



Research and
Development Center

价值类主题可能会有较大行情 ——市值管理驱动的投资机会

2024 年 2 月 12 日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告（深度）

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号：S1500523070001
邮箱：lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金
大厦 B 座
邮编：100031

价值类主题可能会有较大行情

2024 年 2 月 12 日

核心结论：

- **并购重组：市值管理重要工具，重点支持央国企和双创企业。**（1）2024 年 Q4 并购重组事件活跃度有所回暖。根据 2013-2016 年并购重组活跃时期经验，未来并购重组事件数量增加仍有较大空间。（2）并购重组新政的特征是：发展新质生产力（转型）+央国企龙头进阶（升级）。我们认为新政核心具备以下三个特征：一是充分发挥资本市场服务于新质生产力发展的功能，加大政策对于科创并购的支持力度，提高对重组估值包容性。二是鼓励上市公司加强产业整合。三是严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，从严打击“炒壳”行为。（3）投资方向：2024 年至今首次披露重组计划+央国企&科创+前期涨幅&估值低。
- **破净：市值管理新规助力低估价值股合理回归。**（1）根据《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》第八条和第九条，就主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。一部分基本面相对较好，盈利能力稳健，资产质量优良的被低估央国企来说，可能存在较大的估值修复空间。（2）我们认为对于长期破净股或可关注以下几方面机会：一是部分资产质量好、盈利能力强的破净公司，尤其是部分传统行业如银行、钢铁等行业的龙头企业和央国企。二是关注目标明确、执行力度强、计划切实可行的公司。三是部分破净股仍然具备较强的分红能力，能够给投资者带来稳定的现金回报。（3）投资方向：长期破净+PB 低于行业平均+主要指数成份+前期涨幅&估值低。
- **股份回购：回购增持再贷款助力资本市场良性发展。**（1）股份回购是加强市值管理的重要工具之一。从美股的经验来看，股票回购成为支撑美股走牛的重要力量之一，在经济受到外部风险冲击的阶段股票回购能够对股市起到较好的托底作用。（2）股票回购增持再贷款为回购提供低成本资金，尤其有利于央企市值管理。（3）投资方向：央国企+前期涨幅低+破净。
- **其他价值类主题：化债等稳增长政策驱动的主题机会。**从历史经验来看，名义 GDP 下行期，稳增长政策密集出台阶段，价值类主题更容易表现活跃，如 2014 年下半年-2015 年上半年一带一路主题行情。化债指数历史上取得超额收益也多出现在 GDP 下行阶段。本轮化债规模较接近 2015-2018 年化债周期。化债背景下应收账款占比高的 To G 属性企业有望低估值修复。
- **风险因素：宏观经济下行风险，稳增长政策不及预期风险，监管政策收紧超预期风险，历史数据不代表未来。**

目录

一、资本市场改革注重提升股东回报，市值管理或成关键一环.....	4
1.1 2024 年以来市值管理政策加码推行节奏加快	4
1.2 市值管理的核心逻辑和重要工具	5
二、并购重组：市值管理重要工具，重点支持央国企和双创企业.....	7
2.1 政策宽松周期开启，并购重组活跃度提升	7
2.2 并购重组新政的特征：发展新质生产力（转型）+央国企龙头进阶（升级）	8
2.3 并购重组标的筛选：2024 年至今首次披露重组计划+央国企&科创+前期涨幅&估值低	8
三、破净：市值管理新规助力低估价值股合理回归	10
3.1 市值管理新规对主要指数成分股公司和长期破净公司作出专门要求	10
3.2 投资方向：长期破净+PB 低于行业平均+主要指数成份+前期涨幅&估值低	10
四、股份回购：回购增持再贷款助力资本市场良性发展	12
4.1 股份回购是加强市值管理的重要工具之一	12
4.2 股票回购增持再贷款为回购提供低成本资金，尤其有利于央企市值管理	13
4.3 投资方向：央国企+前期涨幅低+破净	15
五、其他价值类主题：化债等稳增长政策驱动的主题机会	18
5.1 稳增长政策密集出台阶段，价值类主题更容易表现活跃	18
5.2 化债背景下应收账款占比高的 To G 属性企业有望低估值修复	21
风险因素	24

表目录

表 1：2024 年以来市值管理相关政策梳理	4
表 2：2024 年以来并购重组相关政策梳理	8
表 3：并购重组概念相关标的梳理	9
表 4：破净概念相关标的梳理	11
表 5：2023 年 12 月以来股份回购相关政策梳理	13
表 6：截至 2025 年 2 月 11 日获得股票回购再贷款的中央国有企业梳理	15
表 7：截至 2025 年 2 月 11 日获得股票回购再贷款的地方国有企业梳理	16
表 8：建筑、环保行业应收账款票据及合同资产/总资产 TOP50 的个股（单位：%）	22

图目录

图 1：市值管理的三个阶段和主要工具	6
图 2：2024 年 Q4 并购重组事件活跃度有所提升（单位：件）	7
图 3：标普 500 指数走势与标普 500 成分股回购规模走势（单位：百万美元，点）	12
图 4：标普 500 指数 EPS 与标普 500 成分股回购规模走势（单位：百万美元，美元）	12
图 5：股票回购增持再贷款发放流程	14
图 6：2024 年回购金额创新高（单位：亿元）	14
图 7：股票回购增持再贷款获批企业分布	14
图 8：获批回购再贷款得国央企整体估值水平偏低（单位：倍数）	14
图 9：2014H2-2015H1 “一带一路”指数的超额收益及关键事件（单位：倍数，点）	19
图 10：化债板块超额收益同样多出现在 GDP 增速下行期（单位：%、倍数）	19
图 11：2015-2024 年历年化债规模（单位：亿元）	20
图 12：历史上每轮化债规模合计（单位：亿元）	20
图 13：化债背景下，To G 属性企业有望迎来资产负债表、现金流和盈利改善	21

一、资本市场改革注重提升股东回报，市值管理或成关键一环

1.1 2024 年以来市值管理政策加码推行节奏加快

市值管理的概念可以追溯到 2005 年，在股权分置改革启动的背景下，市值成为大小股东、管理层和资本市场共同关注的目标，市值管理开始被关注和提及。2005 年 9 月公布的《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》中首次提出市值管理概念，并在此后近 20 年的时间里被不断完善。2014 年 5 月国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。从顶层设计描绘了下一阶段资本市场发展的路线图，这也是“市值管理”一词首次出现在国务院文件中。

2024 年以来资本市场改革提速，改革方向也有从融资端向投资端转变的迹象，上市公司市值管理政策加码推行节奏加快。2024 年 4 月，资本市场新“国九条”提出“推动上市公司提升投资价值”，主要包括：制定上市公司市值管理指引；研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系；引导上市公司回购股份后依法注销；鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量；依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。

在此背景下，2024 年 9 月，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》，并于 2024 年 11 月正式稿落地（以下简称《指引》）。《指引》（正式稿）明确了市值管理的定义、目标、相关主体的责任和义务、市值管理的主要方式等，同时对主要指数成分股公司和长期破净公司的市值管理制度作出专门要求。此外，《指引》明确不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露等各类违法违规、损害中小投资者合法权益的行为。2024 年 12 月，国务院国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，这是证监会之后国资委在央企层面发布的市值管理指导性意见。《意见》中强调“央企控股上市公司是稳定资本市场的重要力量”，从并购重组、市场化改革、信息披露、投资者关系管理、投资者回报、股票回购增持等六方面改进和加强央企控股上市公司市值管理工作。

表 1：2024 年以来市值管理相关政策梳理

出台时间	政策/会议名称	主要内容
2024/1/11	地方国资委负责人会议	围绕“国有经济管理”“国有资本布局”“国有企业改革发展”“国有资产监管”对今年地方国资国企工作进行了系统研究部署。从重点任务导向看，释放了价值创造、做强做优、功能价值、协同攻关、优势转化、风险防范六大关键信号。本次会议提出，“要实现高质量的稳增长”，各地国资委可以参考借鉴“一利五率”考核目标。
2024/1/24	国新办新闻发布会	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
2024/1/26	证监会 2024 年系统工作会议	大力推动提升上市公司的可投性，完善上市公司质量评价标准，督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红。推动完善公司治理，建立对上市公司实际控制人等“关键少数”更加严密有效的监管制度。加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强，推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。

出台时间	政策/会议名称	主要内容
2024/1/26	《以新担当新作为开创国资央企高质量发展新局面》	深入推进提高央企控股上市公司质量专项行动，完善上市公司绩效评价体系，充分体现上市公司真实价值。
2024/2/5	证监会召开推动上市公司提升投资价值专题座谈会	一是高度重视提升上市公司投资价值。二是要建立提升投资价值内部长期机制，强化上市公司自身对提升上市公司投资价值的思考。三是依法充分运用好提升投资价值“工具箱”，包括股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等市场工具。四是主动加强与投资者沟通，通过业绩说明会、路演等方式，有效改善投资者预期。
2024/4/12	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	制定上市公司市值管理指引；研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系；引导上市公司回购股份后依法注销；鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量；依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行。
2024/11/15	《上市公司监管指引第10号——市值管理》	明确了市值管理的定义、目标、相关主体的责任和义务、上市公司可以综合应用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式等方式提升上市公司投资价值。同时对主要指数成分股公司和长期破净公司的市值管理制度作出专门要求。
2024/12/17	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	一、着力提高上市公司发展质量；二、积极开展有利于提高投资价值的并购重组；三、加大市场化改革力度；四、全面提高信息披露质量；五、主动加强投资者关系管理；六、稳定投资者回报预期；七、完善增强投资者信心的制度安排；八、健全市值管理工作制度机制；九、严守依法合规底线。

资料来源：证监会官网，国资委官网，中国政府网，新华网，证券时报，学习时报，信达证券研发中心

1.2 市值管理的核心逻辑和重要工具

从产融结合和价值管理的角度看，市值管理可以分为价值创造、价值实现和价值经营三个阶段。这三个阶段没有主次之分，在高效市值管理过程中统筹协调发力。其中“价值创造是基础，价值实现是目的，价值经营是手段”，终极目标是实现股东价值和公司价值的最大化。

