

策略深度报告 20240402

被忽视的中长期资金来源：上市公司

2024 年 04 月 02 日

观点

- 从中央金融工作会议，到国务院常务会议，再到证监会各项会议，一再强调“加大中长期资金入市力度”。然而，提到中长期资金，我们往往认为是公募基金、保险资金、社保资金、境外长期机构投资者等等。忽视了 A 股上市公司本身也是重要的中长期资金来源。

A 股上市公司就是 A 股市场的重要投资者之一。上市公司可以通过回购股票、兼并重组、直接投资等多种方式从二级股票交易市场购买股票，成为重要的中长期投资者。

- 其一，海外成熟市场上，上市公司往往是投入金额最大的股票投资者。2012 年-2022 年，美国和日本上市公司累计分红、回购和以现金并购的规模大约是累计融资（IPO+再融资）规模的 9-10 倍。上市公司是美国、日本股票市场最大的购买者，超过了传统的保险资金、公募基金和个人投资者。同期，A 股累计分红+回购+现金并购合计规模约为 22 万亿美元，累计融资规模约为 15 万亿元，前者仅为后者的 1.5 倍。

- 其二，对于 A 股上市公司而言，股票投资相比委托理财、无效扩张产能，收益率更高更加稳定，更符合“供给侧结构性改革”。2023 年 1 月到 2024 年 1 月，A 股共有 1162 家上市公司认购理财产品，总计 1 万亿元，其中 30%是自有资金认购，超过 3000 亿元。有一些传统行业更是将 50%以上的自有资金购买理财产品，比如钢铁行业认购理财产品金额中有 92%是自有资金。在此期间，A 股认购理财的平均预计收益率在 2.6%左右。这个预计收益率明显低于同期优质股票潜在回报率。

上市公司与其进行无效产能扩张，拖累 ROE，不如将资金投资优质上市公司，这种股票投资更符合“供给侧结构性改革”。比如：陕西煤业投资隆基绿能，提早布局新能源产业，并充分受益于新能源产业的发展。

- 其三，上市公司是最专业的价值发现者。身处产业内，对于产业链上的公司，上市公司管理层比基金经理们具有更专业的价值发现能力，能够发掘深度价值。上市公司可以是自身价值发现者。比如，今年 2 月，康缘药业宣布使用自有资金 1.5-3 亿元进行回购注销后，3 天股价涨幅高达 27%，公司深度认同自身价值，也引发了市场的关注。

上市公司除了提升回购力度，也应该加大兼并购力度。上市公司进行兼并重组，不仅是供给侧结构性改革，更是价值发现，引导市场良性发展，是价值投资者的倡导者。比如通过兼并购可以协整产业链，也可以增加新业务，开辟第二成长曲线。

- 其四，上市公司投资二级市场，不是“脱实向虚”，是“共生共融的肌体和血脉”。2019 年 2 月 22 日，中共中央政治局第十三次集体学习，习近平总书记明确指出“经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣。”上市公司需要股票投资，提高企业回报率，进行供给侧结构性改革。股票市场需要上市公司，提供中长期资金，发现投资价值。

- 当然，上市公司出于短期获利目的，进行短期交易，甚至利用信息优势进行内幕交易，触犯法规，必须严惩不贷。但引导上市公司投资股票市场，应该是包括监管层在内的社会各界推动 A 股市场改革的重要内容。

- 风险提示：经济周期波动影响股市表现；上市公司兼并购、股权投资过程中涉嫌内幕交易；上市公司股权投资失败影响账面价值等。

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 陈梦

执业证书：S0600122090071

chenm@dwzq.com.cn

相关研究

《业绩披露窗口，寻找景气改善方向》

2024-03-31

《4 月度金股：关注潜在红利&“新质生产力”》

2024-03-29

内容目录

1. 上市公司往往是最大的股票投资者4

2. 上市公司进行股票投资更符合“供给侧结构性改革”6

3. 上市公司是专业的价值发现者8

4. 上市公司投资二级市场可以更好的助力市场与实体经济相融合8

5. 上市公司作为长期资本入市需要监管从严9

6. 风险提示10

图表目录

图 1: 美国股市融资（IPO 和再融资）规模与上市公司分红、回购和并购规模.....4

图 2: 日本股市融资（IPO 和再融资）规模与上市公司分红、回购和并购规模.....4

图 3: 美股和日股累计融资和分红、回购和并购情况.....5

图 4: A 股融资（IPO 和再融资）规模与上市公司分红、回购和并购规模.....5

图 5: 2023 年 1 月-2024 年 1 月 A 股上市公司购买理财产品情况6

图 6: A 股上市公司投资增量.....7

图 7: A 股上市公司并购（买方为上市公司）9

从中央金融工作会议，到国务院常务会议，再到证监会各项会议，一再强调“加大中长期资金入市力度”。然而，提到中长期资金，我们往往认为是，公募基金、保险资金、社保资金、境外长期机构投资者等等。忽视了 A 股上市公司本身也是重要的中长期资金来源。

