2016中国上市公司年度卓越价值创造报告

总指导：钱军，李峰

学术支持：上海交通大学 中国金融研究院 公司金融研究中心课题小组

数据支持：数库China Scope

总撰稿：李意安

**一、前言**

2014年5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称《意见》)，共涉及积极稳妥推进股票发行注册制度、加快多层次股权市场建设等九条33项内容，并首次在公开文件中提出了“鼓励上市公司建立市值管理制度”。

所谓市值管理，即上市公司基于公司市值信号，综合运用多种科学合规的价值经营方法，达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的战略管理行为。市值管理是推动上市公司实体经营与资本运营良性互动的重要手段。而市值管理的核心事实上是价值管理，是价值创造与股东价值实现；目标是追求可持续的上市公司市值最大化；其本质是一种长效战略管理机制。​​市值管理的核心内涵，就是不断优化和扩大上市公司的资产质量以实现市值提升。实现路径第一是通过经营业绩的提升而促使股价上升，那么所有股东的市场价值就得到了相应的提升。第二个路径是通过多种方式不断扩大公司的资产规模。在这方面，需要特别注意资产质量和经营业绩的匹配关系，避免盲目追求规模导致经营质量下降和股价中枢走低，否则就可能会对市场价值产生负面影响。

2014年初IPO重启，全年125家企业上市，随之而来的，下半年中国A股迎来了久违的牛市，沪指突破3200点，创出近五年新高，成交量最高突破万亿大关。2015年A股估值则呈现一个倒V形，上半年出现了“疯牛”行情，上证指数直逼5000点，6月股灾猝不及防，当疯牛遇见闪电熊，市场急转直下。

尽管未有公开的客观数据能够精准统计，但在此期间将市值管理等同于维护股价的看法在A股市场非常盛行。计算公式是：市值=股本×股价。但若对市值管理的认知，简单化为对股价和股本两个变量的把控，那么上市公司就很容易沉湎于转增股本的自我陶醉游戏，更有甚者或不惜作奸犯科，内外勾结操纵股价从而陷入庄股的泥潭。而事实上，股价高低虽然是影响市值大小的重要因素，但绝非全部，市值管理亦绝不等同于维护股价。股价不过是上市公司内在价值的一个外在反映而已，受投资者情绪和市场整体走势等短期因素影响很大。

而​我们认为，比“市值管理”更重要的，其实是上市公司的价值创造。所谓价值创造，是通过盈利能力的提升、公司治理的完善、信息披露的真实有效，由此获得估值的持续提升。

因此，回归基本面，我们相信，通过财务数据的深度挖掘和长期观测，能够寻找出那些稳健经营、有着健康的现金流和合理的增长率、信息公开透明且符合监管要求规范的上市公司，我们相信这样的标的才真正具有中长期投资价值，而这也是我们进行这项研究的根本动因。

上海交大中国金融研究院公司金融研究中心课题小组作为本次报告发布的学术支持方，经过反复拟合校验，设计出“A股价值创造指数”，重点考察了企业为股东创造的价值、公司治理和信息披露三个维度，并根据相应指标和由专业数据公司数库提供的上市公司公开披露的数据，对2726家A股上市的企业（截止2015年报告期末）进行了梳理（由于金融行业的特性以及与其他行业的重大区别，该行业此次未纳入以上三项维度为方向的客观指标研究，但考虑到对投资者观察全市场的需求，我们通过业界专家推荐、网络问卷等主观指标来补充对金融行业上市公司的研究）排名靠前的50家上市公司，成为2016年度中国上市公司卓越价值创造的上榜企业。

报告正文内容部分将详细阐述该指数所选取的参数、设计原理和最终的结果呈现。

值得一提的是，在本次报告正式发布之前，我们针对包括中金公司、国泰君安、万家基金、东吴证券、兴业证券、中民投、诺亚财富、颐盛投资、锦天城律师事务所、立信会计师事务所在内的20家专业机构相关从业人员进行了问卷调查，共计回收156份有效问卷。根据问卷结果反应出，企业的品牌影响力在相当程度上影响投资者的判断，即使是针对专业的机构投资者。而除此以外，行业集中度则表现出了极为分散的状态，其中投资者对医疗科技与信息技术两大行业领域的投资偏好略高于其他。

**二、A股价值创造指数**

作为本次报告发布的学术支持方，上海交大中国金融研究院公司金融研究中心课题小组针对本轮上市公司价值管理评选选取了部分重要财务数据作为评估指标，并根据相应权重设计了“A股价值创造指数”，重点考察了企业为股东创造的价值、公司治理和信息披露三个维度，每一个维度选取了相应的考察指标。

