

沪深 300 上市公司财务分析评价

导言: 根据 2006 年报业绩, 经由 BBA 分析评价系统计算, 截至 2007 年 4 月 30 日沪深 300 市盈率为 38.61 倍, 全体 A 股市盈率为 47.35 倍, 相对于全部 A 股而言, 沪深 300 的估值优势是非常明显的。作为上市公司的中流砥柱, 沪深 300 上市公司各项指标均要高于全体 A 股平均水平, 因此其理应享受一定的溢价。

沪深 300 指数与整体市场相关性分析

按照每日收盘价计算, 从 2005 年 4 月 8 日首次公布沪深 300 指数开始, 到 2007 年 4 月 30 日, 沪深 300 指数和上证指数的相关系数为 0.9962, 和深圳综指的相关系数为 0.9942, 表明了沪深 300 指数和市场整体的高度相关性。

截至 2007 年 4 月 30 日, 以证监会的行业分类为依据, 沪深 300 成份股覆盖了全部 13 个行业, 经 BBA 系统计算显示, 沪深 300 成份股总市值的行业偏离度仅为 2.05%, 具有良好的行业代表性。沪深 300 指数成份股总市值占沪深 A 股总市值的比重, 已经由当初的六成左右提高到现在的近八成。在国际指数期货市场, 股指期货标的指数一般都选择成份股指数, 且成份股总市值占整个市场股票总市值的比重一般都在 60%-80% 之间。有代表性的如美国 S&P500 指数、香港恒生指数等, 基本上都在这个范围。由此可见, 沪深 300 的市值覆盖率已经达到成熟市场水平。

沪深 300 上市公司财务分析

沪深 300 上市公司财务总体评述(以中证指数有限公司 2007 年 3 月 15 日公布的沪深 300 成份股为标准)

股权分置改革的成功, 解决了长期困扰中国证券市场的制度性问题, 使得中国证券市场发生了根本的结构性改变, 上市公司内在质量有了实质性的改善, 公司盈利能力大幅提高。同时 2006 年中国银行、工商银行、中国人寿、中国平安等一大批优质蓝筹公司的上市并入选沪深 300 成份股。根据沪深 300 上市公司及证券交易所公开发布的数据, 运用北部资产 BBA 分析系统和 BBA 分析方法(详情请参见 BBA 理财网 www.bbchina.com; 0411-82520565) 对其进行综合分析, 我们可以看到 2006 年沪深 300 上市公司总体财务状况有明显提高。

(1) 资产总额大幅增加, 资产质量明显改善

沪深 300 上市公司资产情况

分类科目	2006-12-31	2005-12-31	同比增加	同比增长%
货币资金	23,957.33	3,092.36	20,864.97	674.73
存货	5,179.31	4,194.89	984.42	23.47
资产总计	213,898.26	101,448.29	112,449.97	110.84
股东权益合计	26,971.08	15,651.89	11,319.19	72.32

沪深 300 上市公司清偿能力分析指标

分类科目	单位	2006-12-31	2005-12-31	同比增长%
流动比率		0.80	0.91	-11.91
速动比率		0.77	0.75	2.17
资产负债率	%	86.41	82.80	4.36
利息支付倍数	倍数	11.61	11.11	4.53
长期负债比率	%	9.06	8.70	4.12
股东权益固定资产比率	%	134.84	111.24	21.21
股东权益比率	%	12.61	15.43	-18.27

2006 年度, 沪深 300 上市公司资产总计达到 213,898.26 亿元, 比 2005 年增加了 112,449.97 亿元, 增长 110.84%; 股东权益合计达到 26,971.08 亿元, 同比增加 11,319.19 亿元, 增长 72.32%; 货币资金增长 674.73%。

出现这些情况的主要原因有: 1、沪深 300 成份股中, 金融股尤其是银行股权重比较大, 金融股占沪深 300 权重比例达到 17.55% (截至 2007 年 4 月 30 日), 由于金融企业尤其是银行负债经营的特点, 导致沪深 300 上市公司总体负债增加额过大, 增加率过高, 但这并不会影响沪深 300 上市公司的总体财务状况。扣除新入选沪深 300 的金融股影响, 其负债合计增长率与资产总计增长率基本持平, 分别为 26.07% 和 26.22%; 2、沪深 300 上市公司作为 A 股上市公司中的佼佼者, 在 2006 年证券市场体制的深刻变革中, 借助宏观经济高速、平稳增长的契机, 积极地利用财务杠杆作用来扩大经营规模, 提高自身盈利能力也是理所当然的。结合年报数据, 运用 BBA 上市公司评价系统进行分析, 扣除新入选金融股的影响, 其资产负债率仍在正常范围内。

(2) 经营效率明显提高, 提升企业盈利能力

沪深 300 上市公司经营效率分析指标

分类科目	单位	2006-12-31	2005-12-31	同比增长%
存货周转率		6.64	5.82	14.13
存货周转天数	天	54.23	61.89	-12.38
固定资产周转率		2.53	2.09	21.29
总资产周转率		0.27	0.29	-4.20
股东权益周转率		2.02	1.83	10.50

