

上市資訊

2017年9月号（总第15期）

发行上市中心

2017年9月5日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

丽水市金融干部及重点企业走进上交所

长沙市领导干部及拟上市企业走进上交所

上交所第三期“企业上市领军人才”培训开班

【案例分析】

贵州茅台等白酒企业近期经营状况及其股价表现分析

【课题研究】

上市公司重大资产重组业绩承诺研究

【市场前沿】

回报率较高的“好”公司具备哪些基因

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至8月31日，今年上交所IPO上市企业154家，募集资金951.48亿元，股票再融资企业88家，募集资金2799.83亿元。

2、在会审核企业情况

截至8月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计599家。其中，上交所在审企业276家，深交所在审企业323家（中小板89家、创业板234家）。

3、新增IPO申报情况

截至8月31日，今年新增IPO申报企业共计285家，其中，上交所121家，深交所164家（中小板30家、创业板134家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至8月31日，本所2017年已完成公司债公开发行730只，发行金额9338.28亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至8月31日，本所2017年已完成资产支持证券发行166只，发行金额2538.80亿元。

3、债券上市情况

截至8月31日，本所各类债券挂牌数量已达9367只，比去年底增加1290只，增幅16%；债券托管金额已达6.92万亿元，比去年底增加0.72万亿元，增幅12%。

【交流动态】

1、2017年8月18日，借起步股份上市之机，由丽水市常务副市长林亮带队，当地相关金融干部及重点后备上市企业高管一行60余人，赴上交所参观学习。在本次培训中，上交所监管执行部负责人作了欢迎致辞，介绍了多层次资本市场形势。发行上市中心和债券业务中心专家随后对企业上市政策与优势、我所债券市场发展情况进行了介绍，并与丽水市领导、企业高管进行了深入交流。（供稿人：叶安琪）

2、2017年8月11日，由长沙市委副书记、市长陈文浩带队、长沙市金融办组织，地方相关政府干部及12家拟上市企业高管共20余人，在本次培训中，发行上市中心有关负责人进行了致辞，中心相关专家就资本市场形势与企业上市选择等内容进行了专题授课，并与参会企业家就具体问题进行了互动交流。培训结束后，上交所安排参观了上海当地领军企业，交流学习上市先进经验。（供稿人：陆海生）

3、2017年8月7日，为拟上市企业高管人员量身定制的上交所第三期“企业上市领军人才”培训班在呼和浩特开班，来自全国51家拟上市企业的51位学员参加了此次培训。通过为期三天的系统性学习，学员们得以全面了解资本市场历史现状、上市过程中财务税务问题解决方案及民营企业的内控建设，并实现与新上市公司财务总监面对面沟通交流，有助于提高规范运作意识、拓宽运用资本市场持续发展视野。（供稿人：董贺）

【案例分析】

贵州茅台等白酒企业近期经营状况及其股价表现分析¹

上市公司监管一部 陶琦 杨志进 秦懿

一、近期白酒企业基本情况

白酒板块规模位居食品饮料行业榜首，经历了明显的周期变化，近期呈现加速回升状态，不同档次公司业绩明显分化。

（一）行业龙头贵州茅台的主要经营情况

贵州茅台 2001 年 8 月上市，截至目前已 16 年。其间，公司营收由 16.18 亿增长至 401.55 亿，增加 25 倍；实现净利由 3.28 亿增至 167.18 亿，增加 50 倍，累积实现净利 1182.66 亿。

一是高速增长期。茅台高速成长集中于 2011 至 2012 年，营收增速分别为 58% 和 44%，净利增速分别为 73% 和 52%。期间，茅台出厂价经两次提价达 819 元/瓶，公司净利率上升至 50.30%；市场价出现泡沫，终端价曾高达甚至突破 2000 元/瓶。

二是深度调整期。2013 年开始，受三公消费政策影响，白酒业进入低谷。其中，贵州茅台 2013 年营收和净利增速分别降至 17% 和 14%，为 2012 年 1/3；2014 至 2015 年两项增速进一步降至个位，分别为 4% 和 1%，均比 2013 年减少 13% 以上。同时，茅台终端价和一批价基本稳定于 850-900 元/瓶间。直至

