

资本市场改革系列报告之三

从股权分置改革的视角看本轮资本市场改革

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

张亚婕 投资咨询资格编号
S1060517110001
021-20661934
ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN

研究助理

郝思婧 一般从业资格编号
S1060119070043
HAOSIJING374@PINGAN.COM.CN

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。

- 本轮资本市场改革的重要性前所未有。当前市场往往将本轮改革和 13 年以来的金融创新相类比，但是我们认为其实本质上应是和股权分置改革更为相似。股权分置改革和注册制改革均是我国股份制改革的重要里程碑，本质上都是增加股票供给，为我国资本市场发展提供更好的流动性和定价机制，为企业提供更好的优胜劣汰舞台。近期从要素市场化改革到创业板注册制试点都彰显了资本市场改革的提速和决心，因此本文通过回顾股权分置改革来理解本轮市场改革的影响和意义。
- 追本溯源，股权分置是历史背景下形成的二元股权结构体系，其造成的流动性割裂致使两类股东缺乏一致利益，并使得流通股股东的持仓成本显著高于非流通股股东，导致同股不同价的定价扭曲问题，进而引发 IPO 排队企业众多、大股东侵占小股东利益、市盈率高企等一系列市场乱象。对此，我国开启了股权分置改革的初次尝试，改革大致经历了以下三个阶段。
- 初次尝试(1999/09-2001/10): 1999 年监管层开始释放国有股减持的信号，2001 年《国有股减持办法》出台，规定国有股以市场化定价的方式进行减持，损害了流通股股东的利益，引发市场较大争议，上证综指持续下行 4 个月，调整幅度达 32%，监管层便于 2001 年 10 月暂停实施减持办法。
- 开启试点(2004/02-2005/05): 2004 年“国九条”重启股权分置改革，2005 年 5 月股权分置改革试点正式启动，规定非流通股的定价取决于两类股东间的自行协商与博弈，但是市场仍然担忧于改革带来的不确定性而延续下行，期间累计下跌幅度达 44%，直至方案受到市场认可落地。
- 全面实施(2005/09-2006/12): 在自主协商原则的引导下，试点公司改革预案获得市场认可，送股对价为主要方案。2005 年 9 月改革全面推开，不确定性落地后市场情绪企稳回升，市盈率中枢从 2000 年的 60 倍下降至 2005 年底的 20 倍左右，06 年全 A 盈利增速提升至 49.2%，叠加货币政策宽松加码，上证综指于 2007 年 10 月创历史新高，期间累计涨幅达 4 倍。
- 从股权分置改革的经验来看，第一，我国资本市场改革都是经历从增量改革到存量改革的过程，以点带面步步推进；第二，市场力量在改革过程中愈发重要，市场沟通的重要性被充分重视，市场化定价有挑战；第三，改革加大了对国有企业的市场化约束，对企业盈利及治理提出了更高要求。
- 对比之下，我们认为本轮改革充分吸取了过往经验，给市场带来红利和分化，新兴产业和头部企业将迎来中长期投资机遇，谨慎尾部企业出清风险。一方面，新兴产业将受益于实体经济转型和股权融资改革的政策倾斜；另一方面，头部企业将受益于注册制带来的优胜劣汰机制，通过并购重组等机制更好的做大做强。
- 风险提示：1) 宏观经济下行超预期；2) 金融监管以及去杠杆政策加码超预期；3) 海外资本市场波动加大。4) 新冠疫情影响超预期。

正文目录

- 一、 股权分置：历史的遗憾 4
 - 1.1 股权分置的由来：国企改革启动，二元股权形成 4
 - 1.2 股权分置的弊端：股东缺乏一致利益，扭曲市场定价功能 4
- 二、 股权分置改革：初次尝试和再次出发 6
 - 2.1 初次尝试：国有股减持办法出台，引发市场大幅调整 6
 - 2.2 开启试点：“国九条”重启股改，市场延续下行 7
 - 2.3 全面实施：不确定性落地，市场情绪修复 9
- 三、 本轮资本市场改革：股权融资蓄势待发..... 13
 - 3.1 相似之处：立意高远，一波三折 13
 - 3.2 不同之处：更注重制度协同以及市场沟通 16
 - 3.3 中长期机遇：科技+头部企业 17
- 四、 风险提示 17

图表目录

图表 1	2004 年底非流通股占比达到 64%.....	4
图表 2	1992-2004 年日均换手率达到 3.25%.....	6
图表 3	上市公司通过增发和配股增加净资产	6
图表 4	《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》的主要内容.....	7
图表 5	股权分置改革拉开了 5 年熊市的序幕.....	8
图表 6	股权分置改革政策出台的当日或次日市场通常会向下调整	8
图表 7	《上市公司股权分置改革管理办法》的相关规定	9
图表 8	全部 A 股涨跌幅拆分	11
图表 9	上证综指市盈率中枢下降	12
图表 10	2006 年前 A 股盈利与上证综指呈弱相关	12
图表 11	2006 年全部 A 股盈利增速大幅增长	12
图表 12	2006-2007 年上证综指快速走高	12
图表 13	换手率中枢急剧抬升.....	12
图表 14	2006-2007 年行业涨跌幅与盈利	13
图表 15	19 年与 05 年均处于流动性宽松周期	14
图表 16	19 年与 05 年的盈利和估值较为相似	14
图表 17	注册制改革历程.....	14
图表 18	“深改 12 条”与 2004 年“老国九条”对比.....	15
图表 19	我国股权融资占比不足 2%.....	17
图表 20	中长线资金持股市值占比抬升	17

