

Morgan Stanley

摩根士丹利

INVESTMENT MANAGEMENT

中国企业： 思维方式的转变



新兴市场的故事 | 新兴市场股票团队 | 2024年5月

最近几年，投资者对中国资本市场的态度有所改变，不同于前期的全力布局，而是相对缩减了投资规模。主要由于国内经济增速放缓，地缘局势复杂。不过，近期一系列旨在提升股东回报的举措出台，或许预示着某种思维方式的转变。

在中国崛起成为全球制造业大国的过程中，投资者与中国公司高管讨论的话题主要围绕产能扩张的目标和激进的收入增长目标。然而，随着宏观经济降温，双方讨论的主题也发生改变。如今，双方越来越多地讨论企业如何产生自由现金流，通过更高的股息分红和股份回购来提升股东回报。我们认为，这种转变标志着中国企业领导者已明显放弃以前的发展模式，以更为成熟的态度应对经济环境的变迁。在创始人股权集中的公司，或因私募股权投资者、战略投资者寻求退出而承受压力的公司，这种转变表现得格外明显，说明将可持续的股东价值放在首位已是大势所趋。

中国资本市场的价值提升

韩国和日本的经济发展路径互相交织，对两国股市进行比较在所难免。从汽车到电子，韩国公司迎头赶上，与日本的竞争对手分庭抗礼，甚至在很多高科技领域后来居上。在上一份报告（《韩国企业价值提升计划》（[The Value Up Recipe for Re-Rating Korea](#), 2024年4月）中，我们深入探讨了韩国政府如何受日本市场监管机构的启发，实施各项措施来提升股东回报。韩国的举措广受关注，在近期的立法选举期间更是备受瞩目，而中国的类似举措则相对少为人知。一些经济观察人士和市场预测人士声称中国股市的回报或将长期低迷，把2021年中国股市的形势与1989年日本股市见顶相提并论，但事实上，令人欣慰的是，中国公司不再一味追求增长，转而注重提升资本回报。

起稿人



AMAY HATTANGADI

投资组合经理，
新兴市场股票团队



LEON SUN

投资组合经理，
新兴市场股票团队



JERRY PENG

副总裁，
新兴市场股票团队

中国政府积极倡导类似的“价值提升”行动，特别是在国内的A股市场。4月，中国国务院就股市改革发布标志性的监管指导意见，称为“国九条”，重点强调提升股东回报。随后，沪深交易所实施修订后的上市规则。包括制定最低分红要求，将不达标的公司纳为“ST”股作为预警。沪深交易所敦促上市公司增加分红次数，将目前的年度分红，改为季度分红或中期分红。我们认为这些措施将打造更健康、对投资者更友好的环境。

在经历了三十年的高速增长后，经济转型难免带来阵痛。但是，中国当局正努力增强资本市场的韧性，缓解股市下行压力。今年早前，中国证监会出台一系列政策，包括鼓励上市公司增加分红，并针对股价急跌等市场状况制定相关措施（图示1 - 上页）。在此之前，中国证监会曾于去年底决定放宽监管要求，方便上市公司回购股份。2022年11月，中国发布三年行动方案，概述加强公司治理、信息披露和投资者沟通的综合战略，开始实施旨在提升上市公司质量和业绩的举措。该方案还强调打击会计舞弊及其他违法行为