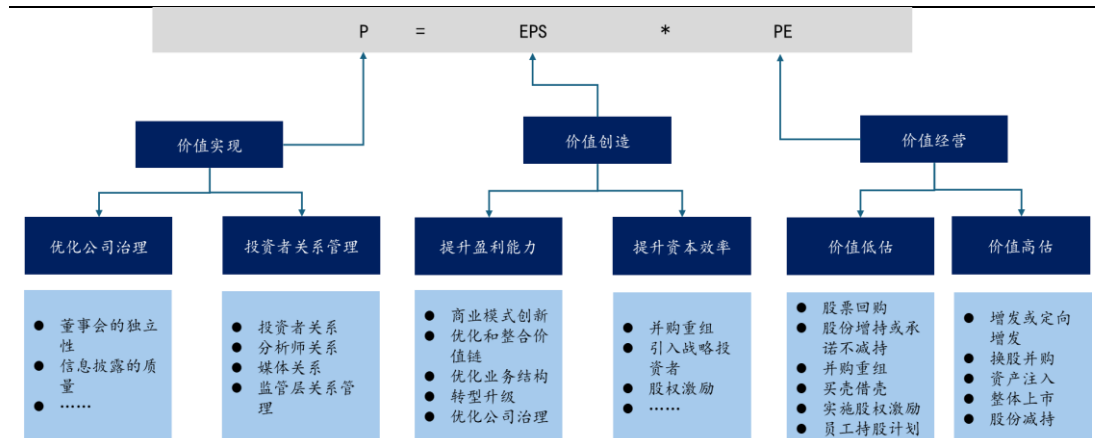
价值创造指的是在账面价值的基础上，最大化公司的内在价值。上市公司一方面通过商业模式创新、优化和整合价值链、优化业务结构、转型升级、优化公司治理等方式，不断提升自身的经营水平、成长能力和盈利能力，实现内涵式增长。另一方面充分利用资本市场工具，优化资本结构，提升资本效率也是价值创造不可或缺的部分。包括并购重组快速扩大市场份额和增强市场竞争力、引入战略投资者进行混改、有针对性的实施股权激励等等。

价值实现指的是通过优化公司治理、信息披露、投资者关系管理、资本市场品牌策略等方式使得资本市场了解并反映公司的内在价值，使得公司市值与其内在价值相匹配。价值实现的方法有两大类，一是优化公司治理（ESG治理结构），主要包括董事会的独立性、信息披露的质量等等。二是以投资者关系管理为代表的消除信息不对称的4R管理。4R指的是投资者关系、分析师关系、媒体关系、监管层关系管理。可以通过分析师电话会议、新闻发布会、公告、媒体声明等方式减少信息不对称和不确定性，实现公司市值的稳定增长，提升股东价值回报。

价值经营指的是当公司价值被低估或被高估时，运用上市公司市值的偏差和投资者

的投资偏好，通过金融策略、整合公司资源、确立公司价值理念、吸引目标投资者等手段，充分分享资本市场的溢价功能，不断提高公司价值、做大市值的管理行为。当公司价值被低估时，价值经营的策略包括：股票回购、股份增持或承诺不减持、并购重组、买壳借壳、实施股权激励或者员工持股计划等。当公司价值被高估时，价值经营的策略包括：增发或定向增发、换股并购、资产注入、整体上市、股份减持等。

图 1：市值管理的三个阶段和主要工具



资料来源：信达证券研发中心

二、并购重组：市值管理重要工具，重点支持央国企和双创企业

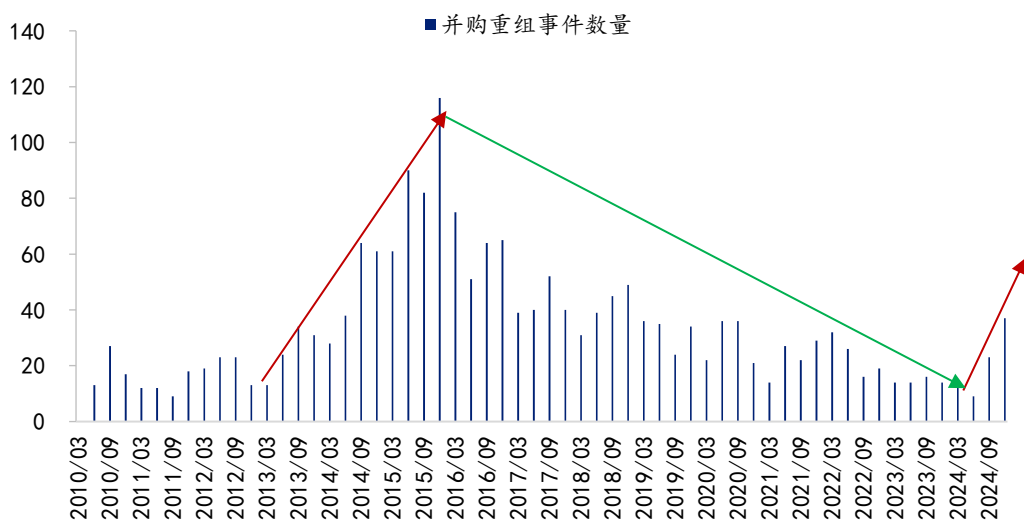
2.1 政策宽松周期开启，并购重组活跃度提升

并购重组是上市企业市值管理的重要工具之一。从短期来看，财务整合是发挥企业并购所具有的“财务协同效应”的保证，企业通过并购重组有利于增厚公司现金流和 EPS。从长期来看，基于同行业之间公司并购、产业链上下游并购等方式，有利于企业扩大市场份额，提升资源配置效率，引导优质资源向具备核心竞争力的企业集中，也有利于优化行业竞争格局，推动产业转型升级。

2013-2016 年政策宽松周期，并购重组活跃度大幅提升。上一轮并购重组政策宽松周期始于 2013 年，监管层开展了可称之为史上最严的 IPO 公司财务大检查，以挤干拟上市公司财务上的“水分”。IPO 处于暂停状态近 1 年的时间。2014 年 5 月“国九条”提出鼓励市场化并购重组，充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式。此后，2014 年 10 月证监会正式发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，亮点在于取取消借壳上市以外的重大资产重组行政审批。2015 年 4 月证监会发布《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十四条、第四十四条的适用意见——证券期货法律适用意见第 12 号》扩大募集配套资金比例从不超过交易总金额 25%到 100%。2015 年 8 月证监会发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，强调要大力推进上市公司兼并重组。在政策支持下，2013 年-2016 年并购重组事件活跃度大幅提升，按首次披露日统计，2013-2016 年披露的并购重组事件数量达到 897 件，其中不乏南北车合并等大型并购重组案例。

2023 年-2024 年，IPO 市场整体节奏收紧，全面注册制实施后，证监会、交易所等监管层持续优化并购重组监管机制。按首次披露日期统计，2024 年 Q4 并购重组事件活跃度有所提升。根据 2013-2016 年并购重组活跃时期经验，未来并购重组事件数量增加仍有较大空间。

图 2：2024 年 Q4 并购重组事件活跃度有所提升（单位：件）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 并购重组新政的特征：发展新质生产力(转型) + 央国企龙头进阶（升级）

2024 年以来监管部门持续推出鼓励、引导并购重组的政策。从“315”新政到新国九条，从“科八条”到 2024 年 9 月重磅颁布的“并购六条”，我们认为新政核心具备以下三个特征：一是充分发挥资本市场服务于新质生产力发展的功能，加大政策对于科创并购的支持力度，提高对重组估值包容性。二是鼓励上市公司加强产业整合，鼓励行业龙头（大市值公司）通过并购重组注入优质资产，提升产业协同效应，优化行业竞争格局。三是严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，从严打击“炒壳”行为。

表 2：2024 年以来并购重组相关政策梳理

出台时间	政策名称	主要内容
2024/2/5	证监会召开支持上市公司并购重组座谈会	一是提高对重组估值包容性；二是坚持分类监管；三是研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”；四是支持两创公司并购同行业或上下游优质标的；五是支持上市公司吸收合并。
2024/3/15	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产。支持上市公司之间吸收合并。优化重组“小额快速”审核机制，研究对优质大市值公司重组快速审核。加强对重组上市监管力度。
2024/4/12	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量；加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。
2024/4/20	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	1) 优先支持突破关键核心技术的科技型企业上市融资、并购重组；2) 持续深化并购重组市场化改革，制定定向可转债重组规则，优化小额快速审核机制；3) 适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性；4) 支持科技型企业综合运用股份、定向可转债、现金等各类支付工具实施重组。
2024/4/30	《上市公司重大资产重组审核规则》	提高主板和创业板重组上市条件，完善重组小额快速审核机制，明确重组交易中获得股份相关主体的投资者适当性管理要求。
2024/6/19	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“科八条”）	更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持收购优质未盈利“硬科技”企业。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。
2024/9/24	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》、同步就修订《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见	1) 支持上市公司向新质生产力方向转型升级。2) 鼓励上市公司加强产业整合。3) 进一步提高监管包容度。4) 提升重组市场交易效率。4) 提升中介机构服务水平。6) 依法加强监管。

资料来源：证监会官网，中国政府网，上海证券交易所官网，国资委网站，信达证券研发中心

2.3 并购重组标的筛选：2024 年至今首次披露重组计划+央国企&科创+前期涨幅&估值低

我们综合考虑并购重组事件对公司基本面和估值的影响程度，对 2024 年以来首次披露重组计划的上市公司进行筛选，筛选标准为：

- 1) 并购重组事件首次披露日期为 2024/1/1-2025/2/11；
- 2) 对公司构成重大资产重组；
- 3) 重组进度剔除失败、停止实施、未通过审核事件；
- 4) 参与方角色为竞买方。

在以上筛选标准基础上，我们建议关注部分前期涨幅较低，估值仍处于低位的标的。同时建议关注符合政策重点支持的央企国企及“新质生产力”方向的标的。我们建议的关注（标红）标准为：1）2024/9/15-2025/2/11 涨幅低于 30%；2）过去十年 PB 估值分位低于 50%；3）并购主体为央企国企或者上市板为创业板&科创板。

