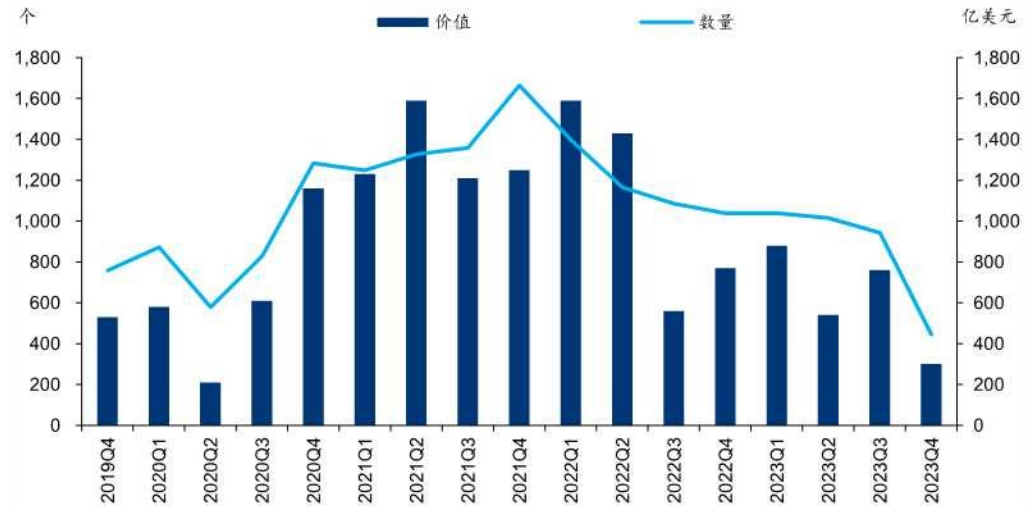
资料来源：Pitchbook，华泰研究

图表35：我国国企并购交易规模占GDP比重与美国相距甚远


资料来源：Bloomberg，华泰研究

对美国而言，市场环境、企业行为、法律环境等多重因素助推其并购浪潮的形成。美国并购交易发达的主要原因有四点：①资本市场的繁荣为并购提供可行的支付工具。在大规模并购中，股票支付更容易被标的公司股东所接受。美国过去因并购退市的公司中，接近一半是仅以上市公司股份作为对价、或是现金与股份混合对价的并购。②资本密集型企业通过外延式并购能产生规模效应，从而做大做强。以科技企业为例，以战略协同效应为目的的并购能够集聚雄厚的资本和多元的人才，从而获得技术上的竞争优势。③以1999年颁布的《金融服务现代化法案》放松了对并购行为的严格约束，逐渐放宽的法律环境使得企业并购行为逐渐频繁。④起源于19世纪末的私募股权基金是美国并购交易的积极参与主体，EY数据显示，2023年美国私募股权基金对于整体并购交易的贡献度达25%。

相比之下，我国并购市场的政策与监管环境已趋完善，并购市场回暖仍需市场发力。从政策角度看，美国并购交易的重要法规以“约束性”为主，这与美国并购交易活跃程度高的原因有关；近年来我国支持企业并购的政策环境不断完善，监管力度也趋于放松，并购市场回暖仍需市场发力。从境外经验看，美股并购浪潮的兴起与资本市场繁荣高度相关，良好的市场环境或为企业并购交易提供动力。

