



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

中国上市公司质量 评价报告 (2017~2018)

国家金融与发展实验室
中国社会科学院金融研究所 合作成果
特华博士后科研工作站

主 编 / 张跃文 王 力
副主编 / 姚 云 于换军 何 敬



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



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

中国上市公司质量 评价报告

(2017~2018)

国家金融与发展实验室
中国社会科学院金融研究所 合作成果
特华博士后科研工作站

主 编 / 张跃文 王 力
副主编 / 姚 云 于换军 何 敬



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

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司质量评价报告. 2017~2018 / 张跃文,
王力主编. --北京: 社会科学文献出版社, 2018. 1

ISBN 978-7-5201-1896-5

I. ①中… II. ①张… ②王… III. ①上市公司-企
业管理-研究报告-中国-2017-2018 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 290917 号

中国上市公司质量评价报告 (2017~2018)

主 编 / 张跃文 王 力
副 主 编 / 姚 云 于换军 何 敬

出 版 人 / 谢寿光
项目统筹 / 恽 薇 陈 欣
责任编辑 / 陈 欣

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010) 59367226
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 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16
印 张: 22.5 字 数: 342 千字

版 次 / 2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷
书 号 / ISBN 978-7-5201-1896-5
定 价 / 98.00 元

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

上市公司蓝皮书学术委员会

主任委员 李 扬

委 员 (按姓氏笔画排序)

马庆泉 王国刚 王爱俭 安青松 李光荣
何德旭 陈卫东 周道炯 黄湘平 黄群慧

课题组成员

课题负责人

张跃文 中国社会科学院金融研究所公司金融研究室主任、
研究员，经济学博士

王 力 特华博士后科研工作站执行站长，经济学博士

课题组成员

姚 云 中国社会科学院金融研究所助理研究员，经济学博士

于换军 中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员，
经济与商务博士

何 敬 北京国家会计学院副研究员，会计学博士

胡 洁 中国社会科学院数量经济与技术经济研究所研究员，
经济学博士

徐 枫 中国社会科学院金融研究所副研究员，金融工程博士
顾 弦 中央财经大学金融学院副教授
邢天添 中国社会科学院金融研究所博士后
徐雨佳 中国社会科学院金融研究所科研助理
李明达 中国社会科学院研究生院金融专业硕士研究生
李 晓 中国社会科学院研究生院金融专业硕士研究生
纪 昆 中国社会科学院研究生院数量经济专业硕士研究生
高 蕊 中国社会科学院研究生院数量经济专业硕士研究生

序 言

上市公司是中国资本市场发展的基石，上市公司质量决定了资本市场发展的质量和效益。但长期以来，学术界和业界对于上市公司质量的概念、内涵和形成机理等基本问题始终没有达成共识，直接影响了监管政策的制定和执行效果。鉴于此，自2014年起国家金融与发展实验室、中国社会科学院金融研究所和特华博士后科研工作站组成联合课题组，对上市公司质量的基本理论问题和评价方法进行专门研究，对A股上市公司质量进行全面评价并出版年度报告。本报告是这一报告系列的第四本。四年来，尽管课题组成员偶有更换，上市公司质量评价指标略有调整，但评价工作的目标没有变化，依然是推动我国上市公司质量的提高；评价理念没有变化，依然是坚持贯彻股东利益最大化原则；评价指标体系的基本结构没有变化，依然是以上市公司价值创造能力、价值管理能力和价值分配能力三大能力为主体涵盖九个方面的评价内容。

四年来，课题组对我国上市公司质量的连续评价结果基本保持稳定，且始终处于偏低水平，这引起了我们更进一步的思考：到底是什么力量决定了上市公司质量的高低，提高质量的政策着力点在哪里？通过比较国内外上市公司的发展历程，我们发现高质量上市公司养成同本国经济发展阶段、资本市场发育程度、商业文化及证券监管体系的完善性存在密切关系，这些因素通常需要经过较长时间才能够发生明显改变。我国改革开放已经40年，股票市场诞生至今也近30年，但由于我们起点低、底子薄，几十年的上市公司发展历程更多的是积累和“补课”，学习成熟资本市场的上市公司治理经验、运营经验和监管经验，对先进经验进行引进、消化和吸收，再逐步转化为提高上市公司质量的动力。诸多迹象表明，中国经济已经接近从量变到质



变的临界点，股票市场和上市公司的“野蛮生长”阶段行将结束，基于上市公司质量的股市运行逻辑渐入主流，提高上市公司质量的机会窗口正在加速打开。上市公司应当利用外部环境的积极变化，主动作为提升自身质量。

