

第八章 民营上市公司业绩与市场表现

引言

近几年来，民营上市公司已成为证券市场上一个重要的群体，它们的公司治理机制与非民营上市公司相比，有着自己鲜明的特色。在民营和非民营这两种不同公司治理机制下，民营和非民营公司两类公司的业绩与市场表现如何，是一个值得研究的重要问题。本章着重从不同时间段和不同行业两个层面来分析民营上市公司与非民营上市公司的业绩和财务表现，在此基础上，进一步分析上市途径不同的民营公司的业绩和市场表现。分析的样本期是 2002 年—2004 年，样本数量是在上海证券交易所上市的公司，这 3 年的民营上市公司的样本数量分别是 126 家、174 家和 208 家¹（见表 8.1）。业绩指标包括：1.运营状况，包含 2 个指标：主营业务成本效率和主营业务人均收入。2.盈利状况，包括 4 个指标：销售回报率、净资产回报率、资产回报率和人均净利润。3.资本结构，包括两个指标：长期财务杠杆比和总财务杠杆。4.市场评价，指标为托宾 Q 值。市场表现指标包括：1.市盈率 2. 换手率 3. 市场收益率走势。

表 8.1 样本数量、样本期及样本分类

样本期	样本企业总数（上海）	民营企业数	非民营企业数
2002年	700	126	574
2003年	767	174	593
2004年	824	208	616

资料来源：上海证券交易所，聚源数据

民营上市公司与非民营上市公司业绩比较

1. 民营和非民营上市公司的经营状况比较

从主营业务的成本效率（=主营业务成本 / 主营业务收入）来看，民营上市

¹ 2004 年民营上市公司样本数量剔除了 2 家 B 股公司和 2 家未按时披露年报的 ST 公司。

公司 2002-2004 年的均值分别为 0.77、0.74、0.75，非民营上市公司的数值分别为 0.74、0.75 和 0.76。中值的情况也差不多，见表 8.2。这表明民营上市公司和非民营上市在成本效率上差别不大。

从人均销售收入来看，民营上市公司 2002-2004 年的均值分别为 66.56 万元、75.29 万元和 88.56 万元，低于非民营上市公司的 161.84 万元、189.86 万元和 225.85 万元。这表明民营上市公司在人均销售收入方面，低于非民营上市公司，并且有逐年扩大的趋势。中值的数据也表明了这一趋势，见表 8.2。假定民营企业不存在人员过多的情况，民营企业人均销售收入持续下降，说明民营企业这几年的经营业务收入和盈利能力可能出现持续下滑，下面我们将进一步民营和非民营企业的盈利能力。

表 8.2 2002-2004 年民营和非民营上市公司运营状况比较

	成本效率		人均销售收入 (单位: 万元)	
	民营	非民营	民营	非民营
2002				
均值	0.77	0.74	66.56	161.84
中值	0.74	0.77	32.83	38.09
标准偏差	0.61	0.16	123.35	823.74
数量	125	574	123	557
2003				
均值	0.74	0.75	75.29	189.86
中值	0.76	0.78	33.49	42.38
标准偏差	0.36	0.15	160.01	97.95
数量	173	593	167	570
2004				
均值	0.75	0.76	88.56	225.85
中值	0.78	0.79	39.92	56.30
标准偏差	0.20	0.15	142.74	1,277.21
数量	205	616	204	606

资料来源：聚源数据

2. 民营和非民营上市公司的盈利能力比较

在分析盈利能力方面，由于样本中存在一些巨幅亏损的公司，用算术均值分析的意义不大，因此我们采取加权平均值来比较。表格中的销售回报率、净资产回报率和总资产回报率分别是净利润相对于公司销售收入、净资产和总资产的比率。如表 8.3 所示，从各项盈利指标的加权平均均值来看，在 2002-2004 年间，除了 2002 年的销售回报率之外，民营上市公司都低于非民营上市公司。

整体上而言，民营企业的盈利能力逐年下滑，而非民营企业逐年上升。

表 8.3 2002-2004 年民营和非民营上市公司盈利能力比较

指标 /年份	销售回报率 (%)		净资产回报率 (%)		总资产回报率 (%)		人均净利润 (单位: 万元)	
	民营	非民营	民营	非民营	民营	非民营	民营	非民营
2002								
加权平均值	6.10	4.80	5.45	6.47	1.12	2.30	2.19	2.65
数量	125	574	126	574	126	574	125	574
2003								
加权平均值	2.68	5.54	3.11	8.32	0.60	2.65	1.12	3.84
数量	173	593	174	593	174	593	174	593
2004								
加权平均值	2.38	5.86	3.48	10.45	0.63	3.16	1.23	5.13
数量	205	616	208	616	208	616	208	614

资料来源：聚源数据

中欧国际工商管理学院的一份研究报告对海内外民营企业绩效进行了分析，比较结果见表 8.4。在营业收入增长上，内地上市民营企业平均为 28%，而海外上市民营企业平均则高达 41%，民营上市企业整体为 31%，沪深上市所有企业平均为 31%；在净资产收益率方面，内地上市民营企业为 6.8%，海外上市企业为 16.3%，民营上市企业整体为 15.8%，沪深上市所有企业平均为 8.99%。可以看出，海外上市的民营企业在成长性和盈利能力方面远远超过内地民营上市企业。而且内地上市民营企业在增长和净资产收益率方面还落后于内地上市企业平均水平。

出现这一结果，有多方面原因。其一，海外证券市场的监管和市场压力要大于我国内地证券市场，给企业的治理和经营带来更大的外部压力，迫使企业专心提高自身绩效。其二，海外证券市场上市对优秀的民营企业有较大的吸引力。海外证券市场股票全流通，有利于一些有风险投资的民营企业的战略投资者推出，有利于施行公司高管的股权激励计划，海外证券市场的融资效率也相对较高。国内资本市场由于相关制度不完善，融资效率还不是很很高和便利，许多优秀的民营企业都还没在国内证券市场上市。

