



# 国有上市公司 优化提升与市值管理

《深化国资国企改革 推动高质量发展》系列

毕马威企业咨询（中国）有限公司  
[kpmg.com/cn](http://kpmg.com/cn)





# 目录



01	国有上市公司的发展历程与现实挑战	03
02	优化提升之路： 利用已有上市平台，推动内部战略重组与专业化整合	07
03	优化提升之路： 打造增量上市平台，加速存量优质资产上市规划	15
04	主动型市值管理：底层估值逻辑重构	21
05	主动型市值管理：破净股的业绩改善与市值提升	29
06	结束语	37



01

# 国有上市公司的发展 历程与现实挑战



国有上市公司在中国资本市场中扮演着至关重要的角色。自1986年首家国有上市公司飞乐音响在中国工商银行上海静安信托业务部开始交易以来\*，国有上市公司始终是中国资本市场发展的重要力量，在促进整体经济发展和社会稳定方面发挥着压舱石的作用。

随着资本市场的不断发展和成熟，国有企业也借此机会推进改革，通过上市、吸引战略投资者等资本运营方式，为进一步深化改革、进行战略性重组、推动创新转型提供了资金支持。这种做法不仅强力推动了国有上市公司的飞跃式发展，而且使得国有企业逐渐公众化，公司规范治理水平也得到了显著提高。截至2023第一季度，A股国有控股上市公司总数已经达到了1358家，占据A股上市公司总数的26.45%。此外，国有控股上市公司的总市值达到了48.88万亿元，占据了A股市场总市值的49.09%\*\*。这些数据充分证明，资本市场在推动国企上市公司转型的过程中发挥了巨大的作用，国有上市公司也反过来为资本市场发展做出了巨大贡献。

历经近四十年的积累和磨砺，中国的资本市场和国有上市公司已经走到了改革的深水区。资本市场方面，注册制改革已全面推进，至此，资本市场对创新性和成长性的关注已达到了空前的高度，市场估值体系和估值逻辑也发生了重大变化。不再仅仅依靠传统的市盈率来评估，而是更加注重上市公司的价值创造能力，从市场机制的引入、公司效益的提升、公司治理的提升，到规模效应与创新发展的融合等方面进行全面考虑。这样的变化对国有上市公司提出了更高的要求。

从另一个角度来看，国有上市公司所承担的社会公共职能，使其在当前阶段面临一项核心挑战：推动土地财政向股权财政的转型。考虑到国有资产的规模，2021年全国国有企业资产总额已达308.3万亿\*\*\*。如果能通过转型优化和提高效益，使总资产回报率提高一个百分点，那么将可以为各级财政和社会股东带来额外的3万多亿收益，弥补土地财政收入缺口，激活股权财政。在这个进程中，国有上市公司作为国有资产中的优质资产，肩负着通过资本市场渠道提高优质国有资产投资回报率，推动国民经济和各级财政的转型升级的历史重任。在此背景下，中国特色估值体系（“中特估”），作为激活股权财政，推动国民经济二次腾飞的重要抓手应运而生。

\* 飞乐音响2022年年报

\*\* 《中国上市公司协会会长宋志平：努力提升国有控股上市公司的价值创造水平》，中国经营报，2023.4.1

\*\*\* 《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》，中华人民共和国全国人民代表大会常务委员会公报

“中特估”，始于2022年11月，证监会主席于2022金融街论坛年会上提出的“要探索建立具有中国特色的估值体系”，指向A股上市国央企优化提升与市值提振；2022年末，证监会、上交所相继发布《推动高质量上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》与《中央企业综合服务三年行动计划》；2023年1月，在中央企业负责人会议上，国资委提出进一步优化中央企业经营指标体系为利润总额、资产负债率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率，即“一利五率”体系，用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率，引导国央企上市公司更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。密集政策出台，凸显了中国特色估值体系对激活股权财政，推动国民经济二次腾飞的重要性，同时也对国有上市公司深化改革转型，以高质量发展带动估值体系变革提出了更高要求。

本报告结合新形势下的资本市场实践，深入介绍和分析国有上市公司在内部战略重组与专业化整合、存量资产上市规划、主动型市值管理、破净股的业绩改善与市值提升等方面的路径。我们期望能够覆盖各个发展阶段的国有上市公司和即将达到上市标准的国有资产所面临的各种改革困境和提升难题，并希望通过毕马威的解决方案，助力在新时代提高优质国有资产回报率，助力转型升级。

02

## 优化提升之路：

利用已有上市平台，推动  
内部战略重组与专业化整合



自注册制改革以来，上市公司重组逻辑逐渐呈现出从“市场套利”向“产业调整”的过渡，其中国有上市公司重组为国企改革提供了重要的战略选择，成为集团产业调整和经济结构调整不可或缺的重要措施。

2022年，A股上市公司发起的6,832次并购重组交易，由于证券监管部门持续简政放权，需行政审批的重组交易数量仍在历史底部，共计发生50起，较注册制改革以前，重组数量下降，但是较2021年重组数量略有上升\*。在2022年A股上市公司重组中，国企上市公司重组案例共28例，为上市公司重组主力军，其中按照交易对象性质的不同，有27例为与国企集团发生的关联重组\*\*。前述27例重组中，均涉及到国企集团产业调整和经济结构调整，反映了国资产业布局、战略性重组和专业化整合持续向纵深推荐的趋势，表明了各地国资持续推进、深化国企改革的决心，呈现了经济结构调整的阶段性成果。



## 内部战略重组与专业化整合的意义

### 非上市业务证券化，盘活资产，提高国有资本整体资产证券化率

对于目前经营状况较好的上市公司，已有上市公司平台不仅是国有企业对接市场的重要触角，更是国有企业实现从“管资产”到“管资本”的重要途径。国有企业可通过将优质资产注入上市公司平台，实现非上市业务证券化，一方面，集团可以盘活相关资产，提高资产证券化率，有利于拓宽上市公司融资渠道，提高资本运作效率；另一方面，集团可以通过资本市场、监管机构、社会资本等机构进一步规范相关业务，有利于聚集相关业务资源、塑造相关业务社会价值，提高业务经营效率。

