

2007 年度民营上市企业绩效分析

随着我国经济改革的深入,民营经济伴随着我国市场经济的发展逐渐成长,在国民经济中的地位不断提高,已经成为我国经济发展的主要推动力量。2005 年初发布的“非公经济 36 条”对民营经济进行了肯定,也为民营经济的进一步发展奠定了坚实的基础。

根据全国工商联主编的 2006 民营经济蓝皮书——《中国民营经济发展报告第三卷(2005-2006)》,截至 2005 年底,内资民营经济在我国 GDP 中的比重达到 50%,外商和港澳台投资经济的比重达到 15%,二者相加为 65%。可以看出,非公经济已经占有我国国民经济总量的三分之二。

从税收方面看,2000 年以来,民营企业贡献的税收增长率一直保持在 40%以上。2005 年私营企业税收和个体税收总额分别占全国税收总额的 8.8%和 4.5%。在不少地区,民营经济税收已经成为地方的主体财源。

在就业方面,民营企业为我国近年来新增加的城镇就业岗位作出了很大的贡献。2000 年 65%的新增就业岗位来自民营企业,2005 年这个比例已经增加到 75%以上。在二、三产业中,从 2000 年到 2005 年,民营企业在新增岗位的就业比重由 77.5%增加到 84.1%。

在投资方面,2005 年内资民营投资总量达到了 52193 亿元;占全社会固定资产投资的比重从 2000 年的 41.9%提高到了 60%。

在出口创汇方面,2005 年民营企业出口额达到 1490 亿美元,比 2004 年增长 47.3%,高于国有企业和外商投资企业 22.8 个百分点。“十五”期间,民营企业对中国整体出口增长的贡献率达到 26.5%。

在技术创新方面,根据中国民营科技实业家协会的统计,全国 53 个国家级高新区中,民营科技企业占企业总数的 70%以上。在政府认定的高新技术企业中,北京、上海、江苏等地的民营科技企业占 80%,广州、深圳占 90%,浙江占 95%。2000 至 2005 年期间,民营科技企业获国家科技进步一等奖 15 项,二等奖 115 项。在 2005 年国家科技进步奖的获奖企业中,民营科技企业占 17%。2005 年民营科技企业资产总额 6.3 万亿元,

以上的数据从宏观上说明了民营经济在我国经济发展中的地位和贡献。2006 年民营企业个体的表现又是怎么样的呢?我们将通过考察民营上市企业的绩效来找到答案。如果说上市民营企业是整个民营经济的代表,那么它们的发展状况也反映了我国目前民营企业的现状和前景。

1、对民营上市企业的界定

最近几年来，上市企业的结构有了比较大的变化。单纯民营企业或单纯国有企业的上市公司已经不多见，更多的上市企业是混合所有体制的。因此，我们界定民营上市企业的标准是：非国有上市公司就可以被视为民营上市企业。所有非国有和非集体所有的农村和城镇经济实体，主要包括私营企业、私人控股的股份制企业，甚至包括外商投资企业（含港澳台资企业），都属于民营企业。

根据这一标准，我们确认 2006 年在国内和海外证券市场上市的民营企业共有 605 家，其中在我国上海和深圳证券交易所上市的有 434 家，在香港特区联交所上市的有 133 家，在美国纳斯达克和纽约证券交易所上市的共 38 家。

上市民营企业上市地点分布

上市地点	2006 年		2005 年	
	数量	比重	数量	比重
我国内地（上海和深圳证交所）	434	71.74%	406	71.47%
香港特区	133	21.98%	143	25.18%
美国（纽约证交所和纳斯达克）	38	6.28%	19	3.35%
总计	605	100%	568	100%

从行业分布看，上市民营企业主要集中在制造业，占整体的 61.31%；其次是信息技术产业和房地产金融业，分别为 11.84%和 6.36%。

上市民营企业行业分布

行业	2006 年比重（%）	2005 年比重（%）
制造业	61.31	58.1
信息技术业	11.84	13.2
房地产业	6.36	6.69

综合类	5.48	6.16
批发和零售贸易	5.12	5.11
农、林、牧、渔业	2.12	2.64
建筑业	1.94	1.76
社会服务业	1.42	1.58
传播与文化产业	1.06	1.06
交通运输、仓储业	0.88	1.23
零售	0.88	0
采掘业	0.53	1.23
电力、煤气及水的生产和供应业	0.53	0.88
金融、保险业	0.53	0.35

我们将从五个方面来考察这 605 家上市民营企业的绩效，并在此基础上作出排名。这五个方面是：

第一，营业收入总额。营业收入反映了企业的规模，也反映了企业对总体经济的参与和贡献。营收也是世界最权威的《财富》杂志全球企业排名的依据。因此，我们本次上市民营企业百强主要是以营业收入为依据。

