

2015 中国上市公司创值能力 100 强评析报告

创值能力评析

中国企业报评价研究院

“投有所值”几乎是所有投资人都遵循的准则,但对“所值”的界定不一而大相径庭,甚至会有看似“所值”,其实“所失”的事情发生。例如曾名列《财富》杂志“500 强”第七位的安然公司在 2001 年 12 月破产前,许多投资者将净利润视为“所值”,看到连续几年的增长,就以此为依据增持股票,最后是血本无归;另一些投资者视“所值”为经济增加值,看到其是负增长,就抛售股票,则有效地防范了风险。

目前,衡量“所值”有三大指标:净利润、净现金流、经济增加值。

净利润。从会计角度看,净利润似乎是企业运营的收益,但利润核算只扣减了以利息支出所代表的债务资本成本,而没有扣减因使用股东资本而产生的成本,少计了资本成本;另外,注重当期,忽略长期,比如将应该长期摊销的投入费用,如研究开发、企业形象推广等费用都在当期扣减;因此,净利润不仅不能准确衡量当期净值性的企业运营收益,更不能衡量长期性企业运营收益。净利润不是真正的净值性收益。以“净利润”来量化“所值”具有一定的局限性。

净现金流是现金流入与流出的差额,它不仅考虑到企业收益的数量,而且计算了获取收益的时间,可以准确地核算企业长期运营的收益。但不能准确地衡量当期的运营收益,与当期资本投入的匹配性不强。当期收到的现金可能包括了前期发生的应收账款,当期支付的现金可能包含了前期发生的应付账款。因此,净现金流虽然可以量化未来净值性收益,但不能准确地衡量当期的业绩,使得“所值”的估算缺乏一定的现实基础。

经济增加值以利润为基础,调整了利润等不实、不真的会计数据,扣减了股东资本成本,可以核算真实的当期净值收益,计算公式为:经济增加值=调整后运营利润-资本成本;另外,经济增加值不受短期现金流的影响,以实现长期净现金流为导向,不仅对整个周期的运营收益,而且对周期中每个阶段的运营收益进行计算衡量,其估值公式为:价值=经济增加值折现值+投入资本,其结果与现金流估值相等,也能准确衡量长期的净值收益。

因此,经济增加值是创值收益,是真正从投资者角度度量的净值收益。当经济增加值大于零时,表明在扣除所有的成本和费用后的剩余收入归股东所有,企业价值增大;反之,小于零,表明企业经营所得不足以弥补包括股权资本成本在内的成本和费用,企业价值降低。因此,经济增加值的增减直接影响企业价值的大小,是“所值”的量化基础。

但是,仅仅以经济增加值度量“投有所值”还是有一定局限。一是稳定性局限。因为经济增加值由经营性经济增加值和投资性经济增加值构成,前者是主体,后者是辅助。但如果投资性经济增加值过大,经营性经济增加值过小,则会使经济增加值具有一定偶然性,缺乏稳定性;二是效率的局限。由于经济增加值是绝对值指标,缺乏投入产出效率比,就会出现经济增加值大,投资也大的低效现象。

为此,我们以经济增加值(创值收益)为基础,选择体现企业主体性的经营性经济增加值为分子,体现当期在用的经营资产为分母,构建了创值能力指数,即创值能力=经营性经济增加值(创值收益)/经营资产,并可以延伸为:创值能力=经营资产收入率×(1-营业收入运营成本率-营业收入资本成本率),两公式计量结果相等。

综上所述,我们认为判断“投有所值”,首先,以经营性经济增加值为指标判断主体经营的“所值”;其次,以经营性经济增加值(创值收益)/经营资产为指标判断资本效率“所值”;其三,以经营资产收入率、营业收入运营成本率、营业收入资本成本率三大指标判断市场经营、运营管理、资本控制等经营管理“所值”。这些“所值”才是企业价值的基础。

为此,我们以创值能力指数为核心,构建了创值能力评价体系,本评价不以规模论英雄,而是突出做实主业、做强效率、做精管理的价值创造者。本报告以 2015 年上市公司披露的年报数据为基础,应用“创值核算与分析系统”,不仅评选出创值能力 100 强企业,而且将评析创值能力的支撑因素,评析创值能力的直接作用力,评析创值能力对市值的影响力,评价市值的合理性。

创值能力主要体现为创造经营性经济增加值的投入产出效率,即经营性投入与经营性经济增加值的比值。经营性投入是剔除了非当期投入如在建工程,扣除了循环经营中的无息负债,是在用性的净投入经营性资产。经营性经济增加值是经营收入减去运营成本、债权资本成本以及股权资本成本后的税前净收益;它突出收益的经营性,不包括投资收益、营业外收入、补贴收入等等非经营性的各项收益;注重费用的当期性,不扣减非当期发生的费用;反映成本的完全性,不仅扣减债权成本,而且扣减了股权成本。经营性经济增加值为正,说明经营在创造价值;经营性经济增加值为负,说明经营在减损价值。

创值能力最准确地反映企业稳定的、可持续的、主体性的创造价值的效率,直接反映 1 元的经营投入创造了多少的经营净值收益。该指数越大,意味着 1 元的经营投入所创造的经营收益越大;该指数越小,意味着 1 元的经营投入所创造的经营收益越小。

