



中国上市公司蓝皮书[®]

LUE BOOK OF CHINESE LISTED COMPANIES

中国上市公司 发展报告 (2014)

ANNUAL REPORT ON THE DEVELOPMENT
OF CHINESE LISTED COMPANIES (2014)

中国社会科学院上市公司研究中心

中航证券有限公司

主 编 / 许雄斌 张 平

副主编 / 于 静 张 磊



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

2014
版

B

中国上市公司蓝皮书

China Listed Company Blue Book

中国上市公司 发展报告 (2014)

中国上市公司发展报告(2014) 中国上市公司发展报告(2014) 中国上市公司发展报告(2014)

中国上市公司发展报告(2014) 中国上市公司发展报告(2014)

中国上市公司发展报告(2014)

中国上市公司发展报告(2014)

中国上市公司发展报告(2014)

中国上市公司发展报告(2014)



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 (2014)

ANNUAL REPORT ON THE DEVELOPMENT OF CHINESE
LISTED COMPANIES (2014)

中国社会科学院上市公司研究中心

主 编 / 许雄斌 张 平

副主编 / 于 静 张 磊



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. 2014/许雄斌, 张平主编. —北京:
社会科学文献出版社, 2014. 9
(中国上市公司蓝皮书)
ISBN 978-7-5097-6374-2

I. ①中… II. ①许… ②张… III. ①上市公司-经济发展-
研究报告-中国-2014 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第186898号

中国上市公司蓝皮书 中国上市公司发展报告(2014)

主 编 / 许雄斌 张 平
副 主 编 / 于 静 张 磊

出 版 人 / 谢寿光
出 版 者 / 社会科学文献出版社
地 址 / 北京市西城区北三环中路甲29号院3号楼华龙大厦
邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版分社 (010) 59367127 责任编辑 / 吴 敏
电子信箱 / pishubu@ssap.cn 责任校对 / 王洪强
项目统筹 / 吴 敏 责任印制 / 岳 阳
经 销 / 社会科学文献出版社营销中心 (010) 59367081 59367089
读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季峰印刷有限公司
开 本 / 787mm × 1092mm 1/16 印 张 / 27.5
版 次 / 2014年9月第1版 字 数 / 445千字
印 次 / 2014年9月第1次印刷
书 号 / ISBN 978-7-5097-6374-2
定 价 / 98.00元

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

版权所有 翻印必究

《中国上市公司蓝皮书》

编 委 会

顾 问 张卓元 孟祥泰 杨圣军

主 编 许雄斌 张 平

副 主 编 于 静 张 磊

成 员 (按姓氏笔画排序)

于 静	王 习	王亚菲	王碧菡	田大瑜
全 勰	许雄斌	但瑞华	吴 伟	张 平
张 鹏	张 磊	李金迎	李军政	李 皓
杨 瑞	周 济	尚 钧	陆镇东	胥泽霞
赵浩然	郭 昀	符 旻	薄晓旭	

总协调人 李金迎 田大瑜 周 济

《中国上市公司发展报告（2014）》

主创人员

- 许雄斌** 中航资本控股股份有限公司副总经理、中航证券有限公司董事长、中国社会科学院上市公司研究中心副主任
- 张 平** 中国社会科学院经济研究所副所长、研究员
- 于 静** 中航证券金融研究所副所长
- 张 磊** 中国社会科学院经济研究所副研究员

