

首席经济学家：任泽平

研究员：曹志楠

✉ caozhinan@evergrande.com

研究员：黄斯佳

✉ huangsijia@evergrande.com

#### 相关研究：

1. 振兴资本市场：五大建议  
2019-01-29
2. A股如何从暴涨暴跌到慢牛长牛？——中美股市对比  
2019-03-08
3. 注册制：一场触及灵魂深处的改革——中美股市监管比较视角  
2019-03-21
4. 大国金融体系升级  
2019-06-04
5. 注册制审什么、如何审？——美国和中国香港资本市场成败启示录  
2019-06-27

#### 导读：

上市公司作为资本市场的主体，代表了一国最优秀的企业群体，是国民经济的晴雨表，更是广大投资者收益率的来源。但是，过去几十年中国主要股指涨幅有限，与高速增长的中国经济完全不匹配，相比房市、债市给投资者提供的回报十分逊色。近年我国资本市场上市公司乱象频出，爆雷、股权质押风险、债务违约、转移资产、大秀财技……当前我国上市公司质量如何？为何不能成为优质企业的首选上市之地？怎么办？

#### 摘要：

国务院转发证监会的《关于提高上市公司质量的意见》中，上市公司质量被界定为“竞争能力、盈利能力和规范运作水平”。我国资本市场经历近三十年发展，上市公司家数达到 3731 家，但尚未培养出市值 TOP10 的伟大公司、优质境内企业频频出走海外上市。我们从**经济质量、社会质量和合规质量**三大维度构建上市公司质量评价体系，全面扫描各板块、各类性质、各行业上市公司质量。

**上市公司质量总体判断：当前 A 股上市公司质量较 2000 年有明显提升，但企业盈利下行压力加大，结构性问题凸显。**经济质量稳中向好但韧性不足，2010 年后 ROE 一路下滑，盈利能力有待改善，上市公司去杠杆效果明显，2010 年后资产负债率稳定于 45% 左右；社会质量普遍提高，股东回报和企业社会责任逐步受到重视，但股息率普遍低于一年定存利率，仍有较大进步空间；企业内控逐步完善，股权制衡和独董制度逐步成熟，但信息披露质量有待提高。

**板块层面：三个板块各自市场定位分化，总体上服务实体经济的能力均逐步增强，但板块特征出现明显分化。**经济下行时期，主板上市公司加杠杆能力明显更强，创业板业绩波动幅度最大；主板分红回报高于其他板块，股息率超过一年期定存基准利率的公司中有超过 65% 是主板上市公司；外部合规方面，中小板信息披露质量下滑幅度最大，大案突发，极端风险有所暴露。

**企业性质层面：国企和民企上市公司质量分化，在经济下行阶段国企上市公司质量韧性更强。**国企盈利总额远超民企，在经济下行阶段保持较强韧性，回弹能力较强；盈利状况恶化时国企加杠杆能力反而增强，杠杆率保持稳定，偿债能力稳步向好，民企经济下行阶段偿债能力恶化，杠杆率下滑明显，侧面反映实体经济流动性分层的现象；民企对研发投入更为重视，股利支付率更高，但股息率较低，在股权激励和市值维护方面有更强的灵活性，但在企业社会责任、信息披露和合法合规经营方面还有待改善。

**行业层面：传统行业保持韧性，新兴发展行业利润承压；上游能源行业凸显优势，中游制造业和下游消费服务业业绩下滑，出现两极分化。**整体盈利能力下滑，上游能源行业受益于供给侧结构性改革红利业绩表现韧性较强，负债能力增强，中游材料和制造业、下游消费、信息技术行业成本抬升、巨额减值损失导致利润承压，资产增速下滑；社会质量方面，房地产和能源等传统成熟行业的上市公司分红更多，信息技术、医疗保健等新兴发展行业分红较少；合规质量方面，下游医疗保健、消费行业外部合规质量恶化，巨额罚单引发退市、信息披露质量下滑等问题出现。

**如何吸引优质公司上市，成为困扰 A 股的一大难题，一批优质的行业龙头企业赴境外上市，A 股投资者错失分享其成长红利的机会。**消费信贷、互联网软件服务、互联网零售行业龙头偏好赴美上市；房地产相关、餐饮行业龙头企业则偏好香港上市。与境外龙头横向比较，同业 A 股上市公司在营业收入增长、ROE 等盈利能力的表现上普遍较弱。

**造成 A 股上市公司整体质量有所下滑，结构质量分化的原因包括：**

**宏观层面，**2018 年后内需增长动力减弱，经济步入下行阶段，上市公司整体绩效下滑，中小企业景气度下滑更多；同时中美贸易摩擦使得制造业、消费等具有外贸属性的行业受损；加上实体经济流动性分层，国企民企、不同板块上市公司之间融资可得性分化。

**政策层面，**2019 年前的 A 股市场上市标准一元化，对企业盈利和经营规模的要求高，近五成的行业龙头不满足 A 股上市发行的财务条件，且不允许存在特殊股权架构的企业上市，因而大量行业龙头赴境外上市，造成优质利源流失；此外，重行业、轻个体，重机构监管、轻功能监管，市场发挥力量的空间不足，导致非市场行为影响企业发展预期；退市制度本身存在企业可操作的漏洞，未能及时出清落后产能。

**市场层面，**当前 A 股市场狭义、广义口径的僵尸企业分别多达 233 家和 400 家，缺乏投资价值，造成股市“鱼龙混杂”的乱象；另外，企业本身重融资轻回报，高溢价的并购重组导致商誉爆雷，侵蚀企业盈利；最后 A 股投资者结构以散户为主，非理性投资行为成为上市公司业绩包装的动力，公司对市值管理的需求强烈。

**国际经验表明上市公司质量提高需要监管思路转变、立法规则明晰、执法严刑峻法、推崇价值投资。**20 世纪 60 年代末美国上市公司也热衷于“频繁并购、炒概念、再圈钱”的套路，21 世纪初，美国资本市场上集中爆发了安然、世通、环球电讯、施乐、壳牌等多宗造假和欺诈的大案，2002 年《塞班斯-奥克斯利》法案颁布，理顺了市场和监管的分权，大幅提高管理层个人及中介机构的责任，新增了一系列补偿投资者损失的手段，严厉惩戒了一批财务造假的企业及中介机构，给市场形成了有效的威慑，极大提振了市场信心。美国处罚打击面广、以财务惩戒为主，对公司高层个人严惩重罚；中国香港侧重对机构的罚款；涉案金额巨大的公司破产或被直接清盘。

**我们提出 12 种提升上市公司质量的手段：发行上市方面，**有步骤、有计划地推进注册制改革，以“沪伦通”为试点推进交叉挂牌的实施，在严

格监管的基础上推进上市公司所属子公司分拆上市，为市场引入“源头活水”；**违规处罚方面**，借鉴美国经验，大幅度提高公司高层和中介机构的违法惩处力度，专案专治起到示范效应；行业监管方面，尽快建立成熟的行业监管规则指引，提高信息披露的有效性，稳定市场预期；**并购方面**，放宽企业并购重组，加快落后产能出清，鼓励优质企业做大做强；**退市方面**，修订退市规则，重用市值退市，重大违法违规严格退市；**投资者方面**，鼓励长期资金入市，建立吹哨人奖励和保护制度，完善建设投资者赔付基金等。

**风险提示：**政策推动不及预期，资本市场投资有风险。

## 目录

1 框架.....	8
1.1 问题提出.....	8
1.2 基本概念及研究意义.....	8
1.3 研究方法及统计指标.....	8
2 2000-2019 上市公司质量全景扫描.....	10
2.1 总体层面：总体质量较 2000 年有明显提升，但企业盈利下行压力加大，结构性问题凸显.....	10
2.2 板块层面：板块各自市场定位分化，服务实体经济的能力均逐步增强，但板块特征出现明显差异	14
2.3 公司性质层面：国企和民企上市公司质量分化，经济下行阶段国企上市公司质量韧性更强.....	20
2.4 行业层面：传统行业保持韧性，新兴发展行业利润承压，上游能源行业凸显优势，中游制造业和下游消费服务业业绩下滑，出现两级分化.....	25
2.5 部分行业龙头到境外上市，发展状况优于可比境内上市企业.....	30
3 原因分析.....	32
3.1 宏观层面：外部贸易摩擦；内部经济下行、流动性分层、融资体系特性等.....	32
3.2 政策层面：发行上市制度、缺乏成型的行业监管框架、退市制度得不到落实等.....	34
3.3 市场层面：僵尸企业较多、上市公司重融资轻回报、投资者结构以散户为主等.....	37
4 国际经验：监管思路、立法明晰、严刑峻法、价值投资.....	38
5 提高上市公司质量 12 种措施孰优孰劣.....	42

## 图表目录

图表 1: 上市公司质量评价体系 .....	9
图表 2: 上市公司统计样本情况 .....	9
图表 3: 公司质量评价体系三级指标构建 .....	10
图表 4: A 股营业收入增长保持平稳 .....	11
图表 5: 2018 年 A 股平均净利润下滑 .....	11
图表 6: 2018 年 A 股盈利能力下滑 .....	11
图表 7: 2018 年 A 股经营效率有所下滑 .....	11
图表 8: A 股总资产稳步增长 .....	12
图表 9: A 股总负债稳步增长 .....	12
图表 10: A 股资本结构和偿债能力保持稳定 .....	12
图表 11: 上市公司更加重视积蓄创新实力 .....	12
图表 12: A 股分红意识加强, 分红率稳定 .....	13
图表 13: A 股股息率低, 投资价值不足 .....	13
图表 14: 2018-2019Q2 回购数量激增 .....	13
图表 15: 上市公司履行社会责任意识增强 .....	13
图表 16: 机构投资者持股比例稳定增加 .....	14
图表 17: 独立董事平均人数稳定于 3 人左右 .....	14
图表 18: 2018 年上市公司违规案件突增 .....	14
图表 19: 2018 年上市公司报表质量有所下滑 .....	14
图表 20: 主板收入增速回升, 其他板块继续下滑 .....	15
图表 21: 2019Q2 上市公司业绩有所回升 .....	15
图表 22: 2018 年各板块资产增速均下滑 .....	15
图表 23: 2018 年仅主板负债增速上升 .....	15
图表 24: 2018 年各板块总资产周转率保持平稳 .....	16
图表 25: 2018 年各板块企业杠杆率均有所提高 .....	16
图表 26: 2018 年各板块偿债能力均下滑 .....	16
图表 27: 各板块上市公司均加大了研发投入 .....	17
图表 28: 2018 年各板块股利支付率均提高 .....	17
图表 29: 2019Q2 各板块上市公司股权回购数量均成倍增加 .....	17
图表 30: 近期主板股息率最高 .....	18
图表 31: 各板块上市公司对社会责任更加重视 .....	18
图表 32: 各板块上市公司对社会责任更加重视 .....	18
图表 33: 主板机构股东持股比例最高 .....	19
图表 34: 各板块独立董事人数稳定在 3 人附近 .....	19
图表 35: 2018 各板块违规处罚次数均大幅增长 .....	19
图表 36: 2018 年中小板出现巨额罚单 .....	19
图表 37: 主板和中小板上市公司年报信息披露质量下滑 .....	20
图表 38: 营收增速自 2017 年高位回落 .....	21
图表 39: 2018 年盈利状况恶化, 民企下滑更快 .....	21
图表 40: 2019 上半年民企 ROE 继续下滑 .....	21
图表 41: 2017-2018 年国企资产周转率超过民企 .....	21
图表 42: 2019 上半年国企资产增速回升 .....	22
图表 43: 经济下行国企负债增速反而上升 .....	22

图表 44: 国企杠杆率稳定下降, 民企波动性较大.....	22
图表 45: 民企偿债能力有所下降 .....	22
图表 46: 上市民企研发投入增长更快 .....	23
图表 47: 国企股利支付率近年来较为平稳.....	24
图表 48: 2019 上半年民企股权回购数量突增.....	24
图表 49: 今年国企股息率高于民企 .....	24
图表 50: 上市国企对企业社会责任更加重视.....	24
图表 51: 2018 年上市国企股权集中度超过民企.....	25
图表 52: 国企平均独董数量更多 .....	25
图表 53: 2018 年民企违规处罚次数和金额创新高.....	25
图表 54: 上市民企年报信息披露质量下滑.....	25
图表 55: 上游能源业、下游消费业表现较好.....	26
图表 56: 制造业净利润下滑最快 .....	26
图表 57: 2018 年各行业 ROE 均下滑 .....	26
图表 58: 可选消费、信息技术业 ROA 下滑最快 .....	26
图表 59: 八成行业上市公司资产增长速度放缓.....	27
图表 60: 一半数量行业负债增速下滑较明显.....	27
图表 61: 各行业总资产周转率基本保持稳定.....	27
图表 62: 2018 年各行业资产负债率均微升.....	28
图表 63: 2018 年各行业流动比率均下滑.....	28
图表 64: 电信、信息技术业等更加重视研发投入.....	28
图表 65: 信息技术业研发人员占比最高.....	28
图表 66: 地产和能源行业的分红较高 .....	29
图表 67: 地产和能源行业的股息率较高.....	29
图表 68: 中下游制造、消费业回购数量最多.....	29
图表 69: 各行业提供社会责任报告的企业增加.....	29
图表 70: 公用事业类上市公司机构持股比例最高.....	30
图表 71: 公共事业类公司平均独董人数最多.....	30
图表 72: 各行业 2018 年处罚频次突增 .....	30
图表 73: 各行业上市公司报表质量均有所下滑.....	30
图表 74: 行业龙头 (top10) 境外上市数量 .....	31
图表 75: 行业龙头境外上市企业业绩 .....	32
图表 76: 上市公司业绩同宏观经济下行.....	33
图表 77: PMI 数据全面下滑反映企业经营压力大 .....	33
图表 78: 我国金融体系以银行信贷为主, 重负债轻股权.....	34
图表 79: 境外上市中概股近五成不满足 A 股上市财务条件.....	35
图表 80: 美股明显存在“热发行”现象.....	36
图表 81: A 股不存在典型的“热发行”现象.....	36
图表 82: 连续亏损退市是主要原因 .....	36
图表 83: 1990-2019 年 A 股仅退市 124 家 .....	36
图表 84: A 股僵尸企业统计 .....	37
图表 85: 2018 年 A 股商誉爆雷影响重大.....	37
图表 86: 我国 A 股市场投资者结构以散户为主.....	38
图表 87: 美国和中国香港严惩上市公司违法违规的典型案列.....	40
图表 88: 美国 401K 计划长期稳定投资于股市.....	41

---

图表 89: 提高上市公司质量的措施总结.....	42
图表 90: 国际上主要交易所国外上市公司情况.....	错误!未定义书签。
图表 91: 美国证监会将违法者罚没金额返还补偿投资者.....	47

# 1 框架

## 1.1 问题提出

我国资本市场经历近三十年发展，上市公司家数达到 3731 家，但尚未培养出市值 TOP10 的伟大公司、优质境内企业频频出走海外上市。一方面，在严格的股票发行核准制下，近年来代表中国新经济的整整一代互联网公司大多未能在中国 A 股上市，例如阿里巴巴、百度、京东在美股上市，腾讯在港股上市，这对于中国的股票投资者而言不能不说是一种遗憾。另一方面，康得新、康美药业等财务造假大案屡禁不止，獐子岛、乐视网、东旭频频爆雷却未退市刺痛投资者的神经，优质公司“出走”，劣质公司出清艰难。没有好的上市公司，就不可能有好的资本市场，推动上市公司提高质量已成为当前资本市场全面深化改革的重要任务。

## 1.2 基本概念及研究意义

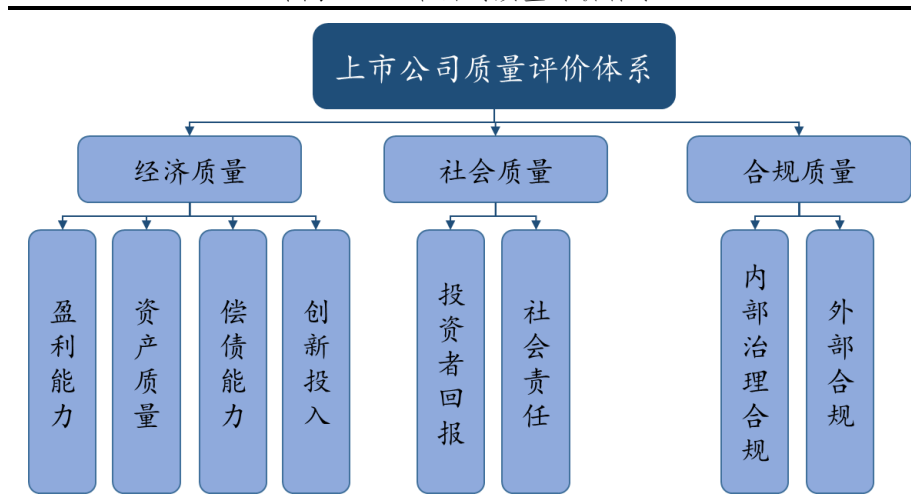
上市公司质量体现为上市公司通过治理活动和资源配置经营公司达成的综合性结果。狭义上，公司作为盈利性组织以追求股东利益最大化为目标，表现公司的盈利能力和竞争能力；广义上，公司追求利益相关者价值最大化，体现价值创造、管理和分配，兼顾过程和结果、内部与外部协调有机发展。

提高上市公司质量是资本市场生态良性发展的关键。730 政治局会议上提到：“要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，引导更多中长期资金进入。”一是，上市公司是国民经济的代表，是中国经济的支柱力量，上市公司质量是宏观经济政策的“评价表”，是经济景气度的“指示器”；二是，提高上市公司质量是提高资本市场投资价值的源泉，有助于增强资本市场吸引力，形成良性循环；三是提高上市公司质量是完善证券市场监管的必然要求，培养企业敬畏法制、遵守规则，强化诚信契约精神，优化国内营商环境。

## 1.3 研究方法及统计指标

中国社会科学院金融研究所自 2014 年起定期发布《中国上市公司质量评价报告》，以股东利益最大化为落脚点，从价值创造、价值管理、价值分配能力三方面进行量化评级。我们采用广义的分析框架，从利益相关者的价值分析角度入手，分经济质量、社会质量和合规质量三方面设定多层次的上市公司评价体系。三级指标设置 27 项考察项目，尽量将定性指标定量化。**经济质量**：评价上市公司的价值创造能力，以经营财务结果为导向，从盈利能力、资产质量、偿债能力和创新投入四个方面入手，旨在评估上市公司管理层组织利用企业资源获取竞争优势的能力，兼顾经营成果取得和企业健康发展等内容；**社会质量**：评价上市公司价值分配能力，从广义的角度将公司利益相关者分为合同利益相关者（包括股东、债权人、员工等）以及非合同利益相关者（包括公众、社区、政府等），前者以投资者回报，后者以社会责任评价为代表性指标；**合规质量**：评价上市公司对内治理环境是否有益于解决公司内部“隧道挖掘”、“代理问题”等，对外是否遵守法律法规等。三类指标兼顾财务和非财务性质、内部及外部、过程性及结果性评价，能够较为综合性地展示出当前中国 A 股上市公司发展情况，为投资者和市场监管机构提供决策参考。

图表1：上市公司质量评价体系



资料来源：恒大研究院

**样本选择：**为保证评估样本的稳定性和可比性，更能体现当前实体经济的发展态势，我们剔除金融业上市公司和上市时间不足三年的上市公司后，获得总样本共 2937 家上市公司数据，其中主板上市公司 1560 家，中小板上市公司 811 家，创业板上市公司 566 家；地方和中央国有企业及集体企业共 1001 家，民营企业 1660 家，其他（包括公众企业、外资企业、其他等）276 家。行业研究章节采用 Wind 一级分类指标分出 10 大行业，由于能源行业和电信服务行业公司样本较少，异常数据对整体有极大影响，故剔除三大国企巨头中石油、中石化和中国联通得到总样本 2934 家上市公司。时间序列选择 2000-2019 年上半年的公开数据。

图表2：上市公司统计样本情况

总样本数量：2937（行业研究样本总数 2934）					
	主板		中小板		创业板
上市公司数量	1560		811		566
	国企和集体企业		民营企业		其他
上市公司数量	1001		1660		276
	电信服务	材料	能源	日常消费	医疗保健
上市公司数量	2	472	71	175	246
	公用事业	房地产	工业	信息技术	可选消费
上市公司数量	95	128	792	475	478

