



中国上市公司蓝皮书

BLUE BOOK OF CHINESE LISTED COMPANIES

中国上市公司 发展报告 (2016)

中国社会科学院上市公司研究中心

主编/张平 王宏森

副主编/张磊 张鹏

ANNUAL REPORT ON THE DEVELOPMENT
OF CHINESE LISTED COMPANIES (2016)

 社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国上市公司蓝皮书发布会

国家金融与发展实验室

2016年10月21日

中国上市公司蓝皮书发布会

张平：

我们的中国上市公司蓝皮书探讨了几个重要问题：第一，现在上市公司的业绩直接受困于宏观经济的下滑，业绩下滑其实是低于 GDP 的，上市公司这么好的企业，业绩明显减速至 GDP 之下，为什么讲宏观之困呢？就是你的业绩涨不了。第二，自 2012 年第一次出现 ROE

（资本回报率）低于融资成本，当然是扣除了非正常损益，证明上市公司的回报都覆盖不了上市公司的资金成本，就会出现大家不爱做实业，宁可做点投机买卖。我们看到了宏观和微观的困难，什么时候上市公司的利润能够比经济增长速度还好，能够引领经济增长，我们中国深层的经济结构调整就结束了。但是可惜，2016 年 3 季报一看，今年的业绩仍困于 GDP，所以上市公司并没有做好微观的创新。微观之变里面我们想看看关于并购、创新方面的东西。蓝皮书这一次突出把资产配置放到一个重要方面，我们写了股票市场、债券市场，写了全球上市公司的情况，写了新三板的情况，我们希望有更广泛的全球配置。现在有请王宏淼进行讲演。

王宏淼：

今天报告的主题叫“宏观之困与微观之变”，主要是想向大家报告一下2015年和2016年中国上市公司的发展情况。我们长期以来主要是在宏观领域做一些研究工作，最近这几年张老师带领我们团队做上市公司的研究，宏观经济要寻求微观的基础，理解微观的行为动机，

张平

中国社会科学院经济研究所 副所长

国家金融与发展实验室
副主任

王宏淼

中国社会科学院经济研究所 研究员

所以对我们来说也是一个新的课题。

首先我想向张老师他们表示祝贺，因为他们去年蓝皮书的总报告获得了“优秀皮书报告奖”的三等奖，挺精彩，挺不容易，所以要向他们表示祝贺。我们这个蓝皮书现在以上市公司研究中心名义来发布，这个中心1996年成立，当时叫上市公司研究与预测中心；2003年张卓元研究员担任主任，改用现名，成为社科院的院级中心；今年6月份由张平研究员接任中心主任。这个中心是一个非实体性的研究机构，主要的工作有：一是刚成立之初召开了多届中国上市公司论坛年会，年会也是比较有影响力的。二是多次承担社科院、地方政府、国家的重大课题研究。三是从2014年开始，到今年是第三年，每年撰写一部“中国上市公司蓝皮书”。四是培养人才，主要是博士后的招收培养。下面是它的组织架构。这些介绍，在蓝皮书上也有。

我今天要报告的主要是两个方面的：首先是介绍一下蓝皮书的结构，第二个是汇报一下蓝皮书的主要内容和观点。

今年的上市公司蓝皮书（2016）的结构是这样的：首先是一个总报告“宏观之困与微观之变”，主要定位在中国上市公司的创新与治理；其次有两个分报告：一个是中国上市公司的价值评估研究，第二个是中国互联网经济发展与增长动力的重构。一会儿由张鹏来汇报；另外分两大块：一个是资产市场的专题，这是今年蓝皮书很重要的一个特色，强调大类资产的配置，这里边主要包括债券市场、新三板市场、中资概念股和房地产市场；另一个是行业发展及相关专题，主要有五个报告，涉及到钢铁、军工、房地产、商贸零售和医药行业。另外还有两个专题，相对偏理论或更细节的研究，一篇是折旧率的分析，企业运作、以及整个宏观研究里边很重要的一个基础就是折旧率的测算。另外一个程锦锥博士一会儿要汇报的商誉资产的问题。

接下来我想利用这点时间来给大家讲一下，我们对2015和2016年中国上市公司发展的一个基本的观察和理解，主要概括为十个事实。因为时间关系，我也不更多展开了，如果蓝皮书里面涉及的就基本上略过，主要更多补充一些书上没有的东西。

第一个事实，中国经济增长与上市公司的业绩同步下滑。大家看这个图，蓝线是零的位置，实线是沪深300净利润的同比增长率，明显看到在2015年的时

候它已经是负增长了，这个趋势是非常明显的，而且净利润的同比增长率跟GDP呈现出一致的趋势，所以是亦步亦趋，而且现在比GDP减速得更快。这是我们认为宏观之困最主要的一个突出表现。