一、 股权分置：历史的遗痕

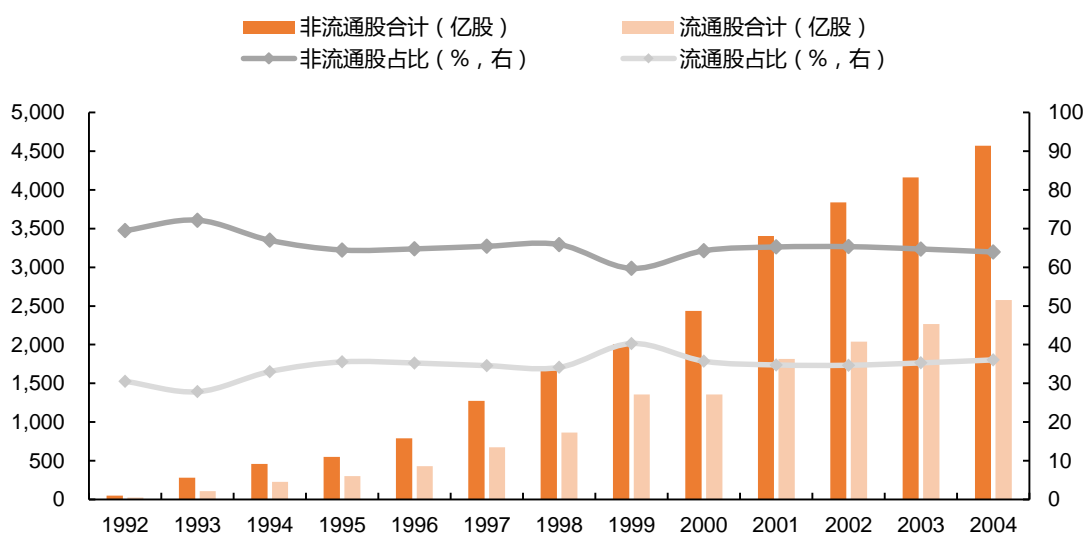
1.1 股权分置的由来：国企改革启动，二元股权形成

股权分置是什么：上市公司的二元股权结构问题。股权分置是指上市公司的一部分股份上市流通，其余股份暂不允许上市流通，前者称为流通股，主要为社会公众股，后者为非流通股，大多为国有股和法人股。

产生原因：国有企业股份制改革过程中的过渡产物。90年代末，我国国有企业大面积亏损，彼时银行受制于沉重的历史坏账难以向国企提供足够的资金，于是股票市场以其出色的融资能力，成为了国有企业融资脱困的最佳选择。但是国企股份制改革进程中面临的股票私有化和国有资产流失问题引发了市场争论，为防止国有资产流失，设计者提出“存量不动，增量流通”的折中方案，即国有企业净资产折算成相应的股份后，再对外发行部分增量股份，前者禁止上市流通，后者允许在二级市场交易转让，自此股权分置的格局正式形成。

2005年以前，A股市场非流通股占比达到全部股份的近三分之二。1993-2000年间，我国发行股份采用审批制的方式，在审批制下，股票发行由证监会根据经济发展和市场供求的具体情况，在宏观上制定一个当年股票发行总规模（额度或指标），由于各地区的额度或指标有限，同时须满足《公司法》中“股票上市公开发行的股份占比达到25%”的要求，平均下来每家企业仅获得三分之一左右的流通股份额度。截止2004年末，我国上市公司总数为1377家，总股本为7149.4亿股，非流通股4572.2亿股，占股本总额的近三分之二，其中国有股份的占比达到74%。

图表1 2004年底非流通股占比达到64%



资料来源：WIND、平安证券研究所

1.2 股权分置的弊端：股东缺乏一致利益，扭曲市场定价功能

二元股权结构在国企股份制改革初期起到了为国企融资、帮助国企市场化转型的过渡作用，但是随着改革逐步深化，股权分置的弊端日渐显现。金融证券研究专家吴晓求认为，股权分置在客观上使

流通股股东与非流通股股东处于不平等状态，导致中国资本市场缺乏一个坚实、平等的制度基础，具体来看股权分置主要有三大危害¹：

第一，股权流动性分裂从根本上损害了上市公司股东之间利益的一致性，使非流通股股东与流通股股东之间的利益关系处在完全不协调甚至对立的状态，从制度上造就了流通股股东和非流通股股东之间的利益冲突，引发了股票市场的种种乱象。其一，**IPO 排队企业众多**。非流通股股东的资产投资收益并不主要取决于上市公司的每股利润，而主要取决于其净资产值的增加，客观上使非流通股股东特别是控股股东的资产价值与市场走势毫无关系，对于非流通股股东来说，上市和再融资是获取回报最快速的途径，因此导致了我国资本市场特有的企业排队上市融资现象；其二，**导致大股东侵占中小股东利益**。非流通股股东的资产投资收益主要来源于流通股的高溢价认购，导致财富从流通股股东向非流通股股东转移，使得大股东侵占中小股东的行为合法化；其三，**内幕交易和操纵股价事件频发**。非流通股股东资产收益不主要取决于公司业绩，如果上市公司的业绩得到大幅提升而又没有得到相应的资产收益，非流通股股东必然会处在心理失衡的状态，为弥补这种心理失衡状态，多数控股股东或实际控制人会选择与流通股庄家勾结起来操纵市场。

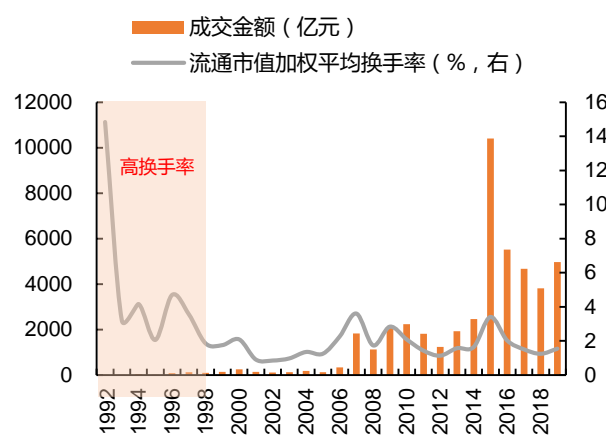
第二，股权分置导致同股不同价，损害了资本市场的定价功能。在股权分裂条件下，新股的发行价、二级市场交易价格以及市盈率仅体现了非流通股的信息，股票价格和市盈率中包含了投资者为获得流动性而付出的流动性溢价，使得市盈率高于全流通情形下的市盈率。由于不具备资产定价的功能，股票市场必然成为一个单纯炒作和投机的市场，体现为以下两方面：**一是股价的高波动**，1992-2004年间，A股市场成分股较少加上股票流通比例低导致市场波动较大，期间全部A股的流通市值加权平均换手率为3.3%，远高于2019年的1.5%。**二是并购重组带有浓厚的投机性，资本市场缺乏存量资源配置功能**。资本市场缺乏资产定价的功能使收购兼并行为缺乏公平的财务标准，因此大多数的并购重组都沦为控股股东的投机工具，控股股东通过注入优质资产或编造产业转型，使上市公司暂时符合再融资条件，从而进行配股或者增发融资获得回报，或者制造并购重组概念，在二级市场上进行内幕交易，通过单独或联合操纵股价，获得二级市场上的非法收益。并购重组机制的扭曲使得资本市场存量资源配置功能难以发挥，为产业结构的调整造成较大障碍。

第三，股权分置使资本市场无法形成有助于企业长期发展的科学考核标准和有效激励机制。一方面，在股权分置的时代，上市公司缺乏管理层的考核标准。在成熟市场中，市值通常是考核管理层的核心指标，主要因为市值受到公司利润、公司管理团队价值、产业成长性等多因素的影响，能够反映公司的综合能力。但在股权分置的格局下，控股股东缺乏做大市值的源动力，使这种考核机制不复存在。另一方面，禁止股票流通使得股票期权等激励机制难以发挥作用，不利于企业长期发展。