表 3：并购重组概念相关标的梳理

序号	股票代码	股票名称	企业性质	申万一级行业	上市板	首次披露日期	重组进度	重组事件	重组目的	2024/9/15-2024/2/11 涨幅	过去十年 PB 估值分位	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	是否为公募基金重仓 (至少1家机构前十大重仓)	公募基金持股占流通股比例 (%)
1	000707.SZ	双环科技	地方国有企业	基础化工	主板	2024-01-10	签署转让协议	双环科技收购宏富公司68.59%股权	横向整合	13.5%	2.4%	32.86	7.08	否	-
2	300765.SZ	新诺威	民营企业	医药生物	创业板	2024-01-25	上交所/深交所受理	新诺威定增收购石药百克100%股权	横向整合	33.1%	97.3%	411.41	29.29	是	2.32
3	000791.SZ	甘肃能源	地方国有企业	公用事业	主板	2024-03-06	完成	甘肃能源定增收购甘肃电力66.00%股权	横向整合	13.9%	55.2%	197.23	6.08	否	-
4	603031.SH	安孚科技	民营企业	电力设备	主板	2024-03-15	上交所/深交所受理	安孚科技收购安孚能源31%的股权	战略合作	30.1%	29.5%	60.53	28.67	是	0.05
5	300927.SZ	江天化学	地方国有企业	基础化工	创业板	2024-03-25	完成	江天化学收购三大雅100%股权	横向整合	45.2%	54.5%	27.56	19.09	否	-
6	688488.SH	艾迪药业	民营企业	医药生物	科创板	2024-04-16	完成	艾迪药业收购南大药业31.161%股权	横向整合	8.8%	6.4%	32.82	7.80	是	2.25
7	000559.SZ	万向钱潮	民营企业	汽车	主板	2024-04-17	董事会预案	万向钱潮定增收购Wanxiang America 100%股权	战略合作	30.4%	32.7%	209.79	6.35	是	0.00
8	601456.SH	国联证券	地方国有企业	非银金融	主板	2024-04-26	完成	国联证券定增收购民生证券99.26%股权	横向整合	22.1%	1.7%	599.88	11.60	是	0.37
9	601127.SH	赛力斯	民营企业	汽车	主板	2024-04-30	国资委批准	赛力斯定增收购宁德时代100%股权	战略合作	70.2%	93.8%	1890.25	125.20	是	3.06
10	600179.SH	安通控股	公众企业	交通运输	主板	2024-05-29	董事会预案	安通控股定增收购中外运集运100%股权及广州港70%股权	壳壳上市	27.5%	12.3%	113.83	2.69	否	-
11	603718.SH	海利生物	民营企业	农林牧渔	主板	2024-06-12	完成	海利生物收购瑞盛生物55%股权	横向整合	16.8%	4.9%	48.09	7.31	否	-
12	002683.SZ	广东宏大	地方国有企业	基础化工	主板	2024-07-03	董事会预案	雪峰科技21.00%股权权益变动	其他并购目的	28.3%	48.0%	192.13	25.28	是	2.00
13	000955.SZ	宝塔实业	地方国有企业	机械设备	主板	2024-07-19	上交所/深交所受理	宝塔实业定增收购宝塔新能源100%股权	横向整合	17.1%	96.6%	66.27	5.82	否	-
14	001239.SZ	永达股份	民营企业	机械设备	主板	2024-07-20	完成	永达股份收购金源装备51%股权	资产重组	-3.7%	21.2%	34.90	14.54	否	-
15	600187.SH	国中水务	民营企业	环保	主板	2024-07-23	达成转让意向	国中水务收购诸城盛汇1%股权	其他并购目的	-4.0%	60.7%	50.35	3.12	否	-
16	000999.SZ	华润三九	中央国有企业	医药生物	主板	2024-08-01	签署转让协议	华润三九收购天士力28%股权	战略合作	26.0%	61.1%	576.52	44.89	是	5.47
17	600768.SH	宁波富邦	民营企业	有色金属	主板	2024-08-08	完成	宁波富邦收购锂电合金55%股权	横向整合	31.0%	8.7%	12.69	9.49	否	-
18	002693.SZ	双成药业	民营企业	医药生物	主板	2024-08-28	董事会预案	双成药业定增收购奥拉股份100%股权	其他并购目的	120.2%	97.0%	63.36	15.28	否	-
19	836149.BJ	旭杰科技	民营企业	建筑装饰	北证	2024-08-29	达成转让意向	旭杰科技收购中新旭德47%股权	横向整合	123.2%	96.4%	11.25	15.00	否	-
20	000422.SZ	湖北宜化	地方国有企业	基础化工	主板	2024-08-31	董事会预案	湖北宜化收购宜昌新发投100%股权	其他并购目的	4.2%	40.4%	130.60	12.06	是	4.31
21	600150.SH	中国船舶	中央国有企业	国防军工	主板	2024-09-03	董事会预案	中国船舶收购合并中国重工100%股权	其他并购目的	-4.9%	84.0%	1484.85	33.20	是	2.69
22	601211.SH	国泰君安	地方国有企业	非银金融	主板	2024-09-06	上交所/深交所受理	国泰君安收购合并海通证券100%股权	其他并购目的	19.7%	25.3%	1456.89	17.47	是	0.85
23	688115.SH	思林杰	民营企业	机械设备	科创板	2024-09-07	董事会预案	思林杰定增收购科凯电子71%股权	垂直整合	82.0%	68.1%	25.92	38.88	否	-
24	301297.SZ	富乐德	公众企业	电子	创业板	2024-09-26	股东大会通过	富乐德定增收购富乐华100%股权	横向整合	112.0%	89.9%	146.18	43.20	是	0.42
25	000958.SZ	电投产融	中央国有企业	非银金融	主板	2024-09-30	董事会预案	电投产融定增收购电投核能控股100%股权	资产重组	91.1%	49.9%	335.39	6.23	否	-
26	300489.SZ	光智科技	民营企业	电子	创业板	2024-09-30	董事会预案	光智科技定增收购先导电子100%股权	资产重组	212.3%	85.4%	75.06	54.52	否	-
27	600292.SH	远达环保	中央国有企业	环保	主板	2024-10-01	董事会预案	远达环保定增收购五凌电力100%股权及长洲水电64.93%股权	战略合作	169.0%	75.5%	98.30	12.59	是	0.40
28	603268.SH	松发股份	民营企业	轻工制造	主板	2024-10-01	上交所/深交所受理	松发股份定增收购恒力重工100%股权	其他并购目的	203.5%	97.9%	48.24	38.85	是	2.21
29	301281.SZ	科源制药	民营企业	医药生物	创业板	2024-10-08	达成转让意向	科源制药定增收购宏普99.42%股权	其他并购目的	56.7%	56.3%	32.25	29.78	否	-
30	000723.SZ	美锦能源	民营企业	煤炭	主板	2024-10-10	董事会预案	美锦能源定增收购锦源煤业51%股权及正城煤业49%股权	垂直整合	10.2%	1.9%	191.44	4.32	否	-
31	002762.SZ	金发科技	民营企业	纺织服装	主板	2024-10-10	董事会预案	金发科技定增收购投资获其2%股权	其他并购目的	6.5%	29.7%	19.83	5.60	否	-
32	300417.SZ	南华仪器	民营企业	机械设备	创业板	2024-10-11	董事会预案	南华仪器收购博得力39.4745%股权	其他并购目的	60.1%	42.8%	17.12	12.72	否	-
33	603991.SH	至正股份	民营企业	基础化工	主板	2024-10-11	董事会预案	至正股份直接及间接收购AAMI 99.97%股权	资产重组	48.8%	99.0%	49.07	65.84	否	-
34	603196.SH	日播时尚	民营企业	纺织服装	主板	2024-10-18	董事会预案	日播时尚定增收购地尔地71%股权	其他并购目的	59.9%	90.2%	32.25	13.61	否	-
35	688368.SH	晶丰明源	民营企业	电子	科创板	2024-10-22	董事会预案	晶丰明源定增收购四川鼎瀚控制股权	其他并购目的	78.8%	56.0%	76.58	87.20	是	2.47
36	300781.SZ	因赛集团	民营企业	传媒	创业板	2024-10-23	董事会预案	因赛集团定增收购智者品牌80%股权	-	57.6%	96.7%	73.48	66.82	否	-
37	603922.SZ	金海顺	民营企业	汽车	主板	2024-10-23	董事会预案	金海顺定增收购新思睿95.79%股权	其他并购目的	83.5%	99.5%	46.36	25.87	否	-
38	688622.SH	禾信仪器	民营企业	机械设备	科创板	2024-10-23	董事会预案	禾信仪器定增收购量测技术部分股权	其他并购目的	330.0%	99.5%	51.38	73.40	否	-
39	300121.SZ	阳谷华泰	民营企业	基础化工	创业板	2024-10-25	董事会预案	阳谷华泰定增收购波米科技100%股权	其他并购目的	70.4%	17.6%	54.38	12.12	否	-
40	300277.SZ	海联讯	地方国有企业	计算机	创业板	2024-10-28	董事会预案	海联讯收购合并杭汽轮100%股权	战略合作	71.0%	85.0%	43.25	12.91	否	-
41	002838.SZ	通惠股份	民营企业	基础化工	主板	2024-10-29	董事会预案	通惠股份定增收购通惠达100%股权	其他并购目的	39.8%	10.6%	54.17	12.09	否	-
42	688089.SH	嘉必优	民营企业	基础化工	科创板	2024-10-29	董事会预案	嘉必优定增收购欧易生物65%股权	其他并购目的	44.5%	25.9%	35.48	21.08	是	1.16
43	000973.SZ	佛塑科技	地方国有企业	基础化工	主板	2024-11-01	董事会预案	佛塑科技定增收购金力股份100%股权	其他并购目的	68.6%	62.3%	59.69	6.17	否	-
44	600889.SH	南京化纤	地方国有企业	基础化工	主板	2024-11-02	董事会预案	南京化纤定增收购南京工100%股权	其他并购目的	30.3%	99.3%	72.50	19.79	否	-
45	688173.SH	希迈微	民营企业	电子	科创板	2024-11-05	董事会预案	希迈微定增收购芯迈微100%股权	其他并购目的	42.8%	24.8%	47.39	11.55	否	-
46	688535.SH	华海诚科	民营企业	电子	科创板	2024-11-12	股东大会通过	华海诚科定增收购华威电子70%股权	其他并购目的	84.4%	80.5%	70.93	87.90	是	0.80
47	603776.SH	永安行	民营企业	汽车	主板	2024-11-21	董事会预案	永安行定增收购上海联达65%股权	其他并购目的	48.1%	34.6%	32.23	13.88	否	-
48	688132.SH	邦彦技术	民营企业	国防军工	科创板	2024-11-25	董事会预案	邦彦技术定增收购网信通信100%股权	横向整合	57.0%	46.7%	29.93	19.66	否	-
49	688653.SH	康希通信	民营企业	电子	科创板	2024-11-26	签署转让协议	康希通信收购芯中芯科技部分股权	其他并购目的	54.7%	81.4%	64.86	15.28	是	0.00
50	300735.SZ	光弘科技	外资企业	电子	创业板	2024-11-26	进行中	光弘科技收购ACA公司100%股权及TIS工厂0.003%股权	其他并购目的	104.2%	86.3%	259.79	33.85	否	-
51	835174.BJ	五新隧装	民营企业	机械设备	北证	2024-11-26	董事会预案	五新隧装定增收购五新重工100%股权及兴中科技100%股权	其他并购目的	69.7%	89.4%	25.20	28.00	是	3.71
52	002277.SZ	友阿股份	民营企业	商贸零售	主板	2024-11-27	董事会预案	友阿股份定增收购深圳尚阳通100%股权	其他并购目的	137.8%	60.9%	71.94	5.16	否	-
53	688175.SH	高凌信息	民营企业	国防军工	科创板	2024-12-06	董事会预案	高凌信息定增收购欣源通信100%股权	其他并购目的	62.0%	31.6%	23.92	18.50	是	0.23
54	600725.SH	云维股份	地方国有企业	煤炭	主板	2024-12-07	董事会预案	云维股份定增收购红河发电100%股权	战略合作	38.4%	51.6%	39.07	3.17	否	-
55	603958.SH	哈森股份	外资企业	纺织服装	主板	2024-12-13	董事会预案	哈森股份定增收购展振光学100%股权及苏州朗克45%股权	其他并购目的	65.2%	86.1%	31.17	14.21	否	-
56	001267.SZ	汇绿生态	民营企业	建筑装饰	主板	2024-12-14	董事会预案	汇绿生态与其他方增资收购恒科技获其部分股权	多元化战略	85.7%	97.8%	73.12	9.38	否	-
57	600575.SH	淮河能源	地方国有企业	煤炭	主板	2024-12-17	董事会预案	淮河能源定增收购电力集团89.3%股权	其他并购目的	1.2%	43.4%	127.86	3.29	是	0.00
58	000688.SZ	国城矿业	民营企业	有色金属	主板	2024-12-18	董事会预案	国城矿业收购国城实业60%股权	横向整合	39.7%	14.6%	139.77	12.42	否	-
59	600322.SH	津投城开	地方国有企业	房地产	主板	2024-12-18	董事会预案	津投城开定增收购津能股份100%股权、天津热力100%股权、津益供热100%股权、津能风电98.18%股权及津能新能源100%股权	其他并购目的	74.0%	98.0%	25.21	2.28	否	-
60	002058.SZ	威尔泰	民营企业	机械设备	主板	2024-12-19	达成转让意向	威尔泰收购浙江新材部分股权	其他并购目的	30.1%	44.4%	14.06	9.80	否	-
61	002379.SZ	宏创控股	民营企业	有色金属	主板	2024-12-23	董事会预案	宏创控股定增收购宏拓实业100%股权	其他并购目的	119.6%	91.8%	117.05	10.30	是	0.01
62	000777.SZ	中核科技	中央国有企业	机械设备	主板	2024-12-30	停牌筹划	中核科技定增收购中核西仪17.9650%股权	其他并购目的	38.2%	47.0%	67.67	17.65	是	0.75
63	002123.SZ	梦网科技	民营企业	通信	主板	2025-01-02	停牌筹划	梦网科技定增收购杭州碧橙控制股权	其他并购目的	152.9%	99.3%	137.46	17.17	否	-
64	000573.SZ	粤宏远A	民营企业	房地产	主板	2025-01-03	董事会预案	粤宏远A收购博创智能60%股权	其他并购目的	95.5%	67.2%	27.57	4.32	否	-
65	301502.SZ	华阳智能	民营企业	电力设备	创业板	2025-01-07	进行中	华阳智能收购安泰安密器部分股权	其他并购目的	1.0%	40.7%	22.54	39.49	否	-
66	000972.SZ	中基健康	地方国有企业	农林牧渔	主板	2025-01-14	停牌筹划	中基健康定增收购新农业集团75%股权	壳壳上市	38.7%	76.5%	25.99	3.37	否	-
67	300307.SZ	慈星股份	民营企业	机械设备	创业板	2025-01-15	停牌筹划	慈星股份定增收购武汉敬声部分股权	其他并购目的	72.4%	74.2%	70.37	8.86	是	0.01
68	600724.SH	宁波富达	地方国有企业	房地产	主板	2025-01-17	达成转让意向	宁波富达收购鑫鑫材料45%股权	横向整合	48.7%	69.0%	73.71	5.10	否	-
69	600936.SH	广西广电	地方国有企业	传媒	主板	2025-01-18	董事会预案	广西广电收购文科集团51%股权	其他并购目的	53.8%	94.9%	57.32	3.43	否	-
70	300065.SZ	海兰信	民营企业	国防军工	创业板	2025-01-24	停牌筹划	海兰信定增收购海兰寰宇控制股权	其他并购目的	41.9%	38.5%	63.98	8.88	否	-