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

2016年6月后，一批价才从850元/瓶快速上涨至年底的1100元/瓶，截至目前已达1300元/瓶左右（出厂价仍为819元/瓶）。

三是复苏回暖期。经过三年调整期，公司2016年重新实现高增长，在业内率先业绩回暖。2016年，茅台酒收入367.14亿，增长16.39%；净利润180亿，增长16%；年末预收账款175.41亿，创历史新高。2017年上半年，公司实现营收241.9亿，增长33.11%；净利112.51亿，增长27.81%，再度超市场预期。

（二）行业上市公司经营状况

近期，白酒业上市公司经营状况有以下三方面的突出特点：

一是白酒板块在食品饮料行业中规模居首。目前国内白酒行业市场规模超6000亿，位居食品饮料板块第一，总市值约1.2万亿，占比达整个板块的58%。据国家统计局数据，2016年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量1358.36万千升，同比增长3.23%。其中，规模以上白酒企业累计完成销售6125.74亿，同比增长10.1%；累计实现利润总额797.15亿，同比增长9.2%。整个白酒行业产销量呈现上升趋势。从上市公司情况看，沪深两市19家白酒公司2016年营收总和1307亿，同比增长13.45%，净利润总和380亿，同比增长11.04%，涨幅明显。

二是行业经历了明显的周期变化。白酒行业新一轮调整是以2012年限制三公消费为起点，政策限制叠加经济下行影响，行业先后经历需求萎缩、库存高企、价格下滑、渠道利润受挤压等危机。2010-2012年，白酒行业上市公司营收总体增速均

30%以上，其中峰值为 2011 年，增速达 43.26%。2013-2014 年，行业明显下滑，营收降速分别 2.58%和 9.45%。2015 年开始回暖，当年营收增速达 5.96%，而 2016 年增速更明显，达 13.45%。

三是不同档次酒企业经营业绩明显分化。深度调整期间，以贵州茅台为代表的高端酒采取“降价放量”策略，逐步挤占二线白酒市场份额，随后马太效应凸显。在白酒刚需下，优质个股领先走出调整，行业弱复苏，一、二线酒企业绩大幅增长。2013 和 2014 年行业深度调整期，一线白酒龙头贵州茅台、二线白酒龙头古井贡酒及三线白酒龙头老白干酒，是全行业仅剩的仍实现营收增长的三家上市公司。但行业复苏分化，2016 年，贵州茅台、五粮液、洋河股份和泸州老窖四家一线白酒企业营收平均增速达 14.92%，高于全行业平均 13.85%。与此同时，二线酒企除龙头古井贡酒（14.54%），及 2013 年和 2014 年超跌的水井坊（37.61%）和完成混改的沱牌舍得（26.42%）外，其他营收增长率均个位数。三线酒企更迟迟未复苏，两市仅金种子酒一家，自 2013 年来营收持续下滑，近两年下滑更明显。

（三）近期行业公司股价表现和相关研究报告情况

从股价表现看，白酒板块股价近一年持续上涨。2016 年下半年以来，国内酒类行业结束三年低迷期，以贵州茅台为首的知名酒企不仅产品价格飞涨，股价也走强。2017 年 4 月 20 日，贵州茅台的股价成功站上 400 元，坐稳 A 股第一高价股。随后又以 5096.8 亿市值超越全球烈酒老牌冠军帝亚吉欧，成为全球

市值最高的酒厂。6月9日收盘，贵州茅台报收465.74元/股，以5850.62亿的流通市值超越中国石化，成为A股第六大上市公司。截至7月27日，白酒板块年初以来、月初以来股价涨幅（算数平均）分别为17.65%和3.94%，同期食品饮料板块涨幅分别为0.19%和-1.89%，同期全部A股跌幅分别为0.86%和0.87%，白酒板块股价表现明显优于食品饮料板块及市场整体。

从券商报告看，报告数量增多且一致看好。据统计，2015年和2016年全年茅台研报数量分别为101份和172份，而2017年至今已达122份，远高于去年同期69份。各券商评级分类不同，但均给予“买入”“强烈推荐”“增持”、“推荐”等评级，并一致维持原评级。公司2016年年报披露后至今，大部分券商对公司目标股价看至500元/股，个别券商高看至600元/股以上，其中，中金上调至613元/股，天风上调至615元/股。

