



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

# B

# 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 (2017)

中国社会科学院上市公司研究中心

张鹏 张平 黄胤英 / 著

ANNUAL REPORT ON THE DEVELOPMENT  
OF CHINESE LISTED COMPANIES (2017)



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

2017  
版

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



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 (2017)

---

ANNUAL REPORT ON THE DEVELOPMENT OF CHINESE  
LISTED COMPANIES (2017)

中国社会科学院上市公司研究中心  
张 鹏 张 平 黄胤英 / 著



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. 2017 / 张鹏, 张平, 黄胤英著. -- 北京: 社会科学文献出版社, 2017. 9

(中国上市公司蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5201 - 1277 - 2

I. ①中… II. ①张… ②张… ③黄… III. ①上市公司 - 经济发展 - 研究报告 - 中国 - 2017 IV.

①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 202338 号

## 中国上市公司蓝皮书 中国上市公司发展报告 (2017)

---

中国社会科学院上市公司研究中心  
著 者 / 张 鹏 张 平 黄胤英

出 版 人 / 谢寿光  
项目统筹 / 吴 敏  
责任编辑 / 宋 静

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](http://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: 13.75 字 数: 206 千字

版 次 / 2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷  
书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 1277 - 2  
定 价 / 98.00 元

皮书序列号 / PSN B - 2014 - 414 - 1/1

---

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



权威·前沿·原创

皮书系列为

“十二五”“十三五”国家重点图书出版规划项目

# 中国上市公司蓝皮书编委会

主 编 张 平

本报告执笔人 张 鹏 张 平 黄胤英

总 协 调 周 济

## 中国社会科学院上市公司研究中心

主 任 张 平

副 主 任 王宏森 周 济 张 磊 刘煜辉 钱学宁

主任助理 张 鹏

秘 书 长 周 济 程锦锥

副秘书长 王进杰

研 究 员 陈昌兵 程锦锥 杜丽虹 黄胤英 冀书鹏  
陆江源 刘煜辉 楠 玉 钱学宁 唐飞泉  
王宏森 王进杰 王 习 王亚菲 赵 侠  
张 磊 张 鹏 张 平 仲继银 周 济

# 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。2016 年 6 月开始，中心主任改由中国社会科学院经济研究所研究员、中国社会科学院国家金融与发展实验室副主任张平接任。该中心是面向市场的非实体性研究机构，基本职能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，促进我国资本市场健康发展，推动现代企业制度建设。

中心成立以来开展了一系列学术活动。第一，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，其中多篇在国内核心报刊发表，受到同行的普遍关注。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。第四，人才队伍建设方面，中心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，共同招收博士后研究人员，为中国上市公司和资本市场研究培养高素质人才。

## 摘要

本书总报告《弱复苏与严监管：信用收缩下的“安全价值”》指出，2016年以来，中国经济在供给侧结构性改革和宏观政策刺激牵引下实现弱复苏，突出表现在经济增长率稳中有升，PPI价格指数转正，工业企业经营大幅改善，消费和服务业支撑经济韧性提高四方面。同时，国家持续推出一系列严监管措施，降低金融领域杠杆率，确定金融创新边界，防止资金脱实向虚，为资本市场健康发展和其服务经济发展与转型奠定基础。从统计分析看，与弱复苏同步，2016年上市公司业绩也实现了稳定增长，价值创造能力有了一定提升，特别是创业板和中小板市场与主板市场的差异化表现越发明显。通过漂亮100投资组合也可以发现，反映新行业、新技术和新业态的上市公司行业集中度和估值水平都有提高，漂亮100行业分布与美股、港股估值较高资产行业分布具有一定类似性，说明投资者对新行业、新技术和新业态上市公司的认可，安全资产受到追捧，有利于中国经济在转型中实现稳中求进。不过，从中国整个资本市场来看，国有银行、采掘等行业估值仍然占据最高比重，因此，需要警惕在强监管背景下信用收缩对传统行业上市公司成长造成冲击，进而影响宏观经济的健康运行。

