

中信证券研究部



诸建芳
首席经济学家
S1010510120003



联系人：吴宇晨

核心观点

回望“十三五”，企业发展已初步迈向“高质量”，企业规模增长迅速，创新能力不断提升、营商环境逐步改善、体制机制改革稳步推进。展望“十四五”，预计政策会着力从进一步加大对企业创新的支持、进一步扩大直接融资比例、进一步加速体制机制改革、进一步推动高质量发展等方面持续加力。企业发展将孕育新格局：1）“强身健体”，直接融资持续发力，创新驱动愈发明显；2）“双循环”带动“双向开放”，助推企业“两栖发展”，提升国际品牌力和影响力；3）体制机制改革明显提速，国企民企共同发展；4）践行 ESG 理念，带动企业高质量发展。

■ 回望“十三五”时期，企业发展迅速，成果丰硕。在最近的一个五年规划中，对企业发展的顶层设计主要集中在创新驱动发展、体制机制改革、现代产业体系建设、全方位开放新格局构建等领域，过去五年中已取得了瞩目成效：

- **企业规模和成长：**企业发展水平进一步提升，企业规模增长迅速，2020《财富》世界 500 强榜单中国大陆上榜公司数量达到 124 家，首次超越美国；
- **创新驱动与现代化：**企业创新能力不断提升，高新技术企业数量与营业总收入增长明显，涉及企业的创新指数持续增长；
- **营商环境改善：**营商环境全球排名跃升至 31 位，营商环境指标中开办企业、办理施工许可证、获得电力、保护少数投资者、跨境贸易等指标改善明显；
- **体制机制改革：**国有企业改革向纵深推进，混合所有制改革效果逐步显现。

■ 展望“十四五”时期的企业发展，预计政策会着力从：1）进一步加大对创新的支持；2）进一步扩大直接融资比例；3）进一步加速体制机制改革；4）进一步推动高质量发展等四方面持续加力。

■ 在国内国际“双循环”的背景下，作为“双循环”的主体，预计企业将从四个层面孕育发展新格局：

- **企业“强身健体”，直接融资持续发力，创新驱动愈发明显：**“十四五”时期是企业强身健体的关键阶段，预计将继续扩大直接融资比例，加强金融支持，助推科技型企业快速发展。扩大直接融资比例，有利于降低企业融资成本，更好支持科技创新型企业发展。同时，鼓励企业加大研发投入，继续巩固企业创新主体地位，不断提高 R&D 产出质量和效率，助力企业在核心技术和关键领域实现突破
- **“双循环”带动“双向开放”，助推企业“两栖发展”：**企业既要立足“国内大循环”，牢牢把握中国十四亿人口的超大国内市场，坚持创新导向，提高产品质量，抓住国内市场在生产、分配、流通、消费等环节产生的发展机遇，也应该进一步参与“国际循环”，充分利用全球的技术、人才、资本等资源，提升企业在全球价值链中的地位，增强企业国际竞争力，助推企业“两栖发展”。
- **体制机制改革明显提速，国企民企共同发展：**“十四五”时期是国企改革的关键阶段，《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》的审议通过预示着国企改革目标、时间点、路线图的进一步明确，国企改革进程将进一步提速，国企改革综合成效进一步提升，助力国有企业从做大转向做强。与加快国有企业改革相呼应的是大力支持民营企业、外资企业，推动国企民企共同发展。
- **践行 ESG 理念，带动企业高质量发展：**ESG，环境（Environment）、社会（Social）和治理（Governance）是识别企业高质量发展的重要指标，通过践行 ESG 理念可以为更好推动企业高质量发展提供强力支持，也能够帮助中国经济往更可持续发展的方向上继续快速前进。

目录

回望“十三五”，企业发展已初步迈向“高质量”	1
1) 企业规模和成长：企业发展水平进一步提升，企业规模增长迅速，2020《财富》杂志世界 500 强榜单中国大陆上榜公司数量达到 124 家，首次超越美国.....	1
2) 创新驱动与现代化：企业创新能力不断提升，高新技术企业数量与营业总收入增长明显，涉及企业的创新指数持续增长.....	2
3) 营商环境改善：营商环境全球排名跃升至 31 位，营商环境指标中开办企业、办理施工许可证、获得电力、保护少数投资者、跨境贸易等指标改善明显.....	3
4) 体制改革：国有企业改革向纵深推进，混合所有制改革效果逐步显现	5
展望“十四五”，企业孕育四大发展新方向.....	6
一、企业“强身健体”，直接融资持续发力，创新驱动愈发明显	8
二、“双循环”带动“双向开放”，助推企业“两栖发展”	10
三、体制改革明显提速，国企民企共同发展	11
四、践行 ESG 理念，带动企业高质量发展.....	12

插图目录

图 1:《财富》杂志世界 500 强中美上榜公司数量对比（1996-2020）	1
图 2: 高新技术企业数量、总收入增长明显（1996-2018）	2
图 3: 创新指数持续增长（2005 年为基期）	3
图 4: 营商环境改善明显（2018-2020）	4
图 5: 分省市场化指数不断提升（2014-2016）	4
图 6: 2017 年底不同行业国企混改比例	6
图 7: 2017 年底央企、省级国企所有者权益及引入社会资本形成的少数股东权益	6
图 8: 世界 500 强上榜大陆企业平均利润约为美国的一半	7
图 9: 多数企业了解可持续发展目标，但正在实施项目企业占比不高	7
图 10: 世界 500 强上榜企业行业分布中美对比	8
图 11: 传统产业逐步弱化，消费、医疗以及信息技术等现代服务业和高科技行业市值占比大幅提升（2006-2019）	9
图 12: 全国 R&D 经费、企业 R&D 经费持续增加	10
图 13: R&D 经费投入强度不断增加，基础研究经费占比仍有提升空间	10
图 14: 较高附加值制造业贸易专业化程度明显提升，较低附加值制造业贸易专业程度出现回落	11
图 15: 上市公司 ESG 评级呈现明显上升趋势，A-、B+、B 等级公司占比逐年增加（2015-2019）	14

表格目录

表 1: 混合所有制改革政策文件	5
表 2: 混合所有制改革试点	6
表 3: 近年直接融资改革主要政策	9
表 4:《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》政策动态	12
表 5: ESG 政策动态	13

■ 回望“十三五”，企业发展已初步迈向“高质量”

