



论我国创业板上市公司的成长性

——基于微观财务数据的分析

任 婷

(武汉职业技术学院 科研处,湖北 武汉 430074)

摘 要: 我国创业板企业盈利能力无论同比或环比均呈现下降趋势,且平均每股收益同每股经营性净现金流量间表现出巨大的裂口。同中小板企业相比,平均每股净资产、每股经营性净现金流量之间差异不大,但平均每股收益显著低于中小板。同国际创业板比较,在四个参照对比的创业市场中,我国创业板的整体发展较为均衡,但较纳斯达克这样成熟且成功的市场相比,还有较大的差距。总体而言,我国创业板企业成长动力相对不足,成长质量还有待进一步提高。

关键词: 创业板;上市公司;盈利能力;成长性

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1671-931X (2011) 05-0061-04

企业的成长性创业板市场运作的核心问题,对我国创业板来说,只有既选拔出大量高成长型企业发行上市,又能为已上市企业提供机制以保持高成长性,才能达到创业板政策设计的目的^[1]。换句话说,企业的成长状况及结果决定其在市场上的命运,也决定着创业板市场发展的成败。海外创业板市场的教训非常清楚地说明,上市公司成长的质量而非概念对于创业板市场的决定性。从表面上看,创业板市场股价的波动是中长期积累的泡沫破灭而引发的股市自动调整过程,但更深层次的原因却还是因为人们对于创业板市场主体,即创业板上市公司成长性结果及评价预期变化的过程。因此,有必要采用合理而现实的评价指标及评价方式来分析我国创业板上市公司的成长趋势、成长质量,以此作为企业管理者改善经营、引导投资者投资决策的依据,同时也方便监管者加强对创业板上市公司的管理,从而达到减少市场波动,为上市公司发展营造一个相对平稳

的市场环境的目的。

一、财务指标的选定

目前,对一家公司或企业的成长性分析,多集中于采用通过基本面分析及财务数据分析相结合的方法来判断,这无疑是最优的评价方式。然后,由于基本面分析涉及宏观经济分析、国家政策分析、行业分析、企业生命周期分析等多重因素,且多用定性的分析方法,因而带有很强的主观性,不易评判。所以,比较现实的评价基础是基于企业财务数据的质量来洞察一家企业的成长质量和成长趋势,也即巴菲特所说的“持续的盈利能力”。

对创业板上市公司来说,财务资源是企业成长的各种资源的综合体现^[2]。财务限制理论认为,企业的投资决策往往受其资产质量的限制,即资产的规模、结构都会影响公司业绩的持续成长。而盈利能力则是企业持续存在并成长发展的基础。如果企业盈

收稿日期:2012-02-18

作者简介:任婷(1976-),女,湖北武汉人,武汉职业技术学院科研处干事,研究方向:教育管理、教育经济、财务管理。

利能力低下,甚至出现连续亏损,则企业将走向破产,因此,创业板上市公司要保持良好的成长性就需要有足够的盈利能力支持。此外,稳定的现金流对于扩张型成长企业也尤为重要,它决定了企业研发投入、外延扩张的速度及规模。因此,当前用微观财务数据来考核企业成长性的指标主要有三大类,第一类主要是通过资产负债表中资产的增长率指标,如总资产增长率、固定资产增长率等来考核。第二类考核指标主要是通过对损益表中运用资产获得利润增长指标来界定,如主营业务收入增长率、主营业务利润增长率、净利润增长率等。第三类是通过对企业的经营性现金流量报表,如企业经营性净现金流量、净现金流量等指标加以考核。由于三大类考核指标众多,所以,我们选取了在其中较有代表性的几个指标,如每股收益、每股净资产、每股经营性现金净流量等加以分析。

二、创业板企业盈利能力的自身比较

(一) 同比分析

同比分析一般用于表示某种现象在较长时期内总的发展速度,以消除短期因素对分析所造成的误差,如季节性因素等^[3]。由于我国创业板成立时间较短,仅为两年,因此,反映“较长”时段的数据有限。为了兼顾分析指标的特点以及创业板财务数据的实际,我们选择对创业板半年报、年报数据进行同比分析,对季报则忽略不计。

表 1 2010 年、2011 年半年报同比分析

时间 / 增长 (额)率	平均每股收 益(元)	平均每股净资 产(元)	平均每股经营 性现金流量(元)
2011 年 6 月	0.296	6.86	-0.178
2010 年 6 月	0.319	7.33	-0.038
增长额	-0.023	-0.47	-0.14
增长率	-7.2%	-6.4	368.42%