我们剔除了金融类企业以及没有财务数据异常的公司后,对 2731 家非金融上市公司进行了创值能力评价研究,评出 2015 年创值能力 100 强公司。具体见下表。

创值能力指数排序表

排序	创值能力	企业代码	企业名称
1	0.3333	600167	联美控股
2	0.3304	002323	雅百特
3	0.3202	600338	西藏珠峰
4	0.3174	002504	弘高创意
5	0.3165	000848	承德露露
6	0.3066	600398	海澜之家
7	0.2969	300017	网宿科技
8	0.2899	002143	印纪传媒
9	0.2844	300113	顺网科技
10	0.2843	600074	保千里
11	0.2807	600519	贵州茅台
12	0.2736	002294	信立泰
13	0.2731	002508	老板电器
14	0.2707	600299	安迪苏
15	0.2667	002304	洋河股份
16	0.2644	600201	生物股份
17	0.2638	002285	世联行
18	0.2584	603669	灵康药业
19	0.2562	600066	宇通客车
20	0.2501	600381	青海春天
21	0.2464	300208	恒顺众昇
22	0.2459	300467	迅游科技
23	0.2441	000688	建新矿业
24	0.2437	300498	温氏股份
25	0.2417	300436	广生堂
26	0.2402	000895	双汇发展
27	0.2399	002572	索菲亚
28	0.2392	000963	华东医药
29	0.2391	601633	长城汽车
30	0.2375	603866	桃李面包
31	0.2362	000048	康达尔
32	0.2319	600566	济川药业
33	0.2313	603288	海天味业
34	0.2311	300446	乐凯新材
35	0.2310	002280	联络互动
36	0.2247	601877	正泰电器
37	0.2179	000661	长春高新
38	0.2172	002595	豪迈科技
39	0.2132	002555	三七互娱
40	0.2122	000333	美的集团
41	0.2048	002256	彩虹精化
42	0.2035	600113	浙江东日
43	0.2023	600276	恒瑞医药
44	0.2004	603885	吉祥航空
45	0.2004	002174	游族网络
46	0.1997	002415	海康威视
47	0.1992	002367	康力电梯
48	0.1990	300015	爱尔眼科
49	0.1963	000958	东方能源
50	0.1945	000538	云南白药
51	0.1928	603899	晨光文具
52	0.1870	000423	东阿阿胶
53	0.1845	002739	万达院线
54	0.1829	300394	天孚通信
55	0.1802	300244	迪安诊断
56	0.1785	002085	万丰奥威
57	0.1782	002032	苏泊尔
58	0.1772	603589	口子窖
59	0.1764	601515	东风股份
60	0.1728	603898	好莱客
61	0.1720	002071	长城影视
62	0.1714	002701	奥瑞金
63	0.1680	300429	强力新材
64	0.1673	600766	国城黄金
65	0.1661	002074	国轩高科
66	0.1653	603188	亚邦股份
67	0.1650	002573	清新环境
68	0.1644	000826	启迪桑德
69	0.1644	000430	张家界
70	0.1628	300432	富临精工
71	0.1625	300267	尔康制药
72	0.1599	002372	伟星新材
73	0.1589	002357	富临运业
74	0.1578	002588	史丹利
75	0.1569	600688	上海石化
76	0.1542	603398	邦宝益智
77	0.1524	600612	老凤祥
78	0.1521	300450	先导智能
79	0.1519	603023	威帝股份
80	0.1514	002116	中国海诚
81	0.1510	002262	恩华药业
82	0.1510	002002	鸿达兴业
83	0.1510	000908	景峰医药
84	0.1502	300443	金雷风电
85	0.1500	300231	银信科技
86	0.1499	000957	中通客车
87	0.1494	002581	未名医药
88	0.1482	603989	艾华集团
89	0.1480	002658	雪迪龙
90	0.1471	300463	迈克生物
91	0.1469	300146	汤臣倍健
92	0.1466	600535	天士力
93	0.1463	600629	华建集团
94	0.1457	002242	九阳股份
95	0.1455	601199	江南水务
96	0.1454	002180	艾派克
97	0.1451	300408	三环集团
98	0.1449	603168	莎普爱思
99	0.1437	002191	劲嘉股份
100	0.1436	600887	伊利股份



2015 年,创值能力 100 强的创值能力指数平均值是 0.2039,表示 1 元的经营性投入创造了 0.2039 元的经营性、净值性收益,创值能力较强。比上年 0.2253 元减少了 0.0214 元;但各个企业之间的差异很大,其中:0.3—0.399 占 6%,0.2—0.2999 占 39%,0.14—0.1999 占 55%。

行业分布中,制造业最多,为 73%;其他依次为信息传输、软件和信息技术服务业 6%,水利、环境和公共设施管理业,批发和零售业,电力、热力、燃气及水生产和供应业等分别为 3%;交通运输、仓储和邮政业,文化、体育和娱乐业,卫生和社会工作,科学研究和技术服务业,采矿业等分别为 2%;农、林、牧、渔业及房地产业分别为 1%。

区域分布中,江苏 15%,广东 15%,浙江 12%,山东 9%,北京 7%,上海 7%,四川 5%,湖南 5%,河北 4%,湖北 2%,河南 2%,安徽 2%,福建 2%,辽宁 2%,西藏 2%,内蒙古 2%,贵州 1%,黑龙江 1%,吉林 1%,青海 1%,天津 1%,重庆 1%,云南 1%。

其板块分布为:主板 48%,其中沪市 34%,深市 14%;中小企板 33%,创业板 19%。从控股性质来看:民营企业 76%,国有企业 20%,外资及合资企业 4%。(执笔:郭昀 但瑞华)