资料来源：恒大研究院

图表3：公司质量评价体系三级指标构建

质量类别	指标大类	三级指标	指标说明
经济质量	盈利能力	营业收入及同比增速	$(\text{本期营业收入}-\text{上年同期调整数})/\text{上年同期调整数}*100\%$
		净利润及同比增速	$(\text{本期净利润}-\text{上年同期调整数})/\text{上年同期调整数}*100\%$
		净资产收益率 ROE	$\text{ROE}=\text{净利润}/\text{平均净资产}$
		总资产报酬率 ROA	$\text{息税前利润}*2/(\text{期初总资产}+\text{期末总资产})*100\%$
	资产质量	总资产及同比增速	$(\text{本期总资产}-\text{上年同期调整数})/\text{上年同期调整数}*100\%$
		总负债及同比增速	$(\text{本期总负债}-\text{上年同期调整数})/\text{上年同期调整数}*100\%$
		总资产周转率	$\text{营业总收入}/[(\text{期初资产总计}+\text{期末资产总计})/2]$
	偿债能力	资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总额}$
		流动比率	$\text{流动资产}/\text{流动负债}$
	创新能力	研发投入总额	包括本期所有费用化和资本化的研发支出
研发人员占比		$\text{研发人员数量}/\text{公司员工数量}$	
社会质量	投资者回报	上市以来分红率	自上市日至指定报告期区间，累计现金分红/累计净利润
		年度累计分红总额	$\text{年度累计分红总额}=\sum \text{每股分红(税前)}*\text{基准股本}$
		股利支付率	$\text{分红总额}/\text{净利润}$
		股权回购数量	-
		回购数量占总股本比例	$\text{回购数量}/\text{发行总股本}$
	股息率	$\text{股息率}=\sum \text{每股股利(税前)}/\text{每股市价}*100\%$ （市价以当年末收盘价为基准）	
	社会责任	提供独立社会责任报告的公司数量占比	$\text{提供独立社会责任报告的公司数量}/\text{当年上市公司数量}$
ESG 评级		采纳商道融绿上市公司 ESG 评级体系，评估对象为 2015 年-2019 年沪深 300 及 2018-2019 年中证 500 各期上市公司。评估结果定量化：A+、A 级：4 分；A-、B+ 级：3 分；B、B-、C+、级：2 分；C、C- 级：1 分；D 级：0 分	
合规质量	内部治理合规	第一大股东持股比例	股权集中度评价
		前十大股东持股比例合计	
		机构投资者持股比例	-
		独立董事人数	-
	外部合规	标准无保留审计意见占比	$\text{标准无保留审计意见}/\text{当年上市公司数量}$
		标准无保留内控审计意见占比	内控审计意见是外部专业审计机构对上市公司的内部控制环境、风险评估、控制活动、内部控制信息和沟通、内部监督等五个方面进行全面审计后出具的审计意见。
		违规处罚次数及金额	-

资料来源：恒大研究院

## 2 2000-2019 上市公司质量全景扫描

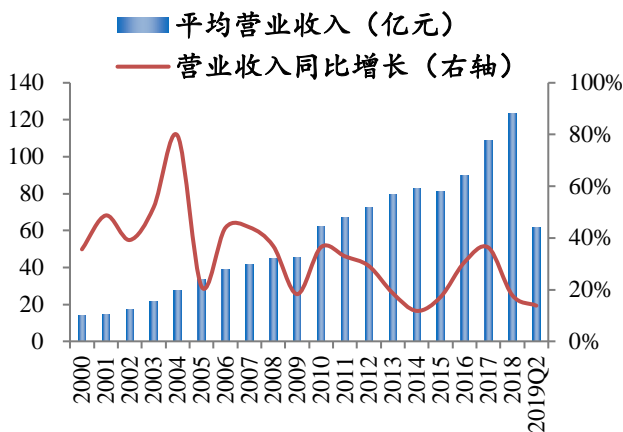
### 2.1 总体层面：总体质量较 2000 年有明显提升，但企业盈利下行压力加大，结构性问题凸显

### 1) 经济质量

**盈利能力：2018年A股总体营业收入增速放缓，企业盈利能力明显下滑。**2018年A股统计样本的上市公司共实现营业收入36.23万亿元，同比增长17.75%，较去年同比下降18.47个百分点，2019上半年实现营业收入18.14万亿元，同比增长9.40%。2018年全年实现净利润1.78万亿元，较上年同比减少2.48个百分点，2019年上半年实现净利润1.06万亿元，同比减少0.43个百分点。2018年上市公司平均ROE为1.17%，2019上半年平均ROE下滑至-1.05%；同时ROA也从2017年的5.68%持续下滑至2019年上半年的2.60%。

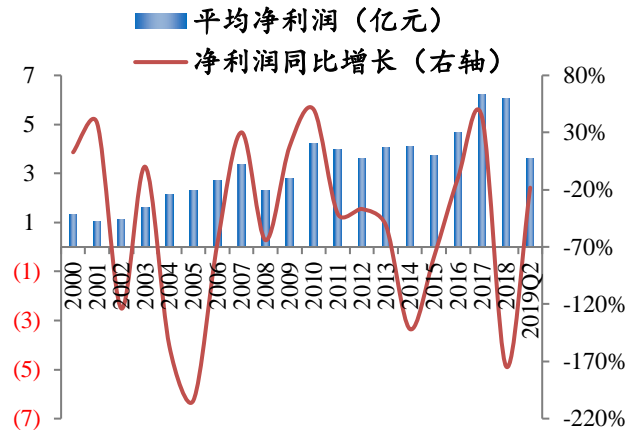
**资产质量：总资产和总负债稳步增长，但增速均放缓，经营效率有所下滑。**截至2019上半年A股样本上市公司总资产达到61.31万亿元，同比增长9.07%，较上年增长率下滑9.70个百分点；总负债37.96万亿元，同比增长6.67%较上年增速下滑6.34个百分点。总资产周转率自2008年后一路下滑，2018年平均总资产周转率为0.64与2002年的水平近似。

图表4：A股营业收入增长保持平稳



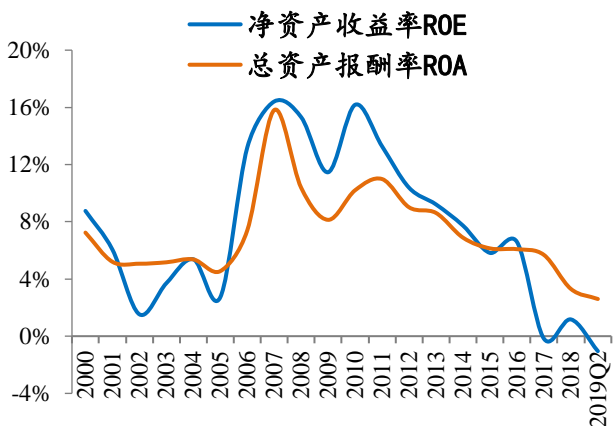
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：2018年A股平均净利润下滑



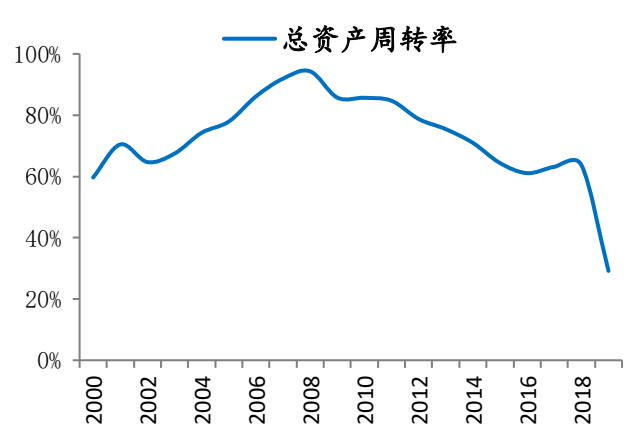
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：2018年A股盈利能力下滑



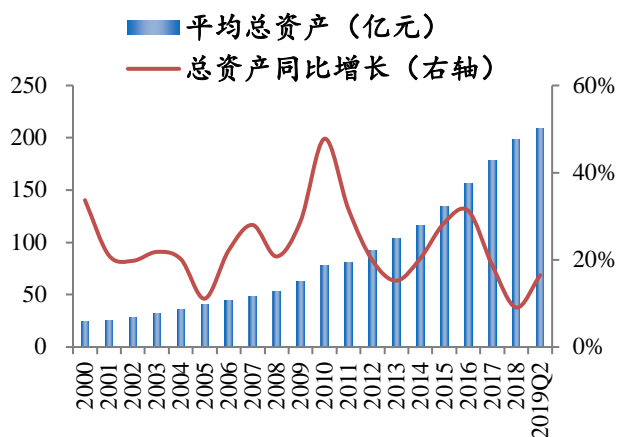
资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：2018年A股经营效率有所下滑



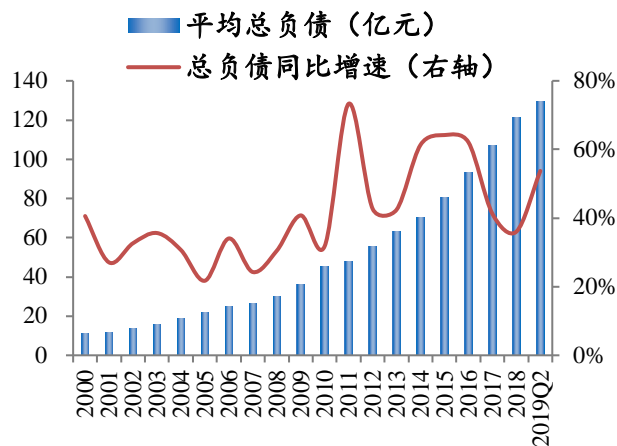
资料来源：Wind，恒大研究院

图表8: A股总资产稳步增长



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9: A股总负债稳步增长

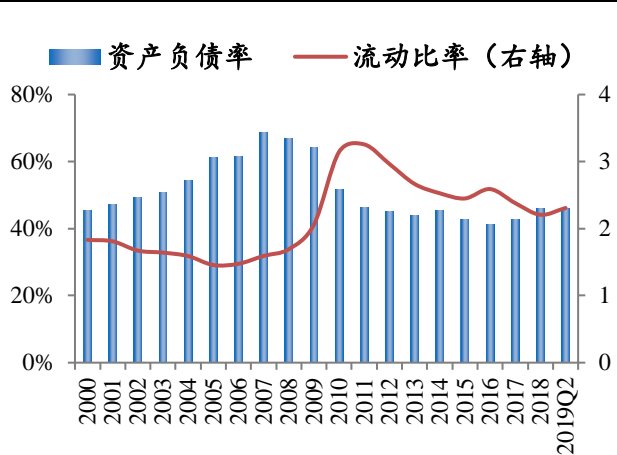


资料来源: Wind, 恒大研究院

**偿债能力: 资本结构和偿债能力保持稳定。**2018年和2019年上半年A股样本上市公司平均资产负债率分别为45.92%、45.90%,平均流动比率分别为2.21和2.31。自2010年后上市公司开启去杠杆,平均资产负债率由2008年高位值66.95%逐步下滑稳定到45%左右,流动比率由2011年的3.26逐步下滑稳定至2.5左右。

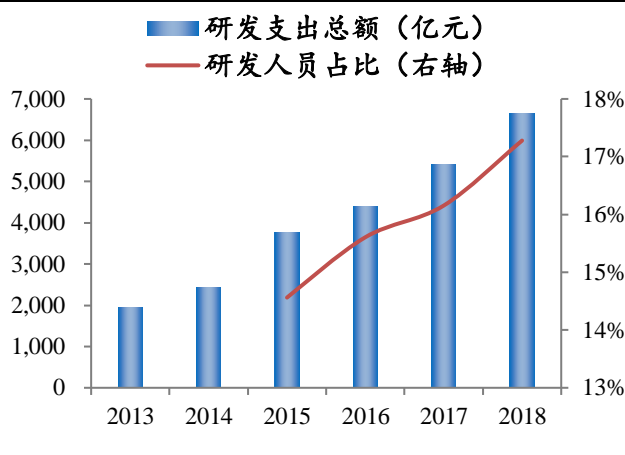
**创新能力: A股整体上市公司更加重视研发投入,进一步积蓄创新实力。**2018年A股样本上市公司研发支出总额6637.72亿元,同比大增22.74%,2018年平均研发人员占比17.28%,较上年上升1.13个百分点。

图表10: A股资本结构和偿债能力保持稳定



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表11: 上市公司更加重视积蓄创新实力



资料来源: Wind, 恒大研究院

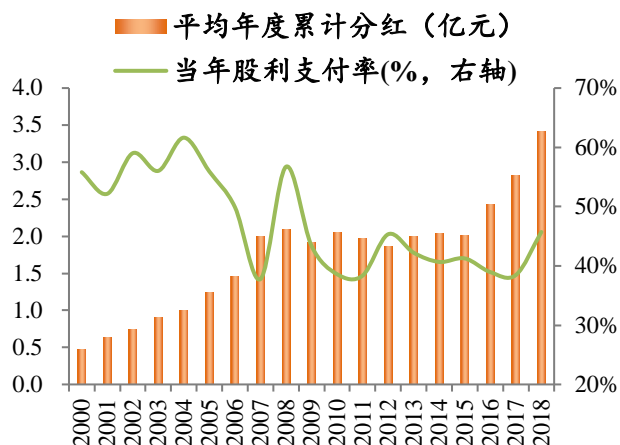
## 2) 社会质量

**投资者回报: 上市公司通过现金分红增加股东回报的意识有所加强,但股息率不高,投资价值提升空间较大; 回购数量激增。**2018年A股上市公司平均分红3.42亿元,较上年同比大增21.30%,股利支付率为45.72%,较上年增长7.27个百分点,但以年末收盘价为基准的股息率高于一年定存基准利率(1.5%)的849家,占比28.90%,投资价值提升空间较大。2018年10月《公司法》修订,放宽上市公司回购限制,激发回购热情。2018年回购股份达到42.24亿股,是2017年回购数量的2.87

倍；2019年上半年回购总股本数激增至151.05亿股，是2018年全年的3.57倍。

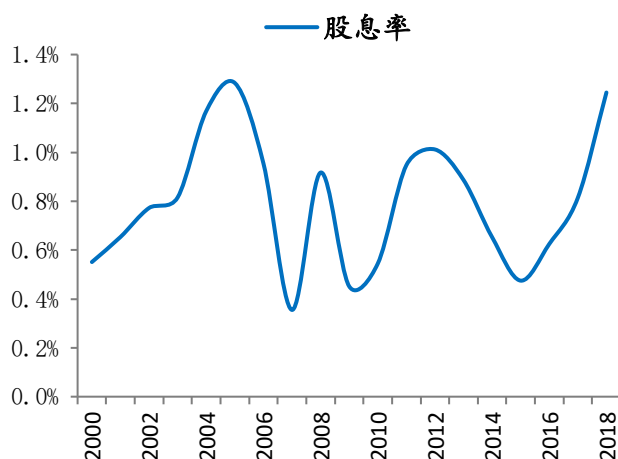
**社会责任：上市公司履行社会责任的意识增强。**2018年共427家上市公司主动披露了独立的社会责任报告，数量是上一年的2.19倍；2018年根据商道绿融ESG评级量化的ESG平均得分为2.04，最新2019年最新评分2.08，较2015年首期评分2.00有所提升。

图表12：A股分红意识加强，分红率稳定



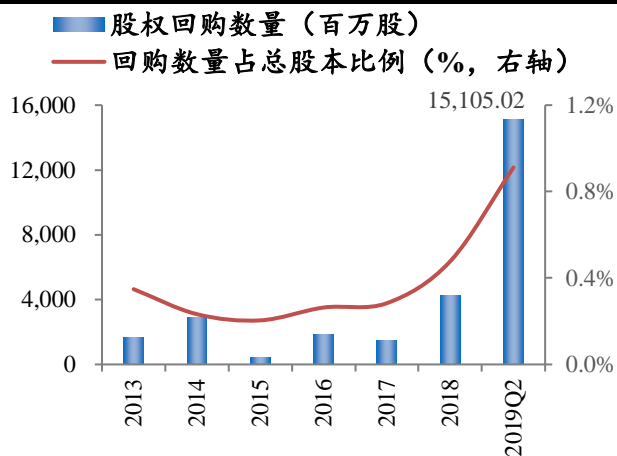
资料来源：Wind，恒大研究院

图表13：A股股息率低，投资价值不足



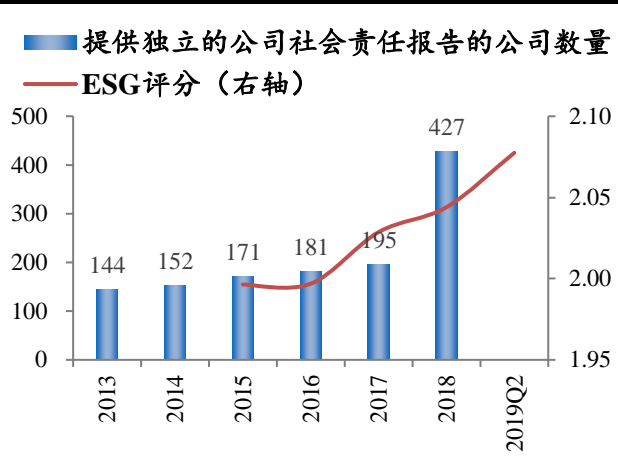
资料来源：Wind，恒大研究院

图表14：2018-2019Q2 回购数量激增



资料来源：Wind，恒大研究院

图表15：上市公司履行社会责任的意识增强



资料来源：Wind，恒大研究院

### 3) 合规质量

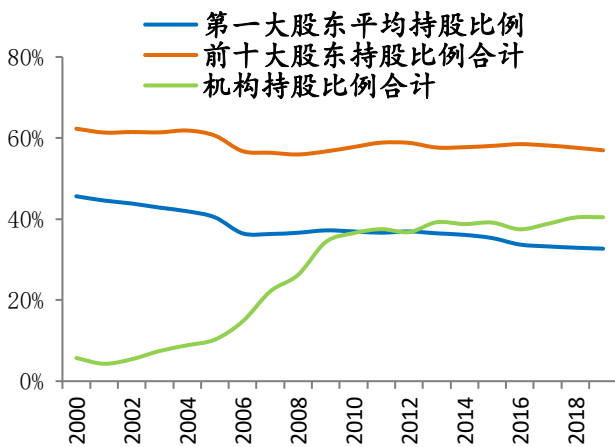
**内部治理合规：机构投资者和大股东的持股比例增加，增加控制权制衡，内部治理机制的公平性有所提升。**从时间趋势上来看，第一大股东持股比例由2000年的45.63%下降至2018年的32.69%，第一大股东持股比例对公司内控质量的影响不确定，一方面，第一大股东持股比例越高，股东的利益与公司发展关系越密切，越有利于股东发挥其积极性；另一方面第一大股东持股比例过高，容易造成第一大股东操纵公司的行为。第二到第十大股东的平均持股比例由16.66%上升至24.68%；同时，机构持股比例由5.73%上升至40.46%。机构投资者投资比例越高体现长期资金占



比越高，同时机构投资者有积极性对公司经营管理进行监督，对大股东和管理层形成制约。另外，平均独立董事的数量从 0.12 人增长到 3.15 人，同样能够体现上市公司内控机制的逐步完善。

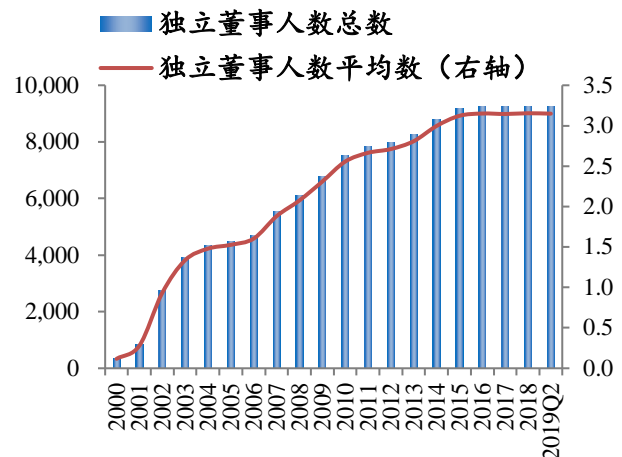
**外部合规：执法趋严，上市公司违规案件突增；盈利状况不佳，报表质量有所下滑。**2016 年以来严监管，监管机构严格执法，行业督查，交易所监管多管齐下，上市公司违规处罚案件突增。上市公司违规处罚次数高达 1027 次，罚没金额超过 74.28 亿元。企业盈利状况不佳，财务报表质量下降，2018 年被出具标准无保留审计意见的上市公司占比 92.85%，较上年下降 3.34 个百分点；2018 年被出具标准无保留的内控审计意见的公司占比 72.01%，较上年下滑 4.56 个百分点。