分报告《中国上市公司价值评估研究》进一步指出，弱复苏和严监管使市场信心得到恢复，市场法制得到落实，价值投资功能得到发挥，投资者利益得到保护，资本市场在健康发展轨道上行稳致远。越来越多的上市公司不仅通过资本市场体系逐步完善产业链布局，提高资源配置效率，还依靠资本市场为持续的创新研发投入提供资金、人力资本支持，实现经济新常态下物质资本和人力资本回报的双补偿，有利于中国经济全要素生产率和劳动生产率提高。为挑选各行业优质、安全资产，在2016年价值评估模型基础上



通过更加完善细化公司治理指标体系和加入、更新多维度的创新能力衡量指标，最终形成财务状况、估值与成长性、创值能力、公司治理、创新与研发 5 维度的价值评估模型，并主要使用 2016 年年报公开数据对中国分行业上市公司进行评估与综合排名，筛选出分行业价值较高的上市公司。从排名结果可以看出，经济基本面运行状况、消费升级和人口老龄化、政策多重因素共振、新一代互联网新技术快速应用等构成上市公司价值增长的重要因素，也对中国未来经济结构转型具有一定参考价值。

在分析股权市场基础上，专题报告《经济弱复苏与监管严加码下的债市博弈》对 2016 年中国债券市场发展进行了分析，报告指出，在严监管、海外“黑天鹅”事件频发、美联储加息等多重背景下，中国债券市场走势跌宕起伏。海内外利空多于利好，我国债市以牛市开局，快熊收官，其间震荡上行为主。同业存单发行大幅扩张，加剧资金空转及市场流动性风险，监管逐步趋严。积极财政政策作为稳增长、调结构的重要抓手，国债、地方债发行亦显著扩张。此外，金融债发行放量，公司债发行翻番，可交换债、可转债发行超两番，但在 2016 年股债双杀背景下，转债市场最终以下跌超过 10% 惨淡收官。报告最后通过回顾近十年的债市走势发现，在人民币汇率企稳、中美国债利差趋稳下，我国债市利率受美债影响越来越大，呈现“短期分分合合，长期走势一致”的趋势。

**关键词：**弱复苏 严监管 漂亮 100 投资组合 债市博弈



# 目 录



## I 总报告

<b>B.1</b>	弱复苏与严监管：信用收缩下的“安全价值” ——2016~2017年中国上市公司估值与资本市场发展 .....	张 平 张 鹏 / 001
一	2016~2017年：经济增长与公司业绩弱复苏 .....	003
二	严监管与资本市场开放 .....	/ 006
三	上市公司价值来源与价值创造 .....	/ 010
四	上市公司“漂亮100”和行业转型特征 .....	/ 020
五	信用收紧周期下的“安全资产” .....	/ 025

## II 分报告

<b>B.2</b>	中国上市公司价值评估研究 .....	张 鹏 / 030
------------	--------------------	-----------

## III 专题报告

<b>B.3</b>	经济弱复苏与监管严加码下的债市博弈 ——2016年以来债市回顾及2017年下半年走势研判 .....	黄胤英 / 089
------------	---	-----------



## IV 附录

**B.4** 中国上市公司创值能力评估排名 ..... / 118

Abstract ..... / 200

Contents ..... / 203

皮书数据库阅读**使用指南**

# 总 报 告



General Report

## B. 1

### 弱复苏与严监管： 信用收缩下的“安全价值”

——2016~2017年中国上市公司估值与资本市场发展

张 平 张 鹏\*

**摘 要：** 2016年以来，中国经济在供给侧结构性改革和宏观政策刺激牵引下实现弱复苏，突出表现在经济增长率稳中有升，PPI价格指数转正，工业企业经营大幅改善，消费和服务业支撑经济韧性提高四方面。同时，国家持续推出一系列严监管措施，降低金融领域杠杆率，确定金融创新边界，防止资金脱实向虚，为资本市场健康发展和其服务经济发展与转型奠定

\* 张平，中国社会科学院经济研究所研究员，教授，博士生导师，中国社会科学院上市公司研究中心主任，中国社会科学院国家金融与发展实验室副主任；张鹏，中国社会科学院经济研究所博士，中国社会科学院上市公司研究中心研究员。