因此，采取有效措施，改善国内证券市场的相关制度，为民营企业提供做大做强条件，引导和吸引优秀的民营企业在内地市场上市，对于提高国内上市民营企业的盈利能力，促进国内资本市场健康发展具有重要意义。

表 8.4 2004 年内地上市民营企业、海外上市民营企业和沪深两市所有企业业绩比较

指标	内地上市民营企业	海外上市民营企业	民营上市企业	沪深两市上市所有企业
营业收入增长	28%	41%	31%	31%
平均净资产收益率	6.80%	16.30%	15.80%	8.99%

资料来源：中欧国际工商管理学院 民营企业研究中心

3. 民营和非民营上市公司的资本结构比较

如表 8.5 所示，从长期财务杠杆（=长期债务 / 总资产）来看，在 2002-2004 年间，民营上市公司和非民营上市公司相当接近，均值在 20%-30% 之间；从总财务杠杆（=总债务 / 总资产）来看，民营上市公司在该期间内，一直高于非民营上市公司，这个差别在 2004 年为最大。这说明民营上市公司的短期负债水平要高于非民营上市公司。

表 8.5 2002-2004 年民营与非民营上市公司资本结构比较

指标/ 年份	长期财务杠杆 (%)		总财务杠杆 (%)	
	民营	非民营	民营	非民营
2002				
均值	25.19	23.06	51.28	46.90
中值	6.11	10.15	47.95	0.44
标准偏差	57.32	83.34	36.66	35.33
数量	88	463	126	574
2003				
均值	22.21	20.63	55.83	47.55
中值	6.73	9.35	49.41	46.53
标准偏差	60.51	1.14	40.00	27.20
数量	140	500	174	593
2004				
均值	26.50	29.41	81.09	49.73
中值	8.17	10.73	53.84	48.19
标准偏差	63.60	80.74	194.63	33.04
数量	165	522	208	616

注：该表中指标单位为百分比值的其指标的统计量也均带百分号。

资料来源：聚源数据

4. 民营和非民营上市公司的托宾 Q 值比较

托宾 Q 值主要反映了市场对公司价值高低的指标，其计算公式是：托宾 Q = 公司价值 / 重置成本 = (股权价值 + 债务价值) / 重置成本。托宾 Q 值越高，市场对公司价值评判也就越高。由于重置成本数据很难获得，作为近似，我们用总资产值替代，也即托宾 Q 值 = (股票市值 + 债务) / 总资产。如表 8.6 所示，在 2002-2004 年期间，民营上市公司的托宾 Q 均值分别为 2.7、2.12 和 2.12，高于非民营上市公司的 2.42、1.95 和 1.60。中值的数据也类似。这说明，相对于非民营上市公司而言，民营上市公司更受到市场的追捧。

表 8.6 2002-2002004 年民营和非民营上市公司托宾 Q 比较

指标/ 年份	托宾Q	
2002	民营	非民营
均值	2.70	2.42
中值	2.25	2.08
标准偏差	2.15	1.30
数量	126	574
2003	民营	非民营
均值	2.12	1.95
中值	1.70	1.71
标准偏差	1.94	0.83
数量	175	592
2004	民营	非民营
均值	2.12	1.60
中值	1.45	1.43
标准偏差	3.61	0.69
数量	208	616

资料来源：聚源数据

分行业的民营上市公司和非民营上市公司的比较

1. 分行业的民营上市公司和非民营上市公司的经营状况比较

在成本效率方面，如表 8.7 所示，民营上市公司成本效率优于非民营上市公司的行业主要是农、林、渔、纺织、服装、造纸、印刷、医药、电力、煤气、建筑、交通以及一般的制造业等行业，在采掘、石化、机械、金属等行业则是非民营上市公司占优势。从人均销售收入的均值来看，民营上市公司超过非民营上市公司的行业主要是农、林、渔、采掘、电子、建筑等行业。总体来分析，