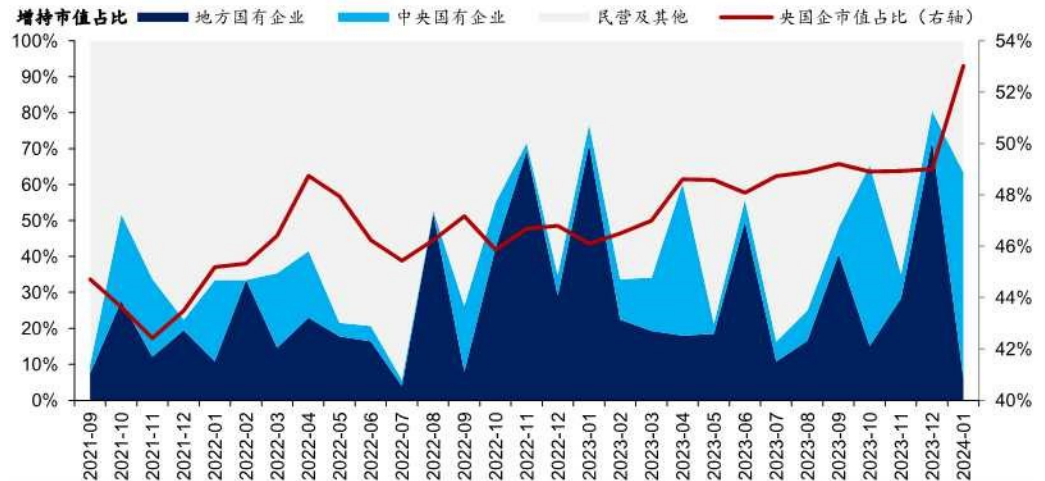
图表36：美国私募股权基金数量及规模


注：数据不包含风险投资（VC）。截至2023年11月15日。

资料来源：Preqin，华泰研究

市场化增持及股权激励角度，国企的“稳定器”作用有待夯实

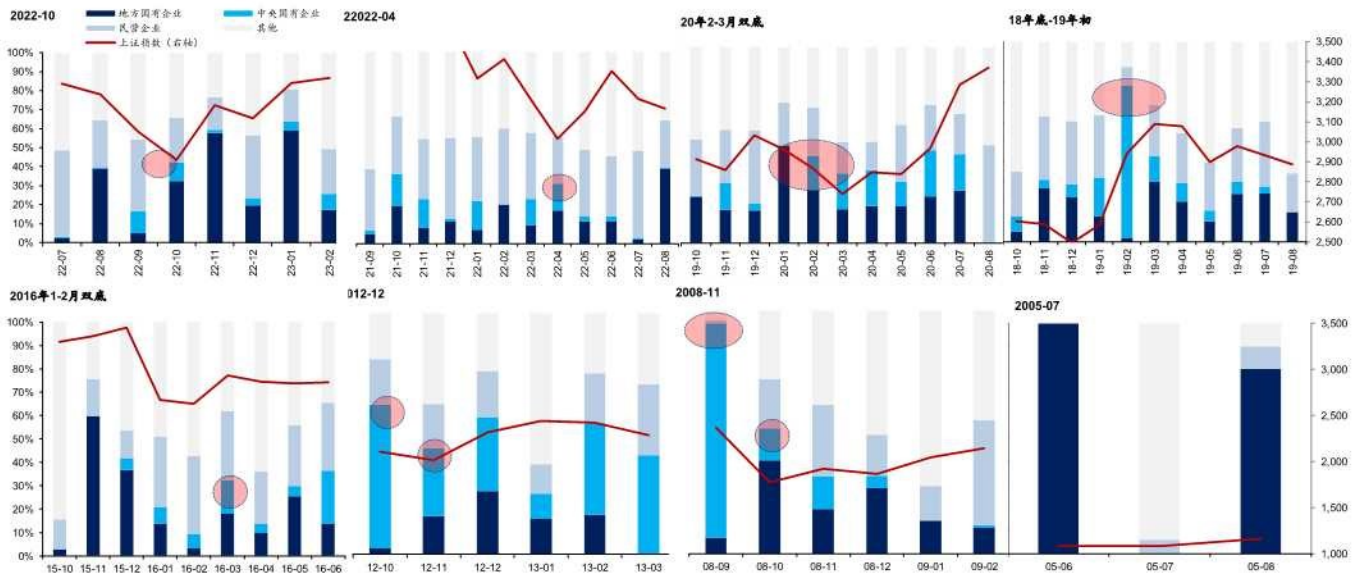
增持是我国上市企业在市场下行压力较大区间中的另一常用工具，可以起到传递信心、稳定股价的作用，通过“低位买入”也有助于获得资本利得收益。复盘2000年以来A股市场产业资本增减持情况发现，民企为早期市场产业资本增持的主力，占比在60%以上，而央国企则在25%上下波动，且以地方国企为主，这与央国企在全A中市值占比近半的地位明显错配。自23年7月以来（本轮产业资本净增持开始趋势性回升的时间点），我国央国企增持力度有所加大，2023年12月央国企增持市值占比达82%，说明本轮产业资本增持主力逐渐由民企转向央国企（尤其是地方国有企业）。

图表37：2021年以来大多数情况下民企仍然是增持主力，近期央国企增持有所发力


资料来源：Wind，华泰研究

进一步地，我们发现，A股历轮阶段性底部常伴随着央国企增持占比的提升，或说明增持的市场下行压力较大区间护盘作用主要为央国企所发挥。具体来看，在2022年10月底、22年4月底、18年底，央国企均明显发力增持；在2020年2-3月双底、16年1-2月双底、12年底、18年底，央国企则在指数下行压力初现时便开始发力，并维持较高的增持占比。

