

# 深交所多层次资本市场上市公司2010年报实证分析报告

深交所综合研究所年报分析课题小组

## 前言

截至2011年4月30日，深交所1270家上市公司如期披露了2010年报或年报数据，其中主板公司485家，中小企业板公司576家，创业板公司209家。深交所多层次资本市场上市公司是目前我国不同规模、不同发展阶段企业的典型代表，以及不同行业、不同领域实体经济的具体组成，其板块公司的业绩特点反映了宏观经济变化对各类企业经营成果的影响，也体现出多层次资本市场对不同成长阶段、不同风险特征、多样化自主创新企业提供融资平台、深化金融支持的实际效果。

本报告依据2010年度上市公司的年报，并结合近年年报和招股说明书数据，通过主板、中小板和创业板上市公司经营业绩的实证分析，初步反映多层次资本市场的建设情况。由于中小板特别是创业板的推出时间不长，样本数量有限，年报统计分析结果有待今后继续跟踪和检验。

根据年报的样本统计分析，我们的初步结论是：(1) 2010年度，上市公司业绩在整体上保持显著增长，业绩的增长质量进一步提高；绩优公司业绩增长的持续性和创业板公司的高成长性比较突出，多层次市场的体系特点逐步明晰；资本市场支持高新技术企业的成效显著；资本市场中上市公司群体对宏观经济环境变化的反应更为充分。(2) 2008-2010年，主板、中小企业板和创业板上市公司在盈利能力与成长性方面具有显著的板块特征，呈现主板、中小板、创业板的阶梯分布态势，从一个侧面反映了多层次市场体系各板块在功能定位上的特点。(3) 基于2010年报数据，结合当前上市公司发展环境，宏观经济变数增大，上市公司业绩分化明显、部分公司业绩增长的持续性存有压力和高送转等问题，需要重点关注。

## 一、2010年度上市公司总体业绩情况

(一) 总体业绩增长明显，增长质量进一步提高

2010年，深交所各板块上市公司业绩保持平稳增长势头。主板485家公司实现平均营业收入54.69亿元，较上年增长35.20%；实现平均净利润3.11亿元，较上年增长42.10%。中小企业板576家公司实现平均营业收入16.12亿元，较上年增长33.29%；实现平均净利润1.44亿元，较上年增长32.53%。超过90%的中小板公司实现营业收入增长；近80%的中小板公司实现营业收入、净利润双增长。创业板上市公司2010年实现平均营业收入4.09亿元，同比增长38.02%，92%的创业板公司实现营业收入同比增长；平均净利润为0.71亿元，较上年增长31.2%，85%的创业板公司实现净利润同比增长。总体上，2010年深交所上市公司整体盈利能力较2009年度大幅提高，同时亏损面进一步下降。

表1 2010年度深市上市公司总体业绩情况

深市各板块	平均营业收入(亿元)	平均净利润(亿元)	净利润增长率	每股收益(元)	加权平均净资产收益率(%)	资产负债率(%)
主板	54.69	3.11	42.10	0.42	13.35	62.12
中小板	16.12	1.44	32.53	0.19	14.96	67.72
创业板	4.09	0.71	31.20	0.17	14.02	62.12

(二) 多层次市场的体系特点逐步明晰

2010年度，随着主板稳步发展，中小板逐渐成熟，创业板加快发展，深交所多层次市场的三个板块间呈现出上市公司数量、总市值更加匹配，三个板块发展特点更加明晰的结构体系，其中，主板为大型优质龙头企业提供支持、中小板培养细分行业的隐性冠军、创业板培育高科技高成长的创新型企业的态势进一步明确，表明我国多层次资本市场体系已初步形成。2010年三个板块上市公司发展的具体特点表现为：

1、主板蓝筹公司业绩突出，并购重组效应显著

2010年度，净利润排名前20位的公司合计实现净利润700.23亿元，占主板公司总体净利润的46.43%，成为主板公司的中流砥柱，上述公司的净利润增速也高于主板公司总体的4.28个百分点。20家公司均为大盘蓝筹公司，其行业分布颇具代表性，基本涵盖了机械制造、金融证券、家电、通讯设备等国内传统优势行业。主板净利润增长额排名前20位的公司也多为大盘蓝筹公司，这20家公司合计贡献了主板73.19%的利润增长，平均净利润增长率高达125.71%，平均净利润增长金额为16.35亿元。

