

非银金融

证券研究报告/行业点评报告

2024年11月17日

评级： 增持（维持）

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

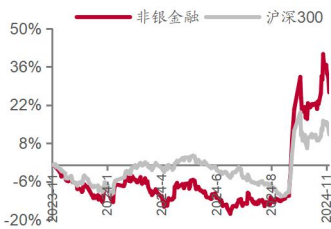
执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	85
行业总市值(亿元)	76,588.05
行业流通市值(亿元)	73,319.10

行业-市场走势对比



相关报告

- 《924 资本市场政策解读：新设货币工具直达市场主体，政策力度超预期》2024-09-25
- 《券商风控指标规定点评：较意见稿修订幅度不大，适度优化资本空间》2024-09-22
- 《政策专题 | 二十届三中全会金融政策分析与展望：政策基调延续》2024-07-23

报告摘要

- 核心摘要：**1、市值管理指引正式稿落地，总体框架内容与征求稿保持一致；2、新“国九条”奠定基调，鼓励市值管理、并购重组、分红回购，政策将持续推动以提高上市公司质量为基础，以提升投资者回报能力和水平。
- 市值管理政策背景。**1、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。2、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，有关会议先后召开。
- 市值管理指引正式稿的主要内容：**1、明确市值管理的定义。市值管理应当以提高公司质量为基础，依法依规运用并购重组、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、股份回购等。2、明确相关主体的责任义务。对上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关主体责任义务进行了明确。3、明确两类公司的特殊要求。一是主要指数成份股公司应当制定市值管理制度，明确具体职责分工等；二是长期破净公司应当披露估值提升计划等。4、明确禁止事项。提高合规意识，不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露等。
- 市值管理指引正式稿和征求意见稿相比，在强制性、措辞方面有一定变化：**1、增加应制定市值管理制度的覆盖指数，除沪深300、科创50、科创100、创业板指、北证50外，新增中证A500、创业板中盘200指数；2、仅对市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司要求制定估值提升计划并专项说明，而非征求意见稿中的所有长期破净公司；3、对于市值管理制度不再要求披露，仅要求披露制定情况；4、明确监管措施，可采取责令改正、监管谈话、出示警示函等措施；5、增加一项董秘义务：向董事会及时报告可能影响公司股价的重大舆情。
- 本轮市值管理逻辑及路径。**1、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： $P=EPS*PE$ 。2、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。提升上市公司自身价值→EPS——选择适当的方式向资本市场传达公司价值→PE——上市公司价值被资本市场认可→P。3、本轮市值管理周期与“12-15年”显著不同。本轮是在金融供给侧改革“严监管”的总基调，通过持续提升上市公司价值，推动市场长期健康发展。
- 投资建议：**建议关注受益于资本市场活跃度提升，以及在并购整合之下行业集中度有提升预期的券商行业。个股建议关注：东财、中信、华泰、国君、中金、银河等。
- 风险提示：**市场波动加剧；经济超预期下滑。

内容目录

一、市值管理政策背景	3
二、市值管理指引内容分析	5
三、本轮市值管理逻辑及影响展望	10
四、投资建议	12
风险提示	13

图表目录

图表 1: 新国九条中的有关要求	3
图表 2: 今年以来市值管理有关会议文件	4
图表 3: 市值管理的方式	5
图表 4: 主要指数成分股公司及长期破净公司相关表述	5
图表 5: 《市值管理指引》主要内容	6
图表 6: 正式稿与征求稿比较	7
图表 7: 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	11
图表 8: 市值管理重点在于提高投资价值	11
图表 9: 窄图上市公司市值管理方法	12
图表 10: 资本市场三次“国九条”对比	12
图表 11: 券商板块 PB 估值	13

一、市值管理政策背景

- **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。一是，制定上市公司市值管理指引。二是，研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。三是，引导上市公司回购股份后依法注销。四是，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。五是，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。

