



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 王宏淼

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)

2016
版

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)

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

中国社会科学院上市公司研究中心

主 编 / 张 平 王宏淼

副主编 / 张 磊 张 鹏



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

图书在版编目(CIP)数据

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. -- 北京: 社会科学文献出版社, 2016. 10

(中国上市公司蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 9649 - 8

I. ①中… II. ①中… III. ①上市公司 - 经济发展 - 研究报告 - 中国 - 2016 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 205461 号

中国上市公司蓝皮书

中国上市公司发展报告 (2016)

主 编 / 中国社会科学院上市公司研究中心
张 平 王宏森

副 主 编 / 张 磊 张 鹏

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 吴 敏

责任编辑 / 吴 敏

出 版 / 社会科学文献出版社·皮书出版分社 (010) 59367127

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 29.25 字 数: 475 千字

版 次 / 2016 年 10 月第 1 版 2016 年 10 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 9649 - 8

定 价 / 98.00 元

皮书序列号 / B - 2014 - 383

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

中国社会科学院上市公司研究中心简介

中国社会科学院上市公司研究中心的前身是 1996 年经中国社会科学院批准成立的“中国社会科学院经济研究所上市公司研究与预测中心”。2003 年经中国社会科学院批复同意改用现名，成为院级中心，中国社会科学院学部委员、原经济研究所所长张卓元研究员担任中心主任。从 2016 年 6 月开始，中心主任改由中国社会科学院经济研究所副所长张平研究员接任。该中心为面向市场的非实体性研究机构，基本职能定位是开展上市公司理论与政策研究，向国家有关部门提供政策建议，促进我国资本市场的健康发展，推动现代企业制度的建设。

中心自成立以来开展了一系列学术活动。第一，在中心成立伊始，每年与多家全国性证券公司以及地方政府联合召开中国上市公司论坛年会。历届论坛以其议题的前沿性、代表的广泛性、信息的准确性、组织的有序性博得了广泛赞誉，成为对中国证券市场和上市公司发展产生积极影响的知名学术会议品牌。第二，多次承担了中国社会科学院、经济研究所以及有关单位、地方政府的重大课题研究，先后提交了研究报告、学术论文数十篇，其中多篇在国内主要报刊上发表，受到了同行的普遍关注。第三，从 2014 年开始，每年撰写一部《中国上市公司发展报告》，作为“中国上市公司蓝皮书”由社会科学文献出版社正式出版。除此之外，该中心还依托中国社会科学院经济研究所，与企业合作成立博士后工作站，共同招收博士后，为上市公司的研究培养高素质人才。

中国社会科学院上市公司研究中心 组织架构

主任 张 平

副主任 王宏淼 周 济 张 磊

秘书长 周 济 程锦锥

研究员 陈昌兵 程锦锥 杜丽虹 郭 路 黄俊杰

黄胤英 楠 玉 王宏淼 王 习 王亚菲

吴 伟 张 磊 张 鹏 张 平 张小溪

仲继银

摘要

本书总报告《宏观之困和微观之变：中国上市公司的创新与治理》在描述宏观、市场、企业“之困”的基础上，研究了非金融上市公司净资产收益率趋低和高创值能力上市公司不断消失的成因，指出中国“宏观之困”对应着传统行业产能过剩、债务高企和僵尸企业蔓延的困境。不过，困中有变，“互联网+”、大数据、云计算、电子商务等新经济、新业态日渐崛起，资产配置渠道更加多元化，部分代表中国未来发展与转型方向的企业已“春江水暖鸭先知”获得了资本市场的青睐，“漂亮100”指数正是上述趋势、估值提升的集中体现，“微观之变”使新旧增长动能开启“切换”模式。总报告最后指出解决“宏观之困”和突破“微观之变”的根本之道在于以资本市场制度建设为抓手，推进“僵尸企业”清理和培育新经济、新业态，让资本市场回归价值投资功能，促进资本市场健康发展和中国经济顺利转型。分报告《中国上市公司价值评估研究》对应总报告中“微观之变”，呈现了部分传统行业通过资本市场体系完成产业链布局和资源重组提高了运营效率及顺应产业结构转变趋势越来越多的新兴行业上市公司创值能力突出的特征，因此通过资本市场培育创新能力与完善公司治理成为提高上市公司核心竞争力的关键。在2015年评估模型基础上完善了公司治理指标体系和加入多维度衡量创新能力指标，并使用年报公开数据对上市公司进行了评估与排名。从结果看，公司业绩、国内消费升级和创新驱动、人口结构转变、大盘蓝筹优质资产及“互联网+”的新机遇等构成上市公司价值增长的重要因素，也是“微观之变”的集中体现和“宏观之困”的转型方向。分报告《中国互联网经济发展与增长动力重构》从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角度出发，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。但受制于政府动员性市场体制障碍，中国通过互联网经济发展重构增长动力尚任重道远，即使作为最高发展水平代表的中概股市场的互联网服务业上市公司



