



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

张鹏

中国社会科学院经济研究所 博士后

张鹏：

尊敬的各位领导，各位老师，大家下午好。我今天报告的题目是中国上市公司价值评估研究。这个报告分为四个部分：第一个是引言。第二个是上市公司价值评估体系，包括大概50多个指标。这些指标每年都会有些变化，今年像财务指标那些几乎没动。我主要是讲一下治理和创新，这两个今年的变化幅度非常大。第三个是评估排名，然后根据排名挑选出100家公司，这样的投资组合，构建了一个漂亮100指数。最后是书里面张磊老师的分报告内容，互联网经济重构增长动力这一块。

第一个是引言部分。“宏观之困、微观之变”反映了中国经济进入“新常态”后在供给侧结构性改革背景下所面临的去产能、去库存和去杠杆三大难题，同时也说明新行业和新业态带来的创新、溢出效应导致部分微观上市公司主体增长突出，成为未来引领中国经济效率提升和上市公司创值能力提高的新模式、新样板。究竟哪些上市公司价值创造能力突出，哪些公司成为各个行业佼佼者？进一步而言，这些行业佼佼者的特征是什么，对中国经济转型的借鉴意义何在，这是我要重点报告的内容。

第二个是价值评估体系。首先是五因素模型，去年是六因素，今年又调成五因素，前年也是五因素，变化比较大的主要是公司治理和创新研发。然后是样本选择和数据来源。报告中的数据是截至到2016年5月1日去年年报出来之前，删除ST股票并且对财务数据进行平均，主要是为了防止波动太大，对创值形成拉伸和杠杆效应。

数据来源在万得的基础上又增加了同花顺iFinD和国泰的CSMAR。然后，采用万得里面的R接口，对数据进行处理。最后是分行业评价指标体系的创新和亮点。这是整体公司的一个分布。

这个亮点是公司治理体系更加完善。主要体现在内部治理、激励机制、信息披露、社会责任4个方面。这里我主要借鉴国内研究公司治理比较好的机构，像南开大学公司治理研究中心、北京师范大学，还有咱们社科院两位老师的研究内容，他们每年也发布这些指数。内部治理主要是今年新加入流通股、大股东持股和独立董事比例。关于激励机制，今年加入了股权激励、高管持股和高管薪酬比。

创新与研发主要是考虑4个方面，包括创新投入、创新产出、创新效益、创新资金来源。投入主要是从物质资本和人力资本这两方面出发。物质资本主要是研发经费强度。人力资本主要是大专以上的职工人员占总员工的比例。员工持股计划是一个虚拟变量，公司有的话为1，没有的话为0。技术人员比例就是公司技术人员的占比。这几组数据都来自于同花顺。然后是产出，主要包括专利数量 and 无形资产。专利数量就是发明、新型和外观的数量。这些数据来自于CSMAR，万得里面好像没有。无形资产，是扣除了土地所有权的，因为我们知道，无形资产包括著作权、专利权及非专利使用权等等，我感觉扣除土地所有权以后应该基本上是可以反映创新之处的。接下来是创新效益，它包含核心业务增长率、劳动生产率、市场占有率、超额收益率。核心业务增长率是主营业务的增长率；劳动生产率是营业收入除以总员工人数；市场占有率是营业收入占这个行业的营业收入的比重；超额收益率是销售净利率除以行业的平均销售净利率。然后创新资金主要是从内部融资和外部融资两个方面。内部融资主要是说它的现金流量，外部融资主要是资产担保和质押。因为我发现政府补助很多是针对研发和技术人员补贴，所以，我今年把这个也加入。这些是这个指标体系今年比较突出的一些地方，其他的指标像经济增加值等跟往年都一样。

第三个是上市公司价值评估排名与“漂亮100”指数。我们使用层次分析法计算了各个行业上市公司价值创造评估结果，这些书上都有。我重点讲一下排名启示。我归纳了五点：第一，上市公司业绩回升是决定其价值增长的重要因素。不管你说公司怎么好，但是如果收入利润不增长，它也不会引起投资者