2010年度，深市主板公司共有19家

公司完成重大资产重组，整合效果显著。通过重组，19家公司的平均总资产由去年同期的92.21亿增至163.14亿，增幅为76.93%；平均营业收入由去年同期的75.85亿增至112.02亿，增幅为47.68%；平均净利润由去年同期的2.18亿增至6.61亿，增幅高达203.51%。在2010年净利润排名前20名的公司中，一半以上实施过整体上市、行业整合、海外收购等不同形式的并购重组。

2、中小板绩优公司不断涌现，龙头公司业绩增长稳定

随着中小板上市公司数量的逐步扩大，绩优公司也不断涌现，如2010年上市的海康威视、荣盛石化、均胜身中小板净利润排名前10名。而海宁皮城、齐翔腾达、国电清新、广田股份等42家新公司增长势头迅猛，净利润增幅均在50%以上。与此同时，以苏宁电器、金风科技、露天煤业、荣盛发展、东华软件为代表的批资绩优公司也继续保持快速增长的势头，净利润增幅连续三年保持在30%以上。2010年，中小板净利润排名前10名的公司在比较基数较大的前提下，平均净利润增幅达到48.60%，远高于中小板的平均业绩增幅，业绩增长稳定。

3、创业板业绩保持持续快速增长，呈现出一批高成长公司

2010年，创业板公司仍然保持了快速增长趋势。营业收入增长超过100%公司有8家，48家公司增幅在50%以上，其中东方日升增长率达到182.1%；净利润增长超过100%的公司有7家，49家公司增幅在50%以上，其中向日葵增长率为165.6%。

大多数创业板公司的成长性具有可持续性。2008年至2010年，创业板净利润复合增长率达到38.4%。营业收入复合增长率超过50%的公司达30家，占16%，净利润复合增长率超过50%的公司有43家，占23%，其中4家公司净利润复合增长率超过100%。目前，创业板已涌现一批高成长公司，广泛分布于信息技术、新材料、现代服务业及新能源等新兴经济领域。从创业板的高成长性体现在创业板能否孕育一批持续高成长优秀企业的角度看，效果已初步显现。

表3 深市主板、中小板和创业板上市公司主要指标对比

	深市主板	中小板	创业板
上市公司数量	485	576	209
上市公司数量占比	38%	45%	16%
总市值(亿元)	44,000.00	35,448.50	7,365.22
总市值占比	51%	40%	8%
成交金额(亿元)	138,324.90	85,592.34	15,675.22
成交金额占比	58%	36%	7%
平均营业收入(亿元)	55.59	16.12	4.08
平均净利润(亿元)	3.11	1.44	0.71
营业收入两年复合增长率	21.67%	21.87%	29.58%
净利润两年复合增长率	34.57%	31.72%	38.53%

(三) 多层次市场对高新技术企业的支持不断扩大

随着多层次资本市场建设的推进，中小板和创业板已经成为高新技术企业进入资本市场的主渠道。深交所综合研究所与科技部火炬中心的合作研究表明：截至2011年4月28日，在中小板576家公司、创业板209家公司中，2008年重新认证“高新技术企业”数量分别为412家和168家，占比为71.53%和80.38%。

上市为高新技术企业提高研发投入强度创造了有利条件，而上市公司为了增强竞争力也在逐步加大研发投入强度。2010年，中小板披露年报的554家上市公司的研发支出金额总计195.67亿元，较上年增长31.10%，平均每家公司研发投入达3531.93万元，占营业收入的比重3.61%。创业板188家上市公司的研发支出金额总计36亿元，较上年增长38.1%，平均每家公司研发投入1909.9万元，占营业收入的比重5.97%。其中，97家公司研发投入增长率超过了营业收入增长，3家公司研发投入上亿元，出现一批重研发投入、业绩高成长的公司。

从创业板中的96家战略性新兴产业公司的情况看，其2008年、2009年及2010年的平均研发支出分别为1293.24万元、1695.75万元和2473.66万元，占营业收入比重为5.07%、5.48%和5.70%（整体法计算），2009年增长31.12%，2010年增长45.87%。截止2010年12月31日，创业板战略性新兴产业上市公司平均每家已获得发明专利2.5件，已获得实用新型专利7.4件，已获得外观设计专利2.8件。同时，截止2010年12月31日，创业板战略性新兴产业上市公司平均每家已申请的发明专利为11.1件，已申请实用新型专利为5.4件，已申请外观设计专利为1.8件。和创业板中的非战略性新兴产业上市公司比，和国家高科技技术企业群体及规模以上工业企业比，都具有明显的优势。（表4）