仍处于颠覆性创新的初、中期阶段，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。因此，需要全面深化政府动员性市场体制改革，进一步发展互联网经济重构增长动力。资产市场篇重点分析了债券、新三板、中概股与房地产等资产板块的发展趋势、板块特征，分析了发展多层次的债券市场品种、新三板无 IPO 效应监管需更加关注企业成长性、中概股回归和房价走势等问题。行业发展篇既研究了钢铁等产能过剩行业也着重分析了新经济、新业态分布较为集中的行业，并对行业分析中易忽视的盲区如“折旧率”“商誉减值”等重点问题进行了研究。总体而言，钢铁等传统行业发展形势不容乐观，商贸零售、医药行业在调整中预期可佳，军工行业发展尚需供给侧改革发力。

目 录

I 总报告

B.1 宏观之困和微观之变：中国上市公司的创新与治理

.....	张 平 张 鹏 王宏森 / 001
一 宏观之困、微观之变	/ 002
二 上市公司价值来源与价值创造	/ 006
三 波动散去，价值依旧——上市公司“漂亮 100”	/ 016
四 危机和股灾后的资本市场治理	/ 018

II 分报告

B.2 中国上市公司价值评估研究

B.3 中国互联网经济发展与增长动力重构

III 资产市场篇

B.4 债券市场：2015 年回顾与未来展望

B.5 新三板市场：基于稳健统计量的公司财务绩效变动

比较研究	黄俊杰 / 130
------------	-----------



B.6 中资概念股：从出走到回归 张小溪 / 152

B.7 房地产市场：计量模型预测与趋势报告

..... 张 平 楠 玉 杜丽虹 吴 伟 杨 严 / 183

IV 行业发展篇

B.8 钢铁行业：负债与“去产能”分析 郭 路 / 224

B.9 军工产业：供给侧改革释放生产力 王 习 / 235

B.10 房地产业：2015 年度上市公司评估与综合实力排名 杜丽虹 / 262

B.11 商贸零售业：机遇、挑战与投资机会 薄晓旭 / 291

B.12 医药行业：2015 ~ 2016 年发展与资本市场表现 沈文文 / 303

B.13 我国资本折旧率测算分析：基于上市公司数据 陈昌兵 / 324

B.14 我国 A 股上市公司的商誉资产 程锦锥 / 354

V 附录

B.15 中国上市公司创值能力评估排名 / 371

参考文献 / 451

皮书数据库阅读**使用指南**

总 报 告

B.1

宏观之困和微观之变： 中国上市公司的创新与治理

张 平 张 鹏 王宏森*

摘 要： 在 2011 年以来经济减速的不断演进中，2015 年非金融上市公司净资产收益率（ROE）压到了融资成本以下，预示着上市公司盈利水平难以弥补债务利息的增长，导致行业有效投资不足，虽然中低净值上市公司 ROE 并无明显变化，但是高创值能力上市公司 ROE 的不断消失，反映出中国整体宏观经济步入下行调整阶段，传统增长方式式微累加新经济业态尚未成熟，导致产能过剩与有效供给不足共存。令人欣喜的是中国部分企业发展转型和创值能力建设已取得一定成效，根据我们的企业创值模型筛选出的“漂亮 100”相关股票表现得

* 张平，中国社会科学院经济研究所副所长、中国社会科学院上市公司研究中心主任、研究员、教授、博士生导师；张鹏，中国社会科学院经济研究所副研究员、博士；王宏森，中国社会科学院经济研究所研究员、中国社会科学院上市公司研究中心副主任、教授、博士。



