

中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



NIFD

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

B

中国上市公司蓝皮书

BLUE BOOK OF CHINESE LISTED COMPANIES

No.7

# 中国上市公司 发展报告 (2020)

## 中国上市公司蓝皮书

《中国上市公司发展报告（2020）》发布会

国家金融与发展实验室

2020年11月05日

## 张平

中国社会科学院上市公司  
研究中心主任

国家金融与发展实验室  
副主任

### 张平：致辞

这次上市公司发展报告，会有三个部分详细的讲演，一是阐述宏观部分，二是阐述估值部分，三是阐述这次转型中对新理论的一些探索。我首先介绍一下上市公司蓝皮书的系统概念，希望大家有一个框架性的理解和延伸性的思考。

这次报告的发布主题是抗疫全面经济复苏下的上市公司创新转型，这是我们这次研究非常重要的内容。

第一，中国在抗疫过程中全面经济复苏。中国在疫情中，我们用的一个词叫“先进先出”，先受到疫情冲击，但是又率先走出疫情，所以中国经济迎来全面复苏。中国经济成为了大国经济G20中唯一正增长的国家，2020年预计经济增长2.1%，或简单来讲2%的水平以上。2021年我们可以预计，包括全球一致预期，中国经济增长在9%左右，所以两年平均下来增长速度在5.5%，也就回到了我们国家长期潜在增长力水平的均值状态。明年再看这些数字就知道中国不但是先进先出、率先恢复，而且是全面恢复到潜在增长率以上，所以用了这三个词来定义我们的增长，即“先进先出”的抗疫、今年

正增长的恢复，明年回到潜在增长率。一会有相关的数据来做支持。

中国的恢复也为世界带来了新的契机，但是疫情还没有完全结束，全球疫情蔓延问题还是很严重，此次疫情中，全世界的经济可能收缩4.5%左右，IMF给出的是-4.4%。这种情况下全世界的经济不可避免地面临着收缩和再调整，中央也果断地提出了双循环新发展战略。从过去中国基于出口导向的国际大循环阶段转向现在以内需和国际循环双驱动的双循环战略。在这么一个巨大的阶段转变中，我们也看到了，中国五中全会大幅度提升了关于国内创新的讨论，而创新的主体除了国家产业政策等以外，上市公司无疑就是这次创新转型的核心。所以我们在全面复苏和双循环战略、双轮驱动讨论下，现在再次把目光放到上市公司能不能成功进行创新转型上。

第二，资本市场近一年也以前所未有的力度进行了一系列的改革。第一，全面推进准入制；第二，完善资本市场各类规则以及全面提高对外开放，吸引更多国际机构参与到中国的资本市场中来；第三，随着人民币国际化，吸引了大量的国际指数介入到中国市场，从世界各地引入资金，改善中国的资本市场结构。所以为了基于资本市场对创新推动的意义的角度，市场结构也开始了全面的改革，不论是准入注册制、市场的开放度和我们做的一系列关于上市公司的评估，都是在促进中国资本市场发展。过去我们的估值是基于工业化的估值，基本上就是用现金流贴现法，现在依然有效，但是已经前置到了以研发、销售收入等新的准入条件，而不完全是现金流和利润作为基准的估值体例。所以为了科创企业新的估值上市做了足够的努力，现在整个上市公司的估值是基于两种方式，一是以现金估值为基准的传统公司；另一个是走向了以研

发、收入等新的一套估值方式，而不再过度强调利润。我们今年的估值已经在创新评估上做出了很大的努力，明年我们将会为创新估值提供更多的新标准。

我们在今年的选股体系下强化了关于研究社会责任ESG、创值方面的一系列指标调整，这样使得我们选出来的一揽子股票更符合中国创新的转型趋势，也获得了市场非常好的反应。我们的“漂亮100”投资组合确实取得了很好的成绩，明年不但会一如既往地提供，还会向更多机构进行推介，因为我认为这已经是一个很成熟的东西。

第三，今年整个上市公司可以看到两大趋势非常清晰。一是创新溢价，如果研发投入占收入的5%，研发人员能超过15%，销售收入能在30%以上增长，那这样的创新公司很多都会给出更高的溢价倍数，而不是像原来传统的情况；二是规模溢价，中国的产业越来越成熟，所以很多产业越来越集中，大公司越来越有它的市场地位。规模溢价和创新溢价主导了中国整个2020年的市场体系，这个估值也很重要，但值得注意的是我们的ETF，投资占比越来越多，也就是说被动投资越来越多，世界上关于ETF泡沫的问题也是值得我们思考的，股价越涨，占的份额越大，资金累积就越多，这就叫做大型公司过度溢价，而且有个正向循环，压力也是比较大的。

此外，在监管方面还有很多路要走，蚂蚁这次临时监管的问题是一个比较严峻的问题，说明我们在监管方面还有很多需要改进的。另外，国际的资本市场开放，怎么更好的防控风险，都是值得我们在未来框架中进行新的讨论。