A 股上市公司就是 A 股市场的重要投资者之一。

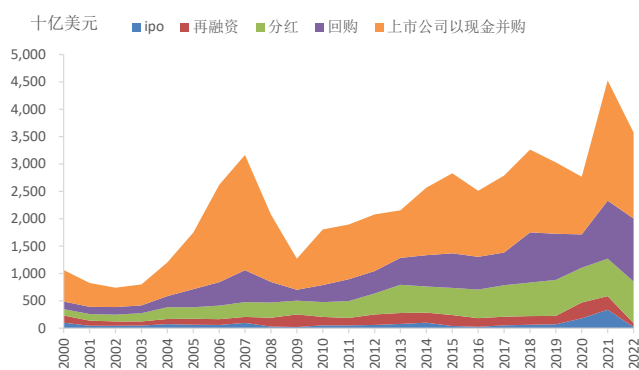
上市公司可以通过回购股票、兼并重组、直接投资等多种方式从二级股票交易市场购买股票，成为重要的中长期投资者。

1. 上市公司往往是最大的股票投资者

海外成熟市场上，上市公司往往是投入金额最大的股票投资者。

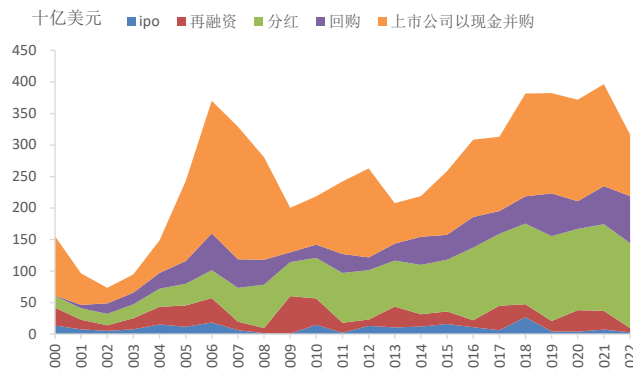
美国市场上，上市公司的分红回购和并购规模要远远大于融资规模。根据彭博数据，2022 年，美国上市公司回购 1.15 万亿美元，分红 0.76 万亿美元，以现金并购的规模为 1.57 万亿美元，而融资规模仅为 923 亿美元（IPO：242 亿美元，再融资：681 亿美元）。日本股市也是如此。2022 年，日本上市公司回购为 745 亿美元，分红 1350 亿美元，以现金并购的规模为 975 亿美元，而融资规模仅为 92 亿美元（IPO：24 亿美元，再融资：68 亿美元）。

图1：美国股市融资（IPO 和再融资）规模与上市公司分红、回购和并购规模



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：日本股市融资（IPO 和再融资）规模与上市公司分红、回购和并购规模



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从长期维度来看，2012 年-2022 年，美国和日本上市公司累计分红、回购和以现金并购的规模大约是累计融资（IPO+再融资）规模的 9-10 倍。其中，美国股市累计融资规模约为 3 万亿美元，累计分红+回购+现金并购合计规模约为 29 万亿美元。日本股市累计融资规模约为 3500 亿美元，累计分红+回购+现金并购合计规模约为 3 万亿美元。

