



2015 中国上市公司创值能力 100 强评析报告

影响力评析

中国企业报评价研究院

创值影响力是指创值能力指数影响价值的能 力。通过评析创值影响力,可以估算公司的内在价值,比较内在价值与市场价值的差距,发现提高内在价值的有效途径,估算市场价值的合理空间。

上市公司的最大特点是其股票能够公开挂牌交易和流通,这使得上市公司的市场价值容易计算,即股价与股本的乘积。按此方法计算,2015 年底,中国上市公司 100 强的市值为 3354049877594.51 元。

市值反映出投资者对企业未来的预期,这一预期值与企业的内在价值相比,是高还是低呢? 从本质上看,市场价值是由内在价值所决定,市场价值的合理性就是看其与内在价值的相关性,远离内在价值就是不合理。内在价值从计量上说是未来净现值收益的折现值,常用的是净现金流折现值和经济增加值折现值。但决定净现金流或经济增加值这些数值的是创值能力。

我们的预测基于:创值能力的可持续性和可增长性。前者创造的经济增加值折现可称为当前运作价值,后者创造的经济增加值折现称为未来增长价值,两者共同构成了内在价值。

1、当前创值能力对市值的影响性评析

当前运作价值是以当前创值能力的可持续性为假设,度量当期经济增加值(创值收益)在未来时间里的无变化的价值。通常的计算方法是,将经济增加值(创值收益)按适当的资金成本率折现,再加上为产出这些经济增加值(创值收益)而投入的资本额。当前股权价值则是当前运作价值减去有息负债合计。根据数据计算,2015 年,上市公司 100 强的当前股权价值与市值的构成率为 42.00%,即市值有 42.00%由当前股权价值支撑。

当前股权价值与市场价值的比值越大,意味着对当前股权价值预期越高;比值越小,意味着对当前股权价值预期越低。100 强企业中,有的企业当前股权价值占市值比高达 100%以上,意味着投资者对当期股权价值的延续性预期很高,实质是对当期创值能力的延续性期盼很高,如对美的集团的当期创值能力高度认可,并预期能够延续;有些企业当前股权价值占市值比低达 1%,意味着投资者对当期股权价值预期较低,实质是对当期创值能力的延续性期盼很低,如对园城黄金当期创值能力认可度低。

2、未来创值能力对市值的影响性评析

未来增长价值是股权价值的增值部分,度量的是未来经济增加值(创值收益)增长部分的折现值。市场预期的未来增长价值是从投资者的期望值来推算,其计算公式为:

未来增长价值=市值-当前股权价值

未来增长价值与市场价值比=100%-当前股权价值与市场价值比

根据上述公式计算,投资者预期的未来增长价值与市场价值比为 58.00%,即预期市值将有 58.00%由未来增长价值支撑。具体见下表。

数据越大,意味着对未来增长价值预期越高;数据越小,意味着对未来增长价值预期越低。2015 年上市公司 100 强企业中,有的企业未来增长价值占市值比高达 98.67%,意味着投资者对当期创值能力认可度低,对未来的创值能力预期很高;有些企业未来增长价值占市值比为负,意味着投资者对当期创值能力预期极高,高度期盼延续当期的创值能力,对未来增长价值预期较低。

3、市值合理性评价

市场预期常常受市场层面的多方面影响,不太注重企业的内在属性,由市值推算出来的未来增长价值常常脱离企业的内在价值,因而,不能真实合理脱离企业未来绩效增长的实际可能情况。市场的预期可能由于对企业未来绩效的错误估计而导致股价脱离内在价值。未来是高度不确定的,从而使这个问题的解决出现很大的困难。在这种情况下,有几种判断方法。

一是经验判断法。如果当前股权价值的比例高,则说明公司当前创值能力良

好,具有较强的可延续性。但未来股权增长价值能力并不为市场看好,极端情形是当前股权价值为 100%及以上,未来股权增长价值为 0 及以下。公司完全没有创造未来增值的能力,市场对其毫无信心。反之,如果未来股权增长价值比例高,可以认为市场对公司的未来增长有着极高的预期,高科技和创业公司多属此类,极端情形是未来股权增长价值为 100%及以上。成熟性企

业市值的 50%—70%由当前股权价值支撑,成长性市值的 10%—30%由当前股权价值支撑。根据上述数据,当前股权价值与市值的构成率为 42.00%,未来股权增长价值与市场价值的构成比为 58.00%,100 强的平均市值较为合理,具体到每个企业,尚需一企一议。