民营企业的经营优势主要集中在采掘业、建筑、纺织以及一些服务行业，在金属、非金属工业、机械设备工业和一般制造业等传统国有企业占优势的产业不如非民营的上市公司。

表 8.7 2004 年分行业民营和非民营上市公司运营状况比较

行业	指标	成本效率		人均销售收入 (单位: 万元)		行业	指标	成本效率		人均销售收入 (单位: 万元)	
		民营	非民营	民营	非民营			民营	非民营	民营	非民营
农、林、牧、渔业	均值	0.77	0.79	125.50	38.79	其他制造业	均值	0.78	0.80	123.88	98.63
	中值	0.77	0.80	28.35	29.55		中值	0.80	0.85	77.04	117.37
	标准偏差	0.09	0.11	239.87	39.17		标准偏差	0.15	0.09	163.62	60.93
	数量	7	16	7	16		数量	8	5	8	5
采掘业	均值	0.67	0.65	210.70	16.36	电力、煤气及水的生产和供应业	均值	0.56	0.69	24.42	677.22
	中值	0.67	0.69	210.70	12.47		中值	0.61	0.70	25.28	53.68
	标准偏差	0.14	0.15	248.01	10.91		标准偏差	0.14	0.13	1.62	2,532.86
	数量	2	9	2	9		数量	3	34	3	34
制造业	均值	0.75	0.78	61.83	153.41	建筑业	均值	0.76	0.87	237.94	160.18
	中值	0.78	0.80	34.07	46.51		中值	0.86	0.89	64.56	80.48
	标准偏差	0.16	0.13	104.62	1,445.41		标准偏差	0.18	0.06	350.54	200.45
	数量	120	335	119	329		数量	5	14	5	14
食品、饮料	均值	0.72	0.72	61.14	64.04	交通运输、仓储业	均值	0.47	0.59	91.04	120.94
	中值	0.74	0.75	69.21	34.64		中值	0.47	0.61	91.04	77.49
	标准偏差	0.14	0.19	40.53	78.92		标准偏差	0.10	0.21	69.37	182.43
	数量	10	29	10	29		数量	2	38	2	37
纺织、服装、皮毛	均值	0.83	0.85	25.63	107.18	信息技术业	均值	0.78	0.79	95.77	122.38
	中值	0.80	0.88	22.25	42.25		中值	0.82	0.81	76.35	64.55
	标准偏差	0.16	0.10	16.85	237.92		标准偏差	0.39	0.11	58.35	172.05
	数量	13	22	12	22		数量	21	44	21	42
木材、家具	均值	0.75	-	39.09	-	批发和零售贸易	均值	0.77	0.86	87.07	451.72
	中值	0.75	-	39.09	-		中值	0.82	0.86	36.24	142.26
	标准偏差	0.01	-	24.64	-		标准偏差	0.12	0.09	97.60	608.60
	数量	2	-	2	-		数量	11	45	11	45
造纸、印刷	均值	0.80	0.84	37.01	39.76	金融、保险业	均值	0.87	0.64	191.53	127.94
	中值	0.80	0.84	37.01	36.41		中值	0.87	0.79	191.53	111.71
	标准偏差	0.02	0.17	4.31	29.11		标准偏差	0.10	0.24	127.10	43.71
	数量	2	16	2	15		数量	2	5	2	5
石油、化学、塑胶、塑料	均值	0.82	0.80	61.51	69.27	房地产业	均值	0.79	0.69	490.40	576.74
	中值	0.81	0.81	40.46	52.43		中值	0.66	0.70	494.90	408.36
	标准偏差	0.09	0.10	51.83	65.04		标准偏差	0.31	0.09	254.78	636.74
	数量	16	66	16	65		数量	6	26	6	26
电子	均值	0.78	0.78	149.36	47.48	社会服务业	均值	0.81	0.61	41.44	207.29
	中值	0.77	0.79	28.11	46.15		中值	0.83	0.65	28.96	53.45
	标准偏差	0.12	0.12	332.72	36.39		标准偏差	0.07	0.19	29.48	596.10
	数量	8	8	8	7		数量	4	19	4	19
金属、非金属	均值	0.81	0.80	40.61	80.49	传播与文化业	均值	0.58	0.70	17.58	74.61
	中值	0.81	0.81	13.69	46.88		中值	0.64	0.77	12.34	86.54
	标准偏差	0.13	0.09	56.73	90.36		标准偏差	0.26	0.18	13.55	34.03
	数量	12	58	12	57		数量	3	5	3	5
机械、设备、仪表	均值	0.79	0.79	77.54	344.80	综合类	均值	0.80	0.78	76.32	418.09
	中值	0.82	0.80	43.87	48.53		中值	0.80	0.78	59.86	49.71
	标准偏差	0.09	0.09	81.13	2,684.38		标准偏差	0.12	0.13	96.64	1,242.20
	数量	28	97	28	95		数量	19	26	19	25
医药、生物制品	均值	0.55	0.67	34.58	87.92						
	中值	0.54	0.66	32.26	54.15						
	标准偏差	0.18	0.16	19.60	157.84						
	数量	24	34	24	34						

资料来源：聚源数据

2. 分行业的民营上市公司和非民营上市公司的盈利能力比较

如表 8.8 所示，从净资产回报率的均值来看，民营上市公司高于非民营上市公司的行业主要是纺织、服装、皮毛、机械、设备、仪表、医药、综合类、其他制造业等行业，而在金属、非金属、交通运输、电力、房地产、金融、信息技术等高度资本密集型和资源密集等传统国有企业占优势的产业中，非民营上市公司的盈利能力则高于民营上市公司。

表 8.8 2004 年分行业民营和非民营上市公司盈利能力比较

行业	指标	销售回报率(%)		净资产回报率(%)		总资产回报率(%)		人均净利润 (单位：万元)	
		民营	非民营	民营	非民营	民营	非民营	民营	非民营
		加权平均值	数量	加权平均值	数量	加权平均值	数量	加权平均值	数量
农、林、牧、渔业	加权平均值	-34.75	7.11	-26.98	5.74	-8.05	3.04	-10.89	1.07
	数量	7	16	8	16	8	16	8	16
采掘业	加权平均值	10.21	16.77	17.13	16.68	5.70	11.84	7.39	3.60
	数量	2.00	9.00	2.00	9.00	2.00	9.00	2.00	9.00
制造业	加权平均值	3.05	5.80	4.66	12.53	1.88	5.76	1.37	5.23
	数量	120	335	121	335	121	335	121	334
食品、饮料	加权平均值	-2.39	3.33	-6.01	4.18	-2.07	2.13	-1.74	1.42
	数量	10	29	10	29	10	29	10	29
纺织、服装、皮毛	加权平均值	1.69	-1.20	1.74	-2.10	0.77	-1.00	0.40	-0.45
	数量	13	22	14	22	14	22	14	22
木材、家具	加权平均值	7.87	-	7.34	-	4.95	-	2.42	-
	数量	2	-	2	-	2	-	2	-
造纸、印刷	加权平均值	3.83	-1.16	6.10	-1.45	2.22	-0.54	1.37	-0.47
	数量	2	16	2	16	2	16	2	16
石油、化学、塑胶、塑料	加权平均值	5.82	5.58	8.03	15.02	3.25	6.51	2.73	6.97
	数量	16	66	16	66	16	66	16	66
电子	加权平均值	1.69	4.44	3.78	5.15	1.33	2.55	0.84	2.59
	数量	8	8	8	8	8	8	8	8
金属、非金属	加权平均值	2.08	9.02	4.69	16.94	1.47	8.72	1.09	8.48
	数量	12.00	58.00	12.00	58.00	12.00	58.00	12.00	58.00
机械、设备、仪表	加权平均值	4.38	4.72	8.76	8.32	3.16	3.90	2.87	3.13
	数量	28	97	28	97	28	97	28	96
医药、生物制品	加权平均值	5.78	2.21	5.14	4.79	2.68	1.93	1.92	1.19
	数量	24	34	24	34	24	34	24	34
其他制造业	加权平均值	5.48	3.21	7.65	3.75	2.96	1.56	3.27	2.51
	数量	8	5	8	5	8	5	8	5
电力、煤气及水的生产和供应业	加权平均值	17.65	16.41	7.30	11.54	3.22	5.47	4.18	13.34
	数量	3	34	3	34	3	34	3	34
建筑业	加权平均值	-3.50	2.17	-8.69	5.24	-2.53	1.77	-5.24	1.92
	数量	5	14	5	14	5	14	5	14
交通运输、仓储业	加权平均值	-3.70	10.61	-1.15	9.54	-0.54	3.89	-1.64	9.20
	数量	2	38	2	38	2	38	2	37
信息技术业	加权平均值	-8.89	0.07	-13.00	0.12	-6.05	0.04	-6.53	0.08
	数量	21	44	22	44	22	44	22	44
批发和零售贸易	加权平均值	-0.57	1.58	-1.18	8.16	-0.44	2.83	-0.34	3.56
	数量	11	45	11	45	11	45	11	45
金融、保险业	加权平均值	11.32	12.62	15.28	12.31	0.46	0.45	31.47	17.41
	数量	2	5	2	5	2	5	2	5
房地产业	加权平均值	7.60	10.18	6.77	6.58	2.07	2.81	30.54	22.03
	数量	6	26	6	26	6	26	6	26
社会服务业	加权平均值	2.05	11.96	2.75	9.17	1.03	4.06	0.56	2.02
	数量	4	19	4	19	4	19	4	19
传播与文化产业	加权平均值	-50.14	11.47	27.60	5.71	-15.40	3.59	-4.87	5.73
	数量	3	5	3	5	3	5	3	5
综合类	加权平均值	3.33	2.27	3.99	2.92	1.43	1.19	1.38	1.47
	数量	19	26	19	26	19	26	19	26