### 已有上市平台业务重组，激发潜能，助力上市公司提质增效

对于目前经营状况较差的上市公司，或因主营业务较为传统，导致市场估值较低的上市公司，国有企业可考虑利用国资的资源优势与上市公司进行资产置换。一方面，国资向上市公司注入优质资产后，可增厚上市公司业绩、提振上市公司市值，从而恢复上市公司在国有企业集团中的证券化平台功能；另一方面，国有企业可以考虑利用政策优势和资源配置优势，在集团层面重新规划上市公司原有业务，以时间换空间，待原有业务经营状况好转后，利用多元的资本市场工具（不限于IPO），重新对原有业务进行证券化安排。

\* 《上市公司并购重组年度报告（2023）》，中国上市公司协会并购融资委员会

\*\* 《A股并购市场2022年总结及2023年预判》，21世纪资本研究院联合联储证券并购研究中心

## 实现集团产业重构，大力推进产业链价值向中高端与科技创新聚集

在未来的全球产业分工合作中，各国都需要寻找自己的相对优势和独特定位，以促进全球产业链、价值链更加稳定和高效。国家在二十大报告中也对相关工作进行了明确指示，要着力提升产业链供应链韧性和安全水平，这是国资国企加快布局优化和结构调整、做强做优做大、提升核心竞争力、加快建设世界一流企业等各项工作的重要抓手和支撑。国企集团可以通盘考虑现有资产板块，以集团整体业务布局为核心，通过业务的重新分类形成产业集群，打造高附加值的产业链，并将其注入上市公司平台。

## 实现集团整体上市，深化国资国企综合改革战略目标

国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》中明确指出，“加大集团层面公司制改革力度，大力推进国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市”。国企集团可通过“两步走”实现整体上市，前期将优质资产单独剥离，实现上市，后期将其他资产陆续注入上市公司体内，最终实现集团的整体上市。通过前述方式，在规则层面，前期可利用核心资产的优质属性占领行业先机，后期可通过整体上市实现合规成本的降低（整体上市可有效的降低关联交易、往来或同业竞争的披露和相关的舆情管理成本）；在业务层面，后期的整体上市可以整合自有资金，补充和调整资产，提高内部生产管理效率，降低边际成本；在改革层面，国有企业最终的整体上市，有利于实现深化国资国企综合改革的战略目标。





## 内部战略重组与专业化整合的路径

国有上市公司与其集团之间的资产重组可通过多种方式实现，其中“发行股份购买资产”“资产置换”和“吸收合并”为较为常见的重组方式。毕马威就具体解决方案做如下分析。



### 国有上市公司向集团购买相关资产

该模式中，国有上市公司经营状况尚可，由国有上市公司向集团购买其相关资产，以实现盘活国企资产、提高证券化率的目标。国有上市公司可根据目前国资持有上市公司股份比例高低，灵活调整股份支付和现金支付比例，同时，注意拟购买资产与上市公司目前主营业务的战略协同性以及新业务的商业逻辑。

#### 某股份公司向其控股股东购买资产案例

某股份公司（A公司）于上世纪末在A股上市，主营业务为建材的生产及销售。A公司的控股股东为上市企业B公司，B公司旗下除A公司外，还持有同行业其他四家公司。四家公司主要经营区域不同，与A公司在业务上属同业竞争关系。在供给侧改革背景下，提高建材行业内部生产集中度，促进行业规范化和规模化发展成为了国家宏观调控的目标。

四年前，A公司采用发行股份及支付现金的方式，向其控股股东B公司以及其余二十余个交易对方购买四家公司的股权。经评估验证，标的资产总对价近千亿元，其中绝大部分由上市公司以发行股份的形式支付。

从上市平台角度来看，本次交易中B公司通过把其旗下优质的建材资产注入A公司，使A公司资产规模及盈利能力将得到显著提升，净利润及净资产均大幅增长。A公司在本次交易完成后巩固供给侧结构改革成果，以行业领头羊的变革，带动建材行业持续健康发展。从B公司角度来看，本次交易有助于推动旗下资产整合与产业集聚，化解过剩产能和释放协同效应，解决同业竞争问题，推动旗下已有上市平台高质量发展。

## 国有上市公司与集团进行资产置换

该模式中国有上市公司经营状况亟待改善，通过资产置换，实现国有上市公司底层资产与估值逻辑的重塑，助力上市公司经营业绩回暖。在资产置换过程中，如果拟置出资产估值（偏传统的重资产行业）高于拟置入资产（偏新兴的轻资产行业），需要统筹考虑上市公司市值波动与中小股东权益保护，同时也应兼顾控股股东现金流、信用评级、国有资产保值增值及国资监管机构后续对控股股东整体考核等事项。

### 某股份公司资产置换案例

某股份公司（A公司）是A股上市公司，主营业务为房地产开发等。B公司是一家以绿色发展为主线，以国家鼓励的战略性新兴产业投资为发展方向的多元投资集团。

四年前，经国资监管部门研究批准，通过股权无偿划拨，B公司成为A公司的间接控股股东。面对房地产行业整体维持“房住不炒”的政策基调及国家“双碳”战略背景下对清洁能源的政策引导，B公司拟通过已有上市平台实施资产置换，科学谋划产业转型升级的可行性。

资产划拨后一年，A公司正式启动重大资产重组工作，以下属二十余家房地产子公司股权置换C集团持有的新能源公司D公司100%股权，差额部分以现金方式补足。本次交易完成后，A公司全面退出房地产市场，集中精力发展新能源业务，增强公司的持续盈利能力和发展潜力，实现了依托已有上市平台，完成上市公司战略重组与优化提升的战略目标。

## 国有上市公司与集团进行吸收合并

该模式中，国有上市公司经营状况尚可，通过正向吸收合并或反向吸收合并，实现国有集团整体上市。就相关利益群体而言，在吸收合并过程中，需要注意职工代表大会和被合并方债权人的相关建议；就方案设计而言，在吸收合并过程中，需要综合考虑集团的历史沿革、特殊资质和商誉等因素，决定采取正向合并还是反向合并；在操作层面，需要注意被合并方资产权属转移等相关事项。

### 某公司吸收合并案例

A公司向其控股股东B公司的所有股东发行股份吸收合并B公司，本次交易规模达数百亿元，为目前同行业规模最大的吸收合并交易。本次交易后，B公司持有的全部A公司股票将被注销。

C集团是当地国资委下属集团公司，B公司是C集团的主体核心企业，本次重组将实现B公司资产整体上市。整体上市后，B公司可以借助资本市场的资金支持，进一步促进业务协同，提高运营效率，实现行业全产品覆盖，公司治理结构得到进一步优化，管理及运营效率进一步提高，有助于提升上市公司综合竞争力及抗风险能力，助力公司加速成为全球工程机械行业领军企业。