图表16：机构投资者持股比例稳定增加



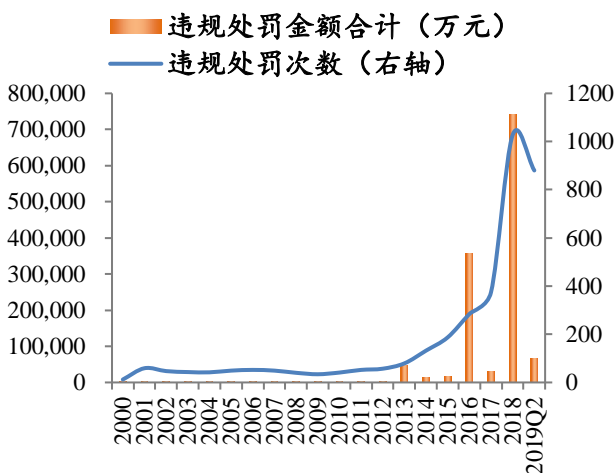
资料来源：Wind，恒大研究院

图表17：独立董事平均人数稳定于 3 人左右



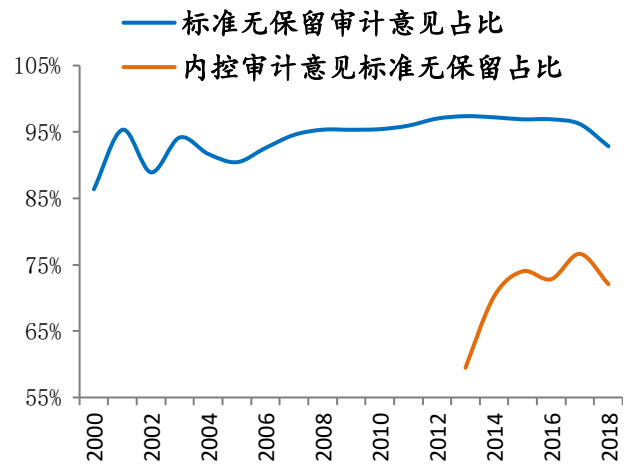
资料来源：Wind，恒大研究院

图表18：2018 年上市公司违规案件突增



资料来源：Wind，恒大研究院

图表19：2018 年上市公司报表质量有所下滑



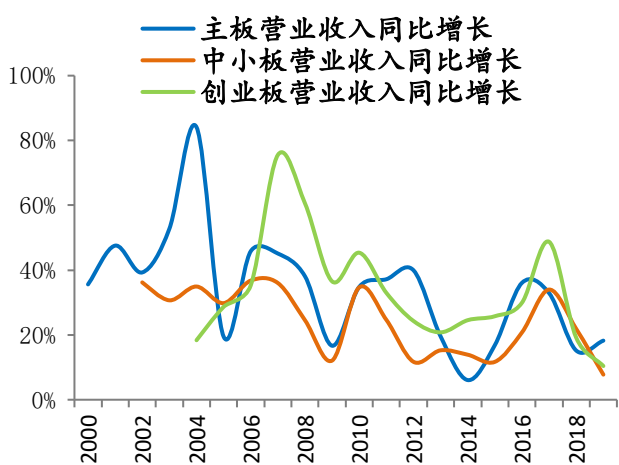
资料来源：Wind，恒大研究院

## 2.2 板块层面：板块各自市场定位分化，服务实体经济的能力均逐步增强，但板块特征出现明显差异

### 1) 经济质量

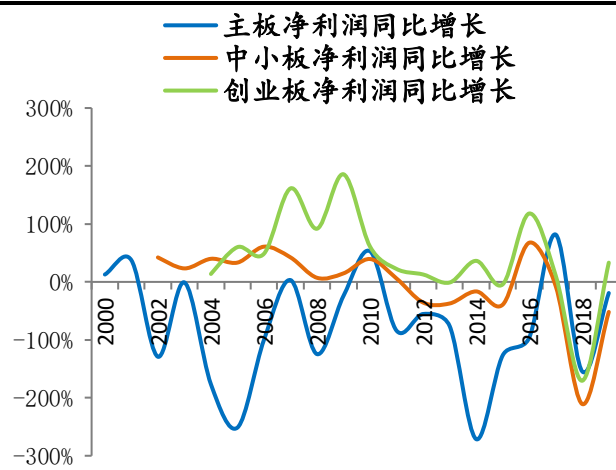
**盈利能力：**2018年各板块营收增速均出现较大幅度下滑，2019上半年小幅回升，板块业绩分化，中小板和创业板业绩波动更大。2018年主板、中小板、创业板的营业收入同比增长分别为15.16%、21.85%、19.13%，较上年回落17.72%、12.14%、29.60%；净利润同比增长-154.55%、-210.79%、-170.51%，中小板和创业板业绩下滑幅度较大。2019年上半年，主板营业收入同比18.23%，较2018年有所好转，净利润同比-19.19%，降幅收窄；中小板营业收入同比7.74%，反而下滑更大，净利润同比-51.86%，跌幅超过主板；创业板营业收入同比10.39%，净利润大幅回升，同比增速由负转正为33.17%。

图表20：主板收入增速回升，其他板块继续下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

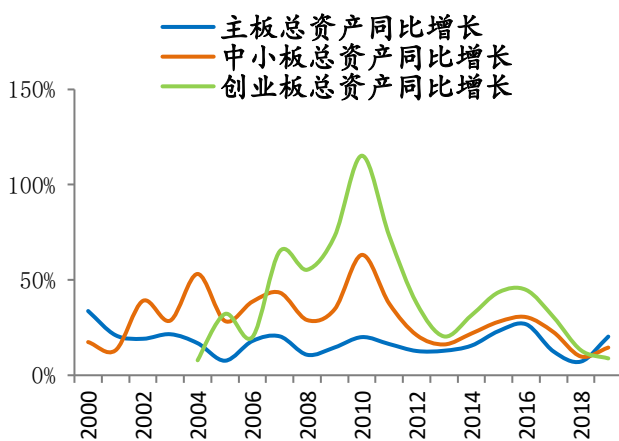
图表21：2019Q2上市公司业绩有所回升



资料来源：Wind，恒大研究院

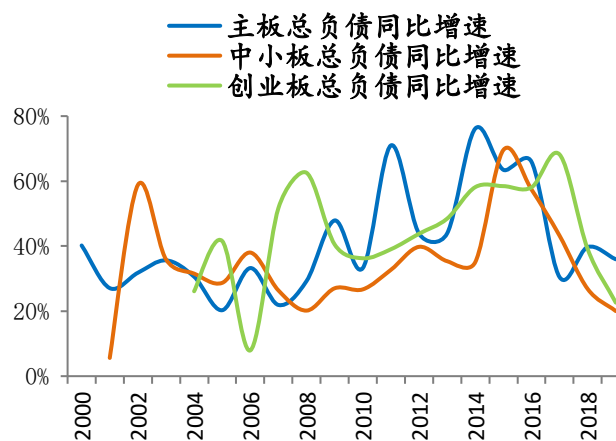
**资产质量：**各板块资产增速均下滑，主板上市公司负债能力强于中小板和创业板。2018年主板、中小板、创业板资产增速分别为7.18%、9.86%、13.13%，较上年放缓5.29、12.75、17.37个百分点，由于营业收入增长同样放缓，总资产周转率基本与上年持平，三个板块分别为0.66、0.67、0.52；2019上半年资产增速有所回升。负债方面，2018年仅主板上市公司负债总额增速上升为39.72%，上年增速为30.48%，中小板和创业板负债增速均出现较大下滑分别为26.82%和39.08%，较上年减少16.39、29.12个百分点。

图表22：2018年各板块资产增速均下滑



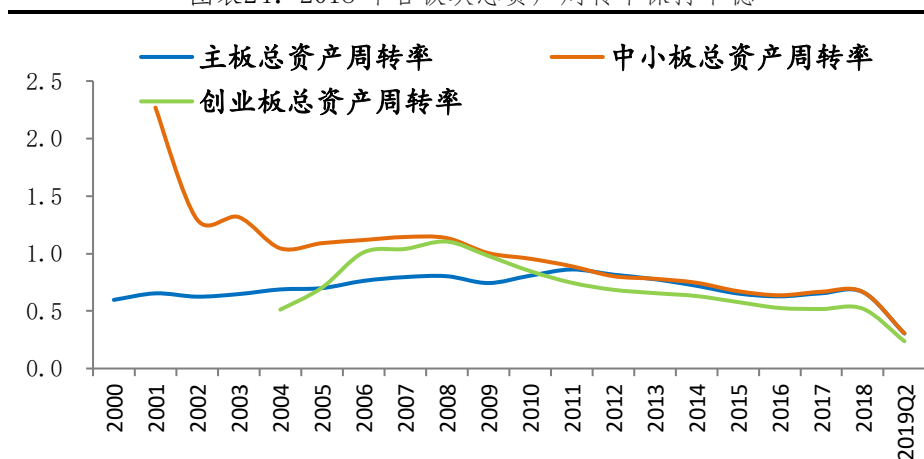
资料来源：Wind，恒大研究院

图表23：2018年仅主板负债增速上升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表24：2018年各板块总资产周转率保持平稳

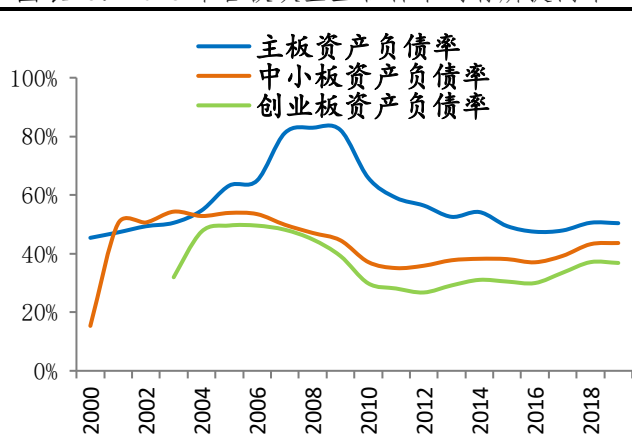


资料来源：Wind，恒大研究院

**偿债能力：**主板上市公司加杠杆能力最强，2018年各板块企业杠杆率均有所提高；主板流动比率最低，2018年各板块偿债能力均下滑。2018年主板、中小板和创业板的平均资产负债率分别为50.51%、43.20%、37.08%，上市公司杠杆较上年均有所提高，主板企业加杠杆的能力最强；2019上半年各板块资产负债率保持平稳，分别为50.36%、43.60%、36.80%。考察企业偿债能力，主板的流动比率最低，2018年为1.95，较上年下降0.12，2019上半年略有回升至2.05；2018年中小板和创业板的流动比率分别为2.26、2.83，较上年回落0.16和0.35，下滑幅度较主板更大。

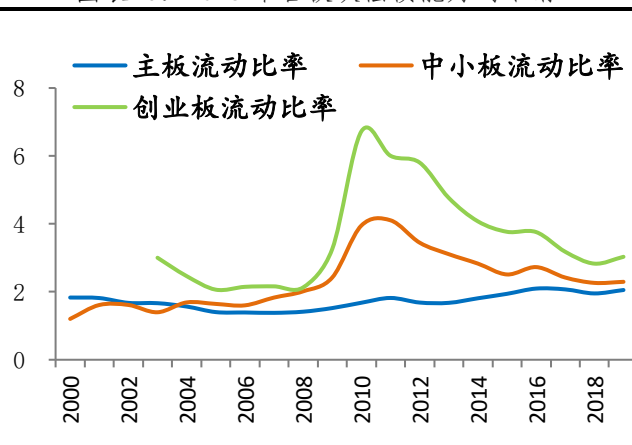
**创新能力：**中小板研发支出总额同比增长最快；主板的研发人员占比增长最快。2018年各板块研发支出总额分别为4708.28亿元、1381.25亿元、548.19亿元，同比增长22.05%、26.18%、20.38%；2018年各板块研发人员占比分别为12.39%、16.25%、28.81%，2019上半年主板和创业板研发人员占比呈现较大幅度增长，分别增长了7.28和6.45个百分点。

图表25：2018年各板块企业杠杆率均有所提高



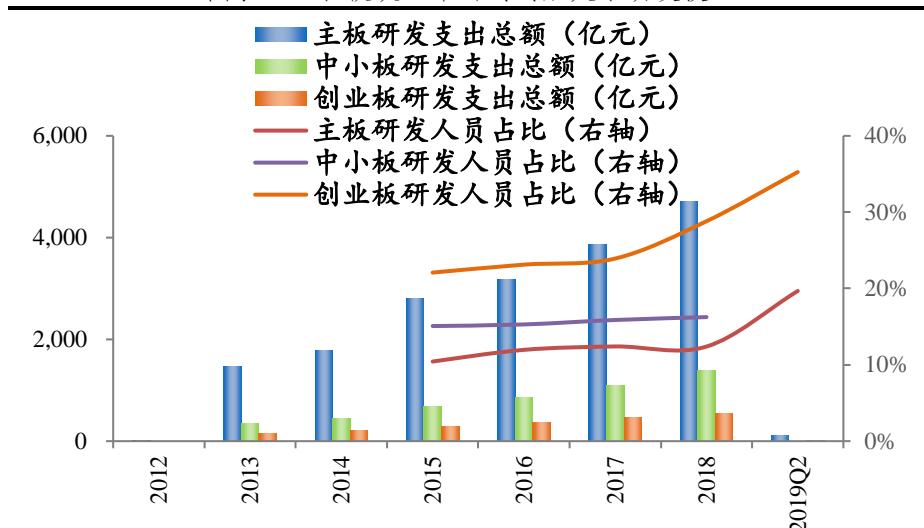
资料来源：Wind，恒大研究院

图表26：2018年各板块偿债能力均下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表27：各板块上市公司均加大了研发投入



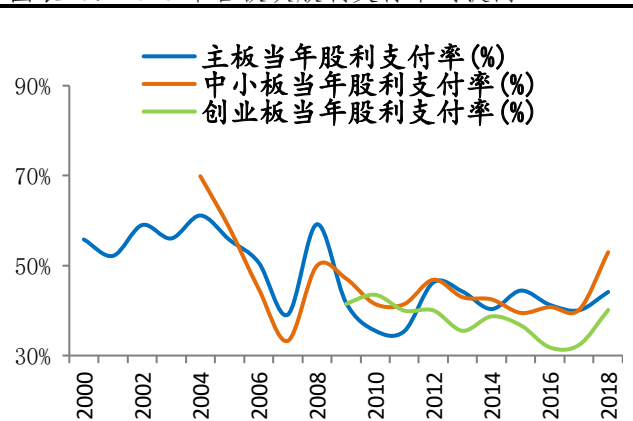
资料来源：Wind，恒大研究院

## 2) 社会质量

**投资者回报：**2018年中小板和创业板股利支付率有较大增幅，主板的股息率最高，2019上半年各板块上市公司股权回购数量均成倍增加，主板最高。2018年主板上市公司平均分红5.45亿元，同比增长17.16%，股利支付率44.14%，股息率1.45%，超过一年期定存基准利率的公司553家，占比65.14%；中小板上市公司平均分红1.64亿元，同比增长30.48%，股利支付率52.98%，股息率1.21%；创业板上市公司平均分红0.57亿元，同比增长11.66%，股利支付率40.13%，股息率0.73%。2019上半年上市公司股权回购数量突增，主板上市公司股权回购90.37亿股，占总股本的1.10%，是2018年全年回购数量的4.46倍，其中以市值管理为目的的回购占比11.59%；中小板上市公司股权回购39.00亿股，占总股本的1.02%，是2018年回购数量的2.53倍；创业板股权回购数量15.90亿股，占总股本的0.77%，是2018年回购数量的2.66倍。

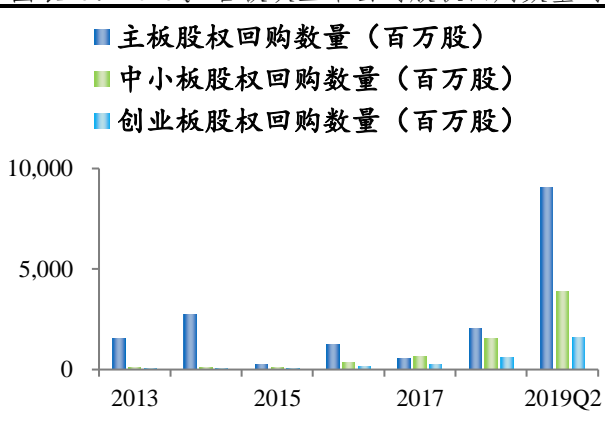
**社会责任：**各板块上市公司对社会责任更加重视，2018年主板提供独立公司社会责任报告的公司增长最多。2018年各板块提供独立的公司社会责任报告的上市公司分别有332、67、28家，其中主板数量较上年增加最多。2019最新ESG平均评分分别为2.11、2.02、2.00，较上期评分均有所提高。

图表28：2018年各板块股利支付率均提高



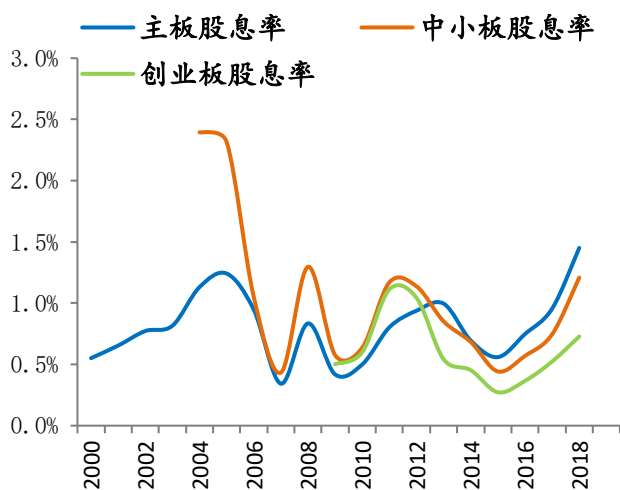
资料来源：Wind，恒大研究院

图表29：2019Q2各板块上市公司股权回购数量均



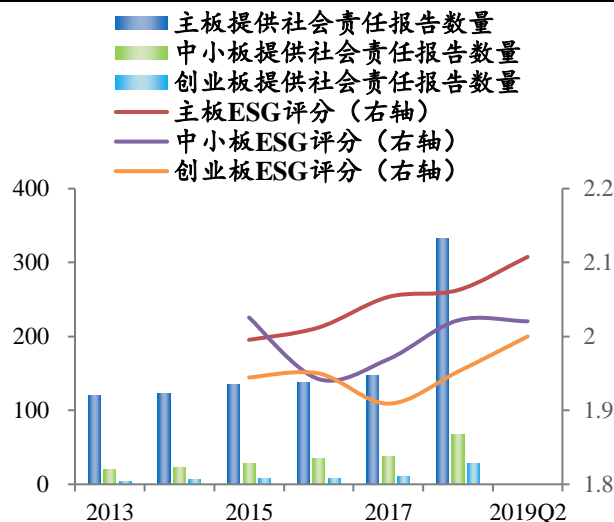
资料来源：Wind，恒大研究院

图表30：近期主板股息率最高



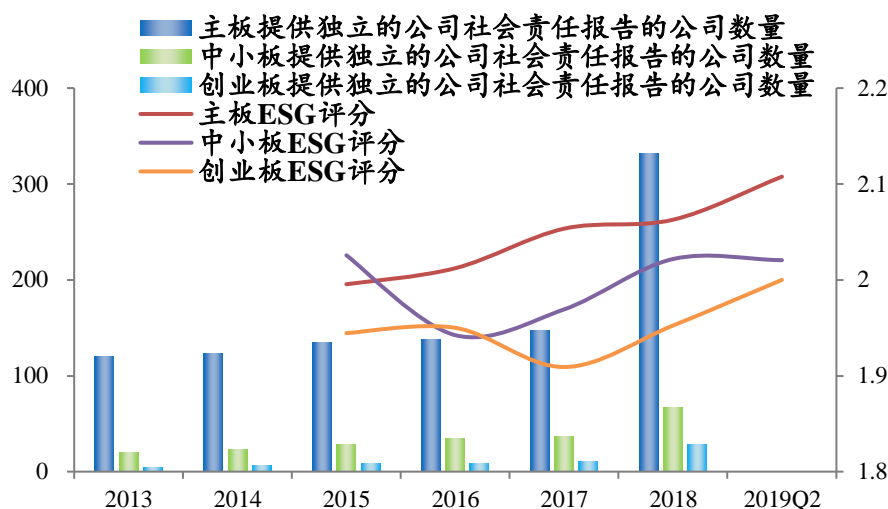
资料来源：Wind，恒大研究院

图表31：各板块上市公司对社会责任更加重视



资料来源：Wind，恒大研究院

图表32：各板块上市公司对社会责任更加重视



资料来源：Wind，恒大研究院

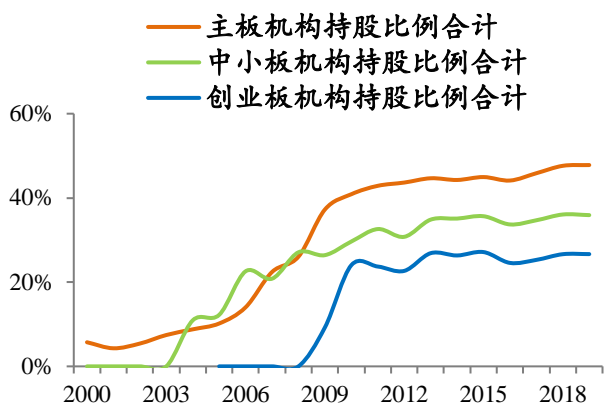
### 3) 合规质量

**内部治理合规：**各板块内部治理框架基本稳定，主板机构股东持股比例最高。2018年各板块上市公司第一大股东持股比例分别为35.56%、31.04%、27.67%，其中主板和中小板的大股东持股比例从2016年起基本趋于稳定，同时机构投资者持股比例也趋于稳定，主板的机构投资者持股比例最高为47.62%，中小板为36.06%，创业板为26.64%，各板块独立董事人数稳定在3人附近。

**外部合规：**2018-2019Q2各板块违规处罚次数创新高，2018年中小板出现巨额罚单，主板和中小板年报信息披露质量有所下滑。2018年各板块违规处罚次数分别为490次、373次、164次，较上年大幅增长。2019

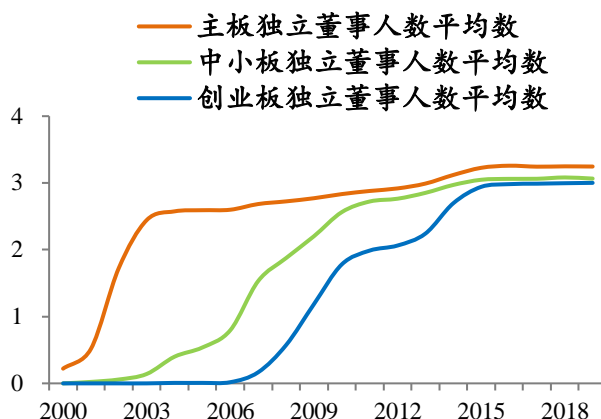
上半年高压监管态势延续，各板块违规处罚次数分别为 405 次、317 次、158 次。2018 年中小板上市公司处罚金额突增至 73.10 亿元，主要原因是出现了多个巨额罚单，例如长春长生假疫苗案罚没金额共计 72.24 亿元，海联金汇子公司因支付业务违反相关规定被罚 2424 万元，露天煤业由于未办理征占草原审批审核手续被罚 1899 万元等。同时，2018 年主板和中小板上市公司年报信息披露质量有所下滑，被出具标准无保留审计意见的占比分别为 92.69%和 91.12%，较上年减少 2.76、5.30 个百分点。

