



新旧动能转换与金融结构变革

——暨《中国上市公司蓝皮书》发布

国家金融与发展实验室

2018 年 9 月 14 日

主持人 张平：

其实张磊这个报告非常深刻的报告，因为他在探讨中国的创新路径的一个最重要的，所谓新的动能创新中心到底是不是能够完成的一件事。你是主要的，因为任何的创新在上市公司角度来看，你起飞具备有三条。第一，你因为创新，能达到毛利比较高。第二，你的创新，起码能够使得你的成本有所降低。第三，你有持续的资本支出，使得你创新持续不断。在这种条件下，你的创新才能够慢慢地区别于原有的所谓传统企业只追逐规模的特性。所以这一套创新，我们现在中国在一段创新中，其实已经焕发出来了我们的互联网的创新。但是各类的成本增加和一系列的问题，使得我们现在创新其实也遇到了很多的挑战。这个挑战也导致了我们现在中国未来的创新，以商业模式驱动的创新，是不是要逐步转向，以技术演进和另外一种所谓破坏性技术演进的一种创新模式。这是我们现在遇到的真实挑战。

最后一个发言的是张鹏，请他介绍一下中国的漂亮100。

张 平

国家金融与发展实验室副主任

中国社科院上市公司研究中心

主任

张 鹏

中国社科院上市公司研究中心

副主任

张鹏：

刚才前面几位老师主要把我们整本书的框架，还有大的宏观背景，包括现在金融结构改革和金融市场说了一下，我这里说一下里面的排名，还有逻辑，还有现在的指数的表现。

我大概分为以下几个部分。第一个讨论一下背景，第二个是评估体系，说一下排名，根据这个排名还有一些启示，最后说一下漂亮100的实际表现。

第一个背景，2017年以来，咱们资本市场在强监管和供给侧结构性改革情况下推动起来，市场集中度有了很大的提高，行业龙头大市值股票获得了投资者的青睐，创业板有一些比较深的一些考量。去年二八行情是非常明显的。

进入2018年，经济风险，刚才各位老师都分析到了，这样的风险理解，咱们A股下行趋势明显，到现在上证指数跌破3000点，目前在2600-2800这样的调整。昨天我在中国证券报看到咱们现在A股里面的3000多，现在只剩下7家了，而且现在资本化率也降到很低的水平。这就是过去十年A股十年的比较低点的估值数据，现在达到了比较低的低点。

估值在这种情况下，大波动。我们认为主要是以下的造成的。一个是外部和政策的不确定性，社保成本，还有房地产税。我们调研中发现，我们调研之前，不管走到什么地方，有一些企业，一个人工成本，还有社保，还有其他的成本增加，导致这个成本上升极快。

现在房地产税预期，这样也是一个很大的不确定性。

第二个是产业转换的不确定性。旧经济向新经济转化过程当中，遇到了很多的困难。最典型的，咱们从这个里面发现，原来的供给的市场，因为成本的

投入，导致这个企业的退出壁垒特别高。这种情况下，你想做产业转化，形成路径依赖，想做产业转化，想做经济升级是很难的。

第二个是资本市场，这个基调基本不变。咱们现在债市，现在受到强监管的影响，很多企业融资困难，还可能比较突出。很多企业大的股权架构不高。最后就是一些政策的应该是不稳定、不确定因素。比方说咱们的独角兽政策，以前一直讨论的估值，包括他们的分类。很多企业已经发展得很成熟了，而且估值已经很高了，比咱们国内，对新经济来讲，是不是有强烈的下行压力，都是很大的不确定性。所以说在估值，现在受到大幅打击的情况下，我们觉得现在在一个企业如果真正要脱颖而出，在资本市场表现很突出的话，最重要的一定要依赖于业绩突出，业绩突出，其实长期来讲，就是创新这一块，创新能力的提高。这个咱们主要看肯尼斯费雪提出的超级强使股的概念。企业估值的提高，很大依赖于业绩的改善。依赖过去的那种讲故事或者怎么样，包括这几年互联网扩张这种流量的红利，这种很大的提高，依赖于张磊老师讲的颠覆性创新，E/S，有盈利的收入，你是不是有利润的增长，这个很重要。