图示1
政府各部门协调政策，旨在提升企业价值和投资者回报

日期	监管部门	政策/指引	相关政策规定
2024年4月	国务院	资本市场国九条	<ul style="list-style-type: none"> 加强监管和企业治理，改善投资者保护，鼓励长期投资。 加强上市公司（交易所上市公司）市值管理。 鼓励每年多次分红；对不分红或分红比例偏低的上市公司予以警示。 鼓励上市公司回购并注销股份。
2024年4月	沪深交易所	修订上市规则	<ul style="list-style-type: none"> 鼓励企业提升资本回报。将分红/回购不达标的上市公司纳为“ST”股。 要求上市公司增加分红次数（即实行季度分红或中期分红）。
2024年3月	中国证券监督管理委员会（中国证监会）	“315”新政	<ul style="list-style-type: none"> 要求上市公司制定主动、稳定的现金分红政策。 敦促上市公司提高分红比例。 鼓励上市公司积极回购股份。要求上市公司针对短期股价波动实施股份回购政策。 指导上市公司采取措施来管理市值，增强长期投资的吸引力。
2024年1月	国务院	国务院会议	<ul style="list-style-type: none"> 呼吁提升上市公司质量和投资回报（“双提升”）。
2023年12月	中国证监会	修订股份回购规则	<ul style="list-style-type: none"> 简化程序，方便上市公司回购股份。 鼓励上市公司制定股份回购政策。
2023年3月	国资委*	央企绩效考核	<ul style="list-style-type: none"> 修订央企的KPI，重点是盈利质量、资产收益率及营业现金流与营收比率。
2022年11月	中国证监会	2022-2025年推动提高上市公司质量三年行动方案	<ul style="list-style-type: none"> 加强上市公司的公司治理、独立董事的地位、控股股东和董事会的问责制。 改善上市公司的信息披露、透明度和投资者沟通。 严肃处理会计舞弊和违法行为；加强股票退市机制。 指导上市公司专注于主营业务、提升企业价值和投资者回报。
2022年11月	中国证监会	2022年金融街论坛年会	<ul style="list-style-type: none"> 中国证监会前主席提出“中国特色估值体系”的概念。

资料来源：政府文件、MSIM。截至2024年4月。

*国务院国有资产监督管理委员会。

为。此后，还修订了针对国企的关键业绩指标，强调盈利质量、盈利能力和资产负债表的健康，不再一味追求规模。

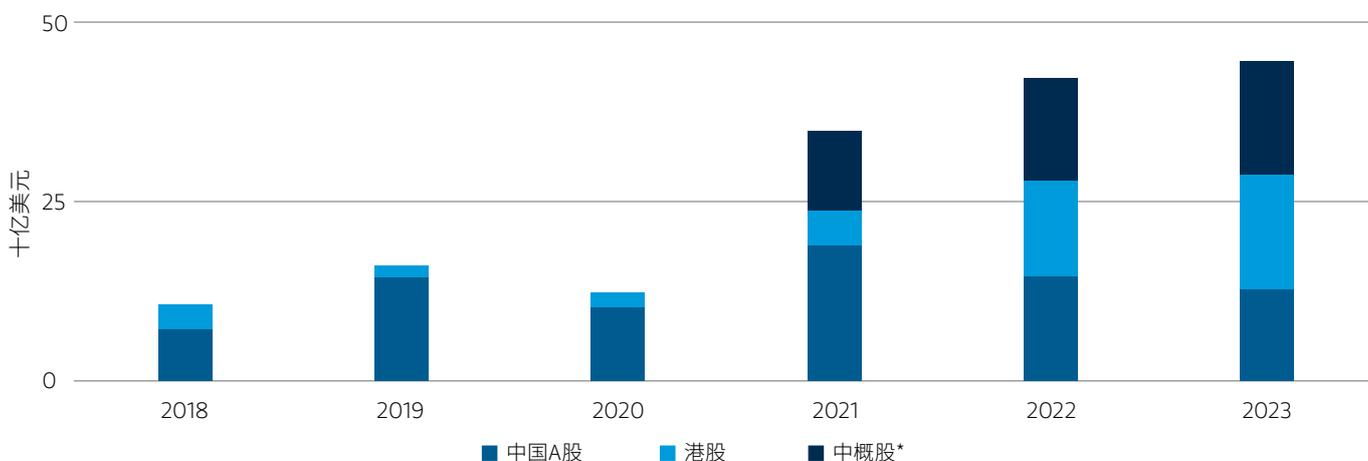
越来越多的公司顺应趋势

提升股东回报的趋势始于互联网巨头，如阿里巴巴、腾讯、京东和携程等，这些公司全都提升了分红，并开启股份回购。我们认为这种趋势会蔓延到更多中国公司。股东回购起初受到质疑，被视作投机行为，目的是提振低迷的股价