尤为突出。因此，微观之变本质上才是突破中国宏观困局的根本，未来既要以供给侧结构性改革为抓手推进清理“僵尸企业”与防范风险，又要重视新经济、新业态的培育。从资本市场来看，2015年发生了罕见的大股灾，表面上是投机资金在金融杠杆支撑下的大肆炒作和政策变动引发的加速出逃所致，实质却是近年货币脱实向虚、金融膨胀和累积风险的一次全面爆发，也是中国资本市场深层制度性缺陷的集中体现。直至2016年初的熔断机制被叫停，这一轮股市“大跃进”失败，导致中国股市市场化进程止步甚至倒退，注册制、国际板、衍生品发展全面拖后，市场制度建设从头再来，完善从宏观到微观的资本市场制度结构和治理机制已经势在必行。

关键词： 创新 治理 上市公司 评估模型 综合排名

一 宏观之困、微观之变

中国经济增长速度持续下滑直接压抑了上市公司的业绩增长，连续4年的PPI为负，将非金融上市公司每股盈利压到了融资成本以下，而多个市场波动和互相联动使得市场风险集中凸显。中国上市公司虽为宏观所困，但自我努力救赎，并购活跃，积极转型，如中国国内增长最快的物流行业到2015年基本实现了借壳上市，很多上市公司出资形成并购基金，在国内以及在全球进行并购，推动转型。2016年上市公司依然在适应“新常态”，但也在积极转型，开始担当引领新常态的主体。微观之变本质上才是突破中国宏观困局的根本。

（一）宏观之困：中国经济增长速度与上市公司业绩增长速度同步下滑

宏观之困的最突出表现，是作为沪深300的中国大型企业的净利润增长率



与 GDP 增长速度下滑亦步亦趋，而且进入负增长，经济增长与微观企业都处于适应经济减速进入新常态的过程中。



图1 经济增长与沪深300公司净利润增长趋势

(二) 企业之困：企业净资产收益率已低于融资成本

从我们对上市公司的杜邦分解得出，2015年扣除非正常损益后的净资产收益率低于融资成本，这是自2002年以来再次陷入此状态。2002年中国正处于通缩，2015年也是持续的生产部门PPI通缩的结果，虽然生活部门没有通缩，但直接伤害了生产部门，当前靠售卖资产才能勉强维持净资产收益率。按金融加速器原理，当企业净资产收益率低于融资成本后，企业如认为这是短期问题则会加大负债来平抑周期波动，如果认为是长期的结构性问题，则会积极转型投资或直接成为放款人。中国上市公司的市场反应一般会快于普通公司。当上市公司的净资产收益率都无法弥补融资成本时，其他非上市公司遇到的困难将会更大。

(三) 市场之困：“加杠杆”、股市波动、国际化与政府干预

2015年最为引人瞩目的是大加杠杆，上半年股市火爆，年中爆发“股灾”，市场巨幅波动、多个资产市场联动、政府干预和救市，进入2016年初又被强制“熔断”，股票市场风险显现。股票市场从2014年中开始启动一轮牛市，2015年



推出了一系列政策鼓励股市大发展，最大的特征是大幅度的两项“加杠杆”：一是扩大股市融资，即加大融资杠杆，除了场内融资融券，还有场外结构性融资，这是股市发展过程中前所未有的；二是在“信心”上加杠杆，信心是“动物精神的核心元素”，其乘数是周期扰动的一个关键，在宣传上不断进行加温，党媒“四千点牛市才起步”等标题助推了信心乘数（杠杆）越来越高。在融资与信心两大杠杆推动下，市场突破 5000 点，创业板创造了倍增的神话，当然股灾也就在等待了。股市开始崩塌，由于融资杠杆出现了“流动性丧失”问题，踩踏导致市场大幅波动，政府几次“信心”干预均未奏效，信心崩溃，直到大量资金入市和行政限制股权买卖等多项措施后，股市波动才得以平缓。

2015 年 8 月和 12 月人民币汇率贬值预期上升，资本流出压力加大。股市波动与汇率波动出现了联动特征，相互影响，开始了中国的多个资产市场价格互动问题。随着近年的人民币国际化进程加快、多个离岸人民币市场的形成，中国与国际金融市场联动明显加强，这是未来中国资本市场波动的新来源。2016 年初以来，一线城市商品房价格暴涨，同时大宗商品期货价格暴涨，4 月以来，债券市场出现较大调整。各国经验史实和行为金融学的微观机制均揭示，在现代金融体系日益复杂的情形下，单个市场的风险“传染”极易大面积蔓延开来，引起多个国家或地区、多个资产市场的“共振”问题。若不注意防范甚至可能引发系统性金融风险。



