

证券研究报告

2024年09月07日

行业报告 | 行业深度研究

资本市场改革深化，关注“真价值”与“真成长”

——2024三季度非银核心观点汇报

作者：

分析师 杜鹏辉 SAC执业证书编号：S1110523100001



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

如何理解本轮全面深化资本市场改革——一个核心目标、N条实施路径、两层重要内涵

一个核心目标：满足持续增加的居民资产配置、财富管理和养老投资等需求、中长期资金增加权益投资的需求

N条实施路径：持续推动新“国九条”和资本市场“1+N”政策落地见效，从融资、转融通、量化交易、减持、违规处罚等各方面多措并举，提振信心、强化预期，实现全面深化资本市场改革的目标。

两层重要内涵：以科技+分红作为两个重要抓手，强调投资与融资是资本市场功能的一体两面，引领服务科技发展的同时强化投资者回报，指引出科技投资+股息投资的明确方向。一方面以服务实体经济为导向，“吸引更多科技创新和新质生产力代表企业上市”，服务科技强国战略；另一方面以强化投资者回报为导向，“引导上市公司加大分红和回购力度”，增强广大投资者的获得感和体验感。

科技与分红两手抓，关注“真成长”和“真价值”

1) 问题之一“为什么”：理解政策的站位要顶层设计，落脚点要深入群众。

2) 问题之二“怎么做”：针砭时弊重在对症下药，核心是恢复中小投资者的信心。

3) 问题之三“如何演绎”：科技与分红两手抓，关注“真成长”和“真价值”。未来如何演绎？年内以银行为代表的高股息板块行情持续演绎。再看估值范式变化之后以股息投资为核心的投资模型，一方面是高股息资产的价值重估（真价值）；另一方面是股息成长性，能够长期保持稳定股息成长的资产更为受益（真成长）。

风险提示：




- 1) 政策效果不及预期
- 2) 宏观经济超预期下行
- 3) 国际形势复杂多变

1 如何理解本轮全面深化资本市场改革——一个核心目标、N条实施路径、两层重要内涵

- 一个核心目标：满足持续增加的居民资产配置、财富管理和养老投资等需求、中长期资金增加权益投资的需求
- N条实施路径：持续推动新“国九条”和资本市场“1+N”政策落地见效，从融资、转融通、量化交易、减持、违规处罚等各方面多措并举，提振信心、强化预期，实现全面深化资本市场改革的目标
- 两层重要内涵：以科技+分红作为两个重要抓手，强调投资与融资是资本市场功能的一体两面，引领服务科技发展的同时强化投资者回报，指引出科技投资+股息投资的明确方向。一方面以服务实体经济为导向，“吸引更多科技创新和新质生产力代表企业上市”，服务科技强国战略；另一方面以强化投资者回报为导向，“引导上市公司加大分红和回购力度”，增强广大投资者的获得感和体验感。

证监会召开学习贯彻党的二十届三中全会精神 进一步全面深化资本市场改革机构投资者座谈会

日期：2024-08-25 来源：证监会

【字号： 大 中 小】    +

为深入学习贯彻党的二十届三中全会精神，进一步全面深化资本市场改革，近日证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会，与全国社保基金、保险资管、银行理财、私募基金等10家头部机构投资者代表深入交流，充分听取意见建议。会党委委员、副主席李超参加座谈。

座谈中，大家一致认为，三中全会《决定》对资本市场进一步全面深化改革作出系统部署，社会各方对资本市场在推进中国式现代化进程中发挥更大作用寄予厚望。与会单位表示，投资与融资是资本市场功能的一体两面，二者协调发展对资本市场长期健康发展具有重要意义。当前，我国经济正处于高质量发展的关键时期，随着居民资产配置、财富管理和养老投资等需求持续增加，中长期资金增加权益投资的需求也不断加大。同时，与会单位就资本市场下一步全面深化改革提出了具体建议，包括健全鼓励长期投资的考核、会计、税收等激励机制，支持更多长期资金入市；进一步完善资本市场基础制度，推动股票发行注册制走深走实，提高制度的包容性和精准性，吸引更多科技创新和新质生产力代表企业上市；引导上市公司加大分红和回购力度，鼓励上市公司综合运用并购重组、股权激励等方式提升投资价值；等等。