现在利润，其实从现在上市公司的情况来看，其实我今天上午统计来看，今年上半年，中报看了这个情况，上证A股，或者深证A股，还有漂亮100，今年上半年来看，增长还是非常好的，还有推出母公司的净利润增长都是比较好的。我们企业增长更重要的还是基于创新。我们觉得在估值波动比较大的情况下，更多的是选择一些自下而上的，在安全中寻找阿尔法。

所以我们的评估主要是基于创新，在不确定时代，我们大家追求的安全溢价。还有一个是现在一些偏向大企业的安全溢价。还有一个就是刚才张老师他们都提到的企业家精神，这个很重要。包括前段时间小米在香港上市，在A股都

有讨论，它其实现在同股不同权的结构，其实反映在一种情况，现在新经济时代，人力资本的提高。工业革命时代，每个人投了一块钱，这个股权是很容易衡量的。新经济时代，个人，这个人力资本怎么衡量？这是一个很大的障碍，对于新企业估值很大的障碍。我们基于这种安全中寻找阿尔法，新市场，新商业模式这样的背景寻找超额的收益，超额的阿尔法。

基于这样的逻辑和背景，今年的指标设计上，重点从以下几个角度考虑。

第一个就是在微观上来讲，我们特别注重高研发投入的公司，这个方面。还有一个是创新还有一个很重要的就是重组的自由现金流，就是FCF。还有一个是良好的治理结构。最后一个就是人才和氛围。我们中午讨论的时候，说到现在新经济时代，这个其实跟咱们现在讨论的横向连接，跟企业的氛围有很大的关系。最后提到一个宏观上，就是多层次资本市场，涉及到PE、VC他们进入退出等等的，这一系列的，整套一系列的前面老师都有比较深的设计。

根本上来讲，我们觉得你要发展创新体制机制出现了创新投入。原始创新的提高，促进真正原来企业咱们一直讲的，单纯的资源配置效率的提高，转向整个市场的，这样促进我们整个经济包括企业的质量大幅度提高。

今年指标评估体系里面，今年最大的两点，我们往年只对A股进行评估，今年对香港中资股，还有红筹股等等的，100多家，还有美国中概股，200家，给A股有很大的参考性，基本上雷同。

数据上最主要的，明年有一些企业今年不是特别快，明年是不是就排进去？一般来讲我可能要五年三年，我基本上都是三年对他们做评估。还有一个特别突出现金流。

今年整体来讲，这些财务指标，这个里面的一些变化。往年我算的时候发现，现在国内有很多的计算，我现在发现比较简单的算法，国资委的算法，里面最简单的把研发支出直接算到营业利润里面，这样挺好。

还有创新，今年增加了数据，看专利申请，还要看不仅要申请，最后还要授权。咱们数据里面能增加一个专利的引用就更好了，一个企业的创新质量更能反映。

这个就是背景的行业，按照申万行业的数量。这个是港股和美国中概股的数量。行业分类上，美国的中概股，香港中资股，国际上通用的GICS。

下一个就说到这个，根据我们这个算法，层次分析比较简单的算法，这个里面可能涉及到主管打分的问题，我们不可能对每个行业打分，对每个行业进行划分，制造业主要是上游、中游、下游，服务业分成上游、中游、下游、TMT等等的，然后再根据财务指标对它进行分析。

数据这一块，特别筛选了过去三年依靠借壳而上市，考虑到借壳上升以后，公司主营业务有转变，一定要等到进一步稳健以后再评估。

还有一个是去年ST摘帽的上市公司，他们卖了一些资产，卖了一栋房子，非经常性的，导致他们利润增长。还有一些是缺失值的处理。

这个里面价值排名我们分为三个部分。一个是A股，还有一个是香港中资股，还有一个中概股。SEPA故有一个排名，根据上市公司的数量，挑选了这100家企业，港股比较少，我们选了50家。排名我们总结了以下几家，第一个我们认为侧结构性改革，有利于上市公司的业绩修复和效率的改善。这个能不能具有持续性？靠价格，靠存量，这个终究还是一个大的问题，能不能快速增长，还是得靠创新的提高。