摘 要

本报告在描述中国需求特征变化的典型化事实基础上，提出了经济增长从规模扩张阶段向着“需求—价值创造”阶段转变的企业创值时代的挑战。中国 2014 年预计人均 GDP 达到 7000 美元左右，集中需求的人口分布将逐步让位于“厚尾”需求。中国正在变化的市场需求特征要求我们更加充分地利用竞争性市场配置创新资源，高效满足日益多样化的市场需求，进而提升企业创值能力。为此，总报告提出了全面解构政府动员性市场体制的政策主张。《中国上市公司创值挑战和体制改革》运用社会网络分析方法证实了政府动员性市场体制严重损害创新资源配置效率和企业创值能力的弱点。该报告还特别强调由于 ICT 革命所提供的信息收集和处理技术，特别是互联网能够缓和创新活动中的信息不对称，降低交易成本，竞争性市场体制才得以充分发挥其节省信息传递成本的优势，有效配置创新资源。《中国上市公司价值评估》提出上市公司评估五因素模型，分别在财务业绩、估值与成长性、创值能力、公司治理与社会责任以及创新能力与战略资源这五个方面设立若干指标，对企业价值进行评估和排名，最终筛选出价值较高的上市公司，并形成中国创值漂亮 100 投资组合。互联网对形成竞争性市场体制的特殊影响得到部分专题报告的进一步充实。电子商务行业报告就提出云计算平台才是阿里巴巴和亚马逊等 B2C 开放平台的核心竞争力。这样的平台实质就是竞争性市场体制，能够同时为电商平台内部和外部企业提供资源配置的信息服务，并通过交易分成机制设计，实现竞争中的合作和共赢。TMT 行业报告提出作为互联网思维的延伸，智能可穿戴设备可能成为未来的投资热点。此外，广电网的行政管制也构成了多媒体发展的重要障碍。银行业报告探讨了互联网金融兴起给传统银行业带来的第三方支付、金融产品代销以及货币基金和消



费信贷等一系列冲击。商贸零售业报告提出采用 O2O 模式，实现线上与线下无缝对接对提升传统零售企业竞争力的意义。军工行业报告提出网络化组织同样影响到中国军队和军工改革。其余的专题报告还分别探讨了中国经济增长成本和风险上升给房地产、环保和医药行业以及新三板企业带来的投资机遇和挑战。

序

转型期的中国资本市场与上市公司

当前，中国经济正处于“减速换挡”的关键时期，经济增速放缓、各类矛盾凸显，经济增长方式迫切需要从追求数量粗放扩张转变为追求质量提高效率。而经济转型是否成功，最重要的标志，就是看社会经济资源配置效率是否有明显的提高。作为资源配置最重要的场所，资本市场的改革与发展，无疑成为人们当下关注的焦点。

自上海、深圳两个证券交易所成立以来，中国资本市场已有 24 年的发展历程。2014 年是全面深化改革的开局之年，亦是中国资本市场建设加速的一年。为推动全面深化资本市场改革，国务院 5 月初印发了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，成为新时期资本市场改革的纲领性文件。总体来看，资本市场对于经济转型的推动，主要体现在“整合”存量和“发现”增量两个方面。

资本市场对产业整合能发挥积极的作用。改革开放 35 年来，毋庸置疑，中国经济取得了巨大的成绩。但是，产业落后分散、产能过剩、技术创新能力不足等阻碍了中国经济的持续健康发展。以钢铁产业为例，我国钢铁企业有 800 家之多。按前四大钢铁企业在行业中占有市场份额的集中度指标 CR4 来比较，欧盟为 90%，美国为 53%，日本为 75%，韩国为 89%，俄罗斯为 78%，而我国不到 30%。广泛分散的小型钢厂，特别是很多低端钢厂，没有足够的资金和利润空间去提高技术和处理污染。通过发挥资本市场的推动作用，加快上市公司对优质资产进行并购重组，这对于解决产业集中度过低、资源浪费、环境污染、创新不足等问题具有重要意义。

资本的逐利性使其对于“增量”具有高度的敏感性，善于发现新兴市场，用市场的力量引导经济转型和升级。在中国经济转型的时代背景下，



2013 年市场存量资金大迁徙，抛弃传统行业，进入代表未来发展方向的新兴产业。由于新兴产业标的相对稀缺、市值较小、较高的成长预期，场内资金从传统周期性行业流向以创业板和中小板为代表的新兴行业，推升了相关行业的估值水平，演绎了传统行业单边下跌、新兴产业股票单边上涨的分化行情。

资本市场健全发展的根基在于上市公司。通过市场竞争、优胜劣汰，上市公司直接反映并影响着所在行业乃至总体经济的运行态势。目前，我国上市公司的数量已达 2500 余家。从上市公司入手，通过比较上市公司的价值创造能力，可以评判企业的成长状态及运行中遇到的问题，在防范风险的基础上发现行业发展的最新机遇。