资料来源:万得, 信达证券研发中心

注: PB 估值分为过去 10 年估值分位, 总市值、收盘价为截至 2025 年 2 月 11 日数据。公募基金持仓占比为截至 2024 年 Q4 数据。



三、破净：市值管理新规助力低估价值股合理回归

3.1 市值管理新规对主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求

“破净”股指公司股价低于每股净资产（PB 估值小于 1）。每股净资产代表着公司清算时股东所能获得的剩余价值，因此破净理论上意味着投资者可以用低于公司实际价值的价格买入股票。出现破净可能有两个方面的原因，一方面是受市场情绪影响，在市场整体下行的背景下，投资者可能恐慌性抛售股票，导致股价下行跌破内在价值。部分股票市值较小，流动性不足，也可能制约公司股价的合理回归。而另一方面，破净股的出现也可能反映了公司基本面不佳，如出现业绩亏损，现金流不足等问题，市场投资者对于公司长期盈利能力存在担忧。如果是周期性行业，在行业周期景气下行期间，也可能出现盈利能力的下滑和市场预期偏弱，进而导致破净股的出现。

市值管理新指引的出台，正是为了引导上市公司正视破净问题，并通过采取有效措施提升自身投资价值。根据《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》第八条和第九条，就主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。具体措施包括：

主要指数成份股（中证 A500、沪深 300、科创 50、科创 100、创业板指、创业中盘 200、北证 50）公司应当制定并披露市值管理制度，包括人员分工、考核评价方法、监测预警机制和危机应对措施等，并就市值管理制度执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。

长期破净公司（连续 12 个月收盘价低于最近一个会计年度经审计的每股净资产）制定并披露估值提升计划，包括目标、期限及具体措施。市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。

根据政策指引，对于一部分基本面相对较好，盈利能力稳健，资产质量优良的被低估央国企来说，可能存在较大的估值修复空间。而对于另一部分基本面不佳导致的长期破净公司来说，在强化市值管理预期、信息披露更加透明化、规范化的背景下，可能会加速出清的速度。我们认为，对于符合长期破净条件的公司来说，可以关注以下几方面机会：一是从公司内在价值的角度，关注资产质量好、盈利能力强的公司，尤其是部分传统行业如银行、钢铁等行业的龙头企业和央国企。二是从估值提升计划的角度，关注目标明确、执行力度强、计划切实可行的公司。三是部分破净股仍然具备较强的分红能力，能够给投资者带来稳定的现金回报。

3.2 投资方向：长期破净+PB 低于行业平均+主要指数成份+前期涨幅&估值低

我们对市值管理新指引中规定的主要指数成份股公司和长期破净公司进行筛选，筛选标准为：

- 1) 连续 12 个月长期破净公司；
- 2) 市净率低于所在行业平均水平；
- 3) 属于《市值管理》中提到的主要指数成份。

在以上筛选标准基础上，我们建议关注部分前期涨幅较低，估值仍处于低位的标的。同时建议关注符合政策重点支持的央国企。我们建议的关注（标红）标准为：

- 1) 2024/9/15-2025/2/11 涨幅低于 20%;
- 2) PB 分位数低于 20%;
- 3) 企业性质为国央企。

表 4：破净概念相关标的梳理

序号	证券代码	证券名称	企业性质	申万一级行业	PB	过去十年 PB 分位数	是否属于重点指数成份	是否低于行业 PB 平均水平	2024/9/15-2025/2/11 涨跌幅	总市值 (亿元)	收盘价 (元)
1	002091.SZ	江苏国泰	地方国有企业	商贸零售	0.78	4.59%	是	是	11.1%	117.03	7.19
2	600859.SH	王府井	地方国有企业	商贸零售	0.77	4.12%	是	是	14.4%	153.57	13.53
3	600048.SH	保利发展	中央国有企业	房地产	0.52	1.69%	是	是	10.8%	992.35	8.29
4	601018.SH	宁波港	地方国有企业	交通运输	0.90	3.20%	是	是	12.7%	706.19	3.63
5	600655.SH	豫园股份	民营企业	商贸零售	0.62	3.91%	是	是	15.6%	225.09	5.78
6	601006.SH	大秦铁路	中央国有企业	交通运输	0.83	19.69%	是	是	14.7%	1341.80	6.66
7	600755.SH	厦门国贸	地方国有企业	交通运输	0.69	2.51%	是	是	15.0%	138.28	6.38
8	600741.SH	华域汽车	地方国有企业	汽车	0.93	7.91%	是	是	13.2%	556.46	17.65
9	601668.SH	中国建筑	中央国有企业	建筑装饰	0.51	2.16%	是	是	15.1%	2268.49	5.49
10	601916.SH	浙商银行	公众企业	银行	0.47	28.10%	是	是	17.3%	747.96	2.91
11	601669.SH	中国电建	中央国有企业	建筑装饰	0.64	6.18%	是	是	15.9%	876.81	5.09
12	000002.SZ	万科 A	公众企业	房地产	0.37	4.53%	是	是	14.6%	814.55	7.24
13	601390.SH	中国中铁	中央国有企业	建筑装饰	0.49	1.14%	是	是	17.7%	1358.09	5.91
14	600585.SH	海螺水泥	地方国有企业	建筑材料	0.69	7.01%	是	是	19.6%	1211.42	24.02
15	601155.SH	新城控股	民营企业	房地产	0.42	8.14%	是	是	18.2%	257.59	11.42
16	600704.SH	物产中大	地方国有企业	交通运输	0.70	8.85%	是	是	23.4%	257.55	4.96
17	600015.SH	华夏银行	地方国有企业	银行	0.40	32.82%	是	是	21.5%	1169.75	7.35
18	600820.SH	隧道股份	地方国有企业	建筑装饰	0.69	14.15%	是	是	22.3%	201.54	6.41
19	002081.SZ	金螳螂	民营企业	建筑装饰	0.68	5.50%	是	是	21.3%	92.41	3.48
20	601618.SH	中国中冶	中央国有企业	建筑装饰	0.64	2.51%	是	是	22.2%	601.28	3.14
21	601169.SH	北京银行	地方国有企业	银行	0.48	32.65%	是	是	23.9%	1258.01	5.95
22	600000.SH	浦发银行	地方国有企业	银行	0.47	31.21%	是	是	23.4%	3023.27	10.30
23	601186.SH	中国铁建	中央国有企业	建筑装饰	0.45	5.99%	是	是	24.6%	1079.68	8.51
24	000967.SZ	盈峰环境	民营企业	环保	0.88	9.07%	是	是	27.8%	152.96	4.83
25	601818.SH	光大银行	中央国有企业	银行	0.47	27.27%	是	是	26.7%	2090.47	3.75
26	600019.SH	宝钢股份	中央国有企业	钢铁	0.76	38.77%	是	是	25.8%	1509.51	6.89
27	600637.SH	东方明珠	地方国有企业	传媒	0.92	24.58%	是	是	32.2%	274.67	8.17
28	600016.SH	民生银行	公众企业	银行	0.34	24.22%	是	是	29.3%	1755.13	4.15
29	601238.SH	广汽集团	地方国有企业	汽车	0.82	9.91%	是	是	27.5%	755.47	9.08
30	000069.SZ	华侨城 A	中央国有企业	房地产	0.35	3.91%	是	是	29.3%	198.53	2.47
31	000932.SZ	华菱钢铁	地方国有企业	钢铁	0.58	2.98%	是	是	30.9%	307.43	4.45
32	600153.SH	建发股份	地方国有企业	交通运输	0.52	5.97%	是	是	33.0%	281.45	9.55
33	000623.SZ	吉林敖东	民营企业	医药生物	0.71	16.18%	是	是	36.3%	205.45	17.18
34	601800.SH	中国交建	中央国有企业	建筑装饰	0.55	17.61%	是	是	35.0%	1328.98	9.48
35	300070.SZ	碧水源	中央国有企业	环保	0.65	6.85%	是	是	53.0%	176.86	4.88
36	600104.SH	上汽集团	地方国有企业	汽车	0.75	27.97%	是	是	64.6%	2200.46	19.01