### 精细梳理

毕马威将对国有上市公司、及其集团和当地政府的产业规划的基本情况进行统筹梳理。具体而言，上市公司方面，需要从各方面对上市公司进行全面诊断，包括但不限于上市公司业财梳理、核心资产、主营业务、核心指标等经营现状以及当前股价、市值、资本运作空间等二级市场相关事项；集团方面，需要对集团所属各资产板块的经营现状、战略定位、所处行业前景、与上市公司现有业务的战略匹配度等方面进行深入分析；产业规划方面，所做的工作包括以当地产业规划为纲领，对标分析集团现有资源与相关产业规划的匹配度、相关有利政策等事项，最后实现从地区经济——国资集团——上市公司——业务布局价值的多维度精细梳理。

### 设计、论证、确定资产重组方案

确定资产重组方案：根据前述梳理结果，研究论证适合国有上市公司及其集团的统筹重组方案，综合考虑本次交易对上市公司及其集团的综合影响，重点分析本次交易对集团资产结构、信用评级、现金流、业绩考核等方面的影响。在方案确定过程中，公司需要与各利益相关方进行充分沟通，平衡各方对内部资源等需求，最终确定统筹资产重组方案。

### 落地执行

考虑实施上市公司资产重组方案的复杂性，持续沟通和落地执行是非常考验公司专业能力的。公司需就重组方案与控股股东、标的方及其管理层进行持续沟通或谈判；交易方案最终确认后需履行国资监管部门相关申报与审批流程，交易所、证监会（如需）所需报备与审核文件、市场层面广泛的投资者沟通；协议签署后需组织内部相关部门持续推进交易实施过程中的债务公示、资产过户、人员交接、交易后整合等内容。

### 复盘、修正

各项工作完成后提交工作完成报告：评价重组方案的执行、完成情况，确定实际工作成效与工作目标的偏离程度、以及工作过程中出现的关键问题及其解决情况。

重组结束三年内，每年末对重组工作进行总结复盘，即评价重组后，对国有上市公司及其集团的实际影响结果。在上市公司层面，侧重对市场化经营状况的影响；在集团层面，侧重经济附加值、国资对集团的考核内容等方面的影响。



03

优化提升之路：

打造增量上市平台，  
加速存量优质资产上市规划







## 新时期下，国有企业增量上市平台打造中的核心问题

伴随中国资本市场近四十年发展以及国资国企改革的逐轮深入，时至今日，国资体系内主要优质资产已纷纷登陆资本市场，利用存量上市平台推动专业化整合，虽可在一定程度上实现国有资产保值增值，但存量腾挪的提振效果远低于增量扩容。因此，打造增量上市平台，进一步深挖优质资产价值，是下一阶段国资改革提升的重中之重。

就打造增量上市平台而言，现阶段众多国有集团面临的现实问题是，体系内达到上市基本条件但仍未上市的优质存量资产日趋减少；另一方面，部份国有上市公司体量庞大，其内部许多细分领域的优质资产作为上市公司子公司纳入上市体系内，无法单独体现其投资价值。

在此背景下，新一轮增量国有上市平台的打造，开始由从传统的独立上市，向控制权收购+资产重组、分拆上市等模式转化。在此类上市路径中，由于涉及交易对方业务、已上市母公司业务、拟上市主体自身商业模式重构与资产组合重构等多方因素影响，其在上市过程中面临的核心难点亦与传统上市有所区别，商业模式重构中对关联交易及转移定价的安排、国资顶层对集团战略整合后的增量同业竞争、组织与人员重构中的独立性等，成为新一轮国有企业上市筹划中新的关注点。

### ▶▶ 集团战略整合后的同业竞争问题

近年来国央企集团在选择战略性重组过程中，顶层集团合并、地方国有企业合并以及央企收购地方国企的情形日益增多，前述重组承担支持产业发展、维护稳定等责任，往往市场化程度较低。在此情况下，由于相同行业间的战略整合，集团内原有培育的拟上市主体，此前为满足融资和上市要求已通过内部整合完成同业竞争解决并进入辅导期，在控股股东重组、吸收合并后再次出现业务重合的情况，导致公司被动产生同业竞争。特别是电力、能源、基础设施建设等行业的国企，资产规模庞大，下属公司众多，在整合过程中尤其容易产生同业竞争问题且解决困难。

对于此类因集团战略整合而导致的同业竞争，如简单将新增同业公司与拟上市公司合并，从上市合规角度看，考虑到同一控制下企业合并相关监管要求，上市筹备期将进一步延长；另一方面，从企业经营角度来看，短期内大体量资产合并管理，在不对原有管理层进行重大调整的情况下，拟上市公司后续商业安排、内部管控、组织架构调整都面临着重大挑战，如无法有效内化相关合并公司，可能会对拟上市公司后续经营发展带来负面影响。

综上，针对此类因集团战略整合而导致的同业竞争，毕马威建议从两方面入手，分析与探索方案。一方面，内部细化同业竞争的判断标准，部份看似存在“同业竞争”的下属公司间，如将产业链条中的业务环节细化剖析，其在主要客群、业务侧重等方面存在可明确切分的差异，其商业实质不存在竞争性；部份业务由于所处行业特殊，同业公司间存在不可替代性，从实质重于形式角度来看，双方不构成竞争关系。另一方面，如双方确实构成同业竞争，对于新增公司，可考虑在专业机构协助下，将业务、人员、资产拆解至最小单元，通过在业务、人员、资产层面最小单元的整合，剔除竞争环节，避免大体量企业合并。

## 商业模式重构中的关联交易问题

与传统国有企业上市筹备过程中所需解决的集团内关联交易不同，商业模式重构中的关联交易更多是伴随着增量同业竞争的解决方案而产生，特别是在国有上市公司分拆上市的过程中，此类关联交易是分拆方案的重点。在增量同业竞争解决方案或分拆上市方案中，母公司一般将旗下某项优质业务作为拟上市板块，并围绕该业务以不触发同业竞争为尺度，重新构建拟上市公司及其资产范围、人员范围。构建完成后，重构后的拟上市公司将打破原有母公司合并范围内各关联方之间以业务条线、区域为边界划分的业务架构，关联方间需重新设置商业安排、业务关系、结算方式等。

