

2 中国上市公司业绩的综合评判

2.1 中国上市公司业绩总体评价及发展趋势

2.1.1 评价指标和分析样本

公司业绩的评价指标归纳起来有三类：① 综合评价指标：根据一定的权重对各项财务指标进行综合评分，这种方法的优点是能够比较全面地评价企业的业绩，缺点是由于各公司所处行业不同，各财务指标的作用不同，很难设定公平合理的权重体系，而且即使勉强设定了这样的权重体系，该指标也不能直观反映投资者最关切的投资收益；② 每股收益：能直观地体现上市公司的业绩，但由于各公司股本各不相同，即使同一公司由于送股、配股、转增股本等因素也会造成股本和每股净资产的变化，使得单纯的每股收益比较失去了意义；③ 净资产收益率：集中体现了上市公司的资金使用效率和运用净资产所能获得的回报，是衡量公司业绩最直接和有效的指标。

在上述三类指标中，净资产收益率是最常用的指标。本文主要采用净资产收益率作为上市公司业绩的评价指标。本文分析过程中采用的平均净资产收益率均为加权平均数，计算公式为：

$$\text{加权平均净资产收益率} = \frac{\sum (\text{净资产收益率} \times \text{企业净资产})}{\sum \text{企业净资产}}$$

本文分析样本包括截止 2001 年中的沪深股市全部 1133 家 A 股上市公司，净资产收益率涵盖 1994—2000 年七个财务年度。

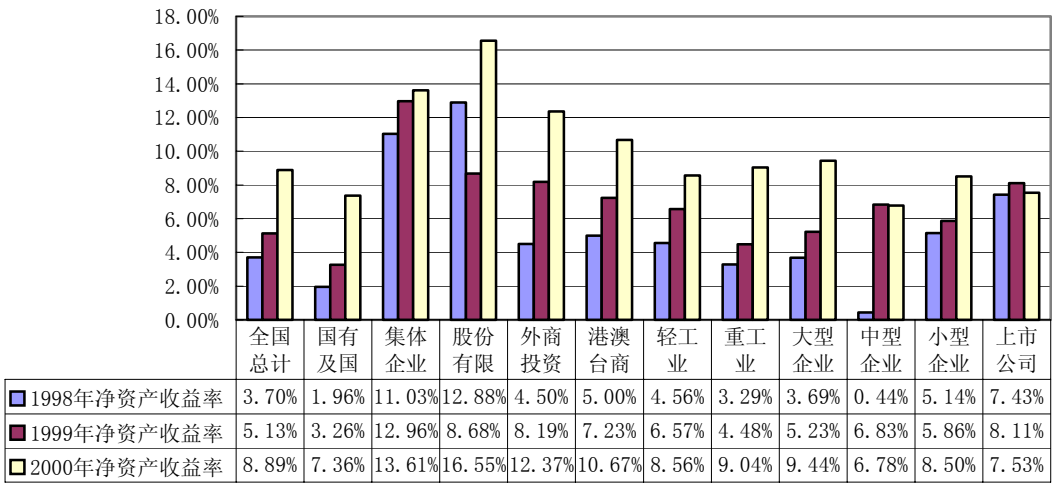
2.1.2 中国上市公司业绩横向比较

（1）与国内非上市公司相比不再具有优势

由于国内整体经济形势的发展，国内各种经济类型、各种规模、各种行业的工业企业经济效益明显好转，净资产收益率得到大幅提高，其中提升幅度最高的是国有及国有控股企业和以国有企业为主的重工业、大型企业，表明国企 3 年脱困目标基本实现（见图 2-1）。反观上市公司，净资产收益率止步不前，甚至仅仅遏制住了连年下滑的趋势（见后面讨论），与非上市公司形成强烈反差。以 2000 年数据计，上市公司的净资产收益率仅略高于国有企业及国有控股企业，低于所有其它数据，甚至低于国内平均水平。这表明上市公司前些年国企改革排头兵的

角色已经丧失，资本市场的融资优势并没有转化为经营绩效方面的优势，融资后的资金使用效率极为低下。如今上市公司将大量从股市融来的资金用于委托理财，从一个侧面也说明了这个问题。

图2-1 最近3年净资产收益率的国内横向比较



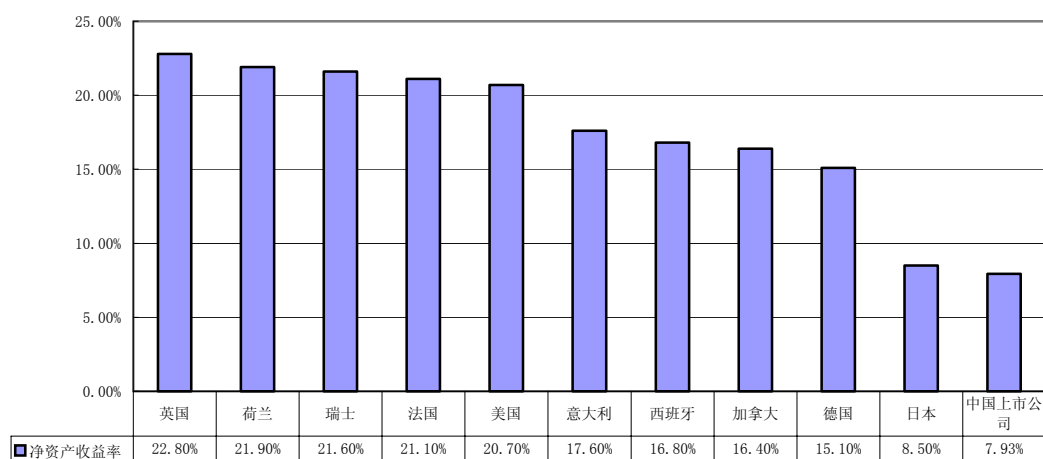
*：表中除上市公司外的数据采集样本为国有及规模以上非国有工业企业
数据来源：《中国统计年鉴》、《中国经济年鉴》、上海证券交易所、深圳证券交易所

(2) 与国际主要股票市场情况相比差距明显

虽然各国的会计准则和经济发展环境各不相同，但对不同国家公司的净资产收益率进行比较，仍能使我们直观地了解各国公司的经营绩效和竞争能力。从图 2-2 至图 2-5 中可以发现：

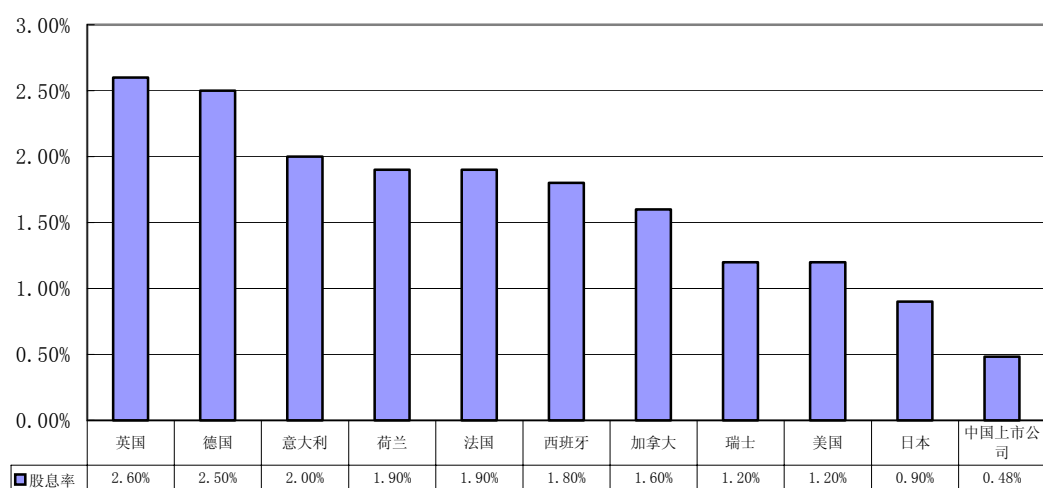
- ① 与世界 1000 强相比，中国上市公司的净资产收益率不仅低于所有发达国家，甚至低于身处经济衰退困境 10 年的日本。
- ② 与新兴市场 200 强相比，中国上市公司的净资产收益率仅高于捷克和菲律宾，而低于所有发展中国家。
- ③ 盈利能力的低下使得中国上市公司的股息率（股息/股价）严重偏低，极大地影响了股市的投资价值和投资者对市场的信心。

图2-2 2000年净资产收益率与世界1000强的横向比较



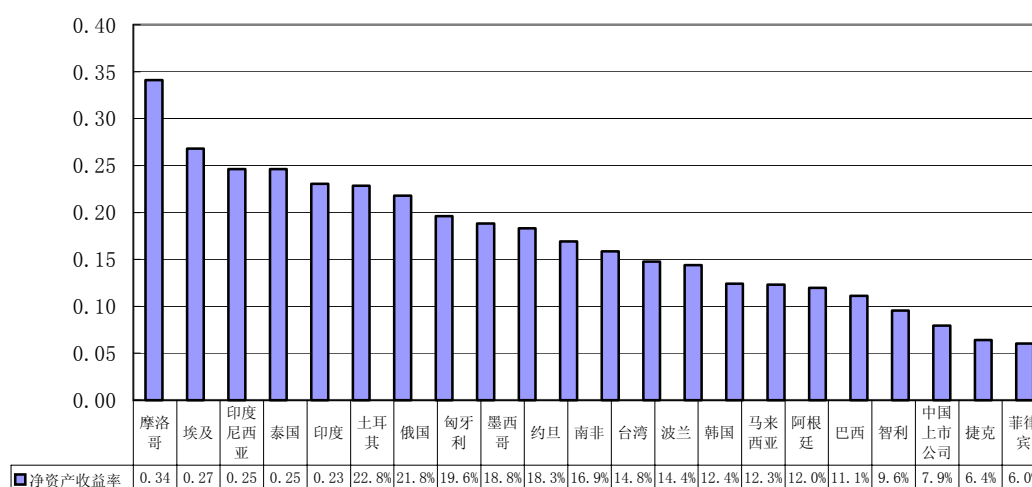
数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-3 2000年股息率与世界1000强的横向比较