或协助大股东退出。但是，随着宏观环境的变化，企业作出战略性和结构性的调整，现在人们对这些行为的看法有所改观。对于大手笔实施股东分红政策的公司，这种观念上的转变或许对他们更为有利。这些公司也许尚未回到2021年中期的高估值，但至少逆转了估值持续下修的趋势。

事实上，过去两年股份回购激增，特别是港股和中概股(ADR) (图示2)。相较于股票市值，尤其是考虑到股价自2021年以来大幅下跌，回购增加更显难能可贵。

图示2
中国公司增加股份回购

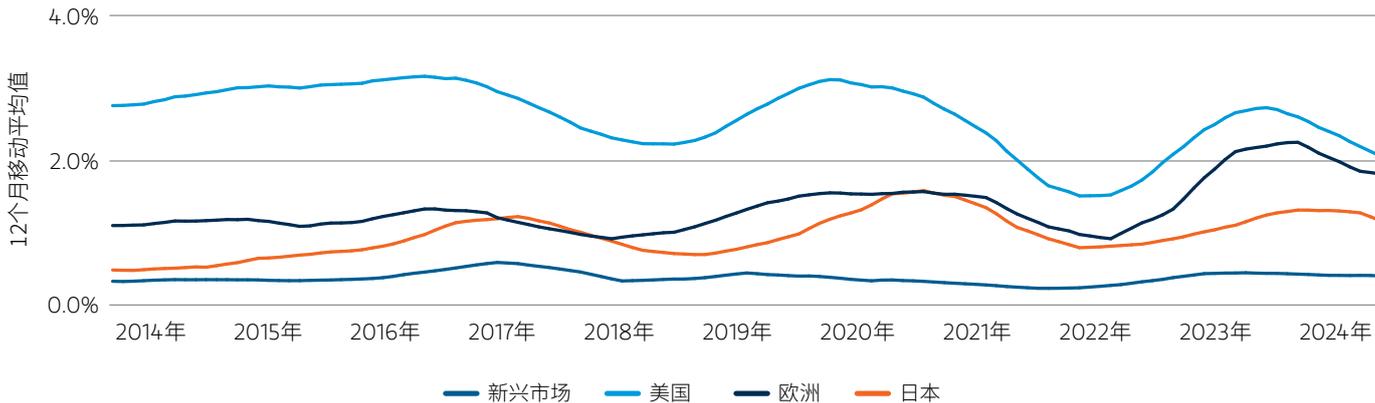


资料来源：万得、彭博社、公司信披、美银全球研究部、MSIM。截至2023年。* 2018 - 2020年中概股数据不全。

从历史来看，新兴市场的股份回购水平远低于发达市场（图3），这或许是新兴市场追求增长的特性所致。但中国公司在新兴市场实现了突破，开始增加股份回购（图4）。我们预计自2024年起，这种势头将会延续。鉴于监管机构