针对重构后的关联交易，毕马威建议应充分考虑关联交易中转移定价安排，在满足关联交易公允性的基础上与关联方重新订立业务合同，避免因转移定价导致的税收风险；同时应兼顾关联交易占比等合规要求，在不影响商业安排的前提下，由拟上市主体直接与第三方订立业务合同，提高拟上市主体直接面向独立第三方展业的比例。

## 组织与人员重构中的独立性问题

如前所述，增量同业竞争解决方案与分拆上市方案设计过程中，如将相关业务、人员、资产拆解至最小单元进行整合与重构，在“人随资产/业务走”的原则下，拟上市公司与相关整合业务板块的人员和组织架构亦势必面临着重组与整合，包括但不限于相关人员劳动合同迁移、部分中高层管理人员重新任命、与原有公司/板块工作内容切分、管理制度与内部控制的融合等。

针对相关人员与组织的重构，毕马威建议应严格遵循劳动法等法律法规及证监会相关监管要求，以拟上市公司与控股股东、关联公司之间人员、资产、财务分开，机构、业务独立为标准，将相关人员完全转岗至拟上市公司体系内，如需对董事会、高级管理人员进行调整，建议调整人数不超过原有董事会、高级管理人员总数的三分之一；同时对纳入人员、业务、资产采用与拟上市公司相同的管控体系。



## 毕马威解决方案

### 上市规划与路径设计

上市规划与路径设计将统筹考虑国有企业集团现状及拟打造的增量上市主体/业务的现状，从独立上市、重组上市、分拆上市（如涉及）等路径以及A股、H股等上市地选择入手，厘清不同路径选择下，监管部门合规尺度及合规边界；并基于选定的上市路径及其合规边界，以增量上市主体及其业务的商业实质为核心，通过增量竞争资产、业务、人员拆解与重组、关联公司间竞争业务的边界切分、与关联方和第三方的商业模式重构、组织与人员重构以及外来发展和增量业务谋划等方面，形成上市规划方案，平衡现有运营与未来发展价值，让集团最终下定决心，支持增量主体分步实施上市。

### 重组后整合服务

基于确定的上市规划方案，从商业上，实施上市主体对增量竞争业务进行拆解和整合，并将其纳入现有业务体系；从上市合规层面，对因业务调整而导致与关联方之间商业及定价安排进行优化；从组织管控层面，针对拟上市主体新纳入人员实施定岗定编、制度宣贯及综合性内控建设。





An aerial photograph of a city skyline, likely Hong Kong, with a large blue overlay on the left side containing text. The city features numerous skyscrapers and a prominent stadium-like structure near the water. The water is a deep blue, and there are several boats visible. The sky is clear and blue.

04

# 主动型市值管理： 底层估值逻辑重构



随着资本市场改革和国有企业改革的步伐持续推进，国资监管机构对上市公司市场价值表现的重视程度日益提高。“价值三部曲”的经营理念在国有上市公司中得到了更广泛的推广和应用，这一理念包含：

- 通过核心业务的细化和强化，实现内部价值的创造；
- 通过公司文化的传递、业务的推广以及市值管理等方式，实现价值的经营；
- 在成功创造和拓展经营价值的前提下，实现价值的最终获取。

在这一过程中，市值管理成为一项核心任务，是获取价值的必由之路。市值管理的本质是，以推动上市公司市值稳步增长为目标，通过高层战略的设计、经营方式的改良以及投资者沟通方式的多元化，实现股价及企业内在价值的互动反馈。这样不仅能够最大化公司的价值创造，也能最优化价值的实现。

从国务院发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》等一系列文件中，可以清楚看到以市值管理为引领的资本经营理念正在国有上市公司中得到更深入的关注和实施。至2022年末，A股共计有5073家上市公司、总市值达到89,409.48亿元。其中，国有上市公司占据总市值的41.54%，达到37,142.39亿元，这与民营企业的上市公司市值相比，明显显示出国有上市公司的市值相对较低\*。而在2013年初，A股则共计有2366家上市公司，市值总计为27,089.96亿元，国有上市公司的总市值占比高达58.10%，达到了15,740.54亿元\*\*。在过去的十年中，国有上市公司市值以平均每年13.60%的速度增长，相比之下，民营企业市值则以更为迅猛的平均每年36.05%的增长速度跳升\*\*\*。此对比清晰地提醒我们，应将国有上市公司的市值管理放在更为显眼和重要的位置，加以重视和加强。



## 国有上市公司主动型市值管理的必要性分析

### ▶ 市值管理的市场效应，有利于进一步深化国企改革

在近年的国企改革行动中，伴随着各阶段性的改革步骤，如重组、混改和上市等，诸多具有代表性的国有上市公司应运而生。预见到未来的发展路径，我们认为市值管理将成为深化国有企业改革的一个重要法宝。市值管理的运用，一方面可以推动国有资产从“管资产”向“管资本”的转变，最大程度地发挥其动力和竞争优势；另一方面，市值管理作为国有资产与市场之间的链接，能够强化市场化运营机制，真正实现以混合所有制企业改革推动国企改革的目标；最后，借助于市值管理，我们还能探究国有企业改革的新方向，以国有上市公司作为改革的新起点，深度拓展国资改革的可能性和影响。

\*Wind数据库，毕马威分析

\*\*Wind数据库，毕马威分析

\*\*\*Wind数据库，毕马威分析

## ▶ 市值管理的预警效应，有利于提高国企的风险防控

在坚守国有上市公司保值增值的原则的同时，我们需要始终警戒潜在的或已存在的风险，防止国有上市公司由于风险敞口的存在而影响到整个国企集团的生产经营。而市值管理体系则担当着将危机转化为机遇，防患未然的角色。通过市值管理体系，我们能够保持与市场的同频共振，通过与监管机构、投资者和社会资本的常态化沟通，洞察市场变化，采取相应的资本运营措施，以避免国有上市公司市值的异常波动；市值管理体系也能够修正资产内在价值与市场价格之间的偏离，通过运用价值预警模型，及时提示市值与内在价值的偏差，采取相应的措施，以避免主业发力不足、股价走低等风险的发生。