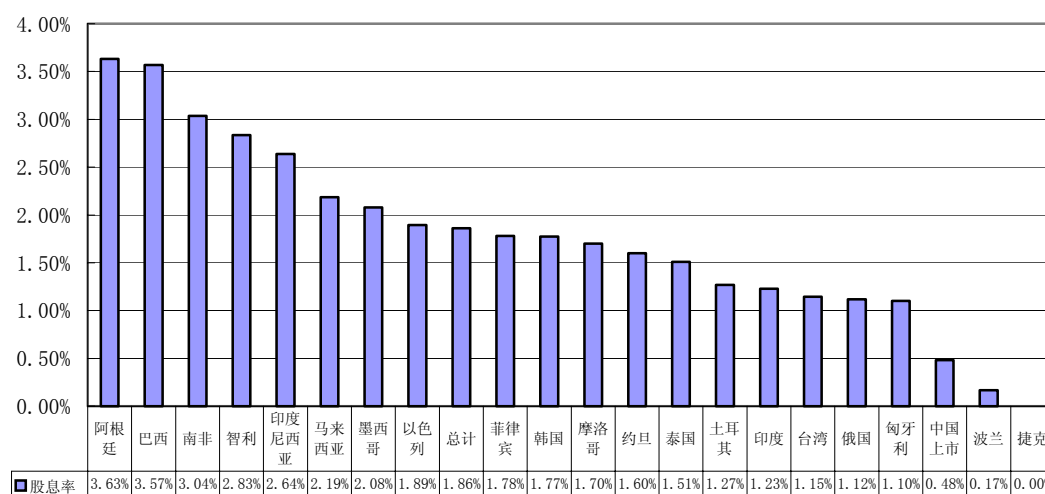
数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-4 2000年净资产收益率与新兴市场200强的横向比较



数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-5 2000年股息率与新兴市场200强的横向比较



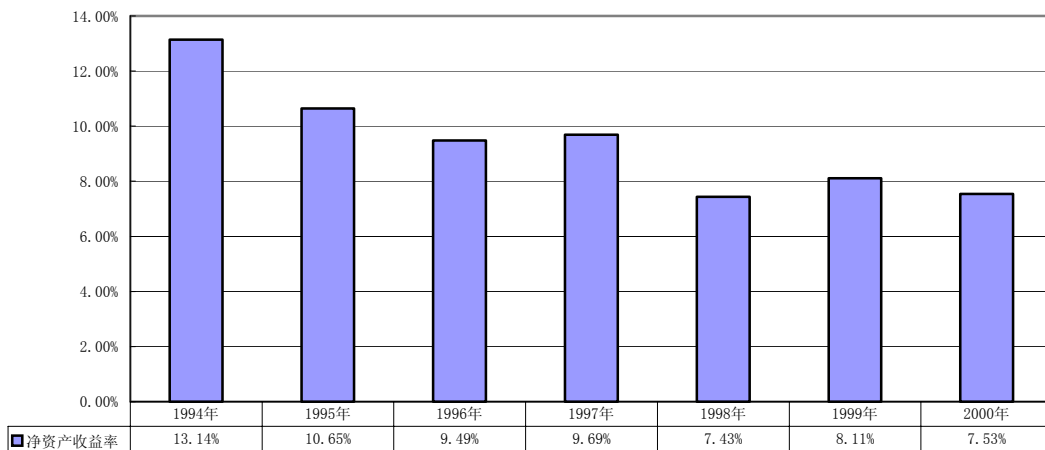
数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

2.1.3 中国上市公司经营业绩发展趋势

(1) 上市公司整体净资产收益率逐年下滑趋势基本得到遏制

为分析上市公司整体的业绩变化状况，我们对沪深两地 A 股上市公司加权平均净资产收益率进行了统计。从图 2-6 可以发现：整体来说，上市公司净资产收益率呈逐年递减趋势，但是由于近年国家宏观经济形势的看好，以及上市公司自身的资产重组，使得上市公司业绩逐年下滑的趋势基本得到遏制。

图2-6 沪深上市公司历年净资产收益率



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

（2）公司上市后净资产收益率呈逐年递减趋势

为了研究企业上市后净资产收益率的变化趋势，本文首先按上市年份将所有样本公司分成八个组别，然后分别计算八个组别公司历年的加权净资产收益率，结果如图 2-7 至图 2-14 所示。从中我们可以发现：

① 企业上市前的净资产收益率要远远高于上市当年和上市后的净资产收益率，从中也不难推断上市包装现象的普遍存在；

② 净资产收益率在上市后一般呈递减趋势，其中第一、第二年的递减幅度尤其大；

③ 1996 年以前上市企业的净资产收益率目前已经降至非常低的水平，表明企业上市若干年后已经基本丧失了上市时候的资金使用效率；

④ 由于近年国内经济形势看好，加上对一些老的上市企业重组力度加大，使得这些老的上市企业的净资产收益率逐年递减趋势已经基本得到遏制。

图2-7 1993年以前上市公司历年净资产收益率

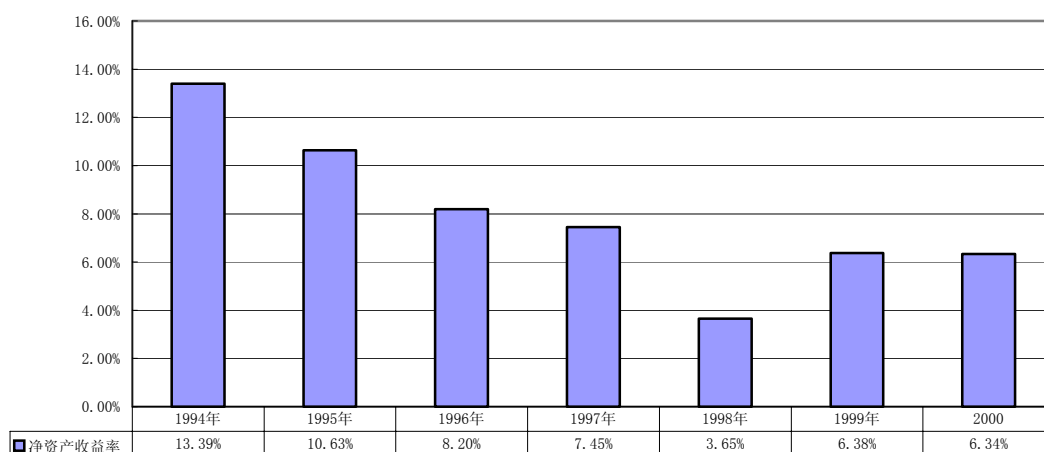
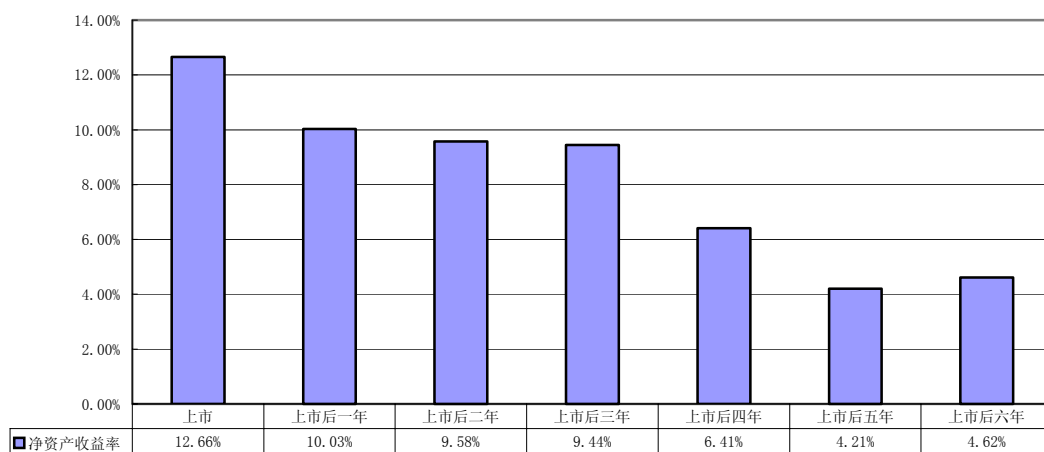
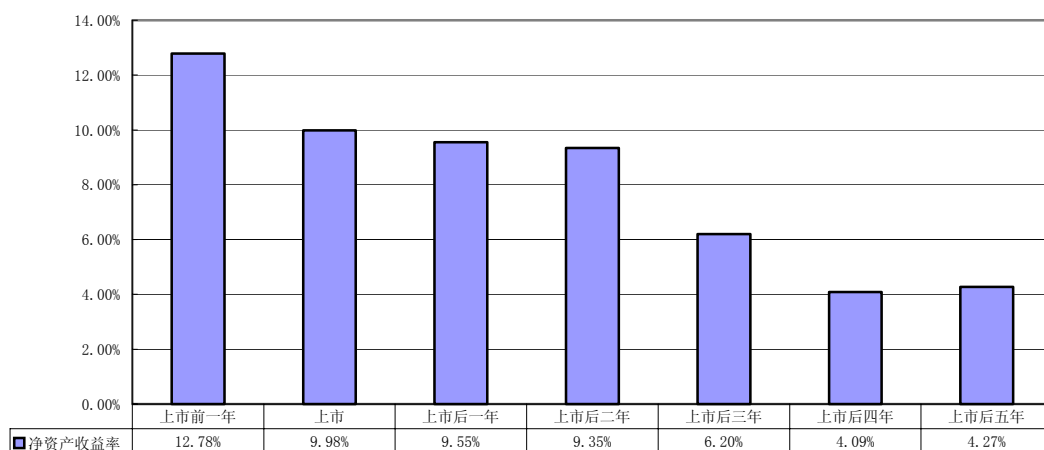