资料来源：证监会，天风证券研究所

2 问题之一“为什么”：理解政策的站位要顶层设计，落脚点要深入群众

□ 对于政策理解的站位要“高”，从顶层设计的角度去理解本轮政策周期

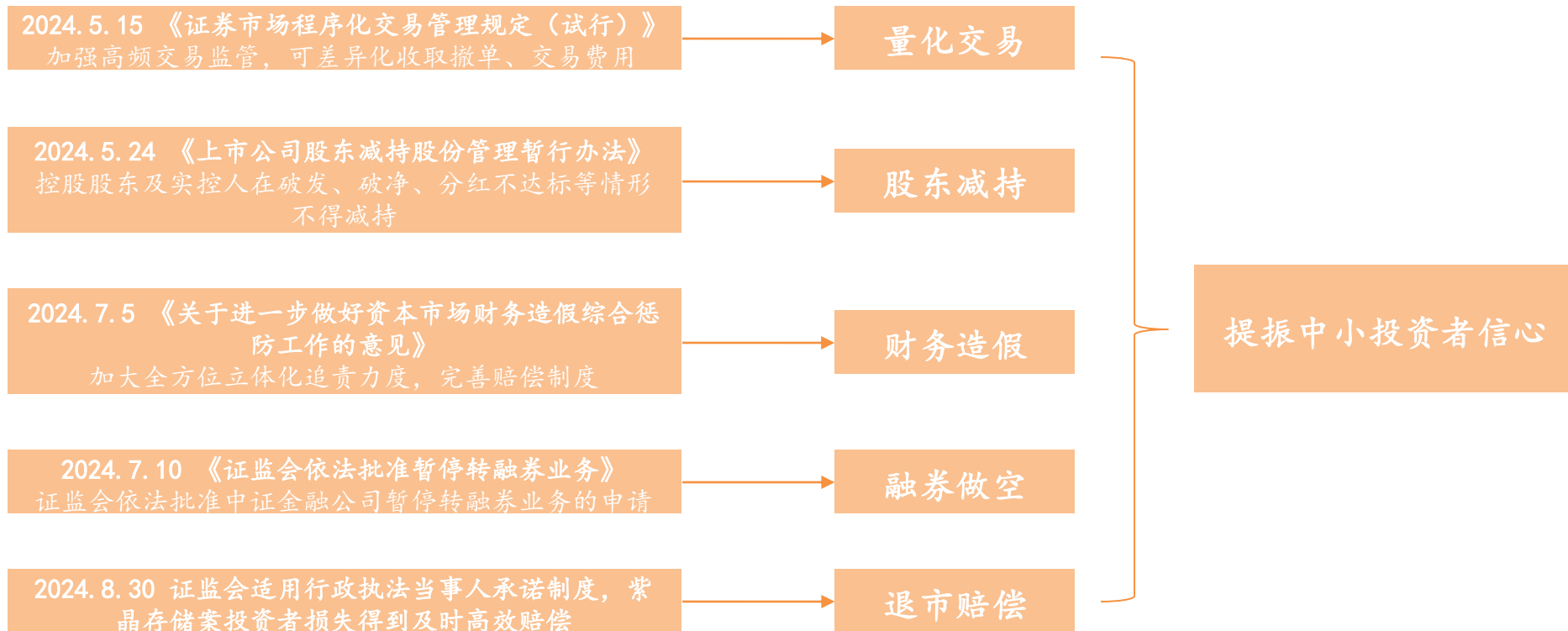
- 1) 7.24国常会首提“活跃资本市场、提振投资者信心”，其根本目的在于引导居民侧资金入市，原因在于地产市场已经不能承担原有居民资产蓄水池的功能（同场会议提出“深刻意识到我国地产市场的供求关系发生深远变化”）
- 2) 因此，本来政策的目的是明确，在于吸引居民侧资金入市，并重视资本市场“助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”的功能

