

证券研究报告
2025年7月17日



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

从CSR到ESG，可持续信息重塑企业价值

分析师：周绪艳 SAC编号：S0870523060004

主要观点

- ◆ 19世纪末20世纪初，工业革命后工业的快速发展对社会产生的负面影响开始凸显，CSR概念得以提出。1923年，Sheldon在《管理哲学》中提出，企业的责任是在追求自身利润的同时改善社区利益。1953年，Bowen在《商人的社会责任》一书中，将CSR定义为商业主体为满足社会目标 and 价值而采取的政策、计划与行动。
- ◆ 1987年，联合国世界环境与发展委员会（WCED）发布《我们的共同未来》研究报告，将可持续发展定义为“满足当代人的需要而又不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展”。
- ◆ 2004年12月，联合国发布了《在乎者赢》（Who Cares Wins）报告，首次提出了ESG概念。从诞生起，ESG就继承了CSR的部分基因，没有CSR历经的百年探索，就没有今天的ESG。
- ◆ 2015年9月，联合国193个成员国通过了《联合国2030年可持续发展议程》，制定了17项可持续发展目标（SDGs）。
- ◆ 国家统一的可持续披露准则体系建设总目标是，到2027年，企业可持续披露基本准则、气候相关披露准则及应用指南相继出台；到2030年，国家统一的可持续披露准则体系基本建成。
- ◆ 我们认为：参照财政部办公厅发布近日发布的《〈企业可持续披露准则——基本准则（试行）〉应用指南（征求意见稿）》，企业需要披露可持续风险和机遇的当期和预期财务影响、企业的战略和业务模式对可持续风险的韧性、可持续影响信息，这将为重塑企业价值带来积极影响。

风险提示：政策不及预期，企业可持续信息质量不及预期



目录

Content

- 一、CSR理念及历史沿革
- 二、从CSR到ESG的演进
- 三、ESG回归本质，可持续发展成为共识
- 四、可持续信息重塑企业价值
- 五、投资建议
- 六、风险提示

1.1 全球企业社会责任的历史缘起-西方国家企业社会责任历史的五个阶段

◆ 古典时期（公元前 5000年至公元550年）

- ✓ 商人的社会和法律地位十分卑微，其角色被定位为社区提供服务，强大的社区精神和压力迫使商人开展社会公益性活动。

◆ 中世纪时期（1000年至1500年）

- ✓ 在教会势力异常强大甚至凌驾于国家之上的中世纪，盈利性活动被视为违背基督教精神的洪水猛兽，商人存在的目的就是要服务于公共利益。

◆ 重商主义时期（1500年至1800年）

- ✓ 商人以盈利最大化对自我利益的追求受到鼓励，但同时也要求商人社区、慈善事业等履行社会义务。

◆ 工业化时期（1800年至1920年）

- ✓ 随着工业革命的产生和发展，资本主义市场经济制度逐步建立起来，企业在社会经济生活中逐渐占据主导地位。自由放任的经济学思想，更是极力鼓吹政府对企业自由和市场自由的鼓励，而非政府干预，对于企业社会责任更是强烈抵制。这时企业的理念就是股东个人利益本位绝对化，企业经营者实现盈利最大化。由于企业的存在和发展对国家和地方的社会经济生活影响甚巨，企业社会责任的初步观念也处于胎动之中。

◆ 现代意义上的企业社会责任强化时期（1920年--至今）

- ✓ 从20世纪30年代开始，社会对企业的要求是，生产越来越多的商品、提供越来越多的服务，不断提高社会的生活水平。因此经济目标不是企业的唯一目标。一些企业的经营者开始积极解决环境保护、失业和有效利用人力资源等社会问题。这实际上是现代意义上的企业社会责任的起源。社会已经从不要求企业履行社会责任转变为要求企业履行各种社会责任；社会要求企业负担的责任，已经由昔日的经济与法律责任，扩大到法律规范以外的道德性及自发性责任。

资料来源：《中国企业报》，上海证券研究所



1.2 百年历史的企业社会责任（Corporate Social Responsibility, CSR）

◆ CSR是企业社会责任（Corporate Social Responsibility），CSR概念的提出源于20世纪初，主要关注制造业企业的环境和社会影响，在中国引起广泛关注始于2004年，并在2008年之后得到快速发展。

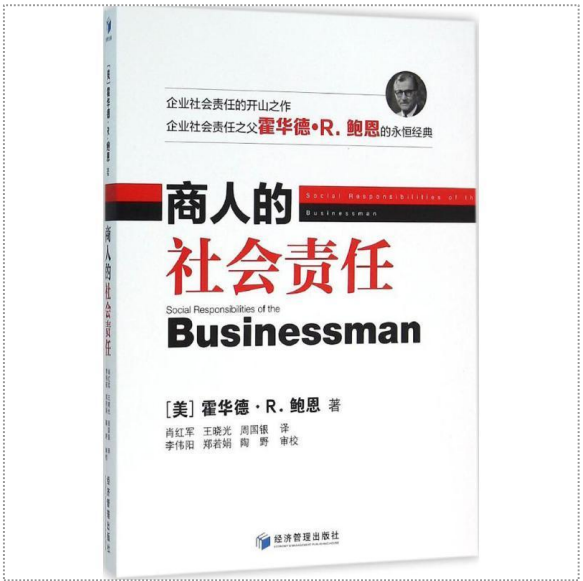
◆ CSR概念的开创者

- ✓ Clark（1916）和Sheldon（1923）均认为企业的责任超越赚取利润，但都未对CSR作出明确定义。
- ✓ Sheldon在《管理哲学》一书中提出企业的责任是在追求自身利润的同时改善社区的利益。
- ✓ 此后经历了Berle和Dodd长达20多年的辩论，CSR的概念并没有发生大的变化。

◆ CSR定义的提出者

- ✓ 1953年，Bowen在《商人的社会责任》一书中给出了较为严谨的CSR定义。
- ✓ Bowen认为，大企业有能力在各个方面影响公民的生活，理应履行更大的社会责任，他将CSR定义为商人满足社会目标和价值而采取的政策、计划和行动。

