

中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

B

中国上市公司蓝皮书

BLUE BOOK OF CHINESE LISTED COMPANIES

No.7

中国上市公司

发展报告

(2020)

中国上市公司蓝皮书

《中国上市公司发展报告（2020）》发布会

国家金融与发展实验室

2020年11月05日

张鹏

中国社会科学院经济研究所 副研究员

中国社会科学院上市公司研究中心 副主任

张鹏：中国上市公司价值评估研究

尊敬的各位领导、各位媒体的朋友下午好。

今天我主要讲一下估值体系。刚才张平老师已经讲到，我们主要是把“创新”溢价和“规模”溢价融入整个估值体系，所以我演讲的题目为“抗疫后全面复苏下的“创新”与“规模”估值溢价”。众所周知，价值投资可以基于历史的视角，通过财务分析进行投资。事实上，按照威廉姆森的说法，我们还可以从未来角度估算公司价值，这也是价值投资。如果说未来最大的不确定性就是不确定，那么站在未来估值最关键就是把不确定性转化成所谓的概率意义上的“确定性”，也就是有了概率分布。我个人认为，创新在这里面起很重要的作用，这也是创新溢价的重要体现。后面我还会讲到整个公司治理体系，其实也是创新的催化剂，最大程度将创新的不确定性转化为某种概率上的“确定性”，获取风险溢价。从估值体系来讲，今年的蓝皮书主要在“创新”和“规模”溢价两个方面有了一些探索。

下面我主要从以下几个视角进行分析，即短期视角I、短期视角II和长期视角。然后再讲一下今年的亮点

在什么地方，最后是我们“漂亮100”投资组合构成，回测的效果和一些量化评价指标。

短期视角I，从流动性加码转向盈利支撑，业绩仍是主导未来市场走向的关键。

今年我们知道新冠疫情发生后，美联储实行零利率政策，联邦基金利率长期维持在0-0.25%的低水平，量化宽松史无前例，主要发达国家也先后实行了大规模量化宽松货币政策，导致利率下降，维持在较低水平。从现金流折现估值模型看，利率变小相当于分母变小，所以估值肯定会上去。因此，在上半年疫情冲击导致经济几乎停滞情况下，上市公司在业绩没有增长情况下，利率下降导致估值提升也让整个市场走出一波牛市。但从这幅图可以发现，目前利率再下降的空间很小，加之有零利率限制，所以现在我们看到利率已经逐步开启上行通道。当然，除非实行负利率政策，但负利率一些危害也是政策制定者必须考量的重要因素。

国内的情况也大抵如此，我们可以看一下沪深300、创业板指数和十年期国债收益率趋势图。我们大致可以看到，国债收益率下降的过程，也对应着创业板指数上行过程。这和刚刚美国的情况是比较相似的，虽然我们上半年没有实行大规模的量化宽松，但是总的来讲还是利率中枢下移，十年期国债收益率从疫情发生之初的3.2%左右，一直下降到2.4%左右，目前又逐渐上升到3.2%左右。随着宽松政策的退出，盈利也就是价值创造能力就成为主导市场走向的一个重要因素，从历史的角度来讲，从EPS和沪深300整体趋势看还是比较一致

的。从散点图也发现EPS与沪深300指数之间存在正相关关系。因此，从历史角度而言，上市公司价值回归是必然的，增长还需要盈利做坚强的支撑。

短期视角II，政策移动使股市偏好大于债市，行业配置应注重趋势与周期相结合。这里，趋势主要还是指与创新及科技发展的趋势结合起来，同时关注周期性行业的一些机会。我刚刚已经讲到，利率中枢下移有利于偏向股市策略。此外，从估值水平来看，中国沪深300估值整体处于较低水平，截止2020年7月31日，沪深300PE-TTM只有13倍，而标普500估值达到25倍。从股债配置的跷跷板效应看，我计算了从2007年以来中国股债利差，可以发现股债利差仍然处在较高水平，如果按照分位数计算目前处于67%分位数，这还是很高的。虽然最近可能受美国大选和冬季疫情等风险影响，最近基金配置中偏债基金也比较火爆，当然这是根据经济形势的一种资产配置选择。我个人感觉这种股债相结合策略，从金融工程的角度来讲，就是类似于看涨期权，债券相当于套了一个保护伞，在下跌的时候兜住风险。考虑中国老百姓刚性兑付和不喜欢赔本习惯，这种股债结合基金还是大受欢迎的。但从上面分析看，长期而言还是股市提供的收益率更高，我们更倾向于偏股策略。

行业配置上，从美国的这幅图可以看出，传统产业长期来讲规模逐渐缩小，科技行业都处于增长轨道，这里面像信息科技、医疗保健长期中份额越来越大。长期来讲，代表科技进步和行业转型趋势的赛道我们要重点关注。但是从短期来讲，这里面也有一些周期性的机会。比如我们今年上半年受疫情的影响，很多行业保持低增长甚至负增长趋势，随着疫情得到控制和经济恢复常态，我们可以适当关注一下消费、交通运输等行业的一些潜在机会。综上，我