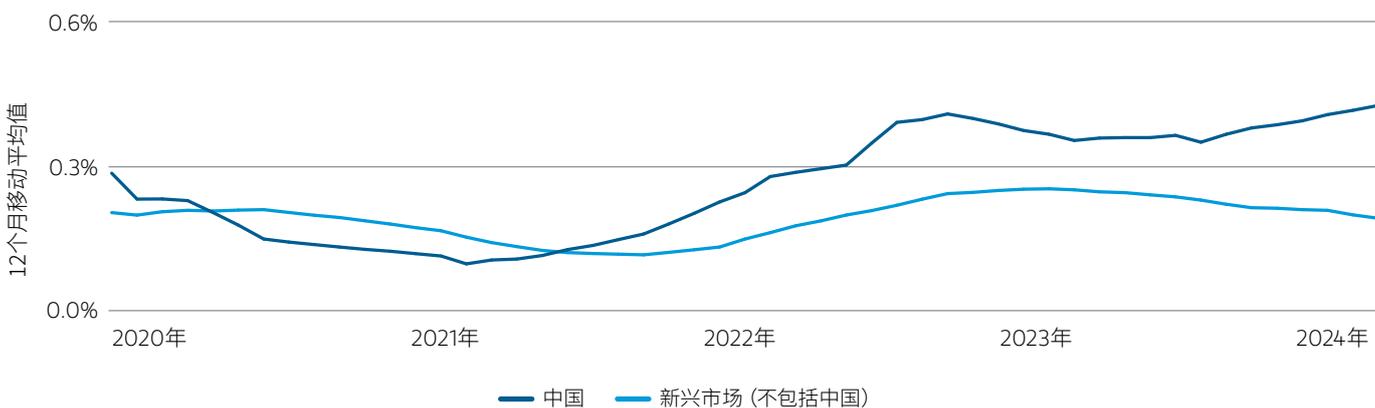
放宽限制，我们预期会有更多的A股公司实行股份回购和股息分红，以提升股东回报。值得一提的是，中国公司的现金流很强劲，足以支撑更高的分红，而且中国也是全球自由现金流与分红覆盖率最高的国家之一。（图5）。

图3
历史数据表明，新兴市场公司的股份回购水平低于发达市场
股份回购占市值的百分比



资料来源：彭博社、MSIM。截至2024年3月。美国的数据以标普500指数为基础。新兴市场、欧洲和日本的数据以各自的MSCI国家/地区指数为基础。指数的定义见披露部分。指数不包括支出、费用或手续费，此类费用会导致业绩下降。指数不受托管，且不得视为投资。无法直接投资于指数。

图4
相对于其他新兴市场，中国增加股份回购
股份回购占市值的百分比



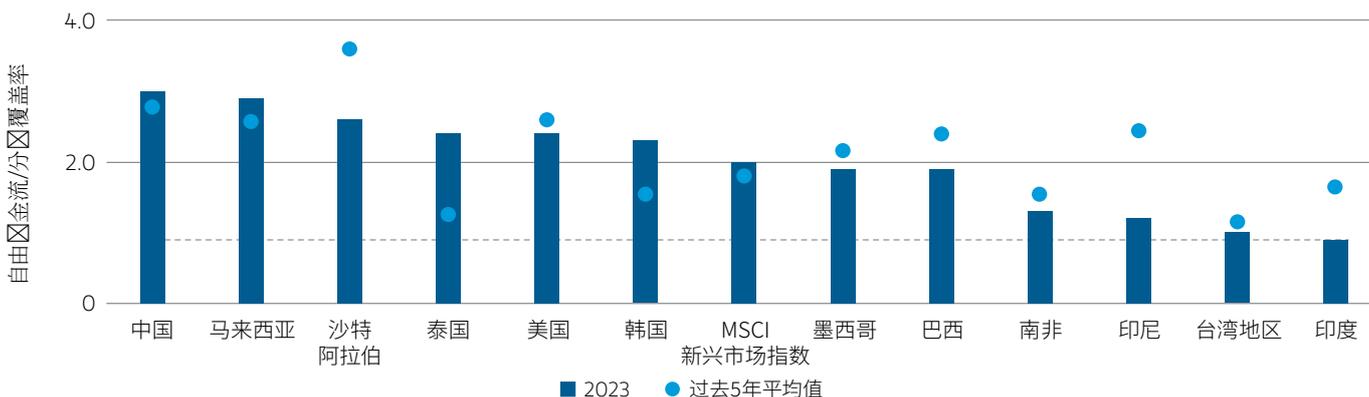
资料来源：彭博社、MSIM。截至2024年3月。中国和新兴市场（不含中国）的数据以各自的MSCI指数为基础。指数的定义见披露部分。指数不包括支出、费用或手续费，此类费用会导致业绩下降。指数不受托管，且不得视为投资。无法直接投资于指数。