注意。特别是去年，从这个图上也可以看出来产能过剩比较突出的采掘、化工、钢铁、有色金属等这些行业，它的营业收入和经营活动现金流量都是负的，但是像咱们比较关注的生物医药这些行业，增长都是非常高的。第二，创新驱动和消费升级提升相关行业上市公司估值水平。这主要是根据我们经济增长前沿课题组的生产模式和消费模式两步跨越。现在的生产模式过渡到了个性化、定制化生产需求。消费模式也从原来的基本物质需求，然后转向知识消费，就是科教文卫消费。我们可以观察下面的这个核密度函数图形，尤其是这条红线，2015年的研发支出比例有一个很明显的拖尾现象，也就是说高研发支出的公司比例比2014年多，反映了咱们中国研发支出越来越高。第三，人口老龄化催生医疗、科教文卫等广义人力资本积累型上市公司持续增长。图中显示虽然我国劳动力人口比例从2013年左右就已经开始下降，但是可以发现，城镇人口比重和大专以上人口比重在逐年上升，也就是说城市化和人力资本的不断积累成为经济增长从要素驱动逐步失效后的“减震器”。此外的消费结构升级，就是从原来的基本物质需求转向科教文卫，恩格尔系数大幅下降，导致生物医药、教育旅游休闲这两年估值也非常高，受到投资者青睐。第四，发掘政策红利，重视大盘蓝筹股等低估值优质投资资产。特别是“一带一路”、去产能等政策的逐步实施，包括结构性改革，引入民营资本，对整个国有企业的治理体系和创新能力都有大幅度提高。这个是根据我们的100家企业里面选出的34家大盘蓝筹股建立的一个指数和沪深300的对比，可以发现它的业绩还是不错的。第五，“互联网+”促进资源优化配置与商业模式创新迸发新的投资机会。这里面包括这两年的投资热点，比如物联网、移动支付、大数据这些东西，总体来讲，表现还是非常好的。

接下来说一下漂亮100指数，投资组合就是书上的100家股票。书上是更新到6月份，之后，我更新到了10月1日。我们可以发现，这个喇叭口越来越大。

最后，我想说一下张磊老师关于互联网经济的部分。刚才咱们也发现凡是跟互联网相关的，不管+互联网还是互联网+，这些行业的上市公司总体来讲表现不错。张老师据此研究互联网经济在中国经济从要素驱动转向创新之后发挥着什么样的角色。这里面，他首先提到的是要素红利、制度红利消失，增长动力发生根本性转变。人口红利及其带来的规模经济日趋消失，以及市场需求开

始走向服务化和多样化。这样的话，提出了中国可以通过互联网经济发展重构增长动力的时代要求，但是有一个问题是咱们中国的互联网上市公司，这些互联网上市公司主要是从A股、港股、美国中概股中找的，它仍然处于一个颠覆性创新的初中级阶段。颠覆性创新，是克里斯坦森提出来。他把颠覆性创新分为两种，第一种是“new-market-disruption”，新市场的破坏，就是在原有市场的基础上，比如那些大的企业关注的市场，我要开拓一片新的市场，关注原来一些消费群体，一般来讲都是一些比较低端的市场、消费不起的这种市场。第二个是“low-end-disruption”，低端市场的破坏。一个企业通过慢慢发展，企业规模发展壮大以后，模式不断完善之后，由于它的低成本可能会把原来的大公司主导的一些顾客慢慢的导入过来，相当于稀释了原来公司的一些份额，典型的“屌丝逆袭”。所以当前中国仍然处于初中级阶段，它与最终融入增值服务模式，真正实现技能知识化、服务产品化，有效降低生产成本，进而从根本上改善企业盈利和创新能力还有很大距离。增值服务主要是以后的生产，生产成本不是很重要，主要是一些服务。现在软件就是，可能买一套软件不贵，但是到了后期的一些更新服务的费用会非常高，这也是开发软件的一个收入来源。