适当的政策引导和监管约束显然对于提高上市公司质量有积极促进作用。习近平总书记在十九大报告中指出：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。”要顺利渡过这一攻关期，必须以新时代中国特色社会主义思想为指导，深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。在2017年全国金融工作会议上，习总书记对资本市场发展提出了具体要求，即“形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”。上述要求与上市公司有直接关系。作为证券发行人，上市公司是资本市场融资功能的受益对象，而上市、退市、交易、清算、信息披露等资本市场基础性制度以及市场监管，主要针对上市公司及其股东和利益相关方的行为，其目的则是维护市场秩序和保护投资者合法权益，进而提高资本市场为实体经济服务的能力。中央对于资本市场发展的工作思路迅速转化为监管行动。2017年初以来，证券监管机构修订上市公司并购重组和股东减持方面的监管规则，客观上强化了控股股东对于提高上市公司质量的责任；修订和发布《证券交易所管理办法》，明确交易所的前端监管责任；在违规案件查处方面也力度空前，据中国证监会统计，仅上半年就调查案件300余起，同比增长一倍以上。

当然，加大监管规则约束和案件查处力度，还只是提高上市公司质量的外部推动力，不能代替上市公司的自觉自愿行动。目前上市公司中广泛存在的影响公司质量的“合规不合理”现象，很能说明问题。比如，大量上市公司财务质量不高，创新能力不强，与中小股东关系疏离，不积极实施现金分红和开展投资者保护行动，履行社会任意愿不强。显然单纯依靠外部监管约束不足以消除这些现象，只有将上市公司控股股东和管理层利益与公司质量更紧密地联系在一起，才能更好调动公司内部积极性。为此，需要在增

加股价信息含量、增强政策引导性和完善上市公司管理层激励机制等方面付出更多努力。其中仍有很多问题有待深入研究，我们期待有更多专家学者和业界有识之士加入上市公司质量的研究与实践工作。

本书是课题组集体工作的成果。张跃文、姚云、于换军和何敬共同完成了上市公司质量数据处理与测算工作；李明达和李晓手工搜集整理了部分数据；姚云和徐雨佳对报告全文进行了编辑和审校。在报告写作方面，张跃文提供了总报告；何敬提供了各市场板块上市公司质量评价分报告；重点行业上市公司质量评价分报告由多位作者共同完成，姚云提供了汽车行业、化工行业和航天军工业报告；胡洁、纪昆和高蕊提供了软件信息、传媒和环保行业报告；徐枫提供了公用事业、交通运输和批发零售业报告；邢天添提供了机械设备和电气设备行业报告；徐雨佳提供了建材行业和食品饮料行业报告；李明达提供了医药行业报告；李晓提供了计算机、通信与电子行业报告；于换军提供了建筑业和房地产业报告，并对全部行业报告进行统稿。为深化上市公司质量研究，本期报告增加了专题报告板块，收录的三篇论文分别考查了股利政策、投资者保护和投资者异质信念对上市公司决策及行为的影响，以期进一步研究这些因素影响上市公司质量的作用机制。最后，感谢国家金融与发展实验室李扬理事长对本项课题研究的关心和支持，感谢特华博士后科研工作站的积极配合。

编 者

2017年11月

目 录

总报告

新时代的上市公司质量·····	001
一 上市公司外部环境的变化·····	002
二 2017 年上市公司质量的总体状况 ·····	010
三 各板块市场上市公司质量·····	018
四 主要行业上市公司质量·····	020
五 对 2018 年上市公司质量的展望 ·····	023

分报告

分报告一 各市场板块上市公司质量评价报告·····	025
一 主板上市公司质量评价·····	025
二 中小板上市公司质量评价·····	035
三 创业板上市公司质量评价·····	044
分报告二 重点行业上市公司质量评价报告·····	054
一 汽车行业·····	054
二 电气设备行业·····	060



三 软件信息行业	067
四 医药行业	080
五 环保行业	087
六 机械设备行业	098
七 食品饮料行业	105
八 建材行业	113
九 计算机、通信与电子行业	122
十 建筑业	131
十一 房地产业	140
十二 化工行业	149
十三 航天军工业	155
十四 传媒行业	161
十五 公用事业	169
十六 批发和零售业	178
十七 交通运输业	187

专题报告

专题报告一 现金分红能够增强股市投资者长期信心吗	197
一 引言	198
二 文献回顾	199
三 研究设计	202
四 实证结果及分析	209
五 股利政策与投资者长期信心	216
六 结论与启示	222
专题报告二 企业去杠杆、投资与创新：一个投资者保护的视角	229
一 引言	229
二 投资者保护的概念、度量与法律因素	231
三 投资者保护、融资结构与中国经验	236