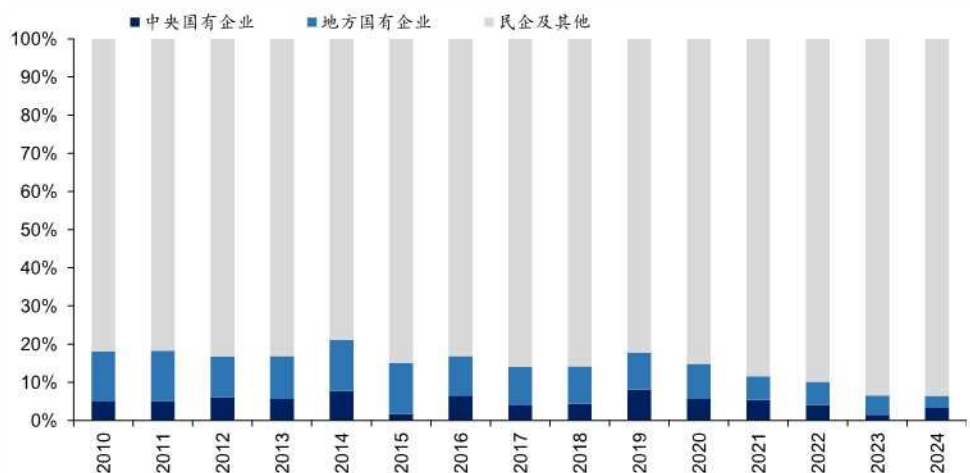
图表38：历史上历次阶段性底部，央企增持市值占比明显提升



资料来源：Wind，华泰研究

股权激励制度是企业为了激励、留住和吸引核心人才而推行的一种长期激励机制，我国企业的股权激励有待发力深化。通过有条件地给予激励对象部分或者全部的股东权益，使其与企业结成利益共同体，从而实现企业的长期发展目标，实行股权激励本质上是要促进上市公司长期持续稳定的发展。在股权分置改革的基础上，国资委与财政部适时出台《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》、《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》，对于国有控股上市公司和资本市场的健康发展将起到重要的积极作用。2018年国企改革“双百行动”展开，要求入围“双百行动”的企业要在混合所有制改革、激励机制等方面实现突破。国资监管机构亦多次发声，明确鼓励符合条件的企业灵活开展各种形式的中长期激励。然而统计2010年以来的股权激励案例来看，央企对于股权激励的动力明显弱于民企，占比长期不足20%，使用意识有待深化。

图表39：2010年以来的股权激励案例均以民企为主



资料来源：Wind，华泰研究

央企市值管理的优秀案例探析

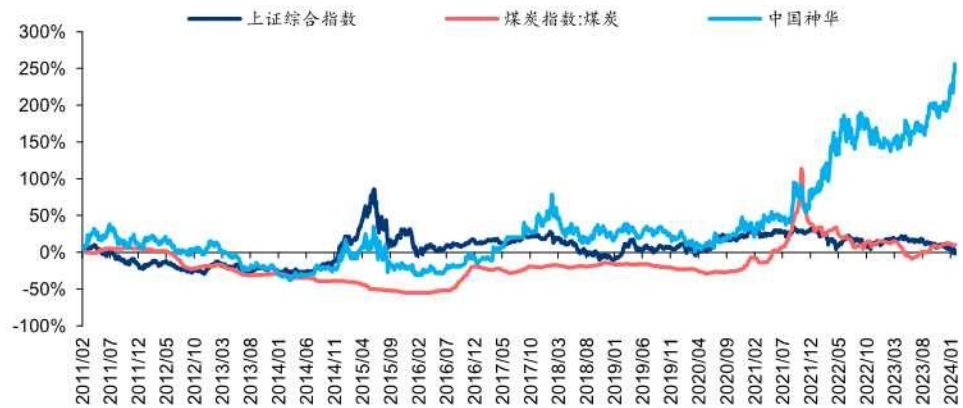
自 2004 年市值管理的概念被提出以来，央国企积极相应高层指引，布局市值管理工作，期间涌现了多个优秀案例，我们从分红、回购、并购重组三大市值管理工具出发，探析通过运用上述工具成功实现市值管理目标的优秀案例，从而为新一轮央企市值管理工作树立典范。

中国神华——积极响应市值管理，树立稳定高分红的优质央企形象

对标国外优质企业，秉承长期稳定分红政策。中国神华早在 H 股（2005 年）和 A 股（2007 年）发行时，便参考境内外大型上市公司对于股东回报的重视，确立 35% 左右的现金分红比例。近年来，随着公司经营情况的稳步提升，现金分红的比例逐步提高。**规模方面**，自 2007-2022 年，中国神华 A 股累积进行 17 次分红，共计发放现金分红 4189.03 亿元，累计分红率高达 62.58%，与美国、日本大型优质企业水平相当。**连续性方面**，自上市以来，中国神华已连续 16 年进行现金分红，平均年度分红率在 34% 以上。

