

上市资讯

2019年1月号（总第31期）

发行上市中心

2019年1月3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】

杭州市萧山区拟上市企业走进上交所

江西省建立现代企业制度暨上市辅导班走进上交所

中国纺织行业产融合作会议暨投融资培训在上交所举办

【市场前沿】

全国首单知识产权资产支持证券在上交所成功发行

【检查实务】

电商销售模式下刷单行为逼真化趋势与检查思路分析

【课题研究】

中美上市公司盈利能力比较分析

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至12月31日，今年上交所IPO上市企业57家，募集资金864.93亿元，股票再融资企业257家，募集资金5249.03亿元。

2、在会审核企业情况

截至12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305家。其中，上交所在审企业130家，深交所在审企业175家（中小板59家、创业板116家）。

3、新增IPO申报情况

截至12月31日，今年新增IPO申报企业共计161家，其中，上交所63家，深交所98家（中小板36家、创业板62家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至12月31日，本所2018年已完成公司债累计发行1443只，发行金额17693.84亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至12月31日，本所2018年已完成资产支持证券挂牌416只，发行金额7491.67209亿元（包括1.7133亿美元）。

3、债券上市情况

截至12月31日，上交所各类债券挂牌数量已达1.21万只，比去年底增加1703只，增幅16.4%；债券托管金额已达8.38万亿元，比去年底增加9768亿元，增幅13.19%。

【交流动态】

1、2018年12月7日，杭州市萧山区孙洲副区长带领代表团一行20余人赴上交所参观交流。学员们首先参观了股票陈列室、交易大厅及投教基地，对我国资本市场及上交所的发展历程有了更深入的了解。随后，发行上市中心专家就当前多层次资本市场发展情况、企业改制上市与近期IPO审核要点等相关业务做了详细讲解，并与学员进行互动交流。（供稿人：陈力）

2、2018年12月6日，江西省组织相关干部及重点拟上市企业高管一行50余人赴上交所参观交流。来访干部及企业家参观了股票陈列室及交易大厅，倾听了解我国资本市场的发展历程；随后，发行上市中心的专家就当前多层次资本市场发展情况、企业改制上市实务等相关业务内容进行了详细分享。下午，来访学员走访了上海智臻智能网络。（供稿人：卫志鹏）

3、2018年12月2日，由工信部指导，上交所、中国纺织工业联合会主办的中国纺织行业产融合作会议暨投融资培训会在上海证券交易所成功举办。工信部总经济师王新哲在致辞中表示，工信部将会同“一行两会”和财政部，结合相关部门和各地方解决融资难融资贵的最新政策举措，进一步深化产融合作工作。上交所副总经理阚波表示，上交所在支持优质创新型企业发展道路上始终在前行。培训期间，上交所相关专家分别就企业上市审核要点、并购重组及信息披露监管、债券融资工具及拟上市企业股权激励进行了解读。（供稿人：张鹏飞）

【市场前沿】

全国首单知识产权资产支持证券 在上交所成功发行

12月21日，奇艺世纪知识产权资产支持证券在上海证券交易所成功发行，标志着全国首单知识产权资产支持证券的成功落地，实现了我国知识产权证券化的零突破。

今年4月，习总书记在庆祝海南省建省办经济特区30周年大会上发表重要讲话，为海南改革开放发展指明了前进方向。同时，中共中央、国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，赋予海南“探索知识产权证券化”的重大改革创新任务。此次项目的成功发行，是上交所在中国证监会、国家知识产权局的指导下，会同海南省知识产权局，贯彻落实习总书记“4.13”重要讲话精神，落实党中央、国务院指导意见，推动知识产权服务创新科技发展的重要举措，为解决知识产权行业融资难题迈出了坚实的一步。

奇艺世纪知识产权资产支持证券是以电视剧著作权交易形成的应收债权作为基础资产。这既符合资产证券化的产品要求，又满足知识产权转化的现实需要，开辟了知识产权行业资产证券化融资路径，具有广泛的示范效应。知识产权证券化可以有效满足广大文化科技企业知识产权融资需求，有利于资本与技术的高效融合，为创新领域提供高效率、低成本的融资服务，

加快创新价值流动，推动科技成果转化，促进知识产权真正成为驱动企业创新发展的引擎。

下一步，上交所将继续贯彻落实党中央、国务院指导精神，按照证监会统一部署，发挥资本市场作用，深入推进知识产权证券化，为创新科技发展提供有力支撑，助力海南省创新发展，助力国家创新驱动战略。（来源：上交所发布）