图2-8 1994年上市公司历年净资产收益率（94—00）



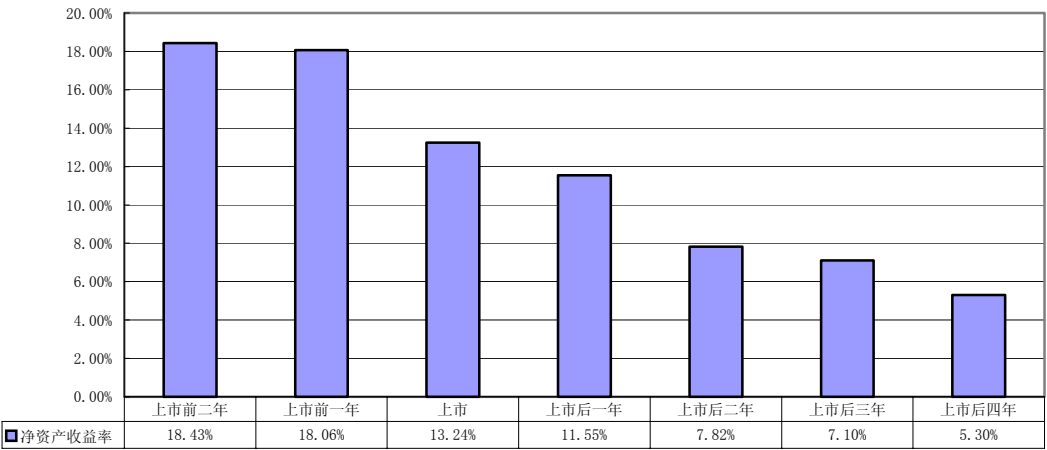
数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-9 1995年上市公司历年净资产收益率（94—00）



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-10 1996年上市公司历年净资产收益率（94—00）



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-11 1997年上市公司历年净资产收益率（95—00）

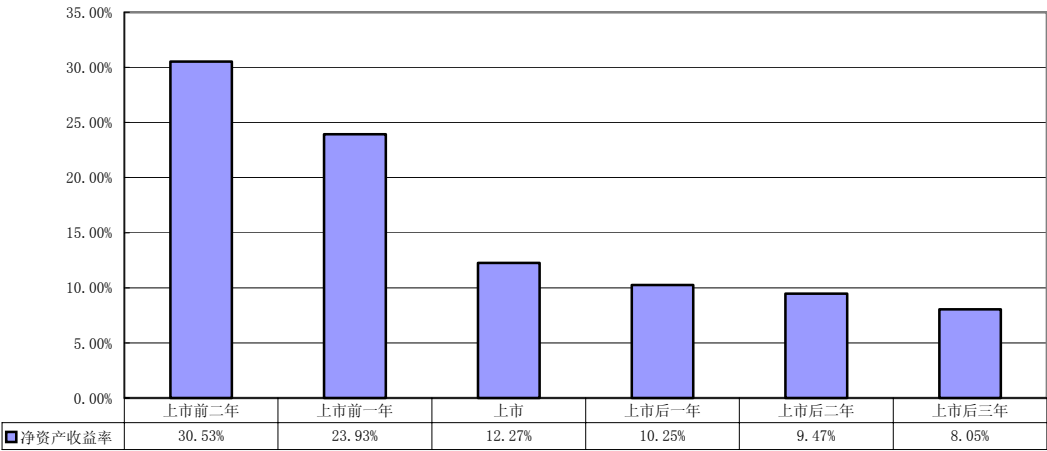


图2-12 1998年上市公司历年净资产收益率（96—00）

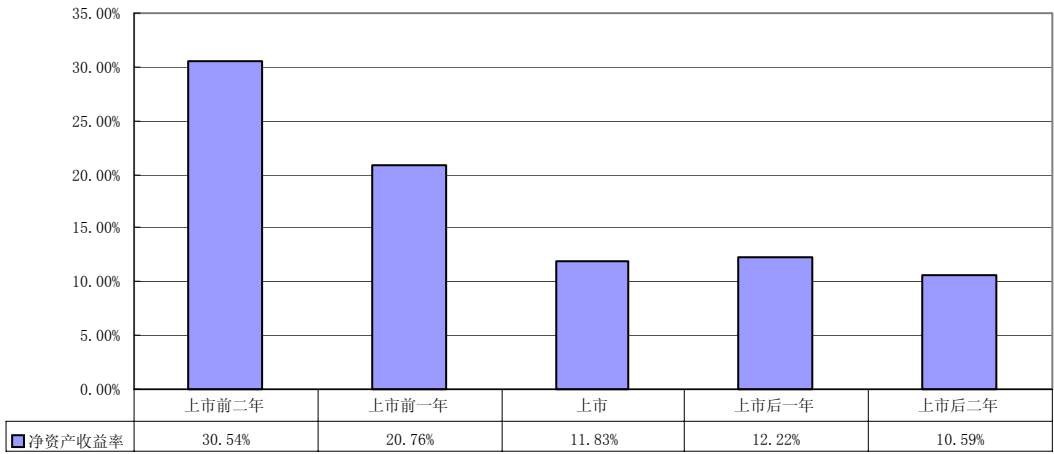
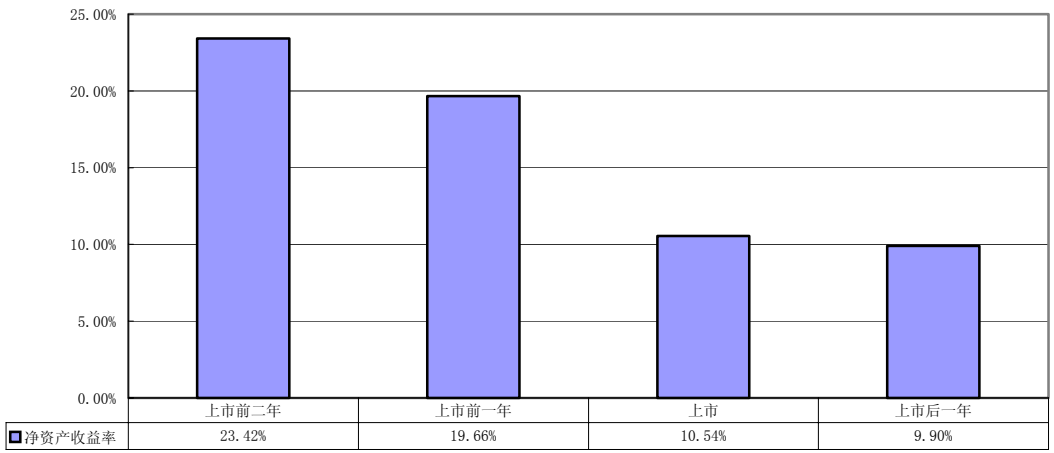
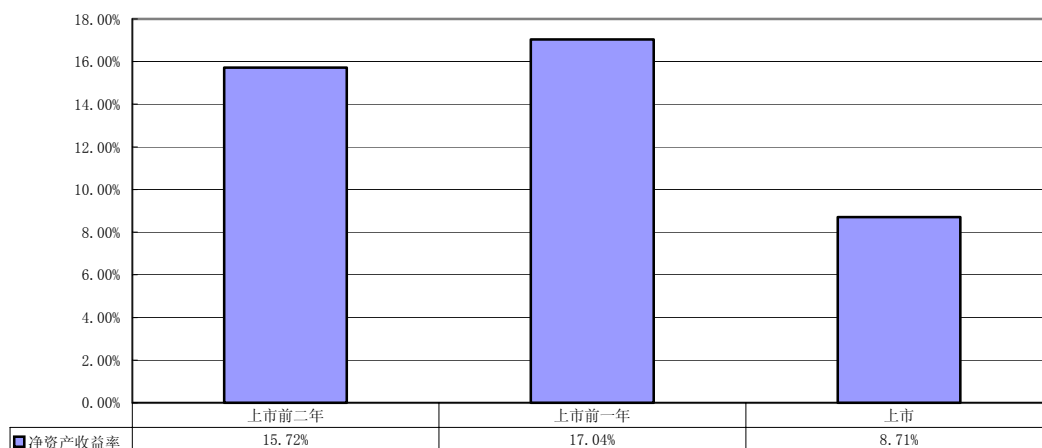


图2-13 1999年上市公司历年净资产收益率（97—00）



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-14 2000年上市公司历年净资产收益率（98—00）

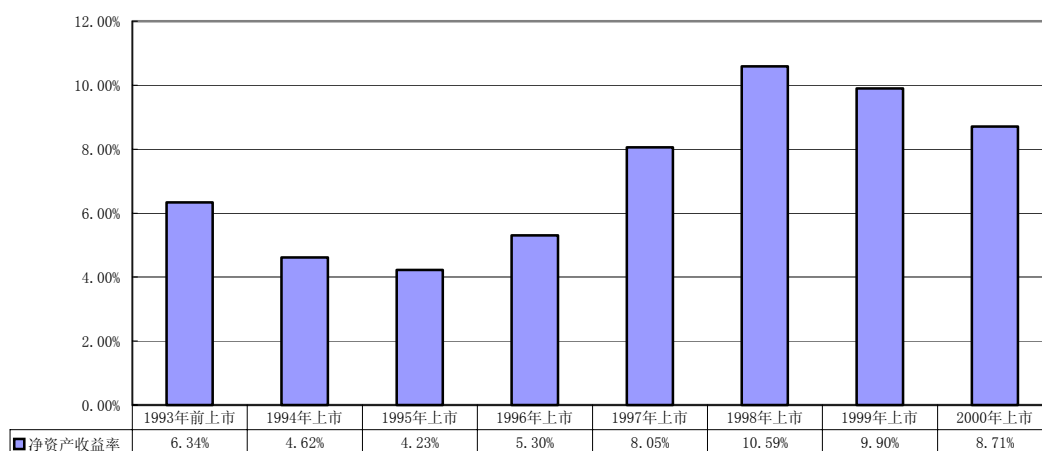


数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

（3）新上市公司的净资产收益率平均高于老上市公司

中国股市经过十年的发展，已经拥有 1000 多家上市公司，形成了一定的市场规模，其中新老上市公司的经营业绩的对比，以及对整个市场的影响应该引起注意。通过对图 2-15 的分析，我们发现：较早上市的企业，其净资产收益率也较低，1996 年以前上市的公司的净资产收益率已经降至非常低的水平。这表明新上市公司的不断加入改善了市场的整体业绩水平，而相当部分老上市公司由于经营机制、管理方式陈旧，缺乏活力，导致经营绩效低下，加上退市机制的不健全，影响了整个市场质量的提高。