图1 奥利弗·谢尔登《管理哲学》、霍华德·R.鲍恩《商人的社会责任》



资料来源：可持续发展经济导刊，财务与会计，中图网，新华书店，上海证券研究所



1.3 CSR产生的缘由

- ◆ 企业承担社会责任的理由：企业的社会责任直接产生于企业行为对社会造成的影响；企业的社会责任从根本上源于企业的社会契约。
- ◆ 责任产生于社会影响

 - ✓ 19世纪末20世纪初，工业革命后工业的快速发展对社会产生的负面影响开始凸显，为生产利润各大公司不择手段，增强了经济活动的野蛮色彩。
 - 环境污染是企业负外部性的主要表现：英国空气污染严重、美国本土环境污染和生态破坏日益严重。
 - 企业内部劳资关系紧张：大企业在生产的过程中聚集了大量的工人，但工人面临着雇佣无保障、低工资、童工以及不安全的工作环境，劳资关系趋于紧张。
- ◆ 责任产生于社会契约

 - ✓ 契约思想：最早起源于公元前5世纪的古希腊哲学家伊壁鸠鲁。
 - 伊壁鸠鲁认为，个人的利益都是为了避免受到同样自私的其他人的侵害，最好的办法就是相互之间达成默契，人们相互约定，自己不侵害他人，也不受他人侵害，正义和法律都来自人们之间的相互约定。
 - ✓ 随着企业的出现，学者们开始将社会契约的思想应用于企业领域。
 - 1937年，**罗纳德·H.科斯（Ronald H. Coase）**提出了企业社会契约理论，提出“企业是一系列契约的有机组合”，将社会契约理论引入企业研究。
 - 1971年，**美国经济发展委员会（Committee for Economic Development, CED）**出版了《商业公司的社会责任》（*Social Responsibilities of Business Corporations*）。书中描述了企业对当前社会面临的问题（环境污染、侵害消费者权益等企业所产生的负面影响，也包括贫困、城市衰败等社会问题）没有足够的关注，公众普遍期望企业能够为实现良好的社会目标做出更多贡献。社会对企业产生了新的期望，企业被要求承担比以往任何时候都更广泛的社会责任，并为更广泛的人类价值观服务，而不仅仅是提供大量的商品和服务。
 - 1982年，**托马斯·唐纳森（Thomas Danaldson）**提出了企业与社会之间存在的契约关系，即企业应该对为其存在提供条件的社会承担责任，而社会应该对企业的发展承担责任。

资料来源：清华大学拉美中心，上海证券研究所



1.4 CSR的内涵

◆ 责任的类型:同心圆模型、金字塔模型

- ✓ 同心圆模型：1971年，美国经济发展委员会（Committee for Economic Development, CED），在《商业公司的社会责任》（Social Responsibilities of Business Corporations）中提出三个同心圆的责任。
- 内圈：基本责任，有效执行经济功能，如产品、就业和经济增长。
 - 中间圈：包括履行经济责任的同时敏感地认识到不断变化的社会价值和优先事项，例如环境保护、员工和客户关系等。
 - 外圈：则概述了企业为更广泛地参与改善社会环境而应承担的新出现的、尚未定型的责任，例如解决贫困等重大社会问题。
- ✓ 金字塔模型：(Carroll, 1991)，提出企业社会责任金字塔模型。
- 经济责任：是其他一切的基础。
 - 法律责任：人们期望企业遵守法律。
 - 道德责任：要求企业以符合社会习俗和道德规范期望的方式运营。
 - 慈善责任：企业以符合社会慈善的方式运营，为社会贡献企业的经济和人力资源。

图2 同心圆模型

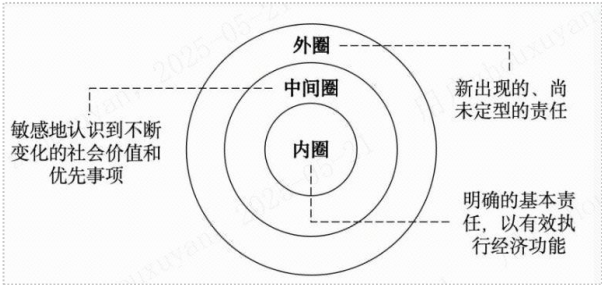
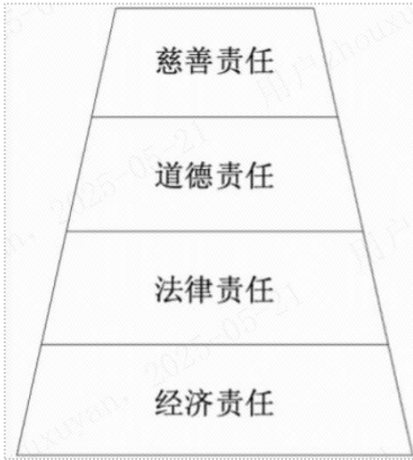


图3 金字塔模型



◆ 责任的对象：利益相关者

- ✓ 内部利益相关者：所有者、客户、员工和供应商。
- ✓ 外部利益相关者：政府、社区、竞争对手、消费者权益倡导者、环保主义者、特殊利益集团和媒体。

图4 责任的类型、责任的对象二维图

利益相关者	CSR类型			
	经济	法律	道德	慈善
股东				
消费者				
员工				
社区				
竞争对手				
供应商				
社会活动团体				
社会公众				
其他				

资料来源：清华大学拉美中心，上海证券研究所



1.5 CSR发展的五个阶段

◆ 第一阶段：20世纪60年代，CSR概念基本保持伦理导向

- ✓ Frederick (1960) 提出，CSR是在个人和企业利益之外履行公众期望并提升社会经济福利的行为。

◆ 第二阶段：20世纪70年代，CSR概念呈现差异化和多样性

- ✓ Johnson (1971) 认为，对社会负责的企业应当考虑员工、供应商、经销商、当地社区和国家的多重利益，而不应仅仅考虑为股东赚取利润。
- ✓ 美国经济发展委员会 (1971) 在《工商企业的社会责任》报告中提出CSR由三个圈组成，内圈代表企业的基本责任，中圈代表在经济职能之外对不断变化的社会价值和优先事项的认识和行动，外圈代表企业改善社会环境的责任。
- ✓ 这个时期还出现了开明的自利 (Enlightened Self-interest)、好邻居等CSR新概念。

