

资本市场改革系列报告之九

中国特色估值体系下的国企价值重估

相关研究报告

资本市场改革系列报告之八：全面注册制孕育新机遇（2022.06.30）

资本市场改革系列报告之七：退市制度如何形成优胜劣汰——对比美、印退市经验（2021.03.05）

资本市场改革系列报告之六：成长之路——从纳斯达克十年经验看科创板演绎路径（2020.08.25）

证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 BOT313 WEIWEI170@pingan.com.cn
张亚婕	投资咨询资格编号 S1060517110001 021-20661934 zhangy ajie976@pingan.com.cn
郝思婧	投资咨询资格编号 S1060521070001 HAOSIJING374@pingan.com.cn
谭诗吟	投资咨询资格编号 S1060522070004 TANSHIY IN596@pingan.com.cn



- 随着宏观环境愈发错综复杂和我国经济转型深化，资本市场改革开始适应新的变化，近期易会满主席在金融街论坛上发表讲话，再度提及建设中国特色现代资本市场以及中国特色估值体系，随后沪深交易所制定了新一轮的提升上市公司质量三年行动计划，结合监管表态，我们认为资本市场的改革主线进一步清晰。
- 一方面，建设中国特色现代资本市场是总目标，探索建立具有中国特色的估值体系，国企央企的重要性抬升。我们将中国特色分为产业结构特色和制度特色两方面。产业特色方面，首先是国企估值面临重塑。易会满主席在最新讲话中强调国企的重要性，我们认为源于四方面环境因素的驱动，一是国企对我国经济的贡献度较大，在经济转型中有压舱石的作用，2017-2021年间国企对于新兴产业的投资年均增速超过20%；二是国企在能源、上游工业品、航空航天、金融等涉及国家安全产业中的占比较高；三是资本市场需要重视多元化的经济发展；四是延续三年国企改革自主可控的思路。当前国企在A股中的市值占比达到近50%，且具有高分红、盈利稳健的特点，但是中证国企指数的估值水平位于十年以来28%的相对低位，未来有望回归合理区间。其次是在经济转型的背景下，资本将继续加大对新兴产业的支持。结合十四五规划和二十大报告的内容来看，主要遵循科技创新、数字智能和绿色降碳三大方向。制度特色方面，一是资本市场制度设计在借鉴发达市场实践经验的同时，也会因地制宜作出相应调整，包括注册制坚持放管结合、建立中国特色的证券集体诉讼制度、注重风险防控等；二是在部分制度建设方面还需向发达市场看齐，包括“散户化”现象仍待改善，推动实施信息披露和退市制度等。
- 另一方面，提升上市公司质量是建设中国特色现代资本市场的重要环节，未来将成为资本市场改革的重点任务。本轮资本市场改革自2019年科创板注册制改革以来已历时三年，期间改革重点在注册制改革和基础制度的搭建，如今注册制运行已较为成熟，创新制度的搭建逐步完善，资本市场改革的重心开始逐渐向提升上市公司质量转移。结合近期易会满主席的讲话和交易所的表态，我们认为未来主要抓手有三点，一是进一步提升科技创新能力，鼓励新兴产业企业并购重组；二是提高上市公司信息披露质量，包括研究制定先进制造、数字经济、绿色低碳等重点领域专项信息披露指引等，ESG信息披露规则有望加快落地；三是加大退市制度的实施力度。
- 投资展望：我们认为资本市场助力经济转型的重要性进一步抬升，中国特色估值体系值得高度重视，国企价值迎来重估，建议关注国企央企的三条主线。第一，企业性质方面，国企央企将在未来经济转型中扮演重要角色，信息披露要求会进一步清晰，整体有望迎来估值重塑，央企或最先受益；第二，产业性质方面，安全与科技产业链重要性进一步抬升，具有国家安全属性以及科技属性的国企央企有望进一步推动产业升级，并购重组和分拆上市预期也在升温；第三，回报投资者方面，经营稳健的国企分红比例有望进一步提升。
- 风险提示：政策推进不及预期；经济超预期下行；海外资本市场波动加大；疫情蔓延超预期或疫情防控不及预期风险。

正文目录

一、 中国特色现代资本市场是总目标	4
1.1 政策背景：服务经济高质量发展，产业特色和制度特色并进	4
1.2 产业特色：国企央企估值重塑，新兴产业支持延续	5
1.3 制度特色：因地适宜与他山之石并重	11
二、 推动提升上市公司质量是重要环节	12
2.1 政策背景：资本市场改革新阶段的必然要求	12
2.2 政策展望：提升科技创新能力，提高信息披露质量	14
三、 投资展望：国企央企的三条主线	15
四、 风险提示	16

图表目录

图表 1	我国进入经济转型关键阶段（%）	5
图表 2	国际环境错综复杂，逆全球化加深	5
图表 3	2021 年我国国企数量占比为 1.2%	6
图表 4	国企资产占比 38.4%	6
图表 5	国企营业收入占比为 25.8%	6
图表 6	国企利润总额占比为 22.4%	6
图表 7	国企在能源、工业品、金融等国家安全领域占比较高	7
图表 8	行业公司数量占 A 股比重：电子、电力设备、医药生物和计算机等新兴产业数量占比有明显提升	7
图表 9	行业市值占 A 股比重：电力设备、电子、医药生物、通信和国防军工等新兴产业市值占比有明显提升	8
图表 10	A 股国企上市公司数量分布	9
图表 11	国企销售净利率长年高于民企（%）	9
图表 12	国企股息率高于民企（%）	9
图表 13	PE_TTM：中证国企估值位于十年来 28% 水平	10
图表 14	二十大报告以及“十四五”规划指明的长期产业结构转型升级	10
图表 15	科创板上市公司行业分布（家，%）	11
图表 16	创业板注册制 IPO 行业分布（家，%）	11
图表 17	2020 年以来 IPO 过会率下降	12
图表 18	2019 年以来 IPO 审核周期变长	12
图表 19	2018 年以来 A 股 IPO 数量呈上升趋势	13
图表 20	A 股退市公司数量逐年增长	13
图表 21	A 股公司净利润增速	14
图表 22	A 股公司营收增速	14
图表 23	双创板块净利润高增	14
图表 24	双创板块研发强度较高	14
图表 25	2022 年多家国企发布重大资产重组/分拆上市公告	15
图表 26	国企市值前 15 企业股息率中位数达到 4.8%	16

本轮资本市场改革自 2019 年以来已经超过三年，随着当前市场的逐渐成熟以及国内外环境出现新的变化，资本市场改革也开始适应新方向，近期易会满主席在金融街论坛上发表讲话，再度强调建设中国特色现代资本市场，随后沪深交易所也制定了新一轮的提升上市公司质量三年行动计划，结合监管的表态，我们认为后续资本市场改革将遵循以下主线：

第一，建设中国特色现代资本市场是总目标。2022 年 11 月证监会主席易会满在 2022 年金融街论坛年会上发表演讲，再度提及建设中国特色现代资本市场，在肯定了资本市场改革成果的基础上，也提出目前市场存在的一些问题，强调要“支持各种所有制经济利用资本市场发展壮大”“把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系”“我国散户化特征明显”等，对于国有上市公司的重视度提升。

第二，提高上市公司质量是建设中国特色现代资本市场的重要环节，也是未来资本市场改革的重点任务。建设中国特色现代资本市场需要加快推动资本市场改革，而提升上市公司质量则是资本市场改革过程中必不可少的重要环节。近期证监会出台《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，随后沪深交易所分别制定各自的提高上市公司质量三年行动计划，意味着资本市场改革的重点从注册制改革逐渐过渡到提升上市公司质量。同时，上交所还针对央企制定了《中央企业综合服务三年行动计划》，旨在进一步提升市场对于央企的认可度，引导央企估值回归合理水平。