图表 1：新国九条中的有关要求

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。

来源：中国政府网，中泰证券研究所

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）。

图表 2: 今年以来市值管理有关会议文件

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。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
2024 年 1 月	证监会	证监会 2024 年系统工作会议	证监会 2025 年系统工作会议强，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。

来源：证监会，国资委，中泰证券研究所

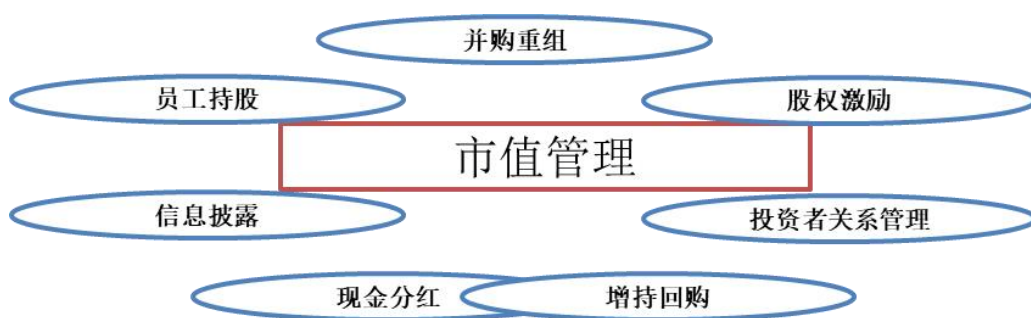
二、市值管理指引内容分析

- 2024 年 11 月 15 日，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》。证监会此前就《指引》向社会公开征求意见，现正式稿正式落地。

市值管理指引正式稿的主要内容：

- **第一，明确市值管理的定义。**《指引》第一条至第三条明确了市值管理的目标、定义和具体方式。上市公司开展市值管理应当以提高公司质量为基础，依法依规运用并购重组、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、股份回购等方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。

图表 3：市值管理的方式



来源：中泰证券研究所

- **第二，明确相关主体的责任义务。**《指引》第四条至第七条分别对上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关主体责任义务进行了明确。一是董事会应当重视上市公司质量的提升，在各项重大决策和具体工作中充分考虑投资者利益和回报。二是董事长应当做好相关工作的督促、推动和协调，董事和高级管理人员应当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。四是控股股东可以通过股份增持等方式提振市场信心。
- **第三，明确两类公司的特殊要求。**《指引》第八条和第九条就主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。一是主要指数成份股公司应当制定市值管理制度，明确具体职责分工等，经董事会审议后披露市值管理制度的制定情况，并在年度业绩说明会中就制度执行情况进行专项说明。其他上市公司可参照执行。二是长期破净公司应当披露估值提升计划，市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司还应在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明。

图表 4：主要指数成份股公司及长期破净公司相关表述

主要指数成份股公司	股价短期连续或者大幅下跌情形	长期破净公司
1. 中证 A500 指数成份股公司； 2. 沪深 300 指数成份股公司； 3. 上证科创板 50 成份指数、上证科创板 100 指数成份股公司； 4. 创业板指数、创业板中盘 200 指数成份股公司； 5. 北证 50 成份指数成份股公司；	1. 连续 20 个交易日内上市公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%； 2. 上市公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格的 50%； 3. 证券交易所规定的其他情形。	是指股票连续 12 个月每个交易日的收盘价均低于其最近一个会计年度经审计的每股归属于公司普通股股东的净资产的上市公司

6. 证券交易所规定的其他公司。

来源：证监会，中泰证券研究所

- **第四，明确禁止事项。**《指引》第十条明确要求上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等切实提高合规意识，不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露等各类违法违规、损害中小投资者合法权益的行为。

