

2010 中国民营上市企业绩效排名报告¹

朱宏晖 张华 张维炯

2009 年中国民营经济总体发展态势

2009 年，金融危机的影响还在持续，中国经济在此次危机中表现出色，成为世界经济增长的最为重要的引擎之一。民营经济，作为推动中国经济增长的强劲动力，在外部环境不景气的情况下持续发展，表现出很强的应对危机的能力，成为中国经济增长的亮点。无疑，近 30 年来民营经济的崛起和持续稳定增长是中国举世瞩目的经济奇迹之一。

国家统计局的数据显示，2009 年全国工业增加值为 134625 亿元，比上年增长 8.3%，其中规模以上私营企业增长 18.7%，远高于同期全国平均增长水平以及国有及国有控股企业的增长水平（6.9%）。从规模以上企业实现的利润来看，2009 年 1-11 月私营企业实现利润总额达 6849 亿元，比上年增长 17.4%，而同期国有及国有控股企业实现的利润总额比上年下降了 4.5%。另外，规模以上外商和港澳台投资企业的利润总额达到 7511 亿元，增长率高达 16.9%。

第二次全国经济普查的数据也显示，近年来中国民营经济发展迅速。从企业数来看，2008 年末私营企业数达到 359.6 万个，比 2004 年增加 161.4 万个，增长 81.4%。与之形成鲜明对比的是，同期国有企业数下降了 20.0%。另外，同期港、澳、台和外商投资企业数的增长速度也高于国有企业增长速度，分别为 13.5%和 30.2%。从资产总额来看，全国第二、三产业私营企业资产总额达到 25.7 万亿元，比 2004 年增加 17.0 万亿元，增长 194.9%，而同期国有企业资产总额的增长率仅为 58.5%。同属非国营经济组成部分的港、澳、台和外商投资企业也发展迅速，其中港、澳、台商投资企业资产总额同期增长率达到 89.8%，外商投资企业资产总额增长率达到 118.0%。上述数据表明，近年来中国民营经济得到了长足发展。

随着民营经济的持续、快速增长，其在整个中国经济中占的比重越来越大，在推动经济增长、解决就业等方面发挥的作用越来越大。根据国家统计局的数据显示，截止 2008 年底私营工业企业数达到 245850 个，占工业企业总数的比重为 57.7%，而同期非国有工业企

¹ 本报告中样本企业的财务数据和市值数据主要由万德（WIND）公司提供或从 WIND 资讯终端提取，部分数据参照了国泰安中国上市公司数据库。数据处理和和分析报告由中欧国际商学院完成。宋渊洋为本报告提供了优秀的研究助理工作。

业数量占到总工业企业数量的比重高达 95%。从资产总计来看，2008 年私营工业企业和非国有工业企业占的比重达到 17.59%和 56.22%；从实现利润来看，占的比重分别为 27.16%和 70.34%；从纳税来看，占的比重分别为 24.65%和 61.90%；从就业来看，占的比重分别为 32.5%和 79.70%。

从以上统计数据可以看出，民营经济已经成为中国经济的重要组成部分。数量庞大的民营企业在解决就业、推进中国经济发展等方面具有突出的贡献。我们将从企业层面分析民营企业的经营状况，以便对我国民营企业发展规模和现状有更详细的了解。为确保数据的可靠性，我们选择的样本是中国的民营上市企业。上市企业的财务数据经审计后比较可靠。同时，上市民营企业是民营企业中规模较大、经营水平相对较高的企业，它们的经营状况很大程度上反映了我国民营企业的现状与前景。

界定民营上市企业

首先，本报告把所有非国有的农村和城镇经济实体，主要包括私营企业、集体所有企业、私人股东或集体股东控股的股份制企业，甚至包括外商投资企业（含港澳台资企业），都界定为民营企业。在此基础上，本报告把中国民营上市企业界定为经营活动主要发生在中国大陆境内的所有非国有控股的上市公司。区分上市公司是否民营企业的一个重要的依据就是看是否存在国有控股或国有法人控股，实际控制人不是国家或国有法人，我们就将其归类为民营企业。其中有些控股股东是法人的企业比较容易产生误会，主要是由于法人的属性比较复杂或容易引起误会。第一类是产权明晰，但常被误以为是国有企业的企业，比如青岛海尔的控股股东是海尔集团。海尔集团是一家产权非常明确的集体所有企业，只是由于规模庞大，常被误认为是国有企业。其次是一些村、镇所有的企业，比如南山铝业、华泰股份，它们的控股股东分别是南山集团和华泰集团，背后的实际控制人分别是南山村委会和大王镇政府。第三类是产权结构比较复杂，但最后的实际控制人是自然人的企业，比如南钢股份。南钢股份控股股东是南京钢铁联合有限公司，南京钢铁联合有限公司中尽管有国有股份，但实际上复星集团通过多重持股是这个公司的实际控制人。而复星集团的最终控制人是自然人。还有些企业，比如东风汽车，其控股股东是东风汽车有限公司，而东风汽车有限公司是 50%国资和 50%外资（日产汽车）合资设立的，其法人性质是非国有法人，因此我们也将它列入了民营企业。