中国巨头企业(图示6)最近一轮回购有不同的目标,例如淡化自己的市场主导地位、缩减资产负债表等。我们希望中国公司朝着长期主义作出正确决策,牢记提振长期股东价值的基本目标,妥善应对复杂的增长、投资和资本回报问

题。巴菲特在最近的年度致股东信中说:“所有股票回购都应当以价格为基础。”从中国目前的市场环境来看,股价似乎已回归到了适合回购的水平。

图示5
中国上市公司有强劲的自由现金流,足以支撑资本回报

自由现金流/分红覆盖率



资料来源:彭博社、MSIM。截至2023年12月31日。美国的数据以标普500指数为基础。新兴市场的数据以各自的MSCI国家/地区指数为基础。指数的定义见披露部分。指数不包括支出、费用或手续费,此类费用会导致业绩下降。指数不受托管,且不得视为投资。无法直接投资于指数。

图示6
有高额股份回购和资本回报指标的大公司

公司	行业	2023年股份回购 (十亿美元)	占市值的百分比	资本回报指标
阿里巴巴	电商	9.6	4.2%	从2024年到2026年3月额外回购250亿美元的股份。目标是在接下来三个财年每年至少将流通股份总量减少3%。
腾讯	互联网	6.2	1.6%	2024年回购增加一倍,达到至少1,000亿港元(约合130亿美元)。2023年现金分红增长42%。
友邦保险	金融	3.6	3.4%	2022-2024年三年内回购100亿美元的股份。可能考虑进一步行动。实行渐进式分红。
贝壳找房	房地产	0.7	3.6%	2022年8月至2024年8月计划回购20亿美元的股份。2024年公司股东回报指标为5%,以回购和分红的形式实现。
百度	互联网	0.7	1.4%	2023年至2025年底最高回购50亿美元的股份。
网易	互联网	0.6	1.1%	2023-2025年三年内最高回购50亿美元的股份。分红比例从2022年的32%提高到2023年的40%。
百胜中国	消费	0.6	2.8%	2024年计划回购12.5亿美元的股份。2024-2026年的总资本回报(分红+回购)指标为30亿美元。
唯品会	电商	0.5	5.6%	从2023年到2025年3月回购10亿美元的股份。公布2023年(约2.5亿美元)及将来的年度现金分红政策。
格力	消费	0.4	1.5%	截至2024年10月,一年内公布了第四次股份回购计划,金额为15亿至30亿美元。
京东	电商	0.4	0.7%	在截至2027年3月的三年内最高回购30亿美元的股份。实行年度现金分红。
小米	科技	0.2	0.5%	2024年主动增加回购次数;2024年前两个月回购的股份超过2.3亿美元。
携程	消费	0.2	0.9%	2024年资本回报(回购+分红)最高达到3亿美元。
快手	互联网	0.2	0.6%	从2023年5月起,一年内最高回购5.13亿美元(40亿港元)的股份。