◆ 第三阶段：20世纪80年代，CSR概念进入成熟期

- ✓ Freeman于1984年出版了利益相关者理论的开山之作《战略管理：利益相关者方法》，指出企业的成功有赖于其对利益相关者的管理能力，并将利益相关者定义为任何能够对组织目标实现施加影响或受其影响的群体或个人。
- ✓ 利益相关者理论的提出，使CSR由概念向理论演化。

◆ 第四阶段：20世纪90年代至21世纪初，CSR概念开始呈现管理导向

- ✓ Carroll (1991) 提出著名的企业社会责任金字塔理论（从底层到顶层依次为经济责任、法律责任、伦理责任和慈善责任）
- ✓ Elkington (1997) 提出的三重底线理论（经济底线、环境底线和社会底线）

◆ 第五阶段：21世纪初期之后，CSR概念逐步向可持续发展和企业公民 (Corporate Citizenship) 的方向演变

- ✓ CSR概念日益受到国际组织标准制定的影响，更加重视CSR在可持续发展中的作用。

资料来源：李诗，黄世忠. 从CSR到ESG的演进——文献回顾与未来展望[J]. 财务研究, 2022, (4): 13-25, 上海证券研究所



目录

Content

一、CSR理念及历史沿革

二、从CSR到ESG的演进

三、ESG回归本质，可持续发展成为共识

四、可持续信息重塑企业价值

五、投资建议

六、风险提示

◆ 联合国对环境保护和可持续发展的积极推动。

出于对经济、社会和环境发展不充分、不协调的关切，联合国从20世纪70年代起就开始推动经济社会发展和环境问题的解决。

- 1972年，联合国第一次人类环境会议召开。
- 1973年，联合国环境规划署（UNEP）成立。
- 1983年，联合国成立了世界环境与发展委员会（WCED）。
- 1987年，世界环境与发展委员会（WCED）向联合国提交了题为《我们的共同未来》的研究报告，正式提出并定义了可持续发展概念。
- 1992年，联合国环境与发展大会通过《里约环境与发展宣言》（亦称《地球宪章》），150多个国家签署了《生物多样性公约》和《气候变化框架公约》等重要文件。
- 2000年，全球最大可持续发展倡议组织——联合国全球契约组织成立。
- 2004年，联合国发布《在乎者赢》研究报告，首次提出了ESG概念。
- 2006年，联合国发布了《负责任投资原则》。
- 2015年，通过《联合国2030年可持续发展议程》，制定17项可持续发展目标（SDGs）。
- 2015年，《巴黎协定》提出将21世纪全球气温上升控制在工业革命前的2°C以内、力争1.5°C以内的控温目标，以减缓气候变化，确保人类的可持续发展。

◆ 资本市场对ESG信息的强大需求。

- 《巴黎协定》签署以来，经济社会向低碳转型和绿色发展已然成为共识。资本市场形成了对可持续发展特别是ESG信息的强大需求，带有自愿披露性质的CSR报告已经无法满足资本市场的需要，客观上导致了CSR的式微和ESG的崛起。

◆ ESG标准制定的不断推进。

- 1997年，全球报告倡议组织（GRI）成立。
- 2007年，气候披露准则理事会（CDSB）成立。
- 2011年，可持续发展会计准则理事会（SASB）成立。
- 2015年，气候相关财务信息披露工作组（TCFD）成立。
- 2021年，欧洲委员会授权欧洲财务报告咨询组（EFRAG）制定欧洲可持续发展报告准则（ESRS）。
- 2021年，国际可持续发展准则理事会（ISSB）成立。
- 2022年，EFRAG发布13份ESRS工作稿，ISSB发布《可持续发展相关信息披露一般要求》和《气候相关披露》征求意见稿，美国证监会（SEC）发布气候信息披露新规。

资料来源：李诗，黄世忠。从CSR到ESG的演进——文献回顾与未来展望[J]. 财务研究，2022，（4）：13-25，上海证券研究所



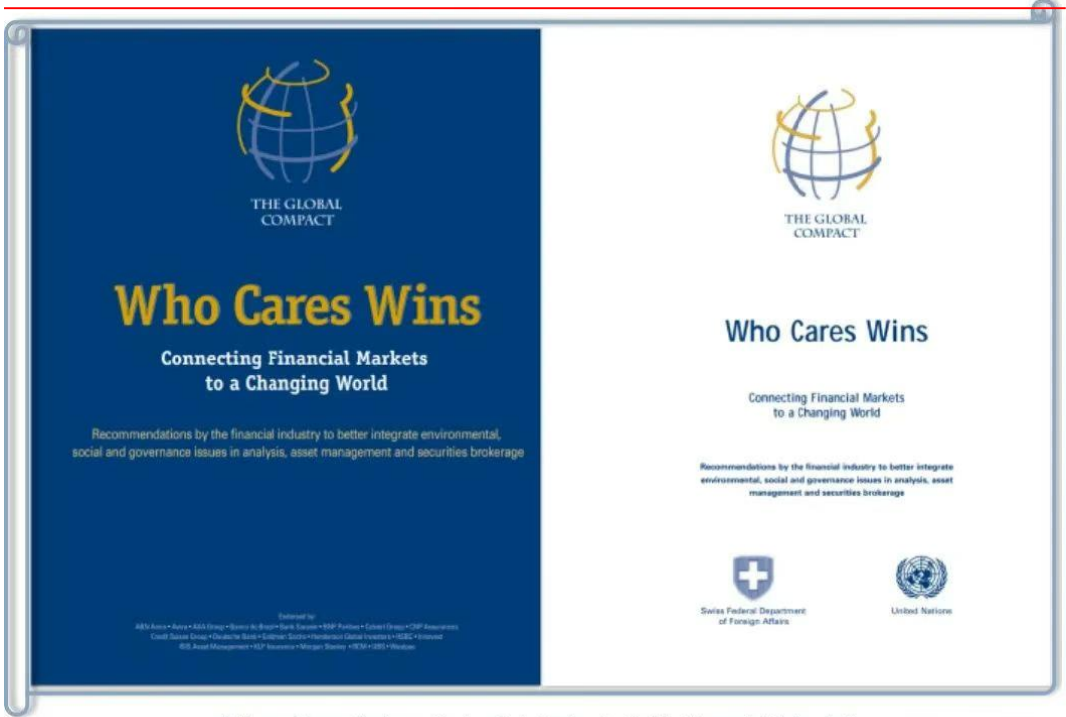
2.2 环境、社会、公司治理 (Enviromental, Social, Governance, ESG) 发展20年