根据这一标准，本报告确认 2009 年在国内和香港、美国证券市场上市的民营企业共有

972 家，其中在我国上海和深圳证券交易所上市的有 697 家，在香港特区联交所上市的有 178 家，在美国纳斯达克和纽约证券交易所上市的共 97 家²。

表 1 上市民营企业上市地点分布

| 上市地点 | 我国内地 (上海和深圳证交所) | 香港特区 | 美国 (纽约证交所和纳斯达克) | 总计 |
|------|--------------------|--------|--------------------|------|
| 数量 | 697 | 178 | 97 | 972 |
| 比重 | 71.71% | 18.31% | 9.98% | 100% |

本报告将从五个方面来考察这些民营上市企业的绩效³，并在此基础上做出排名。这五个方面分别如下。

第一，营业收入总额。营业收入反映企业的规模，也反映了企业对总体经济的参与和贡献。营收是世界权威的《财富》杂志全球企业排名的依据性指标。我们本次民营上市企业百强也以营业收入作为排名依据。

第二，总资产收益率。该指标被用来衡量企业的资产运营能力。相比于净资产收益率，总资产收益率消除了财务杠杆对不同企业的影响，因而可以更容易比较民营企业和非民营企业在资产运营方面的效率。

第三，营业收入增长，企业 2007 年到 2009 年的营业收入年均复合增长率。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。

第四，社会贡献⁴：企业在为股东创造价值的同时也在为社会做出贡献，其中主要的贡献是解决就业和上缴税费。本报告用企业工资支出总额和上缴税收额之和来衡量企业的社会贡献。

第五，市场价值。本报告用各家民营上市企业在 2009 年 12 月份最后一个交易日（31 日）收市市值为该指标赋值。这个指标反映了各家民营上市企业在证券市场中的地位，也可以视为投资者对该企业的总体评价。

2009 年民营上市企业绩效

2009 在金融危机的影响下，民营上市企业成长速度减慢，降幅较大。2009 年，样本中

² 本报告没有将在伦敦证券交易所和新加坡证券交易所上市的中国民营企业纳入排行榜。伦敦和新加坡上市的民营企业数量相对较少并且规模相对较小，基本都无法进入百强。根据以往的分析，不将这些企业纳入排名不会对整个排名产生重大影响。

³ 鉴于 ST 企业处于非可持续的发展状态，我们没有在排行榜中纳入 ST 企业。

⁴ 香港和海外上市企业由于缺少数据，未参加本项排名。

民营上市企业总营业收入达到 21434.94 亿元，平均营业收入为 22.83 亿元，比 2008 年分别增长了 29.28% 和 12.63%。企业平均营业收入增长率为 13.04%，继 2008 年增速下降后继续下降。不过，从净利润来看，无论是总额还是平均净利润都有所增长。2009 年净利润总额为 2383.45 亿元，平均净利润为 2.54 亿元，与 2008 年相比均有较大幅度增长。净资产收益率为 8.18%，与 2008 年相比有所增长。在社会贡献方面，与 2008 年相比也有较大幅度增长。2009 年，民营上市企业工资与税收支出总额为 1444.89 亿元，平均每家企业工资与税收支出额为 2.17 亿元，高于 2008 年 963.10 亿元、1.65 亿元。根据 2009 年 12 月 31 日的收盘价，民营上市企业的总市值为 102296.74 亿元，平均市值为 122.36 亿元（见表 2）。

表 2 民营上市企业 2009 年绩效

| | 2008 年 | | 2009 年 | |
|--------------------------|--------|----------|--------|-----------|
| | 平均 | 总额 | 平均 | 总额 |
| 营业收入（亿元） | 20.27 | 16580.58 | 22.83 | 21434.94 |
| 营业收入增长率 | 36.06% | — | 13.04% | — |
| 净利润（亿元） | 1.54 | 1265.65 | 2.54 | 2383.45 |
| 净资产收益率 | 7.54% | — | 8.18% | — |
| 市值（亿元）（2009 年 12 月 31 日） | 46.93 | 34776.15 | 122.36 | 102296.74 |
| 工资与税收支出（亿元） | 1.65 | 963.10 | 2.17 | 1444.89 |