图2-15 历年上市公司在2000年的净资产收益率



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

2.2 成功与失败上市公司的统计特征

2.2.1 中国上市公司成败指标体系设计及其筛选

在沪深股市中选择有代表性的经营失败的公司相对较为容易，因为现有 54 家 ST 公司和 9 家 PT 公司，将它们作为经营失败的公司代表，可得到大多数人的认同。然而，在沪深股市中选择有代表性的经营成功的公司却有很大难度，这是因为一方面真正经营成功的公司数目比较少，另一方面很难做出公正而准确的评价。

我们采用如下办法确定经营成功的公司（详见表 2-1）：选取总资产、市值、主营业务利润三项指标，按《上市公司》杂志上市公司 50 强评选办法分别给分，第 1 名得 1 分，第 2 名得 2 分，以此类推，第 101 名以后均得 101 分，三项得分相加，按总得分由小至大排出前 100 名，总得分相等者取主营业务利润为大者居先，然后删除近三年平均净资产收益率低于 10% 的企业。

表 2-1 中国成功上市公司评选标准

- 指标体系：总资产、市值、主营业务利润。
- 评选方法：
 - （1）计算三项指标的单项得分。根据单项指标由大到小对沪市全部参选上市公司进行单项排名，前 100 名单项排名数即为该公司该项指标得分，101 名及以后得分均为 101 分。如单项排名第 10 名的单项得分即为 10 分。
 - （2）计算综合得分。三项指标的单项得分加总即为该公司综合得分，根据综合得分由小到大对沪市全部参选上市公司进行排名，综合得分相同的，再按主营业务收入由大到小排名。
 - （3）选出排名前 100 名的上市公司后，删除近三年平均净资产收益率低于 10% 的企业，近三年平均净资产收益率高于 10% 的企业入选。

根据上述标准，我们选出了 63 家经营失败的公司和 66 家经营成功的公司（见表 2-2 和表 2-3），其中成功的公司中剔除了财务数据不真实的银广夏。

表 2-2 经营失败公司名录

股票 代码	股票 简称	2000 年度 主营业务利 润(万元)	2000 年度 总资产 (万元)	2000 年度 每股净 资产(元)	2000 年度 净资产收 益率(%)	1999 年度 净资产收 益率(%)
600848	ST 自仪	17438.14	111860.82	0.45	-119.54	-34.92
600150	ST 重机	6340.55	127335.12	1.91	-10.11	-5.75
600763	ST 中燕	-56.07	20507.43	1.25	-11.91	7.40
600610	ST 中纺机	4487.26	83113.03	0.25	3.69	-115.19
600768	ST 甬华通	382.15	23424.91	0.88	-35.10	6.14
600743	ST 幸福	400.20	28627.97	0.48	-205.20	-14.42
600647	ST 同达	706.46	16677.38	0.19	-75.94	64.47
600703	ST 天颐	665.89	30735.53	0.85	-24.30	-92.86
600734	ST 实达	39024.76	177774.49	1.51	-47.44	-7.01
600167	ST 黎明	3526.96	70464.92	2.37	-7.66	6.31
600629	ST 棱光	287.97	54284.17	0.81	-32.78	-23.14
600745	ST 康赛	871.84	40055.45	0.80	-93.25	-28.70
600831	ST 黄河科	-173.25	45630.88	0.91	-24.33	34.34
600097	ST 恒泰	-555.67	62000.78	0.09	-574.15	-27.42
600670	ST 高斯达	976.32	31569.44	1.16	18.41	17.44
600109	ST 成百	2543.09	27157.62	0.56	-78.07	-36.71
600753	ST 冰熊	1610.47	39470.80	0.75	-45.46	0.58
600853	ST 北特钢	-6208.63	221851.41	1.48	-24.28	-14.44
600813	ST 鞍一工	-1501.54	133009.65	0.06	-860.26	-4.42
600898	PT 郑百文	-168.00	96171.42	-6.76	3.52	73.65
600818	PT 永久	1820.96	27807.56	-1.29	72.15	627.99
600833	PT 网点	-784.52	47913.88	-2.52	34.07	66.68
600625	PT 水仙	1420.90	42315.10	-0.25	243.01	-243.88
600759	PT 琼华侨	-12.34	25243.57	-2.29	14.29	43.52
600837	PT 农商社	2879.62	56910.62	-8.79	12.02	79.80
600083	PT 红光	-1024.31	129948.89	0.12	-254.89	-453.83
600855	PT 北旅	-868.93	24027.82	1.12	-3.53	-226.79
600845	PT 宝信	-177.81	64379.33	0.81	-54.48	-55.53

600721	PT 百花村	2003.32	34692.25	1.34	-68.72	-18.61
600633	PT 白猫	0.00	55760.32	-1.05	110.75	-243.09
0047	ST 中侨	-345.14	137165.30	0.07	-1433.30	-103.69
0048	ST 中科	13154.65	186561.08	0.61	-137.68	10.85
0017	ST 中华 A	-1376.22	245930.64	0.10	-390.35	96.63
0592	ST 中福	3201.94	89941.98	1.05	4.68	-109.72
0430	ST 张家界	927.07	38993.01	0.50	-110.93	0.72
0030	ST 英达 A	10362.96	143828.27	0.24	6.00	87.06
0675	ST 银山	-2037.08	64515.08	0.68	-76.30	-34.17
0033	ST 新都	7900.17	66169.57	1.47	-2.93	-0.63
0838	ST 西化机	-4.79	22978.22	0.41	-123.10	-12.85
0025	ST 特力 A	2907.70	76647.89	0.42	-127.58	-46.95
0011	ST 深物业	17576.61	266728.87	0.49	20.33	25.67
0014	ST 深华源	1170.46	31041.99	0.00	-17576.44	639.54
0696	ST 联益	-292.28	13060.04	0.16	-89.88	-93.75
0662	ST 康达	152.52	30614.17	0.38	-175.08	-25.64
0653	ST 九州	5697.71	64736.51	-2.54	124.15	-245.59
0602	ST 金马	533.04	32476.48	1.16	-23.26	-39.77
0535	ST 猴王	311.49	47023.60	-1.24	183.16	-20.32
0689	ST 宏业	0.00	28957.63	0.43	-161.93	-72.43
0788	ST 合成	2761.54	95609.22	1.91	-25.14	-10.82
0658	ST 海洋	778.77	36895.84	0.00	-36666.09	-26.92
0416	ST 国货	2199.34	38147.48	1.98	-10.66	-16.55
0585	ST 东北电	16743.61	445489.22	1.29	-32.30	-10.76
0007	ST 达声	355.77	95188.92	0.54	-222.15	0.54
0522	ST 白云山	30281.65	180111.73	0.14	134.36	-318.16
0015	PT 中浩 A	3594.06	72307.05	-4.46	24.89	24.59
0588	PT 粤金曼	1324.57	57081.64	-7.91	41.07	34.98
0515	PT 渝钛白	5049.70	71461.33	1.68	1.61	32.64
0556	PT 南洋	0.00	20731.15	-0.89	18.16	212.81
0536	PT 闽闽东	1060.28	37706.16	-0.29	127.48	-562.37
0411	PT 凯地	-2171.84	29230.40	0.39	-165.22	-58.39

0003	PT 金田 A	13600.84	249444.57	-1.63	111.34	-177.93
0546	PT 吉轻工	1090.78	39602.40	-0.57	138.43	-276.37
0613	PT 东海 A	1796.82	32580.32	0.29	-58.74	-12.88

数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

附表2-2a：历年ST公司名称

证券代码	证券简称	实施日期	地域	行业	上市时间
0003	ST金田 A	2000	深圳	综合	1991
0004	北大高科	1999	深圳	客货运输	1989
0007	ST达声	2001	深圳	家电	1992
0009	深宝安 A	1999	深圳	房地产	1991
0010	深华新	2000	深圳	贸易	1995
0011	ST深物业	2000	深圳	房地产	1992
0014	ST深华源	1998	深圳	房地产	1992
0015	PT中浩 A	1998	深圳	综合	1992
0017	ST中华 A	1999	深圳	自行车	1992
0020	深华发 A	1999	深圳	家电	1992
0025	ST特力 A	2000	深圳	综合	1993
0030	ST英达 A	1998	深圳	综合	1993
0033	ST新都	2001	深圳	酒店旅游	1994
0034	深信泰丰	1999	深圳	农贸	1994
0038	深大通 A	2000	深圳	电气元器件	1994
0047	ST中侨	2001	深圳	房地产	1994
0048	ST中科	2001	深圳	农贸	1994
0049	深万山 A	1998	深圳	房地产	1995
0411	ST凯地	2000	浙江	纺织	1996
0413	宝石 A	1998	河北	电子元器件	1996
0416	ST国货	2001	山东	商业	1996
0430	ST张家界	2001	湖南	酒店旅游	1996
0502	琼能源	1999	海南	综合	1992
0503	海虹控股	1998	海南	化纤	1992
0504	赛迪传媒	2000	海南	房地产	1992

0506	东泰控股	1998	四川	化工原料	1993
0507	粤富华	1999	深圳	化纤	1993
0511	银基发展	1998	辽宁	综合	1993
0515	ST渝钛白	1998	四川	化工原料	1993
0518	四环生物	1998	江苏	纺织	1993
0522	ST白云山	1999	广东	制药	1993
0526	旭飞实业	1999	福建	农贸	1993
0535	ST猴王	2001	湖北	工具原料	1993
0536	ST闽闽东	1999	福建	机械制造	1993
0546	ST吉轻工	2000	吉林	贸易	1993
0548	湖南投资	1998	湖南	家电	1993
0550	江铃汽车	2000	江西	汽车	1993
0555	太光电信	1999	贵州	化纤	1994
0556	ST南洋	1999	海南	客货运输	1994
0558	辽房天	1998	辽宁	房地产	1994
0566	轻骑海药	1999	海南	制药	1994
0569	川投长钢	1998	四川	钢铁	1994
0585	ST东北电	2000	辽宁	电力设备	1995
0588	ST粤金曼	1999	广东	农贸	1996
0592	ST中福	2000	深圳	工程建设	1996
0602	ST金马	2000	广东	酒店旅游	1996
0607	华立控股	1999	四川	仪表	1996
0613	ST东海A	1999	海南	酒店旅游	1997
0639	庆云发展	1999	湖南	酒店旅游	1996
0653	ST九州	2000	福建	综合	1996
0658	ST海洋	2000	福建	农贸	1996
0662	ST康达	2001	广西	综合	1996
0669	中讯科技	1998	吉林	家电	1996
0675	ST银山	2001	四川	化肥	1996
0689	ST宏业	2000	广东	工程建设	1996
0696	ST联益	2000	四川	冶金	1997
0788	ST合成	2001	四川	制药	1997