需要强调的是，本次排名的评估未参考股价的浮动因素。

具体计算方式而言，在每一个维度按照数据排名最前的10%企业，也就是在这个维度最优秀的企业，得10分，排在其次的10%得9分，依次递减，排最后的10%得1分。

最后汇总三项维度的得分，根据每一个维度的权重计算出综合排名。

**第一个维度：为股东创造的价值**

指标依据：ROE、现金红利率和长期投资回报率。

这三项指标分别计算两组3年的数据，分别为2013-2015年年度数据和2012-2014年年度数据。计算每个三年各项指标的平均值，然后再将同一个指标的两组数据再进行平均处理，最终得出每个指标的数据。同时考虑到行业的数据，我们将这三个指标分别在各自行业内进行打分，数值在行业内越大，他们所对应的分数就越高。

1. ROE股东或者净资产回报率： ROE = 净利润/净资产；净资产是上一年（财政年度）年初和年末净资产的平均值。

2. 现金红利率（不考虑股票分红）：**公司现金红利的收益率 = 去年发放的现金红利总额/公司净利润**。一些不付现金红利的公司，他们的值就是0。

3. 长期投资回报率： 长期投资回报率 = 净现金流/账面资产；公司净现金流 = 经营现金流 – 长期投资或者固定资产投资（CAPEX）；经营现金流 = EBITDA –本年度运营资本的变化 –本年度企业所得税

以上三项指标分别所占比重为ROE（35%）、现金红利率（30%）和长期投资回报率（35%），综合计算得出该维度得分。

**第二个维度：公司治理。**

其他应收账款量： 其他应收账款/公司账面资产。

所有公司与大股东和关联方的交易产生的应收账款都纪录在其他应收账款中，故该款项（相对公司总资产）越高，说明大股东以及公司所有关联方对公司欠款越高，公司的治理待优化的空间越大，该公司在这一维度的得分越低。

**第三个维度：信息披露**

这一部分重点关心公司披露的关键信息，比如净利润等关键指标的可靠性。

需要强调的是，信息披露维度中四项指标评估公司通过财技操作的利润空间的“润滑度”，润滑度越高，公司披露的财务数据不靠谱的可能性也越高，公司的最后得分就越低。

1.公司披露“很小的利润”的频率。

 很小的利润定义是每股小于2分钱的税后净利润。如果公司披露的信息表明经常有很小的利润，企业粉饰报表的可能性就非常高。如果某一个季度企业的每股利润在0到0.02元浮动，那么这个季度就算是汇报了“很小的利润”。

该指标将统计每个公司最近三年获得很小利润的次数，并除以12即季度总数，得出公司获得“很小的利润”的频率。频率越高，公司得分越低。

2. 应计项目利润的标准方差/经营现金流的标准方差:

经营现金流是一个披露科目，直接从现金流量表可以获取。然后从损益表数据中获取营业利润。营业利润 - 经营现金流 = 应计项目利润。

采用每一个季度的流量数据，而非累计数据。并计算每个公司这两个变量的标准差。总共采用近三年的每个季度的数据。

最后，计算应计项目的标准差/经营现金流的标准差。

3. 应计项目的绝对值的平均值/经营现金流的绝对值的平均值：

经营现金流直接从现金流量表获取，并从损益表数据中获取营业利润。营业利润 - 经营现金流 = 应计项目利润。

接着，计算应计项目利润和经营现金流的绝对值。

同样采用当季的流量数据，而非累计数据。

然后，计算每个公司这两个变量的绝对值的平均值。总共采用近三年的每个季度的数据。

最后，计算应计项目的绝对值的平均值/经营现金流的绝对值的平均值。

4。应计项目的变化的时间序列和（同期的）经营性现金流的变化的时间序列的关联系数：

根据以上方法计算应计项目利润和经营现金流之后，计算应计项目利润和经营现金流的变化，即本季度数据减去去年同季度数据。同样采用本季的流量数据，而非累计数据。总共采用近三年的每个季度的数据。

最后，计算这两个变量的时间序列的关联性系数。可以取一个公司最近三年的每个季度的数据。如果关联性过高（即过于负），说明公司“润滑”利润的可能性越大。

针对信息披露质量的评估，以上四个指标每项各占25%的权重。

最后，当三项维度分别计算出相应得分，A股价值创造指数将根据每一个维度的权重计算出综合排名，即：价值创造指数=价值创造\*50%+公司治理\*15%+信息披露\*35%。