一、中国特色现代资本市场是总目标

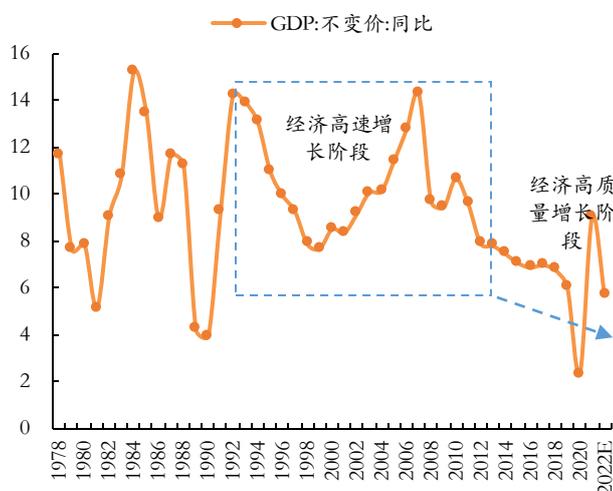
1.1 政策背景：服务经济高质量发展，产业特色和制度特色并进

建设中国特色现代资本市场的目的在于服务我国经济发展和结构转型。易会满主席在金融街论坛年会上的演讲提到“从全球金融史来看，不同国家和地区的金融发展道路、发展模式总是与特定的经济体制、发展阶段和社会环境相适应的。我国资本市场是在建立健全社会主义市场经济体制的过程中发展壮大起来的。”我国的经济发展历程和经济体制与西方国家有显著不同，因此在金融的发展模式上也需要探索中国特色的金融发展道路。当前宏观环境发生了巨大变化，我国进入经济转型的关键时期，国际环境变的更为错综复杂，因此一味的模仿发达国家先前的道路容易刻舟求剑，生搬硬套发达国家现行的金融模式和资本市场制度容易水土不服，在这样的背景下，探索和建设中国特色现代资本市场就变的愈发重要。

事实上中国特色现代资本市场的概念在 2022 年 8 月便已提出，彼时易会满主席在《求是》杂志中发表文章《努力建设中国特色现代资本市场》，文中也明确指出“现代资本市场具有服务经济高质量发展的重要功能”，其中强调了“引导更多储蓄向新兴产业集聚，同步促进传统产业转型升级”“引导上市公司通过现金分红、股份回购等增强对投资者的回报”等，本次再度提及进一步强化了建设中国特色现代资本市场的决心，同时也对中国特色现代资本市场的发展方向进行了进一步的细化。

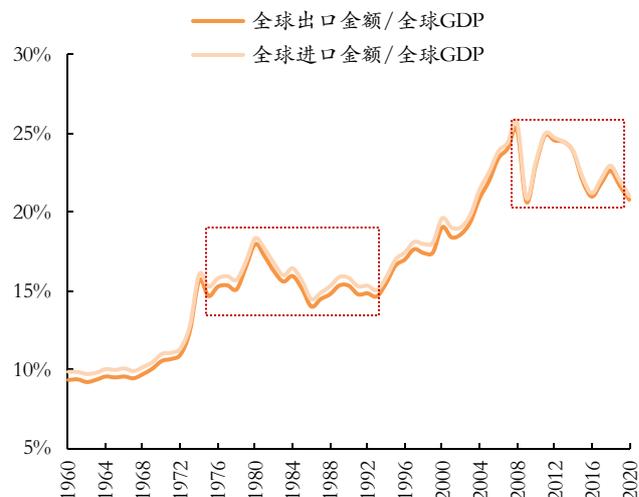
我们认为中国特色资本市场主要体现在两方面：一是产业特色；二是制度特色。产业特色体现为把握存量优势和经济转型需求的平衡，存量优势主要是发挥国企的压舱石作用，经济转型需求要求加大对中小新兴产业的支持力度。制度特色体现为两方面，一是与发达国家进行差异化发展，例如注册制在借鉴国际实践的同时也坚持“放管结合”；二是需要向发达国家市场看齐的部分，例如机构需要进一步履行“看门人”的职责，“散户化”现象有待改善等。

图1 我国进入经济转型关键阶段 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图2 国际环境错综复杂, 逆全球化加深



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 产业特色：国企央企估值重塑，新兴产业支持延续

■ 国企央企重要性抬升

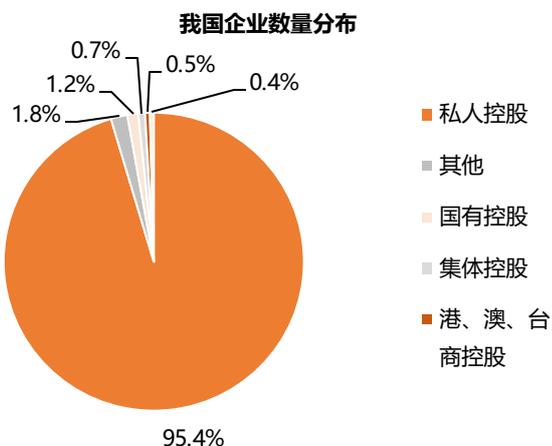
国企央企是保障我国经济平稳转型的重要力量。在阐述中国特色现代资本市场的过程中，易会满主席强调了国企在国民经济中的重要支柱地位，以及国企上市公司的估值问题，提出“上市公司尤其是国有上市公司，一方面要‘练好内功’，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义。”

可以看到，近年来我国对于国企央企的政策引导也在加码。首先是2020年出台了《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》，提出“做强做优做大国有资本和国有企业”，提出了五个方面的目标和八个方面的重点任务，主要强调发挥国企在国家关键领域的作用；其次是2022年5月发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，对如何提升央企质量作出了相对具体的要求，其中提到“通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚”“提高信息披露质量”“探索建立健全ESG体系”“增进上市公司市场认同和价值实现”等。此次易会满主席的讲话和上交所出台的《中央企业综合服务三年行动计划》也是上述政策方向的延续，预示着政策步入加快落地的阶段。

我们认为在当前时间点再度强调国企在资本市场中的重要性主要源于以下四方面环境因素：

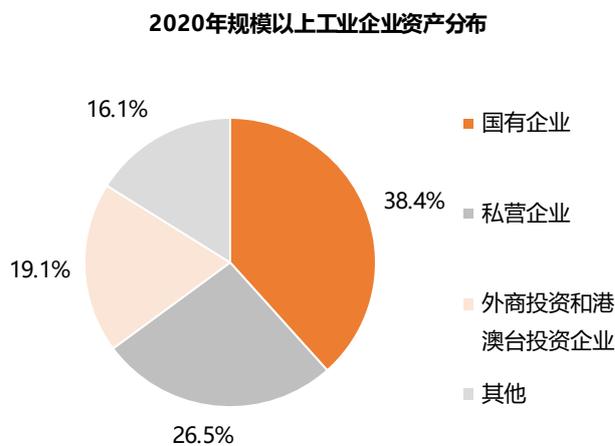
第一，国企对我国经济的贡献度较大，在经济转型中有压舱石的作用。截止2020年，我国国有企业数量占全国企业数量的占比仅为1.2%，但是对经济的贡献度较高，2020年全国工业企业资产总额为130.4万亿元，其中国企资产占比为38.4%，营业收入占比达到25.8%，利润总额占比达到22.4%。2021年国企上缴税收总额占比达到30.6%。国企在新兴产业转型和投资方面也发挥了积极作用，2022年6月，国务院国资委表示国资国企持续深化传统产业转型，包括技术改造优供给、开展国有企业数字化转型行动计划、大力推进传统产业绿色转型等；同时国企也在持续加大新兴产业布局，对新兴产业的投资规模从2017年不足7000亿到2021年超过1.3万亿，年均增速超过20%。