图3：美股和日股累计融资和分红、回购和并购情况

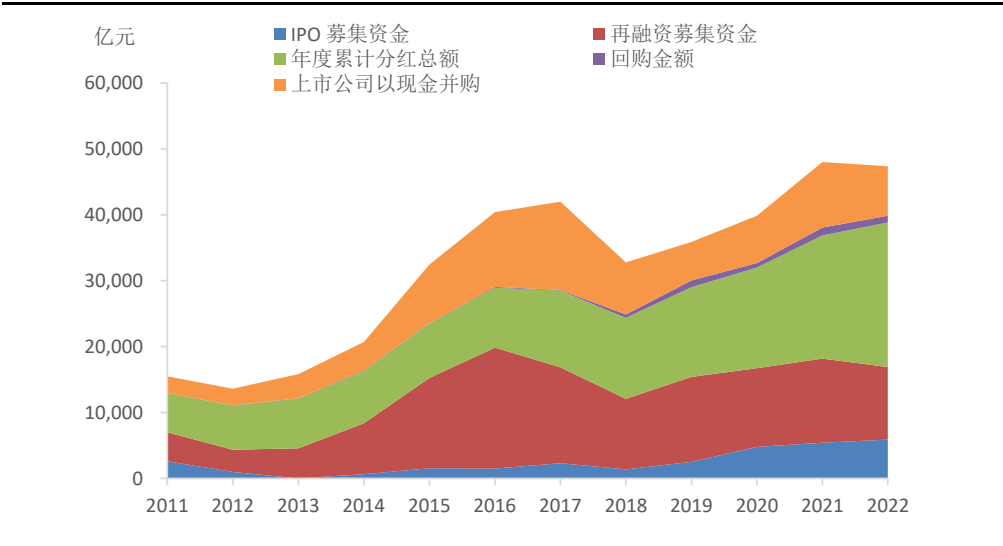
单位：十亿美元	IPO	再融资	分红	回购	上市公司以现金并购
	2012-2022年累计				
美国	1040.3	2006.6	6321.7	7876.7	14856.2
日本	110.3	240.4	1205.3	506.7	1354.2
	2018-2022年累计				
美国	678.1	914.9	3355.3	4575.5	7640.8
日本	43.1	108.3	664.1	290.2	742.9

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

我们认为中国上市公司应该成为二级市场的重要投资者。相比美国、日本，中国股市融资属性更为突出，融资规模显著高于回购和现金并购的规模。

根据万得和彭博数据，2022 年，A 股上市公司累计回购为 0.1 万亿元，分红 2.2 万亿元，以现金方式参与兼并重组的投资规模为 0.75 万亿元，而融资规模约为 1.7 万亿元（IPO：0.6 万亿元，再融资 1.1 万亿元）。2012 年-2022 年，A 股累计分红+回购+现金并购合计规模约为 22 万亿元，累计融资规模约为 15 万亿元，前者仅为后者的 1.5 倍。

图4：A 股融资（IPO 和再融资）规模与上市公司分红、回购和并购规模



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

2. 上市公司进行股票投资更符合“供给侧结构性改革”

对于 A 股上市公司而言，股票投资相比委托理财、无效扩张产能，收益率更高更加稳定，更符合“供给侧结构性改革”。

一般情况下，公司会将募投资金用于投产，但由于规划或项目进程等因素，会有部分募投资金暂时闲置，所以公司会考虑保本，进行短期理财。但是我们也发现有很多公司将筹资资金和自有资金投资于 1 年以上的理财产品。

2023 年 1 月到 2024 年 1 月，A 股共有 1162 家上市公司认购理财产品，总计 1 万亿元，其中 30%是自有资金认购，超过 3000 亿元，有一些传统行业更是将 50%以上的自有资金购买理财产品，比如钢铁行业认购理财产品金额中有 92%是自有资金。在此期间，A 股认购理财的平均预计收益率在 2.6%左右。这个预计收益率明显低于同期优质股票潜在回报率。

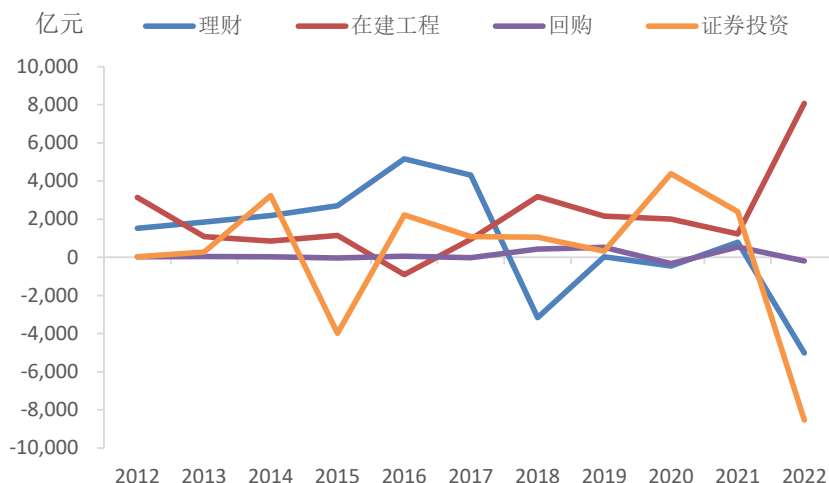
图5：2023 年 1 月-2024 年 1 月 A 股上市公司购买理财产品情况