资料来源:万得、彭博社、公司信披、MSIM。截至2024年4月。该表显示已经制定政策,承诺持续进行股份回购和资本回报的主要上市公司。

风险考量

我们无法保证投资组合会实现其投资目标。投资组合面临市场风险，投资组合所持证券的市值可能下跌，投资组合股份的价值可能会低于您投入的金额。由于各种影响市场、国家、公司或政府的经济事件及其他事件（例如自然灾害、卫生危机、恐怖主义、冲突和社会动荡），市场价值可能每天变动。事件的发生时间、持续时间和潜在的不利影响（例如投资组合的流动性）都难以预测。因此，您可能损失投入该投资组合的本金。请注意，本投资组合可能会面临某些额外风险。一般而言，**股权证券**的价值也会随着一家公司的特定活动而波动。对**外国市场**的投资承受特别风险，例如货币、政治、经济、市场和流动性风险。相对于面向**外国发达市场**投资相关的风险，对新兴市场国家进行投资的风险更大。持有**房地产及投资于房地产行业**的相关风险通常包括标的物业价值波动、借款人或租户违约、市场饱和、市场租金下跌、利率、地产税、运营支出增加、对房地产造成不利影响的政治或监管事件。

定义

中概股(ADR)代表持有的外国公司证券权益，涉及许多与直接投资于外国证券相同的风险，包括货币、政治、经济和市场风险。

指数定义

标准普尔500(S&P 500®)指数衡量美国股市大盘股的表现，约占美国股市75%的市值。该指数收录美国经济主导行业的500家头部公司。**MSCI巴西指数**旨在用于衡量巴西市场大盘和中盘股板块的表现。该指数包含68只成分股，涵盖约85%的巴西股票。**MSCI中国指数**涵盖中国A股、B股、H股市场的大中盘股，包括红筹股和民企红筹股。它从国际投资者的角度反映了中国大陆和香港的机会。**MSCI新兴市场(EM)指数**是一个自由流通量调整市值加权指数，旨在衡量新兴市场的股票市场表现。**MSCI欧洲指数**是一个自由流通量调整市值指数，设计用于衡量欧洲的发达市场股票业绩。“公众持股量”是指投资者在公开股票市场中可以购买的已发行股份部分。该指数的表现以美元列报并假设净股息收入进行再投资。**MSCI印度指数**设计用于衡量印度市场大盘和中盘股板块的表现。MSCI印尼指数设计用于衡量印尼市场大盘和中盘股板块的表现。该指数包含22只成分股，涵盖约85%的印尼股票。**MSCI日本指数**是一个自由流通量调整市值加权指数，旨在用于跟踪在东京证券交易所、大阪证券交易所、日本证券交易所和名古屋证券交易所上市的日本证券的股票市场表现。MSCI日本指数基于MSCI全球可投资市场指数方法构建，目标是实现85%的自由流通量市值覆盖率。**MSCI韩国指数**设计用于衡量韩国市场大盘和中盘股板块的表现。该指数包含107只成分股，涵盖约85%的韩国股票。**MSCI马来西亚指数**设计用于衡量马来西亚市场大盘和中盘股板块的表现。该指数包含32只成分股，涵盖约85%的马来西亚股票。**MSCI墨西哥指数**设计用于衡量墨西哥市场大盘和中盘股板块的表现。该指数包含24只成分股，涵盖约85%的墨西哥自由流通量调整市值。**MSCI沙特阿拉伯指数**设计用于衡量沙特阿拉伯市场大盘和中盘股板块的表现。**MSCI南非指数**设计用于衡量南非市场大盘和中盘股板块的表现。**MSCI台湾地区指数**设计用于衡量台湾地区市场大盘和中盘股板块的表现。该指数包含89只成分股，涵盖约85%的台湾地区自由流通量调整市值。**MSCI泰国指数**设计用于衡量泰国市场大盘和中盘股板块的表现。该指数包含35只成分股，涵盖约85%的泰国股票。

重要信息披露

以往表现不保证未来业绩。文中提及的回报是代表性指数的回报，且无意描述特定投资的表现。

不保证任何投资策略在所有市场状况下均会奏效，各投资者应评估自己的长期投资能力，尤其是在市场下行时期的投资能力。

独立管理账户可能不适合所有投资者。根据特定策略管理的独立账户包含众多证券，且不一定追踪任何特定指数的表现。进行投资前，请认真考虑策略的投资目标、风险与费用。需要最低资产水平。