二、近期经营业绩及股价上涨的动因分析

（一）企业转型及时有效，走出行业低谷

2004年到2013年，全国白酒产量逐年增长，从312万吨扩张到2013年的1226万吨，十年来增长3倍，产能过剩给白酒业带来严峻库存压力。自2013年“三公”消费被禁后，很多经销商经历了长期的去库存状态，生产商也在压力下，谋求政务消费向商务、大众消费转型，高端酒如茅台控价保量，价格转型。向大众消费转型过程中，也伴随着竞争的白热化，因高端酒降价下沉，对中低端市场造成挤压，中低端市场竞争加剧。

产品结构上，众多酒企从超级大单品策略转型，为迎合消费需求层次性，单一酒企产品品类和价格也实现多元化，如贵州茅台就加大了对系列酒的推广力度。在营销渠道上，则向贴近消费者的扁平化渠道转型，其中洋河股份渠道下沉最为典型。部分生产企业也通过非公开发行等引入经营商持股方式，加强同经销商的战略协同，在渠道价值链上协同参与。

以贵州茅台为例，近两年公司谋求向大众消费转型。据公司董事长在公开媒体介绍，茅台酒公务消费比例已从过去的30%下降到现在不足1%。同时，公司大力拓展营销渠道，拥有2000多家经销商、专卖店，营销网络覆盖全国所有地级市和30%以上县级市。同时，贵州茅台严控茅台酒终端售价，通过多种方式抑制经销商随意加价。适度的终端销售价格使老百姓消费需求得到有效释放，从而实现公司销量提升和业绩增长。

（二）经济增长和消费升级，一定程度带动了酒业绩增长

近年来，消费支出对我国经济增长贡献率持续提升，2017年一季度已达77.2%。随着经济增长和居民收入增加，居民消费向高端化、品质化升级，带动食品饮料板块整体估值上升。2017年以来，食品饮料板块上涨17.65%，较大盘指数涨幅高17%，位于各板块前列，白酒行业直接受益于居民消费的增长。

在消费升级拉动的背景下，居民消费逐步向优质品牌集中。从规模来看，贵州茅台、五粮液及洋河股份三家高端白酒企业2016年营收之和占沪深两市白酒企业整体营收的61.67%，净利

润占比高达 81.05%，贡献了白酒行业的主要利润来源，并将进一步提升占比。在高端酒领域，寡头垄断已形成，行业格局难有大变化。进一步比较三家高端白酒企业，贵州茅台最为坚挺，在行业深度调整的 2013 年和 2014 年，只有贵州茅台保持营收、净利增长，其他两家均下滑，五粮液平均下滑幅度大于洋河股份。在复苏力度上，2015 年，贵州茅台与五粮液相当，均低于洋河股份。2016 年贵州茅台营收增速提升，超过后两者，但三者净利润增速基本相当。2017 年一季度数据显示，贵州茅台不仅在营收上增速强劲，净利润增速也力压后两者。

贵州茅台作为极具品牌号召力的高端白酒行业龙头，其采取“控件紧平衡”的策略，逐步抢占更多白酒市场份额。2016 年，茅台酒在国内高端白酒市场占有率超 50%，是 2012 年的 2 倍。贵州茅台的业绩增长，在一定程度上反映了居民收入增长和追求生活消费品质的趋势。对比居民可支配收入与茅台市场零售价比值看，2010-2012 年城镇居民人均月可支配收入能购买茅台 1-1.5 瓶，目前该比值已达 2.5 瓶左右。此外，据贵州茅台 2016 年年报，茅台酒销量达 3.7 万吨，较 2015 年同比增长 34.26%，远高于公司营收 18.99% 和净利润 7.84% 的增速。

（三）兼具防御性和抗通胀能力，市场看好消费类企业

一般而言，食品饮料等消费企业没有明显的周期性，刚性系数较高，宏观经济波动对其影响较小，对经济波动有较强的抵御力，因此食品饮料板块上市公司股票也被认为是防御性股

票，在大盘整体下跌时具防御功能。另外，食品饮料业也具有一定抗通胀能力，今年以来通胀水平回升，对食品饮料板块防御性需求更高。与食品饮料板块其他行业相比，白酒行业更受青睐，因其在成长性和防御性上更甚一筹。其一，从行业周期看，白酒消费在经历了近3年低迷盘整后，自2016年开始逐步回暖，今年以来重点公司业绩增长加速趋势更为明显，行业迎来向上周期。其二，白酒上市公司普遍基本面稳定、现金流良好、安全边际较高，在市场震荡背景下历来受避险资金青睐。