图表3 2021年我国国企数量占比为1.2%



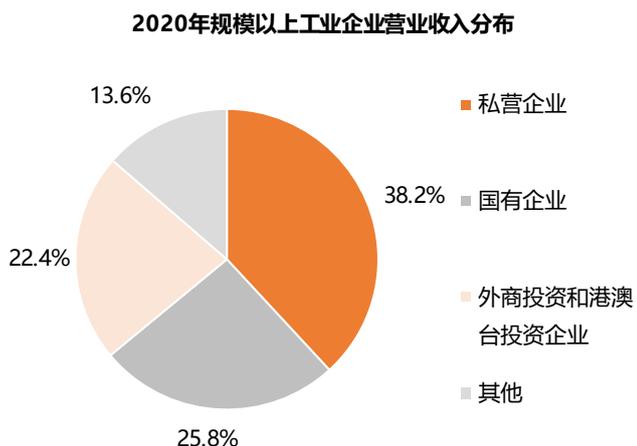
资料来源：《中国统计年鉴2021》，平安证券研究所

图表4 国企资产占比38.4%



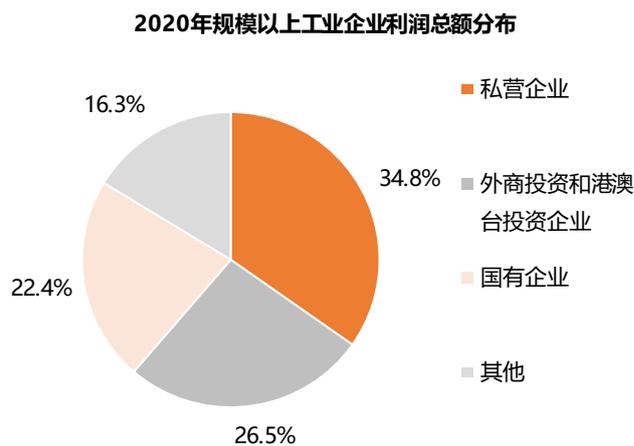
资料来源：《中国统计年鉴2021》，平安证券研究所

图表5 国企营业收入占比为25.8%



资料来源：《中国统计年鉴2021》，平安证券研究所

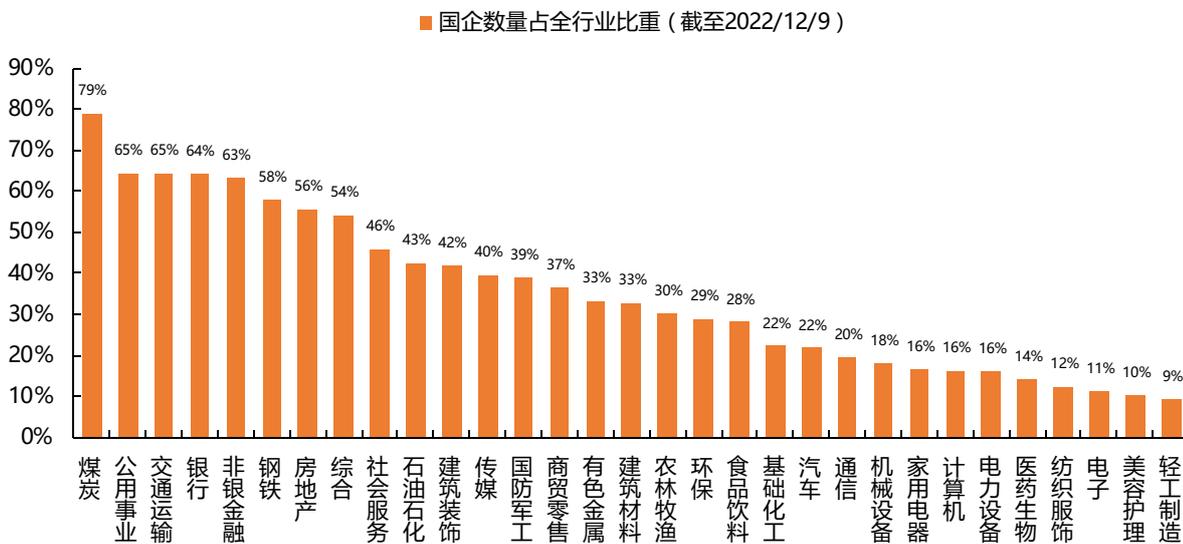
图表6 国企利润总额占比为22.4%



资料来源：《中国统计年鉴2021》，平安证券研究所

第二，国企在关系国家安全、国家经济命脉的行业中占比高。2018年以来全球的政治经济与社会格局走向进一步的分化，2022年以来的俄乌冲突、欧洲能源危机、美国对中国半导体等领域的制裁均预示着我们正在面临一个愈加动荡不安的外部环境，在此背景下国家安全的重要性显著提升。习近平总书记在二十大报告中也指出“要推进国家安全体系和能力现代化，坚决维护国家安全和社会稳定”。而国企在能源、上游工业品、航空航天、金融等国家安全产业中的占比较高，承担更多国家安全方面的责任，未来会受到更多重视。

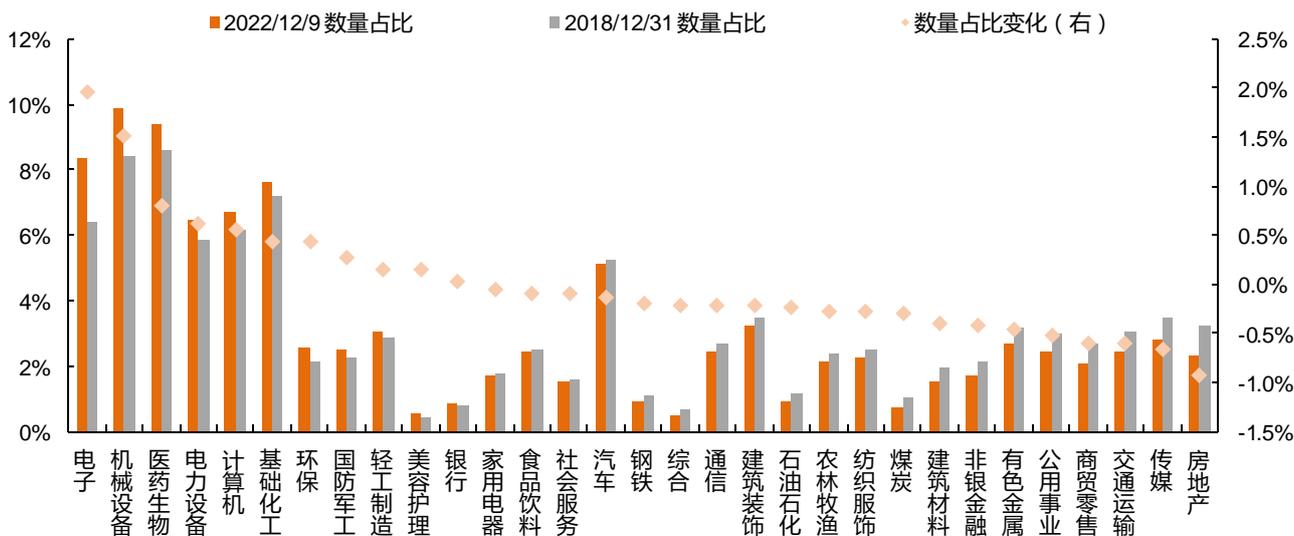
图表7 国企在能源、工业品、金融等国家安全领域占比较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