0838	ST西化机	2001	四川	机械制造	1997
2011	ST物业 B	2000	深圳	房地产	1992
2057	ST大洋 B	1999	深圳	客货运输	1995
600083	ST红光	1998	四川	电子元器件	1997
600097	ST恒泰	2000	海南	农贸	1997
600109	ST成百	2001	四川	商业	1997
600137	长江控股	2000	四川	包装材料	1998
600150	ST重机	2001	上海	机械制造	1998
600167	ST黎明	2001	辽宁	服装	1999
600610	ST中纺机	1999	上海	机械制造	1992
600625	ST水仙	1999	上海	家电	1993
600629	ST棱光	2000	上海	材料	1993
600633	ST白猫	1998	上海	家电	1993
600647	ST同达	1998	上海	酒店旅游	1993
600658	兆维科技	2000	北京	商业	1993
600670	ST高斯达	1998	吉林	商业	1993
600683	宁波华联	2000	浙江	商业	1993
600691	东新电碳	1999	四川	冶金	1993
600696	福建豪盛	2000	福建	贸易	1993
600703	ST天颐	2001	湖北	化工原料	1996
600715	松辽汽车	1999	辽宁	汽车	1996
600721	ST百花村	2000	新疆	商业	1996
600734	ST实达	2001	福建	计算机	1996
600743	ST幸福	2001	湖北	服装	1996
600745	ST康赛	2001	湖北	服装	1996
600753	ST冰熊	2001	河南	家电	1996
600758	金帝建设	1999	辽宁	工程建筑	1996
600759	ST琼华侨	1999	海南	综合	1996
600762	金荔科技	2000	湖南	综合	1996
600763	ST中燕	2001	北京	服装	1996
600768	ST甬华通	2001	浙江	客货运输	1996
600775	南京熊猫	1999	江苏	家电	1996

600806	昆明机床	2000	云南	机械制造	1993
600813	ST鞍一工	1998	辽宁	机械制造	1994
600818	ST永久	1999	上海	自行车	1994
600831	ST黄河科	1998	陕西	家电	1994
600833	ST网点	1999	上海	商业	1994
600837	ST农商社	1998	上海	商业	1994
600845	ST宝信	2000	上海	钢铁	1994
600847	万里电池	1999	四川	电池	1994
600848	ST自仪	2001	上海	仪器仪表	1994
600852	中川国际	1998	四川	工程建筑	1994
600853	ST北特钢	2001	黑龙江	冶金	1994
600855	ST北旅	1998	北京	汽车	1994
600874	创业环保	1999	天津	化工原料	1995
600876	洛阳玻璃	1999	河南	玻璃	1995
600892	湖大科教	1998	湖南	商业	1996
600898	ST郑百文	1999	河南	商业	1996
900935	金泰 B 股	1998	上海	机械制造	1995

数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

表 2-3 经营成功公司名录

100 强排 名	股票 代码	股票 简称	2000 年主 营业务利 润(亿元)	得 分	2000 年 总资产 (亿元)	得 分	2000 年 末市值 (亿元)	得 分	综合 得分	三年平 均 ROE (%)
68	600832	东方明珠	2.92	101	38.14	97	186.13	22	220	11.42
58	600795	国电电力	3.33	101	56.10	48	161.22	33	182	29.29
13	600776	东方通信	10.71	26	79.46	22	181.81	23	71	12.56
84	600741	巴士股份	5.90	59	40.78	85	46.83	101	245	13.99
99	600726	龙电股份	2.47	101	33.79	101	115.56	57	259	11.58
56	600690	青岛海尔	8.70	36	40.35	89	118.59	55	180	13.81
55	600664	哈药集团	32.12	2	44.49	75	62.22	101	178	11.79
18	600642	申能股份	5.43	69	99.15	16	322.53	5	90	17.04
66	600637	广电信息	3.89	101	46.84	65	124.60	49	215	11.60

93	600609	金杯汽车	1.12	101	54.73	49	73.97	101	251	11.23
26	600602	广电电子	8.85	35	77.40	23	118.60	54	112	11.22
60	600207	安彩高科	9.15	34	31.75	101	122.28	51	186	22.63
81	600205	山东铝业	7.90	40	24.62	101	79.24	101	242	28.44
7	600188	兖州煤业	27.46	4	84.38	19	278.98	10	33	12.38
92	600183	生益科技	2.68	101	14.76	101	124.81	48	250	17.11
88	600177	雅 戈 尔	6.82	47	24.46	101	83.45	99	247	16.73
95	600170	上海建工	4.44	96	51.26	55	66.48	101	252	11.31
94	600126	杭钢股份	6.56	50	29.39	101	67.44	101	252	17.53
69	600121	郑州煤电	1.82	101	17.78	101	194.40	19	221	13.39
21	600104	上海汽车	9.32	33	68.08	37	171.78	26	96	16.88
36	600102	莱钢股份	8.42	37	51.21	56	127.63	46	139	18.44
37	600100	清华同方	5.90	60	52.91	54	169.70	28	142	12.62
12	600098	广州控股	14.60	16	82.51	21	198.57	18	55	19.83
43	600018	上港集箱	12.53	20	70.44	34	29.07	101	155	24.05
16	600016	民生银行	5.28	73	680.58	2	297.95	6	81	11.57
24	600009	上海机场	5.11	76	76.50	24	297.95	7	107	14.76
51	600008	首创股份	1.16	101	50.12	58	238.48	16	175	29.35
78	600006	东风汽车	6.29	51	40.69	86	75.30	101	238	20.66
28	600005	武钢股份	9.53	31	63.31	42	132.12	44	117	15.86
23	600002	齐鲁石化	9.36	32	82.89	20	118.95	53	105	10.43
25	600001	邯郸钢铁	9.93	29	75.91	25	117.88	56	110	15.52
5	600000	浦发银行	12.29	22	1307.22	1	500.08	2	25	16.86
29	0999	三九医药	8.16	38	58.90	45	151.73	37	120	12.69
91	0983	西山煤电	5.34	72	38.04	99	93.65	79	250	20.17
83	0962	东方钽业	2.84	101	14.43	101	139.23	42	244	19.26
11	0959	首钢股份	13.11	19	96.37	17	260.34	14	50	20.88
62	0956	中原油气	9.66	30	31.45	101	104.04	67	198	25.57
44	0932	华菱管线	7.10	43	54.19	50	108.01	64	157	13.39
46	0931	中 关 村	2.74	101	66.04	41	172.90	25	167	12.90
34	0927	天津汽车	7.39	41	72.26	29	105.72	65	135	14.78
14	0866	扬子石化	14.24	17	106.02	12	128.15	45	74	10.56

22	0858	五 粮 液	18.08	9	46.01	68	189.79	21	98	27.42
74	0839	中信国安	2.57	101	23.94	101	165.50	29	231	18.28
80	0825	太钢不锈	5.02	77	47.43	63	61.04	101	241	12.68
65	0817	辽河油田	7.03	44	27.71	101	101.42	70	215	11.13
98	0778	新兴铸管	6.18	55	30.64	101	62.22	101	257	15.85
67	0761	本钢板材	5.68	64	47.29	64	89.18	88	216	10.11
79	0751	锌业股份	6.09	57	40.50	87	84.85	96	240	13.68
19	0709	唐钢股份	13.97	18	102.56	13	108.31	62	93	10.81
54	0682	东方电子	6.25	52	18.48	101	176.34	24	177	31.76
45	0651	格力电器	16.75	11	57.86	46	55.20	101	158	19.84
72	0636	风华高科	4.68	88	25.04	101	142.39	41	230	24.29
40	0629	新 钢 钒	14.89	14	70.75	31	74.29	101	146	10.56
100	0562	宏源证券	0.81	101	50.92	57	81.65	101	259	13.40
3	0539	粤电力 A	22.20	5	112.99	11	339.95	3	19	19.60
35	0527	粤美的 A	18.55	7	71.74	30	64.93	101	138	15.23
57	0488	晨鸣纸业	6.83	46	53.84	51	90.04	85	182	10.60
87	0418	小天鹅 A	7.03	45	34.07	101	59.95	101	247	10.84
17	0063	中兴通讯	17.58	10	63.21	43	157.38	35	88	21.90
70	0060	中金岭南	6.19	53	45.79	70	40.95	101	224	11.37
30	0039	中集集团	15.63	12	66.40	40	95.05	77	129	18.16
39	0027	深能源 A	7.19	42	75.44	27	98.50	74	143	16.14
82	0024	招商局 A	4.89	81	48.89	61	68.89	101	243	10.33
76	0021	深科技 A	4.29	100	38.75	94	147.98	39	233	14.71
27	0016	深康佳 A	14.85	15	100.63	15	90.12	84	114	13.51
15	0001	深发展 A	5.54	66	672.27	3	282.53	9	78	16.87