从股东结构看，贵州国资委通过控股股东贵州茅台酒厂持股61.99%。截至2017年6月底，前十大股东合计持股占比75.65%，其中港结算(陆股通)持6.01%，较一季度末增加0.38%，证金公司持1.97%，减少0.05%，汇金公司持0.86%，未变化。

从公司股东户数来看，自2016年6月公司股价开启涨势以来，股东户数快速上涨，并达到近三年高点，同时公司前十名股东持股比例较前期高值有所下滑，机构合计持股比例较2015年底有所下降，但仍处较高位置。可见，在机构抱团看好公司的同时，部分中小投资者也开始积极持有公司股份。

（四）机构存在较大估值分歧，但难挡白酒股上涨趋势

目前白酒板块整体估值处于2009年以来平均水平。截至2017年7月27日，沪深两市19家白酒上市公司平均市盈率39.59倍（扣除极端值沱牌舍得、金种子酒和皇台酒业）。其中，贵州茅台市盈率35.61倍，略低于行业平均。但在4家高端酒

个股中市盈率位列第二，仅次于泸州老窖 38.41 倍，另外 2 家高端白酒五粮液、洋河股份的市盈率分别为 30.07 倍和 22.15 倍。

估值随公司发展所处阶段波动，高速增长阶段对应高估值，而平稳期和衰退期则低估值。在白酒板块股价持续上涨过程中，市场对以茅台为代表的白酒股估值是否合理分歧较大，一方认为已明显高估，另一方则认为估值有望进一步提升。

认为贵州茅台估值有望进一步提升的依据有二：其一，收入增速加快。2014 年至 2016 年，收入增速分别为 3.69%、3.82% 和 20.06%，2016 年收入增速明显提高。2017 年第一季度、半年报超预期收入增速更是使市场给出高于经验的估值。其二，核心产品出厂价提升预期强烈。春节前飞天批发价高点达 1250 元，相比 2016 年 3 月 825 元上涨超 400 元。节后经历过短暂下跌，在 2017 年 3 月河南经销商座谈会上强调“紧平衡”后，茅台批价快速反弹，峰值突破 1300 元，近期更出现各地断货情况，需求端的旺盛导致市场坚定茅台批价大周期向上的趋势。

认为估值已明显高估的声音主要认为，白酒股票不太可能出现大幅增长，市盈率水平应参照利率，过高的市盈率代表泡沫，如果利率水平在 4% 左右，白酒股市盈率最高也只能是 25 倍，同时考虑股票风险因素，市盈率水平还应更低。此外，认为茅台未来增长潜力很难和其他小市值公司媲美，理论上，茅台市盈率水平应参照工商银行这类大型蓝筹股。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

上市公司重大资产重组业绩承诺研究²

上交所资本市场研究所 王佳 付鹏 易

业绩承诺作为上市公司重大资产重组中一项契约安排，在保障并购方权益方面发挥了重要作用。然而，随着我国上市公司并购重组日趋活跃，并购标的资产业绩承诺问题也日益凸显。

主要体现在四方面：一是业绩承诺未完成率逐年上升；二是业绩承诺未完成率随承诺时间后移而上升；三是业绩承诺“精准完成”占比较高；四是业绩承诺未完成原因解释较宽泛笼统。

一、重大资产重组业绩承诺现状

（一）业绩承诺数量与金额显著增加

近年来，我国上市公司业绩承诺数量与金额不断增长。从数量看，2009年至2016年A股上市公司累计发生业绩承诺数量为7、23、58、103、174、314、573、679次，年复合增长率92%。从金额看，2009年至2016年分别为18.85、57.72、190.12、224.74、331.58、451、836.19、1189.85亿，年复合增长率80.78%。

（二）业绩承诺标的资产多分布战略新兴产业

2016年，业绩承诺标的资产主要分布于65个行业。其中，软件和信息技术服务业（117宗），计算机、通信和其他电子设备制造业（75宗），互联网和相关服务（58宗），医药制造业（37

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

宗)及专用设备制造业(35宗)分别位居前五位。

另外,排名6-10位的行业分别是商务服务业(33宗),电气机械及器材制造业(24宗),广播、电视、电影和影视录音制作业(21宗),化学原料和化学制品制造业(20宗)及通用设备制造业(18宗)。可看出,上述属战略新兴产业居多。