数据来源:根据深交所统计数据整理而来

截止 2011 年 6 月 30 日,创业板共上市企业 264 家,相比 2010 年 6 月 30 日的 119 家增加 145 家企业,增长率为 121.85%。尽管创业板企业的数量在增加,但同企业数量增长相比,企业的盈利能力却不尽如人意,平均每股收益、平均每股净资产、平均每股经营性现金流量分别由 2010 年中期的 0.319 元、7.33 元、-0.038 元,下降至 2011 年中期的 0.296 元、6.86 元、-0.178 元,下降绝对幅度分别为-0.023 元、-0.47 元、-0.14 元,平均每股收益、平均每股净资产下降比率分别为-7.2%、-6.4%,平均每股经营性现金流量则下降近 3.6 倍。

截止 2010 年 12 月 31 日,创业板共上市企业 215 家,相比 2009 年 12 月 31 日的 78 家增加 137

表 2 2009 年、2010 年年报同比分析

时间 / 增长 (额)率	平均每股收 益(元)	平均每股净 资产(元)	平均每股经营 性现金流量(元)
2010 年 12 月	0.81	8.05	0.36
2009 年 12 月	0.87	6	0.66
增长额	-0.06	2.05	-0.3
增长率	-6.9%	34.17%	-45.45%

数据来源:根据深交所统计数据整理而来

家企业,增长率为 175.64%。同半年报同比情况相同的是,企业数量的增加并没有带动企业盈利能力的增加。上组数据显示,企业平均每股收益、平均每股净资产、平均每股经营性现金流量分别由 2009 年期终的 0.87 元、6 元、0.66 元,变化为 2010 年期终的 0.81 元、8.05 元、0.36 元,变化的绝对值分别为-0.06 元、2.05 元、-0.3 元,变化率分别为-6.9%、34.17%、-45.45%。换句话讲,仅平均每股净资产呈正增长,而最据成长性说服力的每股收益、每股经营性净现金流量指标却呈下降趋势。

综合而言,截止 2011 年 11 月 25 日为止,对已公布的具有可比性的创业板上市公司半年报及年报经营性数据进行同比分析可知,在以一年为一个周期的比较中,创业板上市公司的盈利能力在下降。尤其应当引起重视的是,尽管平均每股收益的下降幅度不算太大,但最能反映企业实际经营状况的每股经营性净现金流量却呈现明显的恶化状态。也就是说,在每股净收益和每股经营性现金净流量双降的过程中,现金流的恶化程度要快于盈利能力。Ramakrishnan 和 Thomas(1991)的研究结果表明,盈利的质量与其收益所创造的现金流呈显著的正相关关系^[4]。一般而言,一家企业盈利能力的增长会同时带来现金流的增加,但上述数据显示的情况却正好相反,应引起市场的高度警惕。

(二) 环比分析

环比分析作为表示趋势性分析常用的指标,能较好地说明企业逐期的发展速度,也即表明创业板企业的成长趋势^[5]。在做环比指标分析时,考虑到每股净资产指标在作为考核创业板公司有局限性时,我们在这里就进行了删除。主要原因基于如下两点:首先,由于创业板的构成主体多为新经济型成长性企业,其盈利的特点有别于传统企业通过扩大规模,如增加劳动力供给、增加固定资产投资等手段来投入来扩大收入、增加盈利。新经济企业的最根本的盈利能力则体现在通过对技术、商业模式的创新、品牌价值的挖掘等来提升企业的盈利能力,即通过较小的投入获取较大盈利的能力,在资产上则多表现为轻资产。因此,单纯用资产规模来衡量一家企业的盈利能力或成长空间则有可能产生误判;其次,

表 3 各季环比数据统计

时间	平均每股收益(元)	平均每股经营性现金净流量(元)
2010 第一季度	0.137	-0.185
2010 第二季度	0.183	0.147
2010 第三季度	0.516	-0.076
2010 第四季度	-0.029	0.471
2011 第一季度	0.141	-0.283
2011 第二季度	0.155	0.06
2011 第三季度	0.428	-0.237

当前我国创业板企业超募现象严重,由于超募资金而造成的净资产增大也妨碍了对其指标的有效运用。

由上述图表可看出,无论平均每股收益,抑或是平均每股经营性现金净流量,都没有呈现出逐级走高的上升趋势,反而表现出巨大的波动。从企业经营的角度来审视其财务数据,则表明其盈利能力多受短期因素的影响或制约,较为脆弱。如果从更为负面的角度来解读,则应当考虑,是否存在隐藏的市场因素、产品问题或其他偶然因素。更让人担心的是,从

2011 年一季度开始,每股收益同每股经营性现金净流量表现出明显的背离,也即企业收益的增长却没有带来现金流的相应增长,尤其是 2011 年三季度,这种表现更为明显。