第二，总资产收益率(ROA)。这个指标衡量了企业的盈利能力。

第三，营业收入增长率。营收增长率反映了企业的成长性，是估计企业价值的重要依据。我们这儿使用企业 2006 年营业收入增长率和 2005 年营业收入增长率的算术平均数¹。

第四，企业的社会贡献²：企业在为股东创造价值的同时也在为社会做出贡献，其中主要的贡献就是解决就业和上缴税费。我们用企业工资支出和上缴税收之和来衡量企业为社会

¹ 我们使用两年增长率平均数的目的在于控制短期的波动。

² 海外上市企业由于缺少数据，未参加本项排名。

创造的价值。需要说明的是，由于海外上市企业由于缺少数据，我们没有进行比较。

第五，市场价值增长³。这个指标反映了 2006 年 5 月 31 日到 2007 年 5 月 31 日上市企业市值的变化。通过这个指标，我们可以看出市场对企业的的评价，也可以估计股改为股东创造的财富增量。

2、2006 年民营上市企业绩效概况

2006 年 605 家民营上市企业的营业收入总额约为 7740 亿元人民币，平均营业收入总额约为 13.3 亿人民币。企业营业收入平均增长率为 38%。全部民营上市企业产生的净利润为 552 亿元人民币，平均每家企业净利润为 1.26 亿人民币，平均总资产收益率为 4.97%。在社会贡献方面，民营上市企业工资与税收支出的总额为 592 亿元人民币，平均每家企业工资与税收支出为 1.37 亿元人民币；从 2006 年 5 月 31 日到 2007 年 5 月 31 日的一年间，沪深两市民营上市企业的市值增加总额为 1.4 万亿元人民币，平均每家企业的市值增加了 35.5 亿元人民币。

2006 民营上市企业绩效(括号内为 2005 年数据)

	2006 年数据		2005 年数据	
	总额	平均	总额	平均
营业收入（亿元人民币）	7740	13.3	6660	12
营业收入增长率（%）	—	38%		24.9%
净利润（亿）	552	1.26	266	0.474
资产收益率（%）	—	4.97%		1.4%
工资与税收支出（亿）	592	1.37	525	1.29

³ 市值根据 2006 年 5 月 31 日和 2007 年 5 月 31 日收盘价计算，海外上市民营企业未参加本项排名。

市值增长（亿）	14000	35.5		
---------	-------	------	--	--

以便于和以往的比较，表格的括号中列举了 2005 年的相应数据。可以看到，民营企业无论在营业收入、营业收入增长，还是在利润率和市值成长方面都有所提高。可以说，2006 年民营企业在各个方面都有了不小的进步。

3、民营上市企业与 A 股国有上市企业绩效的对比

我们进一步将民营上市企业的绩效与 A 股非民营上市企业的绩效做一个对比。2006 年沪深股市中有 991 公司，基本上为国有（包括地方政府、地方国资委、国有法人等）控股企业。这些上市企业一共创造了约 5.28 万亿元人民币的营业收入，平均每家企业约 53.4 亿元（与民营上市企业的营业收入平均为 13.3 亿人民币相比较，国有上市企业的规模要明显大于民营上市企业平均经济规模）。在营业收入增长方面，国有上市企业两年平均增长率为 22%，低于民营上市企业 38% 的平均水平，这从一个方面说明了民营企业的勃勃生机；在盈利能力方面，国有上市企业总共创造利润为 3340 亿人民币，平均每家企业为 3.37 亿人民币，规模上大大超过民营上市企业。但是在盈利能力上，国有上市企业的平均总资产收益率和平均净资产收益率分别为 2.0% 和 5.6%，低于民营企业的 4.97% 和 12.1%。

2006 年，国有上市公司的工资与税收支出为 6630 亿元，而在国内上市的民营企业支出量为 592 亿。由于民营企业的规模比较小，因此我们使用工资和税收总额与营业收入之比来衡量单位产值中对社会的贡献。民营上市公司和国有上市公司的平均值都为 16%。

	2006 年		2005 年	
	A 股非民营上市企业	民营上市企业	A 股非民营上市企业	民营上市企业
营业收入总额（亿元人民币）	52800	7740	35800	6660
平均营业收入（亿元人民币）	53.4	13.3	37.4	12
营业收入增长率	22%	38%	19.7%	24.9%

平均总资产收益率	2.0%	4.97%	1.8%	1.4%
平均净资产收益率	5.6%	12.1%	9.02%	6.41%
工资与税收总额（亿元人民币）	6630	592	4220	525
工资与税收/营业收入	16%	16%	11.8%	7.88%
市值增长总额（亿元人民币）	69700	14000		
平均市值增长（亿元人民币）	73.9	35.5		

从上述分析中可以看出，在 2006 年民营上市公司的盈利能力要远好于国有上市公司。那么民营企业的优势主要来自于哪些方面，哪些方面还应该有所提高？我们进一步借助于杜邦三项分解（杜邦分解是由美国杜邦公司于 1919 年首创的一种财务综合分析法，通过对净资产收益率的分解，可以观察到企业运作的各个方面，对此进行考察。杜邦三项分解的具体做法是：