图表 5：《市值管理指引》主要内容

项目	主要内容
(一) 明确市值管理的定义	《指引》第一条至第三条明确了市值管理的目标、定义和具体方式。上市公司开展市值管理应当以提高公司质量为基础，依法依规运用并购重组、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、股份回购等方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。
(二) 明确相关主体的责任义务	《指引》第四条至第七条分别对上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关主体责任义务进行了明确。 一是董事会应当重视上市公司质量的提升，在各项重大决策和具体工作中充分考虑投资者利益和回报。 二是董事长应当做好相关工作的督促、推动和协调，董事和高级管理人员应当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。 四是控股股东可以通过股份增持等方式提振市场信心。
(三) 明确两类公司的特殊要求	《指引》第八条和第九条就主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。 一是主要指数成份股公司应当制定市值管理制度，明确具体职责分工等，经董事会审议后披露市值管理制度的制定情况，并在年度业绩说明会中就制度执行情况进行专项说明。其他上市公司可参照执行。 二是长期破净公司应当披露估值提升计划，市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司还应在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明。
(四) 明确禁止事项	《指引》第十条明确要求上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等切实提高合规意识，不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露等各类违法违规、损害中小投资者合法权益的行为。

来源：证监会，中泰证券研究所

- **市值管理指引正式稿与征求意见稿的比较。**
- 11月15日证监会发布市值管理指引正式稿，和征求意见稿相比，在强制性、措辞方面有一定变化：**1) 增加应制定市值管理制度的覆盖指数**，除沪深300、科创50、科创100、创业板指、北证50外，新增中证A500、创业板中盘200指数；**2) 仅对市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司要求制定估值提升计划并专项说明**，而非征求意见稿中的所有长期破净公司；**3) 对于市值管理制度不再要求披露**，仅要求披露制定情况；**4) 明确监管措施**，可采取责令改正、监管谈话、出示警示函等措施；**5) 增加一项董秘义务**：向董事会及时报告可能影响公司股价的重大舆情。

图表 6: 正式稿与征求意见稿比较

	征求意见稿	正式稿
1	<p>第一条 为切实推动上市公司投资价值提升，增强投资者回报，根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《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》《上市公司信息披露管理办法》等规定，制定本指引。</p>	<p>第一条 为切实推动上市公司提升投资价值，增强投资者回报，根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《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》《上市公司信息披露管理办法》等规定，制定本指引。</p>
2	<p>第二条 本指引所称市值管理，是指上市公司以提高上市公司质量为基础，为提升投资者回报能力和水平而实施的战略管理行为。</p> <p>上市公司应当牢固树立回报股东意识，采取措施保护投资者尤其是中小投资者利益，诚实守信、规范运作、专注主业、稳健经营，以新质生产力的培育和运用，推动经营水平和发展质量提升，并在此基础上做好投资者关系管理，增强信息披露质量和透明度，必要时积极采取措施提振投资者信心，推动上市公司投资价值充分反映上市公司质量。</p> <p>上市公司质量是上市公司投资价值的基础和市值管理的重要抓手。上市公司应当立足提升上市公司质量，依法合规运用各类方式提升上市公司投资价值。</p>	<p>第二条 本指引所称市值管理，是指上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为。</p> <p>上市公司应当牢固树立回报股东意识，采取措施保护投资者尤其是中小投资者利益，诚实守信、规范运作、专注主业、稳健经营，以新质生产力的培育和运用，推动经营水平和发展质量提升，并在此基础上做好投资者关系管理，增强信息披露质量和透明度，必要时积极采取措施提振投资者信心，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。</p> <p>上市公司质量是公司投资价值的基础和市值管理的重要抓手。上市公司应当立足提升公司质量，依法依规运用各类方式提升上市公司投资价值。</p>
3	<p>第三条 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，综合运用下列方式提升上市公司投资价值：</p> <p>(一) 并购重组；</p> <p>(二) 股权激励、员工持股计划；</p> <p>(三) 现金分红；</p> <p>(四) 投资者关系管理；</p> <p>(五) 信息披露；</p> <p>(六) 股份回购；</p> <p>(七) 其他合法合规的方式。</p>	<p>第三条 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，综合运用下列方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量：</p> <p>(一) 并购重组；</p> <p>(二) 股权激励、员工持股计划；</p> <p>(三) 现金分红；</p> <p>(四) 投资者关系管理；</p> <p>(五) 信息披露；</p> <p>(六) 股份回购；</p> <p>(七) 其他合法合规的方式。</p>
4	<p>第四条 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。</p> <p>董事会应当密切关注市场对上市公司价值的反映，在市场表现明显偏离上市公司价值时，审慎分析研判可能的原因，并依规发布股价异动公告等，促进上市公司投资价值真实反映上市公司质量。</p> <p>董事会在建立董事和高级管理人员的薪酬体系时，薪酬水平应当与市场发展、个人能力价值和业绩贡献、上市公司可持续发展相匹配。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</p>	<p>第四条 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。</p> <p>董事会应当密切关注市场对上市公司价值的反映，在市场表现明显偏离上市公司价值时，审慎分析研判可能的原因，积极采取措施促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。</p> <p>董事会在建立董事和高级管理人员的薪酬体系时，薪酬水平应当与市场发展、个人能力价值和业绩贡献、上市公司可持续发展相匹配。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</p>