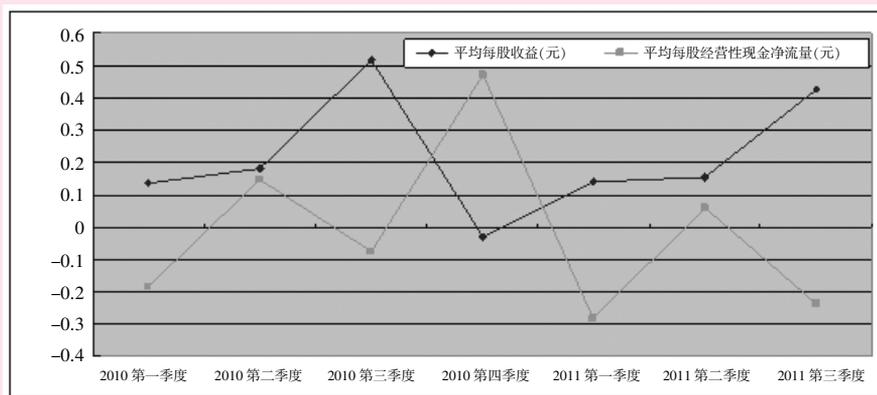
三、创业板企业同中小板企业盈利能力的比较

当下,最能反映中国企业增长活力的公司当属中小板及创业板公司。因此,将中小板公司作为创业板的参照进行对比,能更好的观察创业板公司的成长动力及成长质量。

由图 2 我们可以清楚地看到,中小板和创业板公司在每股净资产及每股经营性现金净流量的增长上区别不大,分别为 36.11%、34.17%以及-48.11%、-45.45%。但在每股收益的增长上却表现出巨大的反差,2010 年中小板企业每股收益较 2009 年增长了 16.2%,而同期创业板则较 2009 年降低 6.9%。因此,仅就每股收益指标而言,创业板公司的增长动力或者讲增长趋势明显弱于中小板。

四、创业板企业盈利能力的国际比较

将我国创业板企业同国际比较,可知道我们目



数据来源:根据深交所统计数据整理而来

图 1 平均每股收益、平均每股经营性现金净流量各季环比数据

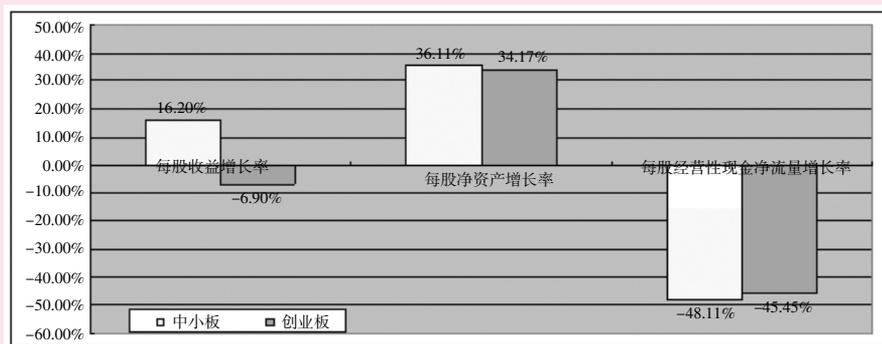
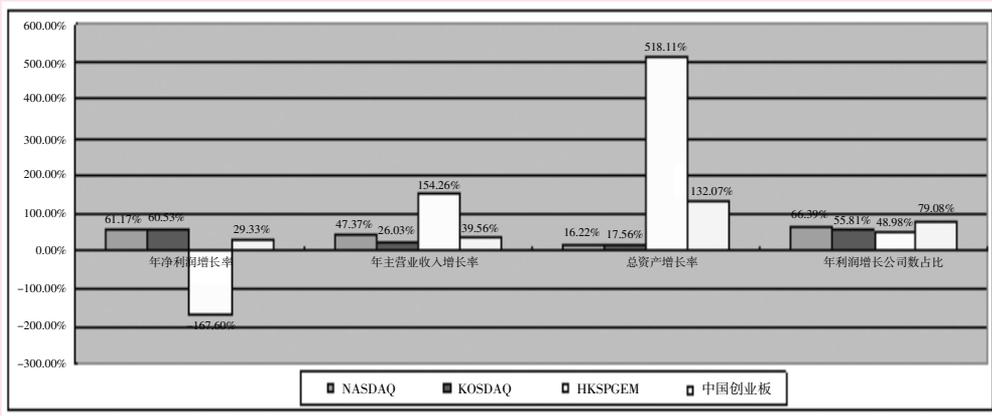