(三)分期支付方式日趋盛行

近年来,为避免并购标的在交割后业绩承诺无法完成,业绩承诺采用分期解锁(或分期付款)方式日趋盛行。分期方式从以往上市公司在股权(资产)交割日向交易对手方一次性支付所有对价,变为在交割日完成后一定期限内,据标的资产业绩承诺完成情况分阶段支付(或不支付)对价。

最近三年,该分期解锁方式逐年上升,由2013年的27宗上升至2014年的83宗,再上升至2015年的130宗。

(四)超额业绩奖励逐渐被上市公司采纳

近年来,为激励标的资产在业绩承诺期限内超额完成承诺,不少上市公司在重组方案中还设置了超额业绩奖励条款。

从2013年至2016年,我国上市公司共254宗并购事项签署了超额业绩奖励条款,占全部的29.12%。同时,从超额业绩奖励条款确定奖励比例看,对超过业绩承诺部分给予50%、30%奖励的数量较多,分别为106宗、65宗,占比为41.73%、25.6%。

二、重大资产重组业绩承诺的问题

(一)业绩承诺未完成率逐年上升

近年来，业绩承诺未完成数量与未完成率均有所上升。从业绩承诺未完成数量看，2010至2016年业绩承诺未完成数量分别为2、4、23、32、35、84、120宗，年均复合增长率97%。从业绩承诺未完成比率看，近三年业绩承诺未完成率也逐年提高。其中，2014至2016年业绩承诺未完成率分别为11.14%、14.65%、17.67%。另外，未完成业绩承诺标的资产所属行业的分布特点也较明显。以2016年为例，未完成业绩承诺标的资产主要分布于计算机和信息技术相关行业，影视娱乐，商务服务及部分传统周期性行业。其中：制造业（51宗），信息传输、软件和信息技术服务业（26宗），租赁和商务服务业（11宗）。

（二）业绩承诺未完成率随承诺时间的后移而上升

从各业绩承诺年度看，业绩承诺未完成率随业绩承诺年度后移而上升。以2012年为首年业绩承诺的标的资产在2012、2013、2014和2015年未完成率为11.8%、15.7%、18.8%、28.6%。

上述现象在2011年至2015年的其余年份也存类似趋势。这反映了随着时间后移，宏观经济、行业环境、企业经营等因素不确定性逐渐加大，对标的资产后续业绩完成情况影响也越大，导致“时间越往后，业绩承诺越难完成”的困境愈发凸显。

（三）业绩承诺“精准完成”的占比较高

从业绩承诺完成比例看，2009年至2016年“精准完成”标的资产数分别3、10、31、45、95、180、295、310，占比50%、43.47%、53.44%、43.68%、54.59%、57.32%、51.39%、47.11%。

从数据看，2009 年至 2016 年，平均每年有将近一半的标的资产业绩承诺完成率位于（100%—110%]区间。其中，2016 年业绩承诺完成率处于（100%—103%]区间的达 29%。业绩承诺“精准完成”比例如此之高，不免为业绩承诺完成真实性和持续性打上问号，不排除部分标的资产存财务粉饰造假情况。

（四）业绩承诺未完成原因的解释较为宽泛笼统

对 2010 至 2016 年标的资产业绩承诺未完成原因进行统计梳理，发现上市公司对标的资产业绩承诺未完成原因的解释较为宽泛，不具说服力。这主要体现在三个方面：一是大部分上市公司对业绩承诺未完成的解释较为宽泛笼统；二是大部分上市公司对业绩承诺未完成原因分析过于格式化；三是大部分未完成业绩承诺的解释信息含量不高。

本文还发现将业绩承诺未完成原因归因于“行业不景气引发竞争激烈和需求不足”的占比最高，合计达 30%。另外，“宏观经济增速放缓或经济下行”、“受国家政策影响”和“生产要素成本上升”也是业绩承诺未完成的三个重要原因。上述三类原因解释占比分别为 12.39%、11.5%和 9.7%。最后，“标的资产进度延缓”、“战略整合需要时间”、“融资困难”、“跨期确认收入”、“客户需求发生变化”、“重组战略布局改变”、“国际因素”及“资产减值”等也是被提及的影响因素。

三、针对重大资产重组业绩承诺的监管建议

首先，重点监管业绩承诺未完成率较高的行业。本文研究

发现，未完成业绩承诺的标的资产主要分布于计算机和信息技术相关行业，影视娱乐，商务服务及部分传统周期性行业。对于上述有关行业，交易所应重点监管，持续跟踪，刨根问底。