¹ 吴晓求 《股权流动性分裂的八大危害——中国资本市场为什么必须进行全流通变革》

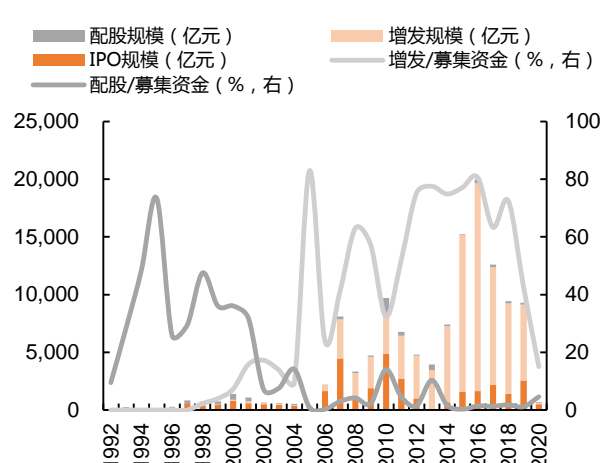
吴晓求 《股权分置改革的若干理论问题——兼论全流通条件下中国资本市场的若干新变化》

图表2 1992-2004 年日均换手率达到 3.25%



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 上市公司通过增发和配股增加净资产



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 股权分置改革：初次尝试和再次出发

基于股权分置的种种弊端，我国于 1999 年开始探索国有股减持的方法，2001 年《国有股减持办法》的出台正式拉开了股权分置改革的序幕，直至 2005 年 9 月，股权分置改革先后经历了初次尝试——开启试点——正式实施三个阶段。下文将对股权分置改革的全过程进行回顾，并探究改革对于 A 股市场起到了怎样的推动作用。

2.1 初次尝试：国有股减持办法出台，引发市场大幅调整

事实上国有股减持尝试早在 1999 年便即开启，彼时市场对于国有股减持的预期较为积极。1999 年 9 月，中国共产党第十五届四中全会通过《关于国有企业改革和发展若干问题的决定》，明确提出“在不影响国家控股的前提下，适当减持部分国有股”，对国有股减持作出初步安排。1999 年 12 月，中国嘉陵和黔轮胎首次通过配售方式进行国有股减持试点，虽然因配售价格过高而被叫停，但是市场对于国有股减持的预期开始升温。2000 年 6 月起，监管部门频繁向市场释放国有股减持的信号，并传达积极预期，财政部部长项怀诚公开表示“减持国有股绝不可能牺牲现有资本市场的繁荣”，市场整体波动上行，上证综指从 2001 年初的 1406 点持续上行并于同年 6 月 14 日创 2245 新高。

《国有股减持管理办法》正式拉开股权分置改革序幕。2001 年 6 月，国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》，标志着国有股减持计划进入实施阶段。《暂行办法》的主要内容包括：第一，减持方式方面，国有股减持主要采取国有股存量发行的方式。国家拥有股份的股份有限公司向公众投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的 10% 出售国有股；第二，减持资金的去向方面，规定国有股出售收入划归社会保障基金；第三，减持定价方面，规定国有股减持采取市场定价的方式。

《暂行办法》的出台缺乏与市场的有效沟通，市场化定价方式损害了流通股股东利益，引发市场较大争议。《暂行办法》实施前与市场缺乏沟通交流，相关规定与市场预期产生落差，因此出台后立即引发资本市场的强烈反响。第一，国有股减持的主要目的是为了补充社保资金而并非为了股票全流通，与市场预期产生出入。第二，“市场化定价”引发市场争议，在流通股和非流通的持仓成本存在重大差异的背景下，采用市场价减持必然会对流通股股东的利益造成损害，难以获得投资者的认可，而“部际会议负责确定筹资计划和定价原则”的规定进一步增加了国有股定价的不确定性，降低了

投资者的安全感和信任度。第三，10%的减持比例并未改变国有股控股的局面，即便按照规定减持融资额的10%，国有股比例依然远超50%。第四，减持国有股客观上增加了股票供给，引发投资者对于市场短期流动性的担忧。

《暂行办法》不及预期制约市场风险偏好，大盘开始了延续4个月的下行走势。2001年6月14日《暂行办法》出台当日，上证综指达到阶段性高点2245，随后转头下行并持续走低，10月22日跌至1520点，调整幅度达到32%；日成交额、市盈率分别由6月的271亿元和65倍左右降至10月份的100亿元以下和38倍水平。

监管层暂停实施《暂行办法》，短期提振市场情绪。受到出于维稳市场的考虑，证监会宣布暂停新股发行3个月（2001.08-2001.10），并于2001年10月23日宣布暂停执行《国有股减持暂行办法》，当日市场情绪受到明显提振，上证指数大涨9.9%。

图表4 《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》的主要内容

项目	具体内容
资金去向	减持国有股所筹集的资金交由全国社会保障基金理事会管理，具体管理办法由财政部另行制定，报国务院批准后实施。
减持方式	国有股减持主要采取国有股存量发行的方式。凡国家拥有股份的股份有限公司(包括在境外上市的公司)向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股；股份有限公司设立不满3年的，拟出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会持有，并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。国有股存量出售收入，全部上缴全国社会保障基金。
定价方式	减持国有股原则上采取市场定价方式。
负责部门	减持国有股由部际联席会议审议实施。部际联席会议由财政部负责召集，国家计委、国家经贸委、劳动保障部、中国证监会、全国社会保障基金理事会为成员单位，主要负责确定减持国有股的筹资计划和定价原则，研究解决国有股减持筹资工作涉及的其他重大问题。 中国证监会负责制定减持上市公司国有股的信息披露及市场监管规则。
协议转让及其他情况的处置方法	本办法实施后，上市公司国有股协议转让，包括非发起人国有股协议转让，由财政部审核。协议转让时国有股权发生减持变化的，国有股东授权代表单位应按转让收入的一定比例上缴全国社会保障基金，具体比例以及操作办法由部际联席会议制定，并在报国务院批准后实施。证券登记公司依据财政部的批复文件办理股权过户手续。 国有股东授权代表单位将上市公司国有股用于银行贷款和发行企业债券质押担保，不得超过该上市公司国有股总额的50%，具体管理办法由财政部制定。

资料来源：WIND、平安证券研究所

2.2 开启试点：“国九条”重启股改，市场延续下行

2004年出台的“国九条”重启股权分置改革，重点提出要“积极稳妥解决股权分置问题”。2004年2月，《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》（即“老国九条”）正式出台，要求“在解决股权分置这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益。”国九条的出台意味着股权分置改革正式开启。

2005年4月，证监会颁布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，规定非流通股定价采取自主协商原则。《通知》的出台标志着股权分置改革进入试点阶段。《通知》一是明确股权分置