【检查实务】

电商销售模式下刷单行为逼真化趋势 与检查思路分析

上交所监管执行部 杨颖

近年来，随着移动互联网的渗透与支付、物流等基础设施的完善，B2C 电子商务实现了高速增长，电商销售模式也日益成为许多终端消费品企业的主要盈利增长点。国家统计局数据显示，2018 年上半年我国电商销售额占社会消费品零售总额的比重从去年同期 13.8% 上升至 17.4%，达到 3.13 万亿。一方面，部分服装、食品、化妆品等行业的纯电商企业依托第三方销售平台迅速成长，纷纷谋求在 A 股上市；另一方面，许多传统消费品行业公司积极拓展电商销售渠道，线上销售收入占比增加迅速。随着电商市场蓬勃发展，网络刷单行为相伴而生，并呈现逼真化趋势，不仅扰乱了电商市场秩序，误导了消费者，更成为部分拟上市和上市的电商销售企业财务造假的新增手段。

一、刷单产生的原因

刷单是指互联网交易模式下，卖家组织虚假交易，提升其网络店铺销量、好评和搜索排名的行为。刷单行为产生并迅速发展主要源自三方面原因：一是电商平台对所售商品的交易评价体系，不同于传统线下销售模式，具体而言，电商平台所提

供的商品销量、评价数据是消费者作出购买选择的重要依据；二是电商平台对卖家的流量分发机制，平台上的卖家需要通过付费获得更好的搜索排名、商品展示位置等，部分商家为了节省营销费用而选择成本相对低廉的刷单来获取店铺人气；三是多样化的支付手段和社交工具降低了组织刷单人员、完成刷单资金流转的成本，增加了刷单行为的隐蔽程度。

二、刷单的“套路”与逼真化趋势

（一）刷单“套路”下的灰色产业链

刷单行为模拟真实交易，需刷手、订单流、资金流、物流多环节配合，整个刷单流程背后已形成一条完整灰色产业链。

从刷手获取途径看，刷手主要来自第三方刷单平台。这些平台并非以公司形式存在，而是通过互联网社交工具招募少则数百、多则数千的刷手，形成刷单组织，例如刷单 QQ 群。刷单组织者通过社交平台向分散在全国各地的刷手分派刷单任务，再利用支付宝、微信等多渠道支付工具收取并支付刷单费。

从刷单的订单流和资金流来看，刷手根据卖家的要求对指定商品进行下单操作，待确认收货并好评后，卖家将产品金额和刷手佣金一并支付给刷单平台，再由平台向刷手分发。

从刷单的货物流来看，一般包括不发货和发空包两种形式。不发货是指商家直接从刷单平台或快递公司购买虚拟快递单号，将其填入电商平台系统并在系统中点击发货，后台自动生成物流信息；发空包是指商家与快递公司合作，真实发送空包

裹，刷手在实际签收空包后确认收货并好评。

（二）刷单行为呈现逼真化趋势

为了应对电商平台对刷单行为愈加严格的监管，刷单行为也不断“升级”，具体表现为三个方面的逼真化。

一是刷手来源逼真化。商家获取刷手的途径，从早期的机器批量注册账号发展到通过第三方刷单平台获取真人刷手，甚至出现利用真实客户进行刷单的情况。部分商家以赠送小礼品为噱头，请真实购买过的客户帮忙完成刷单任务，待客户购买刷单产品后，通过其他支付渠道将订单金额返还给客户。

二是购买行为逼真化。为了避开电商平台的监管，刷单组织要求刷手严格按照搜索、浏览商品页面、货比三家、咨询客服后再支付的流程进行刷单，甚至要求刷手购买频率不能过高等，致力于模拟真实消费行为。

三是物流信息逼真化。从不发货到发空包，刷单物流也致力于形成完整、有效的物流信息，近期甚至出现发真包的方式，商家在包裹中放入价值较低的其他产品或与刷单产品重量相似的物品等，以模拟真实产品的重量信息及签收记录。

三、刷单行为的负面影响与监管难点

（一）刷单对消费者、电商平台、电商企业均有负面影响

刷单是一种游走在法律边缘的营销手段，也是滋生财务造假的温床，其造成的负面影响主要包括三方面。一是误导了消费者的选择，破坏了电商平台的信用评价体系。刷单会增加消

费者购买到假冒伪劣产品的风险，透支消费者对平台的信任。二是破坏了平台上商户间的公平竞争，侵蚀了电商平台企业的收入份额。电商平台企业为商家提供的在线营销服务收入是其重要盈利来源，若卖家通过刷单获取店铺流量，而未选择电商平台提供的付费营销服务，将导致电商平台企业盈利受损。三是容易滋生电商销售企业财务造假行为。刷单是不具备商业实质的网络购买行为，从形式上与真实网购相似，具有“易操作、成本低、难发现”的特点，这为不法企业虚增收入提供了便利。