- ◆ 联合国全球契约组织于2004年发布“在乎者赢(Who Cares Wins)”报告，首次正式提出ESG理念，为企业界成为应对全球化挑战的积极力量设定了三个宽泛但重要的领域：环境、社会、公司治理。
- ✓ ESG issues (ESG议题)：环境(Enviromental)、社会(Social)、治理(Governance)
- ✓ ESG factors (ESG要素)
- ✓ ESG principles (ESG原则)：全球契约十项原则

图5 全球市场的人性化面孔



图6 《在乎者赢：将金融市场与变化的世界连结起来》



《在乎者即赢家：将金融市场与变化的世界连结起来》

资料来源：UNGC 联合国全球契约组织，中国标准化，上海证券研究所



2.3 ESG议题：环境(Enviromental)、社会(Social)、治理(Governance)

图7 《在乎者胜(Who Cares Wins)》ESG相关议题



图8 IMF的ESG主题内容

	关键主题	关键议题
环境	气候风险	• 气候变化事件的脆弱性 • 碳足迹
	自然资源	• 能源效率 • 用水效率 • 原材料采购 • 土地使用
	污染与废弃物	• 有毒物质排放 • 废水管理 • 危险品管理 • 空气质量 • 电子废弃物管理
	机遇与政策	• 可再生能源 • 清洁技术 • 绿色建筑 • 环境和生物多样性目标与投资
社会	人力资本	• 工作场所的健康和安全 • 发展机会 • 员工参与、多样性和包容性 • 劳动实践(如工资、工作条件)
	产品责任	• 产品安全和质量 • 销售实践和产品标签 • 客户隐私和数据安全 • 对产品的评估
	关系	• 社区 • 政府 • 公民社会
治理	公司治理	• 董事会结构和问责制 • 会计和信息披露实践 • 高管组成和管理效率 • 所有权和股东权利
	公司行为	• 腐败管理 • 系统性风险管理 • 收益质量 • 竞争行为 • 商业环境管理(如法律监管) • 税收和关联方交易的透明度

◆ 在中国，以社会价值投资联盟(CASVI)为代表的组织机构也提供了针对ESG的思考。

图9 CASVI整理的ESG议题



资料来源：可持续准则研究中心，上海证券研究所



2.4 ESG原则：全球契约十项原则

- ◆ 1999年1月，联合国时任秘书长安南，在达沃斯世界经济论坛年会上，提出“全球契约”（Global Compact）构想。
- ◆ 2000年7月，联合国总部正式成立“联合国全球契约组织”，号召全球企业，遵守国际公认的价值观和原则—全球契约十项原则，“为全球市场带来人性化的面孔”。
- ◆ 联合国全球契约组织驻华代表刘萌表示：全球契约十项原则，为ESG提供了基于国际法和联合国公约的方法论基础与实践框架，推动全球 170多个国家、超20000家企业会员践行ESG原则。

◆ 人权

- 原则一：企业应该尊重和维护国际公认的各项人权
- 原则二：企业决不参与任何漠视与践踏人权的行为

◆ 劳工标准

- 原则三：企业应该维护结社自由，承认劳资集体谈判的权利
- 原则四：企业应该消除各种形式的强迫性劳动
- 原则五：企业应该支持消灭童工制
- 原则六：企业应该杜绝任何在用工与职业方面的歧视行为

◆ 环境

- 原则七：企业应对环境挑战未雨绸缪
- 原则八：企业应该主动增加对环保所承担的责任
- 原则九：企业应该鼓励开发和推广环境友好型技术

◆ 反腐败

- 原则十：企业应反对各种形式的贪污，包括敲诈勒索和行贿受贿

资料来源：UNGC联合国全球契约组织，环球杂志，上海证券研究所



2.5 ESG的探索起步、初步兴起、快速发展

◆ 探索起步阶段（2004—2009年）

ESG概念得以正式提出，ESG投资理念正式形成，ESG的实践探索开始起步。

- **ESG概念正式提出**：2004年联合国全球契约组织发布《在乎者赢：将金融市场与变化的世界连接起来》，首次明确提出了ESG概念。
- **ESG投资理念兴起**：2006年成立联合国负责任投资原则组织，发布了负责任投资的六项原则。
- **ESG披露探索起步**：2006年全球报告倡议组织发布《可持续发展报告指南》第三版（G3），2007年气候披露准则理事会成立。
- **ESG评估探索起步**：2009年全球影响力投资网络成立、正式提出“影响力投资”概念。

◆ 初步兴起阶段（2010—2014年）

推动ESG发展的多元力量初步形成，尤其是各国政府和监管机构开始成为强有力的推动力量，基本形成ESG投资与企业ESG实践双轮并进的格局。

- **政府与监管机构**：2008年金融危机让世界各国意识到ESG的重要性，美国、英国、澳大利亚、新加坡、中国香港、日本、欧盟等国陆续出台ESG相关政策。
- **国际组织**：气候披露准则理事会《气候变化报告框架》、联合国环境规划署金融倡议组织《联合国可持续发展保险原则》、全球报告倡议组织《可持续发展报告指南》G4版等。

◆ 快速发展阶段（2015—2020年）

2015年9月联合国可持续发展峰会通过了《**改变我们的世界：2030年可持续发展议程**》，提出17项可持续发展目标，用于指导未来15年综合解决经济、社会和环境问题的全球集体行动。

同年12月，联合国气候变化大会通过的《**巴黎协定**》，成为首个具有法律约束力的全球气候变化协定，对未来几十年的全球气候治理指明了方向并作出了制度性安排。

联合国可持续发展目标的提出和《巴黎协定》的签署引发了全社会对可持续发展的关注，极大促进了ESG投资和企业ESG实践，ESG迈入快速发展轨道。

- **各国（或地区）政府和监管机构加快推进促进ESG发展的制度供给。**
- **国际组织加快推出ESG相关标准。**

资料来源：社科院工业经济研究所，上海证券研究所



目录

Content

- 一、CSR理念及历史沿革
- 二、从CSR到ESG的演进
- 三、ESG回归本质，可持续发展成为共识
- 四、可持续信息重塑企业价值
- 五、投资建议
- 六、风险提示