第二个事实，上市公司的ROE下滑严重，已经无法弥补融资成本。ROE是净资产收益率，如果按照报表上的净利润来算是6.8%，如果扣除非正常损益是4.5%，ROE下滑得比较厉害，如果按照5%的融资成本，再加上PPI通缩，实际利率就相当高了，净资产收益率是根本没法弥补融资成本的，所以就出现了上市公司去卖资产或者做债权人等这样的一些操作。这里边列出了一个ROA和ROE的图表，ROA是总资产的收益率，ROA是底下那条实线，ROE是上面那条虚线。首先，这两条线是同步的。其次，这两条线最近几年有所收敛。这说明什么呢？我们加债务杠杆，它的边际收益、边际产出已经在下降了，举债的效率在降低。ROA和ROE的下滑，我们列出来它的影响因素并做了一个比较详尽的分析，主要是实际利率、实际税率的增高，融资成本率的增高，利息保障倍数的降低，营运效率的变化等，这个书里边都有详尽的介绍。

第三个事实，由于区域房价的再次飙升，2015年以来房地产的快速膨胀，与非金融上市公司近年来普遍不景气、净利润负增长的情况形成了鲜明的对比。大家看底下红线画起来的部分，可以看到2011年房地产占非金融上市公司净利润的比重是8.28%，2013年到了11.52%，2014年可能是由于股市暴涨的资产替代效应，还有国家调控的原因等，这一比重有所下降；但是2015年反弹到了历史的最高点，将近12%的水平。看右边这张净利润的增速图，蓝线是全部上市公司；黄色虚线是房地产，它是一个很明显的V字形，在2014年的增速下滑后，2015年加速回升，2016年上半年净利润增长已经达到19.2%，接近20%这样的速度；实黑线是非金融上市公司，上半年净利润的增长是-7.6%。与房地产相比，这个反差是非常大的，非金融上市公司的情况是非常悲观的。而这-7.6%里边是包括房地产20%增速的贡献的，如果剔除房地产，那么非房地产的实体经济可想而知有多差了。下面这张PPT列出来的是一线城市平均地价和住宅的水平，用一句话概括是“房市猛于虎”，这种飙升真的是非常疯狂和可怕。

第四个事实，近年中国上市公司净利润向金融业尤其是银行业集中的趋势非常明显，2015年这一比重已经达到了2/3。大家可以看红线圈出来的部分，右

表是比重，左表是实际的数字。2011年是半壁江山52.6%，之后这些年都是在上升的。在我们整个经济减速，银行的经营有所下滑的情况下，还体现了这种集中的趋势。

第五个事实，供给侧改革中的去杠杆并没有获得实质进展，尤其是房地产和钢铁行业，这两类上市公司的资产负债率仍然处在高位，并且还在上升。大家可以从这个图里面非常清晰地看到，左边是房地产，右边是钢铁的负债表，它们两个趋势一直都在上行，房地产已经接近80%，钢铁接近70%。全部样本将近2400家上市公司总的资产负债率接近57%，仅仅比去年降低了0.09个百分点。所以可以看出来去杠杆并没有取得太实质的进展。下一张PPT是其他一些主要行业的负债率图。汽车行业、化工行业有一些微微反弹，农林牧渔行业、建材行业、机械设备行业的资产负债率有所下降，交通运输行业有所上升，电力行业一直在下降，但是今年上半年也有所抬头。

第六个事实，由于投资意愿的下降，上市公司的货币资金明显上升。由于投资动力不足，2016年二季度末将近2400家非金融上市公司的货币资金余额为3.8万亿，比去年年末上升了5.64%。这里边有一个很重要的原因是房地产市场火热，个人把大量的存款转移出来去买房、付首付，房地产公司账面的活期存款就增加了。又进行按揭贷款，银行把这部分按揭款先打到房地产公司的账上，买房加杠杆的结果，房地产活期存款就明显倍增了。可以看出来6月末房地产上市公司的货币资金余额是5000多亿，占整个上市公司的比重是15%，在各行业中占比是最大的，比去年年末增长了18.6%。刚才张老师讲到M1和M2剪刀差的问题，就是狭义货币和广义货币之间增长速度不一样，现金活期成本增长速度曾经一度到了25%，这个速度是非常高的。房地产市场火爆，房企的货币资金增大，加上企业投资意愿下降，是M1激增的一个原因，这也为我们的宏观经济提供了一个很重要的微观基础的理解。

第七个事实，不良贷款在上升，风险已经开始波及上市的银行。2015年16家上市银行净利润的平均增速有所下滑，不到6%，五大行的增速接近0.8%，接近于“零增长”。2016年也没有实质性的好转。其中有两个大的原因：一个是拨备覆盖率的下降，历史上最高曾经到了275%，甚至有时可能接近300%的拨备覆盖率，但是现在已经降到150%了，工行最近还因为拨备覆盖率低于150%受到