## ▶ 市值管理的规模效应，有利于提升国企的融资能力

由于国有资本对部分如制造业、市政等关键行业需要保持相对的控制力度，在上市公司市值保持一定或处于较低水平的情况下，如国资继续通过股权融资，就会带来国资股权比例的大幅稀释，这将对国资对特定行业上市公司的控制力产生一定破坏。然而，市值管理可以降低国资的融资成本，通过相应的资本运作提升国企上市公司的市值，在保证融资额度一定的前提下，国资的股权稀释度将降低，从而保持国资对关键行业上市公司的控制力；另一方面，市值管理还能提升企业与金融机构的议价能力，通过合理的市值管理显著提升国企上市公司的信用评级，有利于上市公司在进行债权融资时获得更多的谈判筹码。

## ▶ 市值管理的资本效应，有利于国有资产的保值增值

积极并且有效的市值管理可以促进国有上市公司构造“价值三部曲”的内循环，从而形成从“价值创造”至“价值经营”，再至“价值实现”，并再度回归至“价值创造”的无间循环过程。这体现了将资本市场作为工具、主业发展作为核心，实现国有资产保值增值的战略思维。



## 主动型市值管理下，底层估值逻辑的重构之路

市值管理的初衷在于重塑及提升企业价值，这可通过多种资本运作方式达成，诸如股份回购、发行股票或可转债等融资工具、实施股权激励计划，以及收购重组和产业布局等方式。对于国有企业而言，利用国企改革深化的机遇，收购重组和产业布局已经成为当前最常见且高效的市值管理方式。其中，收购重组偏向短期市值管理，产业布局则偏向长期市值管理。毕马威为具体解决方案做出如下分析，仅供大家参考。

### 短期估值逻辑重构之外延式扩张模式

#### 通过外延式横向/纵向并购，扩大上市公司市值

此模式主旨在于并购优质资产，进而提升国有上市公司的内在价值或市场价值，可通过以下几种途径实现：

- 上市公司并购同行业内利润高于行业平均水平的成熟企业，从而提高国有上市公司的盈利水平，增强其内在价值；
- 上市公司并购其同行业内估值较高的成长性企业，提升国有上市公司的估值，进一步增强其市场价值；
- 上市公司并购产业链上下游的企业，以增强国有上市公司的议价能力，同时实现上市公司本身价值的提升。

依靠外延式扩张在短期内重构上市公司估值逻辑，与前文所述内部战略重组与专业化整合有相似之处，两者均可作为主动型市值管理工具，用以提振上市公司市值水平；但二者适用情景亦有不同区别。

内部战略重组与专业化整合，一般适用于国有集团内部已有成规模的优质资产且上市公司股价处于低位，通过资产置换或发行股份购买资产等交易路径，国有股东在完成内部资源整合与证券化的同时，可以以较低成本提高持股比例。

外延式扩张，则更多适用于国有集团内部已无优质资产可供整合，或国有上市公司处于股价高位，通过发行股份购买资产等交易路径，能够以较少的稀释成本获得优质资产，改善上市公司市值水平。从上市公司主动型市值管理的角度来看，外延式拓展更多依赖于上市公司自身对所处行业、战略发展方向的判断，其在主动型市值管理中适用度更高。

### 横向扩张：某股份公司并购案例

上市公司A公司主营业务为医药和健康消费品，产品覆盖领域广，并持续丰富产品线和品种。同为上市企业的B集团主营业务覆盖医药产业链中的多个环节，两家均为国内头部上市制药企业，在产品线上各有侧重。

两年前，A公司以支付现金方式向C医药集团购买B集团股份，并向C医药集团的母公司D集团购买B集团股份。交易完成后，A公司持有B集团股份，占B集团已发行股份总数的近三成，B集团正式成为A公司的控股子公司。

此次对于B集团的并购属于上市公司对同行业内经营质量优异的成熟企业进行的横向扩张，A公司在原有业务基础上，进一步拓宽主要产品矩阵。横向扩张完成后，A公司收入规模将迅速扩大，A公司和B集团总市值也得到较大幅度提升，实现了双方上市公司市值在短期内的快速提振。

### 通过产业链纵向拓展，加速竞争优势的构建：

该模式旨在通过并购产业链上下游的成熟优质资产，加深国有上市公司在相关主营业务领域的“护城河”。一般情况下，适用于采用纵向拓展进行主动市值管理的情形包括国有上市公司所处产业链上下游紧密度较高，产业链中其他环节或其利润率水平显著优于上市公司所在环节，或其属于上游环节重要稀缺资源方，能够为上市公司主业构建竞争优势提供重要支持等。

### 纵向扩张：某股份公司并购案例

A公司是A股上市企业，核心业务是互联网与高科技产业，同为上市企业的B公司是国内高科技产业规模较大的硬件供应商，属于A公司的上游企业。

两年前，A公司与B公司签署了《认购协议》，A公司认购B公司向特定对象发行的股份，同时，C公司与A公司签订了《股份表决权管理协议》，将其持有的B公司全部股份的表决权、提名权及其附属权利，不可撤销地委托给A公司行使及管理。

交易完成后，A公司将持有B公司超过两成的股份，控制的表决权近三成，B公司控股股东也将变更为A公司。作为链主企业，A公司在行业具有全球领先优势，而B公司的主营业务与A公司主营业务已有合作基础，A公司将持续协助B公司加强相关硬件产品的产业布局，在稳定A公司自身上游供货来源的同时，提高B公司市场地位。本次纵向扩张亦实现了对上市公司市值的快速提振，A、B两公司总市值均实现了大幅增长。

## 长期估值逻辑重构之内生式产业布局模式

### 国有上市公司与金融机构成立的种子产业基金

该模式是由国有上市公司与金融机构共同出资发起设立的国资基金，该类基金更加依赖国资上市公司本身的业务领域，借助金融机构的资金杠杆，由上市公司自行主导、培育、孵化一批以现有主业为中心的种子企业或衍生业务，从而完善国有上市公司整体的产业蓝图。

#### 国有上市公司与金融机构成立的种子产业基金案例

两年前，由A公司及其部分下属子公司与B集团（A公司控股股东）及其部分下属子公司、C券商公司、D投资管理公司共同出资设立战略新型产业母基金合伙企业（有限合伙）。B集团系当地国资委下属控股子公司，主营业务为智能家电。随着物联网等技术在家庭场景中的应用与普及，B集团所处行业也正处于科技革命的突破和创新之中。为进一步深化产业布局、加强产业合作、推动家电智能化发展，B集团与券商、金融机构共同出资设立产业母基金，主要投资领域为智慧家庭、智能制造、互联网新兴产业等方向。