（二）刷单财务造假的监管难点

对于主要依托电商销售渠道实现盈利增长的拟上市和上市企业而言，电商行业刷单行为的野蛮生长，给其业绩真实性蒙上了阴影，也对监管提出了新的挑战。

一方面，对于电商销售企业，审核问询会重点关注企业是否存在刷单情形，并要求中介机构就电商交易的人均消费、地区分布、发货分布、购买次数、购买时间间隔、次均消费额等特征进行分析并披露。但是审核问询难以穿透核实底层数据，而且逼真化的刷单行为在以上交易特征方面与正常交易差异较小，通过上述较为宏观数据特征分析，往往难发现异常；另一方面，现场核查中面对电商销售企业，也存在因为原始凭证为海量电子数据、对数据处理及分析能力要求高、终端客户无法实现实地走访等原因，从而存在难以获取有效外部证据、发现刷单行为却难以坐实其对业绩真实性的影响等方面的难点。

四、刷单行为的监管应对方法

（一）现场检查中应对刷单行为的常规方法

1.利用外部销售数据核对账面收入

对现场检查而言，获取外部第三方统计的电商销售数据，将其与账面销售数据对比，往往能有效发现企业刷单迹象。具体而言，需重点关注以下几方面数据，一是电商平台交易记录，可从各电商平台系统后台直接下载企业交易订单数据，将销售数量和销售额分别与账面线上销售收入和数量对比；二是支付宝、微信钱包、京东钱包等第三方支付工具的收款明细数据，将从各支付平台系统直接下载的企业收款数据中筛选出销售收款明细，与账面销售收入及各年度账面销售回款金额比对；三是增值税、所得税纳税申报表中的销售额，检查人员需前往税务局获取纳税申报数据，将纳税申报销售额与账面销售额进行核对。若利用外部统计数据与内部账面数据对比，发现存在较大差异且无合理解释，则企业存在刷单行为的可能性较大。

2.利用交易数据特征分析识别异常交易

检查中，一方面要核查企业是否存在刷单行为，另一方面是要核查企业是否通过刷单虚增销售收入。笔者认为，若围绕查找刷单订单展开核查，不仅完整性难以保证，也无法分析其对业绩真实性的影响，而若对确认收入所依据的交易订单数据展开核查，筛查订单流、货物流中的异常点以识别刷单交易，则可以反证企业存在刷单虚增收入的情况。

刷单行为虽模拟真实交易，但始终具不同于一般正常交易的特点。检查中利用收入明细账所对应的交易订单信息（该订单指从电商平台及企业发货系统获取的详细交易数据，包括产品型号、价格、下单时间、购买账号、收货人姓名、收货人手机号、收货人地址、发货时间、发货快递公司、物流单号、确认收货时间等），从以下维度分析，可较有效识别疑似刷单订单。

（1）订单购买者的下单账号、手机号、收货地址

第一，关注购买者下单账号、手机号、收货地址的重复度。一般而言，刷单账号的下单次数、对应的手机号及收货地址可能会多于正常账号。从已确认收入的订单中分析是否存在某些账号在同一店铺的购买次数明显偏多、同一账号的购买行为对应的收货手机号异常偏多、同一个手机号对应多个收货地址、同一个收货地址对应多个手机号等异常情况，若异常情况无合理原因解释或异常订单数量较多，则刷单风险较高。

第二，关注购买者为内部员工的情况。在了解企业对员工内部购买的福利政策后，获取企业及其所有关联企业员工名单及手机号，在已确认收入的订单中按员工手机号匹配筛选，核查是否存在大量内部员工或关联方员工购买公司产品情况。若发现员工有公司内购福利的情况下仍通过电商平台按原价购买或员工购买量远超日常使用量异常情况，则刷单可能性较大。

第三，关注购买者为刷手的情况。检查中，若发现企业存在刷单行为，但企业解释仅将刷单作为营销手段未确认收入，

则可将刷单订单中的收货人手机号与已确认收入订单中收货人手机号匹配，核查是否存在大量购买者既刷单又真实购买情况。

(2) 订单物流信息

检查中利用物流数据可核查已确认收入的订单中是否存在刷单发空包情况。首先，分析订单中自行发货与通过第三方发货的比例，一般来说，通过第三方发货，分布在全国各地的第三方仓库人员配合企业进行刷单发空包的可能性较小；其次，将自发货的订单与原始快递结算单据中的产品重量及快递费用匹配，由于发空包包裹重量较轻、快递费低于正常包裹，核查是否存在称重重量与标准重量差异较大、快递费用明显偏低情况；另外，还需特别关注发货订单中通过非长期合作或知名度较低的快递公司进行配送的订单，分析其重量及运费是否异常。