2006 年沪深 300 上市公司存货总计达到 5,179.31 亿元, 同比增加 984.42 亿元, 增长 23.47%, 而在 2005 年度上市公司存货较上年增长 30.03%, 说明 2006 年沪深 300 上市公司存货增长明显放慢。存货周转率比 2005 年提高 14.13%, 存货周转天数减少了 12.38%, 说明在 2006 年沪深 300 上市公司在资产不断扩张, 生产能力大幅度提高的同时, 产品销售能力也大大提高, 产销两旺。固定资产周转率提高 21.29%; 股东权益周转率提高 10.50%, 两项指标都有明显提高。反映了企业运营能力有明显提高。总资产周转率有小幅下降, 主要原因是主营收入增长率与资产增长率比较相对较低。资产增长率高的主要因为: 1、2006 年大量大盘股公司上市, 尤其是银行股、铁路股; 2、整体上市, 资产注入。

(3) 盈利能力明显提高, 三项费用大幅度增长

沪深 300 上市公司盈利情况

分类科目	2006-12-31	2005-12-31	同比增长%
主营业务收入	43,104.97	27,033.96	59.45
主营业务成本	31,117.01	21,578.33	44.20
主营业务利润	11,139.25	5,874.31	89.63
营业费用	3,078.10	1,071.47	187.28
管理费用	2,497.45	1,124.37	122.12
财务费用	438.16	274.90	59.39
营业利润	4,126.33	3,022.16	36.54
净利润	3,367.80	1,922.20	75.21

沪深 300 上市公司盈利能力分析指标

分类科目	单位	2006-12-31	2005-12-31	同比增长%
净资产收益率	%	12.49	12.28	1.68
毛利率	%	27.81	20.18	37.81
主营业务利润率	%	25.84	21.73	18.93
净利润率	%	7.81	7.11	9.88
成本费用利润率	%	12.70	12.52	1.43

2006 年沪深 300 上市公司主营业务收入同比增长 59.45%, 主营业务利润同比增长 89.63%; 净利润同比增长 75.21%, 可以看出尽管 2006 年上市公司主营业务各项成本、费用大幅度增加, 但并没有影响上市公司产品的销售, 说明上市公司在产品销售能力, 产品核心竞争力上有明显提高。相比之下, 值得注意的是沪深 300 上市公司的三项费用增长过快, 营业费用同比增长 187.28%, 管理费用同比增长 122.12%, 财务费用同比增长 59.39%, 这其中固然有融资成本增加, 人员工资提高等因素, 但这样的增长率显然过高, 还是需要进一步探讨与关注。

从主要盈利能力指标上看, 净资产收益率、毛利率、主营业务利润率、净利润率、成本费用利润率都有一定程度的提高, 尤其是毛利率和主营业务利润率提升明显。与此对应的是净利润率等提升不大, 形成这种情况的主要原因还是由于三项费用增长过多。

(4) 沪深 300 与全体 A 股财务指标对比分析

沪深 300 上市公司以主营业务稳定、盈利能力突出等特点, 铸就了上市公司群体中“中流砥柱”形象。BBA 系统统计显示, 2006 年沪深 300 上市公司共实现净利润 3367.80 亿元, 占全部 A 股上市公司净利润总额的 92.85%。2006 年沪深 300 上市公司净利润从 111.5 万元至 506.6 亿元不等, 盈利排名前五位的公司分别是中国石化、工商银行、中国银行、宝钢股份和中国人寿, 共实现主营业务收入 19181.4 亿元, 净利润 1638.9 亿元, 占沪深 300 上市公司净利润总额的 48.7%。中国石化、工商银行、中国银行、宝钢股份和中国人寿在沪深 300 乃至整个 A 股市场的地位可见一斑。

沪深 300 上市公司不仅在利润总额上独占鳌头, 而且 2006 年加权平均每股收益达到 0.29 元, 相比全部 A 股上市公司高出 20.8%; 加权平均净资产收益率达到了 12.49%, 相比全部 A 股上市公司高出 20.44%; 净利润率达到了 7.81%, 相比全部 A 股上市公司高出 20.38%; 2006 年沪深 300 上市公司净利润增长率为 75.21%, 全部 A 股上市公司净利润增长率为 88.54%, 表面上看全部 A 股要好于沪深 300, 但主要原因还是在 2006 年全部 A 股中有多家 *ST、ST 上市公司扭亏为盈, 将其整体净利润增长率大幅拉升。由于上述公司经营业绩不稳定, 因此单凭这项指标不能说明沪深 300 的净利润增长弱