资料来源：聚源数据

3. 分行业的民营上市公司和非民营上市公司的资本结构比较

表 8.9 列出了分行业的民营上市公司和非民营上市公司们的资本结构情况。从表 8.9 中可以看出，民营上市公司在农、林、渔、采掘业、印刷、服装、金属、化学等许多行业的长期资本负债率都高于非民营上市公司，非民营上市公司则在建筑、信息技术、批发零售贸易等行业超过民营上市公司。从总负债水平来看，除了造纸、印刷、医药生物等少数几个行业之外，民营上市公司的负债水平都高于非民营上市公司。其中，负债比率比较高的行业有综合类、房地产、传播与文化、金属与非金属等行业。

表 8.9 2004 年分行业民营和非民营上市公司资本结构比较

行业	指标	长期财务杠杆(%)		总财务杠杆(%)		行业	指标	长期财务杠杆(%)		总财务杠杆(%)	
		民营	非民营	民营	非民营			民营	非民营		
农、林、牧、渔业	均值	22.32	9.31	298.51	40.90	其他制造业	均值	21.35	5.53	51.27	47.90
	中值	11.11	5.04	59.03	44.33		中值	20.93	5.70	53.17	42.50
	标准偏差	28.03	10.90	682.46	13.52		标准偏差	23.78	4.40	15.86	18.36
	数量	7	12	8	16		数量	7	4	8	5
采掘业	均值	36.46	23.91	64.54	38.96	电力、煤气及水的生产和供应业	均值	33.61	65.49	50.57	43.83
	中值	36.46	12.60	64.54	42.48		中值	22.92	37.70	46.03	42.83
	标准偏差	3.35	34.65	1.94	14.11		标准偏差	22.78	74.56	11.17	19.17
	数量	2	9	2	9		数量	3	30	3	34
制造业	均值	25.36	21.32	67.19	48.61	建筑业	均值	13.84	29.50	117.61	62.56
	中值	7.31	9.79	50.47	47.65		中值	14.18	16.98	66.67	65.00
	标准偏差	51.65	35.34	146.38	27.46		标准偏差	16.16	35.92	135.24	13.16
	数量	91	291	121	335		数量	4	12	5	14
食品、饮料	均值	24.33	13.09	63.33	43.51	交通运输、仓储业	均值	38.91	66.08	49.90	38.56
	中值	2.90	7.35	45.61	42.87		中值	38.91	20.43	49.90	32.88
	标准偏差	44.77	15.76	63.34	17.69		标准偏差	26.13	175.73	3.87	24.12
	数量	7	21	10	29		数量	2	32	2	38
纺织、服装、皮毛	均值	31.82	15.72	45.14	44.92	信息技术业	均值	7.80	9.95	100.71	50.02
	中值	5.90	7.39	44.75	42.03		中值	1.61	3.03	46.08	48.15
	标准偏差	58.41	26.66	25.02	16.47		标准偏差	15.50	16.14	262.40	14.83
	数量	6	20	14	22		数量	19	38	22	44
木材、家具	均值	0.21	-	26.91	-	批发和零售贸易	均值	10.12	17.13	61.66	55.07
	中值	0.21	-	26.91	-		中值	6.03	9.15	64.71	54.73
	标准偏差	-	-	9.64	-		标准偏差	11.13	31.30	14.77	16.44
	数量	1	-	2	-		数量	8	33	11	45
造纸、印刷	均值	40.82	34.81	63.82	86.51	金融、保险业	均值	313.84	391.92	85.48	79.17
	中值	40.82	22.62	63.82	57.63		中值	313.84	165.70	85.48	96.53
	标准偏差	41.61	46.74	10.52	87.06		标准偏差	436.45	498.58	16.43	24.41
	数量	2	16	2	16		数量	2	5	2	5
石油、化学、塑胶、塑料	均值	42.08	41.83	54.58	47.84	房地产业	均值	45.23	29.45	63.11	72.36
	中值	9.90	19.53	55.47	52.03		中值	44.70	22.63	62.86	54.03
	标准偏差	98.76	61.02	17.88	17.78		标准偏差	25.28	24.26	5.16	106.75
	数量	13	59	16	66		数量	3	19	6	26
电子	均值	11.74	10.95	67.06	38.09	社会服务业	均值	26.46	25.08	61.51	44.33
	中值	5.53	2.94	48.41	45.99		中值	17.83	9.13	63.46	43.59
	标准偏差	15.80	18.36	50.33	16.57		标准偏差	25.46	40.33	6.11	18.42
	数量	8	8	8	8		数量	4	17	4	19
金属、非金属	均值	50.76	23.93	197.02	47.77	传播与文化产业	均值	-4.74	22.89	166.30	29.40
	中值	57.42	18.08	68.13	49.95		中值	-4.74	2.95	203.58	32.16
	标准偏差	48.87	24.89	452.56	12.40		标准偏差	8.12	37.13	101.71	16.18
	数量	10	55	12	58		数量	2	3	3	5
机械、设备、仪表	均值	26.91	10.23	56.59	46.73	综合类	均值	28.43	20.48	62.65	60.22
	中值	5.03	6.64	59.74	47.97		中值	17.60	3.78	60.18	55.47
	标准偏差	51.94	11.47	19.42	18.22		标准偏差	47.63	39.19	22.85	33.52
	数量	17	76	28	97		数量	18	21	19	26
医药、生物制品	均值	7.55	12.04	44.53	48.40						
	中值	7.31	6.92	42.02	44.56						
	标准偏差	12.09	12.93	19.11	32.08						
	数量	23	32	24	34						