批评。第二个原因是利差收窄，由于央行2014年以来的几次降息。2012年第四季度以来商业银行的不良贷款率、不良贷款余额双升，整个经济中不良资产的风险已经开始波及银行了，重灾区主要是制造业和零售业，房地产的加杠杆，个人、企业的加杠杆也蕴含着比较大的潜在风险。

第八个事实，随着持续的债券牛市，债务证券已经成为我国上市公司的主要融资方式。2015年我国上市公司在证券市场融资接近3万亿，其中3/4是通过债券市场来实现的。债券市场虽然存在着五龙治水这种分割的问题，但确实这几年的发展还是很快，虽然也存在着债券违约的问题，但从国际比较来看，债券的发展空间还是很大。

前面讲的基本上还是偏悲观、甚至中性一点的事实，接下来这两个可能还算是比较乐观一点的，所以我们讲微观之变就讲到它的变革。

第九个事实，随着新一轮的并购热潮和员工持股为信号，上市公司在内部和外部两方面都在积极寻求变革，这对于激励创新和人力资本积累、产业升级、完善公司治理都有很好的意义。2014年中国开始了一个并购狂潮，上市公司的并购也是特别突出的。2015年全年上市公司共完成310起重大资产重组事件，规模超过过去四年的总和。2016年上市公司的并购重组交易共有1500多单，其中近1000单涉及到创新创业型上市公司，占比接近2/3。借壳上市转型成了上市公司更新血液的重要方式，比如顺丰的借壳上市、海外上市公司的私有化回归、暴风科技等。虽然这里边有股价、市值管理这样的一些内在动因，但是在经济减速的时期，我们也把它看成一个比较积极和进取的信号。2016年，宝万股权之争也是一个并购大戏。2015年有365家上市公司开展员工持股计划，对于公司改善管理、改善治理也有一定的激励作用。

第十个事实，虽然经济在减速，但是中国上市公司仍然保持了比较快速的数量增长，尤其是中小微的挂牌公司增长迅猛，面向新经济以及创新型企业的多层次的资本市场正在形成。这里边列了挺多的一些数据，包括上市公司的数量现在将近3000家，市盈率22.3，市净率2.1。新三板的情况也是特别火爆，现在已经到了9000多家，申报中有1900多家，待挂牌的公司有210家，这个速度是非常快的。新三板在地域分布上似乎也有一线城市的特征，像广东、北京、江苏、浙江等。从行业来看，主要分布在信息产业、工业方面。从园区来看，中

关村的新三板挂牌最多，达到了839家，占9.2%，其次是武汉的东湖，上海的张江。区域性的股权交易市场发展迅猛，截止2016年10月18日，挂牌公司达到了4.7万家，总资产4000多亿。这里边列出来挂牌数前十的交易所及挂牌家数，最多的是上海和前海9000多家，这两个都遥遥领先了。股权交易中心分布图可以看出来有点祖国江山一片红的感觉，确实是蓬勃发展。面向创新的多层次的资本市场的网络正在形成。海外的中资概念股从出走到回归，这是在海外上市的情况，历史上最热的时候是2007年前后，有一年最高是37家，但现在已经下滑到5家左右。2014年9月19日阿里巴巴上市影响力还是非常大的，是有史以来最大的IPO。从2011年开始中概股陷入重大危机，存在估值低、融资难、维护贵、流动性差、交易不活跃等问题，到了今年7月份中概股有56家退市，或者完成私有化的要约，其中有40只已经完成了退市的程序。本来有战略性新兴产业板块，但是因为大股灾的影响又取消了，所以资本市场的进程受到很大影响。

刚才汇报了十大事实，所以我的基本结论是这样：第一，地产暴利，金融分利，金融业和制造业、虚拟经济和实体经济冰火两重，前者金融、虚拟经济是膨胀，但制造业、实体经济是虚弱，两者的裂口越来越大，风险也在不断的累积。第二，传统经济确实在走下坡路，或者说困难重重，但是新经济是一枝独秀，中小微创新创业型的公司充满了希望。第三，在外汇管制趋严、资金外流受限的条件下，资金在国内各个市场间的资产替代效应还是比较明显的，比如房地产和股市、债市、贵金属市场、期货市场等几个不同的资产市场之间具有资产替代效应。这也是今年上市公司蓝皮书增加了资产这个板块的一个重要原因。现在正在进行新一轮的房地产调控对于股市的资金面还是相对利好，但基本面是相对的利空，不过肯定也会有PPP和基建的对冲等等。

这就是我汇报内容，谢谢大家！