改革须围绕“保护投资者特别是公众投资者合法权益”的原则进行展开，与国有股减持“补充社保资金”的目的相比，此次更加强调公众投资者的利益；二是非流通股定价采取自主协商的原则，不再规定具体的定价方式，而是取决于两类股东之间的博弈；三是规定了上市公司改革的基本操作流程，包括要求召开临时股东大会、要求独立董事征集投票、明确临时股东大会决议的生效条件等；四是对非流通股取得流通权后的实际流通限制作出规定，包括一年内不得上市交易等，以稳定市场的流动性预期。2005 年 5 月和 6 月，证监会先后选定 46 家公司进行股权分置改革试点。

但是市场担忧于股权分置改革带来的不确定性而延续下行。一方面，投资者对 2001 年国有股减持带来的负面影响记忆犹新，对新一轮改革带来的不确定性较为担忧。另一方面，改革之后非流通股从根本上已具备与流通股相同的流动性，若剔除流动性溢价的影响，彼时的股价和市盈率明显偏高。与此同时，持续上升的无风险收益率也对股市形成打击。2004 年 2 月国九条出台后，上证综指从 4 月高点 1778 震荡下行，期间虽陆续出台降低印花税、保险资金入市等政策，但是对市场的支撑作用有限，上证综指持续下行至 2005 年 6 的 998 点，期间调整幅度达到 43.9%；指数市盈率从 2004 年 2 月的 37.2 倍左右下降至 2005 年 6 月的 17.7 倍。可以看到，在股权分置改革相关政策发布的当天或次日，市场基本都出现了不同程度的调整。

图表5 股权分置改革拉开了 5 年熊市的序幕



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表6 股权分置改革政策出台的当日或次日市场通常会向下调整

日期	政策	当日涨跌（%）	次日涨跌（%）	后一周涨跌（%）
2001.6.14	《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》	-1.78	0.39	-2.38
2001.10.23	暂停执行国有股减持暂行办法	9.86	2.84	10.66
2005.4.13	证监会表示已具备解决股权分置启动试点的条件	2.35	-1.11	-2.90
2005.4.29	《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》	-0.85	-	-0.85
2005.5.9	三一重工、清华同方、紫江企业、金牛能源四家公司发布股权分置改革方案，股权分置改革试点工作正式开启	-2.44	0.41	-5.49

2005.8.23	《关于上市公司股权分置改革的指导意见》	-0.75	1.49	-1.05
2005.9.4	《上市公司股权分置改革管理办法》，标志着股权分置改革全面实施	-	0.62	0.07

资料来源：WIND、平安证券研究所

2.3 全面实施：不确定性落地，市场情绪修复

试点公司改革方案获得市场认可，投资者对于股权分置改革预期由消极转为积极，大多数试点公司在改革预案确定后的复牌当日实现上涨。2005 年 5 月和 6 月改革预案复牌的 15 家公司中，7 家公司在复牌当天实现涨停，除冀中能源（即金牛能源）以外 14 家公司在复牌当日均实现上涨，15 家公司复牌当日平均涨跌幅为 6.1%。

试点的成功为改革全面推开提供了可复制的经验，2005 年 9 月股权分置改革进入全面实施阶段。2005 年 8 月和 9 月，监管部门先后发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和《上市公司股权分置改革管理办法》，标志着股权分置改革进入全面实施阶段，其中前者作为改革的纲领性文件，对改革的总方向进行把控，后者对改革的操作流程、改革方案和信息披露等内容作出详细规范。《管理办法》在《通知》的基础上进行了些许调整，一是增加了“单独或合并持有公司三分之二以上非流通股份的股东”动议改革的规定；二是将“自公告进行改革试点之日起征集流通股股东意见”，改为“自相关股东会议通知发布之日起开始进行”，进一步缩短改革周期；三是将“可以在临时股东大会前 15 天协商修改改革方案”调整为“协商结果公布、公司股票复牌后，不得再次修改改革方案”，以保持方案的稳定性；四是在信息披露方面作出更为详细的规定。

截止 2006 年末，已经完成或进入股份制改革的上市公司市值占应改革上市公司总市值比重的 97%，股权分置改革基本完成。

图表7 《上市公司股权分置改革管理办法》的相关规定

项目	具体内容
总体思路	遵循公开、公平、公正的原则，由 A 股市场相关股东在平等协商、诚信互谅、自主决策的基础上进行。
负责部门	证监会依法对股权分置改革各方主体及其相关活动实行监督管理，组织、指导和协调推进股权分置改革工作。 证券交易所根据中国证监会的授权和本办法的规定，对上市公司股权分置改革工作实施一线监管，协调指导上市公司股权分置改革业务，办理非流通股可上市交易的相关手续。
操作程序	1、公司股权分置改革动议，原则上应当由全体非流通股股东一致同意提出；未能达成一致意见的，也可以由单独或者合并持有公司三分之二以上非流通股份的股东提出。 2、公司董事会应当委托保荐机构就改革方案的技术可行性以及召开相关股东会议的时间安排，征求证券交易所的意见。 3、召开相关股东会议，公司董事会应当申请公司股票停牌。 4、公司股票复牌后，不得再次调整改革方案。 5、改革方案须经参加表决的股东所持表决权的三分之二以上通过，并经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二以上通过。董事会应当在两个工作日内公告相关股东会议的表决结果。
改革方案	可根据公司实际情况，采用控股股东增持股份、上市公司回购股份、预设原非流通股股份实际出售的条件、预设回售价格、认沽权等具有可行

	性的股价稳定措施。
改革后公司原非流通股股份的出售	1、自改革方案实施之日起，在 12 个月内 不上市交易或者转让；2、持有试点上市公司股份总数 5%以上 的非流通股股东，在前项规定期期满后，通过证券交易所挂牌交易出售股份，出售数量占该公司股份总数的比例在 12 个月内不超过 5%，在 24 个月内不超过 10%。
信息披露	<p>股权分置改革说明书应包括的内容：股本结构的变动；非流通股股份的现状、数量、比例等；改革方案的具体内容；改革对公司治理的影响；改革涉及的风险以及处理方案。</p> <p>保荐意见书应包括的内容：上市公司非流通股股份有无权属争议、质押、冻结情况及上述情况对改革方案实施的影响；实施改革方案对公司流通股股东权益影响的评价；对股权分置改革相关文件的核查结论；改革方案中相关承诺的可行性分析；保荐结论及理由等。</p> <p>试点上市公司的非流通股股东，通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量，达到该公司股份总数 1% 的，应当自该事实发生之日起 两个工作日内 做出公告。</p>
中介机构	<p>保荐机构应当履行下列职责：协助制定改革方案；对改革方案有关文件进行核查验证；对非流通股股东执行对价安排、履行承诺事项的能力发表意见；出具保荐意见书；协助实施改革方案；协助制定和实施稳定股价措施；对相关当事人履行承诺义务进行持续督导等。</p> <p>律师事务所及在法律意见书上签字的律师应当履行下列职责：对股权分置改革参与主体的合法性进行核查；对与改革方案有关的法律事项进行核查；对与改革方案有关的法律文件进行核查；对改革方案的内容与实施程序的合法性发表意见；出具法律意见书。</p>