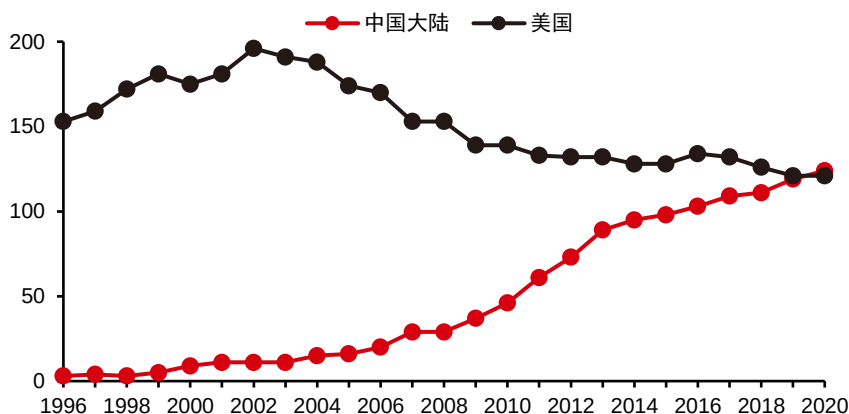
“十三五”时期是全面建成小康社会决胜阶段，回望“十三五”，企业发展迅速，成果丰硕。在最近的一个五年规划中，对企业发展的顶层设计主要集中在创新驱动发展、体制机制改革、现代产业体系建设、全方位开放新格局构建等领域，过去五年中已取得了瞩目成效。

1) 企业规模和成长：企业发展水平进一步提升，企业规模增长迅速，2020《财富》杂志世界 500 强榜单中国大陆上榜公司数量达到 124 家，首次超越美国

“十三五”时期，我国企业发展水平进一步提升，企业规模增长迅速。“十三五”规划中涉及大量促进企业健康发展的顶层设计，包括创新驱动发展、体制机制改革、现代产业体系建设、全方位开放新格局构建等领域。针对中小企业工业和信息化部还专门制定了《促进中小企业发展规划（2016-2020）》，从推进创业兴业、提升创新能力、转型升级、拓展内外市场、职能转变等 5 个方面提出了促进中小企业发展的主要任务。这些举措的实施极大的增强了企业创新能力、提升了企业素质、改善了企业发展环境，有效促进了我国各类企业整体发展水平的提高。

2020《财富》杂志世界 500 强榜单中国大陆上榜公司数量达到 124 家，首次超越美国。从世界 500 强的榜单来看，2016 年中国大陆上榜公司数量首次突破 100，达到 103 家（不计台湾地区企业），2020 中国大陆上榜公司数量达到 124 家，首次超越美国（121 家），成为自 1995 年《财富》杂志发布世界 500 强排行榜以来，上榜公司数量增长最快速的国家/地区。2020 年中国大陆上榜公司平均销售收入达到 669 亿美元，比起去年的 665 亿美元有所提升。与世界 500 强公司横向比较，中国企业平均销售收入和平均净资产两项指标达到了《财富》世界 500 强的平均水平。

图 1：《财富》杂志世界 500 强中美上榜公司数量对比（1996-2020）



资料来源：《财富》，中信证券研究部

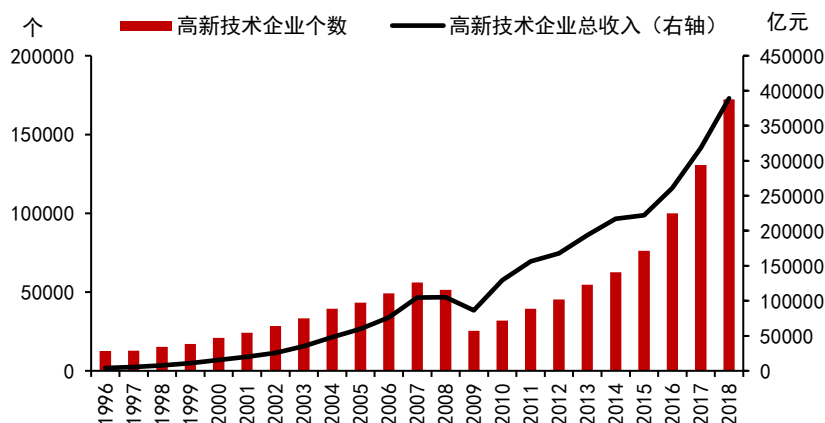
2) 创新驱动与现代化：企业创新能力不断提升，高新技术企业数量与营业总收入增长明显，涉及企业的创新指数持续增长

“十三五”规划将创新放在前所未有的高度，不仅位于“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念之首，同时“创新驱动发展成效显著”也是仅次于“经济保持中高速增长”这一首要目标的第二大发展目标。针对企业，“十三五”规划中指出“强化企业创新主体地位和主导作用，鼓励企业开展基础性前沿性创新研究，深入实施创新企业百强工程，形成一批有国际竞争力的创新型领军企业，支持科技型中小企业发展。”在政策支持方面强调“构建普惠性创新支持政策体系，清理妨碍创新的制度规定和行业标准，落实企业研发费用加计扣除和扩大固定资产加速折旧实施范围政策，强化对创新产品的首购、订购支持，激励企业增加研发投入。强化金融支持，大力发展风险投资”。

在现代化方面，“十三五”规划中提出推动传统企业改造升级、加强企业品牌建设、加快企业结构调整等内容。在推动传统企业改造升级中强调“支持企业瞄准国际同行业标杆全面提高产品技术、工艺装备、能效环保等水平，实现重点领域向中高端的群体性突破”，在加强企业品牌建设中提出“实施质量强国战略，全面强化企业质量管理，开展质量品牌提升行动，解决一批影响产品质量提升的关键共性技术问题，加强商标品牌法律保护，打造一批有竞争力的知名品牌”。在加快企业结构调整内容中指出“设立工业企业结构调整专项奖补资金，通过兼并重组、债务重组、破产清算、盘活资产，加快钢铁、煤炭等行业过剩产能退出，分类有序、积极稳妥处置退出企业，妥善做好人员安置等工作”。