### 国有上市公司与PE成立的多元化产业基金

该模式是由国有上市公司与社会资本共同出资发起设立的国资基金，该类产业基金更加依赖社会资本的专业优势，通过社会资本寻找一些高潜力业务。国有上市公司根据具体的业务，选择参股或控股该业务，形成以主业为主的多元化经营。

#### 国有上市公司与PE成立的多经产业基金案例

A集团系当地国资委下属控股子公司，主业为综合性商业。为加快当地消费零售业资源整合，十年前，A与B投资管理公司共同出资成立C股权投资基金中心（有限合伙）。C基金注册资本由A集团与B投资管理公司分别出资并向社会资本募集剩余份额。基金投资存续期十年，由B投资管理公司作为基金管理人，负责投资项目的筛选、投资分析、投后管理等。A集团依托于B投资管理公司的资源优势，以产业整合与并购重组的方式，专注于新兴渠道的消费类企业的投资。截至去年末，此基金已对外投资近二十家公司，覆盖多行业领域。

## 国有上市公司与政府成立的政府引导产业基金

该模式是由国有上市公司与地方政府共同出资发起设立的国资基金，该类产业基金具有一定的政策引导性。上市公司配合当地政府，按照相关规划，助力当地产业布局，成为地方政府和市场的纽带，不仅可以丰富上市公司产业布局，还体现了国企担当，有利于上市公司进一步发展。

### 国有上市公司与政府成立的政府引导产业基金案例

上市企业A公司主要从事医药产品的生产与销售业务。为响应、支持当地政府关于发展先进产业集群的战略部署，两年前，A公司拟以自有资金参与认购由当地政府牵头，当地多家国有企业作为主发起人而设立的先进产业集群发展母基金。通过设立母基金，吸引优质医药公司落户，做大做强当地产业集群。在此过程中，A公司也可借助专业化投资平台优势，通过市场化手段延长自身产业链布局。



## 毕马威解决方案

### 产业布局复盘、梳理与实施策略

在启动主动型市值管理前，毕马威建议上市公司在专业机构协助下，对现有产业布局进行复盘、梳理与分析，包括但不限于对公司所处行业分析、国家主要法律法规政策对所处产业发展产生的影响、产业未来发展趋势等内容；分析公司下属产业组合中各细分产业的企业特点、发展阶段、布局特点和趋势、发展核心要素和门槛；基于战略复盘与梳理，重新制定目标产业组合中，各细分产业的发展路径和发展思路；针对各细分产业，进行深入剖析论证，明确布局重点方向，筛选重点合作目标名单，策划关键项目重点举措。在完成产业布局复盘、梳理的同时，设计公司近、中、远期产业布局的关键里程碑与战略目标，明确各细分产业和重点项目的空间布局。

### 并购重组标的筛选、交易方案设计与落地实施

**并购重组标的筛选：**根据前述梳理结果，研究论证各类资源的可匹配度，根据产业布局构想，参考可匹配资源并在相关细分领域筛选并购重组潜在标的，上市公司与潜在标的进行初步沟通、接洽，与交易相关中介机构、潜在交易对手、上级股东等共同讨论、修订、充分沟通初步交易方案。

**交易方案设计与落地实施：**上市公司基于自身的核心需求和具体情况，组织相关专业机构对潜在标的进行业务、财务、税务等合规尽调，估值模型搭建、投资价值分析等工作；基于相关工作成果，围绕尽调核心发现与交易条款与交易对手方展开谈判，搭建并购重组交易方案，推动与交易所、证监会（如需）相关审核流程，并最终实现资产过户及收购后的企业文化、资产、人员和机构之间的整合等。

05

# 主动型市值管理：

## 破净股的业绩改善与 市值提升





破净股这个概念，对于投资者和企业都是一个极大的考验，它揭示了市场对一家公司发展前程的疑虑。若要探寻根源，不得不提到在企业运营过程中的一些关键因素。

一般情况下，公司经营状况的恶化是引发股票破净的直接助推者。如果公司处于持续亏损、负增长或者因策略失误导致财务风暴，投资者会将他们的信心投向其他可能的收益更高的股票。这种被市场所弃的趋势将导致该公司股价下跌，直至下滑至低于在公司账簿上每股公认的价值。同时，行业面临的挑战也能引发其所在公司股票破净，比如出现激烈市场竞争、难以保持先进技术状态，或者由于政策、环保等多种原因导致前景黯淡无光，整个行业利润也可能被压缩。这使得投资者对公司未来发展的一致性预期反转，进而导致行业内公司股票价格暴跌。

有别于一般情况下公司股价破净，国有上市公司破净根源更为复杂，除前述经营状况低迷导致的破净情形外，还有大量国有上市公司在经营稳健且持续向股东高分红的情况下破净，究其根源，更多来自于国有上市公司所处行业相对传统、体制机制偏向保守。国有上市公司更倾向于通过内生发展推动公司基本面改善，而怠于通过资本市场平台，特别是市值管理工具对上市公司市值进行维护、改善，缺乏与广泛市场投资者沟通的动力。



## 国有上市公司的破净缘由

### 传统行业分布较多，投资吸引力逐年降低

由于国有企业在国民经济中承担的压舱石和稳定器的属性，导致国有上市公司传统行业分布较多，一般均集中在较为成熟稳健的国民经济关键领域。从数量上来看，截至2022年末，国有上市公司数量前五的行业依次为计算机、通信和其他电子设备制造业(106个)，化学原料和化学制品制造业(85个)，电力、热力生产和供应业(66个)，房地产业(64个)，专用设备制造业(59个)；从占比来看，国有上市公司占比最高的五个行业依次为煤炭开采和洗选业，铁路运输业，房屋建筑业农、林、牧、渔服务业，水的生产和供应业\*。经过近四十年年的发展，在当前资本市场环境下，前述行业已成为资本市场语境下的传统行业，虽然上市公司体量相对较大，总市值规模较高，但业绩增速与成长空间受限，基本面预期弹性较小。

反观民营上市公司，截至2022年末，民营上市公司占全部A股数量的63.3%，但市值规模普遍较小\*\*。相较于国有上市公司，民营上市公司企业在计算机、通信和其他电子设备制造业、软件和信息技术服务业、医药制造业等高成长领域有更多分布，基本面预期变化弹性较大。