资料来源：WIND、平安证券研究所

股权分置改革全面推行后，资本市场在定价体系、投资理念等方面均发生了积极变化：

第一，资本市场定价功能得以恢复，有利于发挥对存量资源的配置作用。在股权分置阶段，市场缺乏基本的定价功能，控股股东一味地追求增量配置使得资本市场对存量资源的配置作用难以发挥。改革之后，随着定价功能的恢复，净资产不再是衡量资产买卖的重要依据，并购重组的投机性也有所降低。

第二，股东之间的利益趋于一致，大股东行为得到约束，上市公司激励机制和目标考核体系形成。一方面，股权分置改革完成后，对大股东的行为形成有效约束，如对增发新股的渴求度降低、大股东通过高溢价发行侵占中小股东利益的问题也得到解决。另一方面，股权分置改革为解决股东和经理人之间的利益冲突奠定制度基础，代理人能够通过期权的方式享受资产增值带来的财富效益，有助于企业的长期发展。

第三，投资理念向价值投资倾斜，股价与企业盈利的相关度提升。股权分置时期市场没有投资价值，投机赚取价差是资金入市最大的目的。改革之后，资产价格与企业盈利的相关度有所提升，盈利成为驱动股价上涨的重要因素，而投资者也将更加注重资产价值对于股价的影响。对全部 A 股历年涨跌幅进行拆分可以看到，2006 年以前，估值对涨跌幅的贡献相对更大，企业盈利对市场的影响较小，而在这之后全部 A 股的净利润增速与上证综指的相关性明显提升。

与此同时，随着改革进入全面实施阶段，投资者对于不确定性的担忧逐渐缓和，二级市场开始反映出股权分置改革的积极作用。

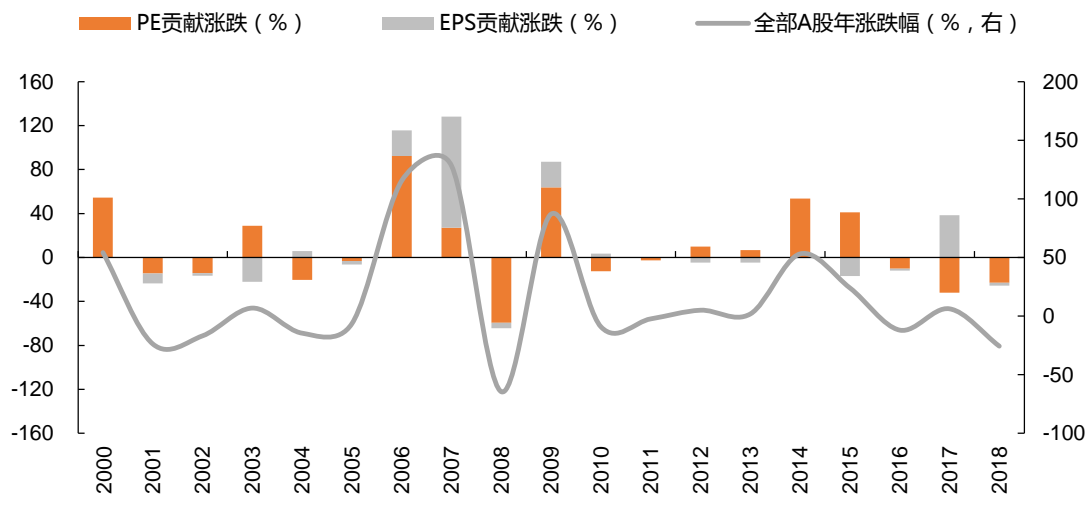
第一，控股股东做大利润的动力显著提高，叠加宏观经济基本面向好，上市公司盈利水平明显提升。2006年，全部A股营业总收入增速为25.2%；净利润增速达到49.2%，较往年大幅提升；ROE突破10%水平。

第二，股权分置改革使得非流通股的流动性溢价不复存在，估值扭曲的现象得到缓解。长期来看，股权分置问题的解决使得A股市场市盈率中枢回归常态。上证综指市盈率在2000年高达60倍，2005年末降至20倍以下，2010年以来一直维持在12倍左右水平。

第三，市场风险偏好企稳修复，2005年无风险收益率的持续走低进一步推动市场上行。《管理办法》正式发布后，投资者对于改革带来的不确定性基本消化，市场经历小幅下调后进入上行周期，上证综指于2016年初开始发力并一路走高，于2007年10月16日创下A股历史高点，期间上证综指涨幅达到424.7%；同期上证指数市盈率由18.4倍快速上升至55倍；日均换手率从2005年1月-2006年3月的1.3%升至2007年5月的8.0%。

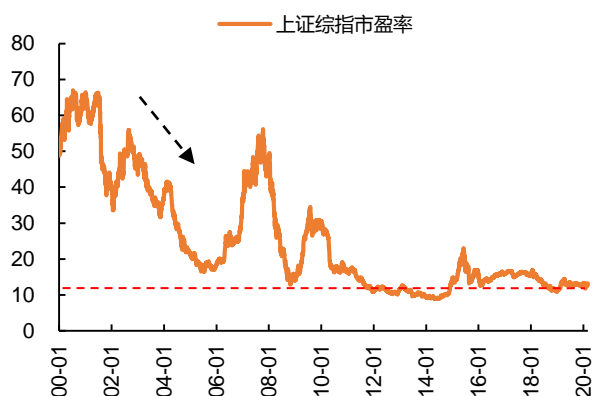
行业表现反应时代特征，金融和周期板块涨幅居前，科技行业涨幅居末。2006年1月1日至2007年10月16日，申万28个行业绝对收益率均为正，13个行业相对于全部A股实现正超额收益，其中非银金融涨幅位列第一，达到1423.2%，相对收益率为897.7%；电子行业涨幅居于末位，为274.9%，相对收益率-250.7%。由于《上市公司股权分置改革管理办法》要求企业委托保荐机构出具保荐意见书，券商受益于增量业务带来盈利增长迎来大级别行情。2006年1月1日至2007年10月16日，券商板块涨幅达1872.7%，相对收益率为1347.1%，2006年和2007年净利润增速分别为969.6%和432.5%。周期性行业诸如有色金属、采掘、建筑材料等行业受益于固定资产投资加码，收益率也颇为可观。而通信、计算机、电子等新兴行业涨幅位居末端，相对收益率分别为-209.0%、-217.2%、和-250.7%。