	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>	<p>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。</p> <p>鼓励董事会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。鼓励上市公司将回购股份依法注销。</p> <p>鼓励董事会根据公司发展阶段和经营情况，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。</p>
5	<p>第五条 董事长应当积极督促执行提升上市公司投资价值的董事会决议，推动提升上市公司投资价值的相关内部制度不断完善，协调各方采取措施促进上市公司投资价值充分反映上市公司质量提升。上市公司股价出现异动等情况严重影响投资者判断时，董事长应当召集董事会研究提升上市公司投资价值的具体措施，充分保障全体股东利益。</p> <p>董事、高级管理人员应当积极参与提升上市公司投资价值的各项工作，参加业绩说明会、投资者沟通会等各类投资者关系活动，增进投资者对上市公司的了解。</p> <p>董事、高级管理人员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。</p>	<p>第五条 董事长应当积极督促执行提升上市公司投资价值的董事会决议，推动提升上市公司投资价值的相关内部制度不断完善，协调各方采取措施促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。</p> <p>董事、高级管理人员应当积极参与提升上市公司投资价值的各项工作，参加业绩说明会、投资者沟通会等各类投资者关系活动，增进投资者对上市公司的了解。</p> <p>董事、高级管理人员可以依法依规制定并实施股份增持计划，提振市场信心。</p>
6	<p>第六条 董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露相关工作，与投资者建立畅通的沟通机制，积极收集、分析市场各方对上市公司投资价值的判断和对上市公司经营的预期，持续提升信息披露透明度和精准度。</p> <p>董事会秘书应当加强舆情监测分析，密切关注各类媒体报道和市场传闻，发现可能对投资者决策或者上市公司股票交易产生较大影响的，上市公司应当根据实际情况及时通过发布澄清公告、官方声明、协调召开新闻发布会等方式回应。</p>	<p>第六条 董事会秘书应当做好投资者关系管理和信息披露相关工作，与投资者建立畅通的沟通机制，积极收集、分析市场各方对上市公司投资价值的判断和对上市公司经营的预期，持续提升信息披露透明度和精准度。</p> <p>董事会秘书应当加强舆情监测分析，密切关注各类媒体报道和市场传闻，发现可能对投资者决策或者上市公司股票交易价格产生较大影响的，应当及时向董事会报告。上市公司应当根据实际情况及时发布澄清公告等，同时可通过官方声明、召开新闻发布会等合法合规方式予以回应。</p>
7	<p>第七条 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。</p> <p>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。</p>	<p>第七条 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。控股股东、实际控制人可以通过依法依规实施股份增持计划、自愿延长股份锁定期、自愿终止减持计划或者承诺不减持股份等方式，提振市场信心。</p> <p>上市公司应当积极做好与股东的沟通，引导股东长期投资。</p>