净资产收益率（净利润/净资产）=销售收益率（净利润/销售收入）×销售周转率（销售收入/总资产）×财务杠杆（总资产/净资产）

可以看出，民营上市企业的销售收益率平均为 9.5%，而国有上市企业的销售收益率平均仅为 5.3%。这说明民营上市企业在运营能力方面远远超过了国有上市企业。我们分析其中的原因，是民营企业在市场的把握和产品更新的速度、运营的效率上更好。在财务杠杆和销售周转率方面，民营上市企业和国有上市企业差距并不明显。民营上市企业略多地使用了债务融资。在销售周转率上，两类企业的平均销售周转率都比较低，如美国大企业（标准普尔五百家企业，S&P500）的平均水平是 0.96。因此，如果能够加快销售周转，那么企业的盈利能力就能够更上一个台阶。

杜邦三项分解对比

	A 股非民营企业	A 股民营上市企业
平均销售收益率（净利润/销售收入）	5.3%	9.5%
平均销售周转率（销售收入/总资产）	74%	71%
平均财务杠杆（总资产/净资产）	2.98	3.12

4、海外上市与民营企业

海外上市既是民营企业的一个融资选择，又是民营企业实现国际化的一个途径。从前两年的比较看，海外上市的民营企业的绩效明显超过内地上市民营企业。我们继续比较了 2006 年度海外上市民营企业和内地民营企业的绩效，为了方便与以往数据的比较，括号列举了 2005 年的数据。

近两年来，民营企业选择海外上市的越来越多，整体规模已经达到内地上市民营企业的 50% 左右。2006 年内地上市企业总营收约为 5175 亿，而海外上市企业也已经达到 2665 亿人民币。从单个企业规模来看，2006 年海外上市企业的平均营收是 17.3 亿元，内地上市企业的平均营收是 12 亿，海外上市企业的平均规模要大于国内上市企业。在平均营业收入增长率方面，虽然 2006 年内地上市企业的平均营业收入增长率从 2005 年的 12% 增加到 31.6%，但是海外上市企业的 2006 年的平均营业收入增长率为继续保持在 57.1%，较 2005 年的 58% 略有下降。这说明海外上市民营企业的市场机会要高于国内上市民营企业。

在平均绩效方面，海外上市企业同样优于内地上市企业，2006 年海外上市企业的平均净资产收益率为 24.1%（2005 年为 15.5%），而内地上市企业是 9.7%（2005 年是 4.3%），海外上市企业的盈利能力明显优于内地上市企业。

从以上比较中我们可以看出，海外上市的民营企业继续在平均营业收入增长和平均绩效上都高于内地上市民营企业。从这个意义上讲，海外上市的民营企业已经成为我国民营企业发展的一个标杆。

另外，从 2005 年和 2006 年的对比数据可以看出，内地上市民营企业的资产质量在显著提高。过去，优质民营企业更多选择海外上市，而内地上市的民营企业上市后表现平平。随着我国经济体制的不断完善、尤其是股改的完成，内地证券市场获得了高速发展。这些变化推动内地上市民营企业的公司治理水平不断提高，更多企业愿意将优质资产注入上市公司，因此内地上市公司表现出强劲的发展势头。

	2006 年		2005 年	
	内地上市民营企业	海外上市民营企业	内地上市民营企业	海外上市民营企业
营业收入总额（亿元人民币）	5175	2665	4410	2250
平均营业收入（亿元人民币）	12	17.3	10.9	14.5

平均营业收入增长率	31.60%	57.10%	12%	58%
平均净资产收益率	9.70%	24.10%	4.30%	15.50%

5、小结

2006 年民营上市企业显示出非常强劲的发展势头，在成长性和盈利能力方面都优于国有上市企业。我们认为，促使民营企业绩效提升的一个主要原因在于股改的完成。股改在很大程度上解决了原先上市公司大股东的利益与公司的利益不一致的问题，因此大股东做好企业的意愿非常强烈。许多证据显示，越来越多的大股东把优质资产注入上市企业，甚至选择将母公司整体注入而实现整体上市。

对于民营企业，大股东对企业绩效的促进作用比国有企业更加突出。因此如何有效促使大股东专注于搞好企业经营管理，提升核心竞争力，而抑制其可能出现的不利于企业发展的机会主义行为，应该是民营企业下一步发展的关键所在。我们认为解决这一问题有两个方面的途径。一方面要尽可能紧密地将大股东的利益与企业的利益捆绑起来，充分地激励大股东搞好企业的积极性。另一方面要进一步完善市场环境，对大股东形成有效的监督和约束。

从目前的发展状态和趋势看，民营经济和民营企业已经是我国经济发展的重要引擎，而且其重要性会越来越显著。民营上市企业如果能够继续其良好的表现，在证券市场中的比重将越来越大，地位也会越来越重要。