图表33：主板机构股东持股比例最高



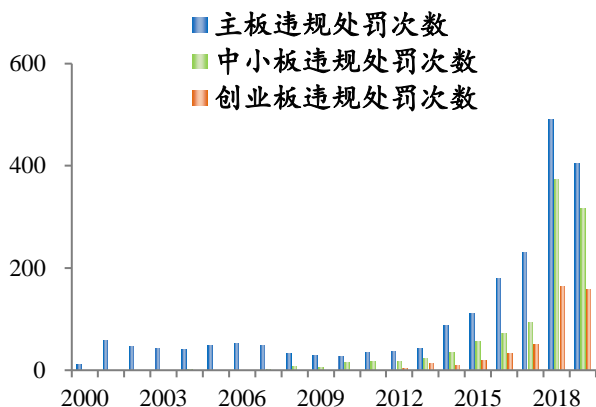
资料来源：Wind，恒大研究院

图表34：各板块独立董事人数稳定在 3 人附近



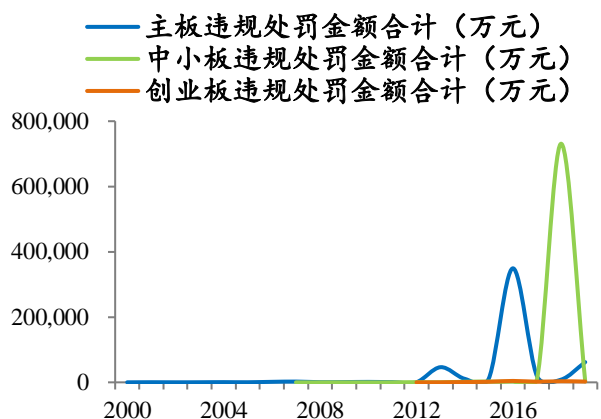
资料来源：Wind，恒大研究院

图表35：2018 各板块违规处罚次数均大幅增长



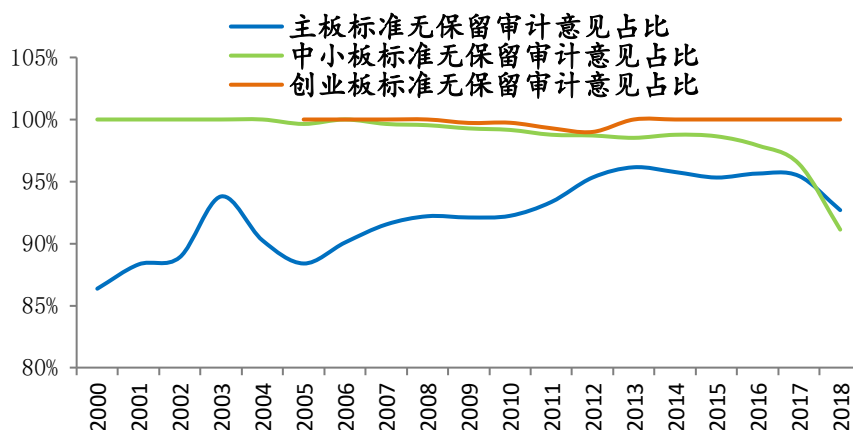
资料来源：Wind，恒大研究院

图表36：2018 年中小板出现巨额罚单



资料来源：Wind，恒大研究院

图表37：主板和中小板上市公司年报信息披露质量下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

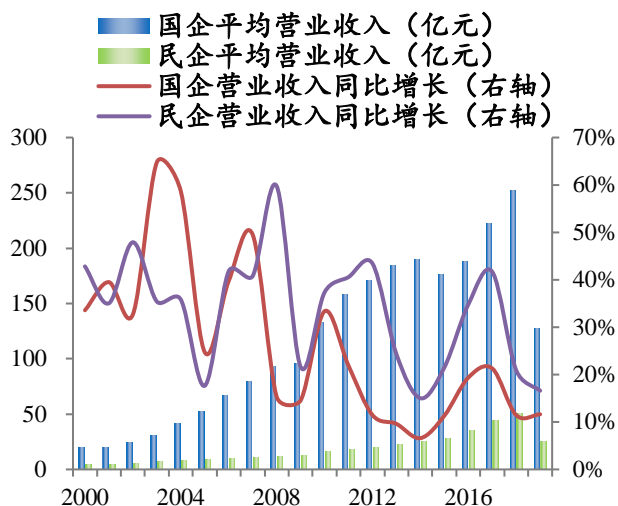
## 2.3 公司性质层面：国企和民企上市公司质量分化，经济下行阶段国企上市公司质量韧性更强

### 1) 经济质量

**盈利能力：营收增速和 ROE 自 2017 年高位回落，民企下滑更快；2019 上半年国企盈利有所改善，民企继续下滑。**2018 年国企上市公司共创造营业收入 25.27 万亿元，同比增长 11.45%，较上年下滑 9.85 个百分点，2019 上半年营业收入 12.76 万亿元，同比增长 11.63%；民企上市公司 2018 年创造营业收入 8.38 万亿元，同比增长 20.91%，较上年下滑 20.78 个百分点，2019 上半年营业收入 4.12 万亿元，同比增速继续回落。从 ROE 来看，上市国企的 ROE 从 2017 年的高位 7.24% 下落至 2018 年的 3.79%，ROA 从 5.28% 下落至 4.94%；上市民企 ROE 由 2017 年的 6.60% 下滑至 2018 年的 0.08%，2019 上半年由正转负为 -0.59%，ROA 由 2017 年的 6.10% 下滑至 2018 年 2.69%。

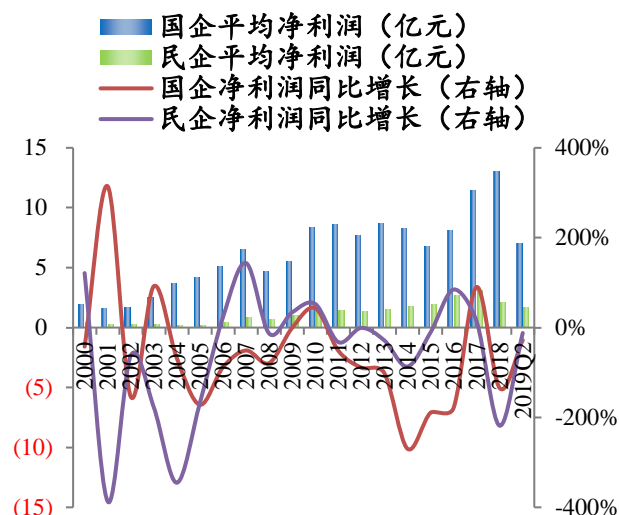
**资产质量：盈利情况恶化时上市民企的负债能力减弱，上市国企的负债增速反而上升，运营效率超过民企。**2018 年上市国企平均总资产为 376.79 亿元，同比增长 6.30%，继 2017 年连续出现增长率下滑，2019 上半年增长率回升至 26.87%，平均总负债为 230.45 亿元，同比增长 46.03%；2018 年上市民企平均总资产为 88.93 亿元，同比增长 11.28%，较上年下滑 13.52 个百分点，2019 上半年资产增速略有回升，2014 年后民企去杠杆效果显著，至 2018 年平均负债为 51.01 亿元，同比增速 31.97%，较上年下滑 21.23 个百分点，2019 上半年回升至 65.64%。

图表38：营收增速自 2017 年高位回落



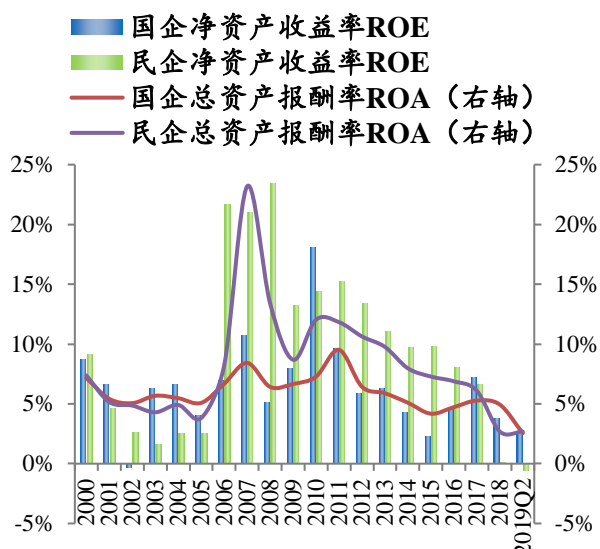
资料来源：Wind，恒大研究院

图表39：2018 年盈利状况恶化，民企下滑更快



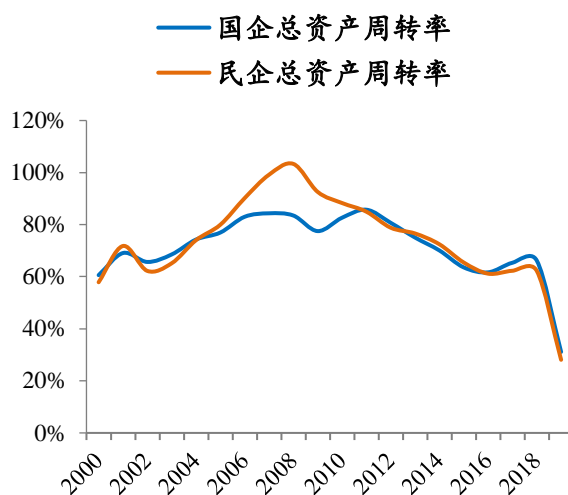
资料来源：Wind，恒大研究院

图表40：2019 上半年民企 ROE 继续下滑



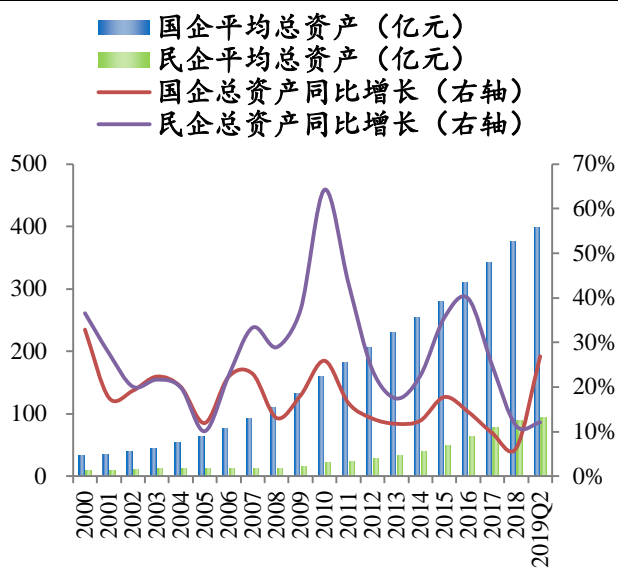
资料来源：Wind，恒大研究院

图表41：2017-2018 年国企资产周转率超过民企



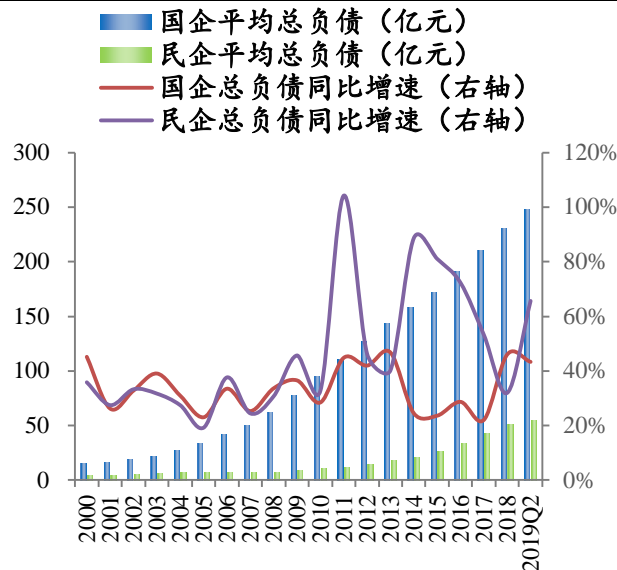
资料来源：Wind，恒大研究院

图表42：2019 上半年国企资产增速回升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表43：经济下行国企负债增速反而上升

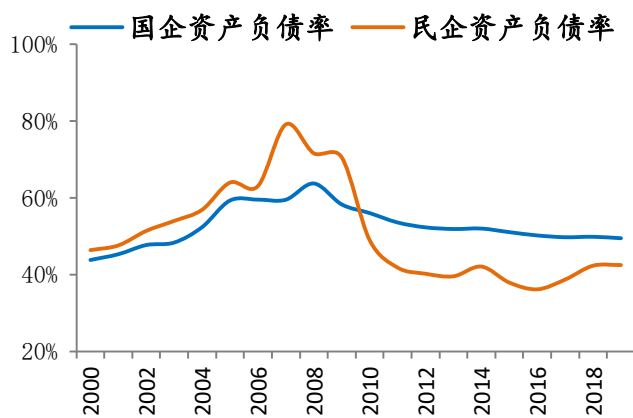


资料来源：Wind，恒大研究院

**偿债能力：**民企杠杆率波动较大，资产负债率持续走高的同时流动比率递减，偿债能力下降；国企资产负债率稳定下降，同时流动比率稳定微升，偿债能力有所改善。2018 年上市民企的资产负债率为 42.27%，较上年增长 3.62 个百分点，是 2010 年后的最高水平，2019 上半年资产负债率持续上升至 42.44%；但流动比率从 2010 年后一路下滑至 2018 年最低点的 2.42，2019 上半年略有回升至 2.54。上市国企的资产负债率保持较为稳定的递减趋势，2018 年为 49.80%，与上年基本持平，2019 上半年略降至 49.42%，同时流动比率保持稳定微升态势，2018 年为 1.83，较上年微降 0.05，2019 上半年恢复至 1.89。

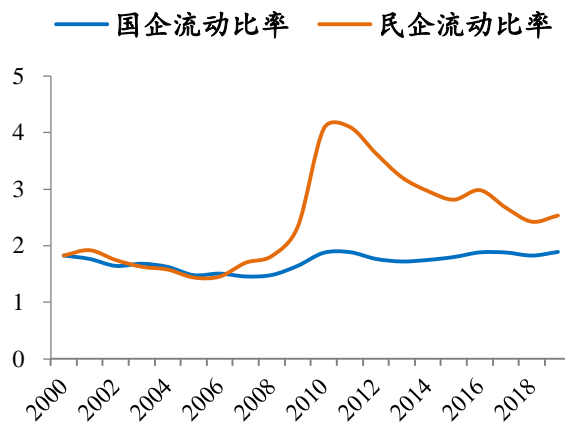
**创新能力：**上市民企研发投入增长更快，研发人员占比更高。2018 年上市国企研发投入总额 3663.70 亿元，同比增长 22.92%，占营业收入 1.45%，研发人员占比 12.74%，与上年基本持平；上市民企研发投入 2437.67 亿元，同比增长 26.00%，占营业收入 2.91%，研发人员占比 19.49%。

图表44：国企杠杆率稳定下降，民企波动性较大



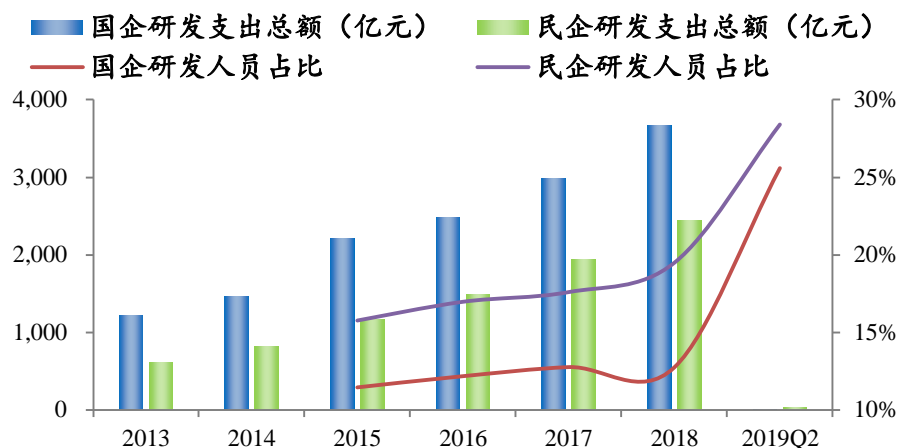
资料来源：Wind，恒大研究院

图表45：民企偿债能力有所下降



资料来源：Wind，恒大研究院

图表46：上市民企研发投入增长更快



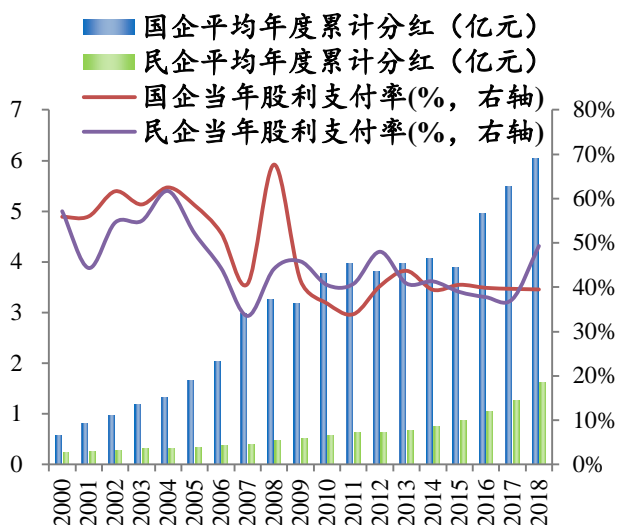
资料来源：Wind，恒大研究院

## 2) 社会质量

**投资者回报：**上市国企股利支付率低于民企，股息率高于民企；2019上半年民企股权回购数量突增，以市值管理为主要目的。2018年上市国企平均分红6.04亿元，同比增长10.12%，当年股利支付率为39.50%，股息率为1.40%；上市民企2018年平均分红1.62亿元，同比增长28.27%，当年股利支付率突增至49.29%，股息率为1.13%。在企业盈利下滑时期反而股利支付率提高的原因可能在于股东要求股利支付数额保持较为稳定的增长，一方面企业盈利下滑，企业净利润减少，导致股利支付率上升，另一方面，经济下行，企业预计来年投资机会减少，因而增加股利支付。另外，2018年民企股权回购数量突增，共96.53亿股，占总股本的1.01%，是国企回购数量的3.48倍，其中，以市值管理为目的的回购数量占13.41%，体现盈利不佳情况下上市民企市值管理需求更为紧迫。

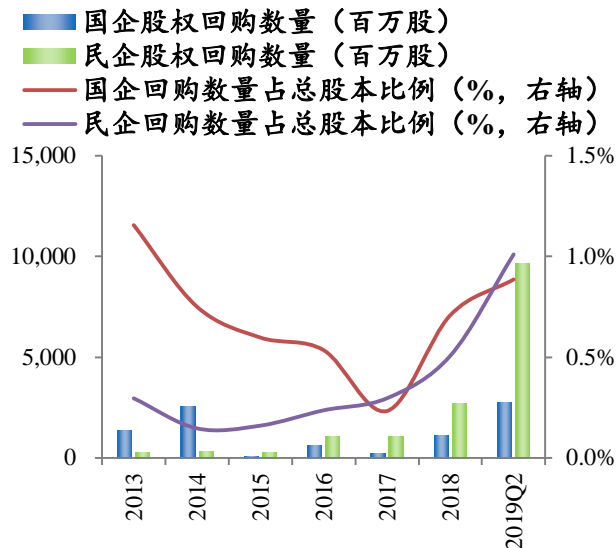
**社会责任：**2018年上市国企和民企对履行社会责任的重视程度均有较大程度提升，国企增长幅度更大。在2018年国企和民企独立提供社会责任报告的企业数量均有较大幅度增长，其中国企有247家，是上年的2.25倍，民企145家，是上年的2.10倍。