注：由于该表中各指标为百分比值，故指标的统计量也均带百分号。

4. 分行业的民营上市公司和非民营上市公司的托宾 Q 值比较

表 8.10 列出了分行业的民营上市公司和非民营上市公司的托宾 Q 值的比较。从表 8.10 中可以看出, 总体而言, 除了采掘、食品、印刷、石化、电子、医疗、电力煤气、房地产等行业之外, 民营上市公司托宾 Q 值都高于非民营上市公司, 其中金属、非金属、传播文化、交通运输、信息技术等行业的托宾 Q 值相对较高。

表 8.10 2004 年分行业民营和非民营上市公司托宾 Q 比较

行业	指标	托宾Q		行业	指标	托宾Q	
		民营	非民营			民营	非民营
农、林、牧、渔业	均值	6.35	1.40	其他制造业	均值	1.67	1.60
	中值	1.32	1.29		中值	1.29	1.48
	标准偏差	13.86	0.39		标准偏差	0.69	0.59
	数量	8	16		数量	8	5
采掘业	均值	1.67	2.07	电力、煤气及水的生产和供应业	均值	1.35	1.55
	中值	1.67	2.05		中值	1.41	1.44
	标准偏差	0.11	0.40		标准偏差	0.26	0.39
	数量	2	9		数量	3	34
制造业	均值	1.90	1.59	建筑业	均值	1.97	1.29
	中值	1.42	1.41		中值	1.38	1.20
	标准偏差	2.37	0.59		标准偏差	1.53	0.46
	数量	121	335		数量	5	14
食品、饮料	均值	1.71	1.79	交通运输、仓储业	均值	2.06	1.73
	中值	1.43	1.62		中值	2.06	1.60
	标准偏差	0.84	0.76		标准偏差	0.96	0.55
	数量	10	29		数量	2	38
纺织、服装、皮毛	均值	2.38	1.35	信息技术业	均值	2.90	1.72
	中值	1.20	1.29		中值	1.77	1.54
	标准偏差	3.76	0.37		标准偏差	4.73	0.74
	数量	14	22		数量	22	44
木材、家具	均值	1.40	-	批发和零售贸易	均值	1.41	1.37
	中值	1.40	-		中值	1.47	1.27
	标准偏差	0.37	-		标准偏差	0.15	0.33
	数量	2	-		数量	11	45
造纸、印刷	均值	1.30	1.82	金融、保险业	均值	1.27	1.26
	中值	1.30	1.34		中值	1.27	1.06
	标准偏差	0.03	1.23		标准偏差	0.34	0.31
	数量	2	16		数量	2	5
石油、化学、塑胶、塑料	均值	1.54	1.56	房地产业	均值	1.40	1.68
	中值	1.40	1.44		中值	1.38	1.30
	标准偏差	0.50	0.49		标准偏差	0.11	1.79
	数量	16	66		数量	6	26
电子	均值	1.74	1.89	社会服务业	均值	1.57	1.61
	中值	1.51	1.59		中值	1.37	1.48
	标准偏差	0.54	0.71		标准偏差	0.68	0.46
	数量	8	8		数量	4	19
金属、非金属	均值	3.19	1.43	传播与文化产业	均值	3.28	3.01
	中值	1.41	1.33		中值	3.38	3.05
	标准偏差	6.26	0.46		标准偏差	0.21	0.84
	数量	12	58		数量	3	5
机械、设备、仪表	均值	1.71	1.58	综合类	均值	1.74	1.75
	中值	1.55	1.49		中值	1.43	1.46
	标准偏差	0.48	0.46		标准偏差	0.85	0.90
	数量	28	97		数量	19	26
医药、生物制品	均值	1.70	1.72				
	中值	1.45	1.52				
	标准偏差	0.69	0.65				
	数量	24	34				

资料来源：聚源数据

5. 小结

(1) 总体上看, 民营上市公司的经营状况和盈利能力不如人意, 不及非民营上市公司。相关研究也表明, 海外上市的民营企业在成长性和盈利能力方面远远超过内地民营上市企业。而且内地上市民营企业在增长和净资产收益率方面还落后于内地上市企业平均水平。这一结果与我国民营经济整体欣欣向荣是不相符的。出现这一现象, 有多方面原因。其一, 海外证券市场的监管和市场压力要大于我国内地证券市场, 给企业的治理和经营带来更大的外部压力, 迫使企业专心提高自身绩效。其二, 国内资本市场由于相关制度不完善, 融资效率还不是很高和便利, 许多优秀的民营企业都还没在国内证券市场上市或选择在海外证券市场上市。因此, 采取有效措施, 引导和吸引优秀的民营企业在内地市场上市, 对于提高国内上市民营企业的盈利能力, 促进国内资本市场健康发展具有重要意义。