这样的行业分布特点导致近年来国有企业净利润同比增速虽各期均强于民营企业，而其估值水平却显著低于民营企业，国有与民营上市公司之间的估值出现明显的失衡，投资吸引力逐年降低。

\* Wind数据库，毕马威分析

\*\* Wind数据库，毕马威分析

## 平台融资功能受限，影响企业发展

破净让一些国有控股上市公司遭遇资本运作困局，《上市公司国有股权监督管理办法》中，对国有上市公司一系列转让、发行价格应参考指标进行了规定，虽未明确股份交易/增发价格不得低于每股净资产，但考虑到潜在的国有资产流失风险，一般情况下，国有上市公司在破净状态下，除求助于控股股东协助完成发行认购或上级国资监管机构明确豁免外，很难利用上市主体身份进行再融资、发行股份购买资产等资本运作，无法吸引更多的社会机构投资者，进而制约新项目、新市场、新产品的开拓，影响企业高质量发展。

## 股权激励措施受限，影响员工士气

随着资本市场配套制度的不断完善，上市公司实施股权激励越来越普遍。实施员工持股计划是为了建立和完善员工、股东的利益共享机制，同时完善公司治理水平，提高职工凝聚力和公司竞争力，调动员工的积极性和创造性。

目前绝大部分国有上市公司所处行业较为传统，伴随着股票破净风潮，对于在短期内估值难以恢复或迅捷提升的国企上市公司来说，一方面管理层考虑到潜在国有资产流失风险，不愿选择在破净阶段推动股权激励方案；另一方面，员工在综合考量“股权激励定价”“锁定期”“未来股价波动”等因素后，对激励计划未来盈利能力心存疑虑，使计划难以实施，进而影响提振员工士气。

## 外部舆论压力发酵，影响企业声誉

近年来，互联网正成为越来越重要的舆情发源地，尤其是新兴的社交网络使得个体信息源的数量骤增，为舆情发展提供了有利环境，加速了舆情传播的速度。

在当前舆情环境下，如果国有上市公司长期处于破净状态，会向二级市场投资者释放一定的负面信息，而负面信息又会反映至当前的股价，形成一个恶性循环，影响企业声誉和相关产品的品牌价值，导致国有上市公司估值进一步失真，偏离其真实的内在价值。

因此，公司的财务状况、股价表现和企业声誉等因素，以及建立和谐的投资者关系、维护好企业形象，对于国有上市公司而言，是摆脱破净困局、恢复其应有估值的重要前提。同时，此类公司也需要加强对于网络舆情的监控和公关处理能力，避免负面舆论过度放大导致无法挽回的损失。



## 破净股价值发现与市值提振的思考与市场实践

针对国有上市公司破净困局，毕马威提倡从重塑底层估值逻辑入手。首先，借助央企改革政策新趋势，围绕二次混改、传统行业中的高成长细分赛道分拆上市等方式，激发国有上市公司内生动力，提升企业内在价值，通过对细分赛道中资金、资源与先进管理方式的引入，做精存量、做优增量，以资源配置和管理机制的优化，带动经营效率的提升；第二，国有上市公司应通过主动市值管理工作增进市场的认同感，包括建立多层次的良性互动机制，积极传递公司的价值，提升公司的战略盈利水平和长期投资价值的认同。此外，国有企业还可以适当使用一些金融工具，如公司回购、大股东增减持等手段，引导公司价值进行合理回归。这种方式可以增强投资者的信心，提升公司的市场形象，同时也能够提高公司的市值。

### 分拆传统行业下高成长性细分赛道，挖掘上市公司内在价值

对于传统行业国有上市公司，由于所处行业增长预期下滑、市场已趋近饱和等因素，船大掉头难，其估值水平短期内难以改变；但也正由于上市公司体量庞大，一般在所处行业上下游各细分领域均有布局，部分细分领域，特别是涉及产业链升级的“专精特新”领域，其在成长性、盈利性方面与国家战略方向更为贴近，也更为受资本市场认可。于这类新兴产业及相关资产，通过前期内部培育孵化后，依托分拆上市制度，为相关子公司提供更多资金和资源支持，盘活上市平台，实现资金更高效的运转，提升企业生产效率，挖掘并充分反映上市公司内在价值，实现国有资产保值增值。

2022年5月份，国务院国资委发布的《提高央企控股上市公司质量工作方案》提出，支持有利于理顺业务架构、突出主业优势、优化产业布局、促进价值实现的子企业分拆上市。2023年以来，新一轮国企改革深化提升行动逐步酝酿与推进，5月份国资委多次作出支持央企加快发展战略性新兴产业的部署，均体现了政策层面对国有上市公司分拆上市的鼓励和支持，这其中，相较于其他类型国有上市公司，分拆上市对传统行业破净上市公司来说，更是短期内快速实现业绩改善与市值提升的有力抓手。

### A公司分拆B公司并借壳C公司重组上市案例

A公司是一家特大型工程建设国有上市公司，由于其主营业务近年来增速持续放缓，上市公司股价已处于破净状态。A公司的子公司B公司在其细分产业中建立了完整产业链，属于较为优质的资产。

去年，A公司公告拟分拆所属子公司B公司重组上市，方案为C上市公司向B公司股东发行股份购买其所持B公司股份，并向特定投资者非公开发行股份募集配套资金，进而实现分拆B公司重组上市。前述交易通过监管机构审核后，B公司完成在交易所主板挂牌上市，上市后表现良好。

对于身处传统行业短期内无法扭转破净状况的A公司来看，其将旗下优质资产通过分拆上市的方式，实现了该部分资产市净率恢复，市值提振的效果，实现了对上市公司内在价值的深度挖掘及国有资产的保值增值。

### 通过股份回购或提高分红，修复上市公司市场估值

对于因所在行业传统而进入破净状态的国有上市公司，股份回购作为通用的资本运作手段，可以向投资者展示公司现金流充足以及管理层对公司业绩的信心，通过减少市场上股份的供应，提高每股盈利（EPS）和每股净资产水平，向市场传达积极信号，表现公司对自身未来发展前景的自信，进而实现股价提振，化解破净困局的目的。

同时，国有上市公司通常具有稳定的盈利能力和现金流，积极实施分红激励、提高股息率是其吸引投资者、实现保值增值的重要手段之一。国务院国资委关于《提高央企控股上市公司质量工作方案》继续表态支持国央企“制定合理持续的利润分配政策，鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报”，持续稳定的高分红将成为国央企上市公司投资收益中的重要部分，在政策的支持下国企分红率的提升有望带动国企估值加速修复。