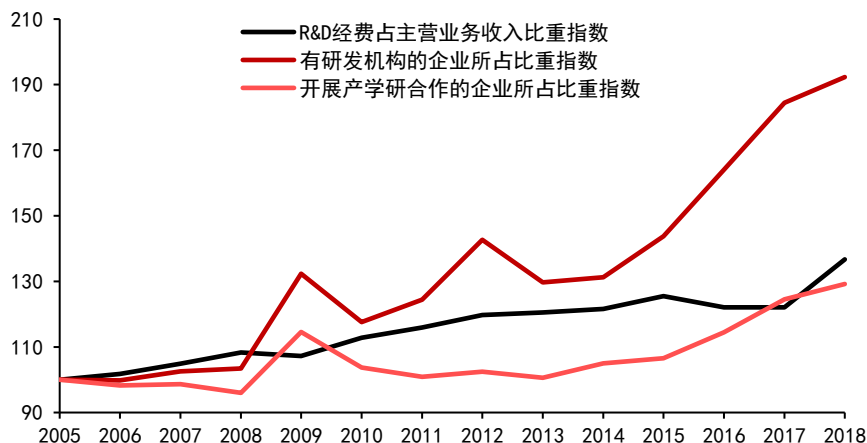
“十三五”时期，我国企业创新能力不断提升，高新技术企业数量与营业总收入增长明显，涉及企业的创新指数持续增长。高新企业数量由 2015 年的 76141 个增加至 2018 年的 172262 个，增长 126%。高新技术企业营业总收入由 22 万亿增加到 39 万亿，增长 75%，提前完成《“十三五”国家科技创新规划的通知》中 2020 年高新技术企业营业收入 34 万亿的目标。在涉及企业的创新指数中，截至 2018 年，有研发机构的企业所占比重指数、开展产学研合作的企业所占比重指数均大幅攀升，与 2015 年相比分别增加 34%和 21%，R&D 经费占主营业务收入的比重指数稳中有进，相比 2015 年增加 9%。

图 2：高新技术企业数量、总收入增长明显（1996-2018）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：创新指数持续增长（2005 年为基期）



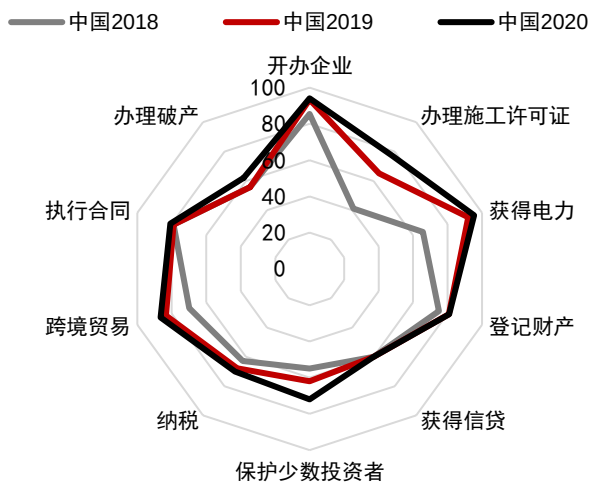
资料来源：Wind，中信证券研究部

3）营商环境改善：营商环境全球排名跃升至 31 位，营商环境指标中开办企业、办理施工许可证、获得电力、保护少数投资者、跨境贸易等指标改善明显

“十三五”规划中提出构建全方位开放新格局，营造优良营商环境，强调“营造公平竞争的市场环境、高效廉洁的政务环境、公正透明的法律政策环境和开放包容的人文环境”。李克强总理也在多个场合对优化营商环境做出重要指示，2018 年 11 月国务院常务会议上，李克强总理指出“要把进一步优化营商环境作为促进高质量发展、应对复杂形势的重要举措，瞄准市场主体反映的突出问题，加力推改革促开放，放宽市场准入，加强公正监管，制止乱收费乱检查等，避免对企业自主经营的不当干扰，不断缩小与国际一流营商环境的差距，使市场主体活力迸发”，2019 年 1 月在听取政府工作报告意见座谈会上指出“必须着力打造宽松、公平的营商环境，着力帮助企业特别是民营、小微企业解决难题”。

近年来，我国营商环境改善显著。世界银行发布的《全球营商环境报告 2020》显示，中国营商环境全球排名跃升至 31 位，较上一年大幅提升 15 位。在具体的营商环境指标中，开办企业、办理施工许可证、获得电力、保护少数投资者、跨境贸易等指标改善明显，其中改善幅度最大的为办理施工许可证，指标得分由 2018 年的 41.21 提高到 2020 年的 77.3，增幅达 88%，体现了政府在精简事项、简化流程方面取得的显著成效。其次，获得电力指标得分由 2018 年的 65.71 提高到 2020 年的 95.4，提高 45%；另外，保护少数投资者、跨境贸易、开办企业、纳税等指标得分方面增幅均在 10% 以上；获得信贷、执行合同等指标改善幅度不大。

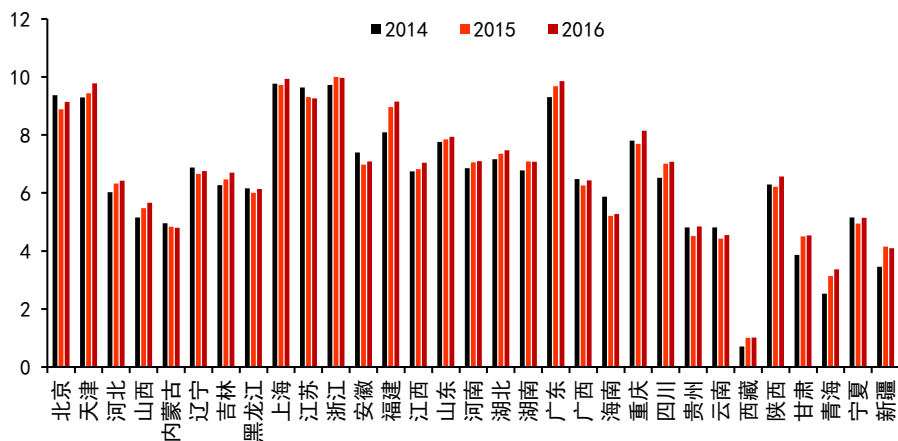
图 4：营商环境改善明显（2018-2020）



资料来源：世界银行，中信证券研究部

营商环境的改善离不开市场化的推进，“十三五”规划中提出“加快形成统一开放、竞争有序的市场体系，建立公平竞争保障机制，打破地域分割和行业垄断，着力清除市场壁垒，促进商品和要素自由有序流动、平等交换”，我国市场化程度也在不断提升。分省市场化指数中绝大多数省份市场化指数均有不同程度的提升，市场化指数较高的省份主要集中在京津冀、长三角与珠三角等地区，包括北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东等省份。2014-2016 市场化指数增幅较大的省份主要集中在西部地区，包括新疆、西藏、青海、甘肃、陕西等省份。

图 5：分省市场化指数不断提升（2014-2016）



资料来源：Wind，中信证券研究部

4) 体制机制改革：国有企业改革向纵深推进，混合所有制改革效果逐步显现

“十三五”规划中对于国有企业改革做出了重要部署。提出“大力推进国有企业改革，坚定不移把国有企业做强做优做大，培育一批具有自主创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力，更好服务于国家战略目标。”针对不同类型的国有企业，规划给出了不同的改革方向。对于商业类国有企业，规划指出“以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资产保值增值为主要目标，依法独立自主开展生产经营活动，实现优胜劣汰、有序进退。”对于公益类国有企业，规划指出“以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标，引入市场机制，加强成本控制、产品服务质量、运营效率和保障能力考核。”