图 2 2010 年中小板、创业板各指标增长率统计



数据来源: Bloomberg

图3 2010年各国创业板增长率统计

前所处的水平和方位，对提升我国创业板的监管水平及加速我国创业板国际化进程具有指导意义。

我们将2010年中国、美国、韩国、香港创业板财务增长率指标进行了统计，对比发现，就年净利润增长率而言，除香港创业板为负增长外，其它三个市场则表现为正增长。其中，美国的纳斯达克和韩国的柯斯达克分别为61.17%、60.53%，中国则为29.33%，与前面两个国家相比，我国创业板市场存在明显的差距。主营业务收入方面，参与对比的几个市场均实现了正增长，且分别为47.37%、26.03%、154.26%、38.56%。其中，香港创业板公司表现较为突出，其次为美国的纳斯达克市场，我国则略高于韩国。总资产增长方面，我国增长率优于美国和韩国，仅次于香港。但反观这组数据同年净利润增长表现出的背离则可进一步说明该指标在评判创业板公司盈利能力时或出现的失真。进一步看利润增长的公司数，我国创业板增长公司占比最大，达到了79%，其它市场占比略少，但差距不大。

五、总结

我们从国际市场中选取有代表性的美国、韩国、香港三家创业板公司同我国进行了对比。从整体对比来看，在四个参照对比的创业市场中，我国创业板的整体发展较为均衡，但较纳斯达克这样成熟且成功的市场相比，还有较大的差距。而反观创业板同中小板企业盈利能力之间的对比，我们可以看到，创业板没有明显显示出其高成长，甚至在每股收益增长

率指示上还低于中小板23.1%。其次，从最能反映成长性趋势的环比指标来看，无论是平均每股收益，抑或是平均每股经营性现金净流量，在运行区间都表现出巨幅的波动。从经营的角度来解读这一现象，则表现为盈利能力的的不稳定，而非巴菲特所讲的“持续性”。再者，如果考察一家企业的盈利质量，我们知道，真正有质量的增长是收入与经营性现金净流量间的线性增长，也就是收入的增长能为企业带来真正的现金流。然后，通过分析，我们发现，从2011年一季度开始，每股收益同每股经营性现金净流量就一直表现出巨大的背离，也即企业收益的变动同现金流之间的反向运动，尤其是2010年、2011年三季度，这种表现更为明显，创业板上市公司的盈利质量堪忧。

参考文献：

- [1] 宾艳.创业板上市公司成长性影响因素研究[D].长沙:长沙理工大学,2011.
- [2] 朱和平.创业板上市公司成长性评价研究[D].武汉:华中科技大学,2004.
- [3] 盛骤,谢式千,潘承毅.概率论与数理统计[M].北京:高等教育出版社,2008.
- [4] 蒋义宏,魏刚.主营业务利润、核心盈利能力和公司价值[N].证券市场导报,2001-04-10(5).

[责任编辑:张磊]

(下转第72页)

（上接第 64 页）

On the Growth Capacity of Listed Companies on Growth Enterprise Market Board based on Analysis of Micro-financial Data

REN Ting

(Academic Research Management Department, Wuhan Polytechnic, Wuhan430074, China)

Abstract: The profitability of GEM has shown a downward trend on both year-on-year and sequential basis. Meanwhile, there comes a big discrepancy between the earnings per share (EPS) and business net cash flow per share. The difference between listed companies on GEM board and SME (small and medium-sized enterprise) board is not remarkable in terms of net asset per share and business net cash flow per share. However, the EPS of growing companies is significantly lower than that of SME. When compared with four listed companies on international GEM board, it is found that the GEM board in China is relatively sound and well balanced in general. However, it can not be comparable to Nasdaq who is sophisticated and successful. Generally speaking, the paper concludes that the growth driving of GEM board is not adequate and the quality of growth remains a challenge to many listed companies.

Key words: GEM; listed company; profitability; capacity of growth

（上接第 67 页）

Research on Organization Learning and Competitiveness of Textile Industry Cluster

WU Bo-hong

(Jiangsu Vocational and Technical College of Finance and Economics, Huai'an223003, China)

Abstract: The paper holds that the competitiveness of an industry cluster depends on the member enterprises' technological innovation power. While the technological innovation of an industry cluster comes with the knowledge flow, organization learning goes through the whole process of technological innovation. The case of Natong textile industry cluster shows that organization learning can promote the competitiveness of the cluster as a whole and even drive the development of related industries and regional economy and has a significant effect on the upgrading of the industry.

Key words: organization learning; textile industry cluster; technological innovation; knowledge flow