四 投资者保护、公司投资与中国经验·····	239
五 结论与启示·····	243
专题报告三 异质信念、错误定价与定向增发折价·····	248
一 引言·····	248
二 制度背景与研究假设·····	250
三 研究设计·····	255
四 实证检验结果与分析·····	258
五 结论·····	265

附 录

附录一 上市公司质量评价指标体系·····	269
附录二 2017 年 A 股上市公司质量评分速查表 ·····	273

总 报 告

General Report

新时代的上市公司质量

摘 要： 本报告对2017年我国A股上市公司质量进行评价并对上市公司质量变化趋势做出展望。课题组运用自主开发的上市公司质量评价指标体系，采用公开数据对2451家A股非金融上市公司进行评价。评价结果显示，在国内经济、市场和监管环境发生较大变化的形势下，上市公司质量仍然保持稳定。2017年A股上市公司质量平均得分63.63分，与上年基本持平，仍有较大上升空间。创业板和中小板上市公司总体质量仍然优于主板，但主板上市公司中的高质量公司明显增加。汽车、电气设备、软件信息和医药等行业上市公司总体质量较高。预计在经济增长动力转换期，上市公司仍然掌握自身发展主动权。党的十九大精神的迅速贯彻落实，股票市场上市、退市等基础性制度的进一步完善，将会积极推动上市公司质量的提高。

关键词： 上市公司 质量 评价



习近平总书记在党的十九大报告中指出，中国特色社会主义进入了新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。经济领域存在的深层次结构性问题，以及国家大力推动的供给侧结构性改革，使我国股票市场上市公司的质量正面临外部环境前所未有的剧烈变化。当前，国内经济增长的动力转换尚未完成，外部经济环境的复苏尚有较大不确定性，上市公司整体业绩提升的持续性存疑。同时防范风险和加强监管成为未来一个时期国内资本市场乃至整个金融体系的主要任务，企业债务融资成本上升，股权融资市场承受更大压力。尽管短期内投资者仍然无法掌握股票市场主导权，但融资竞争加剧，必然促使上市公司更加关注自身质量的提升并谋求建立长期友好的投资者关系。

一 上市公司外部环境的变化

我们将上市公司质量定义为上市公司为股东创造价值、管理价值和分配价值的表现与机制框架。高质量的上市公司不仅具有良好的经营业绩，而且能够凭借其完善的公司治理约束控股股东和管理层从全体股东利益出发，公平且高效率地管理和分配公司股权价值。总结发达市场优质上市公司的成长历程，我们发现这些上市公司与其所处的经济环境、市场环境和监管环境等存在密切的互动关系。充满发展机会的经济环境、投资者主导的市场环境以及能够更好保护外部股东的监管环境，对于上市公司质量提升可以起到关键性的促进作用。近年来，外部环境的变化对国内上市公司质量也已产生明显影响。

（一）经济环境

国内经济稳增长目标已经实现，但动能转换尚未完成。2017年1季度和2季度，我国均实现了6.9%的GDP增长率，增速明显高于上年同期，同时物价和就业指标均保持在宏观调控范围之内。上半年消费、投资和出口对经济增长的贡献率分别达到63.4%、32.7%和3.9%，消费作为经济增长第

一拉动力的地位已经相当稳固，但进一步提高贡献率的难度也比较大。投资的难点在于民间投资和引进外资的恢复性增长，出口贡献的增加很大程度上依赖外需改善。经济稳定增长对于上市公司经营业绩明显利好。根据 WIND 资讯统计，上半年 A 股非金融上市公司营收总额同比增长 23.5%，利润增长 27.2%，包括钢铁、有色等产能过剩行业在内的多数行业都实现了两位数增长。经营业绩大幅好转无疑有利于提高上市公司的财务质量，改善其价值创造能力表现。按整体法计算，上半年 A 股上市公司摊薄每股收益从上年同期的 0.15 元增加到 0.19 元；净资产收益率从 3.9% 提高到 4.6%。