图2 沪深300指数和标普500指数



图3 沪深300指数和圣保罗IBOVESPA指数

中国2015年股市“大跃进”失败，2016年的熔断机制，导致中国股市市场化进程止步甚至倒退，注册制、国际板、衍生品发展全面拖后，市场制度建设从头再来。与权益市场相比，固定收益市场发展很快，为国家发展融资作出了积极的贡献，而且没有太受到股市波动的影响。

（四）微观之变：积极转型

宏观稳定靠微观的积极变化，从2015年看微观之变表现在以下几个积极主动的方面。

（1）员工持股计划大面积推开。365家企业开展了员工持股计划，个中原因当然也不乏“股市热”的适时推动。员工持股计划的积极作用是将优秀人才特别是中高层干部留住，使得上市公司更关注人力资本对公司的激励作用。

（2）并购再创新高。2014年中国开启了并购浪潮，2015年中国并购市场完成交易2692起，较之2014年的1929起大增了39.6%，涉及并购金额1.04万亿元，比2014年增长44%。其中国内并购表现最为抢眼，完成并购案例2409起，同比增长38.7%，共涉及交易金额8145.72亿元，同比增长63.7%。相比国内并购的火热，海外延续了2014年“量增价减”的态势，全年完成并购交易222起，同比增长46.1%，涉及交易金额1936.99亿元，同比微降2.4%。外资并购保持增长态势，全年完成并购案例61起，较2014年同期增



长 52.5%，涉及交易金额 354.54 亿元，同比增长 22.0%。

(3) 借壳上市转型成为更新上市公司血液的另一种重要方式，中国最好的公司如近年来风头正劲的顺丰等快递巨头先后借壳上市，同时海外上市的公司也纷纷私有化回归上市，如暴风科技，这固然与估值高有关，然而和国内资本市场发展到足够规模也密不可分。

(4) 2015 年上市公司的负债率和现金流相对稳定，这也为转型作出了重要贡献。



图 4 2008 ~ 2015 年中国并购市场发展趋势

注：清科研究中心对并购案例的收录不包括关联交易。

资料来源：私募通，2016 年 1 月。

上市公司微观的财务稳定和积极求变的状态只要持续保持下来，就会真实地提高宏观经济的稳定性，因此坚持“市场起决定性作用，政府服务好企业”才能真正引领新常态。市场已经复杂化了，如果政府仍然过多干预市场，不仅做不好，还会导致风险过度集中于政府，必须转变政府职能才能适应微观之变，稳定宏观，加快市场化改革。

二 上市公司价值来源与价值创造

资本市场作为经济运行的晴雨表，可从窥探上市公司的价值创造能力来考察宏观经济基本面情况，进而更加深刻地把握中国经济的微观基础和增长质

量。上市公司价值创造能力体现在多方面，既可以从收入或利润增长角度分析，也可以从成本降低、风险控制等视角来探讨，此外还体现在公司产品特征、经营策略、管理战略、治理质量甚至社会责任等多方面。因此，股东之所以投资于某一家上市公司，在于综合考虑了上述公司特质后使得其未来股利净现值之和大于投资成本，公司未来充足的现金流和持续的盈利能力，不仅能够让股东的投资得到可观的回报，也可以让公司有足够的资金推动研究与开发增强其创新能力，从而为企业长期持续增长奠定基础。相反，若未来股利净现值之和小于股东所投资成本，公司可能面临经营业绩不佳的尴尬局面，若经营得不到改善将陷入亏损，甚至资不抵债的万劫不复境地，股东投资成本都得不到保障，遑论投资回报。显然，站在所有者角度，上市公司价值创造主要使得投资者即股东的投资得到持续的回报，所有者资产（权益）产生的利润越多越好，我们这里使用以分析净资产收益率（ROE）闻名的杜邦方法对上市公司价值创造能力及其影响因素进行层层分解，通过纵向比较上市公司净资产收益率变化及背后原因，可以从微观企业角度探讨通常宏观分析所不及的深层次问题，对于准确把握中央经济工作会议所提出的去产能、去库存、去杠杆、降成本与补短板五大任务具有重要的意义，有针对性地化解企业产能过剩问题，帮助企业降低成本、扩大有效供给，有效防范与化解金融风险。