(3) 订单时间

正常购买行为中，消费者一般待确实收到货物后点击确认收货或由系统自动确认收货，但刷单行为可能出现付款后未收到货物便点击确认收货情况，因此筛选已确认收入的订单中付款与确认收货的时间差在一天内的订单，结合发货地址与收货地址距离、所用快递公司等因素，进一步筛选出理论上未收到货物提前确认收货订单，若数量及金额较多，需关注刷单风险。

(4) 订单备注与特殊货品代码

若已确认收入的订单中存在大量相似、与买家购买需求无关的卖家备注，或部分货品代码与一般编码规则明显不同，则

可能是企业用于识别刷单订单的暗号标识，检查中要特别关注。

3.利用一线生产、发货数据核对账面产销量

企业通过刷单虚增收入，可能的途径有三种：第一，在实际产量远低于销量情况下，直接利用刷单虚增销量；第二，实际产量与销量匹配，利用刷单不发货或发空包虚增销量，导致期末实际库存大于账面库存；第三，实际产量与销量匹配，虽利用刷单虚增销量，但将货物实际发送出去，存放于私设外库。针对以上造假途径，笔者认为，可获取采购、生产、发货各个环节原始数据，根据生产、销售流程的逻辑逐步进行匹配核对。

一是要核对采购、生产、入库各环节产品数量是否匹配，验证产量数据的可靠性。检查组要深入一线生产部门获取原材料采购数据、生产计划数据、生产日报表或月报表、质量检验报表、成品入库数据等，来验证产量是否有相应原材料采购量 and 生产计划数支持，比较不同来源产量数据是否存在较大差异，并将验证后的产量数据与产成品入库数据进行核对，验证产成品入库数据的可靠性。

二是核对仓库发货数据与账面销量是否匹配。从仓储物流部门获取自有仓库和第三方仓库的销售出库数据及退换货数据，抽取部分月份的原始物流结算单与账面发货数据进行核对，以验证发货数据的可靠性；再将各仓库净出库数据与账面销量进行核对，验证账面销量的可靠性。

三是进行产销率分析和进销存勾稽分析。在以上两步骤基

基础上，再将成品入库数量与销量数据核对，计算并分析产销率的波动情况，重点关注是否存在连续几年产销率超过 100% 的异常情况；获取经盘点确认后的期末库存数量，将样本产品产量、销量、期末库存量进行进销存核对，核查是否存在不勾稽情况。

基于以上步骤，若发现企业的产量和发货数量无法与销量数据匹配，则企业通过刷单造假的可能性较大。

4.关注刷单资金流转及费用处理情况

刷单过程中资金的流转至关重要，往往是发现恶意刷单的突破口，而刷单费用看似金额不大但也可能存在处理漏洞。

从刷单资金的流转来看，检查中一方面要关注刷单资金可能从账面上哪些科目流出，例如查看其他应收款、预付款项的明细账是否存在备注“刷单费用”的款项支出，或名义上备注电商销售相关费用预支但金额大小或支付频次异常的支出；另一方面要警惕企业通过体外资金进行刷单的情况，因此需调取实际控制人、高管、出纳、参与刷单行为的员工等人的银行流水，对频繁打款的非正常业务个人银行账号进行排查，关注这些银行流水中是否与关联方企业或关联自然人之间存在异常、大额的资金往来，关注实际控制人、高管是否与出纳、参与刷单员工之间有异常、大额的资金往来。

从刷单费用的处理来看，由于刷单需给外部刷单平台支付刷单费，而外部刷单平台并非公司形式也不会开具费用发票，因此企业在刷单费用处理上很可能存在利用其它不相关发票进

行费用报销的违规行为，检查中要关注销售费用中的推广费、其他类等项目，是否存在没有服务合同及发票且金额较大项目。

（二）探索科技监管手段，应对刷单“逼真化”趋势

随着互联网技术的发展和多种新兴业态的诞生，财务造假手段也呈现多元化、隐蔽化趋势，面对监管挑战，探索科技监管，正成为提高监管本领、监管效能的重要方向。面对愈加逼真化的刷单行为，传统核查手段难以获取用户访问行为数据、数据分析耗时耗力、难以获取直接坐实刷单的证据，若能借助科技监管手段，获取电商交易中更前端的用户账户信息、访问行为、IP 地址等数据并进行大数据分析，则有可能破解隐蔽的刷单套路，实现有证据效力的核查。