注：工资与税收支出项不包括香港、美国上市的民营企业，这部分企业数据缺乏。

民营上市企业与 A 股国有上市企业绩效的对比

下面，我们将民营上市企业与 A 股国有上市企业进行对比。从规模来看，我国民营上市企业还远小于国有上市企业。A 股国有上市企业的平均营业收入达到 99.89 亿元，而民营上市企业平均数仅为 22.83 亿元，仅为国有上市企业的 1/5；国有上市企业的平均净利润为 9.32 亿元，而民营上市企业平均净利润为 2.54 亿元；国有上市企业的平均市值为 599.37 亿元，而民营上市企业平均市值为 122.36 亿元。对照民营经济在总体经济中的比例，可以看出，民营企业呈现数量多而规模低的特征。

表 3 民营与 A 股国有上市企业 2009 年绩效比较

| | A 股国有上市企业 | 民营上市企业 |
|------------------------|-----------|-----------|
| 营业收入总额（亿元） | 107380.02 | 21434.94 |
| 平均营业收入（亿元） | 99.89 | 22.83 |
| 平均营业收入增长率 | 12.36% | 13.04% |
| 净利润总额（亿元） | 10115.04 | 2383.45 |
| 平均净利润（亿元） | 9.32 | 2.54 |
| 平均总资产收益率 | 2.09% | 5.07% |
| 平均净资产收益率 | 3.05% | 8.18% |
| 市值总额（2009年12月31日）（亿元） | 638329.96 | 102296.74 |
| 平均总市值（2009年12月31日）（亿元） | 599.37 | 122.36 |
| 工资和税收总额（亿元） | 15309.53 | 1444.89 |
| 平均工资和税收（亿元） | 14.14 | 2.17 |
| 工资和税收/营业总收入 | 16.83% | 15.30% |

注：涉及工资与税收的项目不包括香港、美国上市的民营企业，这部分企业数据缺乏。

虽然民营企业规模较小，但在增长速度和盈利能力方面却超过了国有企业。2009年民营上市企业平均营业收入增长率达到13.04%，略高于同期A股国有上市企业的增长速度（12.36%）。从平均总资产收益率来看，2009年民营上市企业为5.07%，而同期国有上市企业仅为2.09%，不到民营企业的1/2。在净资产收益率方面，民营同样高于国有，民营上市企业的平均净资产收益率为8.18%，远高于A股国有上市企业的平均净资产收益率（3.05%）。这些数据反映了上市民营企业无论是在资本效率和资产运营能力上都要高于上市国有企业。这也表明，我国经济改革整体上国退民进的战略可以有效提高我国的经济运行效率。

2009年，国有上市企业的工资与税收总支出为15309.53亿元，而同期民营上市企业支出量为1444.89亿元，平均而言每个国有上市企业支出的工资与税收为14.14亿元，每个民营上市企业支出的工资与税收仅为2.17亿元。国有上市企业的工资与税收无论是总量还是平均数均明显高于民营上市企业。由于国有企业数量多、规模大，为排除企业数量、规模的影响，使比较结果更准确，我们进一步使用工资与税收总额与营业收入之比来衡量企业对社会的贡献。民营上市企业和国有上市企业的“工资与税收/营业收入”分别为15.30%、16.83%，从支付比例来看民营上市企业和国有上市企业没有较大差异（见表3）。

从上面的分析可以看出，虽然民营上市企业规模不及国有上市企业，但盈利能力却好于国有上市企业。下面我们进一步通过杜邦三项分解来分析民营企业的优势来自于哪些方面。

面，哪些方面还有待提高？可以看出，民营上市企业的平均销售收益率为 7.78%，高于国有上市企业(4.86%)，而在平均销售周转率等方面略低于国有上市企业。这说明民营上市企业在运营能力方面超过了国有上市企业。由于国有上市企业能更好地运用债务融资，民营上市企业的平均财务杠杆低于国有上市企业。如果民营企业能加快销售周转率，则其盈利能力会进一步提高（见表 4）。

表 4 杜邦三项分解对比

| | A 股国有企业 | 民营企业 |
|-------------------|---------|--------|
| 平均销售收益率（净利润/销售收入） | 4.86% | 7.78% |
| 平均销售周转率（销售收入/总资产） | 64.69% | 63.08% |
| 平均财务杠杆（总资产/净资产） | 2.62 | 2.06 |