资料来源:万得, 信达证券研发中心

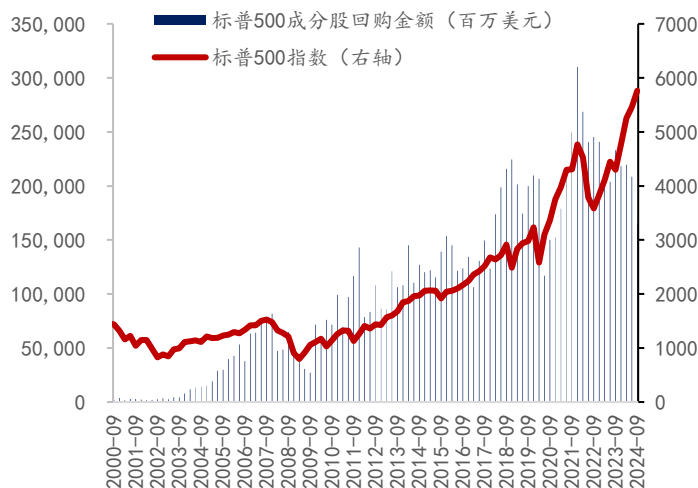
注: 总市值、收盘价为截至 2025 年 2 月 11 日数据。

四、股份回购：回购增持再贷款助力资本市场良性发展

4.1 股份回购是加强市值管理的重要工具之一

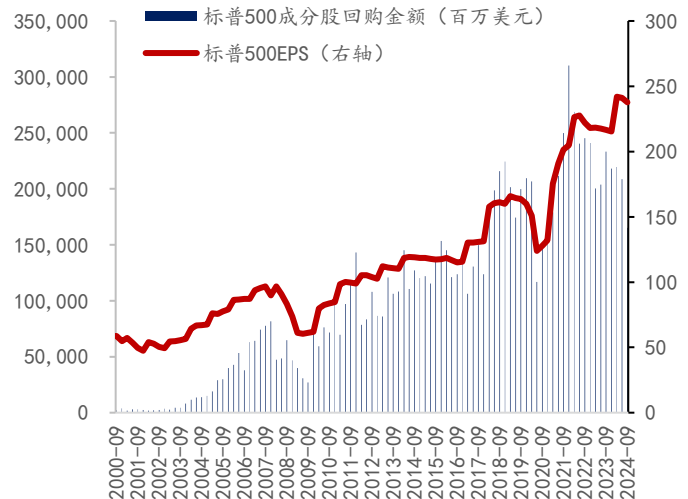
从定义上来看，股票回购主要指上市公司通过二级市场使用自有资金或自筹资金等方式购回发行在外的普通股，公司在股票回购完成后可以将所回购的股票注销，或者将回购的股票作为“库存股”保留。股票回购已经成为包括美国在内的成熟资本市场具有较为突出的积极意义的制度安排之一。从美股的经验来看，股票回购成为支撑美股走牛的重要力量之一，在经济受到外部风险冲击的阶段股票回购能够对股市起到较好的托底作用。回购是增厚美股 EPS 的因素之一，长期看伴随着回购规模的增加，标普 500 指数 EPS 整体呈现上升趋势。2000 年至今标普 500 指数走势与标普 500 成分股回购规模大部分时间里保持同向波动。

图 3： 标普 500 指数走势与标普 500 成分股回购规模走势（单位：百万美元，点）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图 4： 标普 500 指数 EPS 与标普 500 成分股回购规模走势（单位：百万美元，美元）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

理论上，股票回购可能在某些阶段给股东和管理层带来双赢。我们认为，股票回购的积极意义主要在于以下几点：

第一，上市公司回购股票的行为往往意味着向市场表明公司管理层认为回购价格低于公司的内在价值，当前股价被低估。有利于提振投资者情绪，提升市场风险偏好，起到稳定股价的作用。

第二，股票回购通过减少流通在外的普通股股数，有利于提高每股盈利和净资产收益率水平。投资者对公司盈利预期也会相应提升，股价上涨的动力也进一步提高。

第三，股票回购作为股利分配的手段之一，相较于分红是一种更灵活高效的方式。对于股东来说，分红可能产生红利税，且股东不一定将分红资金再次全额买入公司股票，股票供需变化可能不大。且如果市场对公司存在长期高分红的预期，可能会对公司的经营产生一定的压力。而股票回购则可以在一定程度上避免以上问题。

第四，公司在外部可投资机会偏少的时候用自由现金流回购股票，可以看作是对自身

的投资，在一定程度上提高资金的使用效率，减少代理成本。股票回购减少企业股本和资本公积，提高公司负债率，可以在低利率的时期发挥财务杠杆的作用。

第五，股份回购导致公司发行在外的股份减少，在一些情况下减小了公司被敌意收购的风险。回购的股票也可以作为实行股权激励计划的股票来源，保护了原有股东权益。

4.2 股票回购增持再贷款为回购提供低成本资金，尤其有利于央企市值管理

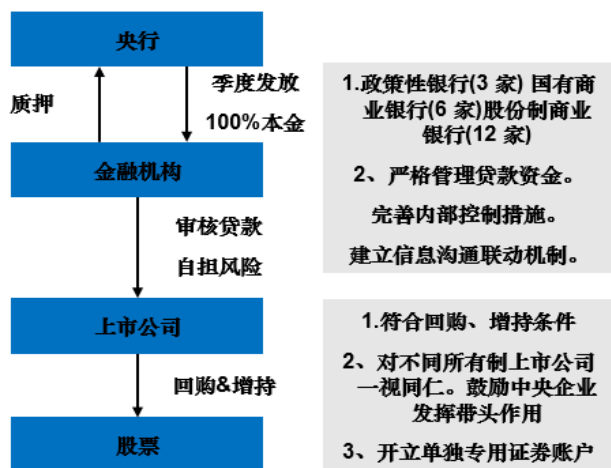
2023 年底以来，国家政策对股份回购的支持力度有所加大，股份回购有望成为上市公司市值管理的重要手段之一。2023 年 12 月新修订的《上市公司股份回购规则》，要点在于着力提高股份回购便利度，适度放宽上市公司回购基本条件。2024 年 3 月《关于加强上市公司监管的意见（试行）》和 2024 年 4 月“新国九条”进一步提出推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销，增强稳市效果。2024 年 9 月《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》明确股份回购是提升上市公司投资价值的重要手段。2024 年 10 月《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立首期额度 3000 亿元的股票回购增持再贷款，优化了股份回购的资金来源。

表 5：2023 年 12 月以来股份回购相关政策梳理

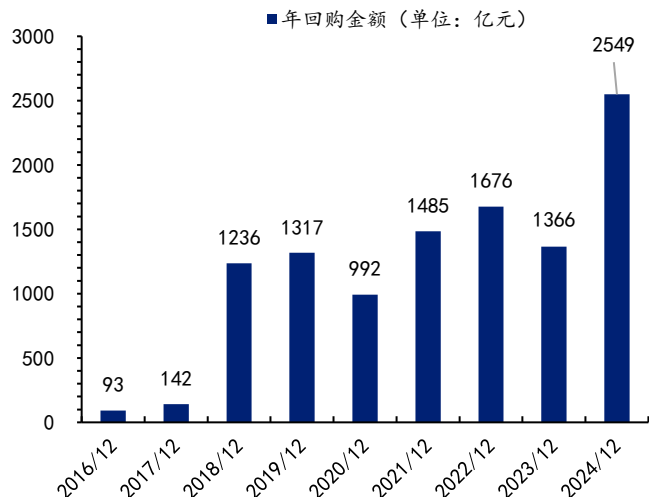
出台时间	政策名称	主要内容
2023/12/15	《上市公司股份回购规则》	一是着力提高股份回购便利度；二是进一步健全回购约束机制。
2024/3/15	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	提升股份回购效果和监管约束力。推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销，增强稳市效果。要求主要指数成份股公司明确股价短期大幅下跌等情形下的回购增持等应对安排。要求未增持或回购的破净公司在定期报告中说明改善公司投资价值的相关举措。
2024/4/4	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。
2024/9/24	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》	综合运用下列方式提升上市公司投资价值：（一）并购重组；（二）股权激励、员工持股计划；（三）现金分红；（四）投资者关系管理；（五）信息披露；（六）股份回购；（七）其他合法合规的方式。
2024/10/18	《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。再贷款首期额度 3000 亿元，年利率 1.75%，期限 1 年，可视情况展期。

资料来源：证监会官网，信达证券研发中心

根据国新办发布会口径，人民银行将向商业银行发放再贷款，提供的资金支持比例是 100%，中国人民银行提供的再贷款利率为 1.75%，商业银行以 2.25% 的利率贷款给最终的上市公司或大股东用于增持回购。《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》要求，“回购贷”目标客户应符合国家产业战略导向、本行行业授信政策要求，主业突出，经营稳健，信用资质良好，具备长期可持续经营能力及还款能力，在行业或一定区域内有明显的竞争优势和良好的发展潜力。鼓励央企发挥带头作用。同时考虑到金融机构自主决策发放条件，自担风险。从银行的风控的角度看，也更倾向于选择基本面稳健、处于行业龙头低位的上市国企成为发放股票回购增持再贷款的客户。

图 5：股票回购增持再贷款发放流程


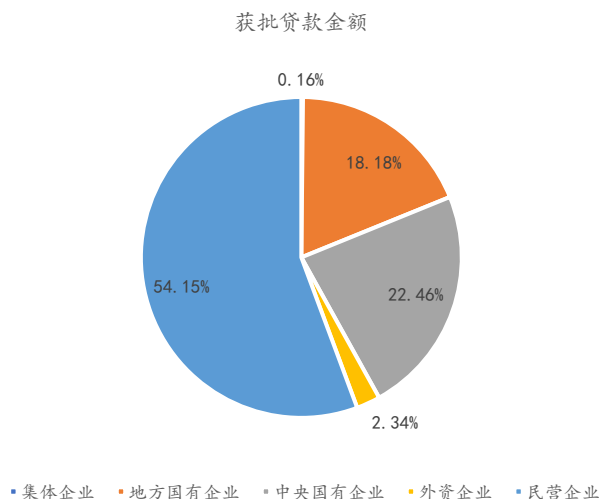
资料来源：中国人民银行网站，中国政府网，信达证券研发中心

图 6：2024 年回购金额创新高（单位：亿元）


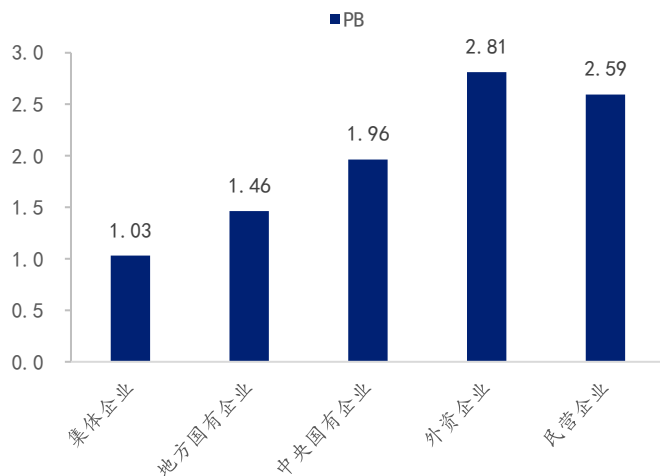
资料来源：万得，信达证券研发中心

2025 年以来，得益于政策支持，A 股获得回购增持再贷款的上市公司数量和范围持续扩大。截至 2025 年 2 月 11 日，共有 361 家企业获得股票回购增持再贷款，贷款金额上限合计 687.7 亿。按照企业类型划分，央企、地方国企、民营企业获批金额回购专项贷款金额分别为 154 亿、125 亿、372 亿。央企、地方国企获批金额合计占比为 41%，民营企业获批金额占比为 54%。