混合所有制改革是新一轮国有企业改革的重中之重。十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“积极发展混合所有制经济”，将混合所有制的地位提升到前所未有的高度，标志着国有企业改革进入深化改革的新阶段。2015年9月国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》（以下简称《意见》），成为新时期指导和推进国有企业改革的纲领性文件，并逐步形成了以《意见》为引领、以若干文件为配套的“1+N”政策体系。除了出台大量政策文件，国家发改委、国资委也进行了相应的试点，2014年7月，混合所有制被纳入“四项改革”试点；2016年2月，“十项改革”试点提出在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等国有资本相对集中的领域开展混合所有制改革试点。此后，国家发改委、国资委又先后进行了四批混合所有制改革试点，共210家企业入围。

国资委公开数据显示，混合所有制改革效果逐步显现。2016年新增混合所有制改革项目数同比增长45.6%；2017年央企新增混合所有制企业超过700户，引入社会资本超过3386亿元；2018年，央企和地方企业又新增2880户混合所有制改革企业。充分竞争领域国有企业混合程度更高，截至2017年底，商业一类中央企业的混改比例已超过70%，其中建筑、房地产、制造、通信、批发零售等5个行业混改户数占比分别达到了87%、80%、75%、74%和72%，中央企业四级及以下子企业超过85%实现了混改。开展混改的省属国有企业中，商业一类企业占比达到88%，二至四级企业占比超过90%。所有者权益层面，2017年底，中央企业所有者权益总额17.62万亿，其中引入社会资本形成的少数股东权益5.87万亿，占比33%；省级国有企业所有者权益17.7万亿，其中少数股东权益超过4.7万亿，占比26.6%。

表 1：混合所有制改革政策文件

时间	政策文件	主要内容
2015年9月	《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	分类推进国有企业混合所有制改革、分层推进国有企业混合所有制改革、鼓励各类资本参与国有企业混合所有制改革、建立健全混合所有制企业治理机制、建立依法合规的操作规则、营造国有企业混合所有制改革的良好环境等内容，是国企混合所有制改革的根本指导意见。
2015年10月	《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	拓宽合作领域、完善引资方式、规范决策程序、健全体制机制等方面内容。
2016年8月	《关于国有控股混合所有制企业	试点原则、试点企业条件、企业员工入股、企业员工股权管理、

时间	政策文件	主要内容
	《关于深化混合所有制改革试点若干政策的建议》	试点工作实施等方面内容。
2017年11月	《关于深化混合所有制改革试点若干政策的建议》	涉及国有资产定价机制、职工劳动关系、土地处置和变更登记、员工持股、集团公司层面开展混合所有制改革、试点联动、财税支持政策、工资总额管理制度、军工企业国有股权控制类别和军工事项审查程序等内容。

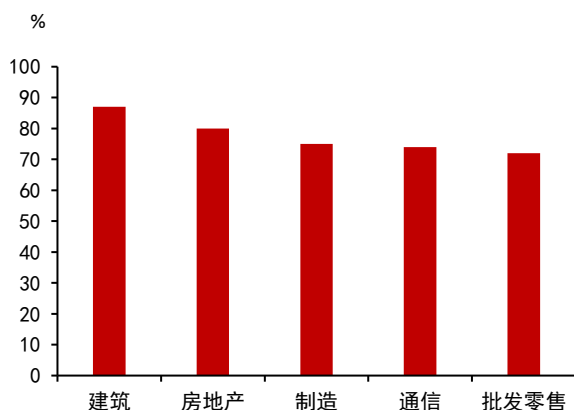
资料来源：国资委官网、中国政府网，中信证券研究部

表 2：混合所有制改革试点

时间	试点内容
2014年7月	“四项改革”试点，在中国医药集团总公司、中国建筑材料集团公司开展混合所有制经济试点
2016年2月	“十项改革”试点，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域是国有资本相对集中的领域开展混合所有制改革试点。
2016年7月	第一批混改试点企业共9家，包括东航集团、联通集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶等。
2017年4月	第二批混改试点企业共10家，包括中国国航、中粮资本、中车产投、长江三峡、中核集团、湖南航头、中航信等。
2017年11月	第三批混改试点企业共31家，其中，央企子企业10家，地方国企21家。
2019年5月	第四批混改试点企业共160家，其中，中央企业系统107家，地方企业53家。

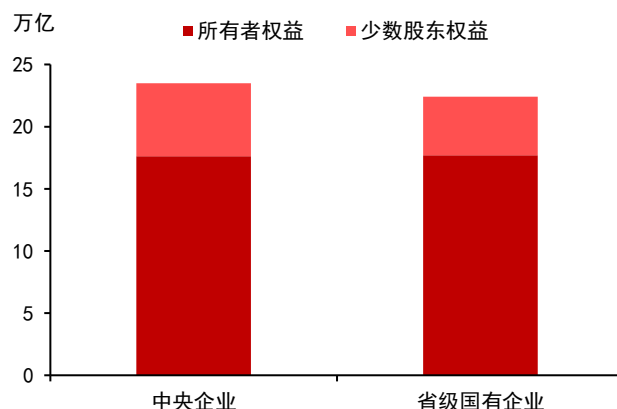
资料来源：国资委官网、中国政府网，中信证券研究部

图 6：2017 年底不同行业国企混改比例



资料来源：国资委，中信证券研究部

图 7：2017 年底央企、省级国企所有者权益及引入社会资本形成的少数股东权益



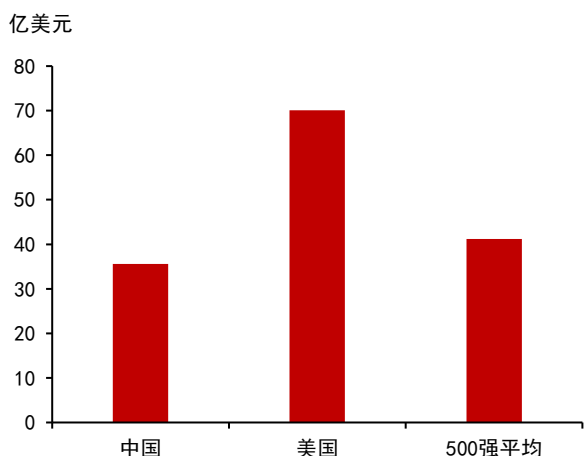
资料来源：国资委，中信证券研究部

■ 展望“十四五”，企业孕育四大发展新方向

“十四五”时期是我国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。“十三五”时期，我国企业发展迅速，创新能力不断提升、体制机制改革稳步推进、营商环境明显改善，已初步迈向“高质量”。但仍然存在一些不足，1) 企业大而不强、价值创造能力偏低。虽然世界 500 强榜单中中国企业数量多于美国，但是从盈利水平来看，上榜的 124 家中国大陆企业平均利润不到 36 亿美元，仅为美国企业（70 亿美元）的一半，也低