海外上市与内地上市比较⁵

我们进一步比较海外上市民企和内地上市民企的绩效。首先，从规模来看，海外上市的民企高于内地上市民企。海外上市民企营业收入总额为 8811.99 亿元，内地上市民企为 12622.95 亿元。这主要是由于内地上市民企数量更多造成的。从平均营业收入来看，海外上市民企为 32.40 亿元，远高于内地上市民企的 18.92 亿元，这反映出海外上市对于企业规模有更高的要求。从平均营业收入增长率来看，海外上市民企也远高于内地上市民企，分别为 21.83%，11.01%（见表 5）。但从盈利能力来看，内地民营上市企业略好于海外民营企业。2009 年内地民营企业的平均总资产收益率和净资产收益率分别为 5.49%和 8.69%，高于同期海外民营企业的 4.04%和 6.92%。这可能与创业板的推出和大量优质民营企业选择在内地上市有关。近几年我们资本市场逐步放宽民营企业的上市限制，中小企业板和创业板为规模偏小的民营企业上市提供了机会。同时国内资本市场估值相对较高，因此国内资本市场吸引了大量优质民营企业上市。09 年国内 AB 股新上市企业达到 148 家，而同期香港新增民营上市企业 3 家，美国新增 15 家。这表明随着国内证券市场日趋成熟和创业板的推出，越来越多的民营企业选择在国内上市。

表 5 海外上市与内地上市民企 2009 绩效比较

| | 海外 | 内地 |
|------------|---------|----------|
| 营业收入总额（亿元） | 8811.99 | 12622.95 |

⁵ 这里海外主要是指香港和美国资本市场。

| | | |
|------------|--------|--------|
| 平均营业收入（亿元） | 32.40 | 18.92 |
| 平均营业收入增长率 | 21.83% | 11.01% |
| 平均总资产收益率 | 4.04% | 5.49% |
| 平均净资产收益率 | 6.92% | 8.69% |

宏观经济环境的不同影响

比较 2009 年和 2008 年的经营业绩可以发现，尽管 2009 年民营上市企业和 A 股国有上市企业的营业收入继续保持增长态势，但是增长的势头有所放缓，民营上市企业的平均营业收入增长率 2009 年较 2008 年下降了 23.02 个百分点，降幅为 63.84%；同期 A 股国有上市企业的平均营业收入增长率下降了 5.38 个百分点，降幅为 30.33%。与 A 股国有企业相比，民营企业的降幅更大。这可能与全球市场不景气、出口受阻有关以及企业的行业分布有关。A 股国有企业大多集中于垄断行业，市场主要是国内市场，受到的影响相对较小；而集中于竞争性行业和出口市场的民营企业受到宏观环境不景气的影响较大，导致营业收入出现大幅下滑。另外，为应对金融危机，政府大量投资流入国有企业，使得国有企业在危机中有足够的资源进行业务扩张、购并等，实现较快增长，而国家积极的财证政策传导到民营企业相对较慢，民营企业对于市场的敏感性更强。在这方面，国有经济在宏观经济调控方面具有更多的优势。

值得注意的是，与 2008 年相比，虽然民营企业的营业收入增长速度下降，但盈利能力却没有下降。2009 年民营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 5.07% 和 8.18%，与 2008 年的 4.12% 和 8.38% 相比没有恶化。与之形成对比的是，在危机中仍保持较高增长速度的 A 股国有上市企业的盈利能力出现了一定幅度下降，2009 年 A 股国有上市企业的平均总资产收益率从 2008 年的 2.62% 下降到 2.09%，平均净资产收益率从 2008 年的 6.26% 下降到 3.05%。这也在一定程度上说明民营资本在抵御危机方面的能力高于国有资本。

小结

2009 年是金融危机持续发挥影响的一年，虽然在外部环境不景气的影响下民营企业的增长速度有所下降，但仍保持较高的增长速度。在增长速度下降的同时，民营企业的盈利

能力并没有受到较大影响，与 2008 年基本持平。与之形成对比的是，A 股国有上市企业的盈利能力出现了较大幅度的下降。

总体上来看，民营上市企业在规模方面（例如营业收入、净利润和市值）与 A 股国有上市企业仍存在较大差距。但是民营企业的增长速度和盈利能力却好于国有上市企业，如果民营上市企业能够进一步改善财务杠杆和销售周转率，则其盈利能力还能得到进一步的改善。另外，在海外上市的民营企业在规模和增长速度等方面好于内地上市民营企业，但在盈利能力方面略低于内地民营上市企业。此外，通过对比民营上市企业与 A 股国有上市企业在 2008-2009 年的各个方面的综合表现，我们发现在民营上市企业在抵御外部环境的不利影响方面比 A 股国有企业表现更好，具有更强的危机应对能力；而在宏观经济调控方面，国有企业表现出了特殊的优势。

总之，民营经济和民营企业已经成为我国经济增长的重要动力源，为中国经济在危机中持续增长做出了杰出的贡献，成为中国经济的一大亮点。另外，民营企业数量众多，在扩大就业、促进社会和谐发展等方面也正在发挥越来越重要的作用。随着中国经济的继续成长和改革的不断深入，民营经济发展的外部环境正在得到持续改善，民营经济和民营企业对于中国经济的持续增长和社会和谐发挥的作用必将越来越重要。我国目前这种国有经济和民营经济互为补充的结构是我国经济能持续稳定发展的一个重要因素。