中国社会科学院上市公司研究中心是中国社会科学院经济研究所与中航资本控股股份有限公司共建的研究机构，是面向市场的非实体性研究机构，以社会效益为主要目标，致力于我国上市公司的理论研究与发展预测。中心通过对当前中国上市公司的财务状况和价值评估，对我国上市公司发展状况进行了全面的调查研究，写出了《中国上市公司发展报告（2014）》。该报告呈现的资料和数据，对于研究经济转型时代背景下的中国资本市场发展状况和投资实践具有重要的借鉴意义。

首先，可以为投资者提供客观的决策依据。对于企业资产的现时价值进行正确的评估，是投融资和交易的前提，一项全面、科学、准确的研究才能保证投资者投资行为的合理性。

其次，帮助上市公司通过改善经营活动实现企业价值的最大化。合理评估企业价值有利于企业管理人员更好地了解公司的优势和劣势，通过优化资源配置实现效益提高。

最后，为兼并重组提供恰当的定价。在中国经济现阶段转型调整的背景之下，无论是上市公司还是非上市公司都将经历并购重组浪潮，而资产定价是上市公司并购重组的核心环节，为目标公司的资产进行合理和精确的定价，有助于企业并购重组活动的成功。

综上，资本市场是实现资源配置的重要舞台，是促进中国经济转型的重要突破口。《中国上市公司发展报告（2014）》以上市公司为切入点，在

细分不同行业领域的基础上，分析目前上市公司的财务状况及创值能力。希望借此研究成果，进一步深化对中国当前资本市场的研究，并对投资者实践有所帮助。

是为序。

张卓元

目 录



Ⅱ I 总报告

Ⅱ.1 中国经济从规模供给转向“需求—价值创造” ——2014 年经济转型和上市公司价值创造评估 张 平 王 习 张 磊 符 旻 张 鹏 / 001	
一 2014 年经济展望：经验事实和趋势情景..... / 004	
二 创值能力 / 008	
三 中国资本市场发展 / 018	
四 价值创造和新体制建设 / 034	

Ⅱ II 分报告

Ⅱ.2 中国上市公司价值评估 王 习 王亚菲 / 037	
Ⅱ.3 中国上市公司创值挑战和体制改革 张 磊 张 鹏 / 107	

Ⅱ III 专题报告

Ⅱ.4 房地产行业：房贷难觅、景气回落、估值部分回归 吴 伟 / 133	
Ⅱ.5 银行业：互联网金融的挑战 王 习 / 145	



Ⅲ.6 环保行业：估值压力初显、期待业绩支撑	尚 钧 / 166
Ⅲ.7 医药行业：长期乐观、短期谨慎	赵浩然 / 182
Ⅲ.8 电子商务行业：生态竞争、技术驱动	李 皓 / 211
Ⅲ.9 商贸零售业：行业拐点仍需等待、模式 创新着眼未来	薄晓旭 / 233
Ⅲ.10 TMT 行业：互联网引领生活的二次改变	李 皓 / 254
Ⅲ.11 军工行业：改革推动重组	李军政 / 279
Ⅲ.12 2013 年新三板企业 20 强创值业绩评析	郭 昀 但瑞华 / 323

Ⅲ IV 附 录

Ⅲ.13 中国上市公司综合排名	/ 347
Ⅲ.14 后记	/ 421

CONTENTS



Ⅰ General Report

Ⅰ.1 The Transition of China's Economy from the Scale of Supply to "Demand-Value Creation"

—*The Evaluation of Listed Companies Value-creation Ability and Economy Transition*

Zhang Ping, Wang Xi, Zhang Lei, Fu Yang and Zhang Peng / 001

1. 2014 Economic Outlook: Empirical Facts and Trends / 004

2. Value-creation Ability / 008

3. The Development of Chinese Capital Market / 018

4. Value Creation and the construction of the New System References / 034

Ⅱ Research Report

Ⅱ.2 The Evaluation of Chinese Listed Companies *Wang Xi, Wang Yafei / 037*

Ⅱ.3 Challenges of Chinese Listed Companies in Value Creation and Institutional Reforms *Zhang Lei, Zhang Peng / 107*

Ⅲ Special Report

Ⅲ.4 Real Estate Industry: Mortgages Inaccessible, Prosperity Declining and Valuation Partial Regression *Wu Wei / 133*