表4 创业板战略性新兴产业公司与其他类型企业的科技创新能力比较

项目	创业板战略性新兴产业上市公司(2010)	创业板非战略性新兴产业上市公司(2010)	规模以上工业企业(2009)	高科技技术企业(2009)
R&D经费内部支出(平均,亿元)	0.25	0.14	0.09	0.03
R&D经费内部支出占营业收入比例(整体法)	5.70%	4.28%	0.69%	1.30%
发明专利	2.52	2.42	3.25	1.17
技术人员数量(平均,人)	348.83	NA	425.88	117.57
技术人员占全部人员比例(整体法)	33.29%	NA	1.76%	3.34%

注：1、资料来源除年报数据外，均来自国家科技统计年鉴。2、在不同类型公司中，对技术人员界定与统计口径略有不同，此项指标供参考。

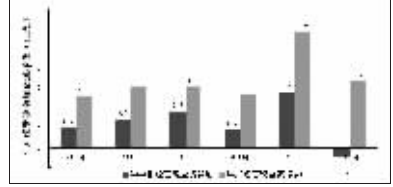
(四) 宏观经济环境变化在上市公司微观群体中得到充分体现

当前，我国A股上市公司数量已达2175家，年总营收17.47万亿，总市值27.46万亿（2011年4月30日值），实体经济的证券化比率达到69%，上市公司群体在国民经济运行中的核心作用日显突出。2010年，我国经济持续恢复增长，但受经济发展中的结构性问题困扰以及资产价格上升、通胀预期攀升等问题影响，国家出台多项宏观政策调控措施。从2010年上市公司的年报数据看，这些措施的影响在上市公司群体中得到充分体现，除企业的业务与利润增长变化上，还突出体现在企业的现金流、存货以及工资成本等项目的变化上，初步分析，我们有以下基本结论。

1、2010年上市公司平均经营现金流净额出现下降，其中，职工相关的现金流净额下降与商品劳务相关的现金流净额下降是主要因素。从分行业看，在金融保险业之外，建筑业、房地产业的经营现金流净额下滑最厉害，此外，服务业、批发零售等行业现金流也出现了负增长，这反映了2010年房地产调控、货币紧缩、劳动力成本增加等宏观经济因素对上市公司经营状态的直接影响。

图1显示，2010年深市上市公司平均经营现金流净额中期为负，全年下降。根据2010年半年报数据统计，深市上市公司的平均经营现金流净额由2009年末的2.91亿元，下降为-0.24亿元，虽然在2010年末转正，为1.70亿元，但相比2009年末下降了1.21亿元，下降幅度41.50%。

图1：深市上市公司2005-2010半年报、年报平均经营现金流净额（亿元）



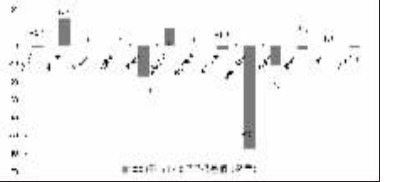
从经营现金流净额的构成看，职工相关的现金流与商品劳务相关的现金流净额下降是主要因素。其中，支付给职工以及为职工支付的现金导致深证上市公司经营现金流净额减少了550.74亿元，占到减少总额的38.37%。此外，与经营活动有关的现金流出和各项税费支出的大幅增加也是导致经营现金流净额减少的重要因素。（表5）

表5 深证上市公司2010年经营现金流净额不同项目减少额及其占比

项目	平均金额(亿元)	占比(%)
商品、劳务相关的现金净额变化	-0.176	16.90
职工相关的现金净额变化	-0.405	38.90
税费相关的现金净额变化	-0.223	21.38
其他与经营活动有关的现金净额变化	-0.238	22.80
合计	-1.006	100%

从行业分布来看（证监会行业分类），金融保险业、建筑业、房地产业平均经营现金流净额的大幅减少是整体上市公司经营现金流减少的主要原因。另外，服务业、批发零售业、综合类行业平均经营现金流净额也出现了负增长，农林牧渔、制造业、信息技术行业平均经营现金流净额有小幅下滑。