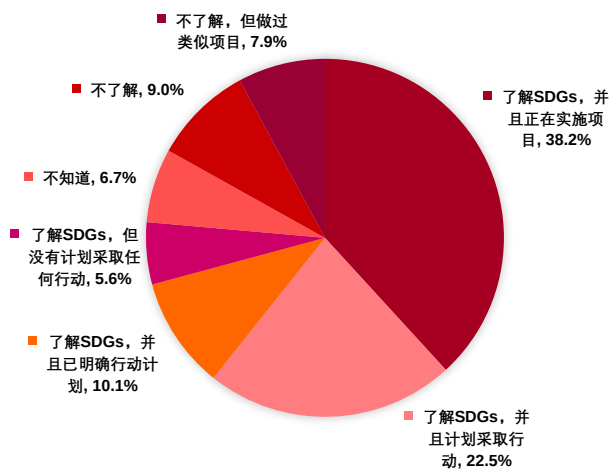
于 500 强上榜公司的平均利润 41 亿美元。就上榜企业行业分布来看，我国企业主要集中在能源、金属产品、商业贸易、银行、工程与建筑、保险、信息技术与服务等行业，累计占比超过 60%，而美国则主要集中在保险、医疗保健、信息技术与服务、销售、食品饮料、能源、航空等行业。与美国相比，我国能源、金属产品等垄断性质行业企业占比过大，医疗保健等大健康领域发展落后，计算机、半导体等高端制造业差距明显，在全球产业链分工中仍处于中低端。2) **国有企业混合所有制改革需要进一步深化**。虽然经过多年的努力，国有企业混合所有制改革已初显成效，但仍有诸多难点与挑战，“走形式”、“为混而混”等“混而不改”现象还在一定程度上存在，国有企业的公司治理不完善问题、体制不活问题、企业效率偏低问题尚未得到较好解决。3) **企业创新能力不断提升，但是仍存在诸多短板**。核心技术、关键领域受制于人，企业创新动力不足，创新成本过高、经济效益不显著，前瞻性基础研究、颠覆性技术创新以及科技创新成果转化等方面仍有大幅提升空间。4) **注重经济效益，环保、社会责任等关注有待进一步提升**。可持续发展理念要求企业不仅要重视经济效益，还应坚持绿色发展，减少环境污染，切实履行社会责任，在可持续发展中推动企业高质量发展，联合国开发计划署 2020 年 7 月发布的《中国企业可持续发展目标实践调研报告》表明，虽然有约 80%的企业了解可持续发展目标，但是正在实施项目的企业占比仅为 38.2%，仍有大幅提升空间。

图 8：世界 500 强上榜大陆企业平均利润约为美国的一半



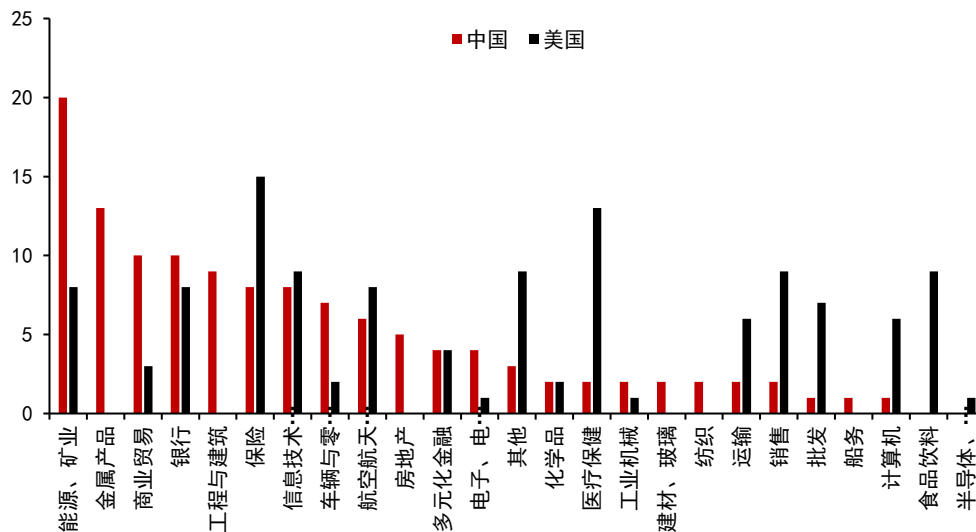
资料来源：《财富》，中信证券研究部

图 9：多数企业了解可持续发展目标，但正在实施项目企业占比不高



资料来源：联合国开发计划署 2020《中国企业可持续发展目标实践调研报告》，中信证券研究部

图 10：世界 500 强上榜企业行业分布中美对比



资料来源：《财富》，中信证券研究部

结合“十三五”时期企业发展存在的短板以及“十四五”规划方向，针对企业，预计政策会着力从进一步加大对创新的支持、进一步扩大直接融资比例、进一步加速体制机制改革、进一步推动高质量发展等四方面持续加力。作为“双循环”的主体，企业将从四个层面孕育发展新格局。

一、企业“强身健体”，直接融资持续发力，创新驱动愈发明显

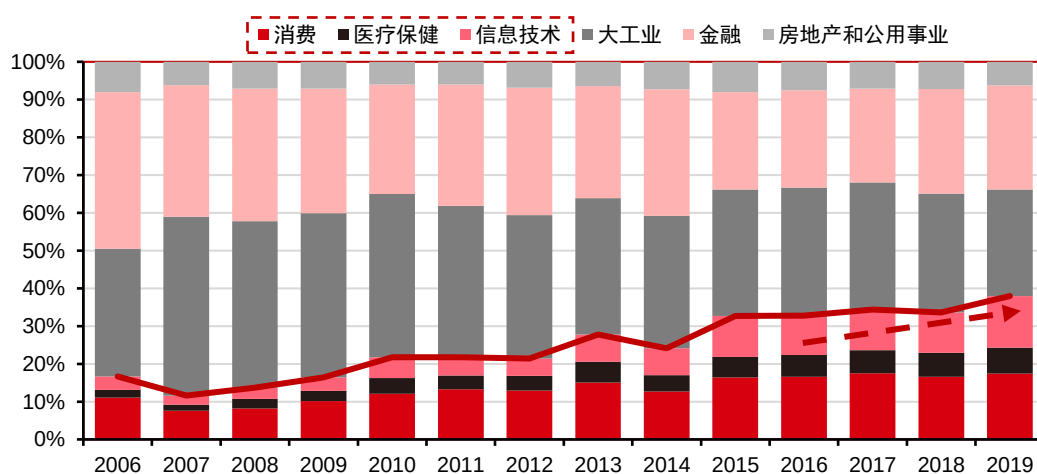
“十四五”时期是企业强身健体的关键阶段，针对企业继续扩大直接融资比例，加强金融支持，助推科技型企业快速发展。扩大直接融资比例，有利于降低企业融资成本，更好支持科技创新型企业发展。由于科技创新型企业的核心资产通常是人力资本和知识产权，很难通过有效定价及抵押方式获取银行等间接融资机构的资金支持，而直接融资则可以很好解决这一问题。