(2) 民营上市公司长期财务杠杆和非民营上市公司比较接近, 但总负债水平高于非民营上市公司, 说明民营上市公司的短期负债水平要高于非民营上市公司; 相对于非民营上市公司而言, 民营上市公司的托宾 Q 值更高, 更受到市场的追捧。

(3) 从行业分析来看, 民营上市公司的经营状况和盈利能力较好的行业主要是纺织、服装、皮毛、机械、设备、仪表、医药、综合类以及一些服务行业, 在金属、非金属、交通运输、电力、房地产、信息技术等高度资本密集型和资源密集型的产业中, 非民营上市公司的盈利能力则高于民营上市公司。

不同类型民营上市公司的业绩比较

1. 不同类型民营上市公司的经营状况比较

按民营上市公司上市的途径不同, 可将民营上市公司分为公开发行上市 (IPO)、管理层收购 (MBO) 和买壳上市 3 大类型。这 3 类民营上市公司的经营状况如表 8.11 所示。从成本效率的均值和中值来看, 在 2002-2004 年间, MBO 类民营上市公司的成本效率指标最优, 其次是 IPO 类民营上市公司, 最后是买壳上市类民营公司。从人均销售收入来看, 顺序则相反, 最高的是买壳上市类

民营企业，其次是 IPO 类民营上市公司，最后是 MBO 类民营上市公司。

8.11 2002-2004 年不同类型民营上市公司运营状况比较

时间	指标	成本效率			人均销售收入 (单位: 万元)		
		IPO	MBO	买壳上市	IPO	MBO	买壳上市
2002年	均值	0.68	0.65	0.91	56.85	23.39	84.20
	中值	0.73	0.67	0.78	32.85	17.10	41.46
	标准偏差	0.17	0.12	0.92	59.58	10.78	179.72
	数量	69	5	51	68	5	50
2003年	均值	0.70	0.69	0.80	63.70	21.51	92.11
	中值	0.74	0.73	0.81	41.01	16.58	28.61
	标准偏差	0.18	0.11	0.50	77.51	7.86	223.22
	数量	90	6	77	87	5	75
2004年	均值	0.74	0.72	0.76	82.63	56.89	98.13
	中值	0.78	0.73	0.81	40.67	28.35	40.23
	标准偏差	0.22	0.11	0.18	126.44	61.11	163.86
	数量	102	9	94	102	9	93

资料来源: 聚源数据

2. 不同类型民营上市公司的盈利状况比较

表 8.12 列出了 3 类民营上市公司不同盈利指标的比较。为了排除统计样本中个别巨幅亏损公司的影响, 采用加权平均指标来分析。从表 8.12 中可以看出, 在 2002—2004 年间, IPO 类民营上市公司的销售回报率、净资产回报率和人均净利润的平均值最高; MBO 类公司的总资产回报率在这 3 类公司中则是最高的; 资产重组类公司的各项指标在这 3 类公司中都是最差的。这说明总体上看, IPO 类民营上市公司是这 3 类民营上市公司中盈利最好的群体, 其中主要原因是 IPO 类上市公司都是经过满足了较严格的上市条件, 企业质量得到了保证, 而买壳上市的公司原来就是一些业绩较差的公司。

表 8.12 2002-2004 年不同类型民营上市公司盈利能力比较

指标	销售回报率 (%)			净资产回报率 (%)			总资产回报率 (%)			人均净利润 (单位: 万元)		
	IPO	MBO	买壳上市	IPO	MBO	买壳上市	IPO	MBO	买壳上市	IPO	MBO	买壳上市
加权平均值	9.48	6.95	-1.32	8.04	4.67	-1.41	1.33	2.88	-0.57	3.36	1.30	-0.56
数量	69	5	51	69	5	52	69	5	52	69	5	51
加权平均值	7.67	5.13	-5.29	7.67	5.30	-8.39	1.19	2.38	-2.99	3.28	1.31	-2.31
数量	90	6	77	90	6	78	90	6	78	90	6	78
加权平均值	5.14	3.54	-1.67	6.24	4.45	-3.55	0.92	1.71	-1.12	2.56	1.46	-0.94
数量	102	9	94	102	9	97	102	9	97	102	9	97

资料来源：聚源数据

我们再将 IPO 类民营上市公司和非民营上市公司的盈利能力进行比较。从表 13 可以看出，IPO 类民营上市公司在 2002 年业绩较好，净资产回报率、销售回报率和人均利润都远高于非民营上市公司，到 2003 年盈利指标开始下滑；而非民营上市公司盈利指标则上升，到 2004 年超过了 IPO 类民营上市公司。

表 13 IPO 类民营上市公司和非民营上市公司盈利能力比较

指标 /年份	销售回报率 (%)		净资产回报率 (%)		总资产回报率 (%)		人均净利润 (单位: 万元)	
	IPO民营企业	非民营	IPO民营企业	非民营	IPO民营企业	非民营	IPO民营企业	非民营
2002								
加权平均值	9.48	4.80	8.04	6.47	1.33	2.30	3.36	2.65
数量	69	574	69	574	69	574	69	574
2003								
加权平均值	7.67	5.54	7.67	8.32	1.19	2.65	3.28	3.84
数量	90	593	90	593	90	593	90	593
2004								
加权平均值	5.14	5.86	6.24	10.45	0.92	3.16	2.56	5.13
数量	102	616	102	616	102	616	102	614

资料来源：聚源数据

3、不同类型民营上市公司的资本结构比较

如表 8.14 所示，从长期财务杠杆的均值来看，买壳上市类公司 2004 年最高，MBO 类公司 2003 年最高，IPO 类公司 2002 年最高，其中 MBO 类公司在 2002-2003 年间增幅最快。从总财务杠杆来看，在 2002-2004 年期间，买壳上市类公司总负债水平最高，并保持较快的增长势头；MBO 类公司在 2002 年总负债水平低于 IPO 类上市公司，但在 2003 年和 2004 年又超过了 IPO 类民营公司。