图2 深市各行业上市公司2010年与2009年经营现金流差值

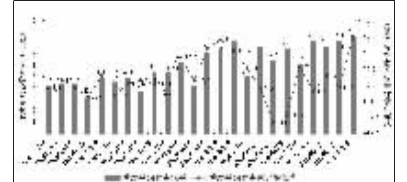


2、2010年度，尤其是在第四季度，上市公司的平均存货水平上升，尤其是原材料与产成品的库存增长更为明显，反映了上市公司在通胀预期显著上升时的经营特点。

从2005至2009年数据看，上市公司平均存货水平具有明显的季节性特征。一般而言，上市公司的第四季度存货水平将明显下降，比如，从2005到2009年的上市公司存货四季度环比分别为下降25.50%、24.14%、32.84%、38.33%、17.83%，而且第四季度也是该会计年度平均存货水平最低的季节。但在2010年第四季度，上市公司的平均存货水平较第三季度环比上涨5.93%，平均存货水平达8.61亿元，也是整个会计年度平均

存货水平最高的季度。以主板公司为例，2008至2010年，存货账面余额逐年上升，分别为4896亿、5945亿和8256亿，主板公司资产总额分别为27419、34900和44212亿。从存货占当年资产总额的比重来看变化不大，分别为17.83%、17.02%和18.66%。

图3 深圳上市公司2005-2010年季度平均存货水平及同比增长率



从存货结构看，2010年上市公司平均存货水平增加的主要原因是原材料和产成品增长较快所致。上市公司存货的主要构成原材料、在产品与产成品。数据显示，2010年上市公司的平均原材料与产成品存货增加值分别为0.55亿和0.68亿，分别增长44.49%和52.37%，高于在产品存货数值。从第四季度看，原材料、产成品的环比增长率分别高达193.08%、559.30%，远大于在产品的环比增长率41.04%。

表6 深圳上市公司2010年平均存货水平不同项目同比增长额及增长率

存货项目	2009年(亿元)	2010年(亿元)	增长额(亿元)	增长率
原材料	1.342	1.791	0.55	44.49%
在产品	0.672	0.886	0.22	32.46%
产成品	1.296	1.975	0.68	52.37%

表7 深圳上市公司2010年平均存货水平不同项目环比增长额及增长率

存货项目	2010年3季度	2010年4季度	增长额	增长率
原材料	0.611	1.791	1.18	193.08%
在产品	0.628	0.886	0.26	41.04%
产成品	0.299	1.975	1.68	559.30%

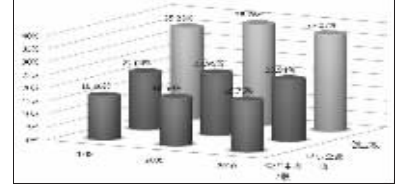
## 二、2010年度各板块公司业绩的差异分析

随着深交所多层次市场体系的逐渐成熟，为更深入分析主板、中小板、创业板三个市场的板块特征，我们选取历史年份数据，从反映公司盈利能力的平均毛利率指标，以及营业收入增长率、净利润增长率等反映公司成长性的指标作进一步分析。

(一) 三个板块上市公司盈利能力差异

2008-2010年度，主板、中小板、创业板上市公司的平均毛利率水平保持基本稳定。其中，2010年主板上市公司平均销售毛利率19.76%，总体稳定并逐年提高；中小板上市公司平均销售毛利率23.94%，与2009年基本持平；创业板上市公司平均销售毛利率高达37.07%，是深市主板和中小板1至2倍，展现出较强的盈利能力（图4）。

图4 2008-2010年三个板块上市公司平均销售毛利率比较



(二) 三个板块上市公司成长性差异和盈利能力指标的分布情况类似，三个板块上市公司的年均营业收入与净利润复合增长率也呈现一定的阶梯式分布特点。其中，主板、中小板、创业板平均营业收入收入的两年度复合增长率分别为21.67%、21.87%和29.58%，平均归属母公司股东净利润的两年度复合增长率分别为54.57%、31.72%和38.53%。

表8 2008-2010年三板上市公司成长性指标对比

利润项目	板块	2008年(亿元)	2009年(亿元)	2010年(亿元)	最近一期增长率	复合增长率
平均营业收入	主板	37.55	40.64	55.59	35.20	21.67
总收入	中小板	10.84	11.84	16.10	33.29	21.87
	创业板	2.45	2.96	4.08	38.02	29.58
平均归属母公司股东的净利润	主板	1.31	2.07	3.13	42.10	31.72
	中小板	0.83	1.08	1.44	32.53	31.72
	创业板	0.37	0.54	0.71	31.20	38.53