们行业配置上更加注重长期的趋势，就是创新和行业升级趋势，同时关注短期、周期性的一些机会。

第三个就是长期视角。我们认为，特别是在新科技革命以后，原来传统的估值体系面临很大的压力。刚才张平老师也提到一些新兴的行业没有利润只有收入，可能有些时候收入都没有，只有用户等一些非财务指标，这种情况下怎么估值？为什么资本市场还给予其那么高的价格？显然，估值体系需要有一场大的变革。我个人认为，需要认真分析创新在估值体系中的价值，简单而言我感觉创新一定程度上把传统估值模型的局限性克服了。我们知道传统增长模型都是规模报酬递减，但是加入创新因素后，规模报酬就是递增。我画的这幅图大家可以看到，一个企业如果没有创新，那么其成长就是遵循一般的生命周期模型，即初创、成长、成熟、衰退期，但是如果企业不断创新，一直不断革命，可能生命周期曲线一直往上移动，如果经过N次创新以后，企业整个成长周期就是规模报酬递增的，这幅图就类似于经济学中短期成本和长期成本的嵌套关系，企业生命周期也是直线上升的。我们现在看高科技行业，你会发现其实规模已经很大了，市占率那么高，但其增长仍然很快，类似于大型的灵长类动物，体格非常矫健、成长性还非常好。

创新的第二个意义，最主要就是把创新的长期性和确定性要结合起来，长期性和不确定性，转化成概率上的“确定性”，这个确定性之所以带引号，是在说其有概率分布的。我们知道，奈特谈的不确定性就是不知道分布，是真正的不确定，但是一旦说风险，就是说我们知道它的概率分布，事实上转化成为一种“确定性”。如果转化成这样的“确定性”，后面的估值模型，比如期权

定价等就可以来使用。所以未来风险“定了”当然就可以给风险定价，或者说创新溢价。当然创新能否顺利开展，涉及很多因素，但我认为这里面最重要的还是人力资本综合体系建设。

下面这幅图说明，我们选择要在创新技术上持续投入，达到颠覆性创新特征，同时结合潜在市场处于在蓝海市场这一象限，这就相当于创新和赛道相结合，达到万亿蓝海市场目的。

资本市场改革，刚才张平老师说现在市场的风格转变很大，机构投资者逐渐增多。2012年Wind全A机构持股比例为29%，2020年1季度达到53%，也就是市场一半都是机构投资者，对价值投资发挥肯定是有好处的。

此外，无论最近十九届五中全会发的全文还是党中央历次的会议，资本市场的开放、金融市场开放都是很重要的话题，同时我们这个市场也得到了国际的承认。近年来MCSI、富时罗素将A股资产纳入体系，中国ETF基金即被动跟踪市场的投资基金业快速增长，当然也得警惕一些泡沫性的东西，现在有个别五花八门ETF指数，这里需要注意关注所跟踪指数的科学性和真实性。

审核制向注册制改革，创业板试点，科创板推行等等，并且“十四五”规划明确提出以后全面铺开。这几年，开放措施也很多，北上资金合计买卖总额2014年底只有468亿，2020年7月31号达到32897亿，。所以，整个市场的改革和开放措施，增量资金流入导致市场风格有重大转变。

最后创新发挥作用和推进创新最重要的是人力资本综合体系建设，这里面包括的内容就很多了，比如员工持股计划，企业家精神发挥，还有ESG，上述按

照我的理解都是人力资本的概念，其实就是把公司长期可持续发展纳入考虑，我们这两年ESG基金发行也很快。创新风险，说是风险，从一个货币的两面来讲就是一种溢价。

所以我们的研究逻辑是，安全溢价，也可以叫成规模溢价，和创新溢价相结合，创新和赛道相结合，自上而下中寻找阿尔法，我们整本书做的工作就是宏观经济大势掌握、行业升级方向和精深企业研究（本书量化选股体系也在完善之中）。

今年的评价体系亮点上，书中都有说明，在此不做更多说明。比如财务上我们很关注现金流，但也关注于现金流相关的各类财务指标之间的勾稽关系。譬如，有的企业现金流非常好，但结果还有很多负债，这个就不太符合常理。再一个成长性、公司治理和创新方面，我们每年都结合最新经济形势更新一些指标。今年计算方法上有些变化，比如考虑因子正交化因素，假如两个因子对股票收益都同时有影响，但是这两个因子里面有80%重叠的，类似于饮食中食物不合理搭配导致过度营养，通过正交化把重复因子去掉，就剩下很纯净的因子。

漂亮100投资组合的内容在蓝皮书中都有，在此就不详细论述了。在港股评价中，今年把一些仙股删去了。漂亮100投资组合，2019年至2020年第二季度6个季度的收益还是挺高的，达到124.5%，比同期沪深300高出了86.2%。投资组合的一些评价指标，比如夏普比率3.75，跟踪误差为1.33%，最大回撤等其他风险指标也表现不错，还有月胜率和行业配置效应等详细展示，书中都有详细说明。

谢谢大家！