一是要积极利用专业数据分析工具。以 Growing IO 为例，这是一款基于用户行为的数据分析工具，通过分析用户的点击、浏览行为、用户活跃度可追踪用户访问行为特征，判别异常数据，排查虚假作弊流量。真实买家登录平台会浏览不同商品作比较，且每次登录不一定下单，账号登录成交率不会太高，但刷手账号虽然在浏览时长上模仿真实交易，但每次登录就购买的可能性较高，登录成交率高于真实交易。在检查中借助这类专业工具，筛查已确认收入的订单中是否存在批量浏览行为特征异常的用户、登录成交率过高的账号，能有效发现刷单情况。

二是探索与电商平台的合作，借助其风控平台识别异常交易。由于各电商平台也致力于打击平台虚假交易，其在识别异

常交易、保障交易安全等方面均有强大的风险识别技术和风控平台。若监管机构能寻求与阿里巴巴、京东、腾讯等平台的协作，则能有效提高对互联网新兴行业监管的数据获取能力及风险分析能力。以蚂蚁金服的蚁盾风控平台为例，该平台系统从身份、账户、交易、关系、设备、行为、位置、习惯 8 个维度对交易进行安全扫描，从交易聚集性、交易主体关系维度识别异常交易，同时对用户账号进行风险评分，能有效识别批量机器注册、恶意刷单等情况。在互联网行业检查中，若能与电商平台合作、学习，借鉴这些风控平台系统应用算法，引入第三方平台数据，有助于筛查信用风险较高的刷手账号，发现刷手与卖家间的异常资金往来、刷手利用同一台设备同时登录多个账号进行刷单等情况，这些对核查刷单而言均是强有力的证据。

五、小结

电商销售业态迅速发展和网络刷单行为逼真化趋势，使互联网交易财务造假手段愈加隐蔽，这对监管提出新挑战。现场检查作为交易所一线监管新抓手，要深入了解新业态，破解造假新套路，一方面要从第三方销售数据核对、交易数据特征分析、产销量数据匹配、刷单资金流水核查等常规检查手段切入，另一方面也要探索用户访问行为数据分析的科技监管手段，提高识别互联网虚假交易智能化水平，严防刷单、刷票等“刷”类异常交易成为上市或拟上市公司财务造假温床。(摘编：张冯彬)

【课题研究】

中美上市公司盈利能力比较分析

上交所资本市场研究所 陈希

净资产收益率（ROE）是净利润与股东权益百分比，是用来衡量公司盈利能力的综合指标。净资产收益率越高，说明公司运用自有资本的效率越高，投资带来的收益越高。理论上说，长期持有股票的最终收益应和净资产收益率基本一致，因此具有稳定高净资产收益率的公司长期回报率也更高。美股之所以保持长牛，与一批具有稳定高净资产收益率的公司密不可分。反观 A 股，近年来高增长公司大幅增加，但高净资产收益率公司却日益稀缺。本文围绕净资产收益率这一核心指标，对中美上市公司盈利能力进行比较，试图从净资产收益率的视角了解中美上市公司差异，对 A 股上市公司未来发展趋势有所思考。

一、中美上市公司净资产收益率比较

（一）美股实体企业净资产收益率高，A 股金融企业净资产收益率高

从整体来看，A 股公司净资产收益率在过去几年持续高于美股；直到 2017 年，美股才略微反超 A 股，前者为 10.4%，后者为 10.2%。但将上市公司分为实体与金融来看，中美结构差异显著。美股实体经济盈利能力强，而 A 股净资产收益率主要由金融业拉动。数据显示，美股非金融企业净资产收益率始终

好于金融企业，2017年达到11.6%，高出金融企业约4个百分点。A股则表现为“虚强实弱”，尽管金融企业受利率市场化、金融脱媒、监管环境趋严等影响，净资产收益率在近年持续下降，2017年仍达12.1%，而A股非金融企业仅8.9%。对比中美，A股非金融企业净资产收益率偏低，比美股低2.7个百分点。