其次，重点问询“精准完成”的业绩承诺。“精准完成”的业绩承诺可能会涉及标的资产业绩粉饰或财务造假。为保护中小投资者利益，交易所应重点问询“精准完成”的业绩承诺，关注标的资产生产经营情况、持续盈利能力及会计计量方法等，防止标的资产通过关联交易和特别的会计处理方法等手段粉饰经营业绩。在特殊情况下，交易所可以要求上市公司披露个别标的资产详细财务报表。

最后，重点关注业绩承诺未完成原因的信息披露。针对业绩承诺未完成原因解释较为笼统，交易所应重点关注业绩未完成原因的信披，督促上市公司对业绩承诺未完成原因细化。具体讲，上市公司要从宏观环境、产业发展、公司经营等方面逐条说明业绩承诺未完成原因，充分披露相关信息，给投资者以明确风险提示。对业绩承诺未完成原因披露笼统的上市公司，交易所应要求其进一步补充披露相关信息。（摘编：张冯彬）

回报率较高的“好”公司具备哪些基因 ——基于A股上市公司夏普比值的分析³

上交所资本市场研究所 潘妙丽 陈希 晋田

一、“好”公司的筛选标准

夏普比率 (Sharpe Ratio), 是一个用来衡量投资回报与投资风险关系的综合指标。该指标由 1990 年度诺贝尔经济学奖得主威廉-夏普 (William Sharpe) 提出, 用于衡量金融资产绩效表现, 其计算公式为:

$$S_a = \frac{E(R_a - R_b)}{\sqrt{\text{var}(R_a - R_b)}}$$

其中, R_a 为资产的收益率, R_b 为基准资产的收益率, 一般可将大盘指数或无风险收益率选为基准资产。 $E(R_a - R_b)$ 为资产对于基准资产的超额收益率的期望, $\text{var}(R_a - R_b)$ 为超额收益率的方差, 衡量资产的风险。理论上, 夏普比率越高越好, 投资者应尽量选择夏普比率较高的股票/投资组合。

本文试图通过夏普比率寻找 A 股市场的“好”公司。由于股票的短期波动受诸多因素影响, 长期表现主要取决于公司基本面, 我们只选择上市五年以上的公司作研究样本, 即 2013 年

³ 文章为精简版, 如需全文, 请与发行上市中心联系。

1月1日前上市的沪深A股公司。据统计，上市五年以上公司共2048家，其中沪市主板789家、深市主板350家、中小板641家、创业板268家。计算夏普比率的时间跨度为从股票的上市日起至2017年6月30日，第一个价格取上市首日的股票发行价格，之后取每月底最后一个交易日的收盘价格。股票收益率采用对数收益率，也即是 $R_i = \text{Log}(P_i) - \text{Log}(P_{i-1})$ ，其中 P_i 与 P_{i-1} 分别为本月与上月的价格， R_i 为股票在本月的收益率。为了避免除权除息等股本变动对收益率产生的影响，我们对股票价格进行了复权处理。根据股票所处板块，我们将基准资产分别选取为上证综合指数(000001.SH)、深证成份指数(399001.SZ)、中小板指数(399005.SZ)及创业板指数(399006.SZ)。

二、A股公司夏普比率统计分析

总体看，A股公司夏普比率均值为0.046，中位数为0.041，两者较为接近且都大于0，说明大部分股票相对其指数都有一正的风险溢价；标准差为0.054，意味着不同股票间差异性比较大。所有样本中，表现最好为康得新(002450)，夏普比率高达0.369；表现最差的为*ST锐电(601558)，夏普比率低至-0.271。

分类别看，A股公司的夏普比率在上市时间、行业分布、地域分布、板块分布上均具有显著的类型化特征。

第一，2007年以后上市的公司夏普比率整体更高。2008至2012年上市的公司夏普比率差异较大，所有夏普率低于

-0.1 的股票都是在 2010 年至 2012 年上市，几乎所有夏普率高于 0.2 的股票都是在 2008 至 2012 年上市的。这一方面，可能与 2007 年前后上市的公司所处行业存在差异有关，另一方面，理论上讲，上市时间越长，夏普值高的可能性更低。

