

# 2016中国新三板创值能力100强评析报告

中国企业报评价研究院

近两年来新三板发展迅猛,从2015年的1572家发展到至今已达7300多家,即将到达10000家。在增量面前,投资者眼花缭乱,频现选择难题。最近,监管层出台了分层制,以营业收入、利润、市值等三个指标为核心划分为创新层和基础层,这使得投资者有了一定的参照。但是,投资投的是价值,投资者如何从庞杂的数据中发现企业价值呢?如何从营业收入、利润、市值中判断价值呢?

首先,应该明确价值与营业收入、利润、市值的关系。

营业收入是没有扣除成本费用的资金流入,是价值的源头。净利润扣减了营业成本、营业费用、管理费用、借贷费用等系列成本费用,但没有扣减因使用股东资本而产生的成本,不能准确衡量当期净收益,更不能衡量长期性企业运营收益,只能是价值形成的基础。市场价值是市场对公司价值的价格反映,计算简单,即股价与股本的乘积。从本质上讲,市场价值是由价值所决定,市场价值的合理性就是看其与价值的相关性,远离价值就是不合理。

价值从定性来说,是企业内在的可持续的创造收益的能力;从定量来说,是未来收益的折现值。价值有两种计算方法:净现金流法、经济增加值法。净现金流可以净利润为基础进行调整,是现金流流入与流出差额,可以准确地核算企业长期运营的收益;但与当期资本投入的匹配性不强,不能准确地衡量当期的运营收益。因此,净现金流估值缺乏坚实的现实基础。经济增加值以利润为基础,调整了利润等不实、不真的会计数据,扣减了包括股东资本成本的所有成本,是当期净收益;经济增加值以实现长期净现金流为导向,也能准确衡量长期的净收益,其估值结果与现金流估值相等。因此,经济增加值是真正从投资者角度度量的净收益,是真正的创造价值收益。当经济增加值大于零,表明在扣除所有的成本和费用后的剩余收入归股东所有,企业价值增大;反之,小于零,表明企业经营所得不足以弥补包括股权资本成本在内的成本和费用,企业价值降低。因此,经济增加值的增减直接影响企业价值的大小,是内在价值的量化基础。

因此,价值与营业收入、利润、市值的关系如图:

$$\text{营业收入} \rightarrow \text{利润} \rightarrow \text{价值} \left\{ \begin{array}{l} \text{净现金流折现值} \\ \text{经济增加值折现值+投入资本} \end{array} \right\} \rightarrow \text{市值价值}$$

其次,应该以经济增加值为基础构建创值评价体系。

从上述分析,我们可以看到经济增加值既源于营业收入,是剔除了净利润的水分的真正“价值收益”,也是市值的基础。但是,经济增加值也有一些局限性。一是稳定性局限,因为经济增加值由经营性经济增加值和投资性经济增加值构成,前者是主体,后者是辅助。如果投资性经济增加值过大,经营性经济增加值过小,则会使经济增加值具有一定偶然性,企业价值缺乏稳定性;二是效率的局限,由于经济增加值是绝对值指标,缺乏投入产出的效率比,就会出现经济增加值大,投资也大的低效现象,也会使价值缺乏持续性。

因此,我们以经济增加值为基础,选择体现企业主体性的经营性经济增加值为分子,体现当期在用的经营资产为分母,构建了创值能力指数,即:创值能力指数=经营性经济增加值/经营资产,体现的是1元经营净投入所创造的净收益;并以创值能力指数为基础,构建了创值能力评价体系,评价创值支撑力、创值收益力、创值影响力。创值能力评价体系不以规模论英雄,而是突出主业业绩、强化资本效率、彰显精确管理。数据来源公开、透明,没有主观加权,人为打分,具有极大的客观性;结果含义明确,直接明了。

本报以披露的2015年年报数据为基础,应用“创值核算与分析系统”,不仅评选出新三板创值能力100强企业,并力图揭示新三板100强企业与上市公司创值能力100强相比:

创值能力强不强?其中,最强的是谁?

创值管理精不精?其中,市场管理最精准的是谁?运营管理最精准的是谁?资产管理最精细的是谁?

创值收益大不大?其中,最大的是谁?

创值100强未来走向如何?最值得关注的企业有哪些?

