

建设活跃健康市场，等待后续立法进程

《关于进一步提高上市公司质量的意见》点评

核心内容：

● 建设更活跃健康的资本市场

总体来看，《意见》着力于解决投资者关心的问题，放松上市公司的上市和并购要求，增加市场活力，强调了加强后期监管，控制系统性风险的问题。

本次修订精神传承自2019年各项规章，资本市场仍然首要被看做是企业融资的市场，资本市场仍然主要为企业服务。《意见》发布后可以预见，我国资本市场上市数量和企业并购重组数量会继续上行，企业融资情况有所改善，尤其是主题类的国企并购可能会较为活跃。

《意见》虽然是现有规则的补充，但对于上市公司违法，《意见》决定加大执法力度，增加法治供给，这需要立法的支持。《意见》更好的发挥作用需要立法的重新修订以及各执法部门的充分配合。

● 注册制落地 IPO 继续上行

继续推进更多公司上市，尤其是符合国家发展纲要的创新创业、产业升级企业上市。主要目标仍然是加大企业的直接融资水平，加强资本市场对企业的金融支持。本次操作与2019年新证券法一脉相承，全面推行注册制也是基于增加资本市场规模，增加公司融资的目的建立。

● 并购重组发展更需要金融开放护航

并购重组在2016年受到政策和监管的影响开始下行，未来并购重组即使上行，也是更多关注实体经济，各种金融条件支持下的并购重组更多的是给与国有企业、或者特定行业便利，全面复苏的并购重组市场仍然需要等待。

● 活跃资本市场有助于国企改革，但不解决根本问题

我国国有企业是一种特殊的企业，一方面在各类企业中享有最高的政策红利，有些是垄断红利；另一方面，在享有政策红利的同时，尤其是金融红利，可以有限度的让利自身的红利。我国一些大型国有企业变化成了类金融机构，兼有实体经济和金融机构的特性。

由于国有企业特殊的市场经济地位，混合所有制改革可能会变为国企对民企的兼并，鉴于朱镕基改革后所面临的批评，民企对国企的兼并困难重重。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

10月5日，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》（《意见》），从上市公司治理、信息披露、公司上市规则、并购重组、上市公司融资、上市公司退出、上市公司监管、国有企业改革等多方面对上市公司提出更高的要求。

总体来看，《意见》着力于解决投资者关心的问题，放松上市公司的上市和并购要求，增加市场活力，强调了加强后期监管，控制系统性风险的问题。

本次修订精神传承自2019年各项规章，资本市场仍然首要被看做是企业融资的市场，资本市场仍然主要为企业服务。《意见》发布后可以预见，我国资本市场上市数量和企业并购重组数量会继续上行，企业融资情况有所改善，尤其是主题类的国企并购可能会较为活跃。

《意见》虽然是现有规则的补充，但对于上市公司违法，《意见》决定加大执法力度，增加法治供给，这需要立法的支持。《意见》更好的发挥作用需要立法的重新修订以及各执法部门的充分配合。

一、注册制落地，IPO 继续上行

继续推进更多公司上市，尤其是符合国家发展纲要的创新创业、产业升级企业上市。主要目标仍然是加大企业的直接融资水平，加强资本市场对企业的金融支持。本次操作与2019年新证券法一脉相承，全面推行注册制也是基于增加资本市场规模，增加公司融资的目的建立。

2019年的平均过会率同比大幅增加，预计2020年平均过会率将继续维持高位。在注册制将全面实施的背景下，企业IPO上市的难度将逐渐减小，IPO过会企业的数量有望进一步增加。随着注册制的推行，A股的整体估值水平会逐步向国际靠拢，估值水平预计会逐步下滑，市场中破发、退市会慢慢成为常态。

图 1: IPO 数量 (亿元)

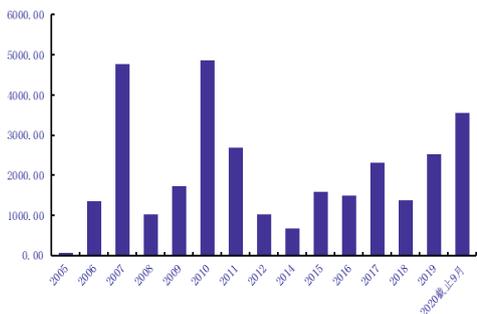
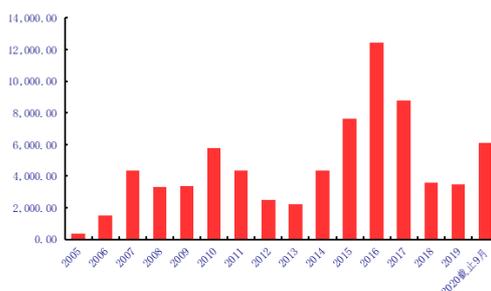