获批回购再贷款的国央企整体 PB 水平偏低，PB 平均值仅为 1.46 倍和 1.96 倍。此外，截至 2 月 11 日，获批回购再贷款的公司中有 48 家破净公司，以央国企为主。

图 7：股票回购增持再贷款获批企业分布


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：获批回购再贷款得国央企整体估值水平偏低（单位：倍数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

4.3 投资方向：央国企+前期涨幅低+破净

股票回购专项贷款设立细则中，提到鼓励央企发挥带头作用，在实际落地过程中，央企占比接近一半，也起到了一定的示范作用。我们按企业性质划分，筛选截至 2025 年 2 月 11 日所有获批股票回购再贷款的中央国有企业和地方国有企业。

在以上筛选标准基础上，我们建议关注部分前期涨幅较低，估值较低的标的。我们建议关注（标红）标准为：

1) 2024/9/15-2025/2/11 涨幅低于 20%；2) 当前破净。

表 6：截至 2025 年 2 月 11 日获得股票回购再贷款的中央国有企业梳理

序号	代码	证券简称	申万一级行业	贷款金额上限(万元)	股息率	PB	过去十年 PB 历史分位	2024/9/15-2025/2/11 涨跌幅	总市值(亿元)	收盘价(亿元)
1	300294.SZ	博雅生物	医药生物	3,600.00	1.58%	1.96	2.6%	-4.0%	146.94	29.14
2	600028.SH	中国石化	石油石化	90,000.00	5.28%	0.91	54.4%	-1.3%	6904.13	6.11
3	600028.SH	中国石化	石油石化	70,000.00	5.28%	0.91	54.4%	-1.3%	6904.13	6.11
4	601918.SH	新集能源	煤炭	45,000.00	2.16%	1.17	23.6%	-0.8%	181.34	7.00
5	600026.SH	中远海能	交通运输	135,800.00	2.63%	1.75	75.6%	3.3%	537.25	12.80
6	001965.SZ	招商公路	交通运输	43,260.00	4.42%	1.29	90.2%	3.5%	831.40	12.19
7	600115.SH	中国东航	交通运输	45,000.00	-	4.23	86.8%	4.2%	760.96	3.75
8	000883.SZ	湖北能源	公用事业	18,000.00	1.94%	0.90	18.9%	5.3%	310.09	4.77
9	600328.SH	中盐化工	基础化工	9,000.00	3.27%	0.93	3.3%	6.5%	110.52	7.51
10	001979.SZ	招商蛇口	房地产	70,200.00	2.98%	0.89	7.1%	9.1%	870.75	9.61
11	001872.SZ	招商港口	交通运输	38,900.00	2.68%	0.83	35.1%	10.2%	491.72	20.25
12	601872.SH	招商轮船	交通运输	44,300.00	3.31%	1.59	50.0%	12.6%	579.84	7.12
13	601868.SH	中国能建	建筑装饰	30,000.00	1.09%	0.93	22.0%	12.8%	818.69	2.28
14	601975.SH	招商南油	交通运输	26,000.00	-	1.46	3.9%	14.4%	152.70	3.18
15	301090.SZ	华润材料	基础化工	7,700.00	0.50%	1.52	12.2%	15.1%	103.30	6.95
16	601668.SH	中国建筑	建筑装饰	108,000.00	4.59%	0.51	2.2%	15.1%	2268.49	5.49
17	001914.SZ	招商积余	房地产	10,920.00	1.49%	1.00	2.1%	16.9%	102.11	9.63
18	000778.SZ	新兴铸管	钢铁	27,000.00	1.54%	0.55	2.3%	17.1%	141.09	3.56
19	601866.SH	中远海发	交通运输	28,720.00	1.28%	1.11	5.2%	17.6%	277.07	2.45
20	600428.SH	中远海特	交通运输	28,800.00	3.71%	1.16	49.7%	18.5%	140.39	6.54
21	601598.SH	中国外运	交通运输	30,000.00	5.36%	1.02	48.5%	19.8%	344.55	5.22
22	601598.SH	中国外运	交通运输	37,940.00	5.37%	1.02	48.5%	19.8%	344.55	5.22
23	600497.SH	驰宏锌锗	有色金属	26,000.00	2.50%	1.75	44.8%	23.5%	289.19	5.68
24	002415.SZ	海康威视	计算机	175,000.00	2.84%	3.75	3.8%	24.5%	2882.60	31.22
25	600750.SH	江中药业	医药生物	8,400.00	5.72%	4.15	86.8%	24.6%	141.09	22.43
26	601919.SH	中远海控	交通运输	30,000.00	5.17%	1.09	20.1%	27.1%	2228.14	14.63
27	000733.SZ	振华科技	国防军工	14,000.00	2.43%	1.62	17.8%	27.5%	233.25	42.09
28	000758.SZ	中色股份	有色金属	18,000.00	-	1.79	24.7%	28.4%	100.84	5.06

序号	代码	证券简称	申万一级行业	贷款金额上限(万元)	股息率	PB	过去十年 PB 历史分位	2024/9/15-2025/2/9 涨跌幅	总市值 (亿元)	收盘价 (亿元)
29	000423.SZ	东阿阿胶	医药生物	9,000.00	4.66%	3.79	61.5%	29.1%	375.82	58.36
30	600877.SH	电科芯片	电子	35,000.00	-	6.35	13.7%	29.8%	155.82	13.16
31	600176.SH	中国巨石	建筑材料	70,000.00	2.63%	1.59	8.9%	29.8%	460.36	11.50
32	600176.SH	中国巨石	建筑材料	90,000.00	2.32%	1.59	8.9%	29.8%	460.36	11.50
33	601880.SH	辽港股份	交通运输	35,000.00	1.31%	0.95	11.2%	31.4%	331.80	1.59
34	600184.SH	光电股份	国防军工	4,500.00	0.58%	2.24	17.9%	38.9%	56.68	11.14
35	600184.SH	光电股份	国防军工	4,500.00	0.58%	2.24	17.9%	38.9%	56.68	11.14
36	600850.SH	电科数字	计算机	18,000.00	1.88%	3.73	28.2%	45.2%	171.34	24.99
37	600850.SH	电科数字	计算机	14,000.00	1.88%	3.73	28.2%	45.2%	171.34	24.99
38	688375.SH	国博电子	国防军工	27,000.00	1.05%	5.29	39.3%	54.9%	301.88	50.65
39	002368.SZ	太极股份	计算机	18,000.00	0.73%	3.31	13.4%	79.9%	166.15	26.66

资料来源:万得, 信达证券研发中心

注: PB 估值分位为过去 10 年估值分位, 总市值、收盘价为截至 2025 年 2 月 11 日数据。

表 7: 截至 2025 年 2 月 11 日获得股票回购再贷款的地方国有企业梳理

序号	代码	证券简称	申万一级行业	贷款金额上限(万元)	股息率	PB	过去十年 PB 历史分位	2024/9/15-2025/2/9 涨跌幅	总市值 (亿元)	收盘价 (亿元)
1	600985.SH	淮北矿业	煤炭	30,000.00	6.71%	0.87	1.4%	4.2%	365.48	13.57
2	002100.SZ	天康生物	农林牧渔	14,000.00	-	1.21	0.4%	4.4%	84.24	6.17
3	600395.SH	盘江股份	煤炭	10,800.00	5.53%	0.97	0.8%	4.4%	106.90	4.98
4	600325.SH	华发股份	房地产	53,600.00	6.97%	0.71	3.0%	4.6%	149.72	5.44
5	000528.SZ	柳工	机械设备	42,000.00	1.68%	1.27	87.1%	8.9%	223.93	11.09
6	600020.SH	中原高速	交通运输	20,000.00	3.47%	0.81	41.5%	10.9%	91.69	4.08
7	600059.SH	古越龙山	食品饮料	10,500.00	1.53%	1.31	4.0%	11.1%	76.57	8.40
8	000937.SZ	冀中能源	煤炭	36,000.00	12.62%	1.01	41.8%	12.9%	211.66	5.99
9	600821.SH	金开新能	公用事业	27,000.00	2.92%	1.21	3.9%	13.4%	111.25	5.57
10	600098.SH	广州发展	公用事业	13,500.00	4.19%	0.82	6.4%	13.8%	217.39	6.20
11	600639.SH	浦东金桥	房地产	17,500.00	4.95%	0.86	5.0%	13.9%	107.11	10.75
12	600755.SH	厦门国贸	交通运输	28,370.00	7.79%	0.69	2.5%	15.0%	138.28	6.38
13	601666.SH	平煤股份	煤炭	90,000.00	9.66%	0.91	30.6%	15.2%	223.51	9.03
14	300569.SZ	天能重工	电力设备	3,570.00	1.60%	0.85	4.6%	15.7%	46.74	4.57
15	000581.SZ	威孚高科	汽车	11,000.00	6.57%	0.95	16.9%	16.7%	172.04	18.29
16	002443.SZ	金洲管道	钢铁	14,400.00	1.07%	0.91	5.0%	17.0%	31.23	6.00
17	002083.SZ	孚日股份	纺织服饰	13,800.00	4.62%	1.00	14.1%	17.0%	46.20	4.88
18	600022.SH	山东钢铁	钢铁	25,100.00	-	0.78	34.1%	17.2%	152.99	1.43
19	000155.SZ	川能动力	公用事业	40,000.00	1.50%	2.05	37.4%	18.9%	203.08	11.00
20	603712.SH	七一二	国防军工	5,000.00	0.37%	2.87	4.3%	18.9%	132.17	17.12
21	600033.SH	福建高速	交通运输	20,000.00	4.30%	0.90	50.7%	18.9%	104.01	3.79
22	000789.SZ	万年青	建筑材料	18,000.00	1.81%	0.60	4.2%	19.8%	40.51	5.08