2019 年政府工作报告中提出“改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重”，同年 6 月科创板设立，2020 年 3 月企业债券发行注册制实施、2020 年 6 月创业板注册制试点正式启动，近两年一系列实质性的举措和试点预示着未来我国直接融资将迎来大发展，直接融资比重将进一步提升。根据上交所数据，截至 8 月 26 日，科创板上市企业 160 家，总市值达到 27398.07 亿元，流通市值 6691.78 亿元，科创板上市的企业高度集中于高新技术与战略新兴产业，科创板的设立对于补齐资本市场服务科技创新的短板，增强对创新型企业的包容性和适应性有重要作用。直接融资的发展与高科技企业、现代服务业增多带来的产业升级密切相关，从国内全部上市公司市值占比的变化可以看出我国产业结构正在加速升级，传统产业逐步弱化，消费、医疗以及信息技术等现代服务业和高科技行业市值占比大幅提升，直接融资的发展使得科技创新型企业更容易获得资金支持，用于增加研发投入，提高创新能力，从而进一步助推企业结构升级。

我国 R&D 经费投入持续增加，企业创新主体地位进一步稳固，创新驱动愈发明显。2019 年，我国 R&D 经费投入总量为 22143.6 亿元，同比增长 12.5%，连续 4 年实现两位数增长，从总量来看，我国 R&D 经费自 2013 年以来一直稳居世界第二，且与美国的差距逐步缩小。R&D 经费投入强度（与 GDP 之比）稳步提升，2019 年我国 R&D 经费投入强度 2.23%，连续 5 年保持增长，已接近欧盟 15 国平均水平。R&D 经费投入结构进一步优化，基础研究经费以及应用研究经费占比稳步提升，2019 年分别达到 6%与 11.3%。企业创新主体地位进一步稳固，过去 5 年企业 R&D 经费投入占比持续保持在 76%以上，2019 年企业 R&D 经费 16921.8 亿元，同比增长 11.1%，同样连续 4 年保持两位数增长，企业 R&D 经费投入强度的稳步提高为企业加大创新力度，推动高质量发展奠定了坚实的基础。

不过也应看到，目前我国 R&D 经费投入强度与美国（2.83%）、日本（3.26%）等科技强国相比尚显不足，R&D 经费投入中基础研究经费占比与发达国家普遍 15%以上的水平仍有较大差距，同时企业 R&D 经费投入增速自 2017 年后出现小幅回落，企业 R&D 产出效率不高现象亟需改善。“十四五”期间，我国应进一步加大对于 R&D 经费投入的财政支持力度，提高 R&D 经费投入强度，稳定支持基础研究和应用研究，精准支持关键技术和核心领域，持续完善和落实促进企业科技创新的有关政策，营造良好学术生态和创新环境，鼓励企业加大研发投入，继续巩固企业创新主体地位，不断提高 R&D 产出质量和效率，助力企业在核心技术和关键领域实现突破。

图 11：传统产业逐步弱化，消费、医疗以及信息技术等现代服务业和高科技行业市值占比大幅提升（2006-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部

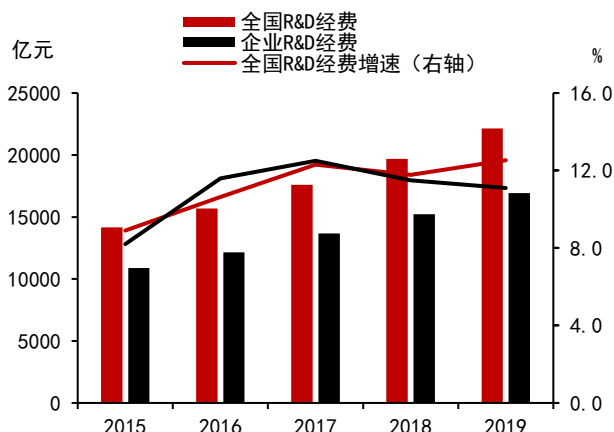
表 3：近年直接融资改革主要政策

时间	改革措施	相关政策
2018 年 3 月	开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点	《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》
2018 年 6 月	加大对小微企业直接融资支持力度	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》
2019 年 1 月	科创板设立	《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》
2019 年 4 月	支持中小企业利用资本市场直接融资	《关于促进中小企业健康发展的指导意见》

时间	改革措施	相关政策
2019 年 8 月	扩大在交易所债券市场参与现券交易的银行范围	《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》
2020 年 3 月	企业债券注册制实施	《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》
2020 年 6 月	创业板注册制实施	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》

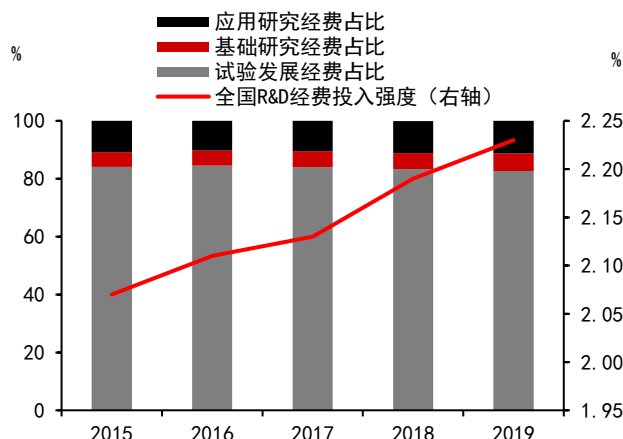
资料来源：证监会官网，中信证券研究部

图 12：全国 R&D 经费、企业 R&D 经费持续增加



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 13：R&D 经费投入强度不断增加，基础研究经费占比仍有提升空间