- Ⅲ.5 Banking: Challenges of Internet Financial *Wang Xi / 145*
- Ⅲ.6 Environmental Industry: Valuation Pressures Emerging and
Performance Support Expected *Shang Jun / 166*
- Ⅲ.7 Pharmaceutical Industry: Keep Optimistic in the Long-term
and Cautious in the Short-term *Zhao Haoran / 182*
- Ⅲ.8 Electronic Commerce Industry: Ecological Competition,
Technology Driven *Li Hao / 211*
- Ⅲ.9 Commerce and Trade Retail Business: the Turning Point is still
in Waiting, Model Innovation *Bo Xiaoxu / 233*
- Ⅲ.10 TMT Industry: The Second Change of Lifestyle Led by the Internet
Li Hao / 254
- Ⅲ.11 Military Industry: Reform Push Restructuring *Li Junzheng / 279*
- Ⅲ.12 The Review of Top 20 Value Creation Three New Board Corporate
Guo Yun, Dan Ruibua / 323

Ⅳ Appendix

- Ⅳ.13 Ranking of Chinese Listed Companies Table */ 347*
- Ⅳ.14 Postscript */ 421*

总 报 告



General Report

B . 1

中国经济从规模供给转向 “需求—价值创造”

——2014 年经济转型和上市公司价值创造评估

张 平 王 习 张 磊 符 畅 张 鹏*

摘 要:

本报告通过总结 2013 年一系列经验化事实, 表明了中国传统的依靠规模扩张为主的经济增长方式已经走到尽头, 2014 年经济增长进入增速换挡期。宏观经济的基本情势的另一面是微观企业价值创造能力强弱的集中体现, 纵向比较过去十多年中国上市公司及横向比较中美上市公司的资产收益率、偿债能力变化趋势, 反映了中国企业传统负债扩张规模模式的终结及中美资产收益率差异可能导致中国跨期错配风险下隐性担保的信贷扩

* 张平, 中国社会科学院经济研究所副所长、研究员, 中国社会科学院研究生院教授、博士生导师; 王习, 中航证券金融研究所研究员; 张磊, 中国社会科学院经济研究所副研究员; 符畅, 中航证券金融研究所研究员; 张鹏, 中国社会科学院经济研究所博士后。



张提前结束，使中国经济增长面临着潜在的风险。幸运的是，通过分析创值漂亮 100 和沪深股市变化趋势差异，说明了中国企业的创值能力有了一定的提高，未来提升创值的空间依然很大。因此，未来中国企业创值能力的提升依赖于资本市场的建设，为使资本市场发展与企业创值能力更好地衔接，这就需要加强资本市场顶层制度设计，发展多层次资本市场体系，促进企业技术创新以提高企业的创值能力，推动中国经济从规模供给转向“需求—价值创值”。

关键词：

规模扩张 创值能力 制度建设

2013 年以来一系列的典型化事实正在宣告中国完成了工业化，经济发展正从规模扩张的大生产阶段转向“需求—价值创造”阶段，这一转型包含着“减速换挡”，即“宏观机会主义”战略结束，占资源、扩产能、高负债让位于商业模式、知识技术和金融工具三大创新。国际化快速发展，全球套利加快，任何公司都需要经受国际化竞争力比较。无所不在的互联网引发了新产业革命的到来，这些都在彻底改变着世界经济格局、中国经济和企业发展态势。

根据国际经济发展阶段划分，低收入的标准在 1000 美元以下，中低收入组为 1030 ~ 3830 美元，中高收入组为 4030 ~ 12460 美元，高收入组为 12480 美元以上。我们依据收入阶段的需求分布特征绘制了图 1，可以看出，阶段 I 是指一国人均 GDP 突破 1000 美元的贫困陷阱后，人们的收入—消费开始出现加速增长，需求集中，最适宜进行大规模生产。大规模生产的主要任务是满足人们不断快速上升的需求，占资源、扩产能和高负债是唯一胜出的要旨，整体经济处于快速赶超的阶段，经济调控的核心是防止经济过热。阶段 II 是指当一国人均 GDP 超过了 3000 美元进入中等收入阶段后，大规模需求依然较为强劲，但当超过中高收入即人均 GDP 达到 8000 美元以上，需求集中度出现了迅速和明显的下降，进入到“厚尾”阶段。随着多样化需求的不断提升，人们的物质需求下降，服务需求大幅上升，企业开始通过柔性生产、增加产品复杂