(三) 对中小型上市公司成长性的分析

从2010年数据看，创业板净利润增长率为31.20%，中小板为32.53%，低于主板的42.10%。我们的分析发现，我国中小企业上市公司的成长性在IPO后具有典型的耐克曲线特征。即在上市后一、两年内其成长性普遍有所下降，但之后成长性开始回升，在图形上表现出“V”字形曲线或称“耐克曲线”。

为实证分析以上规律，我们以中小板公司为例，将中小板公司按上市年份分为7组，分别计算其IPO后每个年份的平均营业收入增长率和净利润增长率，并进行对比，结果如下图所示。

表9 2004-2010年中小板上市公司上市后营业收入同比增长率（%）

年份	上市第一年	上市第二年	上市第三年	上市第四年	上市第五年	上市第六年	上市第七年
2004年上市	31.78	42.38	44.6	39.26	22.54	9.26	28.15
2005年上市	14.01	38.76	18.95	0.18	-1.5	37.8	-
2006年上市	33.74	21.96	11.5	7.98	27.88	-	-
2007年上市	32.96	27.74	7.19	38.69	54.51	42.04	-
2008年上市	25.19	4.85	41.8	-	-	-	-
2009年上市	9.84	40.51	-	-	-	-	-
2010年上市	30.42	-	-	-	-	-	-

表10 2004-2010年中小板上市公司上市后净利润同比增长率（%）

年份	上市第一年	上市第二年	上市第三年	上市第四年	上市第五年	上市第六年	上市第七年
2004年上市	12.43	21.84	36.32	71.95	38.89	29.95	23.46
2005年上市	-10.6	-23.46	26.26	49.84	54.51	42.04	-
2006年上市	25.11	27.54	-38.68	71.34	54.59	-	-
2007年上市	33.42	-1.92	25.75	43.13	-	-	-
2008年上市	15.33	1.29	32.04	-	-	-	-
2009年上市	31.16	34.05	-	-	-	-	-
2010年上市	23.77	-	-	-	-	-	-

统计结果显示，各组公司的营业收入增长率总体上表现为先低后高的“V”字形走势。所有7组中，仅2009年上市的中小板公司组因刚刚从金融危机中复苏，同比基数低，表现出上市第一年就大幅增长的状态；其余公司组都先后经历了一段增长的低潮期，经过数年才逐渐恢复成长性。

图5 2004-2010年中小板上市公司上市后营业收入同比增长率（%）

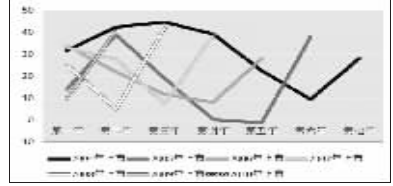
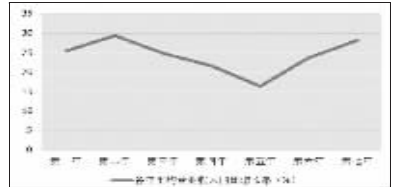


图6 各年营业收入平均同比增长率（%）



注：图6由图5中各年平均营业收入增长率平均而成。

从净利润增长的角度看，各组公司的“V”字形走势更为明显，几乎所有组公司的上市之初的净利润增长率都表现平平，但从第三年起开始有较大幅度增长（图7）。

图7 各年归属于母公司净利润同比增长率（%）

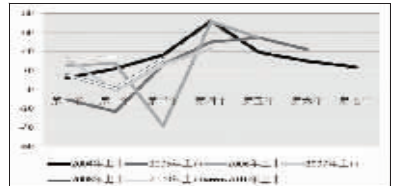
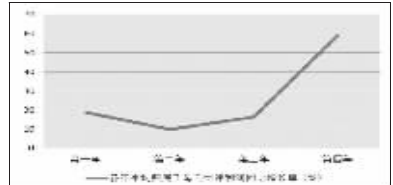


图8 各年归属于母公司净利润平均同比增长率（%）



注：图8由图7中各年的归属于母公司净利润同比增长率平均而成，只取上市当年及其后三年样本。

因此，从实证数据看，我国中小企业上市公司在IPO后的成长性存在着先抑后扬的耐克曲线型走势。对创业板、中小板等中小型上市公司而言，不能简单地以上市首年或某一年的成长指标来判断企业的总体或未来成长状况。特别是创业板开板不足两年，整体处于上市初期，2010年报告期内有近76.5%的企业为新上市公司，这些企业的成长性在未来可能很大程度上具有“耐克曲线”特征，这是评判创业板公司成长性时值得关注的特别之处。