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

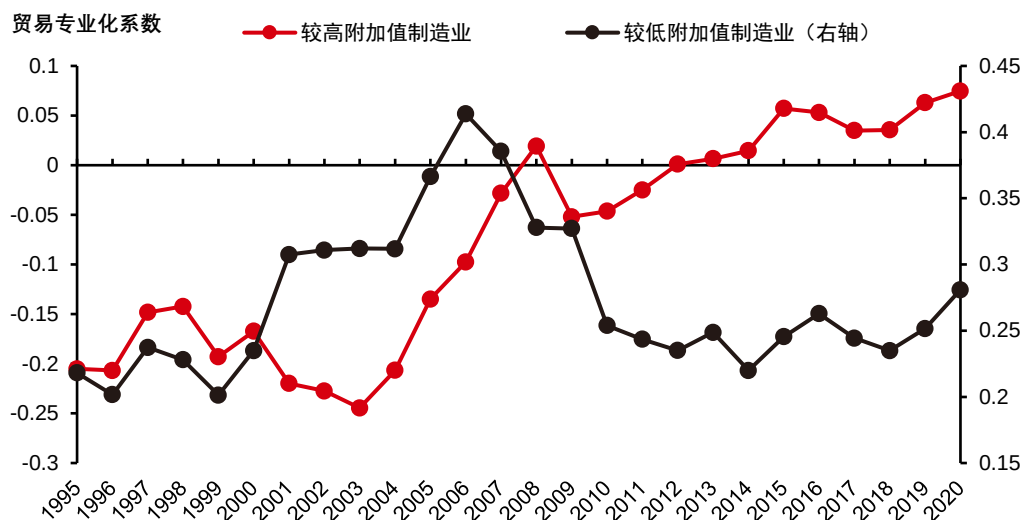
二、“双循环”带动“双向开放”，助推企业“两栖发展”

立足“国内大循环”、促进“双循环”发展格局，拓展“双向开放”，助推企业“两栖发展”。5月14日，中共中央政治局常委会召开会议，首次提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。两会期间，习近平总书记再次强调“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。构建立足“国内大循环”、促进“双循环”的新发展格局是党中央在国内外环境发生显著变化的大背景下，推动我国开放型经济向更高层次发展的重大战略部署。8月24日，习近平总书记在经济社会领域专家座谈会上进一步阐述了“双循环”的内涵，即“未来一个时期，国内市场主导国民经济循环特征会更加明显，经济增长的内需潜力会不断释放。我们要坚持供给侧结构性改革这个战略方向，扭住扩大内需这个战略基点，使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，提升供给体系对国内需求的适配性，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。“当然，新发展格局决不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环。我国在世界经济中的地位将持续上升，同世界经济的联系会更加紧密，为其他国家提供的市场机会将更加广阔，成为吸引国际商品和要素资源的巨大引力场。”

对于企业而言，习近平总书记在7月21日企业家座谈会上指出“企业家要立足中国，放眼世界，提高把握国际市场动向和需求特点的能力，提高把握国际规则能力，提高国际市场开拓能力，提高防范国际市场风险能力，带动企业在更高水平的对外开放中实现更好

发展，促进国内国际双循环”。“双循环”绝不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环，这就要求企业既要立足“国内大循环”，牢牢把握中国十四亿人口的超大国内市场，坚持创新导向，提高产品质量，抓住国内市场在生产、分配、流通、消费等环节产生的发展机遇，也应该进一步扩大“国际循环”，充分利用全球的技术、人才、资本等资源，提升企业在全球价值链中的地位，增强企业国际竞争力。从以贸易专业化度量的中国产业结构升级路径可以看出，当前中国较高附加值制造业贸易专业化程度明显提升，而较低附加值制造业贸易专业程度则出现回落，意味着中国制造业企业转型升级加速，有利于提高企业国际市场开拓能力。对于企业而言，“十四五”期间，应及时把握发展格局新变化，立足“国内大循环”的同时促进国内国际“双循环”，助推企业“两栖发展”。

图 14：较高附加值制造业贸易专业化程度明显提升，较低附加值制造业贸易专业程度出现回落



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

三、体制机制改革明显提速，国企民企共同发展

“十四五”时期是体制机制的关键阶段，改革进程将明显提速，国企改革综合成效进一步提升，助力国有企业从做大转向做强。“十三五”期间，国有企业改革向纵深推进，混合所有制改革效果逐步显现，一批国有大型企业在规模、技术、管理以及国际化水平方面有了很大提升，初步具备了成为世界一流企业的基础条件，但是对标世界一流企业仍然存在较大差距，“大而不强”问题始终突出，混合所有制改革试点中暴露的“为混而混”、“混而不改”现象以及国有企业存在的公司治理不完善、体制不活、企业效率偏低等问题尚未得到较好解决，可以预见，“十四五”期间，国有企业改革进程将会进一步加速。

2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》（以下简称《行动方案》），意味着《行动方案》正式出台进入倒计时，国企改革目标、时间点、路线图进一步明确，国企改革进程将进一步提速。根据国务院国资委新闻发布会的通报，《行动方案》主要有四个显著特点：一是突出抓落实、见行动，对各项重点任务明确国企改革时间表、路线图，提出明确的任务举措，做到可量化、可考核；二是突出抓重点、补短板、强弱项，针对重点难点问题，针对改革落实不平衡、不到位的情况，坚持问题导向，有针对性地提出措施；三是突出系统集成、协同

高效，综合运用多项措施，多管齐下，产生改革综合成效。四是突出攻坚克难打歼灭战，在一些重要领域明确了改革目标和时限要求，在三年行动中集中力量攻坚，最终实现“推进国有经济布局优化和结构调整，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力”的改革目标。

与加快国有企业改革相呼应的是大力支持民营企业、外资企业，推动国企民企共同发展。2020年5月11日，国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》（以下简称《意见》），《意见》指出“营造支持非公有制经济高质量发展的制度环境，健全支持民营经济、外商投资企业发展的市场、政策、法治和社会环境，进一步激发活力和创造力”，《意见》从市场环境、市场准入、直接融资、政商关系等方面给出了改革方向，在市场环境方面指出“在要素获取、准入许可、经营运行、政府采购和招投标等方面对各类所有制企业平等对待，破除制约市场竞争的各类障碍和隐性壁垒，营造各种所有制主体依法平等使用资源要素、公开公平公正参与竞争、同等受到法律保护的市场环境”，在市场参与方面指出“完善支持非公有制经济进入电力、油气等领域的实施细则和具体办法，大幅放宽服务业领域市场准入，向社会资本释放更大发展空间”，在直接融资方面指出“健全支持中小企业发展制度，增加面向中小企业的金融服务供给，支持发展民营银行、社区银行等中小金融机构。完善民营企业融资增信支持体系。健全民营企业直接融资支持制度”。在政商关系方面指出“完善构建亲清政商关系的政策体系，建立规范化机制化政企沟通渠道，鼓励民营企业参与实施重大国家战略”。《意见》为“十四五”时期民营企业、外资企业等非公有制经济的发展指明了方向。