上市公司总体业绩能否在 2017 年全年保持高增长态势，很大程度上取决于宏观经济走势。从经济增长的三大拉动力来看，消费在过去三年的月度平均增速为 10%~11%，尽管仍有上升空间，但其稳步发展势头不易打破。投资是拉动当期经济增长和构筑未来增长潜力的关键经济活动，上升空间较大，且主要取决于国内企业预期改变和国家相关政策的助力作用。根据国家统计局公布的数字，2017 年前 8 个月固定资产投资近 40 万亿元，同比增长 7.8%，增速是 2000 年以来的最低点。其中国有经济投资 14.3 万亿元，同比增长 11.2%；政府主导的基础设施投资达到 8.5 万亿元，同比增长近 20%，这两项数字反映国家“稳增长”政策仍在发挥作用。而作为企业预期风向标的民间投资仅增长 6.4%，制造业投资增长 4.5%，外商投资则下降了 6.7%。另外，以计算机、通信器材等电子设备为代表的高技术制造业投资仍然保持近 20% 的增长，只是由于这些产业目前体量还比较小，对于整体投资的拉动作用有限。我们认为投资增长的重点仍然在于民间投资和外资，政府的“放管服”改革和国有企业的混合所有制改革等重大政策出台，目的也在于此。如果各项改革措施能够全面落地，将有效刺激生产性投资增长，投资对于经济增长的拉动作用将更加明显，动能转换才能真正接近完成。上半年 A 股非金融上市公司对外投资 1.2 万亿元，同比微降，但结构分化比较明显：电子、纺织、机械设备等行业投资增长较快，钢铁、采掘、商贸、传媒等行业投资下降较多。值得注意的是，房地产业及其相关的建材行业和建筑装饰业上市公司投资增长较多，预示这些上市公司依然看好房地



产市场前景，这对于房地产去库存又提出了新的挑战。

外部需求改善成为提振中国经济的重要因素。进入2017年以来，我国对外贸易全面恢复正增长，促进了相关上市公司经营业绩的提高。截至8月末我国对美国出口同比增长11.2%，对欧盟出口增长8.6%，对日本出口增长5.4%。但外需改善仍然存在明显的结构性特征，且主要贸易伙伴的复苏前景并不明朗。美国经济复苏迹象已经相当明显，经济持续正增长，经济增速在2017年2季度超过2%，失业率下降至4.4%，美联储已经准备“缩表”操作，表明美国国内对于经济复苏趋势已经达成共识。与此相反，欧洲和日本的复苏道路仍然曲折。欧元区的经济增速从1季度的2.6%回调至2季度的1.7%，失业率仍在9%以上。安倍经济学对于拉动日本经济走出泥沼的作用有限，日本经济增速自2016年以来一路下行，2季度仅为1.4%。在美、日、欧复苏步调不一致的形势下，欧洲、日本复苏可能出现新情况，因此对于我国外需改善的趋势还不能够盲目乐观。外需的重要性不仅体现在对外出口，对于国内企业“走出去”也会产生积极影响。随着“一带一路”倡议的深入实施，相关上市公司对外投资迅速增长，据WIND资讯统计，上半年这些上市公司投资额达到3200亿元，为近三年最高。实现营业利润近2000亿元，也是近三年最高水平。

经济环境的变化中，有些方面利于上市公司业绩的提升，有些方面的影响还不明朗。但总体而言，我们对于经济基本面的变化方向保持谨慎乐观。而抓住积极因素主动作为，既是国家经济工作的根本原则，也应是上市公司当前因势利导尽快完成转型的必然选择。

（二）市场环境

2017年的股票市场基本摆脱了2015年股灾的影响，监管机构逐步取消了为稳定股市而采取的临时性干预措施。在经济总体企稳和党的十九大召开的预期引导下，市场运行保持平稳。

股市融资功能特别是IPO受到更多关注，IPO企业数量明显增多。2017年前9个月共有330多家企业发行新股并成为上市公司，数量相当于交易所

市场全部上市公司总数的约 10%，募资金额接近 1700 亿元，两项指标均超过 2016 年全年。根据以往经验，新上市公司质量一般会好于原上市公司，因此大量新公司的加入将有助于提高上市公司平均质量。不过同新股上市相比，上市公司退市的速度则显得十分缓慢。据 WIND 资讯统计，1999 年以来仅有 108 家公司退市，其中还包括 40 余家吸收合并的公司，真正由于连续亏损而退市的公司只有约 50 家。大批低质量上市公司不能及时退出市场，导致上市公司群体参差不齐，投资者信息甄别成本上升，这也表明交易所股票市场仍然是一个宽容市场。受监管机构控制上市公司再融资和非实质性重组等相关政策变化的影响，以增发为代表的上市公司再融资活动明显收缩。2017 年前 9 个月，尽管股票增发融资金额仍然达到 8500 亿元，但融资家数明显减少，与 IPO 家数基本持平（见图 1）。