数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

2.2.2 成功与失败上市公司的统计特征

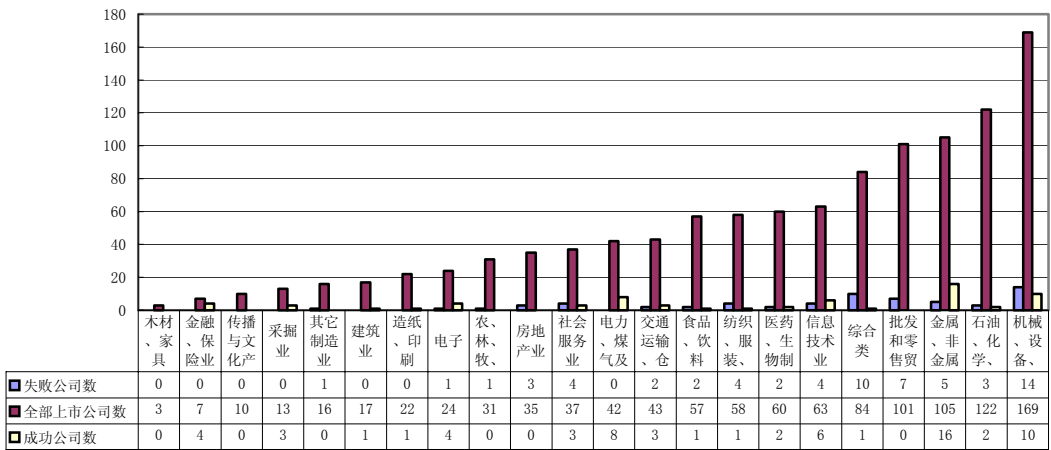
(1) 行业分布

上市公司的行业分类有各种不同的办法，我们选择了较通行的交易所的行业分类方法，共 13 个大的类别，分别为：金融、保险业；传播与文化产业；采掘

业；建筑业；农、林、牧、渔业；房地产；社会服务业；电力、煤气及水的生产和供应业；交通运输、仓储业；信息技术业；综合类；批发和零售贸易；制造业。但是其中制造业占上市公司总数中的绝大部分 56.84%，共 636 家，如果用这样的分类方法，等于将制造业剔除在外，因此我们把制造业的亚类提升，与其它大类一道用于行业分布研究。制造业共有 10 个亚类别，分别为：纺织、服装、皮毛；电子；机械、设备、仪器；金属、非金属；木材、家具；医药、生物制品；石油、化学、塑胶、塑料；食品、饮料；造纸、印刷；其它制造业。

我们的统计结果如下（图 2-16 至图 2-18）：金融保险业作为大类，在上市公司总数中所占比例却最小 0.63%，总共只有 7 家公司；机械、设备、仪表业作为机械行业的亚类却在上市公司总数中所占比例最大 15.1%，总共有 169 家上市公司。（由于木材、家具业只有 3 家上市公司，丝毫不具有代表性，因此在本文对其忽略不计。）

图2-16 各行业成功、全部、失败公司的数目



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

观察图 2-17 和图 2-18，我们发现占上市公司总数绝大部分的制造业中的成功、失败公司比例与该行业在上市公司总数中所占比例相当。

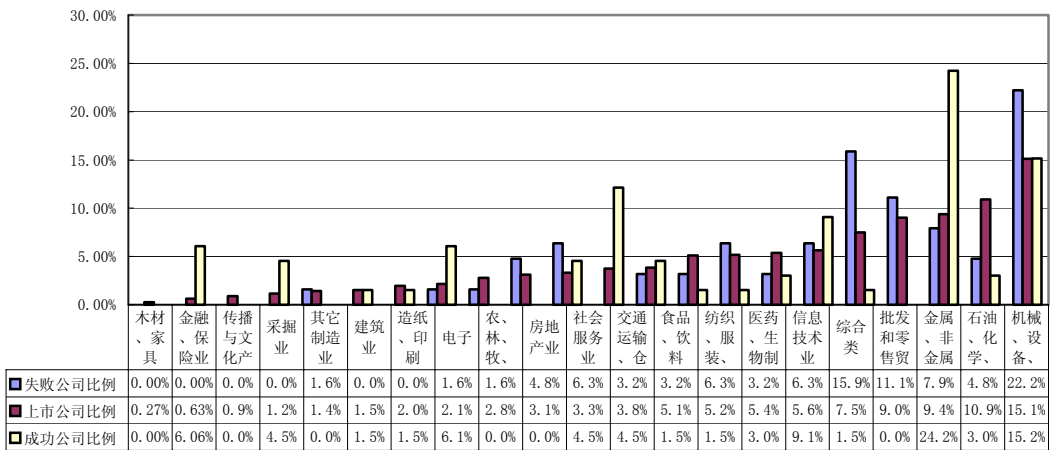
有 5 个行业没有失败公司，只有成功公司，这 5 个行业分别是：金融保险业、采掘业、电力煤气及水的生产供应、建筑业和造纸印刷业。其中金融保险业由于在仅有的 7 家上市公司中没有失败公司，成功公司更达 4 家，因而在行业内部的成功公司比例排行中列第一位，达 67.24%。

有 4 个行业只有失败公司，没有成功公司，分别为：房地产、批发和零售贸易、农林牧渔业和其它制造业。还有就是传播与文化产业既没有成功公司也没有

失败公司。综合类公司中只有一家成功公司，行业内部失败公司比例更高达 11.90%，为各行业之最。

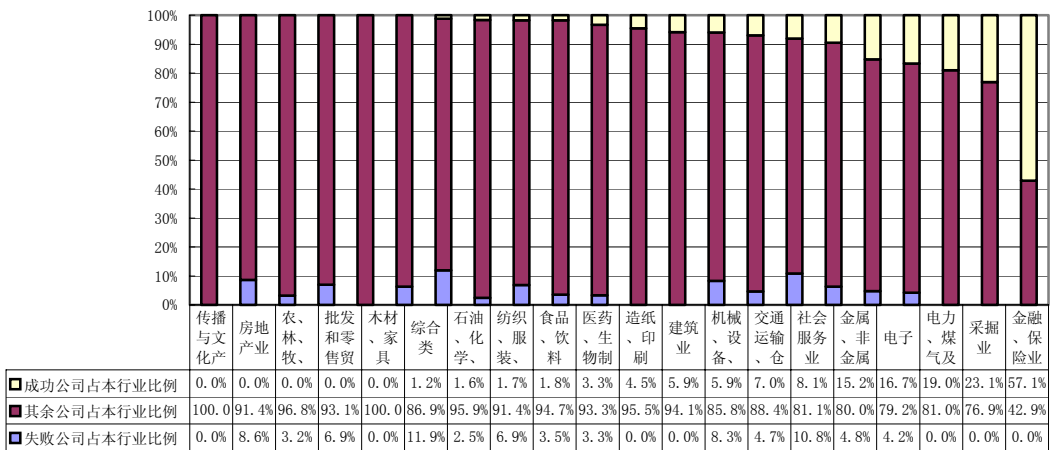
通过对行业之间的比较我们会发现，成功公司多产生在科技含量高、竞争对手少、进入壁垒较高的行业，比如电子、金融保险业、采掘业等；而失败公司大多产生在科技含量低、竞争激烈、进入壁垒低的行业，比如房地产、批发和零售贸易、农林牧渔业等。

图2-17 各行业成功、全部、失败上市公司比例



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-18 各行业内部成功、失败公司比例



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

（2）地域分布

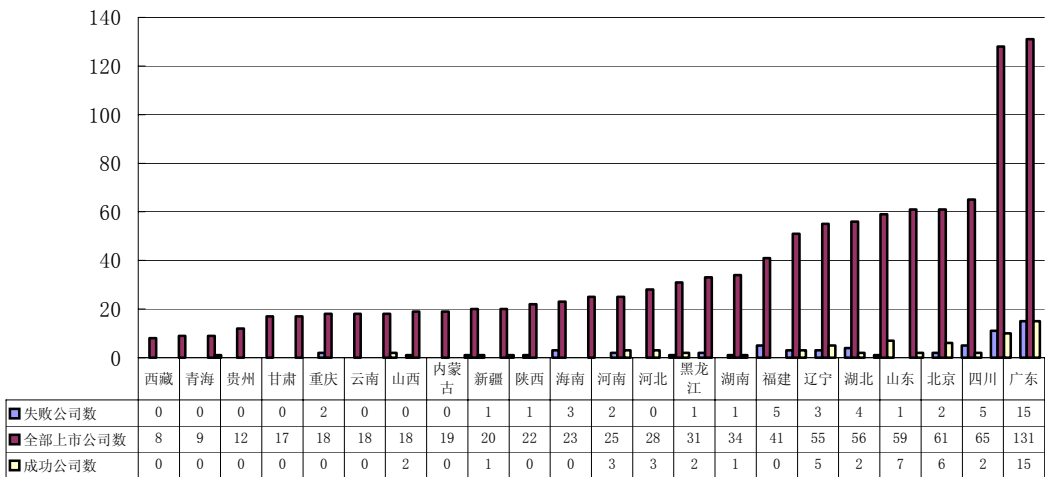
我国各地区经济发展水平极不平衡，这也突出反映在上市公司的地域分布上，东南沿海经济发达省份占了上市公司总数的大部分，其次是中部内陆地区，

而西部地区的上市公司数目最少（见图 2-19 和图 2-20）。其中广东和上海两地由于自身经济较发达，再加上是证券市场所在地有着先天优势，占据了上市公司数目排行榜的前两名，有 132 家和 130 家上市公司，分别占上市公司总数的 11%，遥遥领先于第三名有 66 家上市公司的北京。

再观察图 2-20 和图 2-21，成功与失败上市公司的地域分布却略让人惊异，这些成功与失败的上市公司比上市公司整体更加集中于东南沿海省份以及经济发达地区，比如广东和上海在上市公司总数中占最大的比例，然而在成功与失败公司总数中却占更大比例，尤以广东为甚，反观西部省份却很难发现成功或失败的上市公司。我们认为，产生这种现象的原因主要有如下几点：

- ① 相比于西部省份东南沿海经济发达地区近年来一直高速发展，成功上市公司集中于此，理所当然；
- ② 前几年我国的上市公司名额由国家审批，而国家对西部省份略有倾斜，许多西部省份的上市公司先天资质不高，比较难产生成功的公司；
- ③ 东南沿海以及经济发达地区对上市公司一般不作过多干预，公司经营失败后也不大会作特别的扶持与保护，加上退市机制不健全，失败公司数目越积越多；反观西部省份，由于上市公司总数较少，政府十分重视，一旦发生经营失败，便会多方加以扶持与保护，因此失败公司的数目并不很多。

图2-19 各地全部、成功、失败上市公司数目



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

抛开大的东西部地域概念，我们仔细分析图 2-20 和图 2-21 各省的情况，还会发现一些重要的信息：

- ① 河北省共有 28 家上市公司，其中成功上市公司比例为 12%，是最高的

一个省份，同时也是没有失败上市公司的省份；

② 海南和福建虽然地处东南沿海经济发达地区，但是由于近年经济增长出现问题，失败公司比例最高，达 12%，同时也没有成功的上市公司。

③ 上海广东两地成功与失败上市公司的比例都很高；

④ 北京在上市公司总数中占较高的比例，达 5.8%，在其中有 9%的成功上市公司，却只有 3%的失败上市公司，这是一个较好的数据，但是我们要考虑北京的特殊情况，即一些跨地区的大企业在北京注册，其实不能简单地被算作北京地方企业，比如民生银行，当然这样的事情在上海也存在；