从而,帮助新三板的投资者、经营者、监管者准确地度量企业的创值能力,真实地测量企业的创值收益、正确地估算企业的内在价值,发现真正的价值创造者。

## 创值能力强不强?

创值能力最准确地反映企业稳定的、可持续的、主体性的创造价值的效率,即经营性投入与经营性经济增加值比。创值能力直接反映1元的经营投入创造了多少的经营净收益。该指数越大,意味着经营投入所创造的经营收益越大;该指数越小,意味着经营投入所创造的经营收益越小。

经营性投入是剔除了非当期投入如在建工程,扣除了循环经营中的无息负债,是在用性的净投入经营性资产。经营性经济增加值是营业收入减去运营成本、债权资本成本以及股权资本成本后的税前净收益;它突出收益的经营性,不包括投资收益、营业外收入、补贴收入等等非经营性的各

项收益;注重费用的当期性,不扣减非当期发生的费用;反映成本的完全性,不仅扣减债权成本,而且扣减了股权成本。经营性经济增加值为正,说明经营在创造价值;经营性经济增加值为负,说明经营在减损价值。

我们剔除了金融类企业以及财务数据异常的公司后,对6719家非金融新三板公司进行了创值能力评价研究,评出2015年新三板创值能力100强公司。其平均值为0.9887,比2014年增长1.92%,比A股的0.2039高出0.7848,因此,我们认为新三板100强的创值能力强(具体见表1)。

行业分布中,最多的是信息传输、软件和信息

技术服务业,占40%,租赁和商务服务业16%,制造业15%,科学研究和技术服务业8%,文化、体育和娱乐业5%,批发和零售业5%,房地产业3%,卫生和社会工作2%,教育2%,电力、热力、燃气及水生产和供应业2%,水利、环境和公共设施管理业1%,居民服务、修理和其他服务业1%。

区域分布中,北京27%,上海20%,广东13%,浙江12%,江苏6%,四川5%,天津3%,福建3%,湖北2%,江西2%,重庆、山东、湖南、黑龙江、河南、海南、贵州都为1%。

100强企业中只有1%为国有企业,99%为民营企业。

## 创值管理精不精?

因为创值能力指数=经营性经济增加值/经营资产=经营资产收入率×(1-营业收入运营成本率-营业收入资本成本率)

因此,创值能力主要由经营资产收入率、收入运营成本率、收入资本成本率三项因子构成,体现为经营创收管理力、运营成本管理力、资本成本管理力。

### 1.经营创收管理力评估

经营创收管理力是指经营性净投入创造营业收入的能力,其计算公式为:营业收入/经营资产。它表示1元的当期在用性的经营性投入获得的营业收入,体现了营业收入与投入资本占用之间的关系,反映着经营投入的市场效率,指标高,意味着投入创造的营业收入高,资本周转快,凸显出企业满足市场需求的业务(产品或服务)价值。它可以消除企业规模大小、占用资源多少的影响,体现精准的市场管理能力。

2015年,新三板百强的经营创收管理力平均值为4.2806,意味着1元的经营净投入可以创造

4.2806元的营业收入,与上市公司百强相比很强,比A股上市公司平均值1.5376高出2.7430。

企业间经营创收力具有一定的差异(具体见表1)。由于受细分行业、企业发展的阶段性影响,企业间相差很大。

### 2.运营成本管理力

运营成本是企业业务营运如产品生产、销售过程中的资金耗费;在营业收入既定的情况下,影响经营利润的就是运营成本。经营利润是营业收入减去运营成本不含资本成本的经营业务所得,是经营创值的关键环节。

运营成本管理力就是分析运营成本占收入的比重,因为单纯看成本总量无法分析成本的管理能力,只有结合收入,分析成本占收入比,才能分析出成本管理的能力。

其公式为运营成本管理力=运营成本/营业收入。一般来说,该指标越低,意味着运营成本管理能力越强,精益管理程度越高,运营利润越大;越高,意味着运营成本管理能力越弱,精益管

理程度越低、运营利润越小。

2015年,新三板百强的运营成本管理力平均值为0.6912,意味着1元收入中有0.6912元的运营成本,比上市公司百强的运营成本管理力平均值0.7676低0.07634(具体见表1)。

### 3.资本成本管理力

资本成本管理也是影响创值能力的关键因素。资本成本管理力是通过收入资本成本率体现出来,其公式为:营业收入资本成本率=资本成本/营业收入。一般来说,指标越小,说明资本成本管理成效越好、资产管理越精细;指标越大,说明资本成本管理成效越差、资产管理越粗放。

2015年,新三板百强的运营成本管理力平均值为0.0325,意味着1元收入中包含着0.0325元的资本成本;与上市公司百强平均值的0.0603降低了0.0277(具体见表1)。

从以上的分析可以看出,新三板百强管理能力如经营创收管理力、运营成本管理力、资本成本管理力都比A股上市公司要好。

## 创值收益大不大?

创值收益是指创造价值的收益,创值收益将营业收入等偶然的、非常态的收益剔除在外,是真正从投资者角度度量的净收益。净利润包含着股权资本成本,不是净收益创值收益;净现金流与当期投入不太匹配,不易计算当期净收益;只有经济增加值是创值收益,由经营性创值收益和投资性创值收益两方面所构成,其中,经营性创值收益是主体,对外投资创造的创值收益只是辅助。因此,创值收益主要看经营性经济增加值和经济增加值。