基础。从统计分析看，与弱复苏同步，2016年上市公司业绩也实现了稳定增长，价值创造能力有了一定提升，特别是创业板和中小板市场与主板市场的差异化表现越发明显。进一步的，通过漂亮100资产配置组合也可以发现，反映新行业、新技术和新业态的上市公司行业集中度和估值水平都有提高，漂亮100行业分布与美股、港股估值较高资产行业分布具有一定的类似性，说明投资者对新行业、新技术和新业态上市公司的认可，安全资产受到追捧，有利于中国经济在转型中实现稳中求进。但从中国整体资本市场看，国有银行、采掘等行业估值仍然占据最高比重，需要警惕在强监管背景下信用收缩对传统行业上市公司成长造成冲击，进而影响宏观经济的健康运行。

关键词： 弱复苏 强监管 杜邦分析 安全资产

2016~2017年，中国经济呈现弱复苏的迹象，突出表现在以下几方面：①工业生产者出厂价格指数（PPI）转正，推动了上游企业利润大幅回升；②经济增长稳定，特别是2016年第二季度GDP环比快速上升带来经济复苏，2017年第一季度GDP同比增长达到6.9%，连续五个季度回升；③房地产和基建投资继续高增长成为经济的稳定器。与弱复苏相伴的则是资产市场继续大幅波动。股市2016年初熔断，股票市场异常波动；在2016年初国家鼓励房地产去库存，房价经历猛涨后，年底国家出台多项调控措施限制住房购买；2016年前9个月，债券市场呈现大牛市，到第四季度债券市场大跌，出现小的“债灾”；2016年，在岸和离岸外汇市场波动较大，人民币汇率一年贬值6%，2017年汇率中间价增加“逆调节因子”，离岸市场通过抽取人民币头寸方式使离岸市场交易萎缩，

汇率波动归于稳定；期货市场高位波动。

市场波动过大，金融间交易快速上升，央行占 GDP 比重仍处于缩表状态，M2 供给增长主要靠货币乘数来推动，各类金融创新活动异常活跃，2017 年货币乘数高达 5.28，创历史新纪录。2016 年底，国家提出降金融杠杆，2017 年 4 月开始严厉监管。资产市场趋于平稳，但利率逐步上升。面对美国步入加息和缩表周期，全球经济宽松信用条件发生了逆转。中国在监管和美国加息周期的传递下，也进入一个信用收缩的阶段。中国政府未雨绸缪，积极通过降低金融杠杆率，配合严监管，遏制金融“脱实向虚”的趋势，推动金融重新回到配置和优化资源的轨道上来，为“稳中求进”的发展积极贡献力量。

从上市公司业绩看，上市公司业绩与 GDP 同步复苏，增长率快于 GDP 增长率，而复苏的特征表现为以下几点。①大型公司成为复苏的龙头，特别是供给侧改革推动市场集中度进一步提升，为大型公司复苏打下了坚实的基础，而且这一集中倾向会更强；②依靠“并购定增”讲故事的“伪增长”公司，在新监管条例后暴露出其风险特征，大量公司市值成长，业绩不涨，上市公司关注市值超过关注业绩发展，不存在持续成长的基础；③从上市公司杜邦分解看，净资产收益率（ROE）依然低于融资成本，企业复苏脆弱。从总体市场看，经济处于弱复苏，加上严监管，美国加息周期与缩表已经表明全球信用收缩，大量资金逐步再次配置向“安全资产”，债券市场上配置利率债，股票市场上配置蓝筹股，防范风险兼顾成长成为安全资产的首选。

## 一 2016 ~ 2017 年：经济增长与公司业绩弱复苏

### （一）2017 ~ 2018 年经济增长和通货膨胀前瞻

2016 年第二季度，在房地产和基建带动下，GDP 环比增长高达 1.9%，创 2013 年第二季度以来环比新高，上游产业在“去产能”和新需求带动下



V 反转，PPI 九月转正，经济开始复苏。经济复苏是在供给侧结构性改革和宏观激励政策相互推进中展开的。供给侧结构性改革清理了市场上落后的产能，产业集中度提高，规模公司明显占优，加上去库存推动的价格上涨因素，上游产业利润大幅度提升。经济复苏同样依赖于国家对房地产的激励和基础设施的大规模投资。2016 年，全球利率处于最低点，国内房贷利率创新低，信用宽松。面对房价快速攀升势头，2016 年底，国家开始进行房地产调控并提出了金融降杠杆的政策。随着 2017 年第二季度后的严监管和美国加息步伐加快，信用进入收缩周期，经济复苏逐步疲弱。