⑤ 综合来看成绩最好的是山东，既拥有较多的上市公司，达 63 家，占上市公司总数的 5.5%，又有着较高比例的成功公司 11%和较低比例的失败公司 1.5%。

图2-20 各地成功、全部、失败上市公司比例

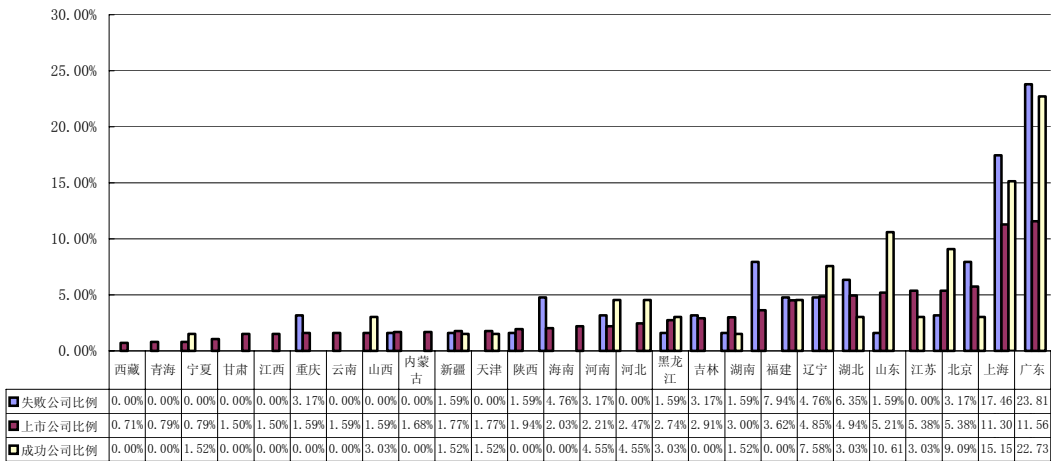
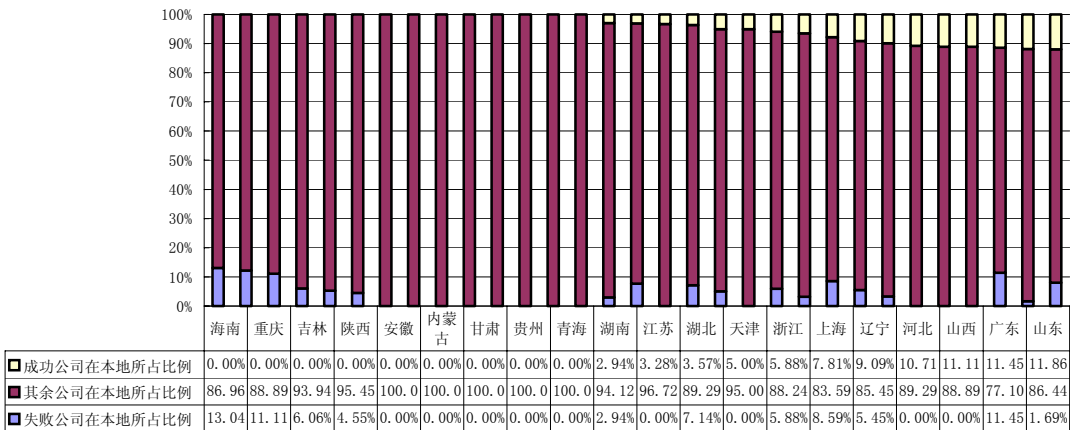


图2-21 成功、失败公司在本地所占比例

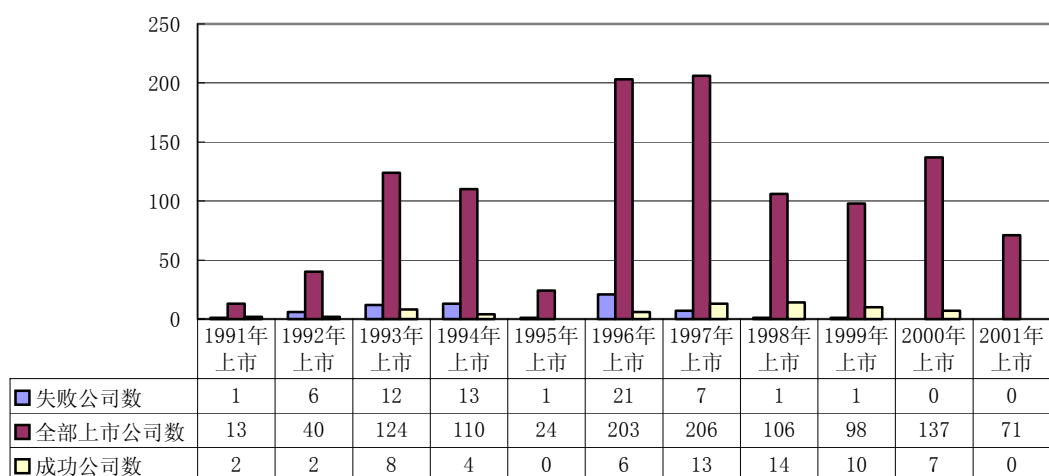


数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

（3）上市年份分布

中国股市的发展并非一帆风顺的，期间经历了许多波折，从每年上市的公司数目可窥一斑。1991、1992 年股市刚刚创立之初，分别有 13 家和 40 家公司上市；1993、1994 年进入快速发展时期，每年都有 100 多家公司上市发行；到了 1995 年，由于政策原因，上市发行的公司数目急剧减少，只有 24 家；1996、1997 年上市的公司数目激增，每年都有超过 200 家公司上市发行；1998 年以后基本保持稳定，每年有 100 家左右的公司上市发行。图 2-22 列出了十年来每年上市的公司数目和其中成功与失败公司的数目。

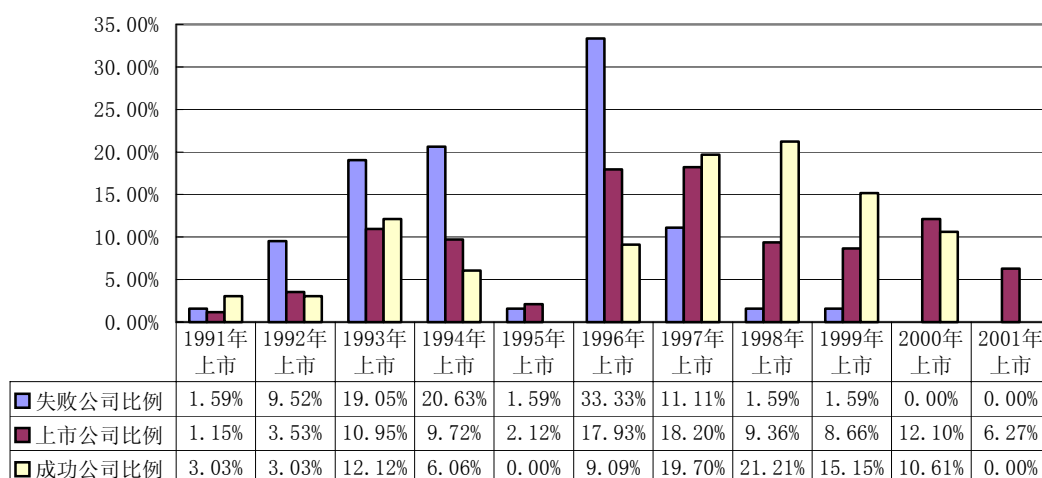
图2-22 历年上市的成功、全部、失败公司数目



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

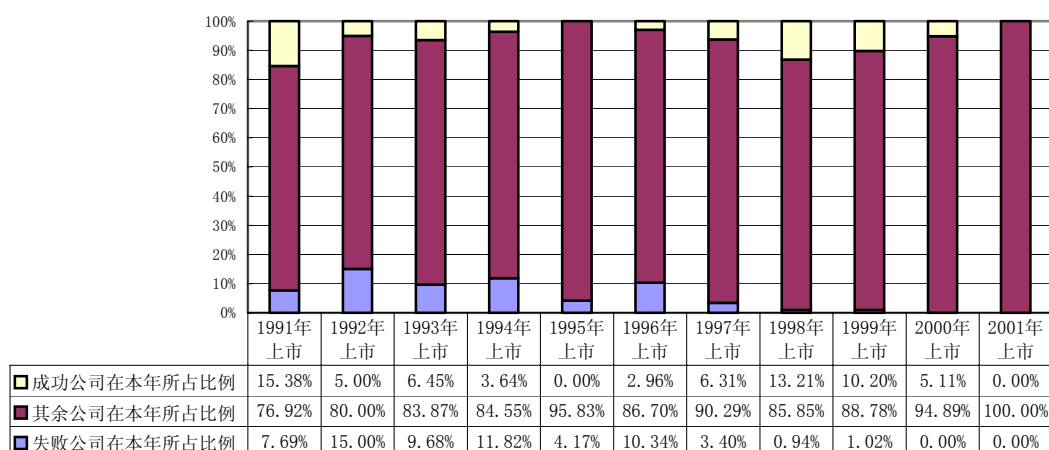
观察图 2-23 和图 2-24 可以发现：失败的公司主要集中在 1997 年以前，而成功公司集中在 1998 年以后，这与我们前面讨论的公司上市后业绩下滑的趋势相一致。就个别年份来说，1998 年上市的公司成绩最好，当年共有 106 家公司上市，如今只有一家公司失败，却有 14 家公司位列成功公司行列；1996 年上市的公司成绩最差，当年共有 202 家公司上市发行，却有 21 家公司失败，只有 6 家公司成功。