（二）高净利率、高杠杆率导致美股实体企业净资产收益率高于A股

将实体类上市公司ROE分解发现，美股实体经济盈利能力强的主要驱动因素是较高的净利率和杠杆率，而总资产周转率与A股差异不大。

从净利率看，美股实体经济净利率近几年止跌回升，目前达到7.08%，而A股始终在4%-5%的水平徘徊。具体看毛利率和费用率，美股实体企业毛利率维持在30%以上，并呈稳步上升态势，而A股实体企业毛利率不到20%。这也意味着美股公司往往处于产业链高附加值环节，而A股公司处低附加值环节。尽管美股实体企业的销售、行政及一般费用率较高，但平均比A股仅高出6-7个百分点，不足以抵消毛利率的差距。

从杠杆率看，美股实体公司呈上升趋势，目前资产负债率达约62%。而A股公司受去杠杆等因素影响，杠杆率稳中略降，近3年维持在60%以下。美国上市公司杠杆率较高主要有以下原因：一是美国债券市场相对发达，公司在拥有融资需求的时候基本遵循优序融资理论，即优先进行债权融资，而股权融资

极少。从 2015-2017 年的融资数据看，美国实体公司债券融资规模远超增发，而中国由于债券融资成本较高，公司增发十分普遍，导致增发融资规模始终略高于债券融资，且差距逐年扩大。存量来看，2017 年，美股实体公司有息负债占总资产比重为 32.8%，而 A 股为 29.3%。二是美国上市公司持续回购股票，缩小股本。2013-2017 年，美国非金融上市公司宣布的回购交易达 1966 起，回购规模达 1.71 万亿美元。分行业看，可选消费、工业、信息技术位居前列，5 年累计回购规模分别为 3857 亿美元、3735 亿美元、2783 亿美元。由于发债成本低，很多美国公司甚至一边举债一边回购公司股票，以降低公司加权平均资金成本。以苹果公司为例，2017 财年末，苹果公司账面现金 202.9 亿美元，当年公司回购股票规模达 329 亿美元，而同时，公司发行债券融入的资金达 286.6 亿美元。三是美国上市公司持续进行现金分红。在美国，稳定的分红理念已基本形成，分红公司占比高，股利支付率也维持在较高水平。2017 财年，美国上市公司中实施现金分红的公司占比近 6 成，整体股利支付率近 40%。分行业看，多数行业的股利支付率在 40% 左右，且近年有所上升，公用事业和电信行业均超 60%，部分公司甚至会在亏损状态下仍现金分红，持续现金分红无疑提升了杠杆水平。

二、中美实体上市公司结构分析

A 股实体经济盈利能力不及美股，很大程度源于中美上市公司结构不同。无论从规模结构还是行业结构看，中美市场都

有显著差异，而不同规模及行业公司，在盈利能力上又有分化。

（一）规模结构：美股大公司占比高且盈利能力强

从实体公司规模结构看，美股呈现明显两极分化，而 A 股规模相对集中。根据 2017 年年报，美股营收在 1 亿美元以下的小型公司数占实体总数的 29.3%，而 A 股为 23%。但与此同时，美股市场还孕育了一批大型、超大型企业，营收在 10-50 亿美元及 50 亿美元以上的占比为 6%、9.2%，而 A 股仅 2.1%、2%。

从各个营收区间实体公司的净资产收益率水平看，中美企业基本都呈现盈利能力随企业规模扩大而增强的特点。公司规模越大，净资产收益率也相对越高。背后的逻辑是，大企业往往掌握了行业的主要资源，对产业链上下游拥有很强的议价权，能够享有多方面的成本优势，因此盈利能力也更强。

纵向看，美股大企业与中小企业的盈利能力差异更大，大企业获取了大部分利润，而 A 股盈利能力分化较小。一是由于美股产业结构更成熟，产业整合度更高，二是与中美市场上市制度有关。由于 A 股上市门槛较高，上市企业在公司规模、盈利能力、成长阶段等方面更加趋同。

横向看，中小企业是 A 股盈利能力更强，而大型企业则是美股盈利能力强。美股实体企业中，营收规模在 1 亿美元以下及 1-5 亿美元的公司整体 ROE 都表现为亏损，也就是说其中有大量公司尚未盈利，A 股同样规模公司的 ROE 分别为 3.6%、6.7%。大型企业则恰恰相反，营收规模在 50-100 亿美元的美股

公司净资产收益率达到 12.6%，100 亿美元以上的达 13.4%，而 A 股相应公司的净资产收益率分别为 11.9%和 9.5%。从规模结构的角度看，美股正是由于有这样一批权重高、盈利能力强的世界级大企业，才导致美股整体净资产收益率好于 A 股。