于整体。

沪深 300 上市公司主要财务分析指标对比

分类项目	单位	沪深 300 上市公司		全体沪深 A 股	
		2006-12-31	2005-12-31	2006-12-31	2005-12-31
流动比率		0.80	0.91	0.82	0.94
速动比率		0.77	0.75	0.76	0.72
资产负债率	%	86.41	82.80	83.95	79.14
股东权益比率	%	12.61	15.43	14.81	18.75
现金流入负债比		0.06	0.05	0.07	0.05
存货周转率		6.64	5.82	5.48	4.86
固定资产周转率		2.53	2.09	2.46	2.12
股东权益周转率		2.02	1.83	2.04	1.83
净资产收益率	%	12.49	12.28	10.40	8.52
主营业务利润率	%	25.84	21.73	23.04	19.59
净利润率	%	7.81	7.11	6.18	4.82
每股收益	元	0.29	0.29	0.24	0.20
现金流动偿付率	%	3.70	5.36	3.98	5.42
现金营运指数		1.68	1.09	1.62	1.11
净利润增长率	%	75.21	11.55	89.02	0.42
利润总额增长率	%	61.11	12.71	68.31	4.20
营业利润比重	%	84.86	100.13	84.70	101.07
固定资产比重	%	9.41	13.98	11.67	16.86

通过 BBA 上市公司评价系统, 结合交易所公布的数据, 经过分析评价, 我们认为: 1、沪深 300 上市公司在清偿能力指标方面流动比率略低于全体 A 股上市公司, 而在速动比率方面又略高于全体 A 股上市公司, 主要原因在于沪深 300 金融股尤其银行股权重比较大, 由于银行业特点导致沪深 300 流动比率低, 同样由于金融行业无存货, 所以其速动比率相对于全部 A 股上市公司略高; 2、在经营效率、盈利能力、增长能力、投资回报率、现金流量分析、结构分析等方面, 沪深 300 上市公司要明显优于全部 A 股上市公司。

沪深 300 成份股投资价值分析

从上市公司内在质量、业绩增长以及宏观经济两个方面来看, 以优质大盘蓝筹股为核心的沪深 300 上市公司的投资价值是非常突出的。

根据 2006 年报业绩, 经由 BBA 分析评价系统计算, 截至 2007 年 4 月 30 日沪深 300 市盈率为 38.61 倍, 全体 A 股市盈率为 47.35 倍, 相对于全部 A 股而言, 沪深 300 的估值优势是非常明显的。作为上市公司的中流砥柱, 沪深 300 上市公司各项指标均要高于全体 A 股平均水平, 因此其理应享受一定的溢价。

何况单纯的用市盈率来评价上市公司的投资价值也过于片面。目前市场上许多分析人士拿国际成熟市场的市盈率与国内市场对比, 从而得出高估的结论, 这本身就是很不科学的。

首先, 不同的历史时期, 不同的经济体制、政治体制、国家体制下的资本市场、不能简单地对比, 要综合考虑各种因素来下结论。美国、日本等成熟市场年均 GDP 增长率最高不超过 3.5%, 而中国改革开放 20 年, 年均 GDP 增长率达到 9.8%。作为国民经济晴雨表的股票市场, 理应真实地反映国民经济增长情况。

其次, 成熟市场的上市公司虽然利润总数大, 但其增长率低, 从企业生命周期角度看, 大多处在成熟期, 业绩增长放缓, 经营稳定。而中国上市公司还处在成长期, 业绩增长很快, 沪深 300 上市公司最近 3 年年均净利润增长率达到 36.85%。按 PEG 均衡状态等一一来计算, 目前 38.61 的市盈率也只是个价值发现与价值回归的过程。考虑到上市公司业绩增长因素, 2007 年动态市盈率会在 30 倍左右, 仍然有被低估的可能。即使不包括整体上市、资产注入、人口红利、经济高速平稳增长、流动性过剩、人民币升值等因素带来的预期效应, 仅从价格回归价值角度考虑, 沪深 300 上市公司在 2007 年仍有 20% 多的上涨空间。

宏观上看, 资本的逐利性行为会使收益率趋于均衡, 尽管这种均衡水平是市场自然形成的, 并且始终处于动态变化之中。但是这个均衡水平是决定股票市场合理估值水平的主要因素, 我们通过基准利率水平可以观察到。比如中国香港的基准利率为 6.75%, 美国基准利率为 5.25%, 日本基准利率为 0.5%, 不同的基准利率代表了不同经济体各自的资金成本与收益水平。与此对应, 这三个市场整体市盈率水平也各不相同, 香港股市价值中枢在 15 倍, 美国股市在 20 倍, 而日本股市由于利率极低, 整体市盈率平均达到 87.5 倍。从这些成熟市场情况看, 利率与市盈率基本上是互为倒数。目前国内一年期存款利率 2.79%, 税后实际利率为 2.232%, 据此市盈率在 40 倍左右比较合适, 相对于发达国家也并不显得离谱。

所以, 沪深 300 市盈率在 38.61 倍仍是合理水平, 况且中国是个发展中国家, 正处于高速发展期, 中国股市理应享受高于其他国家市场的市盈率水平。未来若出现于市盈率降低很多时, 由于资本追逐利润的本性, 会有源源不断的资金从银行体系流入股市, 直至两者达到均衡水平为止。