序号	代码	证券简称	申万一级行业	贷款金额上限(万元)	股息率	PB	过去十年 PB 历史分位	2024/9/15-2025/2/9 涨跌幅	总市值 (亿元)	收盘价 (亿元)
23	000661.SZ	长春高新	医药生物	35,000.00	4.08%	1.67	1.8%	19.8%	390.36	95.68
24	600810.SH	神马股份	基础化工	27,000.00	1.79%	1.04	12.2%	19.9%	75.12	7.40
25	600108.SH	亚盛集团	农林牧渔	17,500.00	0.19%	1.31	26.5%	20.8%	55.49	2.85
26	600231.SH	凌钢股份	钢铁	2,000.00	-	0.85	37.5%	21.1%	50.77	1.78
27	601700.SH	风范股份	电力设备	25,000.00	0.97%	1.89	14.8%	21.6%	50.72	4.44
28	600141.SH	兴发集团	基础化工	40,000.00	2.80%	1.15	25.6%	22.2%	243.05	22.03
29	603369.SH	今世缘	食品饮料	49,000.00	2.22%	3.70	14.3%	22.5%	543.36	43.58
30	000637.SZ	茂化实华	石油石化	1,800.00	-	3.14	65.3%	22.5%	19.55	3.76
31	000725.SZ	京东方 A	电子	70,000.00	0.68%	1.30	40.8%	23.3%	1681.73	4.50
32	601168.SH	西部矿业	有色金属	70,000.00	2.79%	2.51	81.0%	24.3%	423.70	17.78
33	000582.SZ	北部湾港	交通运输	28,000.00	2.35%	1.13	23.3%	26.0%	193.59	8.50
34	603167.SH	渤海轮渡	交通运输	6,580.00	9.24%	1.10	26.3%	26.3%	39.36	8.39
35	600252.SH	中恒集团	医药生物	45,000.00	0.44%	1.25	7.2%	26.8%	80.84	2.41
36	603239.SH	浙江仙通	汽车	2,880.00	2.25%	3.42	25.7%	26.9%	38.23	14.12
37	600742.SH	一汽富维	汽车	3,500.00	2.65%	0.81	11.8%	27.4%	67.69	9.11
38	000709.SZ	河钢股份	钢铁	19,440.00	1.85%	0.44	7.9%	28.4%	224.32	2.17
39	000709.SZ	河钢股份	钢铁	19,440.00	1.85%	0.44	7.9%	28.4%	224.32	2.17
40	002669.SZ	康达新材	基础化工	18,000.00	0.74%	1.04	8.4%	29.5%	30.07	9.91
41	000813.SZ	德展健康	医药生物	20,000.00	-	1.33	15.0%	30.2%	69.06	3.19
42	002343.SZ	慈文传媒	传媒	1,800.00	-	3.24	52.7%	31.6%	31.68	6.67
43	601588.SH	北辰实业	房地产	5,550.00	1.08%	0.52	18.7%	33.3%	52.50	1.80
44	600648.SH	外高桥	房地产	48,000.00	3.71%	1.05	11.0%	33.6%	119.09	11.57
45	600235.SH	民丰特纸	轻工制造	2,800.00	1.02%	1.39	37.9%	33.7%	20.76	5.91
46	600738.SH	丽尚国潮	商贸零售	6,200.00	0.76%	1.86	13.8%	35.2%	36.54	4.80
47	600293.SH	三峡新材	建筑材料	7,000.00	-	2.18	57.9%	36.0%	37.70	3.25
48	002696.SZ	百洋股份	农林牧渔	4,011.00	-	1.31	19.3%	37.4%	17.94	5.18
49	300185.SZ	通裕重工	电力设备	20,000.00	1.03%	1.46	36.0%	39.4%	97.81	2.51
50	000531.SZ	穗恒运 A	公用事业	7,000.00	1.62%	1.00	18.1%	41.6%	66.34	6.37
51	000541.SZ	佛山照明	家用电器	5,000.00	2.06%	1.50	31.7%	41.8%	84.29	6.24
52	600237.SH	铜峰电子	电子	27,000.00	-	2.51	44.3%	41.9%	44.84	7.11
53	600169.SH	太原重工	机械设备	8,400.00	-	1.69	41.2%	43.1%	87.06	2.59
54	300457.SZ	赢合科技	电力设备	14,000.00	0.90%	2.03	12.9%	51.3%	132.89	20.47
55	002967.SZ	广电计量	社会服务	29,900.00	0.95%	3.11	35.9%	58.0%	110.53	18.95
56	002068.SZ	黑猫股份	基础化工	13,500.00	-	2.57	71.3%	95.5%	76.18	10.36
57	600172.SH	黄河旋风	机械设备	6,000.00	-	2.84	70.2%	100.5%	58.70	4.07

资料来源:万得, 信达证券研发中心

注: PB 估值分位为过去 10 年估值分位, 总市值、收盘价为截至 2025 年 2 月 11 日数据。



五、其他价值类主题：化债等稳增长政策驱动的主题机会

5.1 稳增长政策密集出台阶段，价值类主题更容易表现活跃

2024 年以来，在海外政治经济环境复杂，国内经济运行面临一些新的问题背景下，稳增长政策密集出台，统筹财政、金融、消费、投资等领域。例如，（1）财政政策方面，2024 年全国财政赤字规模 4.06 万亿，发行了 1 万亿超长期特别国债。增加地方政府债务限额 6 万亿，用于置换存量隐性债务，分三年实施。允许运用地方政府专项债支持房地产市场，包含专项债在两个方向上扩大应用范围，一是用于收回收购存量闲置土地，二是用于收购存量商品房。

（2）货币政策方面，降准 2 次，降息 3 次，创设新的结构性货币政策工具，如设立科技创新和技术改造再贷款，设立保障新住房再贷款、创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款等。

（3）房地产方面，取消限购、限售、限价、取消普通住宅与非普通住宅标准。降低住房贷款首付比例，降低存量住房贷款利率，降低公积金贷款利率，调整契税和增值税征收范围。

（4）扩内需政策方面，重点支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，推动大规模设备更新和消费品以旧换新政策。2024 年 9 月政治局会议提出“要加强低收入人口救助帮扶”。惠民生方面更加重视“稳全民就业”的导向。2024 年 12 月中央经济工作会议提出更大力度支持“两重项目”，加力扩围实施“两新”政策，实施提振消费专项行动，适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准等一系列重要举措。

（5）资本市场改革方面，在金融监管要“长牙带刺”、“有棱有角”的基础上，新国九条政策与配套制度规则共同形成“1+N”政策体系。主要出台的政策包括：大力引导中长期资金入市，出台并购重组、市值管理相关政策指引，创设两项结构性货币政策工具，支持资本市场稳定发展等。

从历史经验来看，名义 GDP 下行期，稳增长政策密集出台阶段，价值类主题更容易表现活跃，如 2014 年下半年-2015 年上半年一带一路主题行情。“一带一路”的大级别超额收益行情发生于 2014 年 8 月至 2015 年 4 月，区间涨幅达到 182.6%，相对万得全 A 指数的超额收益超过 80pct。在这一阶段，国内 GDP 同样面临增速下行的压力，房地产政策、货币政策、财政化债政策等稳增长增量政策持续推进。2014 年 3-5 月，全国各地集中放开限购，2014 年 5 月，国家发改委下发的《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》中，对棚改化项目的融资需求进行扶持。2014 年 11 月 15 日，国常会部署加快推进价格改革，随后货币政策方面便开始了大幅宽松进程。2014 年 11 月 21 日出现了 2012 年 7 月后的首次降息，存贷款基准利率于 2014 年 11 月 22 日及 2015 年 3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日、8 月 26 日、10 月 24 日连续六次下调（每次下调 25BP）。

产业政策方面，2014-2015 年“一带一路”相关政策经历了从顶层设计、局部试点到全面落实的过程。从 2013 年 9 月习近平总书记提出“一带一路”重大倡议，到 2014 年 12 月举办的中央经济工作会议将“一带一路”与京津冀协同发展、长江经济带建设共同列为国家三大战略。再到 2015 年 3 月，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，这标志着国家层



面的“一带一路”路线图正式出台。期间一带一路主题的上涨大多与政策催化相关。

图 9：2014H2-2015H1 “一带一路”指数的超额收益及关键事件（单位：倍数，点）



资料来源：万得，人民网，中国政府网，信达证券研发中心

历史经验来看，化债指数超额收益同样多出现在 GDP 增速下行期。历史上化债指数相对于万得全 A 取得超额收益的时间段为：2014 年 7 月-2015 年 8 月、2018 年 10 月-2019 年 6 月、2021 年 2 月-2022 年 4 月、2023 年 6 月-2024 年 5 月。化债指数取得超额收益大多出现在宏观经济增速下行和 A 股盈利下行期。我们认为主要原因或在于，化债受益行业大多为低估值价值板块，在宏观经济下行期一方面受益于稳增长政策加码带来的基本面预期边际改善，另一方面具备一定的防御属性，在熊市或牛市初期表现较好。但到了牛市中后期经济和盈利开始实质改善阶段，化债相关行业则通常表现偏弱。

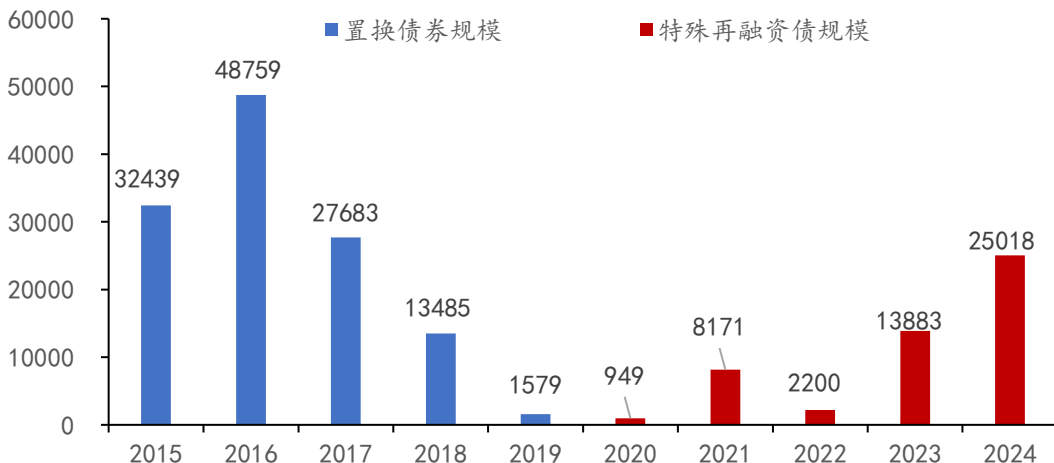
图 10：化债板块超额收益同样多出现在 GDP 增速下行期（单位：%、倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

本轮化债规模较接近 2015-2018 年化债周期。2015-2018 年发行 12.2 万亿置换债券。经过置换，到 2018 年末基本完成既定的存量政府债务置换目标。2019 年开始进行全国建制县（区）隐性债务化解试点，全年共发行置换债券 1579 亿元。2020 年-2022 年共发行特殊再融资债券 1.1 万亿。其中 2020 年 12 月-2021 年 9 月全国建制县（区）隐性债务化解试点扩容阶段，累计发行 6278 亿特殊再融资债。2021 年，北京市、上海市和广东省纳入全国“全域无隐性债务”第一批试点省市，2021 年 10 月-2022 年 6 月三省合计发行特殊再融资债 5042 亿元。2023 年 10 月开始了第四轮地方政府化债，2023 年 10 月-2024 年共计发行特殊再融资债券规模超过 3.89 万亿，其中 2024 年年内已发行特殊再融资债 2.5 万亿元。