二是未来收益预测法。常常通过现金流法和经济增加值法估算。现金流法是在

未来增长价值与市场价值比

排序	未来增长价值与市值比	企业名称	企业代码
1	98.67%	园城黄金	600766
2	95.05%	迅游科技	300467
3	91.06%	联络互动	002280
4	90.63%	西藏珠峰	600338
5	88.71%	顺网科技	300113
6	86.90%	强力新材	300429
7	86.86%	康达尔	000048
8	86.76%	先导智能	300450
9	86.45%	彩虹精化	002256
10	86.04%	印纪传媒	002143
11	85.90%	保千里	600074
12	85.73%	邦宝益智	603398
13	85.11%	弘高创意	002504
14	83.61%	广生堂	300436
15	83.61%	银信科技	300231
16	82.81%	浙江东日	600113
17	81.67%	艾派克	002180
18	79.95%	爱尔眼科	300015
19	79.50%	威帝股份	603023
20	79.34%	天孚通信	300394
21	79.17%	国轩高科	002074
22	78.58%	金雷风电	300443
23	78.20%	生物股份	600201
24	78.19%	迈克生物	300463
25	77.34%	游族网络	002174
26	76.41%	华建集团	600629
27	76.31%	迪安诊断	300244
28	75.96%	乐凯新材	300446
29	75.53%	世联行	002285
30	75.52%	未名医药	002581
31	75.40%	恒顺众昇	300208
32	75.26%	万达院线	002739
33	74.84%	恩华药业	002262
34	73.54%	灵康药业	603669
35	73.31%	雅百特	002323
36	72.84%	张家界	000430
37	72.27%	汤臣倍健	300146
38	71.83%	雪迪龙	002658
39	70.59%	恒瑞医药	600276
40	70.14%	中国海诚	002116
41	69.94%	网宿科技	300017
42	69.67%	青海春天	600381
43	69.45%	长城影视	002071
44	69.39%	好莱客	603898
45	69.08%	济川药业	600566
46	67.35%	富临精工	300432
47	65.55%	晨光文具	603899
48	65.34%	安迪苏	600299
49	65.19%	艾华集团	603989
50	64.92%	尔康制药	300267
51	64.57%	三七互娱	002555
52	62.54%	莎普爱思	603168
53	62.25%	桃李面包	603866
54	62.25%	长春高新	000661
55	62.08%	海康威视	002415
56	61.84%	景峰医药	000908
57	61.77%	康力电梯	002367
58	60.32%	万丰奥威	002085
59	59.58%	口子窖	603589
60	59.37%	建新矿业	000688
61	58.80%	九阳股份	002242
62	57.96%	劲嘉股份	002191
63	57.37%	索菲亚	002572
64	56.67%	承德露露	000848
65	55.85%	海天味业	603288
66	54.92%	三环集团	300408
67	54.79%	东方能源	000958
68	53.82%	云南白药	000538
69	53.39%	伟星新材	002372
70	52.34%	海澜之家	600398
71	50.29%	史丹利	002588
72	50.11%	信立泰	002294
73	49.12%	东阿阿胶	000423
74	48.94%	老板电器	002508
75	48.74%	清新环境	002573
76	47.40%	苏泊尔	002032
77	47.14%	天士力	600535
78	45.51%	洋河股份	002304
79	44.95%	联美控股	600167
80	43.55%	江南水务	601199
81	43.27%	富临运业	002357
82	43.16%	中通客车	000957
83	42.46%	华东医药	000963
84	39.36%	启迪桑德	000826
85	39.01%	老凤祥	600612
86	38.20%	宇通客车	600066
87	36.80%	伊利股份	600887
88	32.48%	鸿达兴业	002002
89	31.44%	豪迈科技	002595
90	30.81%	上海石化	600688
91	27.72%	正泰电器	601877
92	27.11%	温氏股份	300498
93	26.82%	贵州茅台	600519
94	25.41%	奥瑞金	002701
95	20.14%	双汇发展	000895
96	18.44%	东风股份	601515
97	4.90%	亚邦股份	603188
98	-18.90%	长城汽车	601633
99	-53.48%	吉祥航空	603885
100	-204.56%	美的集团	000333

利 润

净 现 金 流

经济增加值

净 现 金 流

经济增加值

利 润



详细预测未来十年以上财务报表基础上,转化为现金流,按照现金流估值法预测;经济增加值法也是在详细预测未来十年以上财务报表的基础上,计算未来经济增加值,然后折现估算,两者等值。但这些方法比较繁琐,而且绝对值预测没有上限。

三是能力预测法。在已知创值能力和经济增加值(创值收益)的基础上,根据企业的发展环境,历史数据及行业数据进行比较分析,可以确定上限值、下限值,并且在假设优良情景、适应情景、不利情景的条件下,可以采取下列步骤:首先,预估经营创收力;其次,估算运营成本管理力;其三,估算资本成本管理力;其四,按照投入与收入的配比原则,估计投入资本;最后预测出未来经济增加值[经济增加值(创值收益)],计算出未来增长价值。

囿于主旨和篇幅,本文只是基于创值能力对市值合理性进行基本判断,更为精确的估值还需要根据每个企业的市场增长的可能性、投入资本增长的可行性、经营创收力、运营成本管理力、资本成本管理力等方面进行细致分析评估,在此不一一展开分析。
(执笔:郭昀 但瑞华)