图表8 全部A股涨跌幅拆分



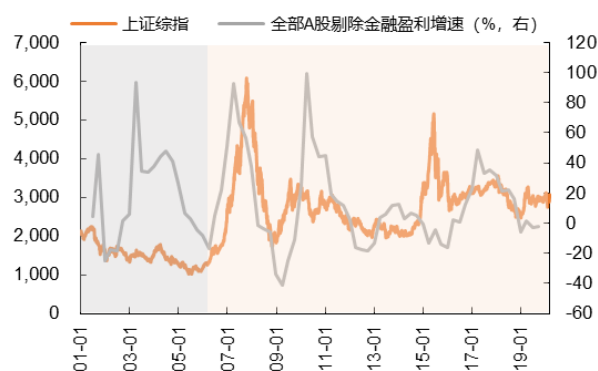
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表9 上证综指市盈率中枢下降



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表10 2006年前A股盈利与上证综指呈弱相关



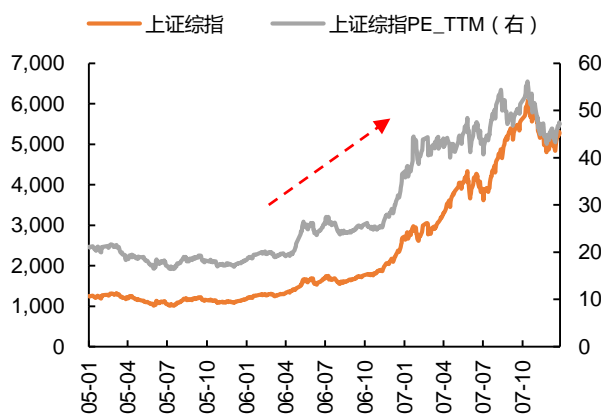
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 2006年全部A股盈利增速大幅增长

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
全部A股营业总收入增速(%)	20.52	6.15	16.29	27.57	30.12	21.21	25.21	25.36	16.65
全部A股净利润增速(%)	8.94	-24.05	6.40	37.58	26.06	-5.76	49.17	49.60	-17.41
全部A股ROE(%)	7.49	5.33	5.54	7.21	8.65	7.78	10.20	14.72	11.47

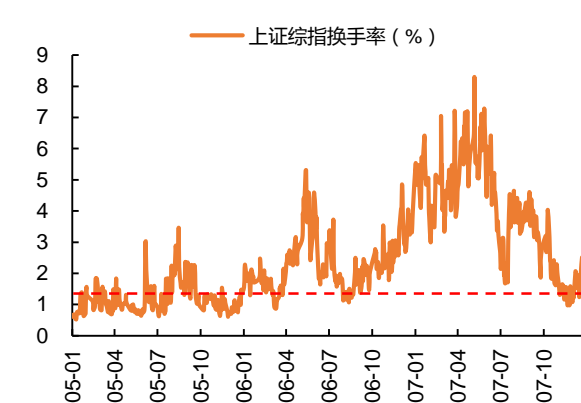
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表12 2006-2007年上证综指快速走高



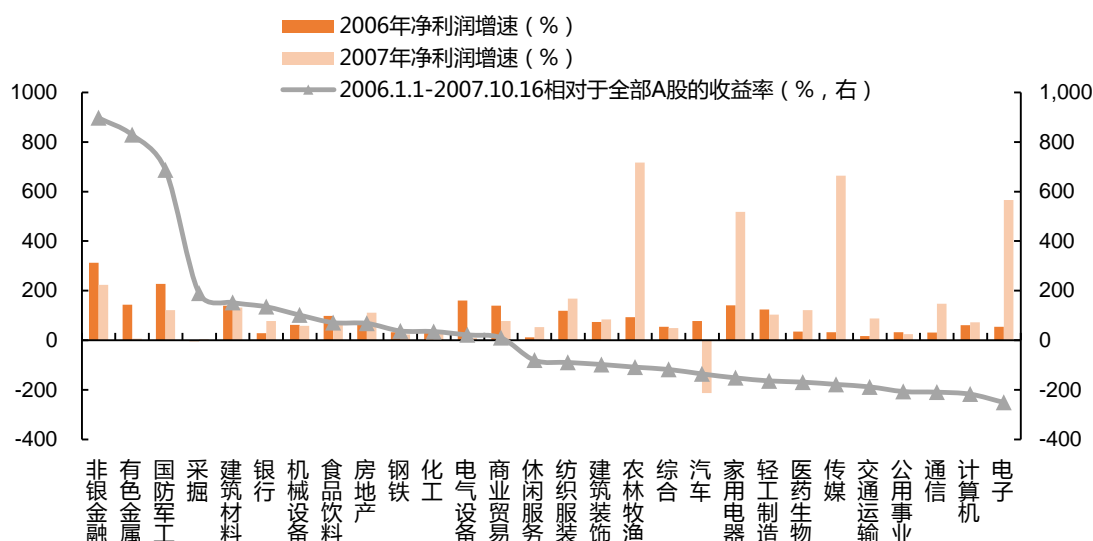
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表13 换手率中枢急剧抬升



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表14 2006-2007 年行业涨跌幅与盈利



资料来源: WIND、平安证券研究所

三、 本轮资本市场改革：股权融资蓄势待发

2019 年，资本市场以服务于实体经济转型为重要任务开启了新一轮制度变革，对比本轮改革和 2005 年的股改，我们发现二者同属于股权融资改革的重要环节，在战略高度、市场环境等方面存在诸多相似之处，但在改革目的、侧重内容和实施节奏方面有所不同。本轮资本市场改革充分吸收了此前股权分置改革的经验，目标落地于服务实体经济转型，从增量的科创板注册制试点再到存量的创业板注册制改革，在实施过程中与市场充分沟通，政策发布后能及时补充调整，整体节奏更为平稳。

3.1 相似之处：立意高远，一波三折

我们认为本轮资本市场改革与 2005 年的股权分置改革在立意高度、所处市场环境以及改革进程方面存在相似之处。

第一，两者对于中国资本市场发展均有着里程碑式的意义。如果说股权分置改革为资本市场的运行奠定了制度基础，给予了资本市场新的发展动力和空间，那么本轮资本市场改革则承接了中国经济转型的时代使命。2018 年底的经济工作会议将资本市场的地位提高到了前所未有的高度，2019 年资本市场改革以服务于实体经济转型为使命全面推开，力度之大、范围之广前所未有，直至今日，本轮资本市场改革在科创板注册制试点、并购重组松绑以及高质量对外开放等领域均取得实质性突破，长期来看将对提升资本市场运行效率起到重要作用。