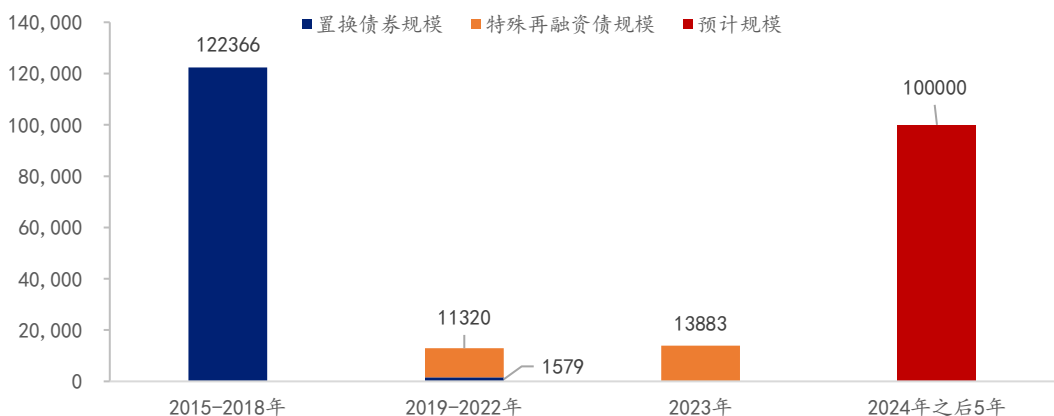
图 11：2015-2024 年历年化债规模（单位：亿元）



资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

10 万亿化债落地：6 万亿新增限额+4 万亿新增专项债。2024 年 11 月 8 日，财政部部长蓝佛安在举行的十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上介绍，从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。这次置换，近三年密集安排 8.4 万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模。据财政部估算五年累计可节约 6000 亿元左右。

图 12：历史上每轮化债规模合计（单位：亿元）

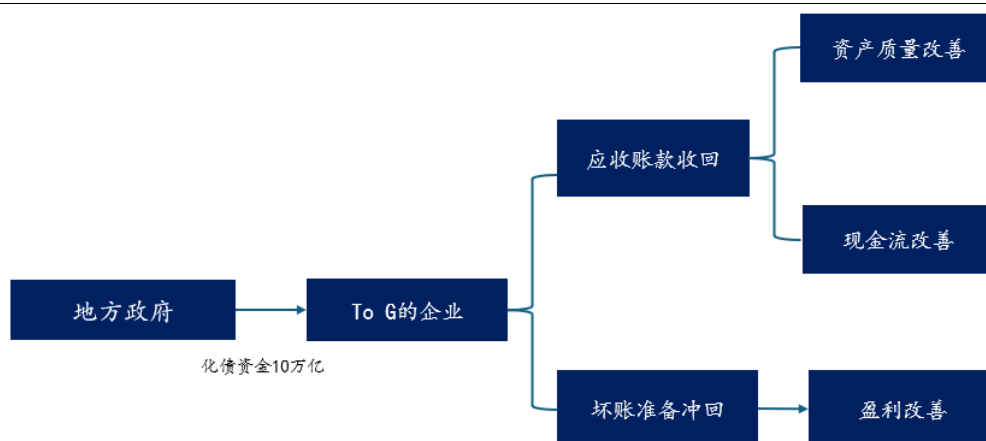


资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

5.2 化债背景下应收账款占比高的 To G 属性企业有望低估值修复

在加大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务背景下，中长期为地方政府垫资施工的企业应收账款情况有望改善，提升资产质量，从而改善 ROE 和现金流。从化债资金用途来看，主要用于支持地方特别是高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款。在加大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务背景下，中长期为地方政府垫资施工的企业政府类项目回款有望改善，后续现金流和资产质量有望得到边际改善。同时对于部分政府类应收账款占比较大且账龄时间较长的企业，相关企业普遍已对账龄较长的应收款计提大额减值损失，如收回相关应收款，部分减值有望冲回，将对当期业绩产生显著贡献，资产端也有望得到边际修复。

图 13：化债背景下，To G 属性企业有望迎来资产负债表、现金流和盈利改善



资料来源：信达证券研发中心

从相关行业来看，建筑、环保等行业应收账款票据及合同资产合计占营收和总资产比例较高，在政府化债背景下可能更为受益，有望迎来低估值修复。建筑行业中尤其是基建市政工程、园林工程、房屋建设行业企业，客户结构中政府和房地产企业占比较高，普遍存在垫资情况。截至 2024 年三季报，建筑行业应收账款+应收票据+合同资产占总资产的比例超过 30%，为申万一级行业中最高。在政府大规模化债的背景下，建筑行业的资产负债表有望得到较大程度改善。

应收账款过载也是大部分环保企业的核心风险之一。环保企业下游多为政府部门，如水务及水治理、垃圾焚烧等，截至 2024 年三季报环保行业应收账款+应收票据+合同资产占营业总收入比重达到 92%，居于申万一级行业前列。同时应收账款周转率在一级行业中处于较低位置，在地方财政支出压力较大时期可能会增加应收账款回收的平均账期。

个股方面，我们将建筑、环保行业指数成分股的应收账款+应收票据+合同资产占总资产的比值从高到底排序。下表为应收账款票据及合同资产/总资产 TOP50 的个股。

表 8：建筑、环保行业应收账款票据及合同资产/总资产 TOP50 的个股（单位：%）

序号	证券代码	证券简称	公司属性	省份	申万三级行业	应收账款+应收 票据+合同资产 /总资产	应收账款+应收 票据+合同资产 /营业收入
1	688701.SH	卓锦股份	民营企业	浙江省	综合环境治理	80.57%	263.17%
2	300621.SZ	维业股份	地方国有企业	广东省	装修装饰Ⅲ	78.88%	118.77%
3	300958.SZ	建工修复	地方国有企业	北京	综合环境治理	77.97%	356.21%
4	000628.SZ	高新发展	地方国有企业	四川省	房屋建设Ⅲ	76.51%	223.66%
5	600248.SH	陕建股份	地方国有企业	陕西省	房屋建设Ⅲ	76.18%	260.71%
6	301098.SZ	金埔园林	民营企业	江苏省	园林工程	74.63%	445.37%
7	603137.SH	恒尚节能	民营企业	江苏省	装修装饰Ⅲ	74.51%	165.85%
8	603359.SH	东珠生态	民营企业	江苏省	园林工程	72.32%	1483.10%
9	300029.SZ	ST 天龙	公众企业	江苏省	其他专业工程	72.15%	164.31%
10	600217.SH	中再资环	集体企业	陕西省	固废治理	71.12%	204.51%
11	002883.SZ	中设股份	地方国有企业	江苏省	工程咨询服务Ⅲ	70.80%	189.45%
12	600193.SH	创兴资源	民营企业	上海	装修装饰Ⅲ	69.77%	1116.94%
13	002620.SZ	瑞和股份	民营企业	广东省	装修装饰Ⅲ	69.19%	435.30%
14	603909.SH	建发合诚	地方国有企业	福建省	工程咨询服务Ⅲ	68.78%	60.81%
15	603357.SH	设计总院	地方国有企业	安徽省	工程咨询服务Ⅲ	68.65%	196.16%
16	603018.SH	华设集团	公众企业	江苏省	工程咨询服务Ⅲ	67.13%	308.18%
17	300536.SZ	*ST 农尚	民营企业	湖北省	园林工程	66.76%	592.44%
18	605303.SH	园林股份	民营企业	浙江省	园林工程	65.86%	323.78%
19	002743.SZ	富煌钢构	民营企业	安徽省	钢结构	65.61%	236.94%
20	002856.SZ	美芝股份	地方国有企业	广东省	装修装饰Ⅲ	63.79%	245.84%
21	300854.SZ	中兰环保	民营企业	广东省	固废治理	63.04%	251.54%
22	002047.SZ	宝鹰股份	地方国有企业	广东省	装修装饰Ⅲ	62.04%	373.62%
23	002081.SZ	金螳螂	民营企业	江苏省	装修装饰Ⅲ	62.01%	148.88%
24	001267.SZ	汇绿生态	民营企业	湖北省	园林工程	61.79%	466.21%
25	000032.SZ	深桑达 A	中央国有企业	广东省	其他专业工程	60.98%	82.88%
26	002135.SZ	东南网架	民营企业	浙江省	钢结构	60.70%	134.92%
27	300506.SZ	*ST 名家	民营企业	广东省	装修装饰Ⅲ	60.53%	477.88%
28	300948.SZ	冠中生态	民营企业	山东省	园林工程	60.02%	682.52%
29	605287.SH	德才股份	民营企业	山东省	装修装饰Ⅲ	59.99%	234.67%
30	002542.SZ	中化岩土	地方国有企业	北京	其他专业工程	59.46%	365.02%
31	000820.SZ	神雾节能	民营企业	江西省	环保设备Ⅲ	59.43%	141.48%
32	002761.SZ	浙江建投	地方国有企业	浙江省	房屋建设Ⅲ	59.01%	120.57%
33	603828.SH	ST 柯利达	民营企业	江苏省	装修装饰Ⅲ	58.83%	151.34%
34	603098.SH	森特股份	民营企业	北京	钢结构	58.78%	181.99%
35	835857.BJ	百甲科技	民营企业	江苏省	钢结构	58.07%	134.76%
36	002822.SZ	ST 中装	民营企业	广东省	装修装饰Ⅲ	57.94%	215.97%
37	605289.SH	罗曼股份	民营企业	上海	其他专业工程	57.86%	328.84%
38	836149.BJ	旭杰科技	民营企业	江苏省	工程咨询服务Ⅲ	57.75%	111.70%
39	300649.SZ	杭州园林	民营企业	浙江省	园林工程	57.47%	382.00%
40	300635.SZ	中达安	地方国有企业	广东省	工程咨询服务Ⅲ	57.16%	157.64%
41	600939.SH	重庆建工	地方国有企业	重庆	房屋建设Ⅲ	57.11%	240.51%
42	601068.SH	中铝国际	中央国有企业	北京	其他专业工程	56.96%	147.02%
43	601886.SH	江河集团	民营企业	北京	装修装饰Ⅲ	56.30%	104.98%
44	002375.SZ	亚厦股份	民营企业	浙江省	装修装饰Ⅲ	56.18%	147.84%

序号	证券代码	证券简称	公司属性	省份	申万三级行业	应收账款+应收 票据+合同资产 /总资产	应收账款+应收 票据+合同资产 /营业收入
45	000010.SZ	美丽生态	民营企业	广东省	园林工程	56.18%	484.95%
46	603815.SH	交建股份	民营企业	安徽省	基建市政工程	56.07%	203.42%
47	300284.SZ	苏文科	地方国有企业	江苏省	工程咨询服务III	55.88%	303.45%
48	002717.SZ	岭南股份	地方国有企业	广东省	园林工程	55.50%	1027.08%
49	601133.SH	柏诚股份	民营企业	江苏省	其他专业工程	55.15%	75.97%
50	603458.SH	勘设股份	公众企业	贵州省	工程咨询服务III	55.08%	376.98%

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：财务数据为 2024 年三季报数值。

风险因素

宏观经济下行风险：受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

稳增长政策不及预期风险：宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

监管政策收紧超预期风险：国家政策禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。对于“伪市值管理”精准打击存在从严从紧的可能性。

历史数据不代表未来：报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。