**三、报告内容**

鉴于境外上市与A股上市的信息披露要求不同，部分数据的披露周期存在很大的差异性，因此本轮评选仅仅针对A股上市企业。截止2015年报告期末，A股上市企业共计2726家，存在以下情形的企业，未予以纳入评选范畴：

1. 由于金融行业的特性以及与其他行业的重大区别，该行业此次未纳入以上三项维度为方向的客观指标研究，但考虑到对投资者观察全市场的需求，我们通过业界专家推荐、网络问卷等主观指标来补充对金融行业上市公司的研究，其中安信信托获选入榜；

2.本轮排名考察周期主板及中小板企业5年，创业板为3年，部分企业因上市时间太短，考察周期不足而未予以评估；

3.过去三年中主营业务发生重大变更的，同样也涉及到考察周期不足的原因，未予以纳入评估；

4.在过去三年经营历史中，曾遭到证监会处罚和谴责的企业；

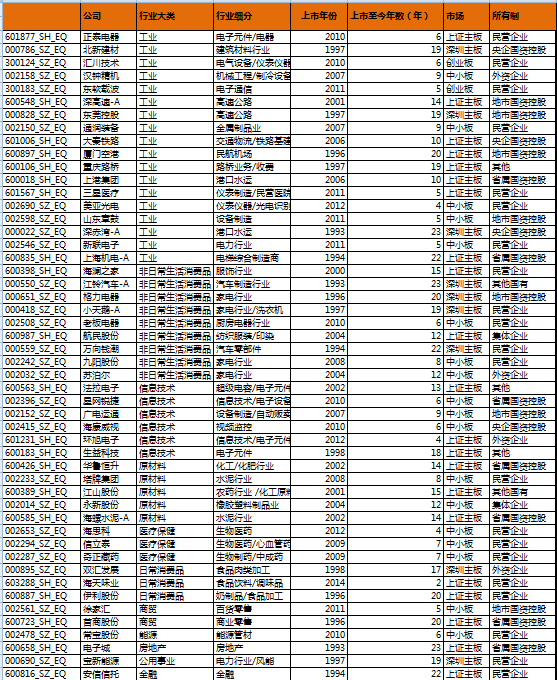
5.大股东在敏感时间区间买卖股票的企业；

6.在各自行业领域遭受过有关部门行政处罚的企业；

7.为股东创造的价值、公司治理和信息披露三个维度中单项得分低于5的企业；

8.未完成股改的企业。整个A股市场仍有极少数企业未完成股改，未来存在一定的不确定性

排除以上情形，根据A股价值创造指数的计算方式，将综合排名靠前的50家上榜企业名单公布，上榜企业如下所示（排名不分先后，仅按行业归类）：



**四、小结**

根据数库云标准，2726家上市公司（截止2015年期末）共有12个行业大类的划分，分别为工业、信息技术、原材料、日常消费品、非日常生活消费品、房地产、商贸、金融、医疗保健、公用事业、能源和电信业务。

以价值创造指数的最终数据进行排名，在公布名单中，工业类18家，非日常消费品类占9家，信息技术类6家，原材料类5家，医疗保健类3家，日常消费品3家，商贸类2家，能源类1家，房地产类1家，公用事业1家，金融类1家。

其中，主板上市企业30家，上证主板和深圳主板上市分别为21家和9家，中小板18家，创业板上榜企业2家。

其中上榜50强企业中，21家民营企业，4家外资企业，除此以外均为地属国资控股、省属国资控股或央企国资控股。上市时间在5年以内（不包括5年）的4家，5-10年（不包括10年）的18家，10-15年（不包括15年）的9家，15-20年（不包括20年）的9家，20年以上的10家。

需要强调的是，本轮评选自始至终没有参考二级市场的股价异动，而仅仅以公开数据和财务指标作为考量依据。在此标准下，根据本期报告的数据显示，深交所上市的深圳主板、中小板和创业板表现出的活力不容小觑，较上交所表现出了更强的竞争力。这与近年来深交所吸引更多中小企业、科创企业上市的策略不无关系。

**免责声明：**

本轮评估过程中所采用数据均来自公开信息，包括上市公司各季度、年报披露数据、证监会及各行政部门公开披露信息。投资有风险，投资需谨慎。此报告不构成对任何上市公司的投资建议，投资者若参考报告结论投资所造成的盈亏，本报告出具方及学术支持、数据支持方均不承担任何法律责任。