图表47：国企股利支付率近年来较为平稳



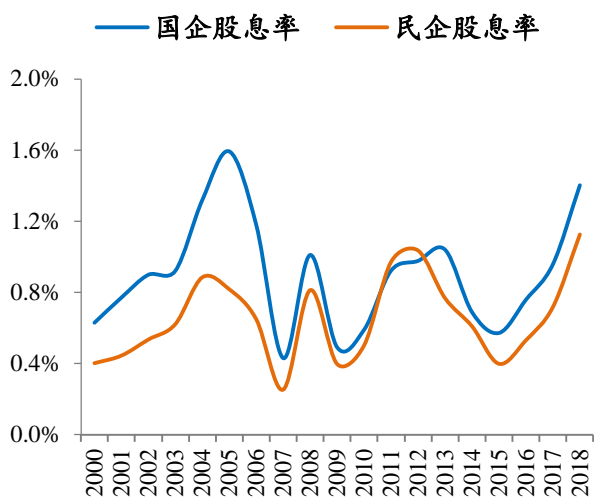
资料来源：Wind，恒大研究院

图表48：2019上半年民企股权回购数量突增



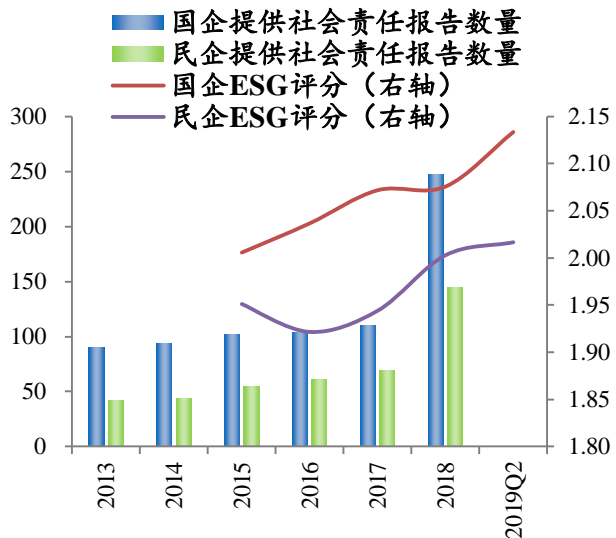
资料来源：Wind，恒大研究院

图表49：今年国企股息率高于民企



资料来源：Wind，恒大研究院

图表50：上市国企对企业社会责任更加重视



资料来源：Wind，恒大研究院

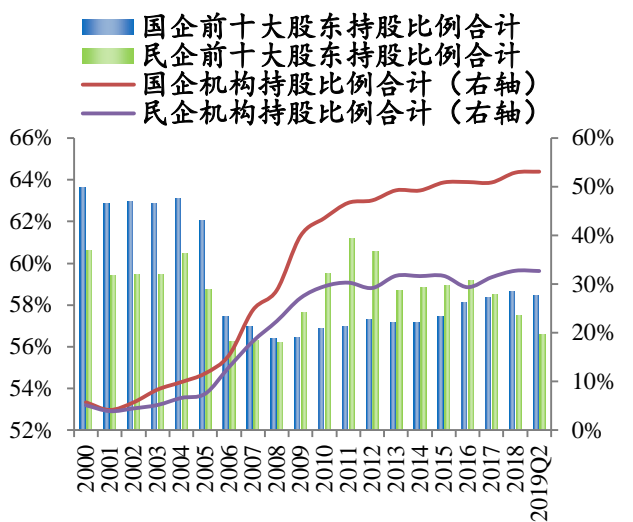
### 3) 合规质量

**内部治理合规：**2018年后国企股权集中度超过民企；国企平均独立董事人数超过总体平均值。2008年后上市国企前十大股东持股比例逐步上升，股权集中度加强，2018年达到58.67%，高于上市民企的57.49%，机构投资者持股比例稳步上升至52.93%；上市民企的股权集中度在2011年后呈现较大程度的下降，机构投资者持股比例稳定在32%左右。另外，2018年上市民企的独立董事总数为5039人，超过上市国企的3353人，但国企平均独立董事为3.35人，超过全体样本的3.15人。

**外部合规：**2018年国企和民企的违规处罚次数均创新高，但对民企处罚次数和金额均显著高于国企；上市民企年报信息披露质量下滑。2018

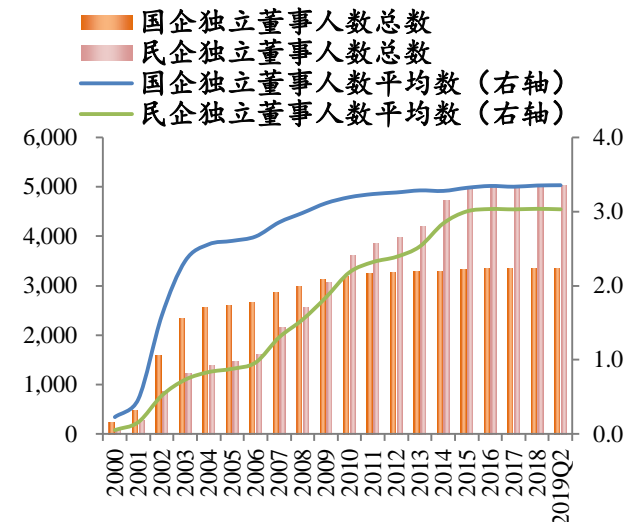
年上市民企违规处罚次数和处罚金额分别是 640 次、73.24 亿元，是国企的 2.55 倍，100.33 倍。上文提到的几宗大额罚单案件涉事企业多为民营企业。同时，上市民企年报被出具标准无保留意见的占比为 90.60%，较上年下滑 5.06 个百分点，上市国企该比例则一直保持稳定增长。

图表51：2018 年上市国企股权集中度超过民企



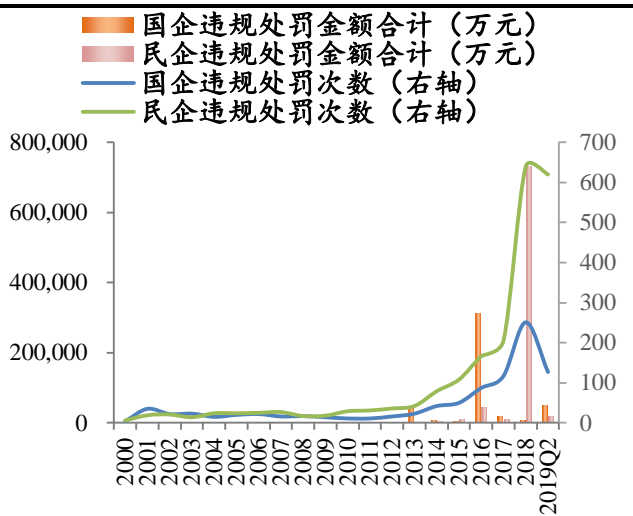
资料来源：Wind，恒大研究院

图表52：国企平均独董数量更多



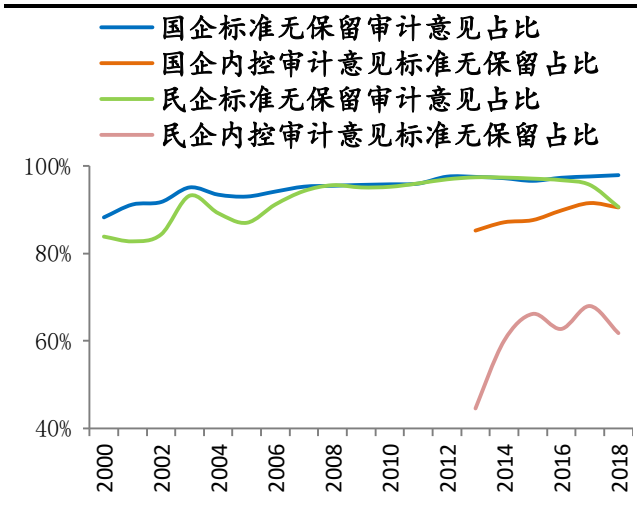
资料来源：Wind，恒大研究院

图表53：2018 年民企违规处罚次数和金额创新高



资料来源：Wind，恒大研究院

图表54：上市民企年报信息披露质量下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

## 2.4 行业层面：传统行业保持韧性，新兴发展行业利润承压，上游能源行业凸显优势，中游制造业和下游消费服务业业绩下滑，出现两级分化

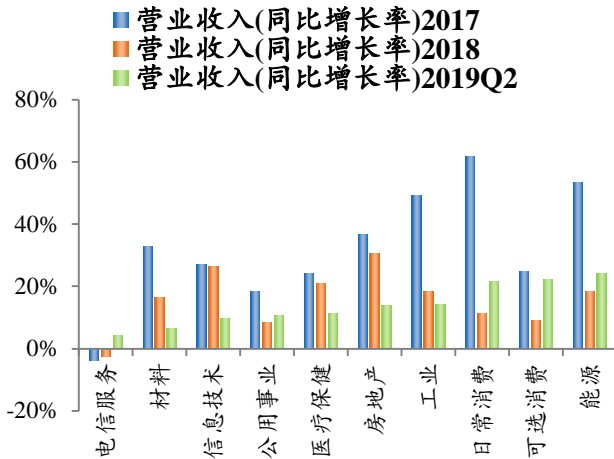
### 1) 经济质量

盈利能力：2018 年各行业营收均出现较大幅度的放缓，地产、信息技术行业表现较好，中游制造业和下游消费行业下滑严重；2019 上半年消费和能源行业有所回升。2018 年营收同比增速最高的是房地产业，达到



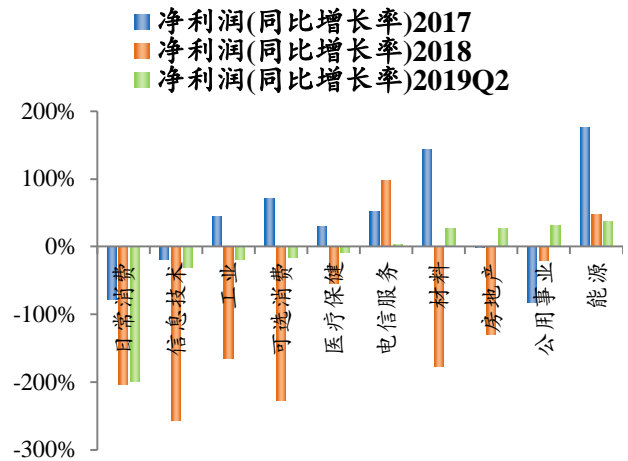
30.44%，较上年下滑6.28个百分点；增速下滑幅度最大的日常消费行业，同比回落50.53个百分点，涵盖食品饮料、家庭个人用品、主要零售等较初级制造业，2019上半年半数行业营收增长开始回升，但房地产业因行业调控继续下滑16.69个百分点。净利润方面，同比增长下滑最快的是材料业，回落320.34个百分点，主要涵盖矿产、工业等材料的生产和制造，其次是可选消费行业，回落297.70个百分点，涵盖耐用消费品、汽车、传媒类别，2019上半年除电信和能源两个行业外净利润增长均有所好转，工业、公用事业、日常消费等三个行业ROE略有回升。

图表55：上游能源业、下游消费业表现较好



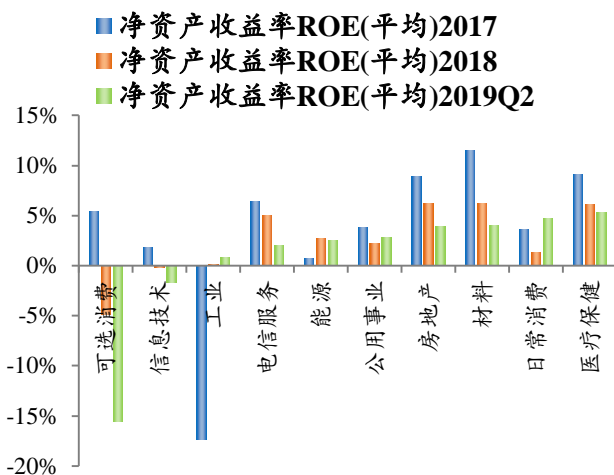
资料来源：Wind，恒大研究院

图表56：制造业净利润下滑最快



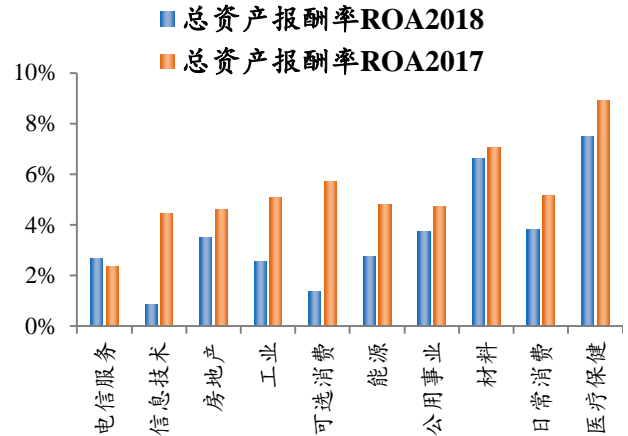
资料来源：Wind，恒大研究院

图表57：2018年各行业ROE均下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

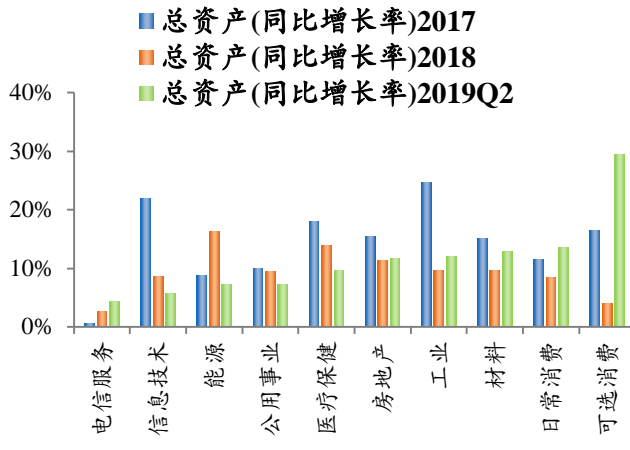
图表58：可选消费、信息技术业ROA下滑最快



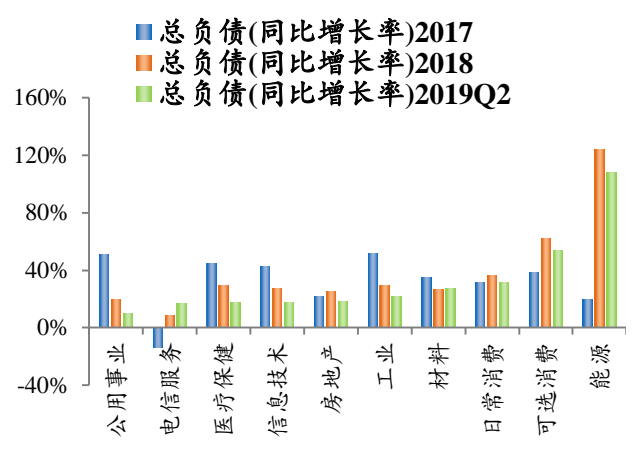
资料来源：Wind，恒大研究院

资产质量：2018年八成行业上市公司资产增长速度放缓，能源和电信行业资产增长较为稳定，负债能力增强；工业、消费、信息技术等中下游行业资产和负债增速均下滑。其中工业总资产同比增长9.61%，较2017年下滑15.15个百分点，下滑幅度最大，其次是信息技术业，同比增速8.69%，下滑13.30个百分点，2019上半年资产增速有所回升；公司盈利

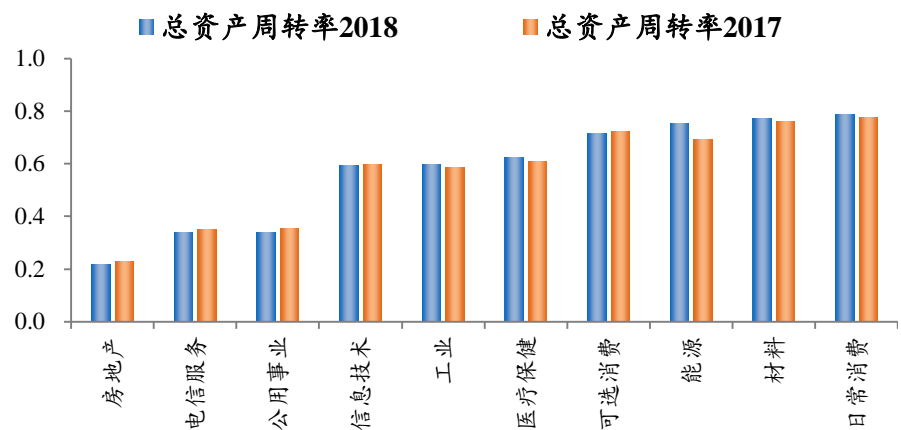
和资产均下滑，因而总资产周转率在2018年较为稳定；2018年一半数量的大类行业总负债增速下滑较明显，其中公用事业当年负债同比增速19.75%，同比下滑31.37个百分点，2019上半年负债增速下滑的行业数量扩大到八个，但平均降幅缩窄。

**图表59：八成行业上市公司资产增长速度放缓**


资料来源：Wind，恒大研究院

**图表60：一半数量行业负债增速下滑较明显**


资料来源：Wind，恒大研究院

**图表61：各行业总资产周转率基本保持稳定**


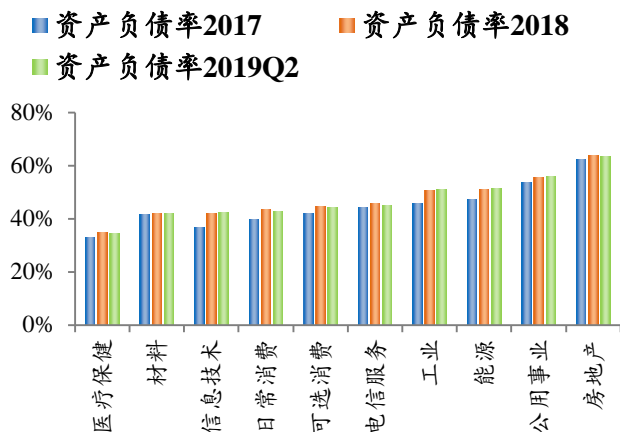
资料来源：Wind，恒大研究院

**偿债能力：2018年各行业资产负债率均提高，流动比率下滑。**房地产业是杠杆率最高的行业大类，2018年行业资产负债率为63.83%，较2017年提高1.36个百分点，2018年各行业均出现不同程度的加杠杆，其中信息技术业增长最快，2018年资产负债率为42.05%，较上年提高5.26个百分点，2019上半年半数行业杠杆率略微下降；2018年各行业流动比率均出现下滑，其中医疗保健行业下滑0.34幅度最大，2019上半年除公用事业、能源、可选消费等三个行业外上市公司的流动比率有所回升。

**创新能力：电信、信息技术、医疗保健等行业上市公司越来越重视研发投入。**2018年研发投入总额前三名的行业分别是：工业研发投入共2061.33亿元，同比增长18.2%，信息技术业研发投入共1467.89亿元，同比增长17.4%，可选消费行业投入1279.84亿元，同比增长27.6%；研发投入占营业收入比重最大的三个行业是电信、信息技术和医疗保健，分

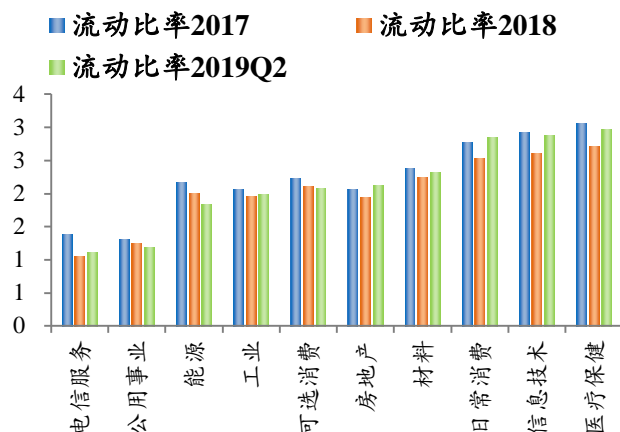
别为 6.62%、5.2%和 2.6%；研发人员占比最高的行业是信息技术业，2018 年为 35.22%，较上年提高 6.10 个百分点，其次是电信服务业，占比 32.17%。