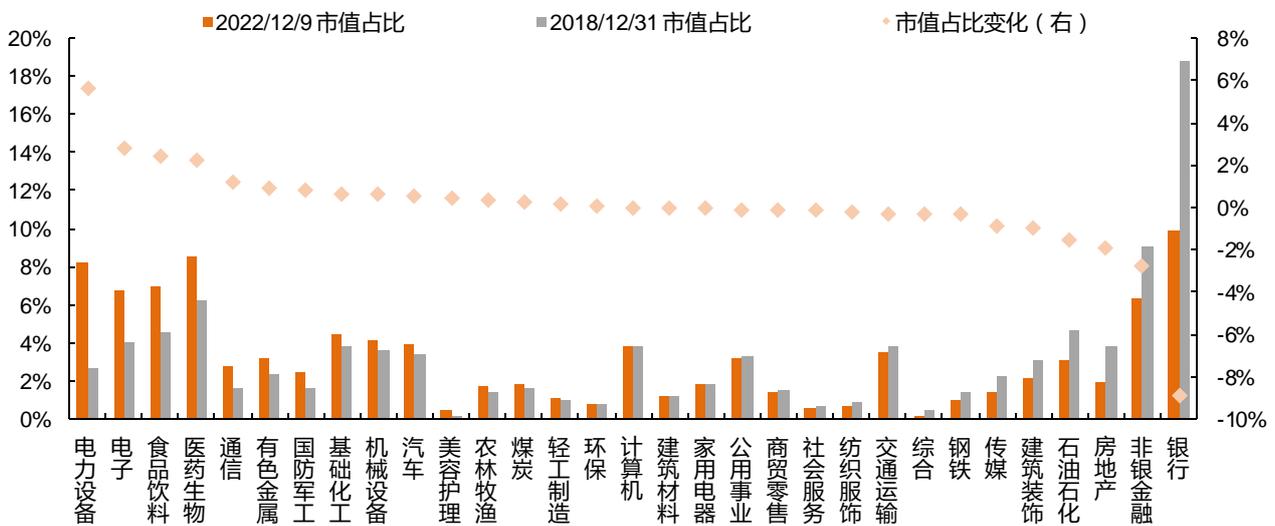
第三，资本市场需要重视多元化的经济发展。易会满主席在讲话中提到“坚持两个毫不动摇，支持各种所有制经济利用资本市场发展壮大”。2019年资本市场改革以来，支持科技创新的能力明显提升，电子、机械设备、医药生物、电力设备、计算机等新兴产业企业在上市公司中的数量和市值占比不断扩大，民企数量占比从2018年末的60.4%上升到2022年12月的63.4%，市值占比从30.4%上升至39.4%。站在当前时点，除了继续维持资本市场对高科技新兴产业的支持以外，还需要把握好上市公司结构的平衡。

图表8 行业公司数量占A股比重：电子、电力设备、医药生物和计算机等新兴产业数量占比有明显提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图9 行业市值占A股比重：电力设备、电子、医药生物、通信和国防军工等新兴产业市值占比有明显提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

第四，延续国企改革三年行动计划强调自主可控的思路。我国国企改革自1978年起，大致可分为四个阶段：第一个阶段是1978年到1991年计划体制下简政放权、减税让利的改革，重点在于调整政府与国有企业之间的生产管理权限和利益分配关系，最终使企业脱离政府的直接行政性控制，成为独立自主的商品生产经营者，从而释放国有企业的生产活力；第二阶段是1992年到2002年计划经济向市场经济转轨过程中转换经营机制和制度创新的改革，建立了“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度；第三阶段是2003年到2013年市场经济体制下以管企业为主的改革；第四阶段是从2013年十八届三中全会开始实现国有资产管理体制由以管企业为主向以管资本为主转变的改革。¹2020年深改委发布《国企改革三年行动计划方案2020-2022》，更加强调国企在自主可控方面的作用。2022年是三年行动计划的收官之年，5月《提高央企控股上市公司工作质量》的文件和二十大报告均强调“做强做优做大国有资本和国有企业”，在当前时间点再次强调国企在国民经济的作用和在资本市场中的估值问题，也是延续三年以来国企改革强调自主可控和国家安全的思路。

从当前A股市场的情况来看，国企具有大市值、高分红、低估值的特征，结合当前国企战略地位提升的趋势来看，未来国企估值有望回归合理水平。

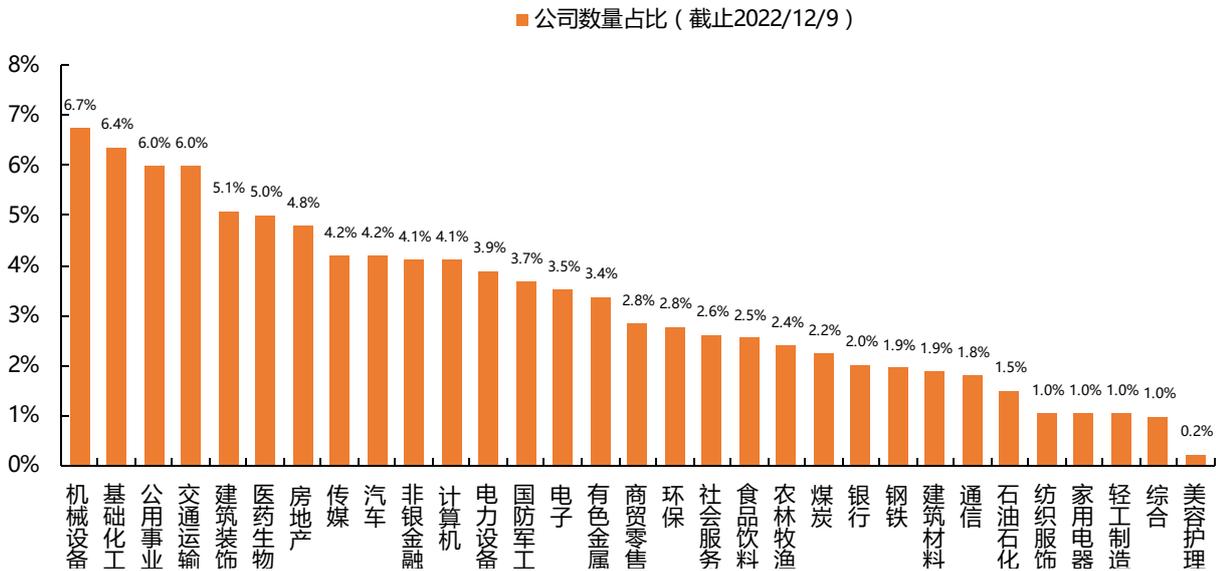
第一，国企在A股中的市值占比达到近一半。截止2022年12月9日，国企、央企数量占全部A股的比重分别为26.6%和8.7%，但是市值占比分别达到47.9%和27.7%，在A股市场中占有举足轻重的地位，A股市值排名前十的公司中，有八家为国企。从国企的行业分布来看，A股国企集中在机械设备、基础化工、公用事业、交通运输和建筑装饰等基建相关行业。

第二，国企盈利稳健，分红水平较高。从盈利情况来看，国企的ROE弹性不如民企但是更稳健，2019年以来，国企的ROE在大多数阶段高于民企；国企的销售净利率长期高于民企。从分红水平来看，2010年以来国企股息率均值为2.4%，高于民企的1.0%。

第三，国企估值位于十年以来28%的较低分位，横向对比来看具有估值优势。从PE_TTM来看，中证国企指数估值位于十年以来28%的较低水平，绝对估值长期低于民企。横向对比来看，A股国企占比较大的金融、能源、房地产等行业目前的估值低于美股。