多年来，管理层高瞻远瞩，积极相应政策号召，持续布局市值管理工作。2005 年，国务院出台《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，鼓励上市公司建立市值管理制度。同年，中国神华在香港上市，并呼应《意见》号召，开始以“增加每股收益”为根本开展市值管理工作，持续进行战略扩张、优化商业模式。2011 年，中国神华系统开展了以“市值管理与预期管理相结合”为指导的月度投资者关系工作，将投资者关系工作固定化，具体化。2013 年 6 月，中国神华修改公司章程，规定每年以现金方式分配的利润占归母净利润的比例不低于 35%，2020 年初该比例进一步提升至不少于 50%。与此同时，公司管理层还从规范公司治理结构、提高信息披露质量、畅通投资者沟通渠道等方面入手，落实公司的价值提升。在以投资者利益为导向的治理理念下，中国神华的 EPS 从 2005 年的 0.805 元，增加到 2022 年的 3.50 元，提升 4.35 倍。

图表 40：中国神华跑赢行业指数与上证指数（累计收益率）



注：以 2011.02.09 为基点
资料来源：iFIND，华泰研究

短期来看，高分红方案的出台有助于即时提振股价表现。2015-2016 年，中国神华的股价表现长期较弱，股价多次低于每股净资产，为支撑股价表现，中国神华有进行市值管理的动机。叠加彼时煤炭供给侧改革的逐渐落地推升了中国神华的盈利能力，相对充裕的现金流为其进行市值管理提供了现金基础。2017.3.17 晚，中国神华出台巨额分红方案，派发 2016 年度末期股息现金 0.46 元/股，共计 90.49 亿元；派发特别股息现金 2.51 元/股，共计 499.23 亿元。本次累计派发现金分红 590.72 亿元，达 2016 年净利润的 2.6 倍。方案出台后的首个交易日，中国神华 A 股涨 9.22%，PB 由原先的 1.09x 增长至 1.17x；第二个交易日涨幅达 8.33%，PB 达 1.27x。**中期来看**，巨额分红方案出台后的一个月、半年、一年内，中国神华涨幅分别达 14.46%/49.28%/59.57%，中期提振效果亦较明显。

长期来看，现金分红亦是股票回报的重要来源。自 2017 年的巨额分红之后，中国神华的股价稳步上升，PB 也随之逐渐走高。2016 年初，中国神华 A 股的前复权股价低点为 8.23 元，至 2022 年 12 月已上涨至 25.36 元，长期回报率高达 208%，其中股息收益率贡献 225%；近 10 年来大力分红之后，PB 均出现较明显上升。

图表41：中国神华于 2015-2016 年股价多次跌破每股净资产



资料来源：Wind，华泰研究

图表42：自发布公告后，中国神华 PB (LF) 明显提升



资料来源：Wind，华泰研究

图表43：十余年来，中国神华均保持高水平的稳定分红

年份	每股股利 (元)	EPS (元)	年度现金分红比例 (%)
2010	2.14	1.70	40.11
2011	2.96	2.16	39.94
2012	3.55	2.37	40.06
2013	6.07	2.25	39.62
2014	4.48	2.09	39.99
2015	4.94	1.19	39.42
2016	1.98	0.85	40.28
2017	12.82	2.06	151.04
2018	5.07	2.25	39.90
2019	4.82	2.30	57.94
2020	7.00	2.00	91.81
2021	8.04	2.33	100.39
2022	9.20	3.46	72.77

资料来源：iFind，华泰研究

宝钢股份——跟随政策指引，打响蓝筹回购第一枪

紧随国家市值管理的政策指引，率先打响蓝筹回购第一枪。2012 年，市场赚钱效应偏弱叠加钢铁行业寒冬导致股价低位运行，中国钢铁企业首当其冲，沪深两市 78 只破净股中有 16 只为钢铁股，为稳定市场信心，证监会于 12 年 8 月 3 日发表讲话，支持和鼓励有条件、有潜力的上市公司回购本公司股份，又于 5 日晚间发布《上市公司员工持股计划管理暂行办法》（征求意见稿），鼓励上市公司回购股票实施员工持股计划。聚焦宝钢股份，其 2012 年股价长期处于破净状态，并明显跑输行业指数，为响应国家的“市值管理”号召，宝钢于 2012 年 8 月 28 日宣布涉及 50 亿元的回购计划，打响蓝筹回购第一枪。截至 2013 年 5 月 21 日，公司回购方案已实施完毕，回购总金额为 50 亿元，回购股票数量占公司原总股本的比例约 5.9%。截至 2013 年 5 月 23 日，宝钢股份将回购股票全部注销。2015 年 6 月，在股市震荡的背景下，证监会发表讲话鼓励上市企业实施增持策略，宝钢随即在 7 月 8 日宣布实施增持制度。2023 年年中以来，A 股赚钱效应不强，国有企业再次挑起回购大梁：宝钢股份于 23 年 10 月 16 日晚公告拟进行股份回购，占公司回购前总股本约 1.48%-2.25%。