8	<p>第八条 主要指数成份股公司应当制定并经董事会审议后披露上市公司市值管理制度，至少明确以下事项：</p> <p>（一）负责市值管理的具体部门或人员；</p> <p>（二）董事及高级管理人员职责；</p> <p>（三）上市公司内部考核评价方法；</p> <p>（四）对上市公司市值、市盈率、市净率等指标及上述指标行业平均水平的具体监测预警机制安排；</p> <p>（五）上市公司出现股价短期连续或者大幅下跌情形时的应对措施。</p> <p>主要指数成份股公司应当就市值管理制度执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。</p> <p>其他上市公司可以结合自身实际情况，参照执行本条第一款、第二款规定。</p>	<p>第八条 主要指数成份股公司应当制定上市公司市值管理制度，至少明确以下事项：</p> <p>（一）负责市值管理的具体部门或人员；</p> <p>（二）董事及高级管理人员职责；</p> <p>（三）对上市公司市值、市盈率、市净率或者其他适用指标及上述指标行业平均水平的具体监测预警机制安排；</p> <p>（四）上市公司出现股价短期连续或者大幅下跌情形时的应对措施。主要指数成份股公司应当经董事会审议后披露市值管</p> <p>理制度的制定情况，并就市值管理制度执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。</p> <p>其他上市公司可以结合自身实际情况，参照执行前两款规定。</p>
9	<p>第九条 长期破净公司应当制定并经董事会审议后披露上市公司估值提升计划，包括目标、期限及具体措施，相关内容和措施应当明确、具体、可执行，不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述。长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估，并根据需要及时完善，经董事会审议后披露。</p> <p>长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。</p>	<p>第九条 长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划，并经董事会审议后披露。估值提升计划相关内容应当明确、具体、可执行，不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述。长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估，评估后需要完善的，应经董事会审议后披露。</p> <p>市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。</p>
10	<p>第十条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等应当切实提高合规意识，不得在市值管理中从事以下行为：</p> <p>（一）操控上市公司信息披露，通过控制信息披露节奏、选择性披露信息、披露虚假信息等方式，误导或者欺骗投资者；</p> <p>（二）通过内幕交易、泄露内幕信息、操纵股价或者配合其他主体实施操纵行为等方式，牟取非法利益，扰乱资本市场秩序；</p> <p>（三）对上市公司证券及其衍生品价格等作出预测或者承诺；</p> <p>（四）未通过回购专用账户实施股份回购，未通过相应实名账户实施股份增持，股份增持、回购违反信息披露或股票交易等规则；</p> <p>（五）直接或间接披露涉密项目信息；</p> <p>（六）其他违反证券法律法规规定，影响上市公司证券及其衍生品正常交易，损害上市公司利益及中小投资者合法权益的违法违规行为。</p>	<p>第十条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等应当切实提高合规意识，不得在市值管理中从事以下行为：</p> <p>（一）操控上市公司信息披露，通过控制信息披露节奏、选择性披露信息、披露虚假信息等方式，误导或者欺骗投资者；</p> <p>（二）通过内幕交易、泄露内幕信息、操纵股价或者配合其他主体实施操纵行为等方式，牟取非法利益，扰乱资本市场秩序；</p> <p>（三）对上市公司证券及其衍生品交易价格等作出预测或者承诺；</p> <p>（四）未通过回购专用账户实施股份回购，未通过相应实名账户实施股份增持，股份增持、回购违反信息披露或股票交易等规则；</p> <p>（五）直接或间接披露涉密项目信息；</p> <p>（六）其他违反法律、行政法规、中国证监会规定的行为。</p>
11	<p>——</p>	<p>第十一条 违反本指引第八条、第九条规定，主要指数成份股公司未披露上市公司市值管理制度制定情况，长期破净公司未披露上市公司估值提升计划的，中国证监会可以按照《证券法》第一百七十条第二款采取责令改正、监管谈话、出具警示函的措施。</p>