（一）中国上市公司价值创造能力分析

以上市公司净资产收益率（ROE）为核心，利用各主要财务比率之间的内在关系，可以对企业财务状况及盈利能力进行综合评价。中国上市公司受到资本市场不完善、税负不统一及相关制度不断变化调整影响，企业期间费用波动和税负构成企业净利润波动的重要因子。融资成本变化就是这方面比较明显的例证。基于上述分析，我们使用高盛杜邦财务分析框架对净资产收益率进行分解，使用息税前利润代替净利润计算企业的营运效率，这样可以综合分析企业融资成本（财务费用）和税负对企业价值创造能力的影响。

$$\text{公式: ROE} = \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{营业收入}} \cdot \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{总资产}} \right) \cdot \frac{\text{总资产}}{\text{所有者权益}} \cdot (1 - \text{税率})$$

上式中，运营利润率中息税前利润使用净利润、财务费用与所得税之和衡量。运营利润率和传统杜邦分析中销售净利率的区别主要在于财务费用和所得



税。利息支出与总资产之比用来衡量上市公司的借贷成本，但现实中通常用负债或有息负债来代替总资产，这样计算出的结果更能准确反映上市公司的借贷成本。

中国上市公司的收益率差异在行业间表现得非常明显，特别是金融和非金融上市公司，直接分析将会高估实体经济运行情况。为了剔除行业间差异，我们使用申万证券行业分类标准将上市公司中银行、房地产和非银金融等金融类上市公司去除，并删除了 ST 类股票，具体计算结果如表 1 所示。通过表 1 我们可以发现，上市公司 ROE 表现为先上升后下降的趋势，呈倒 U 形。ROE 自 2001 年以来不断提高，在 2007 年达到峰值 15.6% 之后，虽然 2008 年金融危机后强刺激使得 ROE 在 2010 年有过回调，但是总体呈下降趋势，2015 年降到了 6.8%。

表 1 上市公司净资产收益率及其影响因素（杜邦分析）

年份	净资产收益率 ^a	净资产收益率 ^b	营运利润率	总资产周转率	借贷成本	权益乘数	实际税率	融资成本率	利息保障倍数	短期偿债能力
2001	0.079	0.043	0.116	0.584	0.010	1.863	0.269	0.046	7.071	0.297
2002	0.078	0.045	0.110	0.621	0.011	1.926	0.287	0.053	5.938	0.307
2003	0.104	0.057	0.117	0.702	0.011	1.977	0.262	0.049	7.697	0.315
2004	0.132	0.119	0.123	0.780	0.010	2.076	0.262	0.045	9.538	0.297
2005	0.132	0.116	0.110	0.850	0.010	2.166	0.273	0.045	9.656	0.302
2006	0.140	0.121	0.105	0.902	0.010	2.200	0.245	0.061	9.216	0.274
2007	0.156	0.118	0.116	0.894	0.010	2.164	0.229	0.070	10.289	0.237
2008	0.102	0.079	0.076	0.882	0.012	2.271	0.189	0.070	5.535	0.200
2009	0.108	0.085	0.087	0.761	0.009	2.341	0.199	0.053	7.509	0.229
2010	0.130	0.106	0.091	0.853	0.008	2.323	0.191	0.055	9.470	0.190
2011	0.120	0.096	0.082	0.884	0.009	2.375	0.203	0.055	8.197	0.142
2012	0.095	0.072	0.072	0.843	0.011	2.411	0.215	0.061	5.593	0.152
2013	0.097	0.073	0.074	0.823	0.010	2.442	0.209	0.052	6.028	0.148
2014	0.089	0.067	0.075	0.769	0.011	2.424	0.209	0.060	5.169	0.154
2015	0.068	0.045	0.073	0.657	0.011	2.356	0.221	0.067	4.391	0.161

注：权益乘数为总资产与所有者权益之比，它与资产负债率的关系为：权益乘数 = $1 / (1 - \text{资产负债率})$ ，显然资产负债率与权益乘数变化方向相同，换言之，两者都能用来表示上市公司负债情况变化。净资产收益率^a与净资产收益率^b计算公式分母都为当年所有者权益，前者分子为净利润，后者分子为扣除非经常性损益后的净利润。

资料来源：Wind 资讯。