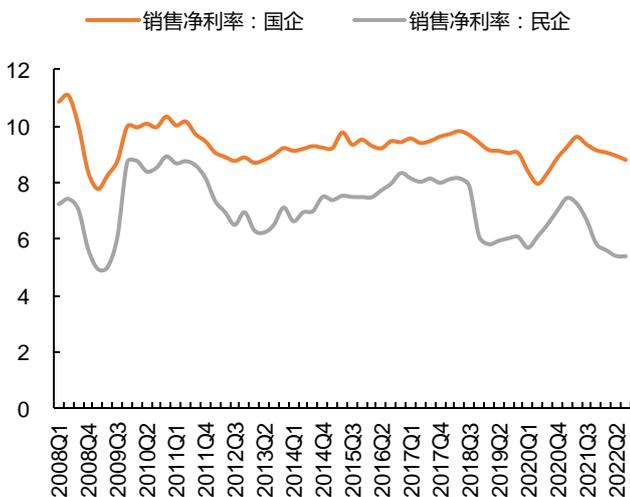
¹ 周颖刚 刘晔《中国国企改革四十年：回顾与展望》

图表10 A股国企上市公司数量分布



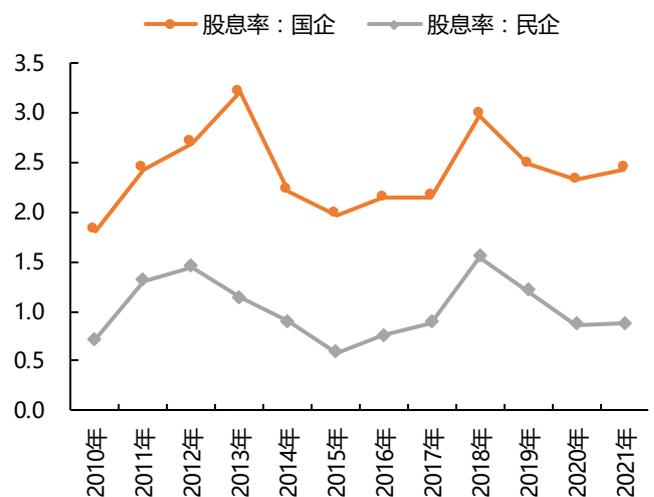
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 国企销售净利率长年高于民企 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 国企股息率高于民企 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 PE_TTM：中证国企估值位于十年来 28%水平



资料来源：Wind，平安证券研究所
 注释：数据截止 2022/12/9

■ 支持科技化、数字化、绿色化的经济转型

2021 年发布的《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》勾勒出了我国未来长期经济发展的蓝图，其中，2035 年远景目标提出“到 2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平”。该目标意味着我国在未来 15 年中平均每年的 GDP 增速需要达到 4.7%，也意味着我国需要经历长期的产业转型，以寻找新的经济增长点。

2022 年“二十大”报告也进一步明确中长期产业方向，整体来看与“十四五”规划一脉相承，主要包括三大方向：科技创新、数字智能和绿色降碳。资本市场层面也将继续遵循经济转型的思路，加大支持对新兴产业的支持。

图表14 二十大报告以及“十四五”规划指明的长期产业结构转型升级

科技创新	数字智能	绿色降碳
<p>▶ 关键核心技术攻关</p> <ul style="list-style-type: none"> 聚焦量子信息、光子与微纳电子、人工智能、生命健康、量子信息、基因技术、深海空天开发、氢能等前沿技术攻坚。 <p>▶ 深入实施制造强国战略</p> <ul style="list-style-type: none"> 推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、高端数控机床、高端医药及医疗设备、新材料等产业创新发展。 加快石化、钢铁、有色、化工、造纸等传统行业企业改造升级。 	<p>▶ 数字技术产业化</p> <ul style="list-style-type: none"> 培育人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业。 <p>▶ 数字赋能其他产业</p> <ul style="list-style-type: none"> 加速实现操作系统、数据库、应用软件等领域的国产替代；重点关注智能驾驶、金融科技、元宇宙、工业互联网、智能电网。 <p>▶ 前沿关键技术研发</p> <ul style="list-style-type: none"> 加强高端芯片、操作系统、传感器、通用处理器、量子计算、量子通信、DNA存储等领域技术研发。 	<p>▶ 能源端</p> <ul style="list-style-type: none"> 确保能源资源安全，风电、光伏、储能、电网升级与煤炭清洁高效利用。 <p>▶ 生产生活应用端</p> <ul style="list-style-type: none"> 推动电动汽车的渗透、推进传统行业绿色化改造、建设集污水、垃圾、固废等处理处置设施等。 <p>▶ 基础研究和前沿技术突破端</p> <ul style="list-style-type: none"> 增加高效率太阳能电池、零碳工业流程再造、智能电网、氢能的生产储存和应用、碳捕集等低碳前沿技术的研发投入。

资料来源：“二十大”开幕报告、各产业“十四五”规划，平安证券研究所

本轮资本市场改革也反应出了经济转型的方向：

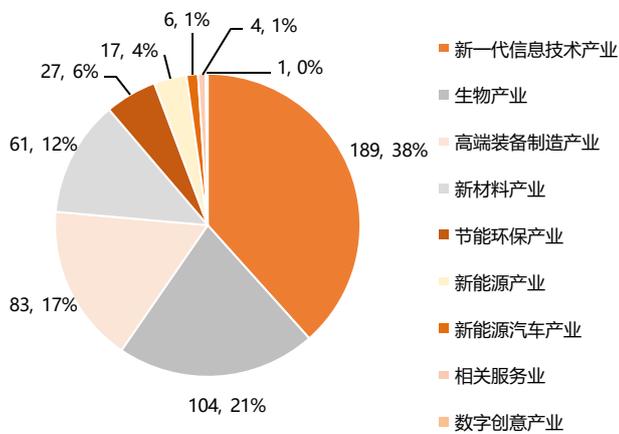
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一是科创板增量改革聚焦硬科技，新一代信息技术、生物技术和高端装备制造占比高，碳中和相关板块占比提升。科创板自创设之初，监管层即明确了科创板的“硬科技”定位：坚持面向符合国家战略、拥有关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持高新技术产业和战略性新兴产业。目前的上市公司主要集中在新一代信息技术产业（189家，占比38%）、生物产业（104家，占比21%）和高端装备制造产业（83家，占比17%），同时，科创板积极响应国家“双碳”战略，与开市第一年相比，当前板块的节能环保、新能源产业、新能源汽车产业公司数合计达50家，占比从7%上升到10.2%。

二是创业板定位“三创四新”，注重传统产业与新技术融合。截止2022年12月9日，创业板注册发行上市的公司中，机械设备和电子的公司数最高，分别达到56家（占比14%）和45家（占比11%）；其次是医药生物和基础化工，分别达到42家（占比10%）和39家（占比10%）。

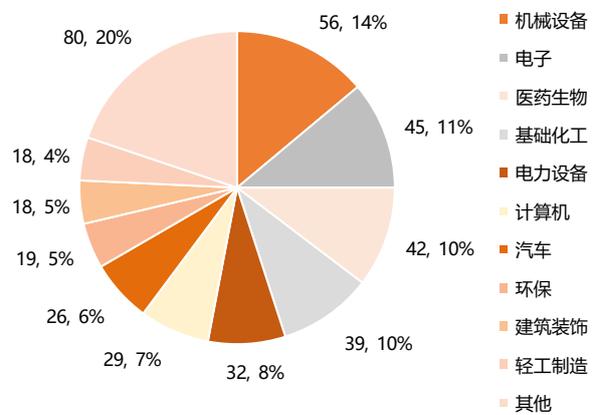
2019年以来，双创板块IPO公司数近1000家，达到全部A股IPO数量的64%。截至2022年12月9日，双创板块的市值占比达到已经达到A股市场的五分之一。