股票回购与增持策略支撑了宝钢的市值表现。以2012年为例，宝钢的股价从2011年初的6.5元下跌到2012年6月30日的2.6元，彼时其每股净资产为6.43元，股价已经远远低于每股净资产。在12年8月实施回购策略后，**股票价格方面**，自回购公告发布的首个交易日（12.08.29）到9月20日，宝钢股份股价涨幅超过13%，从长期跑输上证综指转为取得一定的超额收益，显著稳定了投资者的信心，止住股价的长期下行颓势。**资本结构方面**，2012年上半年，宝钢的资产负债率为47%，远低于同业水平（包钢77%、武钢64%、首钢53%、鞍钢53%）；实施回购后，公司资产负债率从47.15%提高到48.13%，产权比率从89.21%提高到92.79%，每股净资产从6.47元提高到6.59元，资本结构有所优化。

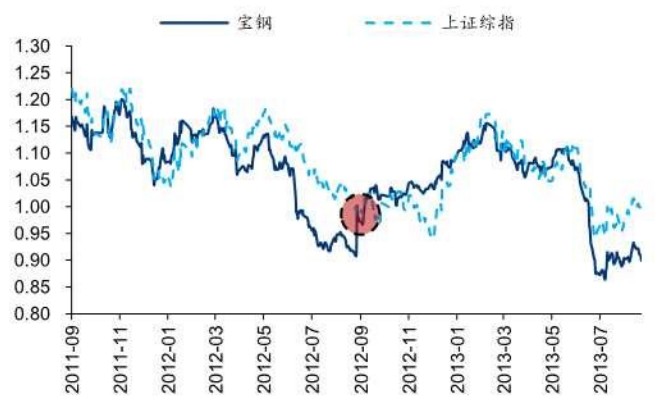
图表44：宝钢回购后股价涨跌幅变化



注：T为回购预案公告日，即2012.8.28

资料来源：Wind，华泰研究

图表45：回购后，宝钢表现从跑输大盘转为跑赢大盘



注：以2012.8.28为基点

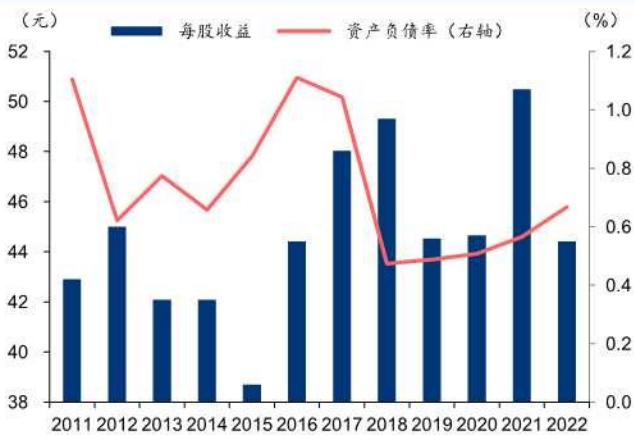
资料来源：Wind，华泰研究

图表46：宝钢股份三次回购情况

预案公告日	累计回购数量 (万股)	占总股本比例 (%)	回购支付金额		注销日期
			(万元)	回购均价(元)	
2012-08-28	104,032.32	6.08	500,000.00	4.81	2013-05-23
2021-01-20	48,610.52	2.18	359,817.85	7.40	2022-11-30
2023-10-17	32,716.27	1.48	199,051.69	6.08	--