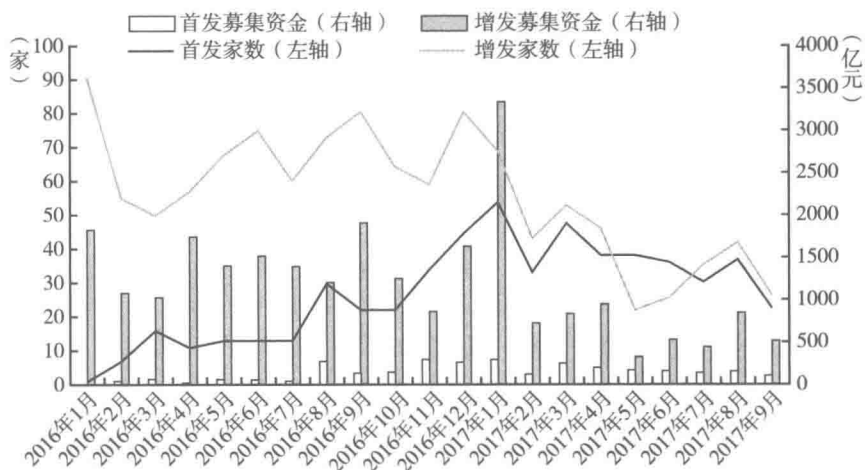


图 1 2016 ~ 2017 年 9 月 A 股市场股权融资规模

资料来源：WIND 资讯。

二级市场投资风格从高成长股票逐步转向大盘蓝筹股。因此大盘股票估值有所提升，中小板和创业板股票则经历了较大幅度调整。中小板股票整体市盈率从 2017 年初的 51 倍下调至 9 月中旬的 41 倍；创业板股票市盈率则从 61 倍回调到 54 倍，尽管 8 月以后创业板股票估值有所修复，但整体回调



态势仍未改变（见图2）。6月，明晟公司宣布了将200余只A股大盘股纳入MSCI新兴市场指数的计划，这一计划受到国内外投资者和监管机构的广泛欢迎，但市场反应不如预期，再次印证A股市场的上涨动力主要来自国内。同期，某些市场人士开始炒作中国经济“新周期”概念，并试图以此形成牛市逻辑，目前看投资者分歧比较明显，部分市场人士认为现在提“新周期”为时尚早。

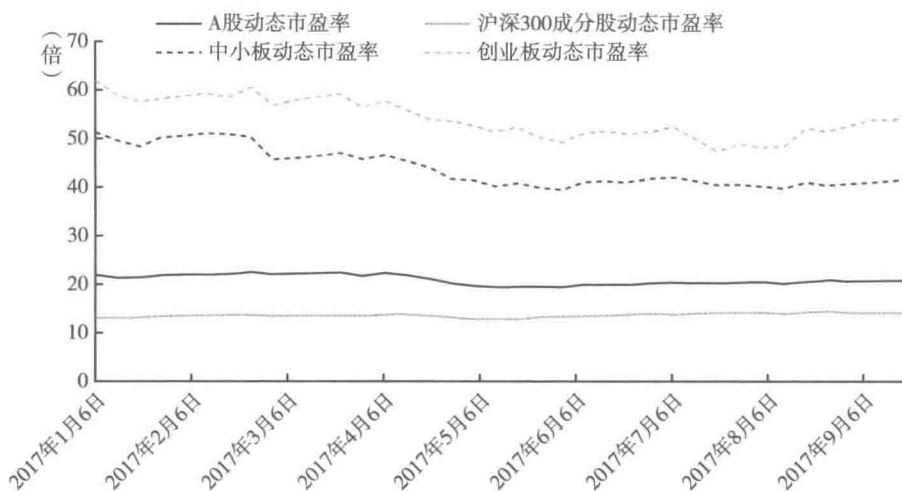


图2 A股市场估值变化

资料来源：WIND 资讯。

在监管机构强化上市公司并购重组监管的背景下，2017年完成的上市公司重大资产重组的数量明显减少，前9个月仅126宗，较上年同期减少30%以上，交易总额5500亿元，比上年同期略有减少。其中美的集团收购德国库卡集团、顺丰控股买壳上市等重组活动在市场上产生一定影响。这些重组活动中有70宗为上市公司并购同行的横向整合，体现了上市公司抢占市场份额和做大做强战略意图。还有部分重组活动以实施多元化战略和业务转型为目的，表明相关上市公司积极寻求优化盈利模式，改善业绩表现和平衡业务风险。在IPO数量明显增加和重组监管趋严的形势下，买壳上市的企业明显减少，前9个月类似重组仅有5宗，预计今后上市公司壳资源价格