图表15 科创板上市公司行业分布（家，%）



资料来源：Wind，平安证券研究所，统计时间2019/7/22-2022/12/9

图表16 创业板注册制IPO行业分布（家，%）



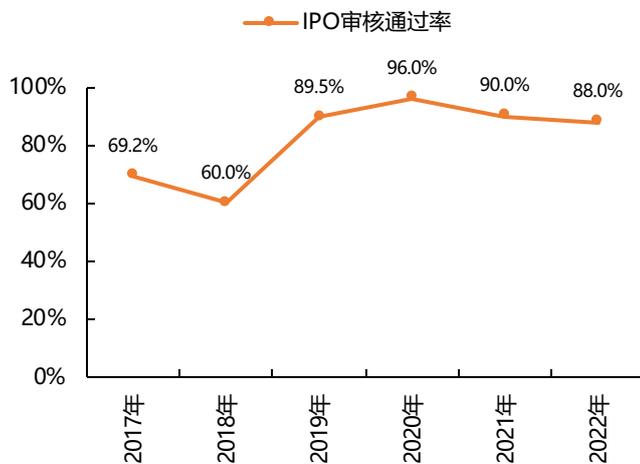
资料来源：Wind，平安证券研究所，统计时间2020/8/24-2022/12/9

1.3 制度特色：因地制宜与他山之石并重

首先，我国资本市场制度设计在借鉴发达市场实践经验的同时，也因地制宜作出相应调整。一是注册制坚持放管结合。易会满主席在讲话中提到“从我国国情出发，坚持放管结合，加强事中事后监管，绝不是一放了之。比如，加强审核注册质量把关，统筹一二级市场适度平衡，强化拟上市企业股东信息披露穿透核查等”。从IPO过会率和审核时长也可以看出，2019年-2020年IPO过会率较之前显著抬升，但是2021-2022年过会率再度下降，IPO审核周期也从2019年的122天延长至2022年的354天，显示监管对于注册制后IPO公司的质量仍有把控。二是在投资者保护方面，建立中国特色的证券集体诉讼制度，既借鉴境外有益经验，又结合国情对防止滥诉作出制度安排。我国集体诉讼制度以投资者保护机构作为原告代表，通过维权组织来发动对于证券违法行为的诉讼，投资者无需预付案件受理费。与美国律师主导的集团诉讼相比较，以投资者保护机构为抓手的诉讼制度有两方面优势，一是投资者保护机构公益性足以有效避免集团诉讼普遍存在的滥诉问题，二是投资者保护机构可以更好地协调其与其他执法资源之间的关系，尤其有利于和政府监管、市场约束等执法机制的协同发展，既弥补现有的执法机制之不足，也避免执法资源的浪费。三是在风险防控方面有效维持市场的平稳运行。例如在A股设置涨跌幅限制；实行账户实名制，建立了直接持有的账户体系，加强对资金的穿透监管；期货市场在面对国际大宗商品价格大幅波动时能够有效应对等。

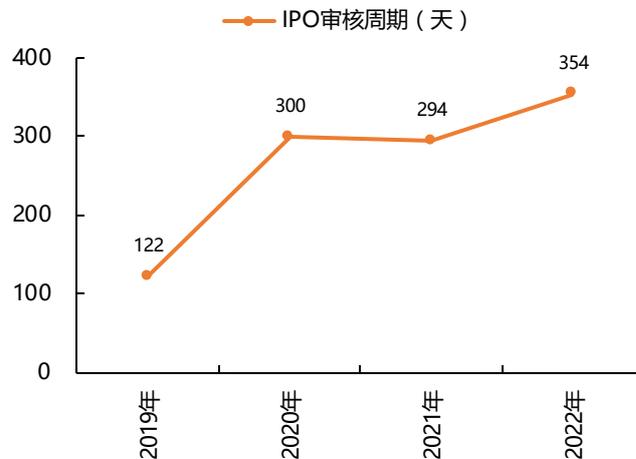
但是在部分制度建设方面，我国还需要向发达市场看齐。一是投资者结构呈现“散户化”现象，个人投资者交易占比仍在60%左右，未来仍然需要引导机构投资者把握市场定价权，加强独立的专业判断和研究能力，同时引导散户投资者培养价值投资的理念。二是需要进一步加强信息披露、退市制度的落实，这也是提升上市公司质量的制度要求。

图表17 2020年以来IPO过会率下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表18 2019年以来IPO审核周期变长



资料来源：Wind，平安证券研究所

注释：审核周期为IPO受理日到注册成功日的时长

二、推动提升上市公司质量是重要环节

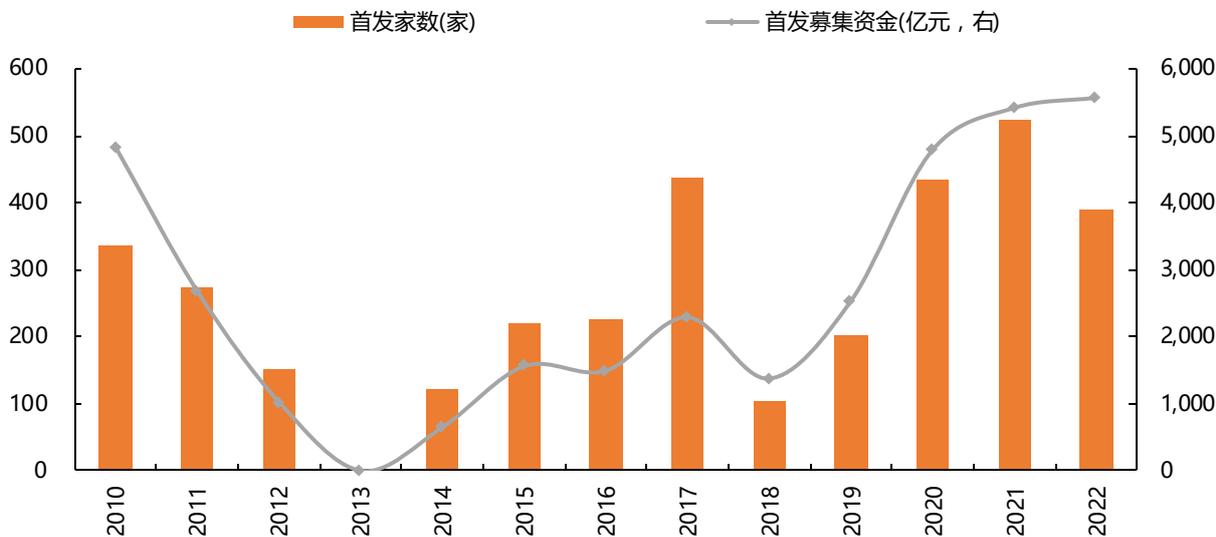
2.1 政策背景：资本市场改革新阶段的必然要求

从增量改革到存量提质。我国本轮资本市场改革自2019年科创板注册制改革以来已历时三年，三年期间改革的重点在注册制改革和基础制度的搭建，如今注册制运行已较为成熟，创新制度的搭建逐步完善，资本市场改革的重心开始逐渐向提升上市公司质量转移。