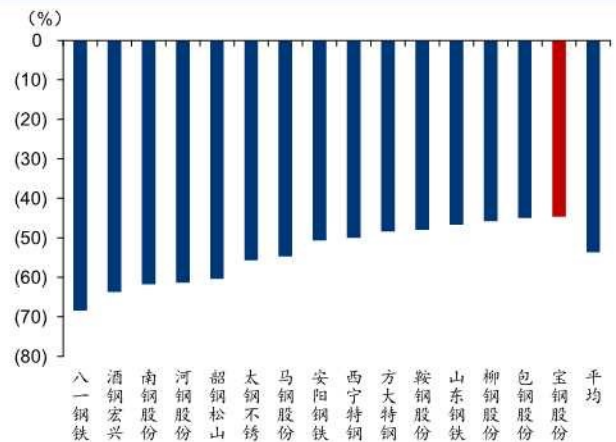
资料来源：iFind，华泰研究

图表47：宝钢股份每股收益及资产负债率变动



资料来源：iFind，华泰研究

图表48：2015.6.30-2016.6.30 主要钢企市值变动对比

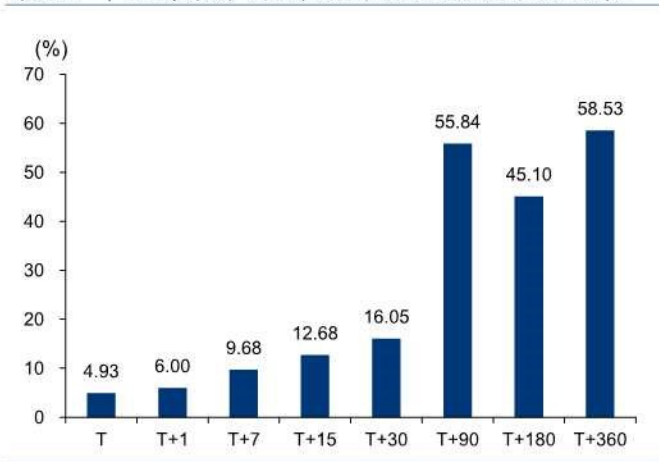


资料来源：iFind，华泰研究

中信证券——逆周期收购助其提升综合竞争力，开拓业务版图

回顾中信证券此前并购历史可以发现，历次并购帮助其持续扩大业务版图，提高综合竞争力；且擅长“逆周期收购”，以较低成本获取对方的优质资产。以中信证券并购广州证券为例，收购之前，2018年中信证券的372.21亿元营业收入中，广东省仅贡献0.65%，相较于浙江地区（2.22%）和北京地区（1.52%），中信证券在华南地区的业务发展空间极大；而广州证券作为华南地区的本土证券公司，可帮助中信证券获取其在粤港澳重点区域的客户资源。截至收购预案的公告日（2019.1.9），证券行业的PB为1.31，位于过去十年的5.4%分位处，处于历史低位，中信证券抓住券商板块正处低迷期的机遇，用相对较低的价格成功逆周期收购广州证券。通过本次收购，中信证券得以进一步提升其在华南地区的竞争力，有利于补强短板，提升核心竞争力。**从股价表现来看**，整体而言此次并购后，中信证券股价显著上升，且股价上涨主要集中于预案公告及审核通过后阶段：预案公告后一个月内股价涨幅11.74%，股东大会通过后一个月内股价涨幅16.05%。

图表49：中信证券并购广州证券经股东大会通过后股价的涨幅情况



注：T指董事会通过公告日（2019.1.10）
资料来源：Choice，华泰研究

图表50：中信历年并购情况一览

时间	被合并方	成果
2004年	万通证券	扩大山东地区营业网络
2005年	华夏证券	成立中信建投，后剥离
2006年	中信基金	奠定公募基金领先地位
2006年	金通证券	加码布局浙江市场
2007年	华夏基金	奠定公募基金领先地位
2007年	金牛期货	进军期货市场
2013年	里昂证券	弥补海外业务短板
2015年	昆仑金融	进军外汇市场

资料来源：中信证券官网，iFind，华泰研究

不忘初心，深耕证券业务，专注价值创造。中信证券在初创时期适逢国内券商倒闭潮，许多券商因追求短期利益深陷委托代理等陷阱。彼时，中信没有选择盲目拓展业务，坚持深耕证券业务，培育核心竞争力。1999年，中信启动“大项目”战略，主动放弃大量的中小投行项目，专攻各大行业龙头企业，依靠长江电力、武钢股份等大项目巩固投行龙头的业务地位。与此同时，中信在经营中始终坚持提高资产流动性，降低固定资产、不动产、长线资金的投资比例，深化创新业务等理念，力求达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的目标。

图表51：中信证券深耕证券业务，逐步发展为行业龙头

市场类型	项目	主承销规模	发行数量	市场份额	排名
境内市场	首次公开发行	1498.32 亿人民币	58	25.53%	1
	再融资发行	2264.85 亿人民币	108	20.60%	1
香港市场	首次公开发行	6.98 亿美元	16	-	2
	再融资项目	5.72 亿美元	9	-	-
欧洲市场	GDR 项目	7.95 亿美元	8	-	1
其他海外市场	股权融资项目	3.18 亿美元	10	-	-

注：香港、欧洲市场的排名仅限于中资证券公司。
资料来源：中信证券2022年报，华泰研究

借他山之石，探讨我国市值管理的发展方向

通过梳理全球主要经济体的上市企业对于分红、回购、并购等市值管理工具的使用情况，我们以全球发达市场的成熟经验为镜，为我国市值管理的发展建言献策。

明确市值管理含义，严防“伪市值管理”