	申万 I 级行业	认购金额 (亿元)	平均认购金额 (亿元)	自筹资金 (亿元)	自有资金 (亿元)	自有资金占 比	平均预计收益率 (%)
1	电子	1574	9	1246	328	21%	2.52
2	医药生物	1049	8	787	255	24%	2.71
3	电力设备	984	11	799	185	19%	2.41
4	机械设备	942	6	735	207	22%	2.62
5	计算机	648	7	498	147	23%	2.59
6	食品饮料	606	16	400	206	34%	2.64
7	基础化工	598	7	404	193	32%	2.65
8	汽车	493	8	291	202	41%	2.41
9	国防军工	466	11	344	119	26%	2.45
10	家用电器	323	15	71	251	78%	2.66
11	纺织服装	261	11	174	88	34%	2.46
12	农林牧渔	243	12	104	139	57%	2.82
13	有色金属	220	10	147	73	33%	2.78
14	通信	217	7	153	60	28%	2.56
15	轻工制造	185	6	136	49	26%	2.76
16	公用事业	179	11	163	16	9%	2.32
17	建筑装饰	174	6	103	71	41%	2.62
18	商贸零售	169	15	89	80	47%	2.79
19	环保	160	7	105	55	34%	2.68
20	交通运输	151	10	70	81	54%	2.41
21	传媒	145	9	72	73	50%	2.50
22	钢铁	122	31	10	112	92%	2.46
23	社会服务	100	9	76	24	24%	2.48
24	美容护理	74	7	51	23	31%	2.57
25	建筑材料	48	8	42	6	12%	3.27
26	煤炭	31	10	11	20	64%	2.81
27	石油石化	10	5	3	7	70%	2.43
28	房地产	4	2	2	2	52%	3.41
		总认购金额 (亿元)	平均认购金额 (亿元)	总自筹资金 (亿元)	总自有资金 (亿元)	总自有资金/ 总认购金额	全A股平均预计 收益率(%)
		10177	8.8	7087	3071	30%	2.58

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们观察，近两年，A股上市公司投资增量主要集中在产能扩张。无序、低效的产能扩张并不会增厚收益，反而会拖累企业 ROE 的表现。

图6: A股上市公司投资增量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

上市公司与其进行无效的产能扩张，拖累 ROE，不如将资金投资优质上市公司，这种股票投资更符合“供给侧结构性改革”。比如：

陕西煤业购买隆基绿能股票，进行股权投资。2018 年陕西煤业通过自有账户投资隆基绿能，成为前十大流通股东。隆基绿能 2018 年一季报显示，陕西煤业持股占流通 A 股比例为 1.54%，截至 2022 年一季报，陕西煤业持股隆基绿能占流通 A 股比例为 3.79%，此后开始减持。从 2018 年一季报到 2022 年一季报期间，隆基绿能的股价从 9 元上涨到 45 元。陕西煤业投资隆基绿能，提早布局新能源产业，并充分受益于新能源产业的发展，与自身的传统能源行业，形成业务互补，同时也为新能源发展提供了资金支持。

上市公司购买上市公司股票的案例中，也有同业购买的例子。比如，恒逸石化控股股东出于产业战略价值考虑购买桐昆股份股票。恒逸石化和桐昆股份同为聚酯纤维生产企业。2020 年桐昆一季报显示恒逸石化控股股东恒逸集团成为桐昆股份的十大流通股东，占流通 A 股比例为 2.49%，期末参考市值为 5.4 亿元，保持十大流通股东一直到 2020 年年报。在此期间，恒逸石化与桐昆股份股价协同上涨，恒逸石化明显受益。

3. 上市公司是专业的价值发现者

上市公司是专业的价值发现者。身处产业内，对于产业链上的公司，上市公司管理层比基金经理们具有更专业的价值发现能力，能够发掘深度价值。

上市公司可以是自身价值发现者。已有多数研究表明中国上市公司应该加大回购。因为回购本身是对股东的一种回报，同时可以短期内提高每股收益，也会提升股价。比如今年2月康缘药业宣布使用自有资金1.5-3亿元进行回购注销后，3天股价涨幅高达27%，公司深度认同自身价值，也引发了市场的关注。