第二，高科技行业、新兴行业夏普比率较高，而产能过剩行业、传统行业夏普比率较低。数据显示，不同行业上市公司间差距显著。数值最高的 5 个行业分别为银行、传媒、计算机、国防军工及通信；最低的 5 个行业分别为煤炭、钢铁、综合、房地产与农林牧渔。电力设备、机械、化工行业内部分化明显，主要是由于这些行业子行业较多，且细分行业景气度差异较大。

第三，不同板块股票的夏普比率具有明显的差异。沪深主板股票的夏普比率分布较集中，而中小板、创业板股票个体差异则更大。中小板股票的夏普比率普遍高于其他三个板块，而夏普比率较小的股票中，创业板股票所占比例显著高于其他三个板块。非参数方差分析与多重检验的结果也表明了不同板块股票的夏普比率有显著差异，中小板股票显著优于其他三个板块，而剩下三个板块之间的股票的夏普比率没有显著差别。

第四，分省份看，经济较发达省份上市公司夏普比率较高，而经济欠发达地区的公司则相对较低。夏普比率中位数前三省分别为广东、浙江与安徽；最低三省分别为青海、海南与广西。

三、“好”公司具备哪些特征？

（一）“好”公司大多拥有一个好的行业“出身”

从行业分布看，夏普比率排名靠前的公司更多分布在泛消费行业及景气度较高的行业，而排名靠后的公司较多处于周期性行业及景气度较低的行业。

数据显示，排名前 200 名的公司中，占比最高的五大行业依次为医药、电子元器件、汽车、计算机及传媒，合计占比近一半。而机械、基础化工这些上市公司数量比较多的行业，占比仅 5%-6%；钢铁、煤炭行业没有 1 家企业上榜。可见，“好”公司往往是处于一个“好”行业，通常表现为：行业本身增长较快，具有广阔的发展前景，从而带动企业高速增长；或是行业具有逆周期的特征，从而使得企业经营保持相对稳定。

而排名后 200 名的公司中，占比最高的前五大行业依次为机械、电力设备、电子元器件、基础化工及纺织服装，占比也近一半。这些行业有些属周期性行业，受宏观经济影响较大；也有些属传统行业或产能过剩行业，行业景气度较低。

（二）“好”公司具有更强的核心竞争力

第一，是强大的品牌优势。强大的品牌使企业能不断扩大市场份额，并具有较强的议价权甚至定价权，从而获取持久的超额利润。夏普比率排名前 200 的企业中，相当一部分通过历史沉淀、民族品牌传承、后天打造等形成了品牌效应，如贵州茅台、格力电器、同仁堂等。而排名后 200 的公司中，这类企业相对较少，例如，同属食品饮料行业，夏普比值靠后的青青稞酒和惠泉啤酒，就没有贵州茅台和五粮液品牌效应大。

第二，是规模效应。对于固定成本占比较高的制造行业，企业的生产规模越大，分摊到单位产品上的成本越低，因此大企业能够比小规模竞争对手获得更高的盈利水平，也拥有更强的资金实力去改进生产工艺及扩大生产规模，从而进一步拉开与竞争对手的差距。以汽车整车行业为例，上汽集团、长城汽车等行业龙头的夏普比率分别达 12.55%、19.85%，而海马汽车、一汽夏利等规模相对较小的企业夏普比率均为负值。

第三，是独特的要素优势。迈克尔波特教授提到，国家竞争力有三方面的驱动因素，分别是要素驱动、效率驱动和创新驱动。就要素驱动而言，独特的地理位置、资源优势属于典型。例如，对农产品、食品加工、港口等行业，优越的地理位置具有不可替代性，比如涪陵特殊的土壤和气候条件使得涪陵榨菜具有天然的竞争优势，天齐锂业是全球的锂矿龙头，片仔癀从产品配方到原料都具有极强的稀缺性。

第四，是持续的创新能力。现代社会，创新驱动的地位越来越显著。对传统产业而言，创新有助于其“老树发新芽”，对新兴产业而言，技术研发更是保障。以 2016 年为例，夏普比率排名最高的 200 家公司，其平均研发投入要高于排名最后的 200 家公司。从研发投入的效果看，前 200 家公司中不乏成绩佼佼者，而后 200 家公司相对逊色一些。