消费升级，大消费、大健康方面的优势。这个是刚才说的，原来传统的消费，转向个性化、品质化的需求，越来越多的消费者愿意为品牌服务。一件商品，本质物质产品并不是多少钱，可能是附加的服务，以及后面的一些更新和服务，这个往往是价格的依据。

第二个消费升级我们说的新经济，互联网+这一块，很多原来小的市场，经济学讲大的企业20%的市场，不足的市场，现在由于新科技革命爆发，被成功挖掘出来。这一些，咱们原来的旅游、教育，不可移动的这种服务消费，这几年也出现了高速的增长。

还有一个是我们现在国家现在的人口老龄化的趋势，导致大健康领域也成为一个热点。按照现在发展来讲，这一块还有很大的空间。

第三个是新科技与新业态，成为公司增加的话题。新经济的公司，就是成为的主要因素，也可能成为传统企业增长的催化剂。过去三年资本处于符合增长，我们这个指标也有，简单来讲，现金流量表，投资与无形资产的情况。过去三年，大家可以看到，都是一个新兴行业。

第四个我们认为对外开放，去年就是一些优质蓝筹，去年加入民生指数，大家都知道，这个对企业的成长也是一个很大的主要因素。

最后咱们看一下漂亮100的表现。有现在万得里面支持咱们国内，国外的话，今年时间不允许，再一个是跟谁比较的问题。这个应该是明年努力的放。

这个表示来看，我们黑线，比如说沪深300，大企业的去比较。还有一个是中证500，大家知道是小市值的比较。

后面这样的一种收益取得了多少超额收益，超阿尔法，大家书上都有。下面是归纳了一些评估。比方说夏普比例最大的回撤。这两个指标，我不仅要考虑负的，还要考虑正像的东西。我就汇报到这里，谢谢。

主持人 张平：

感谢大家耐心的能听到现在，我们的时间超了几分钟。上市公司评估也是我们第一次在上海发布，以后每年发布。第一次作为中国的公司进行全面覆盖，既包括海内的也包括海外的。上市公司，我们也非常多地在探讨，大家明白一点，刚才刘煜辉说得非常重要，中国的上市公司的股价波动，90%来自估值，10%几，可能也就是10%几，80%来自于估值，10%几来自于EPS的增长。刚才刘煜辉说得什么？现在的估值波动，与大家对治理体系的认可度越来越重要。所以这一块，我们也非常的明白。所以我们现在要看到国家政策的稳定和市场建设越来越公正，这个估值波动反而会好下来。我们这个时候会更多的关注我们企业的业绩增长。其实近年来，我们计算下来，中国两个方向，还是都有进展的。第一个方向，就是大企业集中态势，这个是肯定符合全球的特征，虽然很多人说我们小企业死得很快，但是其实大企业是在集中，集中才是符合全球产业竞争未来的一个趋势。所以这是我想讲的第一个。

第二个我们的创新还是很努力的，这一点，我们可以从我们的大量的公司、资本的支出，尤其新型公司资本支出增长非常快，这也是能够看得很清楚的。

从今年上半年看，我们发现，我们其实需求增长最快的，互联网、休闲、服务，这都是我们增长非常快的。虽然他们没挣到利润，但是需求角度看是非常强的。我们现在的利润还是被击中那一块儿所获得的。未来我们的科技企业需要再创新，再获得高速成长的时候，也获得了利益。中国不是实体经济坏到哪里，而是我们现在有很多的外部冲击和内部政策的共振导致我们的预期波动，也导致了我们的估值波动。所以我们现在算的，我们的估值现在已经到了比较低的点，但是我们的预期波动还是比较大。所以现在还是一个比较艰难的时期，我们推崇的是自下而上，寻求阿尔法，这就是我们使用的阿尔法的标，追求这些企业，创造价值。

最后我再做一点点小广告。我们国家金融与发展实验室的网站是 www.nifd.cn，我们的公众号是国家金融与发展实验室，希望大家有机会来关注。再次感谢大家的光临，谢谢。