（二）行业结构：美高科技、消费、工业行业盈利能力强

从行业结构看，美股新兴产业公司居多，信息技术、医疗保健公司合计占比超 40%，而 A 股以工业、材料行业公司占主导，合计占比 43%。

纵向看，美股盈利能力比较强的是消费、工业、信息技术行业，ROE 都在 15%左右，日常消费甚至达到 23.8%；而 A 股盈利能力比较强的除消费行业外，主要是房地产行业和医疗保健行业，ROE 都达到了 10%以上。材料行业也达了 9.6%。工业、信息技术行业净资产收益率仅为 8%左右。

横向看，美股信息技术、消费类行业及工业行业 ROE 都好于 A 股，领先 7-8 个百分点，日常消费差距达到 11 个百分点。A 股盈利能力明显好的主要是房地产行业，高出 5 个百分点。

1.信息技术行业。从杜邦分析看，美股信息技术高 ROE 的主要驱动力是较高的净利率水平，基本维持在 11%-13%，而 A 股为 5%-7%。美股周转率不及 A 股，但杠杆率略高于 A 股。

毛利率高企是美股信息技术行业净利率领先的主要原因。美股信息技术行业毛利率整体比 A 股公司高出 20 个百分点以上。从公司构成看，美股拥有一批毛利率较高的互联网公司，

涉及门户网站、电商平台、游戏、社交等多个细分领域，而 A 股主要集中于高科技制造领域，众多互联网企业由于制度等因素未能在 A 股上市。单就产品制造领域而言，美股公司也处于价值链更高端，具有更高技术壁垒。以半导体产业链为例，整个产业链的附加值是一条典型的“微笑曲线”。由于中美资源禀赋、技术水平的不同，美国公司主要处高附加值环节，如前端设计环节的高通、英伟达，半导体垂直整合巨头英特尔等，毛利率往往高达 50%-60%，而中国公司处低附加值环节，如封测领域的长电科技、华天科技、通富微电等，由于具有劳动密集型的属性，毛利率通常在 10%-20% 的水平。

从销售和管理费用看，美股信息技术公司销售、行政及一般费用率（SG&A 费用率）维持在 16%-17% 的水平，而 A 股整体呈下降趋势，目前仅 8%，很大程度也与企业所处产业链位置有关。美股高科技企业往往直接面对终端客户，因此营销广告费用高企，如思科、微软、IBM、甲骨文等，均超 20%。而 A 股科技企业多处产业链中间环节，主要为下游品牌商提供产品和服务，客户高度集中，且建立了长期合作，因此营销费用极低，如苹果供应商欧菲科技、环旭电子，费用率均在 3% 左右。

美股高科技公司较高的毛利率又反过来支持其持续高强度的研发投入，从而形成正反馈，促进企业创新发展，推动企业不断巩固和提升行业地位及核心竞争力。数据显示，美股信息技术行业研发强度始终大于 A 股。2017 年，美股信息技术行业

研发强度达 9.1%，比 A 股高出 3.6 个百分点。但可喜的是，A 股信息技术行业研发强度在近几年持续提高，与美股差距缩小。

2.消费行业。根据杜邦分析，美股消费类行业高净资产收益率的主要驱动因素是高杠杆，而净利率基本持平，美股日常消费公司周转率较高，而可选消费与 A 股差距不大。

从杠杆率看，美股消费类公司平均达 60%-70%，而 A 股为 40%-50%。如前文，由于美国债券市场发达，美股消费公司在融资渠道上优先选择债券融资，与此同时，消费类公司还持续进行股票回购和现金分红，由此导致中美消费公司的资本结构差别显著，美股消费类公司总债务占全部投入资本比重在 50% 左右，而 A 股日常消费与可选消费分别在 20% 和 35% 的水平。

以可口可乐为例，公司 2015-2017 年发行债券和股票约 1018 亿美元，其中债券融资 976 亿美元，占 96%，股票融资占比极低，且主要与员工期权行权有关。同时，公司回购了价值约 109 亿美元的股票，累计支付现金股利 181 亿美元。截至 2017 年末，公司债务余额为 477.5 亿美元，占全部投入资本的 71.6%。

3.工业行业。根据杜邦分析，美股工业企业在净利率、周转率、杠杆率方面均领先于 A 股企业。相比较而言，净利率差距更加明显。

将净利率分解，毛利率方面，美股工业企业毛利率显著高于 A 股企业。前者稳定在 26% 左右，后者仅 14%。从两个市场营收前 10 大工业企业看，企业构成有明显差异。美股有波音、