（三）“好”公司的业绩成长性及盈利能力更强

首先，从业绩成长性看，“好”公司显著高于“差”公司。

统计显示，“好”公司自上市后的平均年度净利润增长率为31.83%，超过30%的公司占比达56%，个别公司如三一重工、欧菲光等年平均增长率超过100%。而“差”公司上市后的净利润平均年增长率为-9.16%。“差”公司中，年净利实现正增长的公司占比不到一半，40%的公司净利每年下滑30%以上。个别公司如中国铝业、洛阳玻璃、汉王科技等年均降幅在300%以上。

其次，从上市后净利润成长倍数看，“好”公司与“差”公司同样差异显著。截至2016年，相比上市年度，“好”公司的净利润增长倍数平均为4.6倍，即“好”公司上市后通过发展，到2016年，其实现年度净利润已是上市年度4.6倍。而“差”公司相比上市年度，最新年度的净利润不增反减，平均仅为上市初年的57%，个别公司最新年度净利仅为上市年度三成左右。

再次，“好”公司的盈利能力显著高于“差”公司。统计显示，夏普比率排名最高的200家公司，自上市后的年均ROE为13.3%，年均ROE在15%以上的公司占比40%，而夏普比率排名最后的200家公司，年均ROE仅为5.07%。

（四）“好”公司能够吸引更多的机构投资者

从统计结果看，“好”公司和“差”公司的机构持股比例的确存在显著差异。例如，夏普比率排名前200的公司，其自上市以来被QFII持股的比例平均在0.3%左右，而排名后200家的公司，其自上市以来被QFII持股的平均比例仅为0.13%。从社保基金的持股情况看，排名前200家的公司持股比例平均为

0.87%，后 200 家公司持股比例为 0.44%。另外，从持股连续性看，“好”公司机构持股更显常态化，而“差”公司机构持股则断断续续，大部分公司自上市以来有 QFII 持股年份在 5 年以下。

（五）“好”公司融资更多，现金回报更少

从融资角度看，夏普值排名最高的 200 家公司，上市后的再融资金额平均是发放现金股利金额总额的 11.27 倍，而夏普值排名最低的 200 家公司，相应比值为 6.58 倍。排名最高的 200 家公司中，有大约 1/4 公司上市后未进行再融资，排名最后的 200 家公司中，有一半未进行再融资。从发放现金股利角度看，“好”公司上市后平均股利支付率 26%，而“差”公司为 33%。

四、结论与建议

本文以夏普比率为衡量指标，综合考虑公司二级市场的收益率及波动率，将夏普比率较高的公司定义为“好”公司，较低的定义为“差”公司。由此筛选出 A 股市场上，自上市后股票夏普比率排名前 200 和后 200 家的公司，并对这两组公司进行实证分析，发现，夏普回报率较高的公司，一般有以下特征：

第一，有好的行业“出身”。

第二，有过硬的核心竞争力。

第三，有出色的业绩表现。

第四，这类公司容易被机构投资者发现。

第五，这类公司的现金回报较差。

总体上，从二级市场股价收益率的角度而言，能够给投资

者带来长期回报的公司，要么是赶上了时代的发展，要么是拥有某种品牌、资源、技术等核心竞争力，最终使企业在业绩上拥有出色的表现，从而给投资者长期的回报。因此，从吸引、培育优秀上市公司，提供投资者长期回报角度而言，我们建议：

第一，从企业所处行业、自身核心竞争力角度筛选优质上市资源。“好”公司是具先天基因的，应优选符合未来产业发展方向的企业，及医药、消费等非周期性行业的企业。另外，从企业自身角度而言，应选具备品牌、规模、要素资源及核心技术的企业。因此，对具备上述品质的公司，因其他非重大因素而导致业绩暂时表现不佳的情形，应适当提高容忍度。

第二，进一步加强投资者教育，倡导价值投资。从历年投资者盈亏分析看，机构投资者盈利要高于中小投资者，究其原因，与机构投资者持股偏好有关。机构投资者对“好”公司持股比例更高，收益也更高。应从案例、分析等角度告诉中小投资者，只有投资“好”公司，价值投资，才能获得长期收益。

第三，支持资本市场为“好”公司提供融资。对“好”公司提供融资是资本市场优化资源配置的重要途径。对“好”公司的融资，有助于其发展主业，为投资者创造更大价值。

第四，对现金回报给予一定容忍度。资本市场上，投资者获取回报的方式主要有两种，一种是现金股利回报，一种是二级市场价差回报。对夏普比值较高的“好”公司而言，二级市场回报较高，因此对现金回报比例可适当降低。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：20120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构