图 2: 资本市场融资量 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、并购重组发展需要金融开放护航

并购重组在2016年受到政策和监管的影响开始下行，未来并购重组即使上行，也是更多关注实体经济，各种金融条件支持下的并购重组更多的是给与国有企业、或者特定行业便利，全面复苏的并购重组市场仍然需要等待。

并购重组在 2015 年市场创新高的同时表现火热,而 2016 年连续遭遇并购重组新规和窗口指导,从定增实际控制人的控股数量,到增加新股锁定期,尤其是限制互联网金融、游戏、影视和虚拟现实四个行业定增。从 2019 年来看,并购重组仍然低迷,根据新财富报道,中国企业并购金额 2.42 万亿元,同比下降 28.6%,连续两年下滑。2020 年并购重组市场的重新开放可以给上市公司提供更多的改善资产质量的机会,对于符合经济发展、符合产业转型的升级的并购重组政策松绑,是提高上市公司质量的系统性工作。

2020 年并购重组大概率发生在创业板公司,尤其是产业协同整合,但要尤其注意识别其中的风险。另外,传统行业的并购重组也可能松绑,尤其是传统的实体经济在增加产业市占率等方面的尝试也是可以预见的。

金融机构在并购重组中具有举足轻重的地位,金融机构既是并购重组的链接单位又是并购双方的融资机构,提供全方位的服务。而在并购重组中需要金融机构创兴各种融资便利工具,这需要对金融机构产品发行监管放行。

表 1: 资产重组文件

	2016年	2019年
文件	《上市公司重大资产重组管理办法》	《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》
内容	上市公司自控制权发生并购之日起60个月内,向收购人及其关联人购买资产	改为36个月
	借壳指标增加,净资产、营业收入、净利润、主营业务根本变化等指标	取消净利润指标
	证监会加强并购重组限制	有限度放开创业板并购重组上市
	取消重组上市的配套融资	恢复借壳上市配套融资
	缩短了“冷淡期”,由3个月缩短至1个月	增加业绩补偿和承诺监管措施

资料来源:中国银河证券研究院整理

三、国企改革是永恒的难点

国企改革是我国经济体制改革的核心部分,国企的成功则意味着我国社会主义市场经济特殊经济体制的胜利。现阶段国企改革主题主要是混合所有制改革和代理人制度改革。由于国有企业特殊的市场经济地位,混合所有制改革可能会变为国企对民企的兼并,鉴于朱镕基改革后所面临的批评,民企对国企的兼并困难重重。

2019 年 11 月国资委发布《中央企业混合所有制改革操作指引》,从中央层面来说,国企混改已经上升到如何做的问题。国资委对国有企业改革要求“着力引进高匹配度、高认同感、高协同性战略投资者”。但是在国有资本已经强势的背景下,国有企业混改表现更多的是国有资本对民营资本的改制。2019 年有 48 家上市公司实际控制人由自然人或者民营企业变更为国资系(国资委、各级地方国资委及其他国有资本)。民营企业在经营困难的情况下,主要是流动资金缺乏、债务压力过大的时候,引进国有资本可能会使得企业渡过难关。

实质上我国国有企业是一种特殊的企业,一方面在各类企业中享有最高的政策红利,有些是垄断红利;另一方面,在享有政策红利的同时,尤其是金融红利,可以有限度的让利自身的红利。我国一些大型国有企业变化成了类金融机构,兼有实体经济和金融机构的特性。而在大

型国有企业已经变异的同时，国企改革单纯的强调企业经营困境，尤其是地方国有企业的经营困境，开启混合所有制改革，未来会变化为国有企业对民营企业的兼并，带来整个社会生产经营效率下滑。

国资委寄希望的国有企业变为大型控股集团，是经典的代理人制度。代理人制度至今仍然是公司治理的难题，给与企业管理层的激励不同会带来不同的变化，而国有企业管理层仍然是政府指派，会使得问题更加复杂化。

现代企业所有权和经营权关系结构大体分为三类：（1）所有权和经营权合一的所有经营体制；（2）所有权保持集中但经营权相分离的所有委托经营体制；（3）所有权分散并同经营权完全分离的专门经营体制。

亚洲国家中，韩国属于第一种方式，即集团核心股权掌握在单独的个人或者家族手中，其他企业围绕在集团核心企业的周围。而日本是另外的方式，日本集团公司以银行为核心，集团最高权力机构是“社长会”，集团没有统一的管理机构，企业之间属于松散状态，集团也不是独立法人。各企业之间以资本为纽带，各成员企业之间成为松散的联合体，银行和企业以及企业之间互相持股，互相提携业务。

我国国有体制相对与日本更为靠近，但企业组织之间的联合相对更弱。深圳 2020-2025 规划中对国有企业改革给与更高的容错性，未来我国国有控股集团的发展方向仍然需要探索。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**许冬石**，宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1961



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>