2023年上半年，共有700家上市公司公告回购方案或进展情况，回购总额336.46亿元，在一众回购方案中不乏大型上市国企身影\*。

此前国有上市公司鲜少运用股份回购对公司市值进行管理，随着国有上市公司对资本运作，特别是对破净困局的深入理解，一直在寻找更多市值管理工具的国有上市公司，在回购方面找到更多的可能性和操作空间。

\* Wind数据库，毕马威分析

### 上市公司股份增持与高分红案例

A上市公司在发行前，A股市场同行业股票普遍破净，又由于A公司的发行价市盈率高于行业均值，市场对A公司上市后估值水平回归行业平均水平存在担忧，在A公司申购中出现了弃购现象。对此，A公司发行引入“绿鞋”机制，即在新股上市后30天内的后市稳定期内，如股价因市场波动出现低于发行价的情况，承销商将从市场上买入股票，稳定二级市场价格。同时，控股股东自上市日起十二个月内择机增持股份，增持金额不少于30亿元，该增持不设价格区间，控股股东将根据股票价格波动情况，逐步实施增持计划，以稳定上市公司股价。

其次，A公司上市后持续采用了高分红方式，维护市值水平。由于公司所处行业特性，A公司具有稳定的盈利能力和现金流，2020年-2022年三年平均股息率达到近6%。这些措施的实施，使得A公司的市场估值一定程度上得到了修复，期间股价一度回归到了净资产之上，但随着所处行业净息差及资产质量承压，A公司所在行业股票近期再此进入普遍破净状态，但在同业破净股中，A公司市净率在42家同业公司中排名相对居前，体现了上市公司主动运用市值管理工具后对于公司市值的有效维护。





### 分拆上市资本规划

拟分拆主体的商业模式构建与资产切分：基于未来独立上市监管要求，上市公司应就旗下拟分拆公司的核心业务、商业模式、盈利能力、未来的可持续性进行重新构建，明确公司内部归属拟分拆主体的资产范围；基于分拆资产范围与重新构建的商业模式，分析并发现可能造成拟分拆主体未来上市障碍的问题，包括资产权属、关联交易、同业竞争、人员独立、财务独立等。

上市路径与资本规划设计：基于拟分拆主体上市目标，对未来资本规划路径进行统筹考量，从港股、A股等不同市场中与拟分拆主体规模、体量接近、所属行业、主营业务类似的上市公司入手，就战略发展目标、关联交易占比、财务指标、估值水平、监管规则等事项与可比公司上市路径、申报过程中普遍涉及的监管反馈问题进行汇总与归纳，参考相关案例构建拟拆分主体重组方案，包括股权架构设置，集团内同业公司合并等，同时兼顾未来引入外部战略投资人的类型、数量、持股比例、交易方式等需求，形成最终分拆方案。

### 设计、论证市值提振方案

国有上市公司在内部梳理、设计并论证其市值提振方案过程中，应主动与包括控股股东、公司各部门以及潜在的战略投资人在内的相关方进行充分的沟通，搭建统筹协调各方战略资源与核心诉求的市值提振方案。这是一个动态的过程，需要视情况调整和优化方案，平衡各方面的需求，根据市场反馈，灵活调整利润分配政策、股东增减持规划、股权回购、战略投资人引入方案，推动投资者路演及相关交易的落地实施。



# 结束语

提升国有上市公司质量是国企改革三年行动中优化国有经济布局的重要任务之一，也是企业高质量发展的重要抓手之一。监管部门表示，提高上市公司质量对于促进资本市场高质量发展、加快建设现代化产业体系、构建新发展格局具有重要意义\*。

近四十年来，中国国企改革始终与资本市场发展呈现高度的互动性和连接性，每一轮的资本市场改革与制度完善，都助力了今天具有全球竞争力的中国国资国企规模效应的实现。同时，作为国内资本市场的坚强依托，国有上市公司贡献了整个资本市场过半数的市值规模与利润规模，国有上市公司在经营层面的优化提升与高质量发展，与资本市场层面的市值提振，直接影响着广大投资者对中国资本市场的前景与信心。因此，通过对国有上市公司竞争力、创新力、控制力、影响力及抗风险能力的全面提升，提升国有上市公司经营质量与市值水平，对推进国企改革发展，提升资本市场价值都具有重要意义。

本报告从新时期国有上市公司经营层面的优化提升与资本市场层面的市值管理面临的主要难点出发，基于毕马威完善的知识体系与丰富的项目实践经验，对相关问题提出解决方案，即内部战略重组与专业化整合、增量上市平台打造、短期和长期的估值逻辑重构以及破净后的业绩改善与提振；就各方案中不同路径适用的具体情况、核心问题解决思路以及市场中的实践案例进行分析与总结，希望能够为国有上市公司高质量发展提供参考和借鉴。

\* 《稳步提高上市公司质量 加速构建新发展格局》，人民网，2023年5月27日

# 联系人

## 指导委员会

### 江立勤

国企咨询服务主管合伙人  
客户与业务发展主管合伙人  
michael.jiang@kpmg.com

### 林琳

毕马威中国  
交易咨询主管合伙人  
linda.l.lin@kpmg.com

### 王虹

毕马威中国  
国资国企咨询业务华东华西区负责人  
投资并购与交易战略主管合伙人  
rainbow.wang@kpmg.com

### 乔漠

毕马威中国  
国资国企改革发展中心全国负责合伙人  
国资国企咨询业务市场负责人  
stanley.qiao@kpmg.com

## 专题负责人

### 余裕

毕马威中国  
国资国企改革发展中心资本市场负责人  
鲁皖地区负责人  
anita.yu@kpmg.com

### 杨晓龙

毕马威中国  
国资国企改革发展中心资本市场经理  
西北区域负责人  
xiaolong.yang@kpmg.com

## 国资研究中心

### 陈剑虹

毕马威中国  
毕马威国资研究中心负责人  
iris.chen@kpmg.com

[kpmg.com/cn/socialmedia](https://kpmg.com/cn/socialmedia)



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：  
<https://home.kpmg/cn/zh/home/about/offices.html>

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2023 毕马威企业咨询 (中国) 有限公司 — 中国有限责任公司，是与英国私营担保有限公司— 毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球性组织中的独立成员所经许可后使用的商标。