第二，两者所处阶段的流动性环境、盈利基本面以及估值区位较为相近。流动性方面，2019 年与 2005 年均处于无风险利率下行阶段，2019 年末与 2015 年末的十年期国债收益率均为 3.12%-3.14% 左右，截止 2020 年 5 月 6 日，十年期国债收益率为 2.58%，处于历史低位；盈利方面，2018 年底和 2005 年底全部 A 股(非金融)净利润增速均处于盈利周期的底部区域；估值方面，2019 年和 2005 年上证综指市盈率均处在 10-20 倍低位区间。

第三，两者所处的政策环境相似，均伴随着各方面金融创新。2004 年“老国九条”剔除股权分置改革的同时，也为其后三年的金融创新奠定了基调。金融业务方面，2005 年 5 月启动的信贷资产证券

化试点、2006 年 7 月开展的融资融券试点、2007 年 6 月推出 QDII 等。金融产品层面，2005 年 2 月，国内首只 ETF 于登录上交所；2005 年 4 月，沪深 300 指数正式发布；2007 年 5 月，中金所公布《沪深 300 股指期货合约》。本轮资本市场改革落地“深改 12 条”，金融业务方面，开启科创板注册制试点、放宽并购重组条件以及全面放开 QFII 额度上限等。金融产品层面，2019 年 4 月和 9 月，部分股指期货下调保证金标准和平仓手续费；2019 年 12 月，沪深 300ETF 期权上市交易。

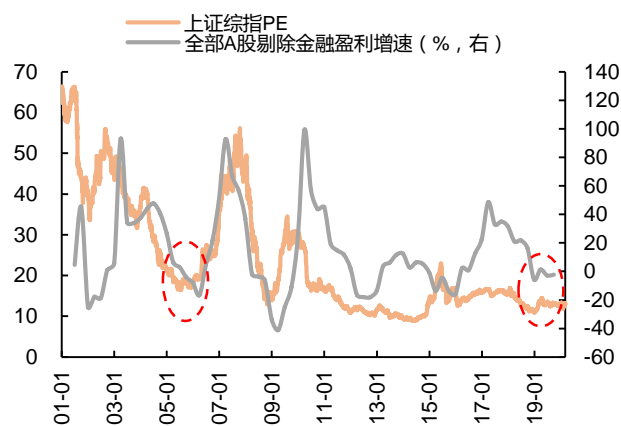
第四，两者在推行过程中均受到较大市场阻力。股权分置改革在国有股减持阶段受到市场阻力被迫暂停，本轮资本市场改革也因种种原因多次暂缓。**一是注册制的推进屡遭搁浅**，事实上，我国对于注册制的探索早在 2009 年便即开始，2009 年 6 月，证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，宣布进行 IPO 注册制改革，但是新股发行呈现出明显的“三高现象”（高市盈率、高发行价格、高超募资金），引发市场内部较大争议，最终该轮 IPO 注册制改革宣告失败；2013 年 11 月，证监会宣布启动新一轮注册制改革；2015 年 12 月，国常会审议通过注册制改革草案，同月，实施股票发行注册制改革获得全国人大的修法授权，并决定自 2016 年 3 月 1 日起实施。然而伴随 2015 年杠杆牛市的土崩瓦解，注册制改革再度搁浅。直到 2019 年科创板试点注册制，注册制改革才算正式步入实施阶段。**二是金融杠杆在股灾之后有所收敛**，2012 年的券商创新大会和 2014 年的“新国九条”打开了 2012-2015 年金融创新的空间，也助推了 2015 年的杠杆牛市，股灾之后监管重心向“防范金融风险”倾斜，金融创新的势头一定程度上受到遏制。

图表15 19 年与 05 年均处于流动性宽松周期



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表16 19 年与 05 年的盈利和估值较为相似



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表17 注册制改革历程

日期	政策
2009.6.10	证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，宣布进行 IPO 注册制改革。
2010.10.11	证监会发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》，宣布进行第二阶段注册制改革，内容主要是改同比例配售为实行摇号配售。
2012.4.28	证监会公布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，提出增加新上市公司流通股数量。
2013.11.12	证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，宣布启动新一轮注册制改革。
2014.4.10	证监会主席肖刚在博鳌亚洲论坛对媒体表示，IPO 注册制改革草案将于年底出台。
2015.12.9	国常会审议通过《关于授权国务院实施股票发行注册制改革中调整适用<中华人民共和国证券法>有关规定的决定（草案）》。
2015.12.27	授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行，

	调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定，实行注册制度，决定自 2016 年 3 月 1 日起实施。
2018.11.5	习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，拉开了本轮注册制改革的序幕。
2019.1.30	证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。
2019.3.1	证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》。
2019.7.22	科创板首批公司上市。
2019.12.28	全国人大通过修订后的《中华人民共和国证券法》，新证券法明确全面推行证券发行注册制度，于 2020 年 3 月 1 日起正式施行。

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表18 “深改 12 条”与 2004 年“老国九条”对比

项目	老国九条	深改 12 条
股票市场	完善证券发行上市核准制度； 积极稳妥解决股权分置问题； 建立多层次股票市场体系，改善主板市场上 上市公司结构，分步推进创业板市场建设，拓 展中小企业融资渠。	充分发挥科创板的试验田作用； 推进创业板改革，加快新三板改革，选择 若干区域性股权市场开展制度和业务创 新试点。
债券市场	鼓励符合条件的企业通过发行公司债券筹集 资金，改变债券融资发展相对滞后的状况； 制定和完善公司债券发行、交易、信息披露、 信用评级等规章制度，建立健全资产抵押、 信用担保等偿债保障机制。逐步建立集中监 管、统一互联的债券市场。	推进交易所市场债券和资产支持证券品 种创新
期货市场	逐步推出为大宗商品生产者和消费者提供发 现价格和套期保值功能的商品期货品种。	丰富期货期权产品
上市公司	提高上市公司质量； 推行证券发行上市保荐制度； 鼓励已上市公司进行以市场为主导的、有利 于公司持续发展的并购重组； 完善市场退出机制，在实现上市公司优胜劣 汰的同时，建立对退市公司高管人员失职的 责任追究机制。	大力推动上市公司提高质量，严把 IPO 审核质量关，充分发挥资本市场并购重组 主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进 上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融 资等制度，支持分拆上市试点。
市场参与者	继续大力发展证券投资基金。支持保险资金 以多种方式直接投资资本市场，逐步提高社 会保障基金、企业补充养老基金、商业保险 资金等投入资本市场的资金比例。	推动更多中长期资金入市； 抓紧落实已公布的对外开放举措，维护开 放环境下的金融安全。
金融风险	营造良好的资本市场发展环境； 共同防范和化解市场风险； 严厉打击证券期货市场违法活动。	切实化解股票质押、债券违约、私募基金 等重点领域风险。
法制供给	-	加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅 提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和 中介机构提供虚假证明文件等违法行为 的违法成本。