□ 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

- 1) 如果要吸引居民侧资金入市，需要增强的居民的信心
- 2) 因此，必须针对中小投资者关注的核心问题对症下药，解决这些问题
- 3) 事实印证：量化、转融通、新股超发、违规减持这些损害的都是中小投资者的利益，其实和机构关系不大

3 问题之二 “怎么做”：针砭时弊重在对症下药，核心是恢复中小投资者的信心

- 政策注重针对性，意在提振中小投资者信心：政策脉络突出对症下药，针对中小投资者关心的问题做出针对性回应，意在提振中小投资者信心，短期**引导增量资金入市**，长期打造能够**更好满足人民群众日益增长的财富管理需求**的资本市场。



资料来源：中国政府网，证监会发布公众号，每日经济新闻公众号，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

4 问题之三“如何演绎”：科技与分红两手抓，关注“真成长”和“真价值”

- 从股息贴现模型（DDM）出发，公司估值由未来股息贴现而来

$$\text{公司估值} = \sum \frac{\text{股息}}{\text{贴现率}} = \sum \frac{\text{EPS} \times \text{分红率}}{\text{无风险利率} + \text{风险溢价}}$$

- 通常使用过程中，通常将这一模型简化。但过去给与分红率的关注太少，以至于模型被过度简化为下式

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

- 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“给与分红率更高的关注度，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”，简化后的估值模型应由下式给出

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

2.2 投资范式变化：再看估值模型，此次强调分红意在推动分红率成为“平衡价值和成长的锚”

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

□ 此次政策的核心抓手在于分红率，分红如何影响估值和市场偏好？

1) 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？因为给予分红的权重太少，导致净利润高增速成为市场唯一追逐的方向，其结果就是高景气估值被无限拉高至扭曲的水平，且相对考核的机制进一步加重高景气赛道的拥挤。

2) 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，推动分红率成为“平衡成长与价值的锚”。

3) 强调分红将对市场风格产生合作影响：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、分母端增速的确定性”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。

举例：

公司A：高净利润增速，但其分红率不确定性极高；

公司B：净利润平稳增长，其分红率确定性极高。

从唯净利润增速的角度考量，公司A投资价值超过B

但从实际分红的实现角度考虑，这两家公司是否具有同样的投资价值？

2.2 投资范式变化：以分红率为抓手意在吸引居民侧资金入市，未来持续关注真成长和真价值

□ 此次政策的核心抓手在于分红率，为什么如此强调分红？

1) 再看政策定调，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：“**必须始终践行金融为民的理念，突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求**”。向后看，居民财富积蓄房地产已经成为过去式，未来“房住不炒”的定位将进一步压降其投资价值；向前看，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击鼓传花式的股价泡沫上涨（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。这与资本市场本身并不产生价值，而是通过分红实现投资利润分配的经济学原理相一致。

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。

2) 在此目标下，居民侧资金入市无非通过“开户直接投资+产品间接投资”两种方式。

3) 中小投资者直接投资，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。

4) 机构端间接投资，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**。

5) 未来如何演绎？年内以银行为代表的高股息板块行情持续演绎。再看估值范式变化之后以股息投资为核心的投资模型，一方面是高股息资产的价值重估（真价值）；另一方面是股息成长性，能够长期保持稳定股息成长的资产更为受益（真成长）。

风险提示

- 1) 政策效果不及预期：政策未能如预期般提振投资者信心，引导资金入市效果不佳
- 2) 宏观经济超预期下行：经济增长放缓、通货膨胀压力、货币政策变动等宏观经济因素影响市场风险偏好，增加市场不确定性，不利于政策实施
- 3) 国际形势复杂多变：国际政治局势、贸易争端、地缘政治风险等外部不确定性因素导致投资者为规避风险减少投资，与政策推行方向背道而驰

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

THANKS