1 2	第十一条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等违反本指引的， 中国证监会、证券交易所 根据违规行为性质、情节轻重依据相关规定依法处理。	第十二条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等违反本指引， 同时违反其他法律、行政法规、中国证监会规定的 ，中国证监会根据相关行为的性质、情节轻重依法予以处理。
1 3	第十二条 上市公司披露无控股股东、实际控制人的，持股比例超过 5%的第一大股东及其一致行动人参照第七条、第十条的有关规定执行。	第十三条 上市公司披露无控股股东、实际控制人的，持股比例超过 5%的第一大股东及其一致行动人参照第七条、第十条的有关规定执行。
1 4	第十三条 本指引下列用语的含义： （一）主要指数成份股公司，是指： 1. 沪深 300 指数成份股公司； 2. 科创 50、科创 100 指数成份股公司； 3. 创业板指数成份股公司； 4. 北证 50 指数成份股公司； 5. 证券交易所规定的其他情形。 （二）股价短期连续或者大幅下跌情形，是指： 1. 连续 20 个交易日内上市公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%； 2. 上市公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格的 50%； 3. 证券交易所规定的其他情形。 （三）长期破净公司，是指股票连续 12 个月每个交易日的收盘价均低于其最近一个会计年度经审计的 每股净资产 的上市公司。	第十四条 本指引下列用语的含义： （一）主要指数成份股公司，是指： 1. 中证 A500 指数成份股公司； 2. 沪深 300 指数成份股公司； 3. 上证科创板 50 成份指数、上证科创板 100 指数成份股公司； 4. 创业板指数、 创业板中盘 200 指数成份股公司； 5. 北证 50 成份指数成份股公司； 6. 证券交易所规定的其他公司。 （二）股价短期连续或者大幅下跌情形，是指 1. 连续 20 个交易日内上市公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%； 2. 上市公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格的 50%； 3. 证券交易所规定的其他情形。 （三）长期破净公司，是指股票连续 12 个月每个交易日的收盘价均低于其最近一个会计年度经审计的 每股归属于公司普通股股东的净资产 的上市公司。
1 5	第十五条 本指引自发布之日起实施。	第十五条 本指引自发布之日起实施。

来源：证监会，中泰证券研究所

三、本轮市值管理逻辑及影响展望

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→EPS——选择适当的方式向资本市场传达公司价值→PE——上市公司价值被资本市场认可→P。
- 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。