这里面有几个事实。第一个是大众需求让位于多样化需求，创新成为上市公司利润增长的动力源。以前都是规模经济，大众需求市场都是规模经济，小众、利基市场可能就是依靠创新。第二个事实是企业利润率“均值收敛”，利润主要来源于利基市场、小众需求。随着企业规模的扩大，它的利润是越来越低。关于这一点克里斯坦森也说过，一般企业的发展过程会经历资源——流程——标准这样一个过程。资源阶段，初创期肯定人力资本是最重要的，所以中小企业依靠人力资本投入可以进行创新。但是如果企业比较成熟，会依靠标准。它的流程比较成熟，如果想推翻这套东西，去搞创新，肯定没有中小企业灵活。这是它背后的主要原理。

在A股、港股和美国中概股中的服务业上市公司，尤其是跟互联网经济相关的服务业上市公司，它有这么一些规律。第一个，营收和资产增长率。美国中概股的营业收入在波动中大幅度增长，A股和港股虽然有增长，但是基本是平稳的增长。资产增长率呈现相同的特征。美国中概股的增长很快，很符合颠覆

性创新蚕食低端市场这样的特征。第二个，毛利率和营业成本占营收之比。毛利率美国中概股下降比较明显，A股和港股稳步上升，这说明A股和港股主要还是依靠规模经济，还是靠原来的业务模式，依靠规模经济带来毛利率上升。对A股和港股来讲，营业成本的比例还是居高不下，虽然有缓慢下降的趋势，但还是居高不下，而美国中概股有一个显著的爬升过程。第三，期间费用和资产周转率。A股和港股基本来说是平稳的。由于美国中概股是互联网，颠覆性创新比较明显，因为互联网提高资源配置效率，节省了广义交易成本，所以它的期间费用下降还是比较明显的。另外，利用互联网这样一种效率，可能会提高它的资产周转率，进而对互联网上市公司的利润也会带来一定的增长。从图中看，美国中概股不是特别的明显，但是比A股要强很多。最后TFP增长率，就是看一看这3个市场到底现在还能不能给中国带来TFP的增长，能否托起增长动力的需求。我们经过计算发现，都是下降的，只不过美国中概股下降幅度最小，主要是因为它具备颠覆性创新的特征，但是TFP是下降的，只是下降幅度比较小而已。港股和A股还是基本上延续原有的模式，靠规模经济，这样维持利润增长，显然不符合以后增长的要求。

最后是启示。第一，在美国中概股市场上，中国互联网经济中的非金融服务业上市公司更多带有颠覆性创新特征，正在通过引入互联网技术和更加灵活的市场机制配置创新要素，消化研发、市场营销等广义交易成本，保证盈利和创值能力稳定，从而承担着重构增长动力的重任。因此，在美国中概股市场上，中国互联网经济中的非金融服务业上市公司代表着互联网经济发展的最高水平。第二，中国与互联网关系密切的A股和港股服务业和制造业上市公司更多地带有规模经济特征。随着人口红利和规模经济逐渐消失，生产成本将难以继续消化，以致损害企业盈利和创值能力，进一步丧失增长动力。第三，通过互联网经济发展重构增长动力尚任重道远。一则在中国互联网经济中，无论服务业还是制造业，仍然是继续依赖潜力有限的规模经济公司占主导地位。二则美国中概股互联网服务业公司同样处于颠覆性创新的初、中期阶段，其对互联网技术和市场配置机制的应用起到了明显节约广义交易成本的作用，但与最终引入增值服务模式，实现技能知识化和服务商品化，有效降低生产成本，进而从根本上改善企业盈利和创值能力还有很大距离。这从之前的TFP计量结果也可以看出。

我的报告就是这些，谢谢大家！