表 4：《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》政策动态

时间	事件	内容
2019 年 12 月	中央经济工作会议	加快国资国企改革，推动国有资本优化调整； 制定实施国企改革三年行动方案 ，提升国资国企改革综合成效；发挥国有企业在技术创新中的积极作用，完善科技人才激励机制。
2020 年 5 月	政府工作报告	提升国资国企改革成效。 实施国企改革三年行动 。完善国资监管体制，深化混合所有制改革。基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题。国企要聚焦主责主业，健全市场化经营机制，提高核心竞争力
2020 年 7 月	中央全面深化改革委员会第十四次会议	审议通过《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》 ，会议指出今后 3 年是国企改革关键阶段，要坚持和加强党对国有企业的全面领导，坚持和完善基本经济制度，坚持社会主义市场经济改革方向，抓重点、补短板、强弱项，推进国有经济布局优化和结构调整，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。

资料来源：国资委官网、中国政府网，中信证券研究部

四、践行 ESG 理念，带动企业高质量发展

ESG，环境（Environment）、社会（Social）和治理（Governance）是识别企业高质量发展的重要指标，通过践行 ESG 理念可以为更好推动企业高质量发展提供强力支持。ESG 概念最早来自于《高盛环境政策：2006 年终报告》，是在可持续发展理念下催生出的衡量企业高质量发展的重要维度，可持续发展是我国的长期战略，习近平总书记在《中国落实 2030 年可持续发展议程进展报告》发布会、第二十三届圣彼得堡国际经济论坛、首届可持续发展大会等多个场合均肯定了可持续发展的重要性，指出中国会全面深入落实

《2030 年可持续发展议程》，企业作为经济社会发展的重要推动力量，是实现可持续发展的关键。“十四五”期间，企业高质量发展仍是主线，这就要求企业不仅要加强自身创新意识与创新能力，提升产品竞争力和附加值，实现更高的盈利水平，同时还应坚持绿色发展与可持续发展理念，减少环境污染，切实履行社会责任，并将环境友好理念与社会责任意识融入企业治理之中，提升企业治理能力，在可持续发展中推动企业高质量发展。

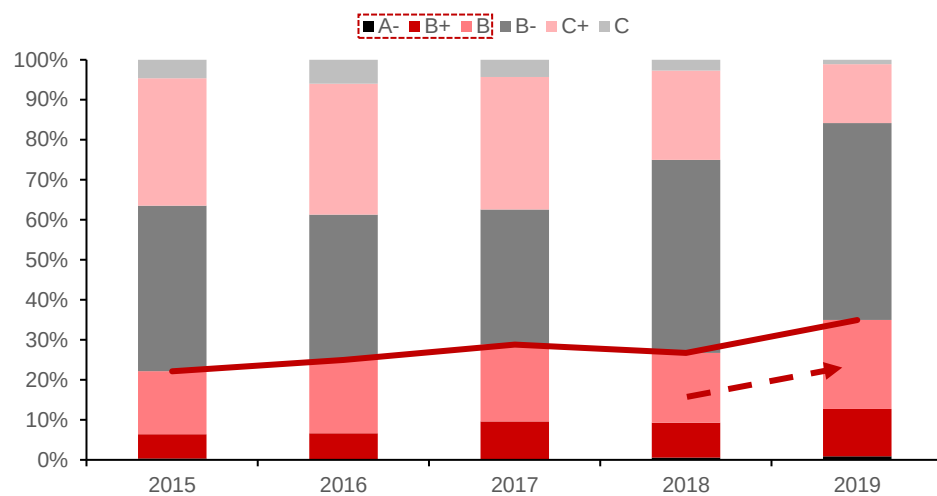
虽然我国引入 ESG 较晚，但近年来中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所等出台了大量指引文件，监管部门推进上市公司 ESG 披露工作的步伐明显加快，上市公司作为中国企业中的优秀代表，引导推进上市公司进行 ESG 披露，对于其他企业同样有重要的指引与带动作用。采用合理方式对企业进行 ESG 评级，可以及时发现企业发展过程中在环境保护、社会责任、企业治理方面存在的问题，倒逼企业采取措施解决问题，最终实现企业高质量发展。从商道融绿 ESG 评级指数来看，我国上市公司 ESG 评级呈现明显上升趋势，A-、B+、B 等级上市公司占比逐年增加，从 2015 年的 22.14%，增加到 2019 年的 34.95%，C+、C 等级占比逐年减少，ESG 理念的不断践行将加快带动中国企业高质量发展。

表 5：ESG 政策动态

时间	发布机构	政策	内容
2006 年 9 月	深圳证券交易所	《上市公司社会责任指引》	要求上市公司积极履行社会责任，定期评估公司社会责任的履行情况，自愿披露企业社会责任报告。
2008 年 5 月	上海证券交易所	《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》	要求上市公司披露在促进社会可持续发展、促进环境及生态可持续发展以及促进经济可持续发展方面的工作。
2015 年 2 月	深圳证券交易所	《上市公司规范运作指引》	要求上市公司应当积极履行社会责任，定期评估公司社会责任的履行情况，自愿披露公司社会责任报告，还规定上市公司出现重大环境污染问题时，应及时披露环境污染产生的原因、对公司业绩的影响、环境污染的影响情况、公司拟采取的整改措施等。
2016 年 7 月	中国人民银行、中国证监会等 7 部委	《构建绿色金融体系的指导意见》	要求建立强制性上市公司披露环境信息的制度。
2018 年 9 月	证监会	修订《上市公司治理准则》	要求上市公司在保持公司持续发展、实现股东利益最大化的同时，关注所在社区的福利、环境保护、公益事业等问题，重视公司的社会责任；披露环境信息以及履行扶贫等社会责任相关情况；定期分析公司治理状况，制定改进公司治理的计划和举措并认真落实。
2019 年 3 月	上海证券交易所	《上海证券交易所科创板股票上市规则》	要求上市公司应当在年度报告中披露履行社会责任的情况，并视情况编制和披露社会责任报告、可持续发展报告、环境责任报告等文件。

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所、中国人民银行官网，中信证券研究部

图 15：上市公司 ESG 评级呈现明显上升趋势，A-、B+、B 等级公司占比逐年增加（2015-2019）



资料来源：Wind，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。