3.1 当ESG陷入争议时，可持续发展以其包容性与战略纵深成为新共识

◆ ESG的困境：工具属性与目标使命的错位，ESG被异化为“目的”而非“手段”

ESG自诞生之初便承载着双重使命：既是企业非财务表现的评估框架，又是推动可持续发展的实践工具。然而，其过度量化、政治化与标准碎片化等问题逐渐暴露。

- ✓ 量化陷阱：碳排放、董事会多样性等易量化指标成为“漂绿”重灾区。
- ✓ 政治裹挟：美国共和党通过36项“反ESG法案”，迫使投资机构弃用ESG术语以规避风险。
- ✓ 标准分裂：全球ESG评级机构超600家，标准差异导致同一企业评级悬殊，削弱市场信任。

图10 2022年上市公司层面各机构ESG评级的相关性统计

评级	路孚特	彭博	中证指数	妙盈	商道融绿	万得ESG	秩鼎	华证
路孚特	1							
彭博	0.760	1						
中证指数	0.481	0.522	1					
妙盈	0.740	0.705	0.620	1				
商道融绿	0.721	0.728	0.590	0.862	1			
万得ESG	0.545	0.575	0.523	0.673	0.663	1		
秩鼎	0.559	0.620	0.463	0.595	0.626	0.492	1	
华证	0.525	0.522	0.560	0.707	0.664	0.569	0.449	1

图11 中国主要白酒企业ESG评级

代码	名称	明晟	富时罗素	万得ESG	商道融绿
600519.SH	贵州茅台	CCC	1.2	BB	B-
000858.SZ	五粮液	B	1.2	A	B
600809.SH	山西汾酒	B	-	A	B
000568.SZ	泸州老窖	B	0.6	BBB	B-
002304.SZ	洋河股份	BB	1.1	A	B+
000860.SZ	顺鑫农业	BB	1.3	BBB	B
000799.SZ	酒鬼酒	CCC	-	BB	B-

资料来源：SDG可持续发展联盟，《财会月刊》杂志、上海证券研究所

◆ ESG褪去标签化光环，回归其本质角色：作为实现可持续发展的方法论，而非目标本身。正如联合国可持续发展目标（SDGs）所强调的，可持续发展需要经济、社会、环境三维度的系统性平衡，ESG仅是评估企业贡献工具之一。

- ✓ 政策驱动
 - 从合规到竞争力
- ✓ 市场选择
 - 从概念到价值创造
- ✓ 社会觉醒
 - 从精英议题到公共责任
- ✓ 技术赋能
 - 从“纸面合规”迈向“数据治理”



◆ 森林过度砍伐与可持续性观念的形成

- ✓ 可持续性（Sustainability）源于森林永续利用观念，并延伸至经济、社会和环境等领域。
- ✓ 1664年，英国约翰·伊夫林撰写《森林志》。
- ✓ 1669年，法国颁布《森林大法令》。
- ✓ 1713年，德国汉斯·卡尔·冯·卡洛维茨出版《林业经济学》。

◆ 从可持续性到可持续发展的思想启蒙

- ✓ 《寂静的春天》：推动了环保立法
- ✓ 《增长的极限》：现有的粮食生产、资源禀赋和生态环境不足以支撑快速的人口及经济增长，如果不改变现有的生产和生活方式，人类的可持续性将在2100年前终止；
- ✓ 《我们的共同未来》：加深了我们对代际公平的认识。

◆ 国际组织坚持不懈推动可持续发展理念

- ✓ 联合国、20国集团、7国集团、金融稳定理事会（FSB）、证监会国际组织（IOSCO）等。
- ✓ 全球报告倡议行动（GRI）、气候相关财务披露工作组（TCFD）、世界经济论坛（WEF）、国际可持续准则理事会（ISSB）的气候披露准则理事会（CDSB）、可持续会计准则理事会（SASB）、国际整合报告理事会（IIRC），以及欧洲财务报告准则咨询组（EFRAG）等。
- ✓ 联合国是促进可持续性向可持续发展演进最重要的推手。
 - 1972年，联合国人类环境大会通过《联合国人类环境宣言》。
 - 1987年，联合国发布《我们的共同未来》将可持续发展定义为“满足当代人的需要而不对后代人满足其需要的能力构成危害的发展”。
 - 1992年，联合国环境与发展大会通过《联合国气候变化框架公约》（UNFCCC）和《生物多样性公约》（CBD）。
 - 2015年，COP21通过《巴黎协定》。
 - 2015年，联合国发布《2030可持续发展议程》，17个可持续发展目标（SDGs）。

资料来源：财会月刊，上海证券研究所



3.3 《我们的共同未来》阐述的十个可持续发展理念

- ◆ 1.满足人类需要和对美好生活的向往是发展的主要目标，可持续发展要求满足人类的基本需要，并为人类向往更美好的生活提供机会。
- ◆ 2.可持续发展倡导将消费水平控制在生态环境可承受范围之内的价值观。
- ◆ 3.经济增长必须符合可持续发展的基本原则且不对他人进行剥削，可持续发展要求提高生产潜能和确保公平机会以满足人类需要。
- ◆ 4.可持续发展要求人口发展与日益变化的生态环境产出潜能保持和谐。
- ◆ 5.可持续发展要求遏制对资源过度开采从而危及后代人满足其基本需要的行为。
- ◆ 6.可持续发展要求人类不可危害支持地球生命的自然系统，包括大气、水、土壤和生物。
- ◆ 7.可持续发展要求世界各国确保公平获取有限的资源并通过技术手段缓解资源压力。
- ◆ 8.可持续发展要求合理使用可再生资源，防止过度开发和利用，控制不可再生资源的开发率，以免危及后代人的发展。
- ◆ 9.可持续发展要求对植物和动物加以保护，避免物种多样性的减少影响后代人的选择余地。
- ◆ 10.可持续发展要求将人类活动对空气、水和自然要素的负面影响最小化，以保持生态系统的完整性。

