

非银金融

证券研究报告
2024年04月15日

新“国九条”解读：提质减量推动资本市场高质量发展，以分红重塑估值体系

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

杜鹏辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523100001
dupenghui@tfzq.com
陈嘉言 联系人
chenjiayan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《非银金融-行业研究周报:多重利好共振，看好金融板块政策利好兑现》 2024-01-25
- 《非银金融-行业点评:建设以投资者为本的资本市场——证监会副主席王建军接受媒体采访点评》 2024-01-25
- 《非银金融-行业点评:M1超预期下行，关注后续政策加力可能》 2023-12-14

1、本次“国九条”框架：以人民性为核心、以吸引居民资金入市为目标、以分红率为核心抓手，促进资本市场高质量发展

1) 理解政策的站位和落脚点：对于政策理解的站位要“高”，从“助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”这一吸引居民资金入市的顶层设计的角度去理解本轮政策周期；对于政策理解的出发点要“低”，从深入群众（投资者）的角度去理解政策的具体做法（回答中小投资者最为关心的量化、私募、融券、产业链和资金盘等问题）。

2) 政策概述：以人民性为核心、以吸引居民资金入市为目标、以分红率为核心抓手，从总体纲领和目标、企业端、机构端和监管端四领域促进资本市场高质量发展，贯彻“活跃资本市场、提振投资者信心”的总体要求。

2、本次“国九条”内容：从总体纲领和目标、企业端、机构端和监管端四领域促进资本市场高质量发展

总体纲领和目标：把人民性放在突出重要位置，首提“满足人民群众日益增长的财富管理需求”，延续吸引居民侧资金入市的政策脉络。

1) 纲领：尤其强调“人民性”的突出地位，表述中强调“突出以人民为中心的价值取向”，首次在高级别文件中使用“助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”这一表述，延续吸引居民侧资金的政策脉络；

2) 目标：首次提出短、中、长期目标，中期和长期目标的提出彰显政策的延续性和决心；将“投资者保护”列为目标之首，继续贯彻保护中小投资者吸引居民资金入市的愿景和目标。

企业端：从上市阶段、挂牌阶段和退市阶段对企业进行全生命周期监管，严发行、重分红、强退市

1) 上市阶段：提升上市标准适度纠偏并打击新股市场乱象，贯彻以投资者为本的原则。进一步贯彻“市场投资和融资是一体两面。更加突出以投资者为本，本就是根，根深才能木茂”这一辩证关系的表态，首提“上市之初即明确分红政策”；

2) 挂牌阶段：树立以分红为核心的价值体系，多措并举改变未来市场风格和投资范式。全面完善减持规则体系，强调“按照实质重于形式的原则”坚决防范各类绕道减持；强化分红监管，首次提出“对多年未分红或分红比例偏低的公司，实施风险警示”；推动上市公司主动提升投资价值，制定上市公司市值管理指引，提出“引导上市公司回购股份后依法注销”。

依然把保护中小投资者放在该部分内容的首位，完善减持规则回应“转融通出借”和“ETF绕道减持”两大投资者关心的核心问题；确立以分红为核心的上市企业质量评价体系，半强制性要求上市公司分红，对未来市场风格和投资范式影响深远。

3) 退市阶段：严格退市标准并严控借壳上市，资金挤出效应提振优质公司估值。从严退市，新增“严重、连续造假”退市、“内控非标意见”退市、“控制权无序争夺”退市三种情形，并“提高亏损公司的营业收入退市指标”；大力削减“壳”资源价值，从严监管借壳上市，落实“借壳等同IPO”要求。从严退市加速劣质企业出清，形成资金挤出效应提

振优质公司估值；大力削减“壳”资源价值，与后文打击产业链模式和资金盘模式相照应。

机构端：

- 1) **资本中介机构：处理好资本中介功能性和盈利性的关系，让利实体经济、合规审慎经营。**从创新发展到高质量发展，提出“处理好功能性和盈利性的关系”，树立头部机构做大做强、中小机构差异化发展的目标。积极培育良好的行业文化和投资文化，合规执业、声誉管理是未来工作重点。
- 2) **投资机构：引导并鼓励公募行业良性发展，引导险资入市。**产品方面，提出“大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比”，“推动指数化投资发展”；考核方面，提出“从规模导向向投资者回报导向转变”；费用及薪酬，提出“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”。公募基金规模有望持续提升，未来公募基金考核方式有望发生转变（从相对到绝对）；管理费率有望进一步下降，基金经理薪酬制订更为合理（从规模到收益率）、更加公开透明。