资料来源：WIND、平安证券研究所

3.2 不同之处：更注重制度协同以及市场沟通

但是本轮资本市场改革与股权分置改革在目的、侧重点和改革节奏等方面有所不同：

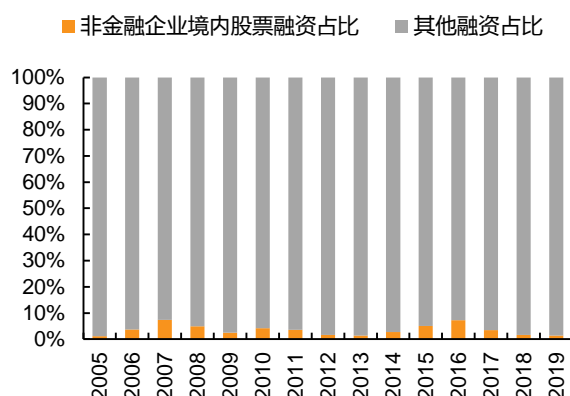
第一，两者目的不同，本轮资本市场改革主要服务于经济转型升级。2001-2005 年股权分置改革时期，中国宏观经济处在高速增长阶段，股权分置改革的目的是为了弥补制度缺陷，恢复资本市场的基本功能。而 2019 年启动的新一轮资本市场改革的目的在于扶持高新技术产业，旨在推动经济结构转型。因此前者的影响面波及整个市场，而后者对于科技产业的影响更为显著。

第二，两轮改革的侧重点有所不同，本轮资本市场改革以发展股权融资作为主要任务，从增加供给到存量优化全面推进。吴晓求在 2006 年指出，我国资本市场存在两大制度缺陷，一是股权分置问题，二是资本市场的资金循环体系类似于准银行体系，未能有效发挥资本市场的直接融资功能。如今第一个问题已经得到妥善解决，而第二个问题依旧存在，截止 2019 年末，我国直接融资占比仍不足 15%，非金融企业股权融资占比不足 2%，与发达市场存在较大差距。因此本轮资本市场改革以发展股权融资作为主要任务，具体措施包括科创板注册制试点和并购重组的全面松绑，注册制旨在提升新股发行效率，鼓励并购重组意在发挥资本市场优化存量的功能，这也是一直以来我国资本市场所缺失的。

第三，本轮资本市场改革的范围更广，更注重制度之间的协同作用。优化并购重组本是资本市场的大势所趋，但是由于 2015 年的“股灾”部分归因于并购重组概念的炒作，因此 2016-2018 年间，监管对并购重组进行了全面收紧，资本市场优化整合的功能也未能得到有效发挥。本轮资本市场改革再度放宽了并购重组的各项限制，但是为了防止 2015 年“股灾”的重演，放宽的同时也对其余项制度进行了调整和规范，旨在发挥制度间的协调作用，使并购重组焕发活力的同时又不至于陷入“投机圈钱”的尴尬境地，因此本轮资本市场涉及的制度范围更广，实施难度也更大。具体措施包括：第一，推行注册制。IPO 常态化有助于降低壳资源的价值，一定程度上避免了对“上市资格稀缺性”的炒作。第二，引导投资者树立价值投资理念。包括加大对外开放力度和鼓励中长线资金入市，截止 2019 年末，QFII+陆股通持股市值占全部 A 股市场市值比重为 2.3%，较 2005 年底上升 2.0 个百分点。第三，规范市场参与者的行为。包括加大退市力度、加强信息披露和提高违法违规成本。

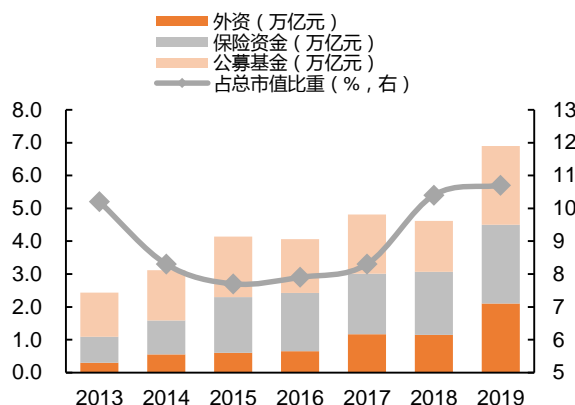
第四，本轮资本市场改革推进节奏更加平稳，注重与市场的协调沟通，强调政策的透明度，且在政策出台后能做出及时调整。第一，与国有股减持时期不同，本轮资本市场改革相关政策正式发布前通常会经过“征求意见稿”的过渡阶段，一方面给予市场充分的时间进行消化，另一方面监管部门也可以通过市场对意见稿作出的反应进行后续调整，政策的出台过程更为透明，且与市场有充分的沟通和交流，有助于维稳投资者预期，也有利于政策的落地实施。如重组新规、分拆上市细则、再融资新规均有征求意见稿的过渡阶段，且正式稿都在意见稿的基础上进行了部分内容的调整。第二，本轮改革对于正式稿进行及时的补充和修正，如再融资新规实施后便即对其中的“战略投资者”内容进行了补充规定，科创板注册制推开后，为确立板块的创新定位补充了《科创属性评价指引》。

图表19 我国股权融资占比不足 2%



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表20 中长线资金持股市值占比抬升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.3 中长期机遇：科技+头部企业

借鉴股权分置改革的经验，我们认为本轮资本市场改革的作用意在长期，一方面，注册制、并购重组和分拆上市等股权融资改革有助于改善科技创新型企业的融资环境；另一方面，注册制的实施将加大市场的优胜劣汰，头部企业相对收益。

因此，我们认为科技板块和头部企业将受益于本轮资本市场改革迎来中长期投资机遇。一方面，科技行业是改革的重要扶持对象，股权融资改革有助于中小市值高新技术企业进行增量融资和优化整合。新能源汽车产业链、5G 产业链、云计算产业链、生物医药行业、电子行业等反映经济转型的科技产业是未来的投资主线。另一方面，头部企业将受益于注册制带来的优胜劣汰机制，通过并购重组等机制更好的做大做强。

四、风险提示

- 1) 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。
- 2) 金融监管以及去杠杆政策加码超预期。在流动性收紧的环境下，倘若金融监管出台政策出台节奏超出市场预期，中小金融企业经营压力也会加剧，流动性会遭受较大负面影响。
- 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) 海外疫情扩散超预期。新冠疫情在全球范围内的扩散对宏观经济和市场风险偏好均造成较大冲击，A 股市场或受到海外市场的负面影响。

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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：

此报告旨为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 2020 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	上海	北京
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	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033