有关投资经理的重要信息，请参阅ADV表格第2部分。

所表达的观点、意见和/或分析是作者或投资团队截至本资料编制日期的观点、意见和/或分析，可能会因为市场或经济状况的变化而随时改变，恕不另行通知，并且不一定成立。此外，观点不会更新或作出其他修改，以反映发布日期之后可以获得的信息、出现的情况或发生的变化。所表达的观点不反映摩根士丹利投资管理(MSIM)及其子公司和关联公司（统称“本公司”）所有投资人员的意见，并且可能不会反映于本公司提供的所有策略和产品。

文中的预测和/或估计可能会有变更，并且实际上不一定会成立。关于预期市

场回报和市场前景的任何信息均以作者或投资团队的研究、分析和观点为依据。此类结论为推测性质，可能不会成立，且无意预测本公司提供的任何特定策略或产品的未来表现。未来业绩可能会因证券或金融市场的变化或整体经济状况等因素而出现显著差异。

本资料根据公开信息、内部开发的数据和据信可靠的第三方来源编制。然而，我们不保证此类信息的可靠性，并且本公司未独立核实从公开来源和第三方来源获取的信息。

本资料为一般通讯，其内容并不客观，并且提供的所有信息均仅供参考，不构成买卖任何特定证券、采取任何特定投资策略的要约或建议。文中信息未考虑任何个别投资者的情况，并非投资建议，也不应以任何方式将其解释为税务、会计、法律或监管建议。为此，投资者在作出任何投资决定之前，应寻求独立的法律和财务意见，包括税务影响方面的意见。

此类指数不受管理，且不含任何开支、费用或销售费用。无法直接投资于指数。文中提到的所有指数均为相关许可方的知识产权（包括注册商标）。任何基于指数的产品均非由相关许可方发起、背书、销售或推广，且相关许可方对该产品不承担任何责任。

本资料不是摩根士丹利研究部门的产品，不应视为研究资料或建议。

本公司未授权金融中介使用和分发本资料，除非此类使用和分发符合适用法律法规。此外，金融中介机构须确保，本资料中所含信息适合于本资料接收方的个人情况和目的。如果任何此类金融中介使用或滥用本资料，本公司概不负责。

本资料可能被翻译为其他语言。若有此类翻译版本，则以英文版本为准。如果本资料的英文版和任何其他版本有出入，应以英文版本为准。

未经本公司明确书面同意，本资料的全部或任何内容不得直接或间接复制、拷贝、修改、用于创建衍生作品、表演、展示、出版、张贴、许可、截图、分发、传播，或向第三方披露其任何内容。不得为本资料创建链接，除非该超链接是用于个人和非商业目的。本文件载列的所有信息均属于专有信息，受版权法及其他适用法律保护。

EATON VANCE是摩根士丹利投资管理的一部分。MSIM是摩根士丹利的资产管理业务部门。

分发

本资料仅供当地法律或法规允许向其分发或提供的法域居民使用，且仅向该等居民分发。

摩根士丹利投资管理 (“MSIM”) 是摩根士丹利 (NYSE: MS) 的资产管理业务公司，其关联公司设有相关程序来互相推广各自的产品和服务。每家摩根士丹利投资管理关联公司在其所经营的法域受到监管 (如适用)。摩根士丹利投资管理的关联公司包括：Eaton Vance Management (International) Limited、Eaton Vance Advisers International Ltd、楷摩研究管理、Eaton Vance Management、Parametric Portfolio Associates LLC及Atlanta Capital Management LLC。

中华人民共和国：本文件仅供参考之用，不应解释为法律、税务或投资建议，也不应被解释为买卖任何证券、证券的任何权益或任何其他工具的要约或招揽。本文件不构成在中华人民共和国（中国）中公开投资的投资要约，无论是通过销售或申购。拥有本文件的人必须在做出任何投资决定之前遵守此限制并获得任何适用的监管批准。