回顾三年多的改革成果：

第一，注册制实施后A股IPO规模快速增长，定价趋于市场化，新兴产业占比抬升。A股IPO公司家数自2018年的105家逐年增加，2021年达到524家，IPO募集资金从2018年1378亿元上升至2021年的5426亿元。目前A股上市公司已经超过5000家，市值超过90万亿元。从A股市场整体结构来看，电子、医药生物、电力设备、国防军工等高端制造行业上市公司数量占比较2018年末显著抬升，显示资本市场对于高新技术企业支持力度加大。

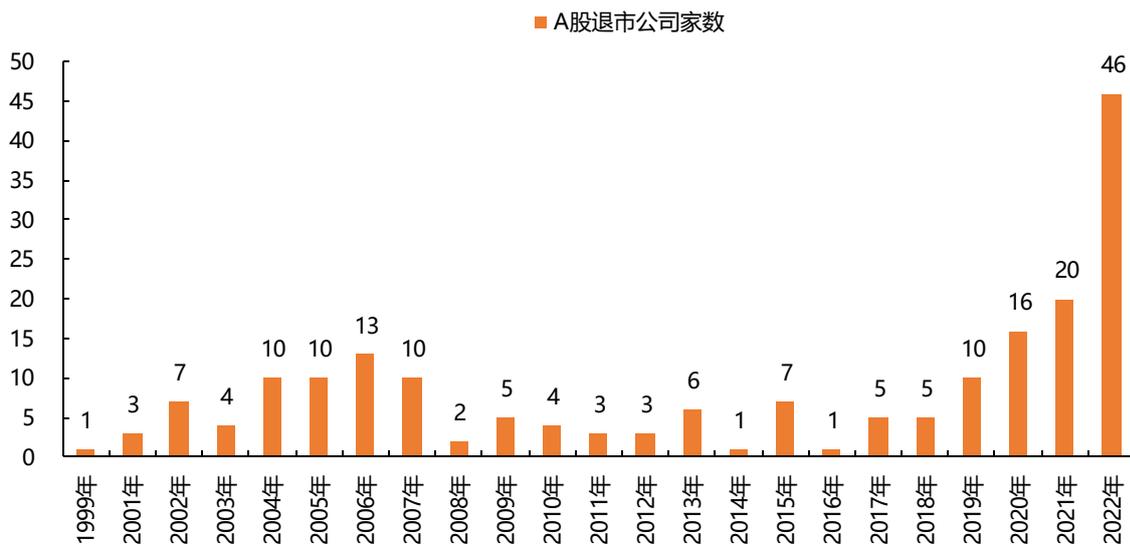
图表19 2018年以来A股IPO数量呈上升趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二,在提升上市公司质量方面也进行了制度的完善。一是退市制度落地以配合注册制改革,在旧规的基础上完善退市指标,简化退市流程,2021年以来A股退市数量逐年增长,2021年全年退市共计20家,2022年截止12月9日退市共计46家。二是进一步明确板块定位,实现不同板块间的差异化发展,科创板聚焦硬科技,创业板定位于“三创四新”,北交所定位于中小企业。

图表20 A股退市公司数量逐年增长



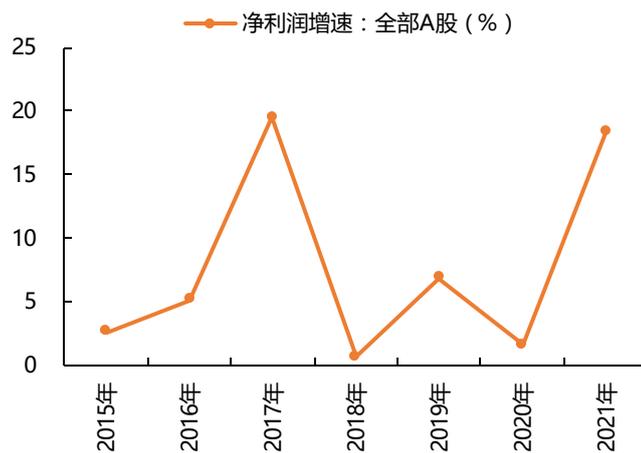
资料来源: Wind, 平安证券研究所

在此背景下,上市公司质量有明显提升。一是上市公司业绩维持稳定。A股上市公司2019年-2021年三年的净利润增速和

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

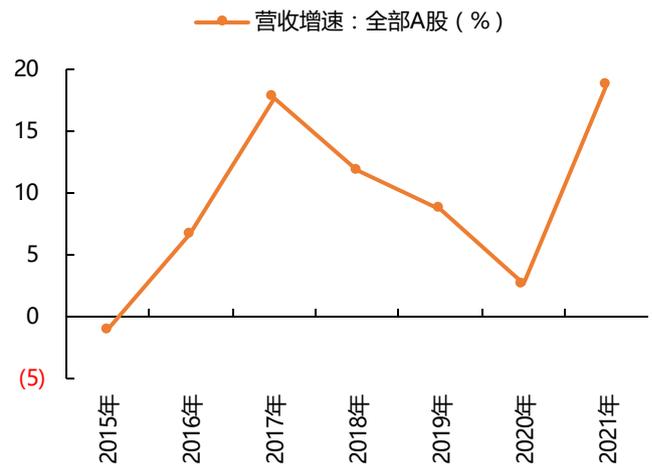
营收增速平均值分别为 8.5% 和 9.8%，即便在 2020 年疫情的冲击下依旧维持净利润的正增长，其中，创业板和科创板三年净利润增速平均值分别高达 49.0% 和 27.6%。二是研发强度逐年上升，2021 年全部 A 股研发强度为 2.5%，较 2019 年上升 0.3pct；科创板研发强度为 10.1%，较 2019 年上升 2.9pct，体现出硬科技企业高研发特质。三是风险化解取得积极成效，根据沪深交易所披露的数据，上交所控股股东及其一致行动人质押比例超过 80% 的高比例质押公司数量压降至 51 家，较高峰期净减少 155 家，质押待偿还余额和质押总市值分别较高峰期下降 2800 亿元和 6600 亿元，分别下降 27% 和 34%；深市高比例质押公司家数较峰值减少 2/3，完成资金占用、违规担保整改超过 1000 亿元。

图表21 A股公司净利润增速



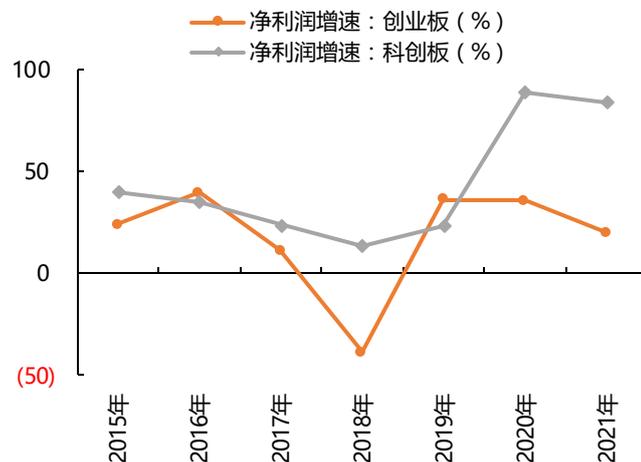
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表22 A股公司营收增速



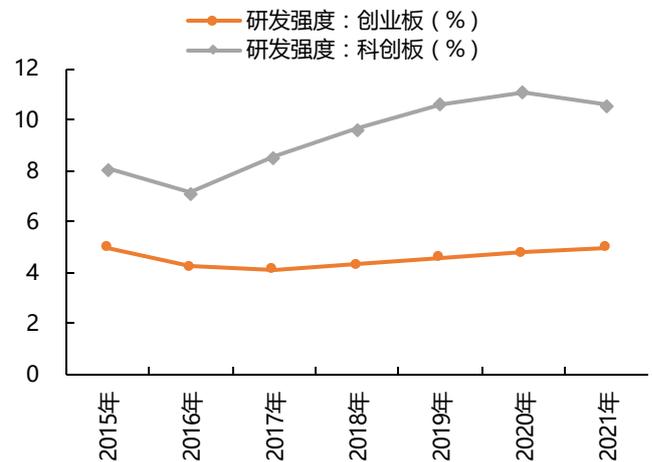
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 双创板块净利润高增