图表62：2018 年各行业资产负债率均微升



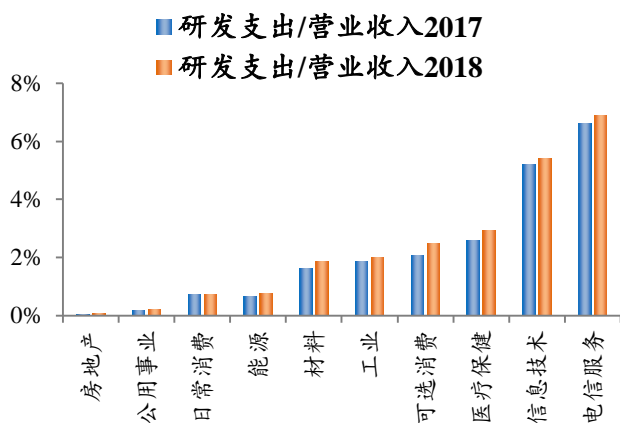
资料来源：Wind，恒大研究院

图表63：2018 年各行业流动比率均下滑



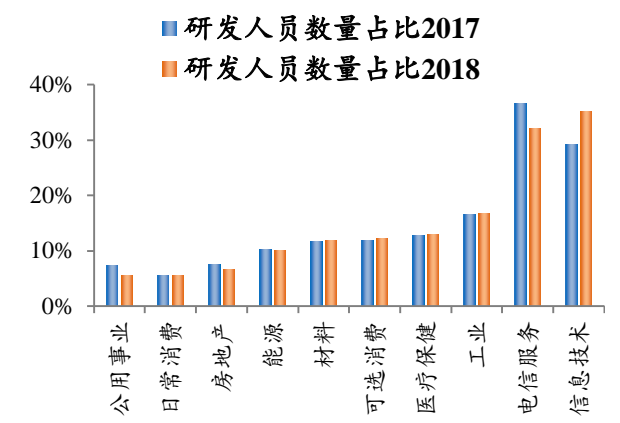
资料来源：Wind，恒大研究院

图表64：电信、信息技术业等更加重视研发投入



资料来源：Wind，恒大研究院

图表65：信息技术业研发人员占比最高



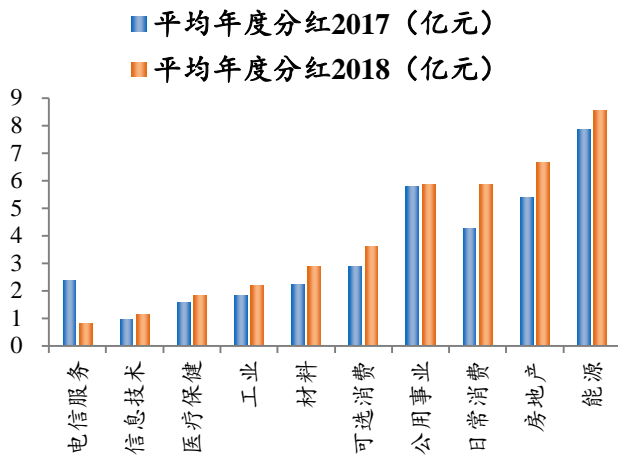
资料来源：Wind，恒大研究院

## 2) 社会质量

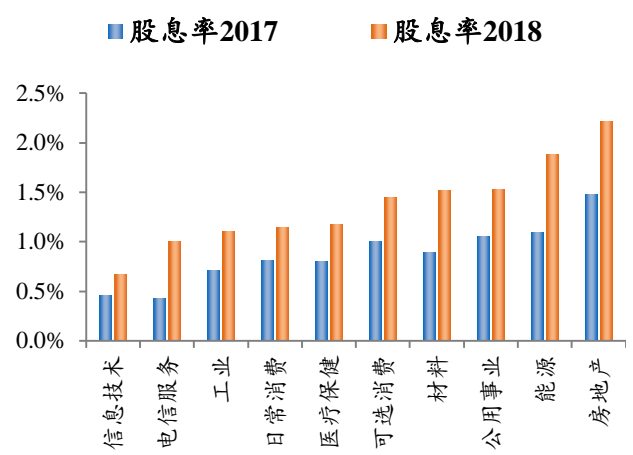
**投资者回报：**房地产和能源等传统成熟行业的上市公司分红更多，信息技术、医疗保健等新兴发展行业分红较少，企业留存较多。2018 年平均分红数最高的是能源业上市公司为 8.55 亿元，同比增长 8.9%，股利支付率为 43.48%，股息率 1.88%，其次是房地产业平均分 6.66 亿元，同比增长 23.9%，股息率 2.22%，这两个行业均属于营业收入增长表现较好的传统成熟型行业；信息技术和医疗保健等新兴发展行业分红相对较少，股息率为 0.67%、1.18%，股利支付率为 39.39%、43.48%。2019 年出现突增的股权回购交易，其中回购数量最多的行业是可选消费，回购数量共 29.53 亿股，其次是工业，回购数量 29.42 亿股，材料业回购数量 28.57 亿股，信息技术业回购数量 20.48 亿股。

**社会责任：**工业、材料业上市公司 2018 年共 110 家工业上市公司单独提供社会责任报告，较上年新增 59 家，其中 76 家为国有企业，25 家

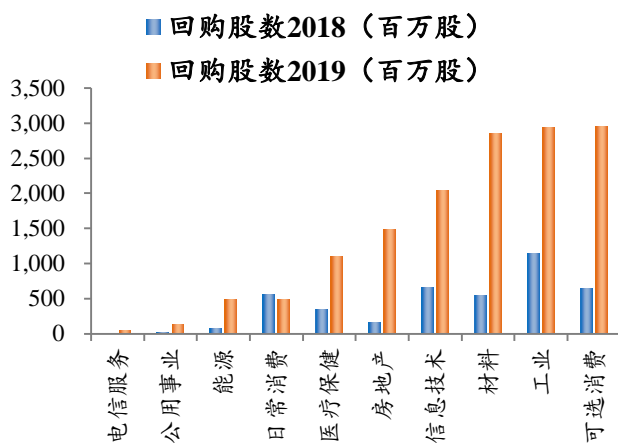
为民营企业；有 70 家材料行业上市公司单独提供社会责任报告，较上年新增 42 家，其中 42 家为国有企业，25 家为民营企业。ESG 评分方面，除工业和信息技术业外，其他行业上市公司评分均有所上升。

**图表66：地产和能源行业的分红较高**


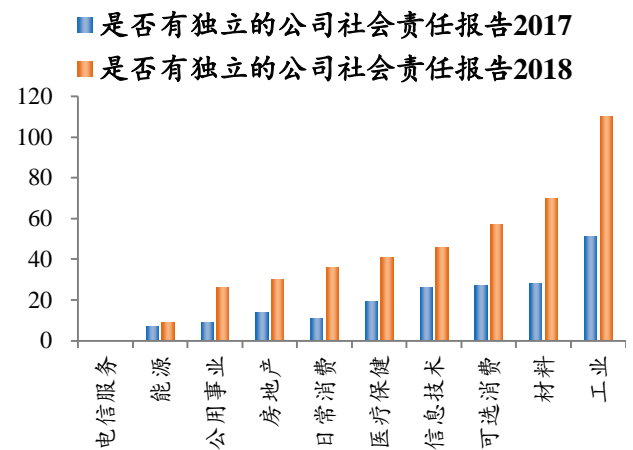
资料来源：Wind，恒大研究院

**图表67：地产和能源行业的股息率较高**


资料来源：Wind，恒大研究院

**图表68：中下游制造、消费业回购数量最多**


资料来源：Wind，恒大研究院

**图表69：各行业提供社会责任报告的企业增加**


资料来源：Wind，恒大研究院

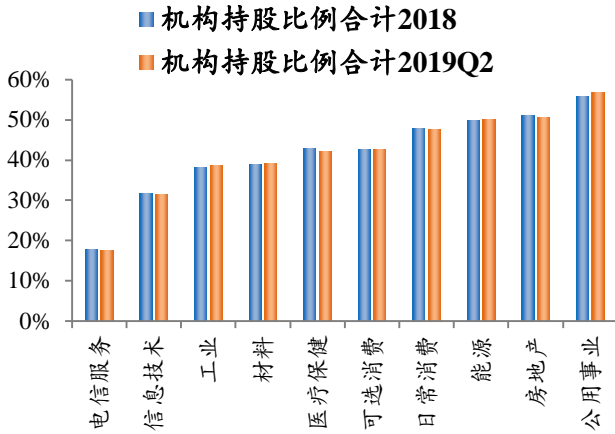
### 3) 合规质量

**内部治理合规：**机构持股比例高的行业上市公司平均独立董事人数也较多。公用事业类上市公司机构持股比例最高2019上半年达到56.75%，其次是房地产业为50.46%，同时，公用事业类上市公司内部独立董事人数也是最多，平均3.43人，其次是能源类企业为3.34人。

**外部合规：**各行业上市公司处罚次数增多，单个案件处罚力度大；各行业上市公司报表质量均有所下滑，其中下游医疗、消费行业外部合规质量下滑最严重的。2018年和2019年处罚频次最高的分别是医疗保健和可选消费行业；从处罚金额看，2018年医疗保健行业上市公司被罚共计72.38亿元，2019年可选消费行业上市公司被罚共计4.73亿元，单个案件处罚力度大。此外，大部分行业上市公司报表质量有所下滑，其中可选

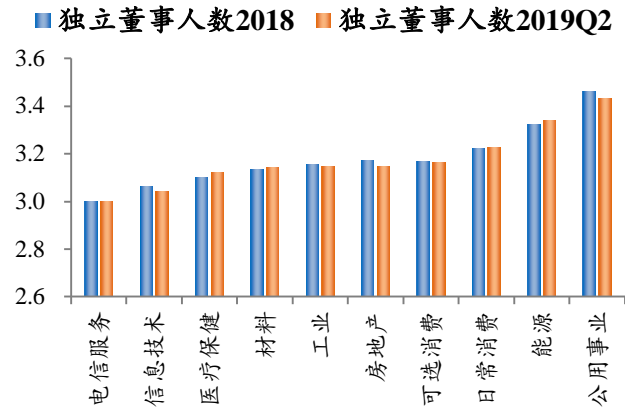
消费行业被出具标准无保留审计意见的占比下滑最多，2018 年占比 89.75%，较上年下滑 6.69 个百分点，其次是日常消费行业，2018 年占比 90.86%，下滑 5.14 个百分点。

图表70：公用事业类上市公司机构持股比例最高



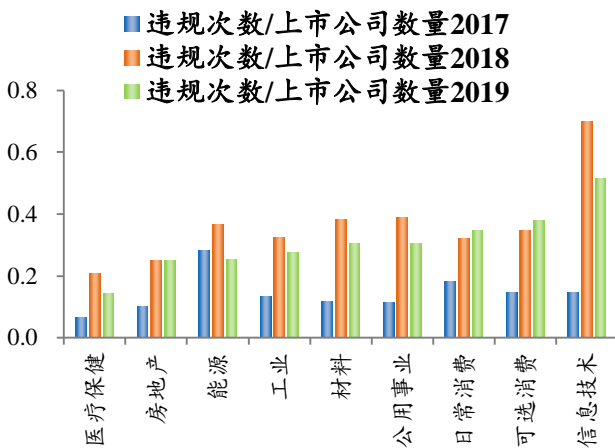
资料来源：Wind，恒大研究院

图表71：公共事业类公司平均独董人数最多



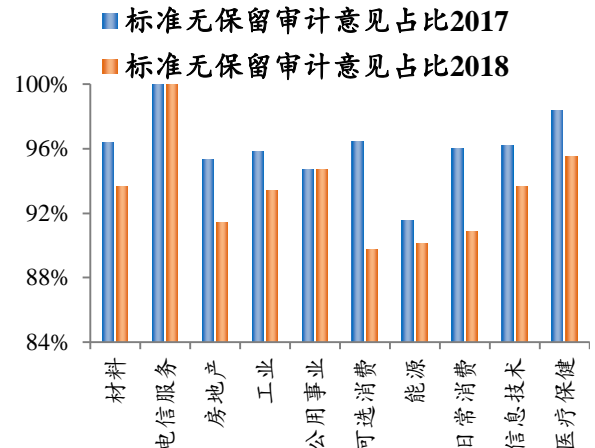
资料来源：Wind，恒大研究院

图表72：各行业 2018 年处罚频次突增



资料来源：Wind，恒大研究院

图表73：各行业上市公司报表质量均有所下滑



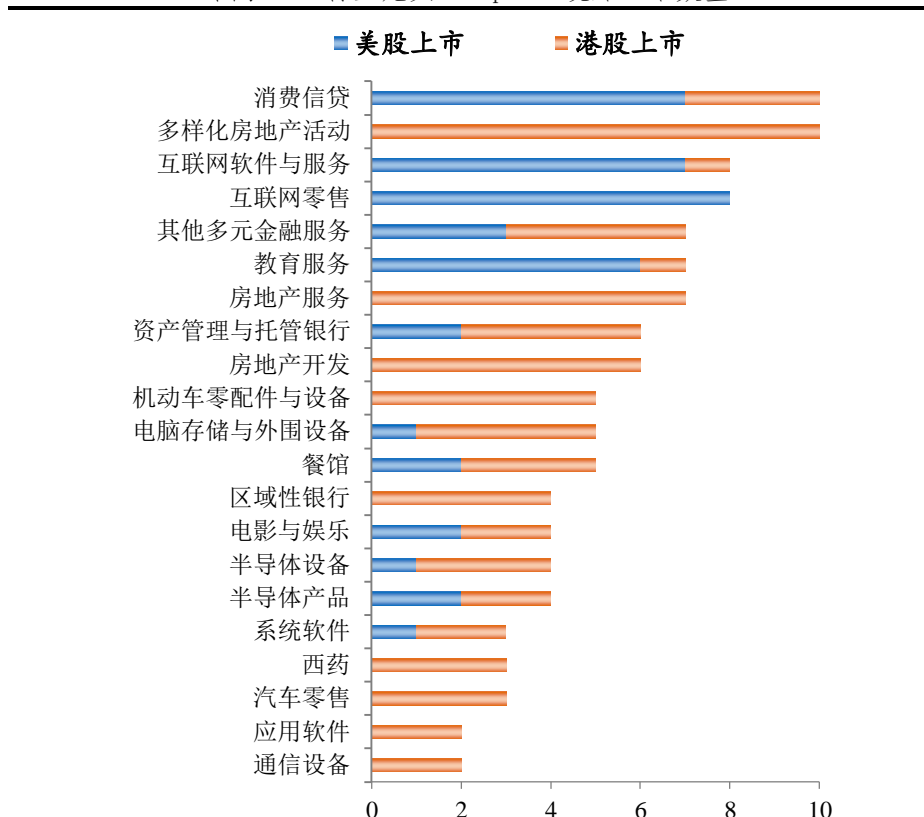
资料来源：Wind，恒大研究院

## 2.5 部分行业龙头到境外上市，发展状况优于可比境内上市企业

我们以 2018 年营业总收入为基准对国内 A 股上市、港股上市、美国上市中概股进行排序，排名前十的企业定义为该行业的行业龙头，目的是观察行业龙头境外上市的情况。其中，消费信贷行业全部十家龙头企业全部在境外上市，美股上市 7 家、港股上市 3 家；房地产业龙头偏好香港上市，其中多样化房地产活动行业的全部十家龙头企业全部在港股上市，房地产服务第一大企业（融信中国）在港股上市，房地产开发第一、二大企业（中国恒大、碧桂园）在港股上市；互联网龙头企业偏好美股上市，其中互联网软件与服务第一大企业（腾讯控股）在香港上市，第二大企业（百度）在美股上市，互联网零售业第一、二大企业均在美股上市（京东、

阿里巴巴); 餐饮行业第一大企业(百胜中国)在美股上市, 第二大企业(味千(中国))在港股上市。

图表74: 行业龙头(top10)境外上市数量



资料来源: Wind, 恒大研究院

注: 以 2018 年营业总收入为基准对国内 A 股上市、港股上市、美国上市中概股进行排序, 排名前十的企业定义为该行业的行业龙头

将境外上市龙头企盈利数据同国内发展较好的上市公司进行对比, 一方面, 除半导体行业、电脑存储与外围设备等几个偏实体制造的行业外, 国内 A 股上市企业的营收增长弱于境外上市企业; 另一方面, 除电脑存储与外围设备、房地产服务、教育服务等几个行业外, 国内 A 股上市企业 2018 年的 ROE 低于境外上市企业。

图表75：行业龙头境外上市企业业绩

行业	代表企业	上市板块	排名	营收三年复合增长	ROE	境内上市企业	排名	营收三年复合增长	ROE
通信设备	小米集团	香港主板	1	162%	19%	中天科技	5	105%	11%
半导体产品	阿特斯太阳能	纳斯达克	1	8%	19%	长电科技	3	120%	-7.64%
餐馆	百胜中国	纽交所主板	1	21.8%	24.5%	全聚德	3	-0.9%	4.9%
	味千(中国)	香港主板	2	-5%	17.1%				
电脑存储与外围设备	冠捷科技	香港主板	1	-17.2%	1.43%	深科技	2	8.43%	4.26%
房地产开发	中国恒大	香港主板	1	249%	28%	绿地控股	3	72.6%	16.2%
房地产服务	融信中国	香港主板	1	364%	16.8%	世联行	2	7.8%	68.4%
教育服务	新东方	纽交所主板	1	109.5%	10.1%	中公教育	3	19.2%	39%
互联网零售	京东	纳斯达克	1	115.2%	-4.2%	跨境通	5	443.7%	8.5%
	阿里巴巴	纽交所主板	2	272.6%	16.6%				
互联网软件与服务	腾讯控股	香港主板	1	204%	24.3%	三六零	10	387.9%	14.7%
	百度	纳斯达克	2	54.1%	16.9%				
消费信贷	国银租赁	香港主板	1	27.9%	10.4%				
	趣店	纽交所主板	2	312%	23%				
西药	华润医药	香港主板	1	29.42%	9.94%	人福医药	5	85.05%	-19.4%
	中国生物制药	香港主板	4	71.36%	47.09%				

资料来源：Wind，恒大研究院

注：以2018年营业总收入为基准排序。

### 3 原因分析

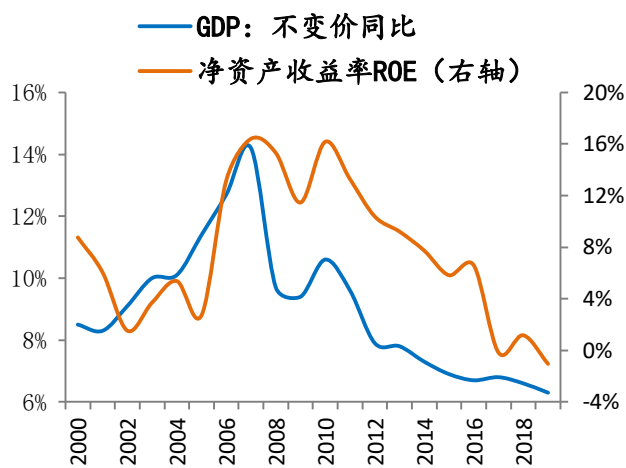
#### 3.1 宏观层面：外部贸易摩擦；内部经济下行、流动性分层、融资体系特性等

一是内需增长动力减弱，经济步入下行阶段，上市公司整体绩效下滑，中小企业景气度下滑更多。宏观经济环境是影响上市公司生存和发展的最基本因素，反过来上市公司业绩折射出国内宏观经济运行整体情况。2018年后国内经济受金融周期下半场压制，居民部门杠杆率高位上升，消费需求下行，通缩加剧，企业投资意愿不足，内生增长动力渐弱，经济增速放缓，GDP同比在2017年为6.8%，2018年降至6.6%，2019上半年进一步下滑至6.3%，上市公司整体盈利质量下滑，业绩波动幅度加大；从PMI来看，大企业景气度有所下滑，但还在荣枯线附近徘徊，中小企业PMI进入2018年后基本未回到荣枯线上方，体现于中小板和创业板上市公司的经营风险更大，导致企业信息披露质量下滑更为严重，业绩爆雷、违规查处等问题集中发作。

二是中美贸易摩擦使得制造业、消费等具有外贸属性的行业受损。中美贸易摩擦升级对中国出口、就业和资本市场的负面影响逐步显现，美

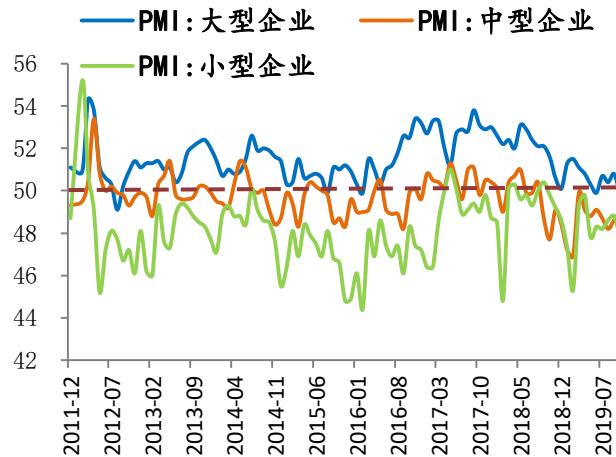
国已退居中国的第二大出口目的地、第三大贸易伙伴。中游制造业受到明显冲击，一方面进口材料成本抬升，部分科技企业原材料、服务采购受限影响合同交货；另一方面中国对美出口增速大幅下降，加上产业链转移的影响，大量岗位流失，市场需求减弱，导致消费行业业绩下滑。

图表76：上市公司业绩同宏观经济下行



资料来源：Wind，恒大研究院

图表77：PMI 数据全面下滑反映企业经营压力大

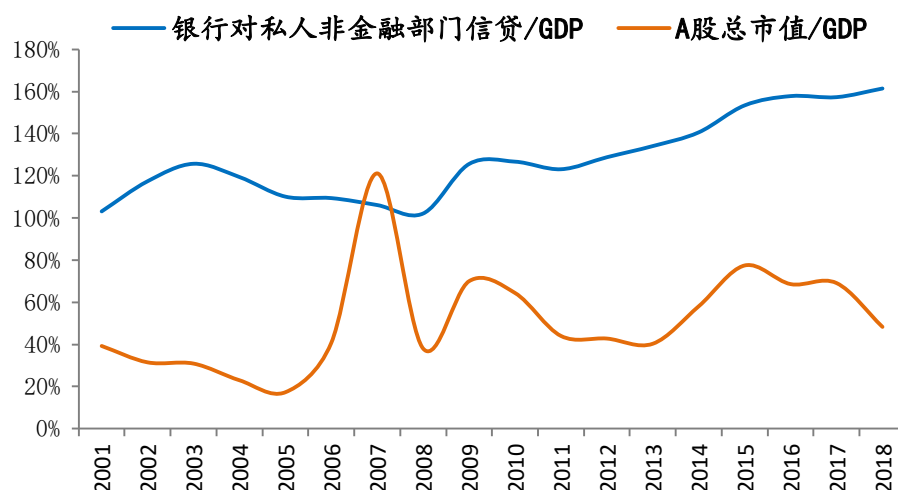


资料来源：Wind，恒大研究院

三是实体经济流动性分层，国企民企、不同板块上市公司之间融资可得性分化。在经济下行期，上市国企的负债增速反而上升，表明国企和民企之间的流动性分层存在，不同板块的上市企业加杠杆能力也不同，资产规模大，国企占比高的主板上市公司更易获得融资。除了民企、中小企业盈利下滑导致信用恶化之外，更严峻的是长期存在的银行信贷“所有制歧视”，政府隐形担保扭曲国企信贷风险，挤出民营、中小企业，民营经济贡献中国经济60%以上的GDP，上市民企对研发投入增长更快，研发人员占比更高，但所获信贷资金仅占40%。