凯特彼勒、通用电气、霍尼韦尔、美国航空、达美航空、联合包裹服务、联邦物流等，行业涉及高端制造、航空、快递物流等，除波音之外，毛利率基本在 20%-30% 的水平。A 股前 10 大工业企业中有 6 家为建筑企业，毛利率均在 10%-15% 的水平。主要费用率方面，由于公司结构的差异，美股 SG&A 费用率更高，平均在 11% 左右，而 A 股约为 5%。

值得注意的是，中美工业企业在税负成本上差距明显，A 股工业企业税负较重。美国企业主要缴纳企业所得税，而中国企业需缴纳企业所得税、增值税、营业税等多项税种。从利润表上税负相关支出来看，A 股工业企业税负更高。若将 A 股营业税金及附加折算为所得税，折算后 A 股工业企业所得税率为 30%-40%，而美股工业企业为 20%-30%。增值税作为价外税，不对企业利润产生影响，但在实践中，增值税也可能影响企业的利润空间，例如有些生产环节难以实现销项税全额抵扣，增值税会转化为企业实际承担的成本，又如企业难以向下游转嫁增值税，会导致企业变相降价从而降低营业收入。

三、结论与思考

通过对中美上市公司 ROE 比较，得出以下结论：一是目前中美全部上市公司整体净资产收益率水平相当，但结构差异明显。美股实体经济盈利能力强，而 A 股 ROE 主要由金融企业拉动。就实体经济而言，美股盈利能力显著好于 A 股。二是高净利率、高杠杆率是美股实体企业净资产收益率领先的主要原

因。高净利率主要是由于美股公司整体上毛利率更高，意味着美股公司往往处产业链的高附加值环节，行业壁垒更高。高杠杆率主要是由于美股公司更倾向债券融资，很少进行股票增发，且持续进行回购与现金分红。三是一批世界级大企业是美股实体经济高 ROE 的主要贡献者。经过多年行业整合和发展，美股已拥有一批权重高、盈利能力强的世界级大企业，是美股实体经济高净资产收益率的主要贡献者，而 A 股企业在公司规模、盈利能力、成长阶段等方面相对趋同，大型企业占比低，且盈利能力不及美股公司，从而导致整体盈利能力偏弱。四是分行业看，美股净资产收益率明显领先于 A 股的行业主要有信息技术、消费及工业行业。中美信息技术行业、工业行业净资产收益率差异主要是不同企业构成及毛利率水平不同所致，而中美消费企业净资产收益率的差异主要源于杠杆率的不同。

基于上述结论，对我国上市公司未来发展趋势有以下思考。

一是我国实体经济盈利能力仍然偏低，改善实体企业盈利能力仍应作为未来一项重点工作。近年来，A 股实体企业盈利能力企稳回升，但仍显著低于金融企业，“虚强实弱”的格局尚未扭转。从驱动因素看，A 股实体经济盈利能力改善主要受资源性行业拉动，但大宗商品价格波动存在很多不确定性，价格回升支撑的增长不稳固，且可能对下游行业利润空间挤压。未来仍需着力提升实体企业净利率水平，推动企业转型升级，提高全要素生产率，降低企业各项成本，缓解实体企业的生存压力。

二是美股公司以股东利益为导向，积极开展股票回购与现金分红，A股公司在增加投资者回报方面有待提高。美股公司很少进行股票增发，而是持续进行股票回购和现金分红，构成了美股长牛的重要基础。反观A股，一些公司通过持续股本扩张及购买资产推动利润增长，ROE不升反降，长期看反而可能侵害了投资者的利益。未来应引导上市公司更重视股东利益，积极开展股票回购及现金分红，增加投资者回报。

三是与美国的世界级大企业相比，我国大企业成长历史还较短，在资源配置、创新能力、国际化经营、商业模式、企业文化等方面，还存在相当差距。目前我国除白色家电、部分高科技领域及电信、能源等垄断领域外，很多产业发展仍受制于集中度不高引起的无序竞争、产能过剩等问题，未来行业整合空间很大。政策层面要继续营造良好环境，支持产业并购。

四是与美国企业相比，尤其在高科技领域，我国企业仍处价值链的中低端，也是企业盈利能力偏低的核心原因。美股科技公司毛利率高，而高毛利又支持了其持续高强度的研发投入，从而形成正反馈，促进企业不断巩固核心竞争力和行业地位。从长远看，实体经济要改善盈利能力，实现高质量发展，必须紧紧围绕创新驱动，聚焦关键核心技术攻关和成果转移转化，着力提升创新能力，加快产业转型升级。政府层面及资本市场层面要增强对创新型企业包容度，鼓励企业研发投入，引导我国企业加快从价值链中低端向高端攀升。（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：黄玲)



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：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构