### 1.经营性经济增加值不

经营性经济增加值源于营业收入,其计算公式为:营业收入-运营成本-债权资本成本-股权

资本成本。根据“创值核算与分析”系统计算,2015年新三板100强的经营性经济增加值总量为2693354804.79元,比2014年的762391924.82元增长了253.28%。与中国上市公司100强的经营性经济增加值总量112140951252.00元相比,低了109447596447.21元,相差极大(具体见表2)。

### 2.经济增加值也不大

经济增加值将营业收入等偶然的、非常态的收益剔除在外,主要由经营性经济增加值和投资性经济增加值两方面所构成。其计算公式为:经济增加值=经营性经济增加值+投资性经济增加值-所得税。

2015年上市公司100强的经济增加值(创值收

益)总量为2222436554.80元,与2014年百强总和的607081464.97元相比增长了266.09%;因所得税因素,与经营性经济增加值相比减少了470918249.99元。与A股上市公司的89374604098.69相比相差87152167543.89元,差距也极大。

投入规模是影响新三板企业创值收益规模的重要因素,即在创值能力指数一定的情况下,投入大,意味着创值收益大;投入小,意味着创值收益小。因此,企业间经营性创值收益大小不仅与创值能力指数相关,也与投入规模相关(具体见表2)。

从表2可以看出,新三板百强与A股上市公司相比,创值收益的规模小很多。

(下转第七版)

表1: 创值能力指数及创值管理能力排序表

排序	创值能力指数	企业名称	经营创收管理力	企业名称	运营成本管理力	企业名称	资本成本管理力	企业名称
1	2.0062	雨神电竟	12.6861	砂之船	0.3981	盛夏星空	0.0059	狼和医疗
2	2.0054	梵雅文化	11.434	延庆环保	0.3984	明万科技	0.0073	延庆环保
3	1.8235	狼和医疗	9.7077	赛耐比	0.4202	网城科技	0.0085	砂之船
4	1.7829	全美在线	9.3876	华晋传媒	0.4326	瑞格营销	0.009	博芯科技
5	1.6849	赛耐比	8.9901	万联生活	0.4331	广升信息	0.0103	赛耐比
6	1.6796	延庆环保	8.7052	西格玛	0.442	优睿传媒	0.012	信维电子
7	1.6578	光音网络	8.6416	信维电子	0.4425	贵仁科技	0.0122	光音网络
8	1.6435	高德体育	8.4888	博芯科技	0.4457	无忧互通	0.0123	华晋传媒
9	1.5585	众禄金融	7.5038	光音网络	0.4476	梵雅文化	0.0126	西格玛
10	1.4638	嘉尚传媒	7.4443	丝里伯	0.4518	盛世锦天	0.013	万联生活
11	1.4032	注意力	7.2597	度典传媒	0.4606	博大光电	0.0134	丽都整形
12	1.351	中焯股份	7.2491	海唐公关	0.4919	信友新材	0.0145	丝里伯
13	1.3427	精准传媒	6.9472	丽都整形	0.4949	爱用宝	0.0146	海唐公关
14	1.3327	中彩股份	6.7108	欧研尔	0.5009	汇川科技	0.0156	全美在线
15	1.3035	金色传媒	6.7049	豪思光电	0.5212	中彩股份	0.0158	艾维普思
16	1.2302	维欧艾	6.5577	艾维普思	0.5233	思贤股份	0.0159	度典传媒
17	1.2231	度典传媒	6.5387	金美在线	0.5394	中环互联	0.0163	欧耐尔
18	1.1944	尚洋信息	6.4803	麦广互娱	0.5452	雨神电竞	0.0164	豪思光电
19	1.1593	国泰人防	6.4547	正点未来	0.5503	智通建设	0.0164	正点未来
20	1.1371	信友新材	6.3475	众禄金融	0.552	卓影科技	0.0175	联动通达
21	1.1349	爱用宝	6.0373	联动通达	0.5552	精准传媒	0.0178	麦广互娱
22	1.1263	瑞格营销	5.8586	贵州铭诚	0.5604	开心麻花	0.018	高德体育
23	1.1249	天职咨询	5.7599	健来福	0.5942	三环节能	0.018	华图教育
24	1.1188	北科软件	5.658	华图教育	0.595	北科软件	0.0182	众禄金融
25	1.0998	品茗股份	5.5386	蒙特节能	0.599	新智视讯	0.0188	健来福
26	1.0897	万联生活	5.2377	花嫁丽舍	0.6011	国泰人防	0.0192	嘉尚传媒
27	1.0597	华晋传媒	5.1621	嘉尚传媒	0.6177	尚洋信息	0.0193	花嫁丽舍
28	1.0557	原妙医学	5.1595	注意力	0.6196	狼和医疗	0.0193	贵州铭诚
29	1.0541	青石科技	5.1011	高德体育	0.			