监管端：

- 1) **打击市场乱象：**点名操纵市场（资金盘）、量化、私募乱象（杠杆、产业链）、恶意做空四类乱象集中整治；
- 2) **基础设施：**增强稳定机制建设并建立重大政策发布协调机制，提升市场稳定性；
- 3) **打击违法犯罪：**加强资本市场法治建设，提升违法成本，促进资本市场高质量发展。

3、核心结论：以分红为核心的政策变化或将有效重构市场估值体系

- 1) **投资范式变化：再看估值模型，过往过度简化为“唯净利润增速论”，缺乏分红引导。**

$$\text{公司估值} = \sum \frac{\text{股息}}{\text{贴现率}} = \sum \frac{\text{EPS} \times \text{分红率}}{\text{无风险利率} + \text{风险溢价}} \propto \frac{\text{盈利增速}}{\text{盈利的不确定性}}$$

本次“国九条”赋予分红率更高的关注度，引导市场重新对资产进行定价。即给予分红率更高的关注度，破除唯净利润增速论，投资需考虑的范畴从公司能够赚多少钱到公司能够为投资者实现多少价值，能够实现多少分红，我们认为，简化后的估值模型应由下式给出

$$\text{公司估值} = \sum \frac{\text{股息}}{\text{贴现率}} = \sum \frac{\text{EPS} \times \text{分红率}}{\text{无风险利率} + \text{风险溢价}} \propto \frac{\text{盈利增速} \times \text{分红率}}{\text{盈利的不确定性}} \propto \frac{\text{股息增速}}{\text{股息的不确定性}}$$

- 2) **观察到的现象：**市场存在“高成长赛道过于拥挤，价值赛道无人问津”的问题。思考为什么过去大家扎堆于高景气赛道？我们认为，因为给予分红的权重太少，导致净利润高增速成为市场主要追逐的方向，其结果就是高景气估值被拉高至较为不合理的水平，且对基金经理的考核机制进一步加重高景气赛道的拥挤。
- 3) **此次“国九条”的政策核心：**强调分红、注重分红、强制分红，以分红率为传导变量，或推动分红率成为“平衡成长与价值的锚”。
- 4) **强调分红将对市场风格产生影响：**防止估值模型的过度简化，投资者需要审慎考量高增速的净利润能否实现到高增速的股息。估值定价式中较为激进的简化方式“分子端盈利增速、分母端增速的不确定性”或将变为“分子端股息增速和分母端股息的不确定性”；且分红不达标公司将被实施 ST 强制增大估值不确定性，以实现资金的挤出效应。通过这一

方式，分红率将成为市场风格中“平衡价值与成长考量”的关键传导因子，市场风格面临成长和价值的再平衡，判断高股息价值类资产或将在未来相当一段时间内占据优势。

- 5) **我们认为为什么强调分红？** **第一**，意在为居民大类资产配置迁移培育安全、稳定、收益可靠的土壤，未来资本市场的使命是满足人民群众日益增长的财富管理需求，这种需求的满足不依赖于较为非理性的股价上涨（换言之，公允价值变动带来的资产利得并非政策引导的方向），财富管理需求的满足依赖于稳定的股息分红以实现财富的二次分配。因此，强调分红的意义在于引导居民的资产配置，而非引导获取交易价差，从而实现居民大类资产配置安全转移至资本市场的战略目标。**第二**，于中小投资者直接投资而言，降低投资难度，从跟踪净利润增速这种强信息差模式引导变为优质稳定分红公司的公平信息模式，提升中小投资者的获得感和公平性。**第三**，于机构端间接投资而言，改变“高成长赛道过于拥挤，价值赛道无人问津”的问题，其本质在于通过改变机构估值思维结构的方式改变机构投资偏好，提振投资机构收益率并避免发生净值大起大落的风险。

4、未来边际变化：

预计未来将在行业薪酬标准、公募考核方式、公募产业链降费和险资入市四方面入手进一步促进资本市场高质量发展

风险提示：权益市场大幅波动；资本市场改革不及预期；政策超预期变动。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com