资料来源：财会月刊，上海证券研究所



3.4 联合国《2030可持续发展议程》的17个可持续发展目标（SDGs）

图12 联合国17个可持续发展目标



2025年5月28日，联合国发布可持续发展目标（SDGs）进展报告。报告显示，在137个可评估目标中，仅35%取得适度进展，近半数进展不足，18%出现倒退。

图13 17个SDGs与ESG对应关系

1. 无贫穷	社会	
2. 零饥饿	社会	
3. 良好健康和福祉	环境	社会
4. 优质教育	社会	治理
5. 性别平等	社会	治理
6. 清洁饮水和卫生设施	环境	社会
7. 经济适用的清洁能源	环境	社会
8. 体面工作和经济增长	环境	社会 治理
9. 产业、创新和基础设施	环境	社会
10. 减少不平等	社会	治理
11. 可持续城市和社区	环境	社会
12. 负责任消费和生产	环境	社会 治理
13. 气候行动	环境	治理
14. 水下生物	环境	
15. 陆地生物	环境	
16. 和平、正义与强大机构	社会	治理
17. 促进目标实现的伙伴关系	治理	

资料来源：联合国，财会月刊，中国国际科技交流中心，上海证券研究所



3.5 2023年起，国内外主要可持续披露准则陆续发布

- ◆ 2000年，全球报告倡议组织（Global Reporting Initiative, GRI）发布了GRI指南（G1）的第一个版本——提供了第一个可持续性报告的全球框架。2016年，GRI从提供指导方针转变为第一个可持续性报告的全球标准——GRI标准。历经多年的修订和完善，修订后的通用标准于2021年10月发布，并于2023年1月1日生效。
- ◆ 2023年6月，国际可持续准则理事会（ISSB）正式发布了其首批可持续披露准则《国际财务报告可持续披露准则 第1号——可持续相关财务信息披露一般要求》（IFRS S1号）和《国际财务报告可持续披露准则第2号——气候相关披露》（IFRS S2），于2024年1月1日生效。
- ◆ 2023年7月，欧盟委员会正式通过《欧盟可持续发展报告标准》（European Sustainability Reporting Standards, ESRS）授权法案，第一批共12项可持续报告准则，于2024年1月1日生效。
- ◆ 2024年3月，美国证券交易委员会（United States Securities and Exchange Commission, SEC）表决通过了《面向投资者的气候相关信息披露的提升和标准化的最终规则》，于2024年5月28日生效。
- ◆ 2024年4月，A股三大交易所分别发布《上市公司可持续发展报告指引》，自2024年5月1日起实施。
- ◆ 2024年4月，香港交易所发布一份咨询总结，大幅加强《主板上市规则》和《GEM上市规则》下的气候相关信息披露要求，修订后《上市规则》的实施日期为2025年1月1日。
- ◆ 2024年11月，财政部等9部委联合发布《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》，拉开了国家统一的可持续披露准则体系建设序幕。
- ◆ 2025年4月，财政部会同生态环境部发布《企业可持续披露准则第1号——气候（试行）（征求意见稿）》，标志着国家统一的可持续披露准则从宏观框架向具体议题纵深推进。

资料来源：GRI官网，IFRS官网，中国-中东欧国家海关信息中心，中央财经大学绿色金融国际研究院，证券时报，德勤，财务与会计，上海证券研究所



目录

Content

- 一、CSR理念及历史沿革
- 二、从CSR到ESG的演进
- 三、ESG回归本质，可持续发展成为共识
- 四、可持续信息重塑企业价值**
- 五、投资建议
- 六、风险提示

4.1 可持续风险和机遇的当期和预期财务影响（财务重要性）

- ✓ **可持续风险和机遇：**是指企业就特定可持续议题与其整个价值链中的利益相关方、经济、社会 and 环境的互动而产生的可合理预期会影响企业发展前景（即企业短期、中期或者长期的现金流量、融资渠道及资本成本等）的风险和机遇。
- ✓ **财务重要性：**是指与企业有关的可持续议题引发或合理预期会对企业产生重大的财务影响。财务重要性主要评估企业的风险与机遇。
- ✓ **当期影响：**披露对报告期内资产减值、成本变动等财务数据的实际影响，以及下一年度资产和负债账面价值的重大调整风险。
- ✓ **预期影响：**基于战略规划，披露短期、中期、长期的财务变化（如低碳技术投资对未来现金流的影响）。