2016 年经济反弹较强，仍然依赖于房地产和基建。2017 年第一季度在房地产投资与基建投资的惯性推动下，经济增长创近年来同比新高，GDP 环比依然只有 1.3%，处于 5 年环比最低，2017 年没有延续复苏的势头，随着 4 月金融、财政强监管，基建和房地产带动的边际效率下降，预计 2017 年下半年经济增长逐步走低，按最低环比增长，保持在 6.5% 左右（见表 1）。预计 2018 年 GDP 增长低于 6.5%。

从 PPI 走势看，2017 年第二季度已经见顶，基建和房地产投资逐步减速会导致 PPI 环比增长下降，2018 年 PPI 出现负值的概率大为提高，生产部门再次进入“通缩”。CPI 现在仍处于 2% 以下的波动，2018 年预计降低到 1%。企业 2016 ~ 2017 年的利润大幅度改善将会因 PPI、CPI 的收缩而收缩。

表 1 2017 年经济增长率预测

单位：%

GDP: 环比 (季调)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年(按前五年 最低环比增速假设)	2017 年最低环比 增长预测
第一季度	1.80	1.80	1.50	2.00	1.30	1.30	6.90
第二季度	2.10	1.70	1.80	1.70	1.90	1.70	6.70
第三季度	1.80	2.20	1.80	1.80	1.80	1.80	6.50
第四季度	2.00	1.70	1.90	1.50	1.70	1.50	6.45

资料来源：作者测算。

经济增长动力将会有所减弱，主要体现在以下几方面。①投资拉动增长的边际贡献减弱，主要是房地产与基建第二季度增速见顶，尽管韧性强，但其带动力下降；②PPI 见顶的上游公司，导致库存周期调整完成，下半年有负向带动倾向；③严监管下货币和财政资金受到约束，政策更趋稳中求进的方向，宽松信用转变为偏紧的信用条件。因此，可以预计，经济增长在 2017 年下半年将逐步回落。经济增长的积极方面表现在以下几方面。①居民收入增长依然比较平稳，服务业支出稳定，但服务业中的金融和房地产两大行业比重会略有下降；②出口受国际景气回升的影响，依然保持较快的增长，净出口对经济增长的贡献可期。

## （二）上市公司业绩与宏观经济增长的同步性

经济增长复苏推动了上市公司业绩的提升（见图 1）。①上游产业利润大幅度提升，如钢铁、化工、有色金属等行业，这直接受益于供给侧结构性改革，淘汰落后产能力度加大，市场集中度进一步提高，譬如，钢铁行业淘汰地条钢等落后产能。持续多年 PPI 通缩去库存明显，价格触底回升，企业利润大增；而造纸业由于强化环保，产业集中在有实力的大公司手上，利润同样大幅度上升。②消费增长平稳，升级倾向强烈，消费升级和服务业需求依然强劲，“喝酒吃药”行情本质上代表了消费品质升级，海外上市的大量互联网游戏、直播、教育培训、医疗服务企业则更显出中国消费升级的方向。③持续的城市化推动了汽车和耐用消费品的更新换代，持续的技术优势是竞争的关键。④具有生产和生活要素配置功能的服务行业发展很快，突出的就是五大物流公司的上市，传统的金融服务业保持增长，促使了要素配置服务业发展。⑤城市化和跨区域发展推动的房地产和政府布局的基础设施建设相关公司利润增长非常快，包括地产公司，通过“一带一路”、PPP（包含环保、智慧城市等）参与基建的大型公司。需要强调的是，与 GDP 弱复苏相比，上市公司特别是大型公司业绩复苏则比较强劲，除直接受益的上游公司，地产公司和利用 PPP、“一带一路”参与基建的公司外，消费类、科技网络类的上市公司利润稳定、增长强劲。