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 双创板块研发强度较高



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 政策展望：提升科技创新能力，提高信息披露质量

虽然资本市场改革以来上市公司质量有所提升，但是仍有很大的提升空间，此次《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》出台意味着提升上市公司质量的举措将加快落地，但同时我们也需要认识到提升上市公司质量是一个长期的过程。展望未来政策，我们认为提升上市公司质量可能主要从以下几个方面入手：

第一，进一步提升科技创新能力，鼓励新兴产业企业并购重组。 沪深交易所在提升上市公司质量三年行动计划中均提到“研

究提升并购重组、股权激励、再融资的制度灵活性，支持公司依托科创板持续提升科技创新能力”“研究完善股权激励、再融资、并购重组制度机制，引导资金投向符合国家战略需要和产业政策导向的领域，支持上市公司聚焦主业、做优做强、稳健发展”。

第二，提高上市公司信息披露质量。一是保证信息披露质量的透明度、准确性和可理解性；二是研究制定经济转型重点领域的信息披露指引，深交所明确指出“研究制定先进制造、数字经济、绿色低碳等重点领域专项信息披露指引”，上交所也表示将“研究制定符合上市公司实际的 ESG 信息披露制度”。

第三，加大退市制度的实施力度。退市新规实施以来 A 股退市数量虽有上升，但整体退市率与发达国家仍有差距，距离形成优胜劣汰的市场生态仍有较大提升空间，未来退市制度的实施可能会更加严格，易会满主席在讲话中也提到“尤其是在退市改革中，我们坚持‘应退尽退’，拓宽多元退出渠道，努力做到既要‘退得下’、又要‘退得稳’，促进市场优胜劣汰。”

三、投资展望：国企央企的三条主线

我们认为资本市场助力经济转型的重要性进一步抬升，中国特色估值体系值得高度重视，国企价值有望迎来重估，建议关注国企央企的三条投资主线。

第一，企业性质方面，国企央企将在未来经济转型中扮演重要角色，信息披露要求也会进一步清晰，结合当前的宏观环境和易会满主席的表态，我们认为国企整体估值有望迎来重塑，从上交所发布的《中央企业综合服务三年行动计划》来看，央企将最先受益。

第二，产业性质方面，安全与科技产业链重要性进一步抬升。安全方面，建议关注具有国家安全属性的国企央企，如国防军工、半导体、信创等国产替代概念的高端制造板块，以及能源，农产品等涉及民生的资源品板块；科技产业链方面，科技属性的国企央企有望进一步推动产业升级，另外，在全面注册制的预期下，国企重组整合推动优质资产上市预期也在升温，上交所也在《计划》中明确表示“服务助推央企进行专业化整合。配合国务院国资委开展央企专业化整合，为央企整合提供更多工具和通道，推动打造一批旗舰型央企上市公司”，关注国企央企并购重组和分拆上市的机会。

第三，在提高上市公司质量的背景下，加大对投资者的回报力度也是大方向，建议关注分红比例有望进一步提高的国企。2019年以来国企股息率中位数逐年提升，从2019年的1.1%升至2021年的1.3%；市值较大的国企股息率相对更高，市值排名前15的国企2019-2021年股息率平均值的中位数达到4.8%。

图表25 2022年多家国企发布重大资产重组/分拆上市公告

时间	事件	公司属性	行业
2022/1/13	上海国际港务(集团)有限公司发布《关于筹划子公司分拆上市的提示性公告》	地方国企	交通运输
2022/3/17	四川川投能源股份有限公司发布《分拆子公司成都交大光芒科技股份有限公司至科创板上市预案》	地方国企	公用事业
2022/3/18	中国电信2021年度业绩说明会：公司已签署天翼云的增资扩股框架协议，将在符合监管规则的前提下，积极探索天翼云分拆上市的可能性	中央国企	通信
2022/4/14	中国西电电气股份有限公司发布《关于分拆所附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的预案》	中央国企	电力设备
2022/4/25	中国交建与祁连山、中国城乡签署《重大资产重组意向协议》，中国交建拟将所持公规院、一公院、二公院的100%股权一并与祁连山的全部资产及负债进行置换，通过与祁连山进行重组的方式实现重组上市	中央国企	建筑装饰
2022/4/29	宝山钢铁股份有限公司发布《关于分拆所附属子公司宝武碳业科技股份有限公司至创业板上市的预案(修订稿)》	中央国企	钢铁
2022/5/18	国有控股上市公司广电运通的下属企业中科江南于创业板上市，系首单广东国资分拆上市的项目	地方国企	计算机
2022/5/27	中航电子和中航机电同时公告，正在筹划由中航电子向全体股东发行A股股票的方式吸收合并中航机电，并募集配套资金	中央国企	国防军工
2022/6/30	上港集团发布关于分拆所附属子公司上海锦江航运(集团)股份有限公司至上海证券交易所主板上市的预案	地方国企	交通运输
2022/9/14	诚志股份发布关于筹划控股子公司分拆上市的提示性公告	地方国企	基础化工

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2022/12/10	海康威视发布关于分拆所属子公司杭州海康机器人股份有限公司至深圳证券交易所创业板上市的预案	中央国企	计算机
------------	--	------	-----

资料来源：Wind，上市公司公告，平安证券研究所

图表26 国企市值前15企业股息率中位数达到4.8%

公司名称	企业属性	行业	市值(亿元,截止2022/12/9)	2019-2021年股息率平均值(%)
贵州茅台	地方国有企业	食品饮料	21846	1.1
中国移动	中央国有企业	通信	15755	2.8
工商银行	中央国有企业	银行	15219	6.4
建设银行	中央国有企业	银行	13851	6.1
农业银行	中央国有企业	银行	10010	6.7
中国人寿	中央国有企业	非银金融	9992	1.9
中国石油	中央国有企业	石油石化	9316	3.6
中国银行	中央国有企业	银行	9214	6.5
中国海油	中央国有企业	石油石化	7554	6.3
五粮液	地方国有企业	食品饮料	6923	1.5
中国神华	中央国有企业	煤炭	5649	6.6
中国石化	中央国有企业	石油石化	5422	7.3
长江电力	中央国有企业	公用事业	4703	3.5
中国中免	中央国有企业	商贸零售	4464	0.5
邮储银行	中央国有企业	银行	4167	4.9

资料来源：Wind，平安证券研究所

四、风险提示

- 1) 全面注册制推进节奏及力度不及预期。全面注册制后 IPO 扩容或对市场流动性形成负面影响，若是 A 股市场表现低迷，全面注册制的推进节奏可能有所放缓；
- 2) 宏观经济下行超预期。倘若大幅下行，国内市场需求相应承压带来上市公司企业盈利大幅下滑以及相应信用市场违约冲击的流动性风险。
- 3) 海外资本市场波动加大。全球风险资产波动加大，随着我国资本市场对外开放的加强，外围市场的大幅波动也会给国内市场带来较大影响。
- 4) 疫情蔓延超预期或疫情防控不及预期风险。Omicron 新变异毒株出现加大全球疫情不确定性，后续仍有可能出现更多变异毒株扰动疫情，疫苗和口服药有效性等也面临一定挑战。如果疫情蔓延超预期导致消费恢复进展缓慢，进而带来经济增长下行超预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033