图14 TCFD框架气候风险和机遇的财务影响评估流程

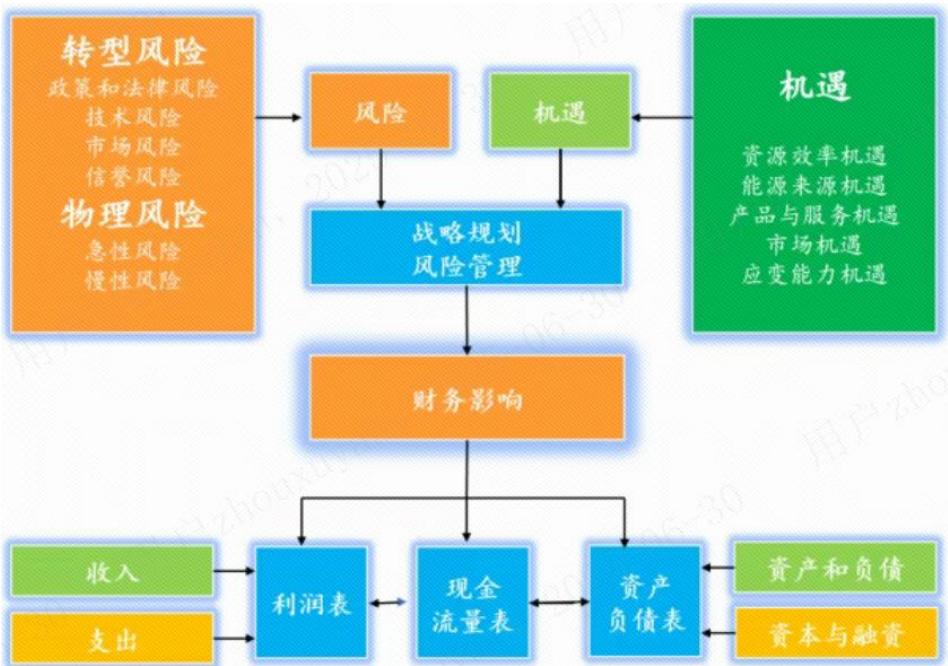
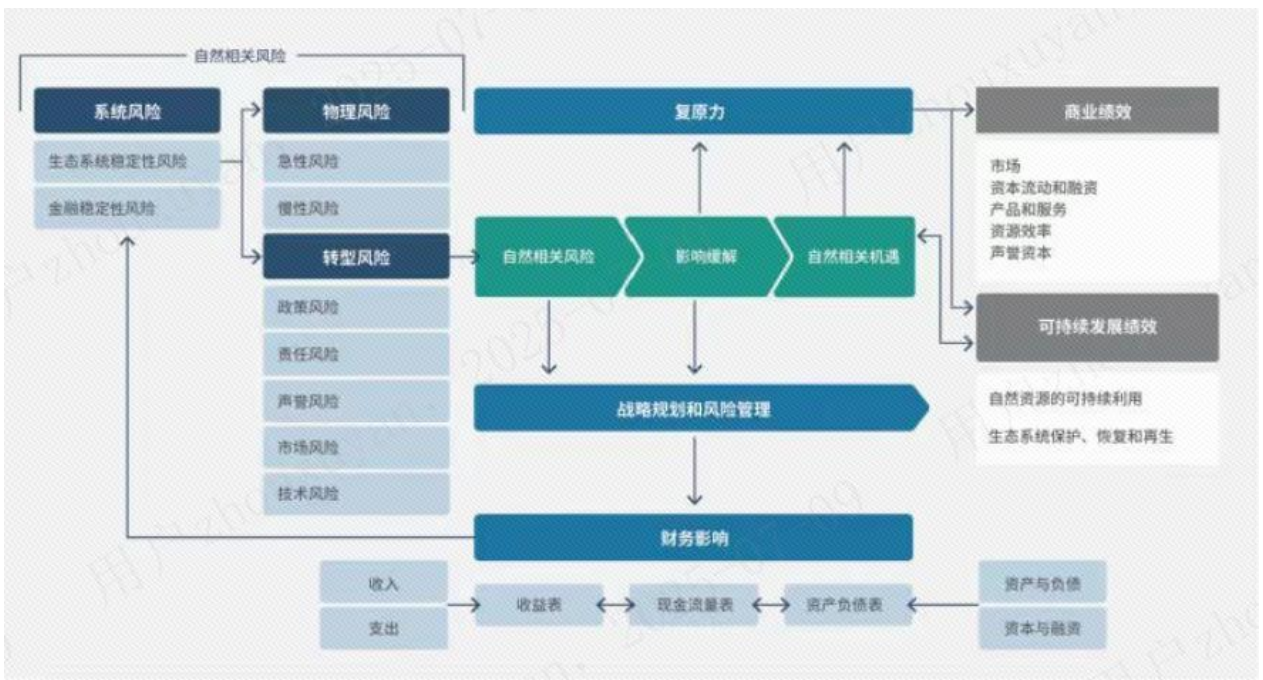


图15 自然相关风险和机遇的财务影响分析框架



资料来源：财会通讯，财会月刊，德勤，上海证券研究所



4.2 企业的战略和业务模式对可持续风险的韧性（长期价值）

- 韧性：**企业的战略和业务模式对可持续风险有关的不确定性作出调整的能力。

评估方法：鼓励采用情景分析（如气候变化对业务的潜在冲击），披露假设、参数及时间范围，展示企业战略对可持续风险的适应能力。

情景应用：通过定义不同情景（如“2℃温控目标”下的行业转型），分析企业在极端情况下的财务与运营表现。

图16 全球范围主要温度升高假设情景

发布机构	情景名称	具体内容
政府间气候变化专门委员会（IPCC）	代表性浓度路径情景（RCP）	- 侧重于温室气体、气溶胶以及辐射强迫水平在未来可能发生的变化情况 - 包括高排放路径（RCP8.5）、中间路径（RCP6.0、RCP4.5）和低排放路径（RCP2.6、RCP1.9）
	共享社会经济路径情景（Shared Socioeconomic Pathways; SSP）	- 气候变化适应及减缓措施可能导致的社会经济变化情况 - 包括五类情景：SSP1（可持续路径）、SSP2（中间路径）、SSP3（区域竞争路径）、SSP4（不均衡路径）和SSP5（化石燃料为主发展路径）
国际能源署（IEA）	IEA 情景	- 评估能源和气候政策发展（如降低可再生能源成本、全球对石油依赖的变化）对未来能源需求、价格以及排放的影响 - 包括高排放路径（STEPS）、中间路径（APS）、低排放路径（NZE2050）
国际可再生能源署等国际组织或研究机构	2℃情景	主要基于《巴黎协定》中“全球温度升高不超过2℃”的目标所设定，侧重关注可再生能源发展等能源需求变化情况
央行与监管机构绿色金融网络（NGFS）	气候压力测试情景	- 主要被银行等金融机构采用作为气候压力测试场景设定，共包括四大类、七种情景： - 有序转型：2050年净零排放情景、低需求情景、低于2℃情景 - 无序转型：延迟激进转型 - 温室世界：现有政策情景、国家自主减排情景 - 破碎世界：为时已晚情景

资料来源：财会通讯，中诚信绿金国际，北京绿色金融与可持续发展研究院，上海证券研究所



4.3 可持续影响信息，将外部性纳入价值评估体系（影响重要性）

- ✓ **可持续影响**：是指企业与特定可持续议题相关的活动（包括与之相关的价值链活动）对经济、社会和环境产生的实际影响或者可预见的潜在影响，包括积极影响或者消极影响。
- ✓ **影响重要性**：考量可持续影响的规模、范围及不可补救性。
- ✓ **可持续影响信息披露核心价值**：打破了传统财务分析的企业边界，将外部性纳入价值评估体系。