四是我国的金融体系是以银行为主导的间接融资为主，重债轻股。截至2019年一季度银行对私人非金融部门信贷投放量为151.4万亿元，沪深两市A股总市值为56.29万亿元，贷款占各行业总融资比重超过60%。我国历史上曾长期以重工业为发展重心，配合建立起以银行信贷为主导的间接融资体系，一方面国企、制造业、基建和房地产等有政府背书或资产抵押的行业在获取信贷资源上具有天然优势；信息技术、软件服务等新兴轻资产行业则处于劣势。另一方面我国直接融资尚处于初步发展期，短期内难以替代间接融资，未能优先获得信贷资源的企业更有动力上市获取股权融资，因此藉由行业性质决定不具有优质担保品或业绩未达龙头水准的企业更可能通过上市获得融资，逆向选择地造成源头“水质不佳”。

图表78：我国金融体系以银行信贷为主，重负债轻股权



资料来源：BIS, Wind, 恒大研究院

### 3.2 政策层面：发行上市制度、缺乏成型的行业监管框架、退市制度得不到落实等

一是上市标准一元化，对企业盈利和经营规模的要求高，近五成的行业龙头不满足A股（此处指2019年科创板出台前）上市发行的财务条件。申请在我国主板和中小板上市的企业需要满足盈利规模、现金流要求、净资产要求等多重财务标准，不允许存在未弥补亏损的企业上市；申请在创业板上市的企业标准有所降低，但同样需要达到盈利要求和净资产的要求。我国A股仅以“财务数据合理性”和“盈利能力持续性”为主要关注对象，对于商业模式、运营风险等关注度不够。对于处在企业生命早期，真正在未来具有竞争力和发展前景的公司，通常无法快速盈利。我们统计了2000-2019年在境外上市行业龙头首发上市前的财务状况，剔除数据缺失的样本共142家，其中满足主板或中小板上市发行财务条件的行业龙头共83家，占58.45%，满足创业板上市发行财务条件的行业龙头共106家，占74.65%。

图表79：境外上市中概股近五成不满足A股上市财务条件

上市板块	上市条件	满足条件的中概股数量	占比
主板/中小板	连续三年盈利且净利润累计不少于3000万元	85	59.86%
	最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过5000万；或满足最近三个会计年度营业收入累计超过3亿元	83	58.45%
	<b>全部满足</b>	<b>83</b>	<b>58.45%</b>
创业板	满足两年连续盈利条件，且累计不少于1000万元；或满足一年盈利条件，且累计不少于500万元，最近一年营业收入不少于5000万元，最近两年营业收入增长率均不低于30%	106	74.65%
	最近一期期末净资产不少于2000万	129	90.85%
	资产负债率高于45%	111	78.17%
	<b>全部满足</b>	<b>106</b>	<b>74.65%</b>

资料来源：证监会，Wind，恒大研究院

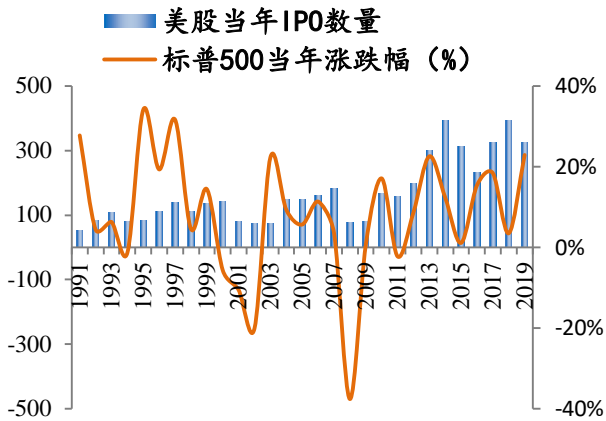
注：“创业板公开发行上市要求资产负债率高于45%”的规定于2019年11月8日证监会修订再融资文件公开征求意见稿中被取消

二是A股不允许存在特殊股权架构的企业上市。互联网公司作为股权融资同时保障创始团队对公司的控制权，往往采用双层股权结构的设计，有利于公司治理稳定，也可以防止恶意投资者或者其他少数股东对公司控制权的干涉和威胁。持有B股的创始人能够享有每股更高比例的投票权，一般双层股权表决权的设置比例为1:10（如百度、盛大游戏），较低的有新浪1:3，奇虎360 1:5（未私有化之前），较高的有京东1:20，特殊的如阿里巴巴的合伙人制度。在美上市中概股中近三成采用了双层股权架构，美国在1988年允许同股不同权的公司上市，香港在2018年4月才通过。我国A股市场在科创板试点前，不允许同股不同权的公司上市，因此大批互联网软件及服务、互联网零售等行业的龙头企业赴境外上市，造成了优质资源的外流。

三是我国A股市场新股发行数量受政府供给控制，与市场行情脱轨。成熟的资本市场上，在牛市期间，新股估值高、IPO发行上市较容易，由此有效的扩大了市场供给，给牛市降温；而中国A股因为市场机制的欠缺，缺乏有效的供求平衡调节系统，上市公司的供给很大程度受到人为控制，不存在典型的“热发行”现象。新股发行受监管调节，从而增加了企业能否上市以及何时上市的不确定性，在行情下行的时候上市，企业往往不能得到有效的估值。因而一些新兴行业、高科技企业为把握上市机会只能寻求海外上市。



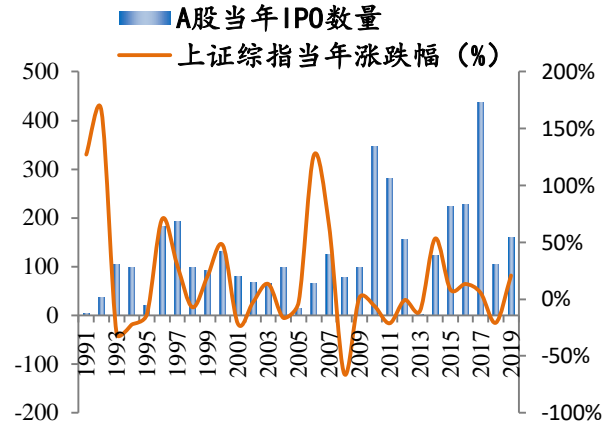
图表80: 美股明显存在“热发行”现象



资料来源: Wind, 恒大研究院

数据统计截至 2019 年 11 月 8 日

图表81: A股不存在典型的“热发行”现象



资料来源: Wind, 恒大研究院

**四是监管思维重行业、轻个体，重机构、轻功能。**重行业监管的思维容易导致因个别恶性事件导致对整个行业的“一刀切”，缺乏良性引导，不利于市场机制发挥作用。例如因“湘鄂情”等个别餐饮企业炒作股价，对餐饮行业关闭资本市场大门，海底捞等龙头企业也只能寻求海外上市渠道；重机构监管的思维，容易导致独立性丧失，导致重复监管或监管缺失。例如房地产作为国家宏观调控手段，相关公司无论公司质量好坏、是否符合业务规则、在资本市场也受到“调控”，2010年国十一条出台，证监会要求房地产公司IPO和再融资都需要征求国土资源部意见，开发行为需要住建部进一步检查认定，导致多样化房地产活动行业的全部十家龙头企业、房地产服务和开发近七成行业龙头全部在港股上市，房地产在A股市场投融资功能难以正常发挥。

**五是退市制度本身存在企业可操作的漏洞，未能及时出清落后产能，多层次资本市场发展发展不均衡，退市去向不明。**我国的退市制度未发挥真正的优胜劣汰作用。原因一是退市指标的设计上，我国偏重于财务指标，企业为了保壳，容易在“非经常性损益”“减值准备转回”等个别科目上做调节，操控企业利润。二是我国退市流程繁琐，A股设置退市风险警示和暂停上市的过渡性措施，整个退市程序最长可达4年，为退市公司提供了运作时间，上市公司操纵盈利“洗大澡”，人为造成“亏损两年赢利一年”的局面。三是退市企业进入股转系统挂牌，去向单一，但“新三板”流动性不足，退市公司的融资渠道受阻，因而上市公司保壳动力足。

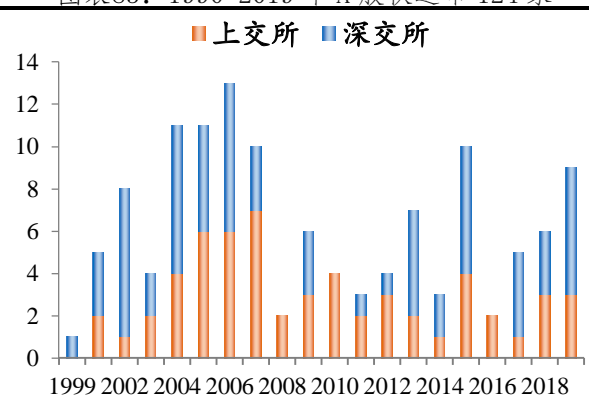
图表82: 连续亏损退市是主要原因

退市原因	上交所	深交所	合计
连续亏损	24	35	59
主动退市	28	27	55
暂停上市后未披露定期报告	3	1	4
其它不符合挂牌的情形	3	3	6
合计	58	66	124

资料来源: Wind, 恒大研究院

数据统计截至 2019 年 11 月 7 日

图表83: 1990-2019年A股仅退市124家



资料来源: Wind, 恒大研究院

### 3.3 市场层面：僵尸企业较多、上市公司重融资轻回报、投资者结构以散户为主等

一是市场僵尸企业较多，缺乏投资价值。我们从狭义和广义两个统计口径对僵尸企业进行筛选，当前 A 股市场狭义、广义口径的僵尸企业分别多达 233 家和 400 家，占 A 股上市公司总数量的 6.5% 和 11.2%，其中单独满足 1-5 条件的僵尸企业分别有 108、233、87、140 和 207 家。2015-2017 年之间，广义口径下僵尸企业共获得政府补助 403.79 亿元，占 A 股公司领取补助的 10.27%。大量僵尸企业经营不善，依靠政府补贴或银行贷款维持生存，占用大量市场资源，降低资本市场活力。

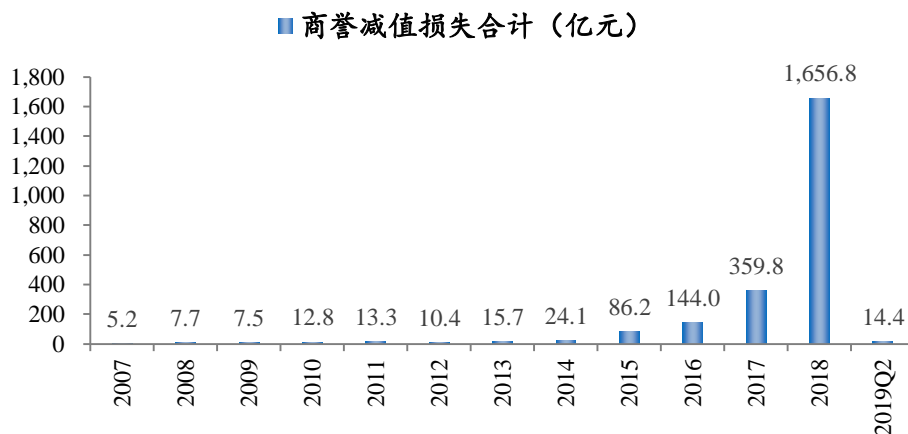
图表84：A 股僵尸企业统计

统计口径	统计标准	数量 (家)	在全部 A 股中占比 (%)	在全部 A 股中合计 (家)
狭义	扣除非经常性损益后，最近三个会计年度净利润连续三年为负数的企业	233	6.84%	233
广义	1) 每股净资产跌破面值 (1 元)	108	3.00%	400 (有重叠满足两个以上标准的情况)
	2) 剔除非经常性损益后净利润连续三年为负数	233	6.84%	
	3) 属于风险警示板，即有 *ST 前缀	87	2.50%	
	4) 每股未分配利润为负数，账面累积亏损仍未冲销且持续增长	140	3.88%	
	5) 连续三年以上亏损或微利 (年度每股收益不足 0.05 元)	207	6.12%	

资料来源：Wind、恒大研究院

二是企业本身重融资轻回报，高溢价的并购重组导致商誉爆雷。2018 年上市公司业绩下滑，巨额商誉减值损失对盈利的侵蚀是重要原因之一。2014 年并购潮高估值带来的高溢价是导致 2018 年大规模上市公司商誉爆雷的“元凶”。2018 年上市公司年报披露的商誉减值损失总额达到 1667.6 亿元，是 2017 年的 4.5 倍。2018 年受制于宏观经济下行压力，标的公司业绩承诺难以实现，承诺期后一次性集中计提商誉减值，给业绩造成了较大幅度的削减，甚至出现了巨额亏损。

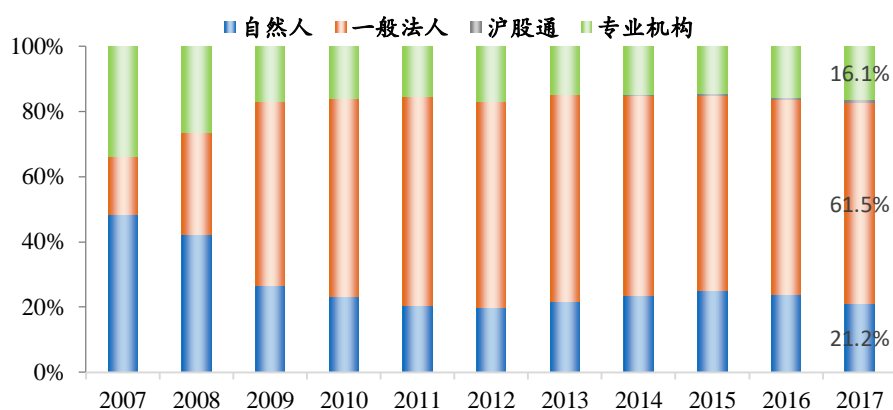
图表85：2018 年 A 股商誉爆雷影响重大



资料来源：恒大研究院

三是 A 股投资者结构以散户为主，非理性投资行为成为上市公司业绩包装的动力，公司对市值管理的需求强烈；炒作垃圾股的不良之风导致市值退市难以实现。同发达市场相比，A 股市场机构投资者持股市值占比偏低，一般法人和个人投资者（散户）占比偏高，且个人投资者成交量占比较高。大量散户主导交易导致 A 股市场羊群效应较为严重，成熟市场上的投资者更青睐成长型公司，规避大多数低价高风险的股票，而在 A 股市场上由于投资者非理性炒作“仙股”，致使面值退市难以实现。根据最新收盘价统计（2019 年 11 月 20 日）A 股市场上股价低于 2 元的“仙股”共 77 只，占比 2.06%，平均成交量高达 1667 万股；港股共 1340 只股价低于 1 港元，占比 54.52%，平均成交量为 293 万股；SEC 对美股的“仙股”定义符合股价低和市值小两个条件，我们以股价低于 5 美元，市值低于 20 亿美元划定标准，则符合“仙股”条件的共 1153 只股票，占比 22.82%，平均交易量仅为 85.37 万股，业绩差市值小的公司被资本市场“用脚投票”沦为“仙股”，以市值退市迅速淘汰出局。

图表86：我国 A 股市场投资者结构以散户为主



资料来源：上海证券交易所，恒大研究院

## 4 国际经验：监管思路、立法明晰、严刑峻法、价值投资

美国资本市场由乱到治。20 世纪 60 年代末美国公司也热衷于“频繁并购、炒概念、再圈钱”的套路。21 世纪初，美国资本市场上集中爆发了多宗造假和欺诈的大案，安然、世通、环球电讯、施乐、壳牌等一批“白马股”爆出财务舞弊，伯纳德·麦道夫的庞氏骗局使国内投资者遭受数百亿美元的损失，投资者对 SEC 的监管能力和对资本市场的信心都遭到严重打击。

一是监管理念，由“做大资本市场”向“保护投资者就是促进市场健康发展”转变。造成 SEC 监管失格的原因根本在于以“做大资本市场”为主要执法理念，20 世纪 80 年代，受“自由放任”思潮的影响，部分 SEC 官员坚持自律是约束上市公司最好的方法，甚至认为强制性信息披露是不必要的，利润驱动会给公司足够的动力做准确的披露。监管缺位后，上市公司质量问题集中爆发。

二是立法严明，重塑市场规则和主体责任。2002 年塞班斯奥克斯利法案正式生效成为美国治理上市公司的分界点。1) 理顺了市场和监管的分权，认定政府适度监管对提高上市公司质量、保护投资者是有益的；2) 明确规定了管理层应承担设立和维护一个应有的内部控制结构的职责

（“404 条款”），在美国上市的海内外公司均为构建内控系统花费巨大人力物力，据国际财务执行官（FEI）的调查，每家需要遵守 404 条款的美国大型企业第一年实施内控系统构建的总成本超过 460 万美元；**3) 明确中介机构的责任**，包括注册会计师强制定期轮换、会计师事务所利益回避原则、审计工作底稿存档管理要求等；**4) 成立上市公司会计监督委员会（PCAOB）**，专司制定审计和相关行业实践准则，终结了上市公司审计行业超过 100 年的自我监管传统。**5) 大幅提高证券欺诈的违法处罚成本**，对公司的罚款由 250 万提高至 2500 万美元，对个人的罚款由 100 万提高至 500 万美元，刑期上限由 10 年提高至 25 年。

三是执法严格，美国处罚打击面广、以财务惩戒为主，对公司高层个人严惩重罚；中国香港侧重对机构的罚款；涉案金额巨大的公司破产或被直接清盘。对比美国和中国香港对财务造假公司的处罚情况，自塞班斯法案实施后，美国证监会对上市公司违规信披、证券操纵等大案的处罚打击面广，涉案公司、企业高层个人、会计师事务所、投行等机构均被处罚，对公司和中介机构施以财务惩戒，罚款或和解金额较大，目的是赔偿投资者损失，并强调对公司高层个人严惩重罚。中国香港证监会的判例主要涉及对当事公司和中介机构的处罚，部分案件中对中介机构的判罚更为严厉。共同点在于涉案金额巨大、引起社会关注的案件，当事公司多以破产或直接清盘退市为结局。

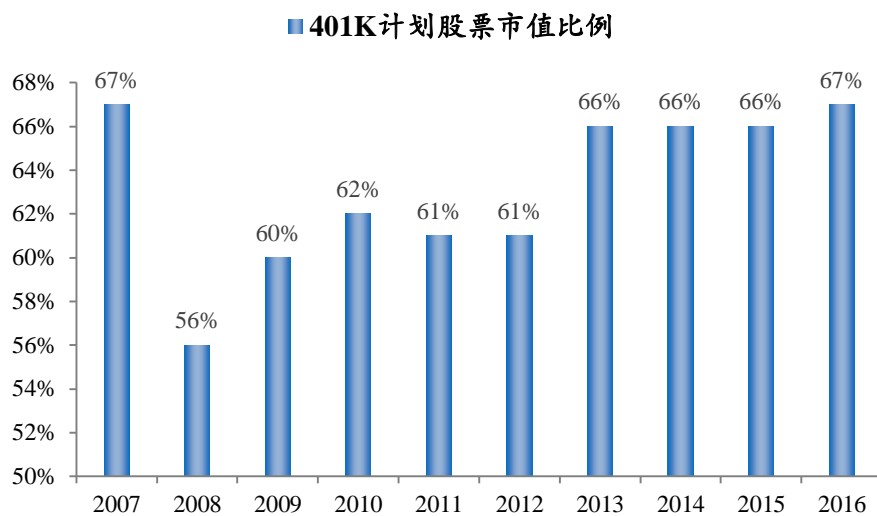
图表87：美国和中国香港严惩上市公司违法违规的典型案列

	涉案公司	违规情况	惩戒措施
美国	安然 (2001)	1997-2001 年虚增利润 6.13 亿美元	安然公司被 SEC 罚款 5 亿美元，公司股票被停止交易，并申请破产；公司 CEO 被判刑 24 年并罚款 4500 万美元，CFO 被判刑 6 年并罚款 2380 万美元；会计师事务所安达信被罚款 50 万美元，禁止 5 年内从事业务；花旗集团、摩根大通、美洲银行涉嫌欺诈分别支付 20 亿、22 亿、6900 万美元的和解赔偿
	阳光 (Sunbeam, 2001)	提前确认收入，虚增净利润数千万美元	公司在集团诉讼中赔偿 1500 万美元，CEO 和 CFO 赔偿不超过 100 万美元，安达信在股东集体诉讼中赔偿 1.1 亿美元
	世通 (2001)	2001-2002 年将 38 亿美元费用作为资本支出处理，后又发现会计错误超 90 亿美元	公司被罚款 5 亿美元，并罚 2.5 亿美元的股票和解赔偿，申请破产
	施乐公司 (2002)	1997-2001 年虚增收入 64 亿美元、税前利润 14 亿美元	公司被罚款 1000 万美元，并申请破产，6 名高管被罚总金额约 2200 万美元，会计师事务所毕马威被罚没 2247 万美元
	壳牌 (2004)	虚高石油储备 44.7 亿桶，2002 年高估未来现金流 66 亿美元	对公司罚款 1.2 亿美元，另加约 3000 万美元支付英国监管机构罚款
	通用电气 (2009)	2002-2003 年累计超过 10 亿美元的会计错误	公司被罚款 5000 万美元
中国香港	洪良国际 (2012)	2006-2008 年虚构收入 20.65 亿元，欺诈上市	回购股份赔偿 10.3 亿港元，并退市；上市保荐人兆丰资本被吊销保荐牌照，罚款 4200 万港元
	中金再生 (2008)	通过关联交易虚构利润 5.38 亿美元	香港证监会对上市公司直接退市清盘，对保荐人招商证券处以罚款 2700 万港元，对联合保荐人瑞银罚款 3.75 亿港元，禁止担任保荐人 1 年