表 8.14 2002-2004 年不同类型民营上市公司资本结构比较

时间	指标	长期财务杠杆			总财务杠杆		
		IPO	MBO	买壳上市	IPO	MBO	买壳上市
2002年	均值	0.27	0.03	0.24	0.42	0.38	0.65
	中值	0.06	0.04	0.08	0.41	0.34	0.56
	标准偏差	0.61	0.02	0.55	0.18	0.19	0.50
	数量	47	3	38	69	5	52
2003年	均值	0.22	0.27	0.22	0.43	0.46	0.71
	中值	0.06	0.14	0.11	0.44	0.43	0.65
	标准偏差	0.63	0.32	0.60	0.19	0.20	0.52
	数量	74	5	61	90	6	78
2004年	均值	0.24	0.20	0.30	0.47	0.52	1.20
	中值	0.08	0.09	0.08	0.46	0.51	0.63
	标准偏差	0.72	0.31	0.58	0.19	0.16	2.80
	数量	79	12	9	77	102	9

资料来源：聚源数据

4、不同类型民营上市公司的托宾 Q 值的比较

如表 8.15 所示，在 2002 年—2004 年期间，买壳上市类的民营上市公司的托宾 Q 最高，其次是 IPO 类的民营上市公司，最后是 MBO 类的上市公司。这说明市场对买壳上市类的民营上市公司定价较高，这说明市场对资产重组报有较大的期望，预期买壳上市类民营公司在未来业绩能有较大的改善，会有好的走势。

表 8.15 2002-2004 年不同类型民营上市公司托宾 Q 比较

时间	指标	托宾Q		
		IPO	MBO	买壳上市
2002年	均值	2.33	2.24	3.23
	中值	2.22	1.85	2.30
	标准偏差	0.77	0.72	3.16
	数量	69	5	52
2003年	均值	1.95	1.45	2.38
	中值	1.73	1.35	1.73
	标准偏差	0.74	0.31	2.78
	数量	90	6	78
2004年	均值	1.62	1.24	2.73
	中值	1.45	1.19	1.48
	标准偏差	0.58	0.20	5.20
	数量	102	9	97

资料来源：聚源数据

民营上市公司与非民营上市公司市场表现比较

1. 民营上市公司和非民营上市公司的市盈率和换手率比较

表 8.16 列出了 2002-2004 年间民营和非民营上市公司的市盈率和换手率指标。从表 8.16 中可看出，民营上市公司的市盈率显著高于非民营上市公司。从换手率来看，民营上市公司和非民营上市公司的差别不是很大，说明二者在交易活跃度方面没有实质性的差异。

表 8.16 2002-2004 年民营和非民营上市公司市场表现比较

时间	市盈率		换手率	
	民营	非民营	民营	非民营
2002	65.50	40.73 ¹³	1.78	1.82
2003	91.40	32.15	2.72	2.43
2004	64.10	19.75	2.73	2.79

注：计算各年的市盈率中，股价取的是年末的收盘价；盈利取的是当年的盈利。

资料来源：聚源数据

2. 民营上市公司和非民营上市公司的市场走势比较

图 8.1 显示了民营上市公司和非民营上市公司自 2000 年 5 月至 2005 年 5 月间的指数走势。从图 8.1 中可以看出，相对于 2000 年 5 月的指数水平，民营上市公司的最高指数涨幅达到 95% 左右，非民营上市公司的最高涨幅为 50% 左右。该期间内民营上市公司的最大跌幅为 0.55% 左右，而非民营上市公司的最大跌幅则高达 25% 左右。两类公司的不同走势表明，民营上市公司的市场表现要远好于非民营上市公司。

图 8.1 民营上市公司和非民营上市公司的市场走势比较



资料来源：聚源数据

分行业的民营上市公司与非民营上市公司市场表现比较

从表 8.17 中可以看出，民营上市公司市盈率较高的行业主要为纺织、服装、

电子、制造、综合类企业；非民营的主要集中在食品、医药、电子、传播文化等行业。在换手率方面，民营上市公司成交最活跃的行业主要是信息技术、电子、食品、传播和文化业，非民营上市公司成交最活跃的行业主要是电子、其他制造业、传播和文化业以及金属和非金属业。

表 8.17 2004 年 不同行业民营和非民营上市公司市场表现比较

行业	行业代码	市盈率		换手率	
		民营	非民营	民营	非民营
农、林、牧、渔业	A	-9.78	31.58	3.83	3.07
采掘业	B	18.24	15.58	3.51	3.59
制造业	C	45.86	15.66	2.71	2.95
食品、饮料	C0	-41.09	58.63	4.05	3.04
纺织、服装、皮毛	C1	89.87	-83.03	2.35	2.47
木材、家具	C2	22.94	-	1.64	-
造纸、印刷	C3	31.04	-133.90	3.71	2.58
石油、化学、塑胶、塑料	C4	25.79	13.57	2.37	3.07
电子	C5	74.97	40.85	4.23	4.01
金属、非金属	C6	49.01	10.01	2.87	3.22
机械、设备、仪表	C7	27.99	24.01	2.58	2.69
医药、生物制品	C8	42.33	45.73	2.28	2.31
其他制造业	C99	26.83	64.02	2.31	4.53
电力、煤气及水的生产和供应业	D	23.48	19.80	1.84	2.41
建筑业	E	-20.61	29.45	2.54	2.00
交通运输、仓储业	F	-330.59	26.15	2.26	2.72
信息技术业	G	-20.86	1422.95	4.25	3.37
批发和零售贸易	H	-168.93	23.16	2.63	2.30
金融、保险业	I	14.53	19.11	2.46	2.80
房地产业	J	38.23	26.78	2.41	1.97
社会服务业	K	71.90	24.88	1.72	2.11
传播与文化业	L	-11.04	62.80	4.23	5.27
综合类	M	52.81	83.17	2.19	2.19