## 三、需要关注的主要问题

(一) 宏观经济环境变数增大

鉴于上市公司经营、业绩与宏观经济环境之间关联度日益紧密，宏观经济环境变化对上市公司的影响更为深远，且充满挑战。2010年是中国经济复杂多变的一年。一季度担心经济“过热”；二季度忧虑经济“二次探底”；三季度摆脱了增长下滑阴霾，经济企稳回升；四季度通货膨胀又不断攀高，由此引发调控措施多管齐下，提高存款准备金率、加息、出物价控制“国16条”。2010年上市公司经营的多个方面已充分体现宏观经济环境变化的影响，宏观经济环境变化已经成为影响上市公司经营与业绩的关键因素。

当前宏观经济发展的背景良好，仍处经济的上升周期中，但宏观经济的不确定性因素仍然很多，通货膨胀风险、资产泡沫风险构成中国经济未来的潜在重大风险。另一方面，从经济结构调整的角度看，2010年普遍被认为是新经

济周期的开端，国家出台了战略性新兴产业的系列政策。在新经济周期中，上市公司发展的机遇与挑战并存。

从2011年上市公司一季报的数据看，上市公司已经初步显露宏观经济环境变化对上市公司经营业绩的影响，需要加以特别关注。特别是对中小板、创业板公司而言，由于中小型上市公司自身业务的单一，整体上更依赖于宏观环境和行业经济的走势，部分公司在宏观环境和行业经济环境不佳的背景下其经营与成长性间问题值得关注。

(二) 上市公司业绩分化明显

从过往几年的年报数据看，上市公司业绩分化已持续出现，这一现象在2010年报中表现更为明显。

1、主板公司分化更为显著。具体表现为：2010年度主板净利润排名前50家公司实现净利润合计占485家公司总体净利润的69.66%，比2009年的73%下降3.34个百分点，但前10家公司合计净利润516.22亿元，占净利润总额31.85%，比2009年提高0.85个百分点。2010年净利润前10名公司的盈利合计较2009年度增长64.97%；2010年，主板有133家公司每股收益低于0.1元，78家公司净利润减少超过50%，49家公司亏损，其中25家为ST或\*ST类公司。

2、中小板公司分化趋势继续。中小板2010年净利润前10名的公司实现净利润197.25亿元，增幅达52.8%，10家公司净利润合计占中小板整体净利润总额的22.42%，比09年提高2.04个百分点。2010年中小板有13家公司出现亏损，合计亏损额为11.54亿元，平均亏损0.89亿元。

3、创业板公司分化趋势显现。创业板2010年净利润前10名的公司实现净利润20.32亿元，占全部公司净利润的35.37%，比2009年的15.75%提高近20个百分点。同期创业板有94家公司2010年营业收入增长率低于2009年，其中9家公司营业收入增长率大幅下降，平均下降72.21个百分点。同时，162家公司净利润增长率放缓，其中32家创业板公司净利润负增长。与09年相比，创业板公司业绩分化趋势显现。

(三) 高送转现象值得关注

2010年度，中小板、创业板推出高比例送红股和资本公积金转增股本方案的公司家数和比例均创出新高。创业板69家公司每10股送转10股以上，占比近35%；中小板每10股送转10股的87家，占比近15%；主板“高送转”公司家数与去年基本持平，每10股送转10股以上的7家。

一方面，中小板、创业板新上市公司比较多，新公司的显著特点是注册资本少，股价高，而资本公积高。为尽快扩大公司资本规模，公司有强烈扩张股本的愿望，以满足业务门槛的需要，提高参与并购、对外投资、招投标等竞争力。但另一方面，过于快速和过大规模的股本扩张，一旦缺乏业绩持续高成长的支撑，成长的代价”将逐渐体现。同时“高送转”也会成为年报披露期间影响市场运行的重要因素。

(四) 部分公司业绩增长的持续性存有压力

2010年度，主板、中小板和创业板上市公司业绩在整体上都实现了显著增长。三板营业收入分别同比增长了35.20%、33.29%、37.58%，归属于母公司净利润分别同比增长了42.10%、32.5%、30.31%，深市上市公司成长性表现