- ◆ “外部性”：一个经济主体的活动对旁观者福利的影响，这种影响不在各方以价格为基础的交流中发生。
- ✓ “负外部性”：给旁观者带来福利损失（成本）。
- ✓ “正外部性”：给旁观者带来福利增加（收益）。
- ✓ 马歇尔《经济学原理》、庇古《福利经济学》、科斯《论社会成本问题》。
- ✓ “公地悲剧”：人类所共同面对的悬而未决得重大问题。
- ✓ **碳排放社会成本**：国际影响力估值基金会（IFVI）《温室气体排放方法论》建议将碳排放社会成本作为价值因子，计算温室气体排放对人类社会造成的负面影响。按照方法论的建议，**企业2023年每公吨二氧化碳当量温室气体排放对人类社会造成的损失为236美元。**

- ◆ “外部性内部化”：为了合理配置资源，增进社会福利，保持社会和经济可持续发展，必须解决外部性问题（即将社会成本施加给造成外部性的人）。
- ✓ 如果一个经济主体的行动能够增进社会福利，他自己却不能因此得到相应的收益，那么他就难以持久采取这类行动。
- ✓ 当一个经济主体的行动能够使其自身受益又不需要支付由此带来的额外支出，那么他就会无所顾忌地扩大这种活动。

图17 负外部性与正外部性内部化实现途径的比较



资料来源：中债估值中心，中国发展改革，人民论坛网，社会科学家杂志社，浙江大学中国农村发展研究院，中国环境管理，上海证券研究所



图18 不同监管和政策的重要性原则

监管/标准	重要性原则
2024年，中国《可持续发展报告指引（试行）》（征求意见稿）	影响重要性和财务重要性
2023年，欧盟《公司可持续发展报告指令》（CSRD）/《欧盟可持续发展报告准则》（EU ESRS）	影响重要性或财务重要性
2023年，国际可持续准则理事会（ISSB）《国际财务报告可持续披露准则》	财务重要性
2024年，美国证券交易委员会（SEC）《气候信息披露最终规则》	财务重要性
2023年，全球可持续发展标准委员会（GSSB）《GRI可持续发展报告标准》	影响重要性

◆ DCF估值模型

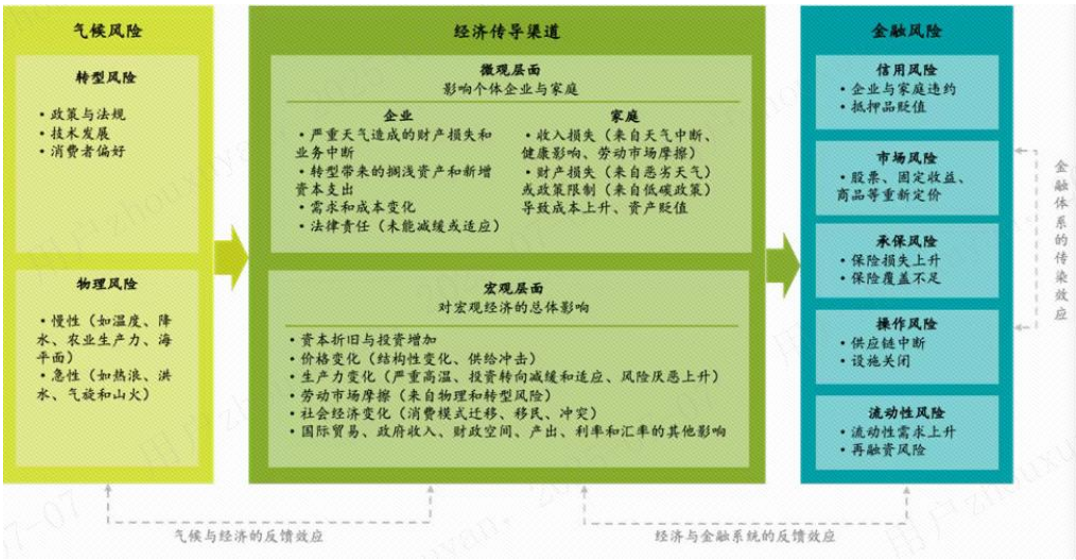
$$V = \sum_{t=1}^n NCF_t \times (1+r)^{-t}$$

- ✓ NCF:净现金流量的规模或大小（Size）
- ✓ r:净现金流量的风险（Risk）所决定的贴现率
- ✓ n:净现金流量的时间分布（Timing）所决定的经济寿命

图19 可持续信息财务模型映射

评估维度	可持续信息关联点	财务模型映射方式
增长潜力	绿色产品收入占比、低碳技术专利数量	纳入DCF模型的营收增长预测
成本结构	能源消耗强度、废弃物处理成本	调整毛利率预测中的运营成本项
资本开支	碳中和投资计划、绿色债券用途	影响自由现金流预测的资本支出假设
风险溢价	范围三排放强度、供应链ESG合规率	修正WACC模型中的行业风险系数

图20 气候风险对金融风险的传导机制



资料来源：财智世界，中债估值中心，中央财经大学绿色金融国际研究院，德勤，上海证券研究所



- ◆ 可持续发展是人类社会繁荣进步的必然选择。随着全球对环境、社会 and 治理问题的关注，加强企业可持续信息披露逐渐成为大势所趋。到2027年，国家统一的企业可持续披露基本准则、气候相关披露准则及应用指南相继出台，到2030年国家统一的可持续披露准则体系基本建成。
- ◆ 我们认为，随着国家统一的企业可持续披露基本准则、气候相关披露准则及应用指南相继出台，参照财政部办公厅发布近日发布的《〈企业可持续披露准则——基本准则（试行）〉应用指南（征求意见稿）》，企业需要披露可持续风险和机遇的当期和预期财务影响、企业的战略和业务模式对可持续风险的韧性、可持续影响信息，这将为重塑企业价值带来积极影响。
- ◆ 我们认为，基于相关部门已着手开展电力、钢铁、煤炭、石油、化肥、铝、氢、水泥、汽车等9个行业应用指南的制定工作，对于相关行业企业来说，压力与机遇并存。一方面企业将面临更高的信息披露要求和经营管理要求，另一方面，率先纳入管控的行业将获得产业政策、金融投资、技术投入、公共数据共享等各方面支持。



1. 政策不及预期
2. 企业可持续信息质量不及预期



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