上市公司除了提升回购力度，也应该加大并购力度。上市公司进行兼并重组，不仅是供给侧结构性改革，更是价值发现，引导市场良性发展，是价值投资者的倡导者。比如：

万华化学为了培育电池产业，增强在磷酸铁锂产业的核心竞争力，通过购买上市公司，协整自身电池产业链。2024年2月发布公告，通过全资子公司万华电池受让铜化集团下属上市公司安纳达15.2%的股权。安纳本身是钛白粉龙头，主营业务包含钛白粉和磷酸铁。如果交易顺利完成，万华电池将会完善其电池产业链在上游原材料的布局。

除了产业链协同的并购思路之外，也有通过收购，增加新业务，开辟第二成长曲线的例子。比如原料药龙头新诺威，在2023年8月末宣布以现金的增资方式收购巨石生物51%股权，虽然因两者同属石药集团，不涉及重大资产重组。但是通过这种方式，新诺威拥有了稀缺的mRNA、ADC平台，以及未来可商业化的创新药品种。再加上新诺威在9月发布公告回购用于股权激励和员工持股计划，新诺威股价一路从14元/股，涨到2023年末的48元/股。

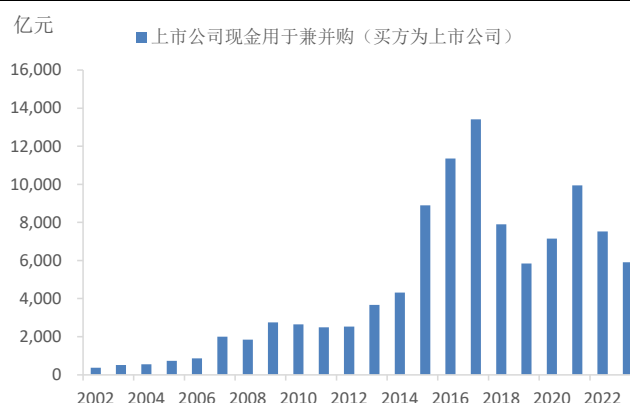
4. 上市公司投资二级市场可以更好的助力市场与实体经济相融合

上市公司投资二级市场，不是“脱实向虚”，是“共生共融的肌体和血脉”。上市公司需要股票投资，提高企业回报率，进行供给侧结构性改革。股票市场需要上市公司，提供中长期资金，发现投资价值。

我们认为，之所以，要把上市公司看作非常重要的二级市场股票投资者，其重要前提是：投资股票不是“脱实向虚”，股票市场也不应该是“虚”。

2018年后，A股上市公司的兼并购规模有所下降。其中可能原因是市场从业者错误地将资本市场与“脱实向虚”挂钩，误认为资本市场买卖股票行为是“虚”。这种看法，本身是对资本市场作用的误读。

图7：A股上市公司并购（买方为上市公司）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

在2023年10月30日至31日召开的中央金融工作会议上，习近平总书记指出“金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要加快建设金融强国”。早在2019年2月22日，中共中央政治局第十三次集体学习，习近平总书记提出“经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣。我们要深化对金融本质和规律的认识，立足中国实际，走出中国特色金融发展之路”。习近平总书记已经明确了经济和金融的本质关系。

金融对于经济发展至关重要。金融不是“虚”。在资本市场上，正常买卖股票，进行股权投资也不应该被认为是向“虚”的行为。更何况，上市公司回购、合理兼并购，利用闲置资金再投资，这些具有正面导向的行为，更不应该被认为是“虚”。

从长期来看，股市的收益来自于实体经济，股市也是实体经济增长的称重器，而实体经济可以通过参与股市投资，增厚收益，进而推动实体和股市螺旋向上增长。从另外的角度来讲，作为实体经济的上市公司，参与二级市场股票投资，可以直接或间接地推动产业升级和经济结构转型。

5. 上市公司作为长期资本入市需要监管从严

当然，上市公司出于短期获利目的，进行短期交易，甚至利用信息优势进行内幕交易，触犯法规，必须严惩不贷。但引导上市公司投资股票市场，应该是包括监管层在内的社会各界推动A股市场改革的重要内容。

6. 风险提示

- 1) 经济周期波动影响股市表现
- 2) 上市公司兼并购、股权投资过程中涉嫌内幕交易
- 3) 上市公司股权投资失败影响账面价值

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>