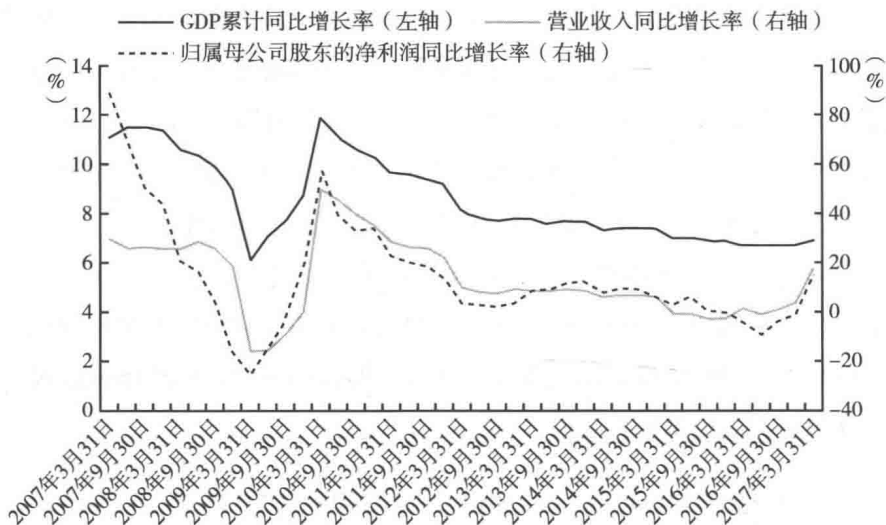


图1 沪深300业绩增长率与GDP增长率对比

## 二 严监管与资本市场开放

2016年，股市中的“熔断”、公司并购重组热、炒新狂潮等最终迎来了资本市场的严监管。自2016年至今的重要监管政策及市场动态，囊括借壳上市、控制权收购、表决权安排、定增新政、国有股转持、三类股东、证券法修改、国资监管、境外投资、外资战略投资、跨境换股等系列监管。股票市场上的强监管配合了国家提出的“降金融杠杆战略”，对“通道”类资管业务加强了监管。与此同时，银监会2017年3月开始连续针对“三违反”（违反金融法律、违反监管规则和违反内部规章）、“三套利”（监管套利、空转套利、关联套利）和“四不当”行为发出监管函，进行自查自纠，对银行和信托进行监管，清理资金池。保监会停万能险，禁止通道业务，积极推进自查自纠。央行提出了表外业务纳入MPA考核的时间表。财政部发出了监管函，对地方债、新的融资平台方式进行督察。

近年来，为鼓励金融企业支持实体经济发展，市场流动性较为宽裕，然



而，低利率环境下金融系统却衍生出变异的资金链条，大量资金未进入实体，金融机构“自娱自乐”（表外循环、资金空转、产品嵌套等）。为了扭转当前金融业脱实向虚的趋势，整治市场乱象，防范金融风险，监管风暴再度升级。以降低金融杠杆为政策导向的监管风暴于2016年下半年展开。监管风暴包括以下几个大的方面：①央行将表外业务纳入MPA考核；②“三会”协调统一资管框架；③各个监管部门守土有责，银监会连续推出七个监管函，证监会对并购重组、定增、资管底线、基金子公司、保本和分级基金等提出监管意见，保监会提出了严格监管通道业务和停止万能险等监管意见；④财政部也发文提出控制地方债务等要求。金融监管对资本市场的健康发展影响深远，具体可以归纳为如下几点。

### （一）资金池业务受到严格禁止

资金池业务是本轮金融监管的重点，由于资金池业务资金和所投资产不匹配，混同操作，蕴含着极大的期限错配、信用错配以及流动性风险，因此，“一行三会”均发文禁止银行理财、证券期货类资产管理产品、保险资管产品以及信托产品等开展资金池业务。

### （二）通道业务产品受限

近年来，泛资管产品规模爆发式增长，银行理财、券商资管、基金专户、基金子公司存量规模增速维持高位，但其中因规避监管而相互嵌套，通道产品盛行，加大了金融风险的传染性。因此，2017年以来的金融监管政策加大了对通道产品的限制。比如，四大资产管理公司不得充当银行不良资产假出表的通道；保险资管不得充当银行协议存款的通道；对基金子公司设立了净资本管理制度以及风险准备金计提，大幅提高通道业务的成本；银行理财投资非标产品只能对接信托，而不能对接券商资管以及基金子公司专户等，目前看来，可能信托将来会成为唯一合法的通道，其他通道特别是证监会监管下的券商资管和基金子公司不再被允许了。后续信托也不排除还有新的监管措施出台。