图2-23 历年上市的成功、全部、失败公司比例



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-24 历年上市公司内部成功、失败公司的比例



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

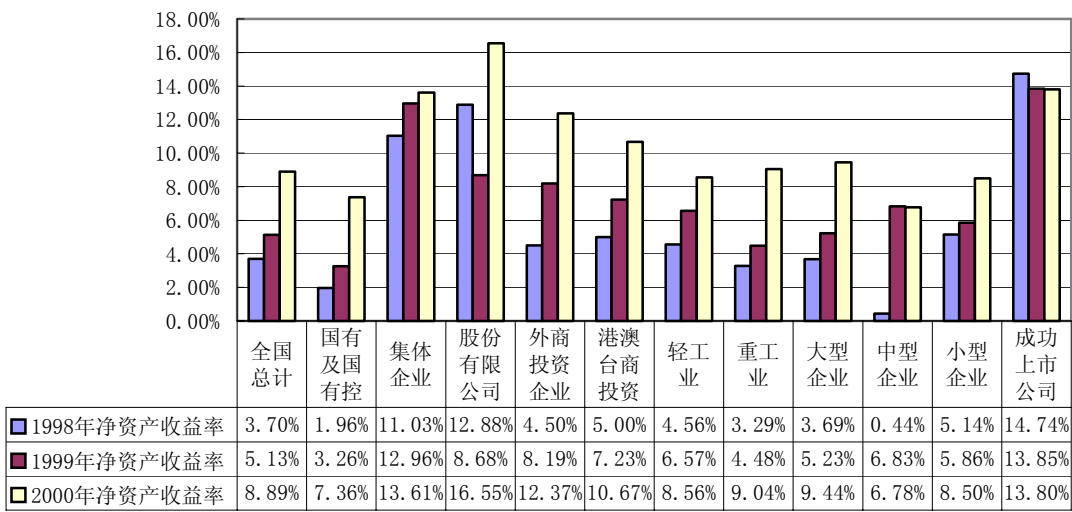
2.2.3 成功上市公司与国外的横向比较

在前面论述中，得出的结论是：中国上市公司作为整体来说，不但在国际间的横向比较中处于劣势，甚至在与国内非上市公司的横向比较中处于劣势，下面我们将挑选出的成功上市公司与国内国际作一横向比较，以确定这些成功公司是否是真正意义上的“成功”。

先看图 2-25 中成功上市公司与国内非上市工业企业近三年净资产收益率的比较，从中可以发现，成功上市公司的净资产收益率虽然在近三年略有下降，但

一直保持比较高且稳定的水准，具有一定优势。

图2-25 最近3年净资产收益率的国内横向比较



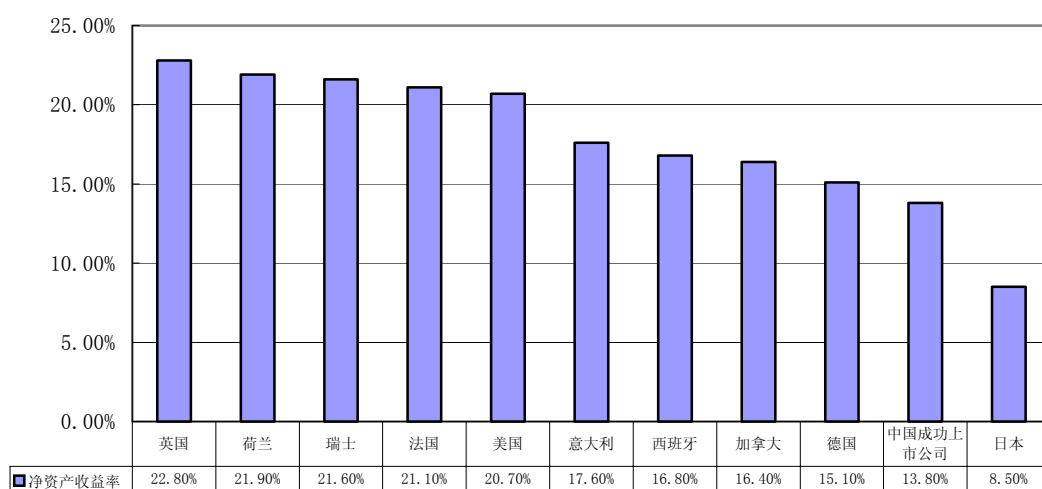
*：表中除上市公司外的数据采集样本为国有及规模以上非国有工业企业
数据来源：《中国统计年鉴》、《中国经济统计年鉴》、上海证券交易所、深圳证券交易所

- 再看国际比较，从图 2-26 至图 2-29 中可以发现：
- ① 即使中国成功上市公司的净资产收益率也低于所有其它发达国家的上市公司，而仅仅高于身处经济衰退困境 10 年的日本；
 - ② 与新兴市场 200 强相比，中国成功上市公司的净资产收益率处于中等偏下的水平。
 - ③ 与世界 1000 强相比，中国成功上市公司的股息率（股息/股价）更是严重偏低，仅仅与日本持平。
 - ④ 虽然中国成功上市公司的净资产收益率在新兴市场 200 强中不是最差，但是股息率却仅仅高于波兰而低于其它所有发展中国家。

通过以上比较，可以得出如下结论：

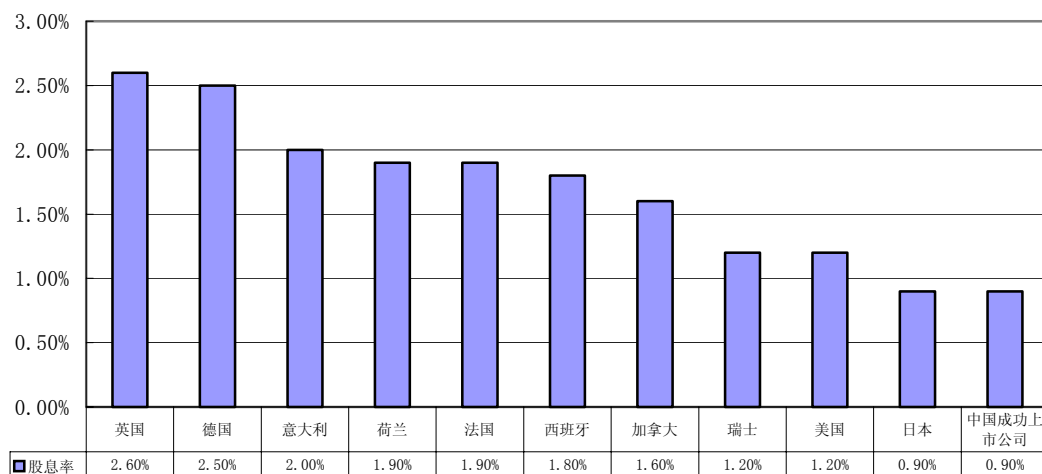
- ① 中国成功上市公司代表了中国上市公司整体里面的较高水准，同时也代表了中国总体经济水平的较高水准。
- ② 即使挑选出的成功的上市公司与国际水平相比差距仍然明显，远非真正意义上的成功，只是“矮子”里面挑选出来的“高个”。

图2-26 成功上市公司2000年净资产收益率与世界1000强的横向比较



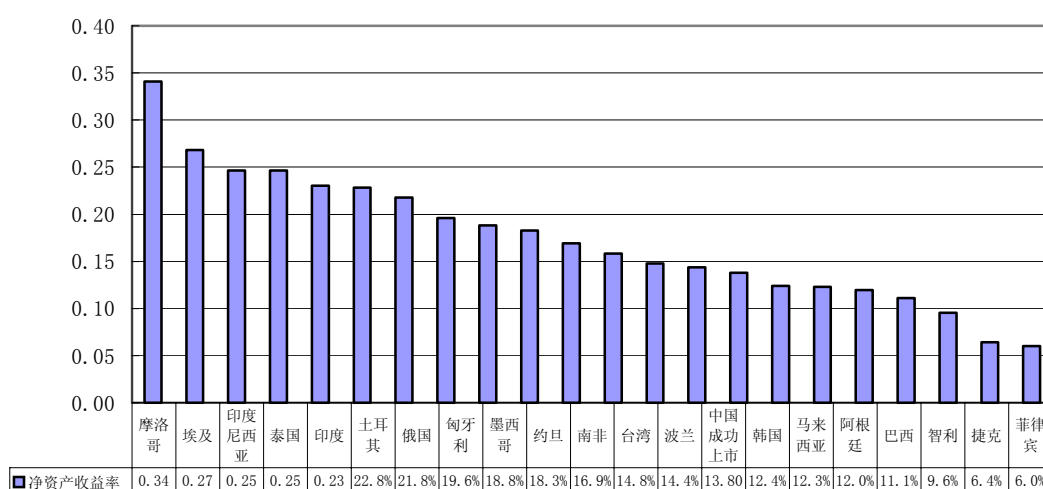
数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-27 成功上市公司2000年股息率与世界1000强的比较



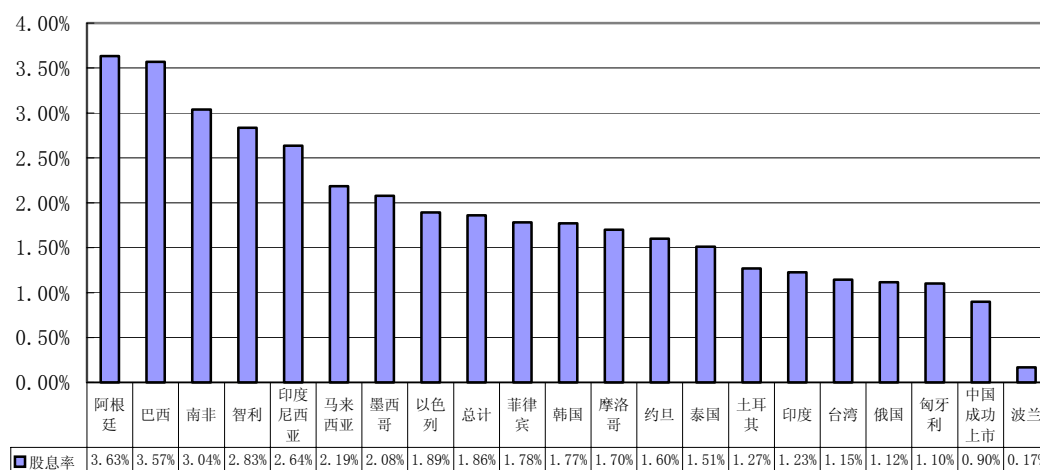
数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-28 成功上市公司2000年净资产收益率与新兴市场200强的横向比较



数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所

图2-29 成功上市公司2000年股息率与新兴市场200强的横向比较



数据来源：Business Week (Asian Edition) July 9, 2001、上海证券交易所、深圳证券交易所