注：计算各年的市盈率中，股价取的是年末的收盘价；盈利取的是当年的盈利。

资料来源：聚源数据

不同类型民营上市公司市场表现比较

1. 市盈率

表 8.18 列出了三类不同民营上市公司的市盈率和换手率情况。从表 8.18 中可以看出,2002 年 MBO 类民营上市公司的市盈率高于 IPO 类上市公司,在 2003-2004 年间, MBO 类民营上市公司和 IPO 类民营上市公司的市盈率比较接近。另外一方面,买壳上市类的民营上市公司则整体亏损,导致市盈率为负值。从换手率来看,

在 2002-2004 年期间，买壳上市类的民营上市公司的换手率最高，交易最活跃，IPO 类的民营上市公司的换手率在 2002 年和 MBO 类上市公司比较接近，在 2003 年和 2004 年则比 MBO 类上市公司更高。

表 8.18 2002-2004 年不同类型民营公司市场表现

时间	市盈率			换手率		
	IPO	MBO	买壳上市	IPO	MBO	买壳上市
2002年	42.62	54.40	-331.58	1.52	1.64	2.18
2003年	37.03	36.28	-37.67	2.08	1.30	2.40
2004年	34.29	35.70	-74.66	2.84	1.38	2.87

注：计算各年的市盈率中，股价取的是当年年底的收盘价；盈利取的是当年的盈利。

资料来源：聚源数据

2. 三类民营上市公司的市场走势比较

图 8.2 显示了三类民营上市公司 2002 年—2004 年间的市场走势。从图中可以看出，在 2002 年，这三类公司的走势非常类似，但从 2003 年开始，分化开始加剧，并在 2004 年继续扩大。IPO 类上市公司市场表现最好，其次是 MBO 类公司，最差的是买壳上市类公司。这说明近两年来，随着机构投资者的增加，价值投资理念的发展，市场操纵、做庄现象逐渐减少，一些绩差的买壳上市类民营公司市场表现不佳，市场股票价格出现较大的的两极分化，表明资本市场效率有所提高。

图 8.2 三类民营上市公司的市场走势比较



资料来源：聚源数据

小结

本章对民营上市公司的业绩和市场表现进行了详细分析。按不同时间和不同行业对民营上市公司和非民营上市公司的业绩与市场表现进行了比较分析，在此基础上，还对不同上市类型的民营企业的业绩和市场表现进行了剖析。分析的主要结论如下：

1. 总体上看，民营上市公司的经营状况和盈利能力不如人意，不及非民营上市公司。相关研究也表明，海外上市的民营企业在成长性和盈利能力方面远远超过内地民营上市企业。而且内地上市民营企业在增长和净资产收益率方面还落后于内

地上市企业平均水平。这一结果与我国民营经济整体欣欣向荣是不相符的。出现这一现象，有多方面原因。其一，海外证券市场的监管和市场压力要大于我国内地证券市场，给企业的治理和经营带来更大的外部压力，迫使企业专心提高自身绩效。其二，海外证券市场上市对优秀的民营企业有较大的吸引力。海外证券市场股票全流通，有利于一些有风险投资的民营企业的战略投资者推出，有利于施行公司高管的股权激励计划，海外证券市场的融资效率也相对较高。国内资本市场由于相关制度不完善，融资效率还不是很和便利，许多优秀的民营企业都还没在国内证券市场上市。因此，采取有效措施，引导和吸引优秀的民营企业在内地市场上市，对于提高国内上市民营企业的盈利能力，促进国内资本市场健康发展具有重要意义。

2. 民营上市公司长期财务杠杆和非民营上市公司比较接近，但总负债水平高于非民营上市公司，说明民营上市公司的短期负债水平要高于非民营上市公司；相对于非民营上市公司而言，民营上市公司的托宾 Q 值更高，更受到市场的追捧。

3. 从行业分析来看，民营上市公司的经营状况和盈利能力较好的行业主要是纺织、服装、皮毛、机械、设备、仪表、医药、综合类以及一些服务行业，在金属、非金属、交通运输、电力、房地产、信息技术等高度资本密集型和资源密集型的产业中，非民营上市公司的盈利能力则高于民营上市公司。

4. 从不同类型民营上市公司的业绩来看，IPO 类民营上市公司的盈利能力最强；MBO 类民营上市公司总体上要优于买壳上市类的民营上市公司。买壳上市类公司总负债水平最高，并保持较快的增长势头；MBO 类公司也增长较快。买壳上市类的民营上市公司的托宾 Q 值最高，其次是 IPO 类的民营上市公司，最后是 MBO 类的上市公司。这说明市场对买壳上市类公司未来改善业绩的预期比较高。

5. 民营上市公司的市盈率显著高于非民营上市公司。从换手率来看，民营上市公司和非民营上市公司的差别不是很大。对 2000 年 5 月至 2005 年 5 月间的指数走势分析表明，民营上市公司的最高指数涨幅远超过非民营上市公司，跌幅则远小于非民营上市公司。这说明市场还是比较欢迎民营上市公司，对民营企业的期望比较高。

6. 从 IPO 类上市公司、MBO 类民营上市公司和买壳上市类上市公司的市盈率比较来看，MBO 类民营上市公司和 IPO 类民营上市公司的市盈率比较接近，买壳上市类的民营上市公司则整体亏损，导致市盈率为负值。从换手率来看，买壳上

市类的民营上市公司的换手率最高，交易最活跃，其次是 IPO 类的民营上市公司，最后是 MBO 类上市公司。

7. 从 IPO 类上市公司、MBO 类民营上市公司和买壳上市类上市公司的市场走势比较来看，在 2002 年期间，三类民营上市公司的走势非常类似，但从 2003 年开始，分化开始加剧，并在 2004 年继续扩大。IPO 类上市公司市场表现最好，其次是 MBO 类公司，最差的是买壳上市类公司。这说明近两年来，随着机构投资者的增加，价值投资理念的发展，市场操纵和做庄现象逐渐减少，一些绩差的买壳上市类民营公司市场表现不佳，市场股票价格出现较大的两极分化，表明资本市场效率有所提高。