如前文所述，“市值管理”的动机是实现企业价值最大化，而部分企业在实际中却根据“市值=股价×股本”公式，误读为炒高股价就是市值管理。炒高股价虽在一定意义上可以增加市值，但其没有实际业绩支撑，实为“伪市值管理”；不仅于企业价值最大化无益，长期来讲反而损害企业价值。此外，股价操纵是《证券法》中明确规定的违法行为，与虚假披露、内幕交易一起并列为市值管理的“三条高压线”，触犯高压线将成为依法打击的对象。

因此，我们认为企业应在操作中正确把握市值管理的含义，严守“三条红线”和“三项原则”。一方面需要明确市值管理是中性的，正确良好的市值管理有益于上市公司稳健发展、投资者获取回报，但错误的市值管理或有损投资者信心及企业商誉；另一方面，上市公司及其相关人员应提高合规意识，在依法合规的前提下开展市值管理，避免“伪市值管理”，不单纯追求昙花一现的股价泡沫。

价值创造：打铁还需自身硬，“修内功”为市值管理的基础

市值管理的根本在于提高企业价值创造的能力，即“市值=净利润×市盈率”，通过增厚净利润来提高市值。当前我国对于央企已建立起“一利五率”的指标体系与“一利稳定增长，五率持续优化”的考核目标，为央企提高经营能力指明了方向：注重其资本运用能力，优化营业现金比率，保证负债稳定与经营稳健；不断加大研发投入，提高科技产出效率与劳动生产率，从而增强其产品的核心竞争力。

因此，我们认为央企应围绕“一利五率”的考核指标体系，抓住价值创造的核心，通过不断优化商业模式，深化行业调研、精准描绘客户画像、明确产品定位、提高产品壁垒等方式，实现利润总额、净利润与归母净利润协同增长，从而实现市值管理的目标。此外，我们认为市值管理指标应与央企考核指标相结合，从而建立起行之有效的市值管理制度。

价值实现：提高公司治理能力，加强投资者关系管理

治理是企业持续增长的根，市值管理离不开公司治理结构的改善。混合所有制改革下，通过引入民企相对高效的治理模式，多数国企的公司治理结构和经营管理制度取得长足进步，实现了内部治理的转型。向前看，上市公司应不断深化改革，引入高效治理模式，建立规范的公司治理结构、健全各项规章制度流程，从而提升内部管理效率；同时，提升信息披露质量，对与经营管理相关的事件进行及时、准确、精炼地披露。企业亦可通过股权激励等手段建立管理层与股东之间的利益捆绑关系，形成一致的利益导向，从而更有效地推动市值发展。

市值管理与价值管理相比，还需考虑与资本市场的良性互动，以促使企业的内在价值能够真实准确地被反映到资本市场中。因此，上市公司应重视与投资者的互动，主动、专业、高效地与投资者交流，消除信息不对称现象、增强市场透明度并提高投资者信心；可通过定期举办投资者说明会、及时更新官网信息等方式，为投资者提供清晰透明的沟通平台；及时回应投资者的关切，保持良好的沟通氛围。

价值经营：善用分红/回购/并购工具，“用”好资本市场

在利用分红、回购、并购等工具进行价值经营、从而实现市值管理方面，海外市场有如下经验可供借鉴：

1) 分红方面。长期持续稳定现金分红的上市公司往往具备基本面良好、现金流充沛、盈利能力稳定、低波动等特征，具有较高的安全边际。由上文分析，我国央企的分红水平已与海外发达市场接轨，但分红的持续性及向财政的分红仍有优化空间。聚焦美国，税收政策是影响美股上市公司分红政策的重要因素，美国运用与现金分红相关的税收手段，如尽量规避对股息的双重征税、对长期投资者和短期投资者采取不同税收制度、对公司逃避分红采取“累积盈余税”制度等，从而提高公司分红的连续性。再看日本，其“股东文化”最早可追溯于明治维新时期，并在 90 年代日本经济泡沫破灭后愈发被投资者及公司高层重视，“重视股东回报”的理念贯穿日本经济发展的各阶段：平成年代（1980s-2010s），日本大举推动公司治理改革，建立“重视股东”的经营机制，实施重视股东利益的公司治理改革，以符合国际标准；2013 年以来的安倍经济学更是强调“鼓励上市公司持续分红以回报股东”；23 年 4 月，东京证券交易所实施新一轮公司治理改革：市净率低于 1 倍的公司必须制定计划，为股东增加价值，否则将面临退市。

2) 回购方面，上市公司的股票回购资金有利于为股市注入资金活水。企业在获得发展之后，以回购方式为资本市场注入资金，继而增强市场对公司的信心与认可，形成企业发展、股价、投资者的正向循环。由上文对于美股回购经验的分析可知，海外市场回购规则相对更为简化，在股本注销机制、回购实施的期限/回购程序/回购与再融资交叉时间节点限制等方面规定较为完善。此外，海外市场的库存股制度较为成熟，允许公司持有库存股，但库存股不能行使表决权、股息分配请求权、剩余财产分配请求权及新股认购权等有关股东权利，并对库存股的数量、出售的条件等做出规范，以协调股东之间的利益关系，保障中小股东的利益。