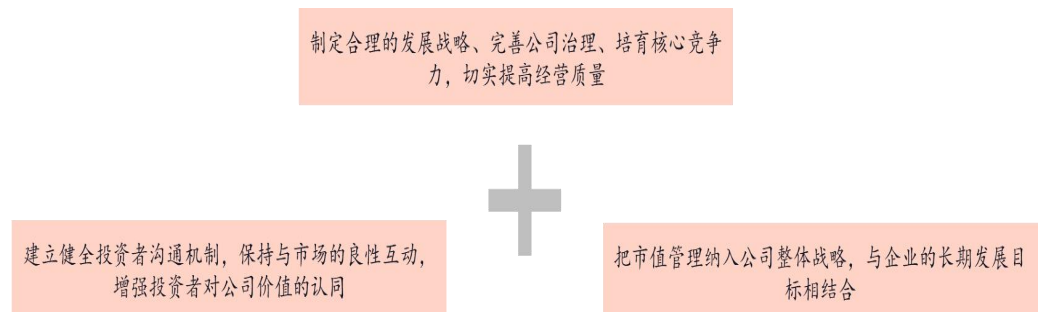
图表 7：市值管理主要分为价值创造、价值运营和价值实现三个过程



来源：中泰证券研究所

- 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。

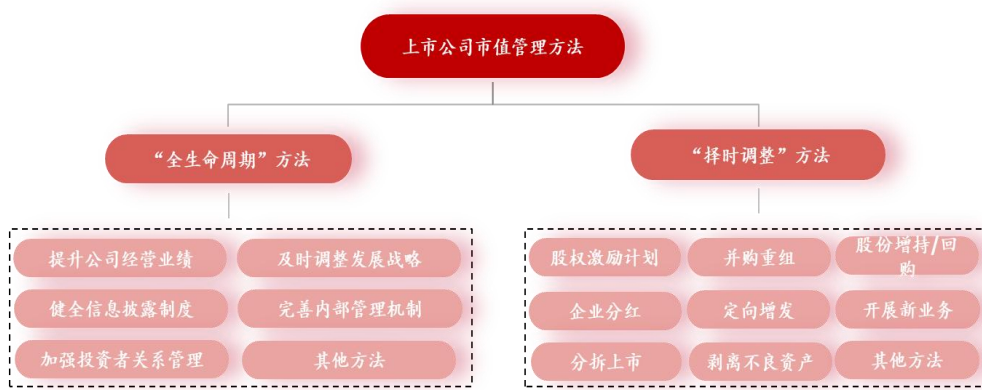
图表 8：市值管理重点在于提高投资价值



来源：中泰证券研究所

- 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。

图表 9：窄图上市公司市值管理方法



来源：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 10：资本市场三次“国九条”对比

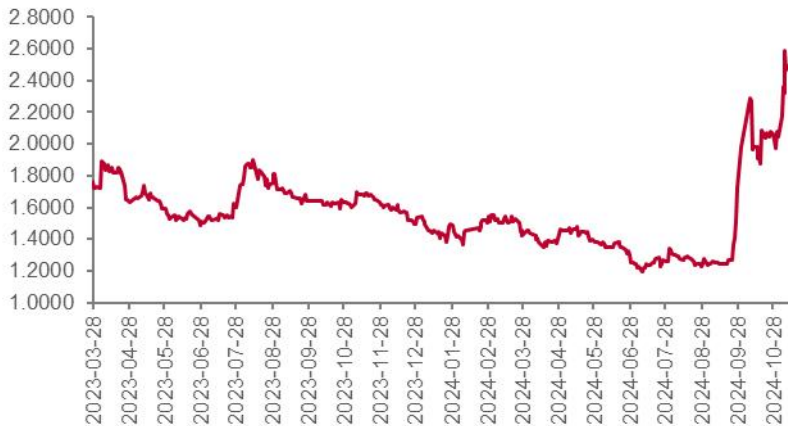
	2004年1月，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	2014年5月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	2024年4月12日，国务院出台《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》
一	充分认识大力发展资本市场的重要意义	总体要求：到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系	总体要求：未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架
二	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	发展多层次股票市场：积极稳妥推进股票发行注册制改革；加快多层次股权市场建设；提高上市公司质量；鼓励市场化并购重组；完善退市制度。	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	规范发展债券市场	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	培育私募市场	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	推进期货市场建设	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	提高证券期货服务业竞争力	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	扩大资本市场开放	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	防范和化解金融风险	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	营造资本市场良好发展环境	推动形成促进资本市场高质量发展的合力

来源：国务院，中泰证券研究所

四、投资建议

- 市值管理指引正式稿落地，将逐步推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量，资本市场中长期受益。建议关注受益于资本市场活跃度提升，以及在并购整合之下行业集中度有提升预期的券商行业。个股建议关注：东财、中信、华泰、国君、中金、银河等。

图表 11: 券商板块 PB 估值



来源：WIND，中泰证券研究所

风险提示

- 市场波动加剧。市场波动对券商经营形成影响。
- 经济超预期下滑。经济下滑导致上市公司基本面及市场预期波动。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。