资料来源：恒大研究院

四是大力引入价值投资者，用脚投票，形成市场良性生态。巴菲特对“频繁并购、炒概念、再圈钱”套路嗤之以鼻，“我们从不投资于那些热衷于发行新股的公司”，通常代表着推销驱动型的管理层、不健康的会计处理，高估的股票价格以及不诚实的公司文化，以巴菲特为代表的投资者，引领价值投资市场风气，促使上市公司自觉提高质量。早在 20 世纪 80 年代初，美国雇主养老计划之一的 401K 计划兴起，90 年代借力政府提供的税收优惠大力发展，401K 计划中的资金长期稳定投资于股市，显著提升了美国机构投资者在股票市场中的持股占比，为美国股市提供了长期稳定的资金来源，成为美国股票市场的稳定器。

图表88：美国 401K 计划长期稳定投资于股市



资料来源：Investment Company Institute, 恒大研究院

## 5 提高上市公司质量 12 种措施孰优孰劣

图表89：提高上市公司质量的措施总结

	措施	优势	弊端
上市、挂牌	注册制改革	从源头解决上市公司质量不高的问题；改革发审制度吸引优质高新技术公司在境内上市	需要做好增量与存量的制度衔接，防止“双轨”标准造成制度套利
	交叉挂牌	有利于上市公司进行国际融资、降低融资成本、提高资本流动性，促进公司完善公司治理、信息披露和加强投资者保护	各国宏观环境、资本市场基础制度、行业政策、会计准则等存在差异，信息不对称可能导致投资决策失误；与国内证券形成资金竞争等
	提供公司分拆上市渠道	有助于子公司扩宽融资渠道，令市场充分认识子公司的经营情况和成长能力，降低市场信息不对称；使母公司理顺业务架构，更专注于主业，缓解母公司融资负担	可能存在利益输送、关联交易、大股东套现等情况，造成母公司空心化，导致中小股东利益受损
违规处罚	加强公司高层个人责任	提高管理者的风险意识，落实责任归属，增加违法成本，有助于改善上市公司财务造假、商誉黑天鹅等问题	太过严格的个人责任可能会打击董监高的创新和适当冒险精神，使公司错失发展机会
	督查中介勤勉尽责	提高中介执业质量，增加企业违法行为披露及时性，促资本市场“守门人”尽职归位	增加督查行政成本，使得事务所降低审计差错可接受度，制约审计师执业自由裁量
	提高违法违规成本，采用多种处罚手段	严厉打击违法犯罪，整治市场风气，提高操纵市场、虚假陈述等的违法成本，从源头遏制犯罪	当前违法处罚成本低，上位法修订谨慎，修法成本较高
行业监管	建立成熟的行业监管规则指引	有助于督促上市公司从行业角度出发，披露更多反映公司投资价值的信息；监管和中介机构能够以行业的框架梳理公司发展脉络和商业模式，更能从横向、纵向的对比中发现财务造假或是给与公司更合理的估值	公司多元化运作有规模经济和范围经济的优势，单独制定行业规则指引可能忽视多元化经营的协同优势
并购	放开企业并购重组	有利于加速落后产能出清，大量减少僵尸企业对市场资源的消耗	企业盲目跨界并购、高溢价收购容易是造成商誉爆雷；基本面不佳的上市公司利用“忽悠式并购”炒作股价
退市	修订退市规则，重用市值退市，重大违法违规严格退市	及时出清市场落后产能，提高上市公司整体质量；对于出现重大违法违规，可能存在导致市场动荡，影响市场信心的情况严格退市能保证违法犯罪得到应有的惩戒，起到示范作用	可能不利于发展暂时陷入困境的企业自救，市场行情下行期更加剧市场的波动，造成市场“雪崩”
投资者	鼓励长期资金入市	有利于改善市场的投资者结构，引导价值投资，长期稳定的资金有助企业专注主业，不再重视操纵市值	长期资金以养老金和企业年金为主，市场波动过大可能不利于达到保值增值的目的
	建立吹哨人奖励和保护制度	帮助监察机关获取企业违法的关键内部信息，及时挽回投资者的损失	曾有质疑称吹哨人制度不利于公司内部纪律监察系统的建设
	完善建设投资者赔付基金	有利于补偿投资者的损失，维护市场信心	建立投资者保护基金增加行政监管力量可能增加监管支出

资料来源：恒大研究院

## 1) 有步骤、有计划地推进注册制改革

A股以核准制为主的发行制度一直饱受诟病，导致本国投资者错失分享高科技新兴企业崛起的红利，但事实上核准制在我国资本市场初建的历史上起到了有益的推动作用，以严格监管倒逼国内企业搭建起与国际接轨的内控和财务框架，完善法人治理结构，挑选培养最早一批成型的国内企业上市。我们在《注册制：审什么、如何审？》一文中提到，注册制与核准制不是非此即彼的关系，当前社会对注册制存在误解，认为成熟资本市场的注册制是只要企业披露信息无需行政审批即可上市，事实上两种发审制度的核心区别在于审核重心已经审核程序权责的划分上。

A股“注册制”自2015年首次提出、2019年科创板试点，市场A股发审制度改革寄予厚望。但改革不是一蹴而就，不是简单换个名字，注册制改革是一场触及资本市场制度灵魂深处的改革，我们在正确的方向上迈出了勇敢的一步，接下来就是有步骤、有计划地继续深化和推进。把握好改革的节奏，稳增量、改存量，多角度发力，还A股市场“一汪清泉”。

## 2) 推进交叉挂牌

狭义的挂牌仅指未上市的公司将其股票通过代办股份转让系统进行转让的交易形式，区别于企业经监管机构批准首发上市。企业跨境交叉挂牌和跨境上市的区别在于前者由交易所主导，后者由企业主导。20世纪80年代开始，各国开始出现放松金融管制使得金融全球化趋势日益凸显，证券市场国际化是其中重要的一环。根据世界证券交易所联合会（WFE）的统计，截至2019年9月，WFE的68家会员交易所中有46家会员交易所拥有跨境上市公司，占比67.65%，目前我国不允许外国公司在中国A股市场发行上市。

推动交叉挂牌制度的建立是我国资本国际化进程中的过渡阶段，有利于我们把控好开放的阀门，对于上市企业来说，有利于公司进行国际融资、降低融资成本、提高资本流动性，促进公司完善公司治理、信息披露；对于资本市场来说，有利于改善上市公司整体质量，提高交易所的竞争力和吸引力；对于投资者来说，满足国内投资者拓宽投资渠道、在全球范围内配置资产的需求；同时有利于推动金融中介机构扩大业务范围，提高国际竞争力。

2019年6月17日，上交所同伦交所正式启动互联互通存托凭证业务（简称“沪伦通”），同日华泰证券发行首只全球存托凭证（GDR）产品在伦交所挂牌。但在交易机制的设计上仍然存在较多保护国内资本市场的设定，比如境外上市企业发行CDR在上交所挂牌要经中国证监会公开发行核准，且不允许直接融资（增发新股）；CDR的交易规则同A股基本一致，设置10%涨跌幅以及T+1的交易制度；DR转换基础股票有限价限售等规定。由于交易规则严格，在国内通过沪伦通能买到的标的公司很少，目前尚未有海外公司成功发行CDR；参与门槛较高，要求连续20个交易日持股市值300万以上，符合条件的投资者占A比仅2.1%。

图表90：主要交易所国外公司上市情况

交易所	上市公司总数	国内上市公司	国外上市公司	国外上市公司/全部上市公司
纳斯达克-美国	3091	2645	446	14.43%
纽约证券交易所	2357	1851	506	21.47%
澳大利亚证券交易所	2096	1955	141	6.73%
东京证券交易所	3676	3671	5	0.14%
韩国交易所	2245	2224	21	0.94%
新加坡交易所	734	476	258	35.15%
法兰克福证券交易所	521	470	51	9.79%
伦敦证券交易所	2436	2041	395	16.22%
纳斯达克北欧交易所	1020	974	46	4.51%
纽约-泛欧交易所集团	1235	1082	153	12.39%
上海证券交易所	1524	1524	-	0
深圳证券交易所	2184	2184	-	0

资料来源：WFE，恒大研究院

统计截至：2019年9月

### 3) 在严格监管的基础上推进上市公司所属子公司分拆上市

分拆上市在A股市场早有先例，2004年试点上市公司所属企业到境外上市，2010年允许分拆子公司到创业板上市，至2019年8月23日，证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》征求意见稿（以下简称“《若干规定》”），将子公司上市的范围扩展到全部A股板块，上市方式可以是IPO或重组。分拆上市有助于子公司拓宽融资渠道，令市场充分认识子公司的经营情况和成长能力，降低市场信息不对称；使母公司理顺业务架构，更专注于主业，缓解母公司融资负担，在成熟资本市场上被视为企业扩张的重要方式。

**将严格监管，保障中小股东权益放在首位。**分拆上市有可能引发母子之间产生利益输送、违规关联交易、同业竞争，分拆子公司后可能造成母公司业务空心化等问题，因而对上市公司信息披露和严格监管提出了更高的要求。明确分拆上市的实质性条件，母子公司的“独立性”是核心，保证分拆上市后的母子公司均具备独立面向市场的能力，防止大股东掏空。我们认为，在《若干规定》中设置了分拆上市七大硬性条件，涵盖财务指标、规范运作、独立性等内容，同时为防止突击式炒作分拆设置了“保险阀”是很有必要的。A股一度炒作风气盛行，大股东掏空的情况屡禁不止，不能让分拆上市为大股东造势圈钱掏空上市公司开辟新的风口。

### 4) 加强公司高层管理人员个人责任

2002年美国颁布的《塞班斯-奥克斯利》法案中一大亮点就是大幅提高了公司高管在上市公司治理中的个人责任，一是**提高公开信息披露未能勤勉尽责的处罚限额**，如果CEO和CFO在“知晓”公司的定期报告不能完全符合披露要求但仍然提供书面保证的，可判处100万美元的罚款和最高10年的监禁；如果是“故意”可判处500万美元的罚款和最高20年的监禁；二是**财务报告不实承诺业绩返还**，如果上市公司出现财务报告信息披露违规现象，需要重新核实时，CEO和CFO必须向公司返还其在先前12个月之内获得的所有与职务相关的奖励薪酬（包括奖金、分红和期权等）以及买卖股票的收益；三是**禁止上市公司向本公司的CEO和CFO提**

供贷款；四是法案赋予 SEC 一项特权，即一旦上市公司的董事和高层管理人员有欺诈行为或有“不称职”行为，SEC 可以有条件或无条件、暂时或永久禁止该类人员在上市公司继续担任董事和其他管理者职务。

民企、中小企业等上市公司管理团队的管理技能和运营能力决定着企业经营的成败，同时也是搭建企业治理文化的“基因”，尤其以科技型为代表的技术更新快、前景不确定、经营风险大的公司中，对董监高的业务能力、公司治理水平等均提出了更高的要求，董监高履职过程中未能勤勉尽职、决策失误、信息披露欺诈等均是上市公司质量下滑的根源，加强高管个人责任，能提高管理者的风险意识，落实责任归属，增加违法成本，有助于改善上市公司财务造假、商誉黑天鹅等问题；但同时应当引入完善的董高责任险制度，保护上市企业高管在受到宏观经济下滑、行业规制加强、合理决策失误等情况下保证自身财产安全，以保护企业家的创新和适当的冒险精神。

#### 5) 严格督查中介勤勉尽责

美国《塞班斯-奥克斯利》法案中另一大亮点就是设置多种途径增强审计师的独立性，防止“猫鼠一家”。一是明文禁止会计师向审计客户提供非审计服务业务，包括保管财务数据、设计和执行财务信息制度、资产评估或估价服务、核数服务、内部审计等；二是由审计委员会对所有由审计师开展的审计和非审计业务进行预先审批；三是评估所有由审计师开展的服务对其独立性的累积影响；四是评估和监控注册企业审计师提供的非审计服务；五是强制轮换主要审计合伙人，如每五年轮换一次项目主管合伙人和合作审计合伙人。

今年 A 股上市公司康得新财务造假大案中，瑞华会计师事务所因为在财务报表审计过程中未能勤勉尽责，未对应收票据余额的重大异常情况保持必要的职业怀疑，未能及时识别财务报告的重大错报风险受到市场质疑，被证监会立案调查。资本市场历史上财务造假大案“东窗事发”背后多有事务所的“合谋”：中天勤事务所因银广夏造假案而崩塌，鹏城会计师事务所因绿大地欺诈上市而被取消证券资格等等，审计失败一方面存在审计业务内在固有局限，另一方面可能是公司内外人员“串通舞弊”，使得监管执法难上加难。加强对中介机构违法的监管，督促资本市场的“守门人”勤勉尽职是提高上市公司质量的重要手段，一方面提高违法处罚限额，没收违法所得；另一方面，限制失信事务所执业，降低事务所考核评级。

#### 6) 建立成熟的行业监管规则指引

目前我国上市公司的信息披露存在大而全，针对性不强，行业特征不突出等问题，降低了信息披露的有效性。成熟资本市场大多形成以行业为导向的监管体系，以美国为例，从行业角度考察上市公司的思路贯穿于监管的方方面面：一是监管层面，SEC 公司金融部下设 12 个行业办公室，分管一个或多个行业，各办公室配会计师和律师数名，工作人员在长期业务积累下掌握了相当程度的行业知识；二是发审过程中重视行业发展趋势、行业关键指标、同行业对标公司、行业风险等信息的考察；三是持续监管中重视财务报表外公开信息的获取，以便对公司发展状况进行深入了解；四是单独编制行业指引对相关概念、适用范围、经营活动界定等内容进行描述。

分行业监管有助于督促上市公司从行业角度出发，披露更多反映公司投资价值的信息；从投资者角度看，能获取更多投资相关的信息，做出更准确的投资决策；从监管和中介机构的角度看，以行业的框架梳理公司发展脉络和商业模式，更能从横向、纵向的对比中发现财务造假，或是给与公司更合理的估值。我国 2015 年 1 月正式实施分行业信息披露监管，

目前已有房地产、煤炭、石油等行业的信息披露规则陆续发布，进一步推动建立成熟的行业监管规则对于提高上市公司信息披露质量有重要意义。

### 7) 提高违法违规成本，采用多种处罚手段

美国《萨班斯法案》大幅抬高处罚力度，任何人通过信息欺诈或价格操纵在证券市场获取利益，构成证券欺诈罪，对犯有欺诈罪的个人和公司的罚金最高可达 500 万美元和 2500 万美元，最多可监禁 25 年。而我国现行《刑法》规定“违规披露、不披露重要信息罪”对个人仅处罚金 2-20 万，最高刑期仅有 3 年，《证券法》对于违反信息披露规定的个人罚款一般在 3-30 万元，对于法人罚款在 30-60 万元，与财务造假带来的隐性收益相比仍然杯水车薪，无疑助长了资本市场犯罪。

2019 年 4 月《证券法》三审稿公布，较大幅度提高了惩处力度，虚假披露罚款上限从 60 万提升至 200 万，对主管人员罚款从 30 万提升至 100 万；《刑法》方面，2019 年 7 月 1 日正式施行最高法、最高检发布的关于操纵市场和内幕交易等的两项司法解释，在打击资本市场犯罪上已经取得长足进步，但相较违法所得而言，处罚额度依然过低，以行政处罚为主，刑事、民事处罚力度没有跟上，上位法修订较为谨慎，而资本市场瞬息万变，违法手段层出不穷，可以采用司法解释、指导案例等形式指导一线机构执法，维护市场公平稳定。

### 8) 放开企业并购重组

发行、退市制度和并购重组制度之间具有联动性和反馈性。一方面，审核制下上市条件严格，审核周期长，上市公司成为稀缺“牌照”，加之退市制度不健全导致“保壳”“炒壳”成为我国资本市场的沉疴痼疾，进而导致“借壳上市”成为我国并购重组市场上重要的特征。另一方面，由于并购重组制度发展不完善，较高的行政审批成本，拖累市场上过剩产能的出清，也限制了高科技生产力的迅速发展。推进放开企业并购重组有利于加速落后产能出清，大量减少僵尸企业对市场资源的消耗。

### 9) 修订退市规则，重用市值退市，重大违法违规严格退市

现行退市标准存在两个问题，一方面以公司财务不达标作为退市标准较高频的交易类指标而言更容易受到上市公司的人为调整，指标设置不严谨容易滋生监管套利的空间，出现为“保壳”进行财务造假或股价操纵的情况；另一方面，财务指标是历史数据，仅代表公司过往业绩经营表现，对于即将可能在科创板上市的科技企业而言，更应当关注公司未来发展的可能性。建议将退市标准的重心从财务类转向交易类，重视退市流程的落实，并适当简化退市程序，避免僵而不退占用上市资源的情况。

### 10) 鼓励长期资金入市

一是鼓励养老金入市规模，盘活存量资金。从政策层面支持养老金入市，调整对社保基金会投资绩效的考核机制，减少关注短期的盈利水平，延长考核期，强调考核收益的长期性、稳定性。给予资本利得、股利收入等投资收益税收优惠，引导养老金主动入市。二是鼓励企业年金入市鼓励机构化运作，适当提高权益类占比上限。2013 年《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》规定，企业年金投资权益类产品不得高于投资组合净值的 30%。可考虑适当提高权益类投资比例上限。

### 11) 建立吹哨人奖励和保护制度

美国 SEC 在 2011 年设立吹哨人制度，激励内部知情人士主动举报公司的违法行为，并对举报人严格保护。奖励机制上，如果吹哨人的举报信息帮助证券交易委员会或者商品期货交易委员会获得超过 100 万美元的罚金，吹哨人将得到这笔钱的 10%-30% 作为奖励。保护机制上，法案规

定吹哨人可以匿名举报，雇主不得因雇员帮助证券交易委员会进行调查而对其解雇、降职、恐吓、骚扰或歧视；如果雇员认为遭到雇主的报复，可以起诉雇主并要求赔偿。

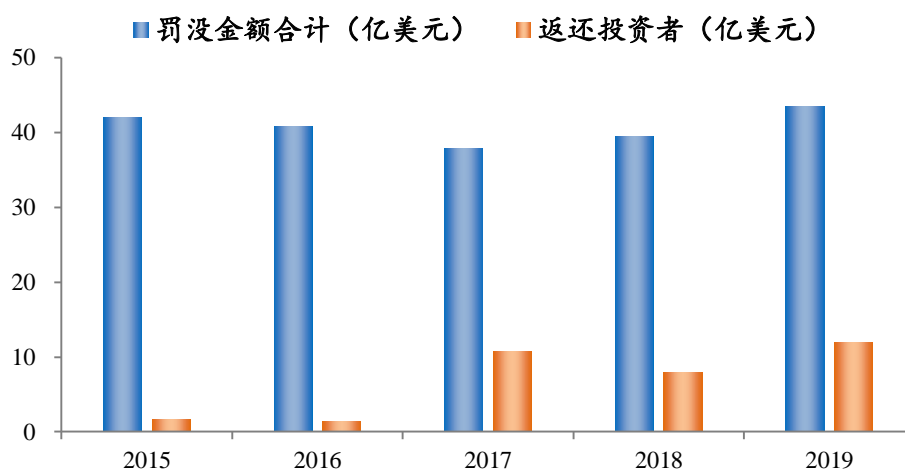
我国 2014 年出台《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》，一方面**要求实名**。尽管举报中心提供匿名举报选项，但也需要提供被举报人的姓名、身份等信息，举报人担心被恐吓报复风险，打击举报积极性；另一方面**激励不到位**。中国证监会规定，对于一般举报，给予不超过 10 万元的奖励；对于重大举报，奖励金额最高不超过 30 万元，奖励上限与动辄千百万元的惩处金额不成比例，举报意愿不足。

## 12) 完善建设投资者赔付基金

美国证券投资者保护公司 (SIPC) 是非营利法人，在 SEC 的监管下运作，建立投资者保护基金，在出现交易商或经纪商破产时，SIPC 会在保障范围内为投资者提供预付赔偿金，减少投资者收到的损失，每个客户高达 50 万美元。此外，美国有健全的证券市场商业保险机制，可以为客户超过 SIPC 限额的损失提供保障，保障额度高达 3000 万美元，例如伦敦劳埃德保险公司就有提供此类服务。

我国专门设立一体两翼投资者保护体系，一体是证监会投保局，两翼为投保基金、投资者服务中心，但是，目前投保基金的赔付范围不包括投资者因上市公司信息披露违法、虚假陈述等市场欺诈行为而遭受损失的情形；此外，中国证券行政罚没款直接上缴国库的制度，受损投资者得不到应有的补偿，不利于资本市场信心的维护。

图表91：美国证监会将违法者罚没金额返还补偿投资者



资料来源：SEC，恒大研究院

## 恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

## 免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

## 行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

## 联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com