3) 并购方面，透析海外成功经验，海外市场善于根据国家发展需求、分类施策，如德国参股大众汽车、法国成立国家参股局（APE）等，通过股权结构设计的方式保留对重点行业、企业的控制权。从海外失败经验中汲取教训，吸取 20 世纪 80 年代日本三菱、索尼盲目跨界并购最终得不偿失的经验教训，避免单纯追求规模、品牌的兼并重组。

市值管理下，哪些央国企大有可为？

基于上述讨论，我们梳理出：①企业市净率（PBLF）低于1；②2020-2022年连续3年均
有分红；③2020-22年回购金额占净利润比重的均值明显低于其他央国企；④现金流情况良
好（22年OCF为正且近年来持续改善，有足够的现金流进行市值管理）；⑤盈利质量良好，
ROE在所属行业中居前50%，且⑥再融资膨胀倍数（过去十年的再融资总额/平均总市值）
及公募持仓不拥挤的央国企“市值管理”组合。随未来市值管理改革的发力，或将迎来价
值重估。

图表52：华泰央国企“市值管理”组合

代码	简称	企业性质	PBLF	回购比例 均值 (%)	OCF (2022, 亿元)	OCF 年度变化	ROE 均值 (%)	超配比例 (2022年, %)
601857.SH	中国石油	央企	0.7	0.0	4283	463	6.6	-0.8
601336.SH	新华保险	央企	0.9	0.0	904	210	12.5	2.4
601186.SH	中国铁建	央企	0.5	0.0	398	167	9.1	3.1
601390.SH	中国中铁	央企	0.6	0.0	341	151	10.1	3.6
600390.SH	五矿资本	央企	0.6	0.0	48	120	6.9	0.9
600061.SH	国投资本	央企	0.9	0.0	194	99	8.2	3.1
601963.SH	重庆银行	地方国企	0.5	0.0	36	60	10.2	2.2
600350.SH	山东高速	地方国企	1.0	0.0	102	50	7.3	3.0
000617.SZ	中油资本	央企	0.8	0.0	517	49	6.6	0.0
000006.SZ	深振业A	地方国企	1.0	0.0	11	49	8.0	0.8
600820.SH	隧道股份	地方国企	0.7	0.0	48	34	9.9	4.9
601006.SH	大秦铁路	央企	0.8	0.0	196	25	9.2	1.9
600782.SH	新钢股份	央企	0.5	0.0	38	21	10.5	7.1
000719.SZ	中原传媒	地方国企	0.9	0.0	24	15	10.4	1.4
002061.SZ	浙江文科	地方国企	0.9	0.0	6	11	11.2	1.5
600278.SH	东方创业	地方国企	0.9	0.0	4	7	4.9	0.4
601801.SH	皖新传媒	地方国企	1.0	0.0	15	7	6.0	1.3
600971.SH	恒源煤电	地方国企	0.9	0.0	24	6	14.5	5.9
600757.SH	长江传媒	地方国企	0.8	0.0	11	5	9.2	4.8
600368.SH	五洲交通	地方国企	0.8	0.0	18	4	11.7	0.4
600075.SH	新疆天业	地方国企	0.9	0.0	18	2	12.5	2.9
601512.SH	中新集团	地方国企	1.0	0.0	4	1	12.1	0.2
600668.SH	尖峰集团	地方国企	0.9	0.0	7	1	12.2	0.7
000552.SZ	甘肃能化	地方国企	1.0	0.1	17	0	12.8	3.1
600035.SH	楚天高速	地方国企	0.7	0.0	17	-1	8.4	0.7
601598.SH	中国外运	央企	0.9	0.0	44	-3	10.6	1.5
601000.SH	唐山港	地方国企	0.9	0.0	22	-3	10.0	5.9
600658.SH	电子城	地方国企	0.8	0.0	10	-5	5.3	0.2
600133.SH	东湖高新	地方国企	0.8	0.0	6	-6	9.6	0.8
600449.SH	宁夏建材	央企	0.8	0.0	5	-6	11.5	2.1

注：此处的均值为2020-2022，PBLF数据截至2024.01.31，OCF单位为亿元

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) **资本市场政策出台不及预期。**若政策出台不及预期，可能影响市值管理进程。
- 2) **历史数据或无法直接指引未来走势。**文中关于分红、回购、并购对于股价的关联分析基于历史数据，对未来的指示意义可能失效。

免责声明

分析师声明

本人，王以、王伟光，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王以、王伟光本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司